

科技	收盘价 美元 134.81	目标价 美元 175.00个	潜在涨幅 +29.8%
----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 5 月 29 日

英伟达 (NVDA US)

全面进入 Blackwell 时代，推理需求上升

- ④ **出口限制短期财务影响小于预期，Blackwell 占比近七成：**公司下修出口限制造成的资产减值到 45 亿美元（前值 55 亿美元），指引对 FY1Q26/FY2Q26 收入影响分别为 25 亿/80 亿美元。我们认为出口限制对于收入的大部分限制或发生在 FY2Q26 之前。公司强调中国市场的重要性，但未宣布对于中国市场的新产品。即便受到出口限制影响，公司指引 FY2Q26 收入中位数 450 亿美元（FY1Q26 指引中位数 430 亿美元，实际 441 亿美元），指引 Non-GAAP 毛利率中位数 72%，维持 2025 年末回到 75% 指引不变。公司预测 Blackwell 贡献近七成的数据中心计算收入，并称主要 CSP 每周平均部署 1,000 个 NVL72 Blackwell 的机架系统（7.2 万片 Blackwell 芯片）。基于 GB300 的 Blackwell Ultra 系统本月开始测试，或在 2 季度开始发货，符合我们和市场的预期。
- ④ **推理需求或推动算力资源需求长期处于高位：**管理层认为推理应用占比显著上升，并强调具迭代功能的推理（Reasoning）在提升 AI 性能上的作用。部分主流 CSP 用于推理的 token 数同比增 5 倍。我们认为在 DeepSeek 崛起之后，推理从单次运算推理向迭代推理发展，进而向智能体（Agentic）推理演进，这有利于对算力长期稳定的需求。另外，公司在 Computex 上发布的 NVLink Fusion 新产品兼容 ASIC 和不同 CPU 的相互通信。生产制造方面，管理层目标一年内完成从芯片到机架全系统在美国本土生产。
- ④ **股价或有进一步上升空间：**我们对股价前景较一个季度前更加积极。首先，Blackwell 新产品在系统集成技术上取得进展，且迭代推理需求旺盛；其次，“AI 扩散规则”未施行，或有利于公司开发主权 AI 等市场；再次，市场在业绩后对于中国市场预期或较低，而我们认为超预期的可能性较大；最后我们看到公司产品的硬件包容度上升，与开源软件的逻辑相似，我们视之为技术发展的趋势和正确方向。可能的风险为 CSP 自研 ASIC 加速以替代 GPU。综上，并考虑出口限制影响低于预期，我们上调 2025/26 年收入预测到 2,102/2,674 亿美元。上调 2025/26 年 Non-GAAP EPS 到 4.65/6.31 美元，基于 32 倍 2025/26 年平均市盈率，上调目标价到 175 美元，维持**买入**。

财务数据一览

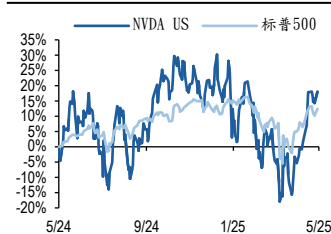
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万美元)	60,922	130,497	210,221	267,431	285,823
同比增长(%)	125.9	114.2	61.1	27.2	6.9
净利润(百万美元)	32,312	74,265	115,401	155,154	162,364
每股盈利(美元)	1.30	2.99	4.65	6.31	6.60
同比增长(%)	288.2	131.1	55.4	35.6	4.6
前EPS预测值(美元)			4.34	5.78	6.36
调整幅度(%)			7.3	9.1	3.8
市盈率(倍)	104.1	45.0	29.0	21.4	20.4
每股账面净值(美元)	1.72	3.20	5.34	9.12	13.13
市账率(倍)	78.23	42.15	25.24	14.79	10.26
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1

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

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)	94.31
市值(百万美元)	3,287,692.36
日均成交量(百万)	283.27
年初至今变化(%)	0.39
200天平均价(美元)	126.71

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

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 FY1Q26 业绩及 FY2Q26E 指引

FY1Q26 业绩			交银国际						
	实际	指引	差异	预测	差异	FY1Q25	同比		
收入（百万美元）	44,062	43,000	2%	38,845	13%	26,044	69%		
Non-GAAP 毛利率	61.0%	71.0%	-10ppts	64.7%	-3.7ppts	78.9%	-18ppts		
Non-GAAP EPS(美元)	0.81			0.70	15%	0.61	32%		
交银国际新									
FY2Q26E 指引	最低	最高	中位数	预测	差异	FY2Q25	同比		
收入（百万美元）	44,100	45,900	45,000	46,951	(6%)	30,040	50%		
Non-GAAP 毛利率	71.5%	72.5%	72.0%	72.8%	-0.8ppt	75.7%	-3.7ppts		
FY2Q26E			FY2026E			FY2027E			
交银国际预测	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）	45,600	46,951	3%	200,093	210,221	5%	256,466	267,431	4%
Non-GAAP 毛利率	73.3%	72.8%	-0.5ppt	72.6%	71.3%	-1.3ppt	73.7%	74.7%	1ppt

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：英伟达盈利预测调整

百万美元	FY2026E			FY2027E			FY2028E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	210,221	200,093	5%	267,431	256,466	4%	285,823	280,831	2%
毛利润	149,960	145,307	3%	199,825	188,981	6%	213,524	210,706	1%
营业利润	133,586	130,820	2%	179,777	171,703	5%	188,639	189,187	(0%)
净利润	115,401	107,598	7%	155,154	142,178	9%	162,364	156,387	4%
摊薄 EPS(美元)	4.65	4.34	7%	6.31	5.78	9%	6.60	6.36	4%
利润率									
毛利率	71.3%	72.6%	-1.3ppt	74.7%	73.7%	1ppt	74.7%	75.0%	-0.3ppt
营业利润率	63.5%	65.4%	-1.8ppt	67.2%	66.9%	0.3ppt	66.0%	67.4%	-1.4ppt
净利率	54.9%	53.8%	1.1ppt	58.0%	55.4%	2.6ppts	56.8%	55.7%	1.1ppt

