

英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 26FYQ1 业绩点评

业绩与指引稳健，H2O 管制可能影响 500 亿美金中国市场

优于大市

核心观点

财务表现：需求保持高景气度，FY26Q1 财务表现及指引强劲。①**整体：**英伟达一季度（均指财季，下同）收入 441 亿美元（同比+69%，环比+12%），高于公司此前 430（±2%）亿美元指引。GAAP 毛利率 60.5%（同比-17.9pcts，环比-2.5pcts）。营业利润同比 28%至 216 亿美元，GAAP 净利润同比+26%至 188 亿美元。②**分业务：**数据中心营收 391 亿美元（同比+73%，环比+10%），游戏营收 38 亿美元（同比+42%，环比+48%），专业可视化业务营收 5.09 亿美元（同比+19%，环比持平），汽车营收 5.67 亿美元（同比+72%，环比-1%）。③**财务指引：**对于 FY26Q2，公司营收指引为 450 亿美元（±2%）。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 71.8%和 72%。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 57 亿与 40 亿美元。

财报重点：①**B 系产品贡献显著，GB200（即 Grace Blackwell）产品在数据中心计算营收中占比近 70%。**推动数据中心营收实现 73%的同比增长。GB200 NVL 系统带来了数据中心规模工作负载的架构变革，以实现最低的推理 tokens 成本。GB300 本月初已开始向主要云服务提供商（CSPs）进行采样，预计本季度量产发货。②**H2O 芯片新出口管制影响近期收入、造成亏损，可能失去 500 亿美金中国市场：**H2O 芯片一季度因库存减记和采购义务产生 45 亿美元费用。虽然一季度 H2O 产品在限制前销售 46 亿美元，但另有 25 亿美元订单因无法发货而损失（新加坡占第一季收入的近 20%）。预计二季度 H2O 相关收入损失约 80 亿美元，影响全年营收预期。中国 AIGPU 市场预计 500 亿美金，如果失去将对公司形成负面影响。

投资建议：考虑到 H2O 新出口管制影响中国区域收入、造成亏损，影响短期利润率，我们小幅下调收入预期，预计 2026-2028 财年公司收入为 1993/2437/2715 亿美元（前值 2007/2496/2810 亿美元）。预计 2026-2028 财年公司净利润为 1003/1311/1467 亿美元（前值 1027/1232/1528 亿美元），维持“优于大市”评级。

风险提示：下游 AI 应用发展与 ROI 低于预期；Blackwell 供应链风险；AI 芯片竞争加剧；宏观与地缘风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	60,922	130,497	199,250	243,719	271,504
(+/-%)	125.9%	114.2%	52.7%	22.3%	11.4%
归母净利润(百万美元)	29,760	72,880	100,283	131,184	146,780
(+/-%)	581.3%	144.9%	37.6%	30.8%	11.9%
EPS (美元)	1.22	2.99	4.15	5.54	6.33
EBIT Margin	54.1%	62.4%	58.8%	62.9%	63.2%
净资产收益率 (ROE)	69.2%	91.9%	56.4%	43.1%	33.1%
市盈率 (PE)	111	45	32	24	21
EV/EBITDA	96	40	27	20	17
市净率 (PB)	77	41	18	10	7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算，英伟达财年相比自然年约差一年，如 2025 财年为 2024 年 1 月 26 日至 2025 年 1 月 26 日。

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：刘子谭
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn
S0980521120004

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 160.00 - 180.00 美元
收盘价 135 美元
总市值/流通市值 32970 亿美元/32970 亿美元
52 周最高价/最低价 153/76 美元
近 3 个月日均成交额 3010 亿美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 25FYQ4 业绩点评-业绩与指引稳健，Blackwell 快速量产爬坡》——2025-02-28
《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) FY25Q3 业绩点评-业绩与指引稳健，预计四季度 Blackwell 交付积极》——2024-11-22
《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 24FYQ2 财报点评-业绩与指引稳健，预计平稳过渡到 Blackwell 新品出货》——2024-08-30
《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) -FY2025Q1 点评：收入盈利持续强劲，Blackwell 平台预计 Q2 出货》——2024-05-24
《英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) -FY2024Q4 点评：收入盈利持续强劲，数据中心业务中推理占比 40%》——2024-02-23

