

公司研究

FY26Q1 营收超市场预期，Blackwell 出货动能强劲

——英伟达（NVDA.O）FY26Q1 业绩点评

要点

事件：英伟达发布截至 2025 年 5 月 27 日的 FY26Q1 业绩。截至美国东部时间 5 月 28 日 20:00，公司盘后股价上涨 4.85%。1) **FY26Q1 营收超市场预期。** FY26Q1 公司营收 440.62 亿美元，YoY+69%，QoQ+12%，超彭博一致预期的 432.85 亿美元和 25Q4 发布的 430 亿美元指引。Non-GAAP 毛利率 61.0%，QoQ-12.5 pcts，YoY-17.9 pcts，毛利率下降主要系 H20 相关的 45 亿美元库存和采购义务费用影响，若剔除该因素影响，毛利率为 71.3%；Non-GAAP 净利润 198.94 亿美元，QoQ-10%，YoY+31%，对应 Non-GAAP EPS 0.81 美元，若剔除 H20 费用和关税影响，对应 Non-GAAP EPS 0.96 美元，超彭博一致预期的 0.93 美元。2) **FY26Q2 指引略低于一致预期：** FY26Q2 公司预计营收 450 亿美元（±2%），中值低于彭博一致预期的 454.54 亿美元；Non-GAAP 毛利率 72.0%（±50bp）。

点评：Blackwell 进展顺利，智驾需求强劲，数据中心业务和汽车业务收入高速增长。

数据中心业务： FY26Q1 营收 391.12 亿美元，YoY+73%，QoQ+10%。其中计算收入 341.55 亿美元，网络收入 49.57 亿美元。Blackwell 收入占数据中心计算收入约 70%，Hopper 架构向 Blackwell 架构切换接近完成。25 年 5 月公司已经为各大 CSP 企业提供 GB300 样品，预计将会于 FY26Q2 出货。目前主要下游客户每周平均部署 1000 个 NVL72 机柜，微软已经部署了数十万个 Blackwell GPU，公司预计其未来部署会扩大至几十万（hundreds of thousands）。H20 受美国管制影响，于 FY26Q1 产生 45 亿美元的库存和采购义务费用。根据公司 FY26Q1 业绩会，45 亿美元费用低于公司预期，主要系“能够重复使用某些材料”。公司预计 FY26Q2 数据中心收入增长将会被来自中国收入的下降（约 80 亿美元）所抵消。

游戏业务： FY26Q1 营收 37.63 亿美元，YoY+42%，QoQ+48%，游戏收入创历史新高，主要受 Blackwell 架构芯片出货推动。公司于 FY26Q1 推出了 Blackwell 架构的 RTX 5060 和 5060Ti，起售价为 299 美元。**专业可视化业务：** FY26Q1 营收 5.09 亿美元，YoY+19%，环比持平。FY26Q1 受到关税不确定性影响，AI 工作站需求强劲，公司预计 FY26Q2 收入将恢复环比增长。**汽车业务：** FY26Q1 营收 5.67 亿美元，YoY+72%，QoQ-1%，汽车业务同比高速增长，主要系自动驾驶需求增加。

盈利预测与估值： 考虑到 H20 受美国管制影响，我们下调英伟达 FY2026~FY2028 GAAP 净利润至 1,138.8/1,492.0/1,824.8 亿美元（较上次预测 -13%/-19%/-23%），对应同比增速 56%/31%/22%，对应 FY2026~FY2028 GAAP EPS 为 4.67/6.11/7.48 美元。5 月 29 日收盘价 139.19 美元对应 FY2026/FY2027 30x/23x PE，考虑到 AI 算力需求旺盛，Blackwell 出货动能强劲，有望带动英伟达业绩持续高速增长，维持“买入”评级。

风险分析： 1) 下游应用程序开发和场景拓展较慢，导致 AI 商业化进度不及预期；2) CoWoS 和 HBM 产能扩张受限的风险；3) AI 算力行业竞争加剧的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入（百万美元）	60,922	130,497	219,302	271,313	321,775
营业收入增长率（%）	125.85%	114.20%	68.05%	23.72%	18.60%
GAAP 净利润（百万美元）	29,760	72,880	113,882	149,200	182,477
GAAP 净利润增长率（%）	581.32%	144.89%	56.26%	31.01%	22.30%
GAAP EPS(美元)	1.22	2.99	4.67	6.11	7.48
P/E	114	47	30	23	19

