

英偉達第二季度財報發佈，整體營收與淨利潤表現超市場預期，但本季營收增速相較前幾個季度出現放緩跡象，並且公司給出的三季度營收指引增速繼續放緩至兩位數，低於市場最高預期，引發了市場對公司未來高速增長勢頭減弱的擔憂，受此影響英偉達股價上周累計跌幅超 7%。本次英偉達發佈的二季度財報披露了哪些關鍵資訊，另外對英偉達目前的股價如何看？

英偉達財報超預期，但 Q3 指引增速不及樂觀預期，未來如何看？

➤ 英偉達營收與利潤均超預期，但增速較以往放緩

8月28日，英偉達發佈了其截至7月28日的2025財年第二季度財報財務報告。財報顯示，英偉達在第二財季營收達300億美元，同比增長122%，環比增長15%，超出了彭博一致預期的288.57億美元。在利潤方面，在Non-GAAP標準下，英偉達的淨利潤達到了169.5億美元，環比增長11%，同比增長152%，超過市場預期的146.4億美元。英偉達調整後的每股收益（EPS）為0.68美元，同比增長152%，超市場預期的0.64美元。此外，公司的毛利率也達到了75.7%，同比上升4.5%，但較上季回落了3.2%。

圖一：英偉達季度業績情況

(數據據單位均為 百萬美元)	2025 財年 第二季度	2025 財年 第一季度	2024 財年 第二季度	環比	同比
收入	\$30,040	\$26,044	\$13,507	增長 15%	增長 122%
毛利率	75.7%	78.9%	71.2%	下降 3.2%	增長 4.5%
運營費用	\$2,792	\$2,501	\$1,838	增長 12%	增長 52%
營業收入	\$19,937	\$18,059	\$7,776	增長 10%	增長 156%
淨收益	\$16,952	\$15,238	\$6,740	增長 11%	增長 152%
每股收益	\$0.68	\$0.61	\$0.27	增長 11%	增長 152%

資料來源：Wind

按業務板塊劃分，英偉達在最近一個季度的財報中顯示，數據中心部門的收入為262.7億美元，與去年同期相比增154%，與上一季度相比也實現了16%的增長，高於分析師預期的251億美元。特別指出的是，在最近四年的時間裏，英偉達在數據中心領域的業務實現了顯著的擴張，其收入從11億美元（占比37%）激增至263億美元（占比近90%），增長幅度達到了22倍；在其他業務上，公司遊戲和AI PC領域的收入為29億美元，同比上升了16%，環比增長了9%，高於分析師預期的27.9億美元；專業視覺業務的收入達到4.54億美元，同比增長20%，環比增長6%；汽車電子和機器人業務的收入為3.46億美元，同比增幅為37%，環比增長了5%。



從英偉達主營業務結構上看，在英偉達的各項業務中，其“數據中心業務表現最為亮眼，收入同比增長了 154%，達到了 263 億美元。這一顯著增長主要得益於市場對 Hopper GPU 計算平臺的強烈需求。Hopper 平臺廣泛應用於大型語言模型的訓練、推薦系統的演算法推理，以及生成式人工智慧應用的開發。目前數據中心業務的增長主要得益於雲服務提供商以及面向消費者和企業的互聯網服務公司。具體來說，雲服務提供商貢獻了大約 45% 的數據中心收入，而面向消費者的互聯網服務和面向企業的互聯網服務公司則共同貢獻了超過一半的營收。但有一點值得注意的是儘管英偉達數據中心業務依舊保持了快速增長的勢頭，但與第一財季的 427% 增幅相比，最新季度的增長速度有所放緩。同樣，英偉達整體的季度營收同比增長率也較第一財季的 262% 有所下降。

圖二：英偉達具體業務營收情況

(\$ in millions)	Q2 FY25	Q1 FY25	Q4 FY24	Q3 FY24	Q2 FY24	Q1 FY24	Q4 FY23	Q3 FY23
Data Center	\$26,272	\$22,563	\$18,404	\$14,514	\$10,323	\$4,284	\$3,616	\$3,833
Gaming	2,880	2,647	2,865	2,856	2,486	2,240	1,831	1,574
Professional Visualization	454	427	463	416	379	295	226	200
Auto	346	329	281	261	253	296	294	251
OEM & Other	88	78	90	73	66	77	84	73
TOTAL	\$30,040	\$26,044	\$22,103	\$18,120	\$13,507	\$7,192	\$6,051	\$5,931

