

收入、指引表现稳健，Blackwell 需求强劲

投资评级：增持（维持）

|                   |                   |
|-------------------|-------------------|
| 收盘价 (美元)          | <b>110.57</b>     |
| 近 12 个月最高/最低 (美元) | <b>153.1/75.6</b> |
| 总股本 (百万股)         | <b>24,400</b>     |
| 流通股本 (百万股)        | <b>24,400</b>     |
| 流通股比例 (%)         | <b>100</b>        |
| 总市值 (亿美元)         | <b>26979</b>      |
| 流通市值 (亿美元)        | <b>26979</b>      |

## 公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号: S0010521080002

邮箱: jinrong@hazq.com

分析师: 刘京松

执业证书号: S0010524090001

邮箱: liujs@hazq.com

## 主要观点：

## ● FY25Q4 业绩及 FY26Q1 指引

公司 FY25Q4 营收 393 亿美元（彭博一致预期 382 亿美元），同比增长 78%，环比增长 12%；Non-GAAP 毛利率 73.5%（彭博一致预期 73.1%），同环比下降主要系公司数据中心向更复杂且成本更高的系统过度；Non-GAAP 净利润 221 亿美元，同比增长 72%，环比增长 10%；FY26Q1 收入指引 430 亿美元（ $\pm 2\%$ ），彭博预期范围 420-458 亿美元；Non-GAAP 毛利率 71%（ $\pm 50$  个基点），低于市场预期，公司预计毛利率将在本财年末逐步回升至 75% 左右。

- 数据中心快速增长, Blackwell 收入超预期

数据中心业务驱动增长，得益于对加速计算平台的旺盛需求，FY25Q4 公司数据中心营收同比增长 93%，环比增长 16%，其中，数据中心计算业务收入同比增长 116%，环比增长 18%，主要来自于对 Blackwell 计算平台的需求以及 H200 的持续增长，Blackwell 架构实现收入 110 亿美元，超市场预期。网络业务收入 30 亿美元，同比下降 9%，环比下降 3%，主要系公司正处于从配备 InfiniBand 的小型 NVLink8 向采用 Spectrum-X 的大型 NVLink72 的过渡阶段。

### ● 其他业务

FY25Q4，公司游戏营收同比下降 11%，环比下降 22%，最主要受 Blackwell 和 Ada GPU 部分产能受限影响；企业/视觉营收同比增长 10%，环比增长 5%，依靠 Ada 架构的 RTX GPU 工作站的持续增长拉动；汽车营收同比增长 103%，环比增长 27%，增长得益于自动驾驶平台。

- 黄仁勋：英伟达 GPU 具备竞争优势，Blackwell Ultra 将如期推出

公司 CEO 黄仁勋表示，相比于 ASIC，英伟达 GPU 具有通用性和架构普遍性更强，生态更加丰富，性能提升更快，软件堆栈和部署能力更强等优势。Blackwell Ultra 产品将在 2025 年下半年发布，Blackwell Ultra 将采取新的网络技术、内存以及处理器，但系统架构与 Blackwell 相同。

## ● 投资建议

公司 FY26Q1 指引为预计营收为 430 亿美元, 上下浮动 2%, 仍然维持高速增长; 预计 GAAP 和 Non-GAAP 毛利率分别为 70.6% 和 71.0%, 上下浮动 50 个基点。我们预计 Blackwell 有望成为 26 财年的主要驱动力, 预计公司 FY2025-2027 营业收入分别为 1968 亿美金、2310 亿美金、2670 亿美金 (前值为 1291/1880/2184 亿美金), 归母净利润 (Non-GAAP) 分别为 1073 亿美金、1282 亿美金、1448 亿美金 (前值为 740/1116/1283 亿美金)。维持“增持”评级。

## ● 风险提示

国际贸易摩擦；产能不及预期；需求变化，新品研发推广不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万美元

