



英伟达 (NVDA.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Blackwell 进展顺利，指引符合预期

业绩简评

2025 年 5 月 29 日公司公布 FY26Q1 (25.1~25.4) 业绩, 公司 FY26Q1 实现营收 440.62 亿美元, 同比+69%, 环比+12%, GAAP 毛利率为 60.5%, 主要为 H20 计提 45 亿美金库存减值损失导致, 在不考虑 H20 减值损失情况下, FY26Q1 Non GAAP 毛利率为 71.3%。FY26Q1 公司 GAAP 净利润为 187.75 亿美元, 同比+26%, 环比-15%; Non GAAP 净利润为 198.94 亿美元, 同比+31%, 环比-10%。

公司指引 FY26Q2 营收为 450 亿美元 (±2%), 已经考虑了 H20 禁售导致的 80 亿美元的收入损失。公司指引 FY26Q2 GAAP、Non GAAP 毛利率分别为 71.8%、72.0% (±0.5%)

经营分析

公司数据中心业务维持高速增长, 我们认为主要动能来自推理算力需求大幅增长, 以及 Blackwell 继续放量。公司 FY26Q1 数据中心业务实现收入 391.12 亿美元, 同比+73%, 其中计算芯片营收 341.55 亿美元, 同比+76%, 网络业务收入 49.57 亿美元, 同比+56%。目前推理端算力需求持续增长, 根据公司业绩会, 微软 Q1 处理了超过 100 万亿个 token, 目前微软已经部署数万个 Blackwell GPU, 预计将爬坡至数十万个 Blackwell GPU。GB300 已经在本月初向客户提供样品。

关于 H20, 公司预计全年将造成总共 150 亿美元的影响, 其中 45 亿为 Q1 计提的库存减值损失, 25 亿美元为 Q1 无法发货造成的收入减少, 80 亿为 Q2 无法发货造成的收入减少。

公司游戏业务 FY26Q1 实现收入 37.63 亿美元, 同比+42%。我们认为主要为部分客户在数据中心显卡供应有限情况下, 转向购买 RTX5090、RTX6000 系列显卡拉动导致。

公司专业图像业务、汽车业务、OEM 等业务 FY26Q1 分别实现营收 5.09、5.67、1.11 亿美元, 同比+19%、+72%、+42%。

盈利预测、估值与评级

我们认为, 公司当前 AI 芯片产品较竞争对手仍然领先, 有望受益云厂商资本开支增长, 以及推理算力需求增长。我们预计公司 FY26~FY28 年 GAAP 净利润分别为 1082.08、1353.40、1527.62 亿美元, 同比+48.5%、+25.1%、+12.9%, 维持“买入”评级。

风险提示

云厂商 CAPEX 不及预期; AI 发展不如预期; 美国加大制裁力度; 行业竞争加剧。

电子组

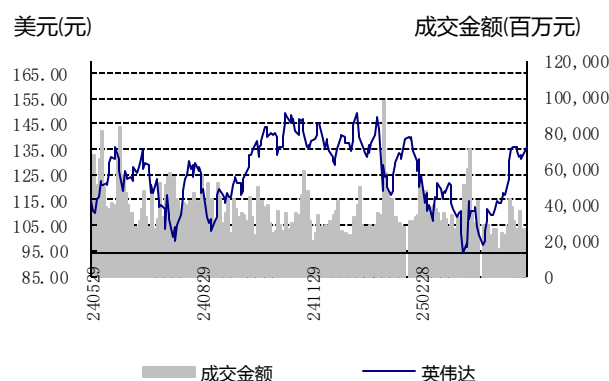
分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (美元): 134.81 元

相关报告:

- 1.《英伟达公司点评: 发布 GB300、Rubin, 软件持续迭代》, 2025.3.19
- 2.《英伟达公司点评: 业绩持续高增, 新产品即将出货拉动新一轮增长》, 2024.11.21
- 3.《英伟达公司点评: Blackwell 短暂递延不改长期需求向好趋势...》, 2024.8.29



公司基本情况 (美元)

项目	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入(百万元)	60,922	130,497	195,320	249,578	282,771
增长率 (%)	125.9%	114.2%	49.7%	27.8%	13.3%
EBITDA	34,717	84,351	127,043	156,373	173,664
归母净利润	29,760	72,880	108,208	135,340	152,762
增长率 (%)	581.3%	144.9%	48.5%	25.1%	12.9%
每股收益-期末股本摊薄	12.08	2.98	4.42	5.53	6.25
每股净资产	17.44	3.24	7.60	13.05	19.22
市盈率 (P/E)	50.53	47.90	30.47	24.36	21.58
市净率 (P/B)	34.99	44.01	17.73	10.33	7.01

来源: 公司年报、国金证券研究所


附录：利润表预测摘要（单位：百万美元）

项目/报告期	FY2023A	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	26,974	60,922	130,497	195,320	249,578	282,771
营业成本	11,618	16,621	32,639	48,830	67,386	79,176
毛利	15,356	44,301	97,858	146,490	182,192	203,595
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售费用	2,440	2,654	3,491	5,078	6,489	7,352
管理费用	0	0	0	0	0	0
研发费用	7,339	8,675	12,914	17,579	22,462	25,449
营业利润	5,577	32,972	81,453	123,833	153,241	170,794
利息收入	267	866	1,786	172	1,832	4,289
利息支出	262	257	247	214	259	342
权益性投资损益	0	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-48	237	1,034	586	749	848
其他损益	-1,353	0	0	0	0	0
除税前利润	4,181	33,818	84,026	124,377	155,563	175,589
所得税	-187	4,058	11,146	16,169	20,223	22,827
净利润（含少数股东损益）	4,368	29,760	72,880	108,208	135,340	152,762
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利润	4,368	29,760	72,880	108,208	135,340	152,762
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	4,368	29,760	72,880	108,208	135,340	152,762

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究