資料來源：英偉達公司公告

*第三季度營收指引增長放緩低於市場最高預期

英偉達預測其第三季度的收入將達到大約 325 億美元，上下浮動 2%，這一數字預計將比上一年同期增長同比增長 75.8% 至 82.9%，超出了分析師們平均預期的 317 億美元。儘管如此，市場上對英偉達三季度收入的最高預測達到 379 億美元，因此英偉達對下一個財季的收入預測低於最樂觀的市場預期。而且值得注意的是，該業績指引也暗示著英偉達第三財季的收入增長預計最高為 83%，這是近六個季度中英偉達營收增速首次低於 100% 的增長幅度。這引發了投資者對公司迅猛的增長勢頭可能正在逐步放緩的擔憂，這一預期數據導致英偉達即使發佈較優秀的財報業績後其股價仍然跌了 7.7%。



圖三：英偉達今年以來股價情況



資料來源：wind

***下一重要的收入驅動——BLACKWELL 系列晶片即將量產**

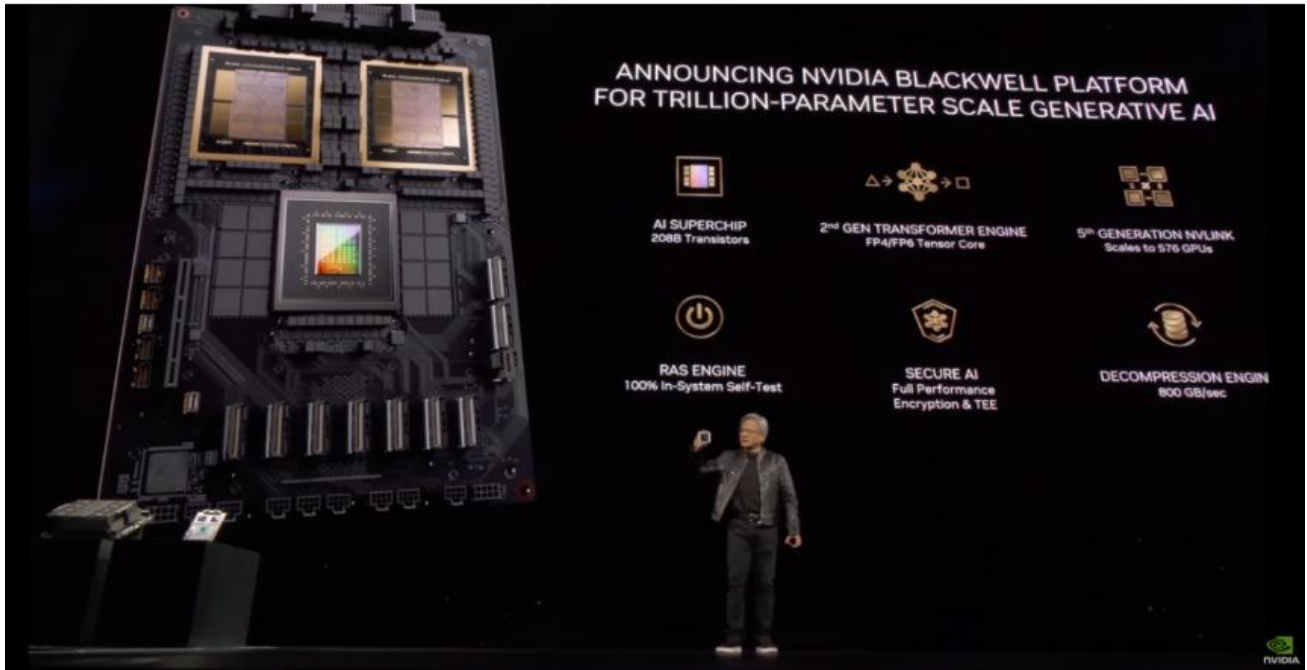
此前有消息稱英偉達今年要推出的 Blackwell 系列 AI 晶片遭遇量產難題，預估會推遲三個月發貨。在此次財報會上，英偉達也回應了這一點，承認 Blackwell 晶片在生產過程中遇到困難，目前正在進行改革以提高生產良品率。但管理層表示，Blackwell 系列晶片無需進行“功能性變更”，Blackwell 平臺將於第四季度開始增產並向客戶發貨，並持續到 2026 財年，第四季度預計 Blackwell 將帶來數十億美元的收入，2025 財年出貨量將進一步提升。此外，就 Blackwell 和 Hopper 兩種架構的市場趨勢，英偉達管理層表示 Hopper 和 Blackwell 的需求都非常強，兩者可以共存。