资料来源：交银国际预测

图表 3：英伟达 (NVDA US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：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	40.80	45.00	10.3%	2025 年 05 月 09 日	晶圆代工
1810 HK	小米集团	买入	51.75	62.00	19.8%	2025 年 05 月 28 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	30.70	37.00	20.5%	2025 年 05 月 12 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	134.81	175.00	29.8%	2025 年 05 月 29 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	112.86	142.00	25.8%	2025 年 05 月 08 日	半导体设计
603501 CH	韦尔股份	买入	126.45	180.00	42.3%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	70.00	72.00	2.9%	2025 年 04 月 28 日	半导体设计

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 5 月 28 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	210,221	267,431	285,823
主营业务成本	(16,621)	(32,639)	(60,931)	(68,246)	(72,949)
毛利	44,301	97,858	149,290	199,185	212,874
销售及管理费用	(2,654)	(3,491)	(4,291)	(5,000)	(6,077)
研发费用	(8,675)	(12,914)	(16,441)	(19,158)	(23,286)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	32,972	81,453	128,558	175,028	183,511
财务成本净额	609	1,539	1,943	2,240	2,240
其他非经营净收入/费用	237	1,034	(180)	0	0
税前利润	33,818	84,026	130,321	177,268	185,751
税费	(4,058)	(11,146)	(19,397)	(26,590)	(27,863)
净利润	29,760	72,880	110,925	150,678	157,888
作每股收益计算的净利润	29,760	72,880	110,925	150,678	157,888
Non-GAAP标准的净利润	32,312	74,265	115,401	155,154	162,364

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	12,919	35,937	67,280
有价证券	18,704	34,621	66,454	116,228	170,169
应收账款及票据	9,999	23,065	32,785	37,772	38,987
存货	5,282	10,080	12,608	14,440	15,894
其他流动资产	3,080	3,771	6,105	9,188	11,168
总流动资产	44,345	80,126	130,872	213,565	303,498
物业、厂房及设备	3,914	6,283	8,939	11,209	13,317
无形资产	6,888	7,788	10,297	12,690	14,426
其他长期资产	10,581	17,404	22,205	25,528	29,566
总长期资产	21,383	31,475	41,442	49,427	57,309
总资产	65,728	111,601	172,313	262,992	360,807
短期贷款	1,250	0	0	0	0
应付账款	2,699	6,310	6,951	7,302	7,329
其他短期负债	6,682	11,737	19,211	19,211	19,211
总流动负债	10,631	18,047	26,162	26,513	26,540
长期贷款	8,459	8,463	7,257	5,911	4,814
其他长期负债	3,660	5,764	6,405	6,405	6,405
总长期负债	12,119	14,227	13,662	12,316	11,219
总负债	22,750	32,274	39,824	38,829	37,760
股本	42,978	79,327	132,490	224,163	323,048
股东权益	42,978	79,327	132,490	224,163	323,048
总权益	42,978	79,327	132,490	224,163	323,048

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	130,321	177,268	185,751
折旧及摊销	1,508	1,864	2,489	2,638	2,800
营运资本变动	(3,722)	(9,383)	(3,654)	(6,467)	(2,642)
税费	(4,058)	(11,146)	(19,397)	(26,590)	(27,863)
其他经营活动现金流	544	(1,272)	(1,630)	(509)	(123)
经营活动现金流	28,090	64,089	108,129	146,339	157,924
资本开支	(1,069)	(3,236)	(4,908)	(4,908)	(4,908)
其他投资活动现金流	(9,497)	(17,185)	(33,806)	(51,012)	(54,289)
投资活动现金流	(10,566)	(20,421)	(38,714)	(55,920)	(59,197)
负债净变动	(1,250)	(1,250)	(1,207)	(1,346)	(1,096)
权益净变动	(9,130)	(33,216)	(54,900)	(54,900)	(54,900)
股息	(395)	(834)	(994)	(2,000)	(2,000)
其他融资活动现金流	(2,858)	(7,059)	(7,584)	(8,000)	(8,000)
融资活动现金流	(13,633)	(42,359)	(64,685)	(66,246)	(65,996)
年初现金	3,389	7,280	8,589	12,919	35,937
年末现金	7,280	8,589	12,919	35,937	67,280

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	4.478	6.127	6.419
全面摊薄每股收益	1.193	2.938	4.478	6.127	6.419
Non-GAAP标准下的每股收益	1.296	2.994	4.652	6.309	6.601
每股股息	0.016	0.034	0.040	0.081	0.081
每股账面值	1.723	3.198	5.341	9.115	13.134
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	75.0	71.0	74.5	74.5
净利率	48.8	55.8	52.8	56.3	55.2
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	53.0	56.9	54.9	58.0	56.8
盈利能力(%)					
ROA	45.3	65.3	64.4	57.3	43.8
ROE	69.2	91.9	83.7	67.2	48.9
ROIC	54.0	77.9	75.9	63.7	47.2
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	5.0	8.1	11.4
存货周转天数	114.6	85.9	68.0	72.3	75.9
应收账款周转天数	41.4	46.2	48.5	48.1	49.0
应付账款周转天数	42.7	50.4	39.7	38.1	36.6

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、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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，而非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。