

科技	收盘价 美元 131.28	目标价 美元 168.00↓	潜在涨幅 +28.0%
----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 2 月 27 日

英伟达 (NVDA US)

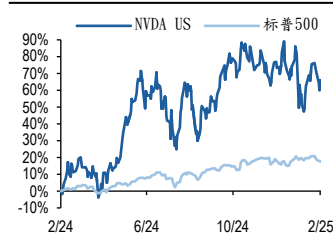
业绩超预期，期待 GTC 新产品发布

- ④ **1QFY26 收入指引中位数 430 亿美元。**4QFY25 收入 393 亿美元，调整后 EPS 0.89 美元，毛利率 73.5%，均超市场预期。其中数据中心/Blackwell 收入分别为 356/110 亿美元。指引 1QFY26 调整后毛利率中位数 71%。管理层重申下半年毛利率回升，但未明确是否因为 Blackwell 上线对毛利率的影响已经见底。根据发票地点口径，中国内地和中国香港/新加坡分别占 FY25 收入的 13.1%/18.1%，而以新加坡为收货地的收入占比则小于 2%。管理层预计在政策不变的条件下对华出口或将基本稳定。管理层提示较出口管制之前，对华出口占比已经减半。
- ④ **短期内数据中心收入增长确定性高。**关于 DeepSeek 等高效开源模型对高端算力需求的影响，管理层指出，短期看占收入近一半的 CSP 的资本开支意愿能见度高，保持强劲增长势头。中期需观察未来几年资本开支是否能进一步增长。而长期随着 AI 智能体和物理 AI (Physical AI) 等多种 AI 模型的落地，AI 或将从根本上改变软件等垂直行业，而总体 AI 算力需求也会随之不断上升。管理层同时表示人工智能训练与推理的边界正在进一步模糊化，并认为用于后训练 (post training) 的算力已经超过预训练 (pre training)，而公司也将在不断上升的推理需求中受益。关于 ASIC 的竞争，管理层强调在固定数据中心功率的条件下 GPU 的通用性和高效性的重要意义，并认为不是所有制造出来的芯片在商业决定面前都会被使用。为解决 Blackwell 在部署过程中 NVLink72 在产品复杂度上的挑战，英伟达将在 2H25 在相同 Blackwell 架构下推出 Blackwell-Ultra 以改进网络和存储，Blackwell-Ultra 和 Rubin 产品细节将在 3 月 17 日的 GTC 公布，我们认为 GTC 或将成为英伟达股价下一个催化剂。
- ④ **维持买入评级。**我们预测 1QFY26 收入 445 亿美元，调整后 EPS 0.95 美元。上调 FY26/27 全年收入至 2,118/2,705 亿美元。上调 FY26/27 调整后 EPS 至 4.74/6.28 美元。综合考虑 CSP 资本支出上调和长期高效开源模型对高端算力需求的影响，维持**买入**评级，略微下调目标价至 168 美元，对应 35 倍 FY26E 市盈率。我们继续认为英伟达 GPU 是 AI 算力最核心解决方案。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	149.43
52周低位 (美元)	76.20
市值 (百万美元)	3,101,168.70
日均成交量 (百万)	322.55
年初至今变化 (%)	(5.70)
200天平均价 (美元)	131.70

资料来源: FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com
(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

财务数据一览

年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万美元)	60,922	130,497	211,723	270,548	311,585
同比增长 (%)	125.9	114.2	62.2	27.8	15.2
净利润 (百万美元)	32,312	74,265	117,514	155,099	180,404
每股盈利 (美元)	1.30	2.99	4.74	6.28	7.30
同比增长 (%)	288.2	131.1	58.2	32.6	16.3
前EPS预测值 (美元)			4.32	5.19	
调整幅度 (%)			9.6	21.1	
市盈率 (倍)	97.7	42.3	26.7	20.2	17.3
每股账面净值 (美元)	1.72	3.20	6.77	11.91	18.05
市账率 (倍)	73.48	39.59	18.70	10.63	7.02
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 英伟达业绩详情

4QFY25 业绩	实际	指引	差异	交银预测	差异	4QFY24	同比		
收入（百万美元）	39,331	37,500	5%	38,124	3%	22,103	78%		
Non-GAAP 毛利率	73.5%	73.5%	(0.0)	73.8%	(0.4)	76.7%	(3.3)		
Non-GAAP EPS（美元）	0.89			0.85	5%	0.52	73%		
1QFY26 指引	最低	最高	中位数	交银预测	差异	1QFY25	同比		
收入（百万美元）	42,140	43,860	43,000	42,022	0%	26,044	65%		
Non-GAAP 毛利率	70.5%	71.5%	71.0%	71.9%	(0.9)	78.9%	(7.9)		
1QFY26E				FY26E			FY27E		
交银预测	旧预测	新预测	差异	旧预测	新预测	差异	旧预测	新预测	差异
收入（百万美元）	42,022	44,468	6%	190,902	211,723	11%	222,999	270,548	6%
Non-GAAP 毛利率	71.9%	72.6%	0.6	73.6%	74.1%	0.5	74.6%	74.9%	35%