認為英偉達的 BLACKWELL 晶片是公司未來發展的關鍵，作為最新一代的 AI 晶片，BLACKWELL 晶片在性能上相較於前一代產品有顯著提升，在 2024 年的 GTC 大會上，英偉達首席執行官黃仁勳展示了 BLACKWELL 晶片的強大性能，它由 2080 億個電晶體構成，使用臺積電的 4 納米工藝打造，並配備了 10 TB/秒的晶片間連接速度，足以支持高達 10 萬億參數的模型進行 AI 訓練和即時大型語言模型 (LLM) 推理。作為英偉達下一代晶片架構的代表，Blackwell 在單晶片訓練性能 (FP8) 上是上一代 Hopper 架構的 2.5 倍，在推理性能 (FP4) 上更是達到了 5 倍，同時保持了低能耗的優勢。這種性能的飛躍，對於數據中心等科技巨頭而言，無疑具有極大的吸引力。此外，Blackwell 晶片預計將成為英偉達 2025 年的重要營收驅動，供應鏈預估 2025 年的出貨量有望突破百萬顆，占公司高端 GPU 出貨量的近 40%~50%。這些數據表明，Blackwell 晶片不僅在技術上領先，而且在市場潛力上也具有巨大的優勢，有望進一步鞏固英偉達在 AI 行業的領先地位。

資本市場
經紀業務
資產管理
財富管理



圖四：英偉達 Blackwell 晶片具體情況



資料來源：英偉達發佈會

➤ 數據中心業務：維持龍頭地位，競爭優勢仍較強

英偉達公司作為全球圖形加速和 AI 算力的領軍企業，其 GPU 產品線在市場中展現出較強的競爭力。認為英偉達 GPU 在行業的競爭優勢較強是因為其持續的技術創新、強大的生態合作、豐富的產品矩陣以及 CUDA 軟體生態的支持。英偉達在 AI 訓練和推理領域擁有全面的產品線，並將其晶片架構的更新週期從每兩年一次縮短至每年一次，以加快創新步伐。儘管競爭對手如 AMD 等對手不斷推出競爭力強的產品試圖搶佔英偉達在 GPU 市場的份額，但英偉達均能迅速回應，並推出了 H200、Blackwell GPU 等一系列新產品，鞏固其在市場上的領先地位。

以 AMD 的 AMD MI300X GPU 為例，AMD 於去年 12 月發佈最新 GPU 產品 MI300X，該產品基於 CDNA 3 架構打造，採用混合的 5nm 和 6nm 制程工藝，最多擁有 1530 億電晶體，相較於英偉達的 H100 GPU，MI300X 系列在多方面展現出更優異的性能：記憶體容量是 H100 的 2.4 倍，記憶體帶寬提升了 1.6 倍，在 FP8 性能測試中，TFLOPS 提升了 1.3 倍，在 FP16 性能測試中，TFLOPS 同樣提升了 1.3 倍，在一對一的性能對比測試中，MI300X 在 Llama 2 70B 模型上比 H100 快達 20%，MI300X 不僅在性能上超越了英偉達的 H100，還在能效比上展現了其優勢，同時在定價上也比 H100 更具競爭力，提供了更高的性價比。Meta、OpenAI 和微軟在 AMD 投資者活動上表示，他們都將考慮使用 AMD 最新開發的人工智慧晶片 Instinct MI300X 作為替代品。對於競爭對手推出的新品，英偉達也是迅速做出回應，推出了 H200 產品線以及 BlackWell 下一代晶片，在算力、存儲容量與帶寬等重要指標方面與競爭對手的差距再次拉開。



圖五：英偉達產品與競爭對手對比

公司	產品類型	發佈日期	AI 架構	晶片記憶體	帶寬情況	
英偉達 (NVIDIA)	B100	2024	Blackwell	192G(8x24GB)	8 TB/s	
	B200	2024	Blackwell	192G(8x25GB)	8 TB/s	
	GB200	2024	2xB200		384GB	16 TB/s
			GPU,1xGrace CPU		(2x8x24GB)	
	H100	2022	Hopper	80 GB	3.4 TB/s	
	H200	2023	Hopper	141 GB	4.8 TB/s	
AMD	MI325X	2024	CNDA 3	288 GB	6.0 TB/s	
	MI300X	2023	CNDA 3	192 GB	5.3 TB/s	
Intel	MAX 1550	2023	Xe-HPC	128 GB	3.3 TB/s	
	MAX 1100	2023	Xe-HPC	48 GB	1.2 TB/s	
穀歌	Trillium	2024	TPU	190 GB	5.6 TB/s	
	TPU v5p	2023	TPU	95 GB	2.8 TB/s	