财报表现

①B 系产品贡献显著，GB200（即 Grace Blackwell）产品在数据中心计算营收中占比近 70%。推动数据中心营收实现 73% 的同比增长。GB200 NVL 系统带来了数据中心规模工作负载的架构变革，以实现最低的推理 tokens 成本。虽然制造复杂，但制造良率显著提高，机架出货量强劲增长，已面向模型构建者、企业和主权客户提供，用于开发和部署 AI。

GB300 本月初已开始在主要云服务提供商（CSPs）进行采样，预计本季度量产发货。它采用与 GB200 相同的架构、物理尺寸、电气和机械规格，其 B300GPU 的 HBM 容量比 B200 增加 50%，密集 FP4 推理计算性能也将提升 50%。。

②H20 芯片新出口管制影响近期收入、造成亏损，可能将失去 500 亿美金中国市场：美国政府对 H20 芯片实施新出口管制，影响英伟达在中国市场的业务（新加坡占第一季收入的近 20%）。一季度因库存减记和采购义务产生 45 亿美元费用，但因部分材料再利用，实际损失低于预期。

一季度 H20 产品在限制前销售 46 亿美元，但另有 25 亿美元订单因无法发货而损失。预计二季度 H20 相关收入损失约 80 亿美元，影响全年营收预期。中国 AIGPU 市场预计 500 亿美金，如果失去将对公司业务产生重大不利影响。

① **整体看：** FY26Q1 收入 441 亿美元（同比+69%，环比+12%）。GAAP 毛利率 60.5%（同比-17.9pcts，环比-2.5pcts），同比环比均下滑主要因计提 45 亿美元 H20 产品库存相关费用（美国政府限制对华出口 H20 芯片，导致需求骤降）。 营业利润同比+28%至 216 亿美元，GAAP 净利润同比+26%至 188 亿美元。

②分业务看：

◆ **数据中心：** 营收 391 亿美元（同比+73%，环比+10%）。强劲增长主要得益于大型语言模型、推荐引擎及生成式/代理式 AI 应用对加速计算平台的需求激增。 Blackwell 架构已覆盖所有客户类别，大型云服务提供商仍是最大客户群体，贡献占比接近 50%。

① **计算业务：** 计算业务收入为 342 亿美元，同比+76%，环比+5%。AI 计算需求驱动增长。

② **网络业务：** 网络业务收入为 50 亿美元，同比+56%，环比+64%。主要由 GB200 系统的 NVLink 技术和以太网普及驱动。

③ **产品驱动：** Blackwell 产品快速增长，推动数据中心营收提升，其在数据中心计算营收中占比近 70%。GB200 NVL 系统在制造良率和出货量方面取得进展，GB300 系统已开始采样，预计本季度量产发货。

④ **推理需求增长快速：** 推理需求激增，OpenAI、微软、谷歌等公司的令牌生成量大幅增长，如微软第一季度处理超 100 万亿 tokens，同比增长五倍。

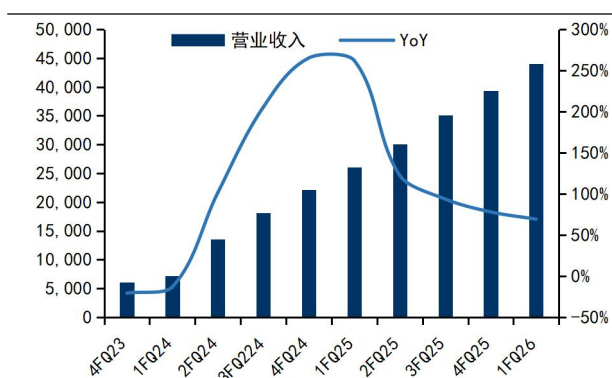
⑤ **AI 工厂加速部署：** 本季度近 100 个由英伟达提供技术支持的 AI 工厂正在建设中，同比增长一倍，每个工厂使用的 GPU 平均数量也在同期翻倍。在沙特阿拉伯开展 500MW 的 AI 基础设施项目，在阿联酋建设 5GW 的 AI 园区。