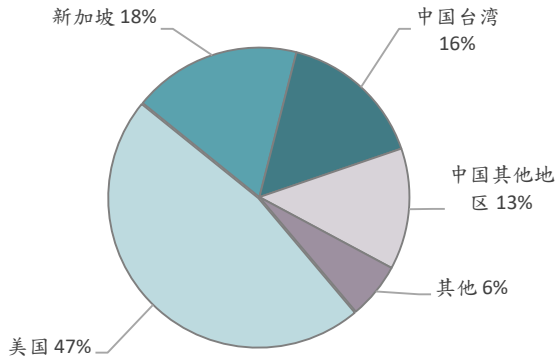
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 英伟达盈利预测

财年	2025	2026E	2027E	2028E	4Q25	1Q26E
自然年	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25E
收入 (non-GAAP) (百万美元)						
交银预测	130,497	211,723	270,548	311,585	39,331	44,468
一致预测	130,497	204,585	260,680	303,004	39,331	43,265
差异%	0%	3%	4%	3%	0%	3%
毛利率 (non-GAAP)						
交银预测	75.5%	74.1%	74.9%	75.2%	73.5%	72.6%
一致预测	75.5%	72.6%	74.2%	73.2%	73.5%	71.0%
差异百分点	0.00	1.50	0.71	2.01	0.00	1.56
数据中心收入 (百万美元)						
交银预测	115,186	195,671	254,318	297,240	35,580	40,809
一致预测	115,186	187,804	243,225	282,523	35,580	38,998
差异%	0%	4%	5%	5%	0%	5%
摊薄 EPS (non-GAAP) (美元)						
交银预测	2.99	4.74	6.28	7.30	0.89	0.95
一致预测	2.99	4.55	6.06	7.13	0.89	0.93
差异%	0%	4%	4%	2%	0%	2%

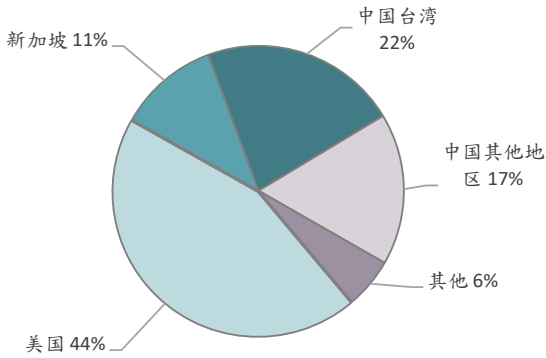
资料来源: VA 一致预测, 交银国际预测

图表 3: 英伟达营收拆分 (FY25)



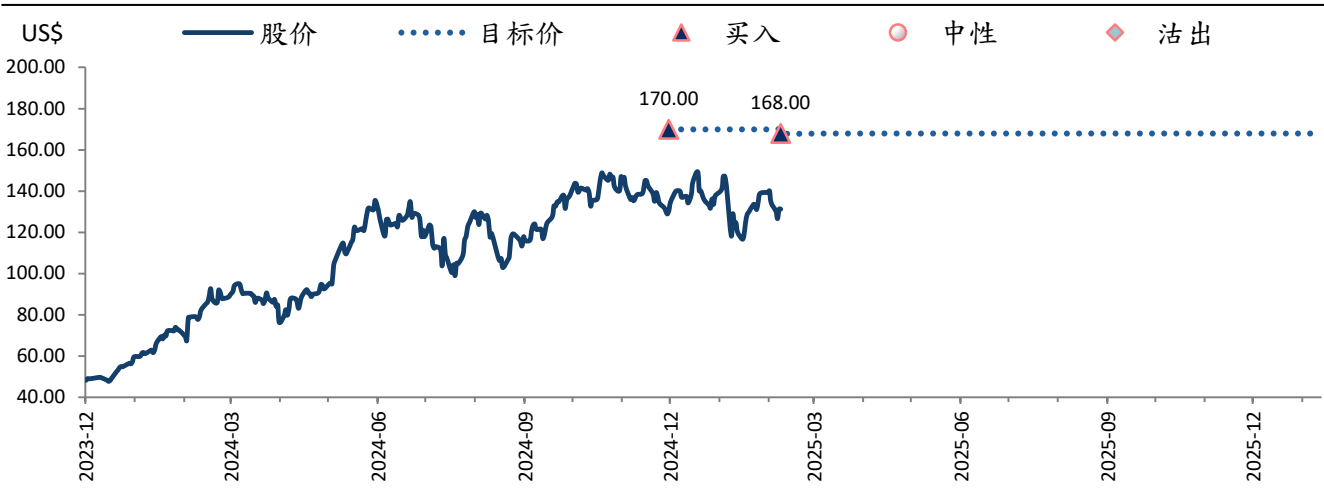
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 英伟达营收拆分 (FY24)