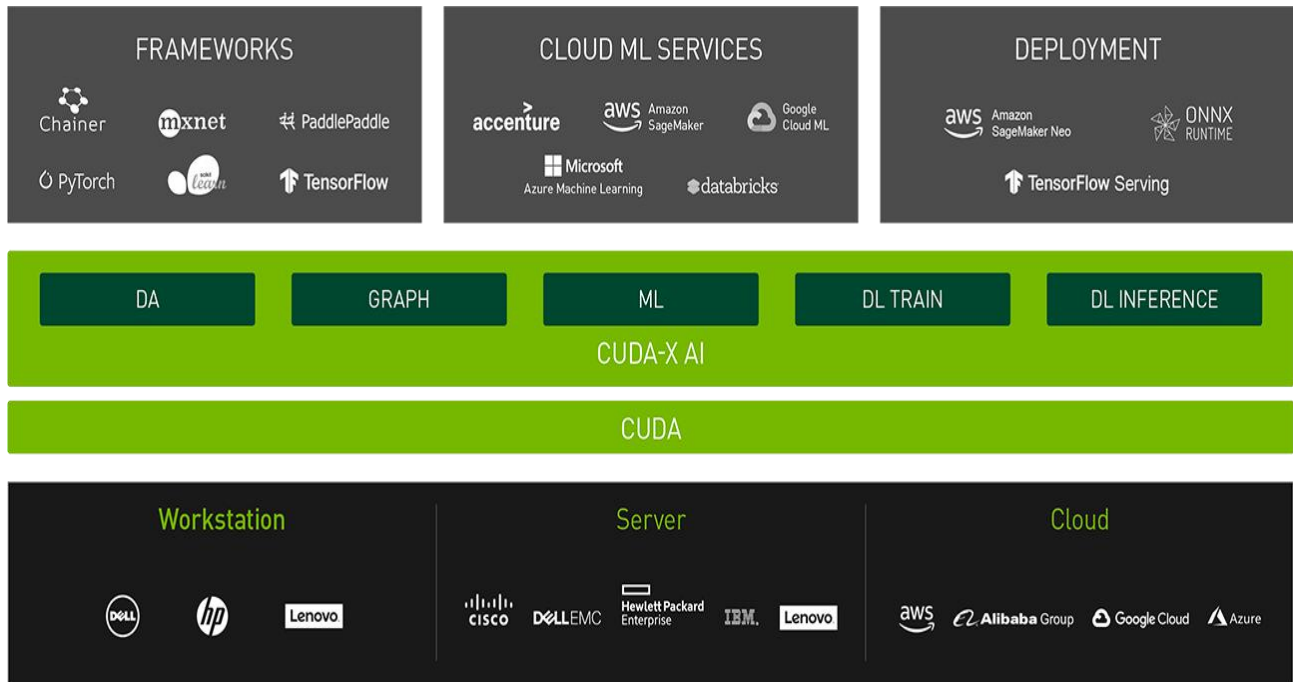
資料來源：wind，公司公告

除了硬體指標領先同行業之外，英偉達的 CUDA 軟體優勢較同行業較為顯著。英偉達的 AI 晶片經過多年的發展，算力實現了指數級的增長，在短短八年內增長了 1000 倍。這種顯著的增長不僅得益於其硬體的不斷升級，更得益於 CUDA 軟體生態的持續優化。自 2006 年推出以來，CUDA 平臺不斷更新迭代，功能和性能均得到了顯著提升，相較於其他如 AMD 的 ROCm 等生態，CUDA 展現出更加成熟和穩定的性能，成為英偉達技術領先的重要保障。這為開發者提供了豐富的現有資源和文檔，以便他們能夠更快捷地進行開發和部署，從而降低了學習難度和風險。這種優勢為英偉達的 GPU 在多個行業應用的開發、優化和部署上提供了顯著的先行者優勢。截至 2020 年，全球 CUDA 開發者的數量已經達到了 200 萬，並且這一數字在 2023 年翻倍至 400 萬，其中包括像 Adobe 這樣的大型企業用戶。

此外，CUDA 的領先優勢還體現在其強大的網路效應上。英偉達在遊戲、專業可視化、數據中心等多個領域擁有龐大的用戶基礎，這不僅為公司提供了穩定的收入來源，也為產品的研發和優化提供了寶貴的用戶回饋。這種規模效應使得英偉達能夠持續投入研發，進一步鞏固其技術領先地位。在系統級集成能力方面，英偉達不僅提供高性能的 GPU 硬體，還提供與之配套的軟體棧，從驅動程式到開發工具，再到優化庫，形成了一整套完備的生態系統。這種垂直集成的優勢使得英偉達能夠在系統層面進行深度優化，為用戶提供更卓越的性能和更優的用戶體驗。由於對 CUDA 平臺的強烈需求和使用習慣，許多用戶更傾向於堅持使用他們熟悉且相容性更好的軟體，這促使更多的開發者選擇 CUDA 或繼續使用 CUDA 進行開發。