◆ **游戏与 PC：** 营收 38 亿美元（同比+42%，环比+48%），主要得益于 Blackwell 架构显卡销量增长。GeForce 拥有 1 亿用户，是 PC 开发人员的最大聚集地。本

季度，增加了 AIPC 笔记本电脑产品，包括能够运行 Microsoft Copilot+ 的型号。上个季度，推出的 GeForce 5060 和 5060Ti，将 Blackwell 架构带入了主流游戏。

- ◆ **专业可视化：**营收 5.09 亿美元（同比+19%，环比持平），Ada 工作站 GPU 在 AI 加速和图形渲染中应用扩大。关税的不确定性暂时影响了第一季度的系统，预计第二季度收入将恢复环比增长。
- ◆ **汽车和机器人领域：**营收 5.67 亿美元（同比+72%，环比-1%），主要由自动驾驶平台销售增长驱动。宣布推出 Isaac GR00T N1，这是世界上第一个开放式、完全可定制的人形机器人基座模型，可实现通用推理和技能发展。我们还推出了新的开放式 NVIDIA Cosmos 世界基座模型。

图1：英伟达季度收入与 YoY（百万美元、%）



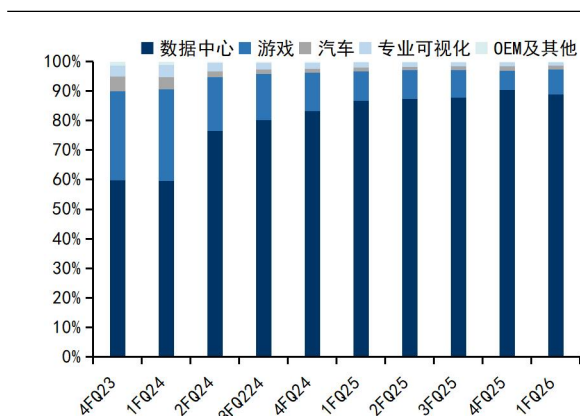
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：英伟达季度销售净利润与净利率（百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：英伟达季度毛利润与毛利率（百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：英伟达季度经营利润与经营利润率（百万美元、%）



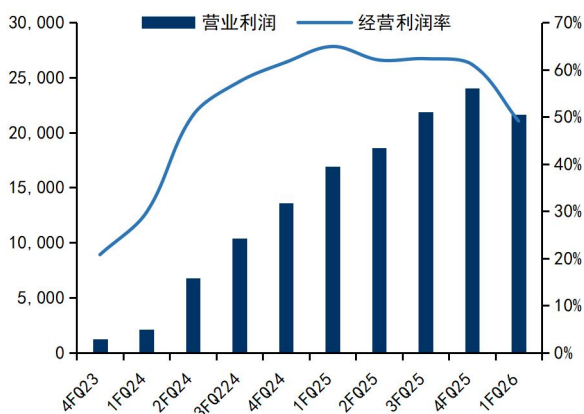
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5：英伟达分业务收入占比变化（%）

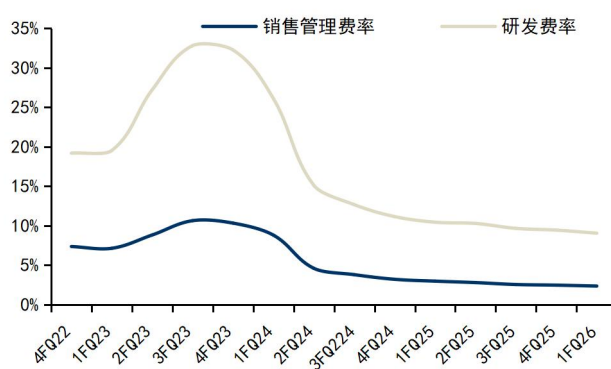


图6：英伟达研发与销售管理费率变化情况（%）





资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

业绩展望: 对于 FY26Q2, 公司营收指引为 450 亿美元 (±2%)。GAAP 和 Non-GAAP 毛利率指引分别为 71.8% 和 72%, 目标年底毛利率回升至 75% 左右。GAAP 和 Non-GAAP 营运费用分别指引 57 亿美元和 40 亿美元。GAAP 和非 GAAP 其他收入和支出预计约为 4.5 亿美元的收入。GAAP 和非 GAAP 税率预计为 16.5% (±1%)。