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 英伟达 (NVDA US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
981 HK	中芯国际	中性	57.40	48.00	-16.4%	2025 年 02 月 13 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	38.60	32.00	-17.1%	2025 年 02 月 17 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	131.28	168.00	28.0%	2025 年 02 月 27 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	104.74	141.00	34.6%	2025 年 02 月 06 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	买入	91.60	97.00	5.9%	2025 年 01 月 20 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	148.49	133.00	-10.4%	2024 年 10 月 07 日	半导体设计

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 数据截至 2025 年 2 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	60,922	130,497	211,723	270,548	311,585
主营业务成本	(16,621)	(32,639)	(55,390)	(68,462)	(77,953)
毛利	44,301	97,858	156,333	202,086	233,632
销售及管理费用	(2,654)	(3,491)	(4,139)	(4,480)	(4,850)
研发费用	(8,675)	(12,914)	(15,767)	(17,067)	(18,473)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	32,972	81,453	136,427	180,539	210,309
财务成本净额	609	1,539	1,942	2,048	2,048
其他非经营净收入/费用	237	1,034	0	0	0
税前利润	33,818	84,026	138,369	182,587	212,357
税费	(4,058)	(11,146)	(20,755)	(27,388)	(31,854)
净利润	29,760	72,880	117,614	155,199	180,504
作每股收益计算的净利润	29,760	72,880	117,614	155,199	180,504
Non-GAAP标准的净利润	32,312	74,265	117,514	155,099	180,404

资产负债表 (百万元美元)					
截至1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,280	8,589	88,133	204,975	347,501
有价证券	18,704	34,621	34,621	34,621	34,621
应收账款及票据	9,999	23,065	29,204	34,779	39,633
存货	5,282	10,080	12,045	14,524	17,288
其他流动资产	3,080	3,771	3,771	3,771	3,771
总流动资产	44,345	80,126	167,774	292,669	442,814
物业、厂房及设备	3,914	6,283	8,344	10,270	12,050
无形资产	6,888	7,788	7,788	7,788	7,788
其他长期资产	10,581	17,404	17,404	17,404	17,404
总长期资产	21,383	31,475	33,536	35,462	37,242
总资产	65,728	111,601	201,310	328,131	480,056
短期贷款	1,250	0	0	0	0
应付账款	2,699	6,310	7,361	7,939	8,296
其他短期负债	6,682	11,737	11,737	11,737	11,737
总流动负债	10,631	18,047	19,098	19,676	20,033
长期贷款	8,459	8,463	8,463	8,463	8,463
其他长期负债	3,660	5,764	5,764	5,764	5,764
总长期负债	12,119	14,227	14,227	14,227	14,227
总负债	22,750	32,274	33,325	33,903	34,260
股本	42,978	79,327	167,985	294,228	445,796
股东权益	42,978	79,327	167,985	294,228	445,796
总权益	42,978	79,327	167,985	294,228	445,796

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	33,818	84,026	138,369	182,587	212,357
折旧及摊销	1,508	1,864	2,247	2,382	2,528
营运资本变动	(3,722)	(9,383)	(7,052)	(7,476)	(7,262)
税费	(4,058)	(11,146)	(20,755)	(27,388)	(31,854)
其他经营活动现金流	544	(1,272)	5,284	5,284	5,284
经营活动现金流	28,090	64,089	118,092	155,390	181,054
资本开支	(1,069)	(3,236)	(4,308)	(4,308)	(4,308)
其他投资活动现金流	(9,497)	(17,185)	0	0	0
投资活动现金流	(10,566)	(20,421)	(4,308)	(4,308)	(4,308)
负债净变动	(1,250)	(1,250)	0	0	0
权益净变动	(9,130)	490	(31,240)	(31,240)	(31,240)
股息	(395)	(834)	(1,000)	(1,000)	(990)
其他融资活动现金流	(2,858)	(40,765)	(2,000)	(2,000)	(1,990)
融资活动现金流	(13,633)	(42,359)	(34,240)	(34,240)	(34,220)
年初现金	3,389	7,280	8,589	88,133	204,975
年末现金	7,280	8,589	88,133	204,975	347,501

财务比率					
年结1月29日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.193	2.938	4.744	6.284	7.309
全面摊薄每股收益	1.193	2.938	4.744	6.284	7.309
Non-GAAP标准下的每股收益	1.296	2.994	4.738	6.280	7.305
每股股息	0.016	0.034	0.040	0.040	0.040
每股账面值	1.723	3.198	6.772	11.914	18.051
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	75.0	73.8	74.7	75.0
净利率	48.8	55.8	55.6	57.4	57.9
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	53.0	56.9	55.5	57.3	57.9
盈利能力(%)					
ROA	45.3	65.3	58.4	47.3	37.6
ROE	69.2	91.9	70.0	52.7	40.5
ROIC	54.0	77.9	64.5	50.3	39.2
其他					
净负债权益比(%)	5.7	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	4.2	4.4	8.8	14.9	22.1
存货周转天数	114.6	85.9	72.9	70.8	74.5
应收账款周转天数	41.4	46.2	45.1	43.2	43.6
应付账款周转天数	42.7	50.4	45.0	40.8	38.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。