圖六：英偉達 CUDA 架構

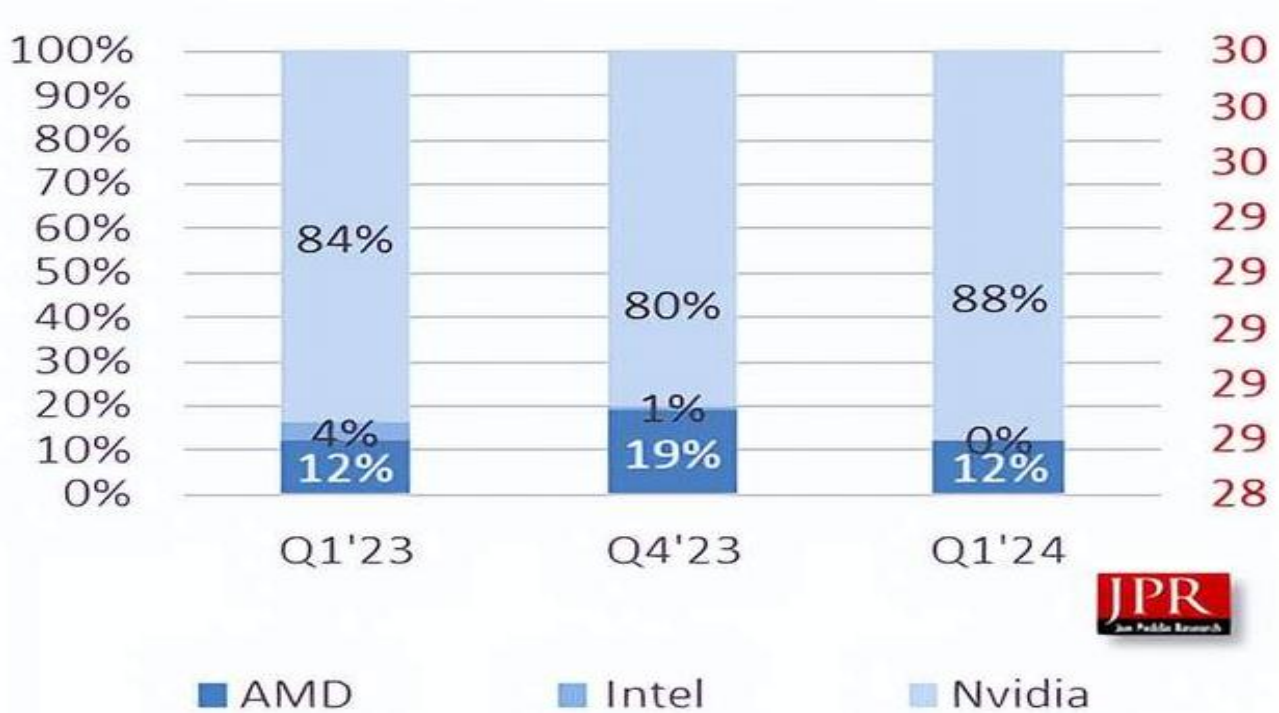


資料來源：公司官網

綜合來看，英偉達技術之所以能夠持續領先，主要得益於其在硬體性能、軟體生態、用戶基礎和系統級集成能力等方面的全面優勢。半導體分析公司 TechInsights 最新報告顯示，英偉達在 2023 年數據中心 GPU 出貨量方面取得了爆炸式增長，總計出貨量約為 376 萬塊，相比 2022 年的 264 萬塊增長 42%；在市場份額方面，根據市場調查分析公司 Jon Peddie Research (JPR) 的最新報告，英偉達市場份額爬升至高達 88%，AMD 顯卡份額降至 12%，英特爾顯卡份額不足 1%。