| 主要财务指标        | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 130,497 | 196,779 | 231,041 | 267,015 |
| 收入同比 (%)      | 114.2%  | 50.8%   | 17.4%   | 15.6%   |
| 净利润(Non-IFRS) | 74,265  | 107,256 | 128,224 | 144,778 |
| 净利润同比 (%)     | 129.8%  | 44.4%   | 19.6%   | 12.9%   |
| ROE (%)       | 93.6%   | 69.5%   | 52.2%   | 42.1%   |
| 每股收益 (元)      | 3.0     | 4.4     | 5.3     | 6.1     |
| 市盈率 (P/E)     | 36.3    | 25.2    | 21.0    | 18.6    |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表   |         |         |         |         | 利润表           |         |         |         |         |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度    | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E | 会计年度          | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
| 现金及等价物  | 8,589   | 68,996  | 152,373 | 234,963 | 营业收入          | 130,497 | 196,779 | 231,041 | 267,015 |
| 应收账款    | 23,065  | 32,796  | 34,656  | 42,277  | 营业成本          | 32,638  | 54,813  | 61,172  | 66,147  |
| 存货      | 10,080  | 13,703  | 14,953  | 17,088  | 毛利润           | 97,859  | 141,966 | 169,869 | 200,868 |
| 其他流动资产  | 38,392  | 38,776  | 39,164  | 39,555  | 营业费用 & 其他     | -16,405 | -22,890 | -27,270 | -30,245 |
| 流动资产总计  | 80,126  | 154,272 | 241,146 | 333,884 | 营业利润(IFRS)    | 81,454  | 119,076 | 142,599 | 170,623 |
| 固定资产    | 6,283   | 4,218   | 2,436   | 2,076   | 税/利息等         | -8,574  | -16,937 | -20,449 | -32,325 |
| 其他资产    | 25,192  | 29,535  | 34,962  | 41,523  | 税后净利润         | 72,880  | 102,139 | 122,150 | 138,298 |
| 资产总计    | 111,601 | 188,025 | 278,544 | 377,483 | 少数股东权益        | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 应付账款    | 6,310   | 8,831   | 9,346   | 10,657  | 归母净利润(IFRS)   | 72,880  | 102,139 | 122,150 | 138,298 |
| 其他      | 11,737  | 11,737  | 11,737  | 11,737  | 调整项(SBC...)   | 1,385   | 5,117   | 6,074   | 6,480   |
| 流动负债    | 18,047  | 20,568  | 21,083  | 22,394  | 净利润(Non-IFRS) | 74,265  | 107,256 | 128,224 | 144,778 |
| 长期债务    | 8,463   | 7,276   | 6,136   | 5,041   | 股本            | 24,797  | 24,504  | 24,131  | 23,677  |
| 其他负债    | 5,764   | 5,764   | 5,764   | 5,764   | EPS (摊薄)      | 2.9     | 4.2     | 5.1     | 5.8     |
| 负债总计    | 32,274  | 33,607  | 32,982  | 33,199  | 经调整 EPS (摊薄)  | 3.0     | 4.4     | 5.3     | 6.1     |
| 权益总计    | 79,327  | 154,417 | 245,562 | 344,284 |               |         |         |         |         |
| 负债及权益总计 | 111,601 | 188,025 | 278,544 | 377,483 |               |         |         |         |         |

  

| 现金流量表    |         |         |         |         | 主要财务比率    |           |           |           |           |
|----------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 会计年度     | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E | 会计年度      | FY2025A   | FY2026E   | FY2027E   | FY2028E   |
| 净利润      | 72880   | 102139  | 122150  | 138298  | 收入增长      | 114.2%    | 50.8%     | 17.4%     | 15.6%     |
| 折旧&摊销    | 1864    | 5592    | 5592    | 4474    | EBITDA 增长 | 497.8%    | 141.6%    | 49.6%     | 18.9%     |
| 营运资本变化及其 | -10655  | -11218  | -2983   | -8836   | 净利润增长     | 129.8%    | 44.4%     | 19.5%     | 12.9%     |
| 经营活动现金流  | 64089   | 96513   | 124759  | 133935  | EPS 增长    | 131.1%    | 46.1%     | 21.4%     | 15.1%     |
| CAPEX    | -3236   | -3527   | -3809   | -4114   | 毛利率       | 75.0%     | 72.1%     | 73.5%     | 75.2%     |
| 其他       | -17185  | -4343   | -5428   | -6561   | 营业利润率     | 62.4%     | 60.5%     | 61.7%     | 63.9%     |
| 投资活动现金流  | -20421  | -7870   | -9237   | -10675  | 净利率       | 56.9%     | 54.5%     | 55.5%     | 54.2%     |
| 长期借款增减   | -1250   | -1188   | -1140   | -1094   | ROE       | 93.6%     | 69.5%     | 52.2%     | 42.1%     |
| 股息       | -834    | -917    | -954    | -992    | P/E       | 36.3      | 25.2      | 21.0      | 18.6      |
| 其他       | -40275  | -26132  | -30051  | -38583  | P/B       | 34.0      | 17.5      | 11.0      | 7.8       |
| 融资活动现金流净 | -42359  | -28236  | -32145  | -40670  | EV/EBITDA | 32.4      | 21.1      | 17.2      | 14.1      |
| 期末现金余额   | 8589    | 68996   | 152373  | 234963  | EV/营收     | 20.7      | 13.4      | 11.0      | 9.2       |
|          |         |         |         |         | 库存天数      | 111.2     | 90.0      | 88.0      | 93.0      |
|          |         |         |         |         | 应收账款天数    | 63.6      | 60.0      | 54.0      | 57.0      |
|          |         |         |         |         | 应付账款天数    | 69.6      | 58.0      | 55.0      | 58.0      |
|          |         |         |         |         | 资产/负债比率   | 3.46      | 5.59      | 8.45      | 11.37     |
|          |         |         |         |         | 流动比率      | 4.44      | 7.50      | 11.44     | 14.91     |
|          |         |         |         |         | 速动比率      | 1.75      | 4.95      | 8.87      | 12.38     |
|          |         |         |         |         | 净现金(百万美元) | 126       | 61,720    | 146,237   | 229,922   |
|          |         |         |         |         | 市值(百万美元)  | 2,697,900 | 2,697,900 | 2,697,900 | 2,697,900 |
|          |         |         |         |         | 企业价值(EV)  | 2,697,774 | 2,636,180 | 2,551,663 | 2,467,978 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。  
本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。