全年运营费用预计增长 35% 左右, 聚焦 AI 研发和新产品投入。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2023	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8,589	96,961	234,440	383,028
应收款项	26,836	40,975	50,120	55,833
存货净额	10,080	18,019	18,817	21,026
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	80,126	192,306	341,546	499,966
固定资产	6,283	7,677	8,956	10,106
无形资产及其他	5,995	5,695	4,910	7,415
投资性房地产	19,197	19,197	19,097	18,897
长期股权投资	0	9,548	(5,121)	(6,933)
资产总计	111,601	234,424	369,388	529,451
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	6,310	11,279	11,779	13,162
其他流动负债	11,737	24,945	22,623	25,926
流动负债合计	18,047	36,225	34,403	39,089
长期借款及应付债券	8,463	8,463	8,463	8,463
其他长期负债	5,764	10,068	12,672	14,576
长期负债合计	14,227	18,531	21,135	23,039
负债合计	32,274	54,756	55,538	62,128
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	79,327	179,668	313,850	467,323
负债和股东权益总计	111,601	234,424	369,388	529,451

关键财务与估值指标

	2023	2025E	2026E	2027E
EPS	3.0	4.2	5.5	6.3
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	3.25	7.36	12.86	19.15
ROIC	165%	184%	217%	214%
ROE	92%	56%	43%	33%
毛利率	75%	71%	75%	75%
EBIT Margin	62%	59%	63%	63%
EBITDA Margin	64%	60%	64%	65%
收入增长	114%	53%	22%	11%
净利润增长率	145%	39%	33%	14%
资产负债率	29%	23%	15%	12%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	45	32	24	21
P/B	41	18	10	7
EV/EBITDA	40	27	20	17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	130,497	199,250	243,719	271,504
营业成本	32,639	58,713	60,930	67,876
研发费用	(12,914)	(18,411)	(22,723)	(24,435)
销售及管理费用	(3,491)	(4,921)	(6,824)	(7,602)
营业利润	81,453	117,206	153,243	171,590
财务费用	1,541	2,353	5,794	10,141
权益性投资损益	2	1	1	1
其他损益净额	1,033	(15)	0	0
税前利润	84,026	119,545	159,038	181,733
所得税费用	11,146	18,204	23,856	27,260
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	72,880	101,341	135,182	154,473
归母净利润	72,880	100,283	131,184	146,780

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	72,880	100,283	131,184	146,780
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(1,508)	(2,327)	(3,600)	(4,348)
公允价值变动损失	1,033	(15)	0	0
财务费用	(1,541)	(2,353)	(5,794)	(10,141)
营运资本变动	16,601	(404)	9,061	1,133
其它	(24,917)	4,684	7,200	8,696
经营活动现金流	64,089	103,278	147,844	159,954
资本开支	(3,877)	(13,721)	(9,094)	(10,003)
其它投资现金流	(15,917)	(1,731)	(1,818)	(1,908)
投资活动现金流	(20,421)	(13,906)	(9,365)	(10,365)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	4	0	0	0
支付股利、利息	(398)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其它融资现金流	(41,571)	0	0	0
融资活动现金流	(42,359)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
现金净变动	1,309	88,372	137,479	148,588
货币资金的期初余额	7,280	8,589	96,961	234,440
货币资金的期末余额	8,589	96,961	234,440	383,028
企业自由现金流	60,724	87,564	133,826	141,332
权益自由现金流	18,645	89,557	138,750	149,951

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032