圖七：2024 年 Q1 全球顯卡市場份額



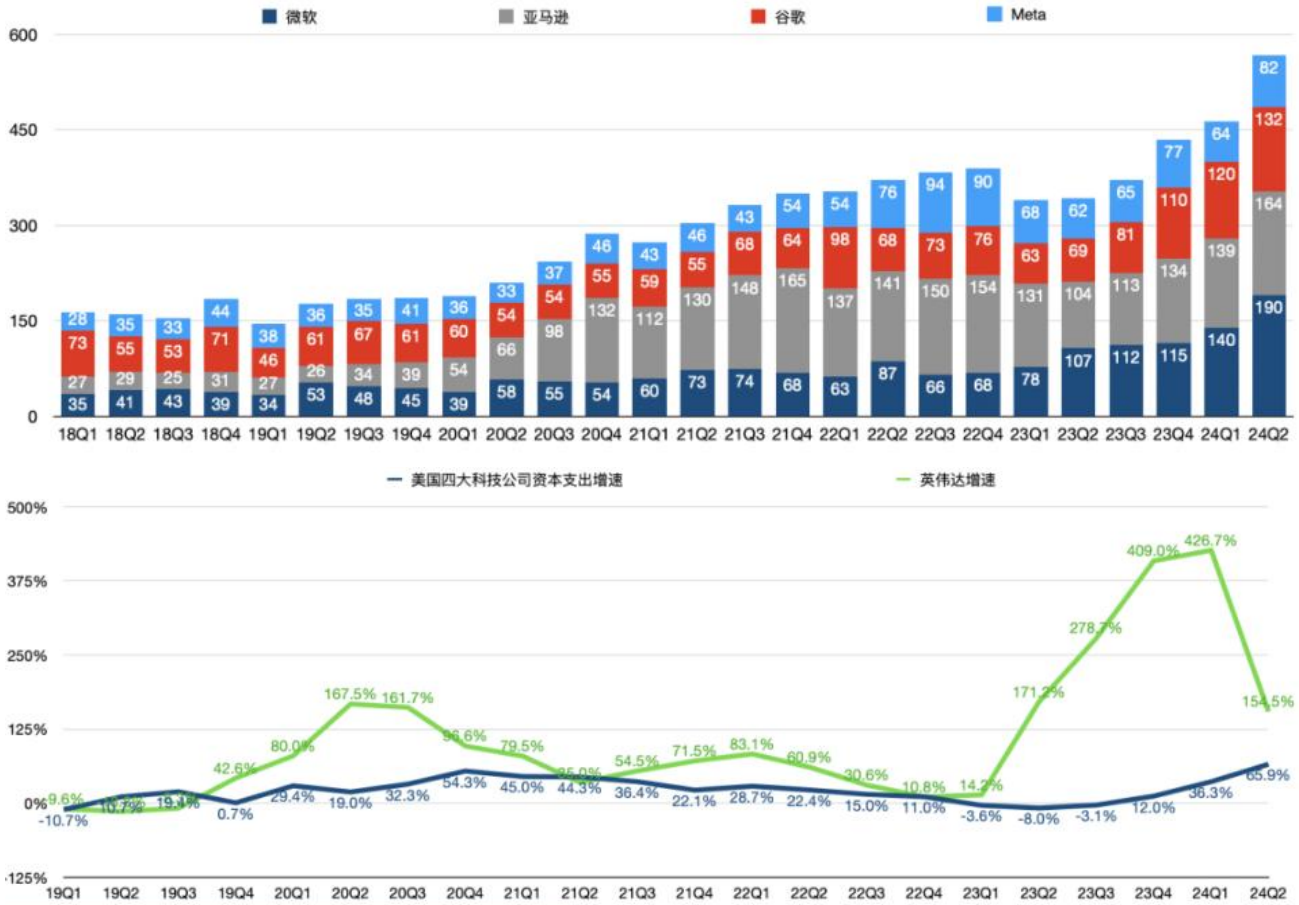
資料來源：Jon Peddie Research

公司數據中心業務成長潛力還有多少？

今年上半年，包括微軟、亞馬遜、Meta 和穀歌母公司 Alphabet 在內的公司都在大幅提高資本支出，這些科技巨頭的大量支出被用於提升數據中心等人工智慧基礎設施的建設。穀歌在上半年資本支出激增 90%，達到 252 億美元；微軟資本支出增長 78%，達到 330 億美元；亞馬遜資本支出增長 27%，達到 303 億美元；Meta 預計今年的資本支出可能達到 400 億美元，同比去年增長 40%。2024 年 2 季度，微軟、Meta、穀歌、亞馬遜四家公司合計資本支出為 571 億美元，同比增長 66%，環比 1 季度增長 22%。科技巨頭較高的資本支出增速也為 AI 算力市場的持續高景氣提供了有力支撐。然而，這僅僅是一個起點，因為這些巨頭都已承諾在未來 18 個月內進一步增加投資。市場分析預測，按照目前科技公司的投資增長趨勢，到本年度末大型科技公司在人工智慧領域的投資有望實現翻倍增長。



圖八：英偉達數據中心業務與美國四大科技資本支出情況



資料來源：公司公告，新浪財經

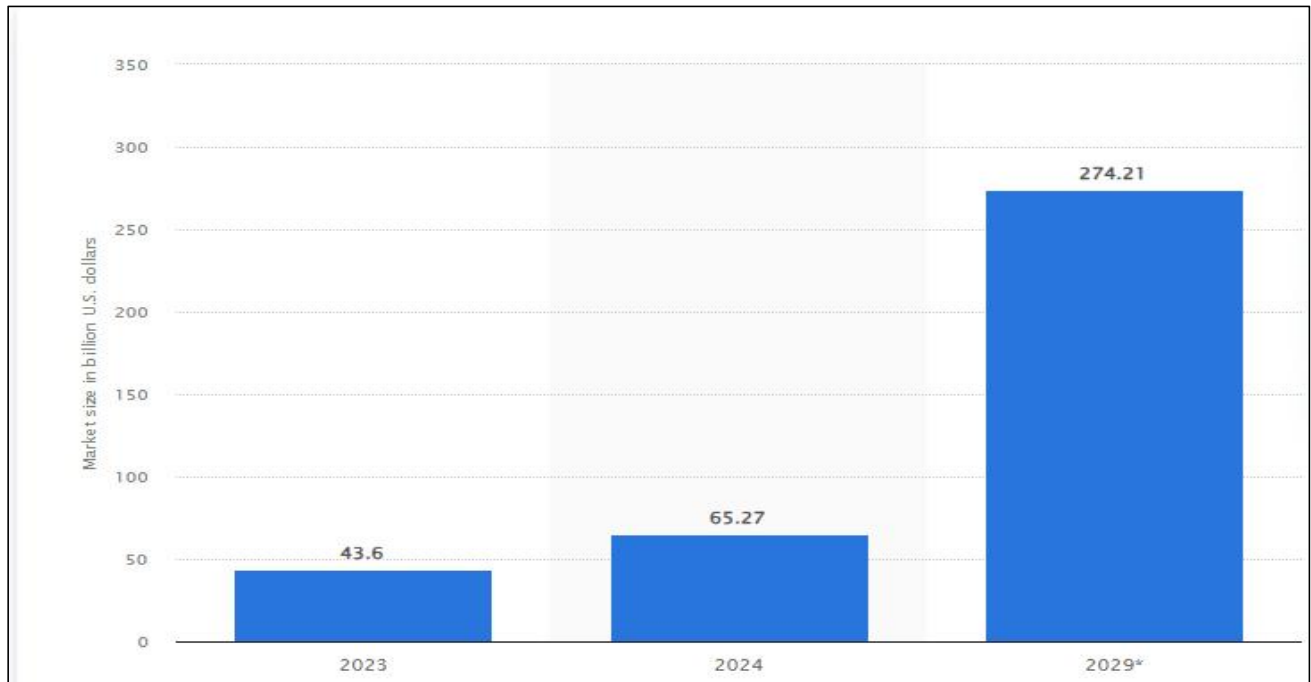
對於大型模型開發商而言，規模法則 (Scaling Law) 仍然是一條有效的基本原則。這意味著，當模型規模翻倍時，為了有效訓練這一更大規模的模型，對計算資源的需求也會呈指數級增長。這是因為更大的模型需要更多的計算能力來處理更多的參數和更複雜的網路結構。例如，新一代的模型可能需要比前一代高出 10 倍、20 倍甚至 40 倍的計算能力。這種對計算能力的巨大需求推動了高性能電腦 (HPC) 和人工智慧硬體的發展，如 GPU 和專用 AI 處理器。因此，新一代模型相較於前一代，其計算需求可能要高出 10 倍、20 倍甚至 40 倍。這種對計算能力指數級增長的趨勢仍在持續，顯示出對更高性能計算資源的不斷追求。此外，隨著模型規模的增加，開發過程中的嘗試和錯誤次數也會以平方級增長。這是因為開發人員需要不斷地調整模型參數、網路結構和其他超參數，以找到最佳的模型配置。這種迭代過程需要大量的計算資源和時間，因此未來對計算硬體的需求仍較大。

據 statista 數據顯示，2024 年，全球圖形處理單元 (GPU) 市場價值為 653 億美元，預測到 2029 年這一數字可能會增至 2742 億美元，2024 年至 2029 年的複合年增長率 (CAGR) 為 33.2%，較 2023 年 436 億美元仍有 5 倍以上空間，因此認為英偉達主營業務所處的行業空間仍有較大的成長潛



力。另外，黃仁勳在最新的財報會上對計算行業的未來做出了樂觀預測，他表示世界上的數據中心將需要價值一萬億美元的設備來更新陳舊的設備，而且這一更新週期僅是起步階段，他表示目前人工智慧正在接管電腦搜索，幫助企業加快業務流程，各國也需要人工智慧來保護數據。他表示公司的主要產品在市場上依然供不應求，Hopper 系列產品（H100、H200）需求強勁將繼續增長，Blackwell 系列產品（B200）的需求將在此基礎上進一步發展。

圖九：全球圖形處理單元 (GPU) 市場規模預測



資料來源：statista

➤ 英偉達目前面臨哪些隱憂？

除了上述英偉達最新財報預計的營收指引增速有放緩趨勢的隱憂之外，認為英偉達未來的隱憂主要在技術迭代引發的行業競爭層面，包括其競爭對手 AMD 與其下游客戶帶來的挑戰：

儘管英偉達目前在市場上保持著強勁的發展勢頭，並且其產品相較於競爭對手保持著領先地位，但投資者仍然面臨一個關鍵問題：英偉達是否能夠在未來持續維持其由於產品領先而帶來的快速增長態勢。目前，由於算力需求激增導致的 AI 晶片供應短缺以及價格高昂，一些 AI 企業開始尋找替代英偉達晶片的方案。從競爭角度來看，目前行業競爭對手如 AMD 等企業正不斷推出新產品。該公司去年年底發佈的 MI300X 晶片，在 AI 性能方面已經超越了英偉達的 H100 晶片。特別是在處理 Llama 2-70B 模型時，MI300X 的核心性能比 H100 高出 20%。AMD 預計 2024 年其 AI 晶片的收入將達到約 40 億美元，微軟也宣佈將向其雲計算客戶提供 AMD 的 AI 晶片，作為英偉達產品的替代。



此外，英偉達的一些重要客戶也在自主研發晶片。近期，多家下游互聯網與雲服務公司和紛紛推出自研 GPU，這對英偉達構成了較大挑戰，未來或直接影響英偉達在這些公司的銷售份額，給英偉達未來的收入增長蒙上了一層陰影。例如，穀歌與半導體公司博通合作擬開發一款自研 AI 晶片，並在今年 4 月推出了第六代張量處理單元 (TPU) 晶片 Trillium，最新 TPU 計算能力提升了 4 倍，為 AI 大模型的訓練提供了更強的性能。亞馬遜去年 11 月發佈了 Graviton 4 和 Trainium 2 兩款 AI 晶片旨在用於自身雲計算，而微軟也在近期推出了自己的 Maia 100 AI 晶片用於訓練大型語言模型，進一步加劇了市場競爭。Meta 於今年 4 月宣佈推出自主研發的最新版本晶片 MTIA v2，專為 Meta 旗下社交軟體的排名和推薦系統而設計，該公司表示他們的目標就是要逐步降低對英偉達等公司的依賴程度。

整體來說，英偉達本次發佈的二季度業績雖然表現較優超過市場預期，但是其最新三季度業績指引增速趨緩且低於市場樂觀預期使得投資者對其未來業績高速增長的態勢能否維持存在一些擔憂。另外，英偉達數據中心業務的發展在未來仍面臨不小的挑戰，包括競爭對手的追趕以及下游客戶也在開始設計 AI 晶片以降低對英偉達的依賴程度等。但認為英偉達主營數據中心業務所處的空間仍有較大的成長潛力，公司目前的產品在 AI 應用場景中仍然是最優解，而且英偉達也正通過實施多種策略以確保其在快速變化的 AI 領域中維持較強競爭優勢，認為至少在未來 2-3 年內英偉達在人工智慧相關晶片的主導地位將得以維持，市場份額有望保持在 80% 以上。就股價表現而言，雖然英偉達此次給出的三季度業績指引並未超出市場部分人士的樂觀預期，但英偉達業績仍是積極增長的，預計市場拋售現象不會持續很長時間，認為英偉達股價繼續大幅向下的概率較小。另外，英偉達透露其最新的 Blackwell 晶片將在第四季度開始產生收入，這有助於消除投資者對 GB200 延遲發貨的擔憂，對未來數月的股價走勢構成積極影響。結合英偉達的業績指引與新業務即將貢獻營收等情況，認為英偉達今年合理目標空間在 150 美元左右，對比英偉達目前股價仍有 25% 左右的上漲空間。

免責聲明：本報內容所提供資料所述或與其相關的任何投資或潛在交易，均受限於閣下司法轄區適用的法律及監管規定，而閣下須單獨就遵守該等法律及監管規定負責。本報內容僅供參考，不構成任何投資建議。本公司對所提供的財經資訊已力求準確，但對其中全部或部分內容的準確性、完整性或有效性，不承擔任何責任或提供任何形式保證。如有錯失遺漏，本公司恕不負責。另請注意證券與虛擬資產價格可升可跌，尤其虛擬資產的風險極高，投資者應對有關產品保持審慎及自行承擔投資風險。