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测。注：股价时间为 2025-05-29；FY2025 财年起止范围是 2024-1-29 至 2025-1-26

买入（维持）

当前价：139.19 美元

作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：王寅

执业证书编号：S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebsecn.com

联系人：沈昱恒

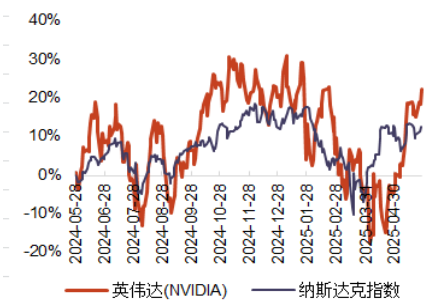
021-52523686

shenyuheng@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	244.00
总市值(亿美元):	33962.36
一年最低/最高(美元):	94.31-149.42
近 3 月换手率:	71.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	26.7%	3.0%	9.6%
绝对	28.0%	11.4%	22.2%

资料来源：Wind

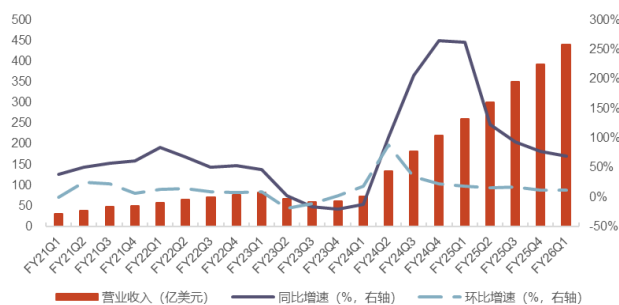
相关研报

FY25Q4 业绩超预期，推理计算需求高速增长，Blackwell 需求强劲——英伟达（NVDA.O）FY25Q4 业绩点评……………20250227

FY25Q3 业绩超预期，预计 FY25Q4 Blackwell 交付顺利、加速出货——英伟达（NVDA.O）FY25Q3 业绩点评……………20241125

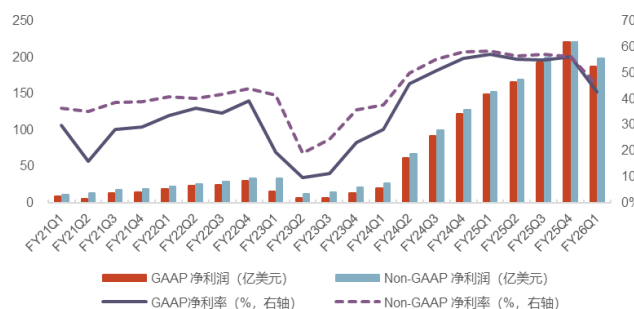
Blackwell 平台实现 AI 性能跃升，软硬协同助力英伟达转型 AI 全链条平台——英伟达 GTC 2024 大会点评……………20240320

图 1：英伟达 FY26Q1 营业收入同比增长 69%，环比增长 12%



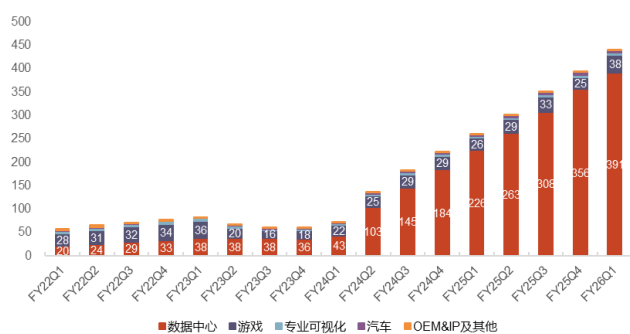
资料来源：英伟达官网，光大证券研究所

图 2：英伟达 FY26Q1 净利润水平环比小幅下滑



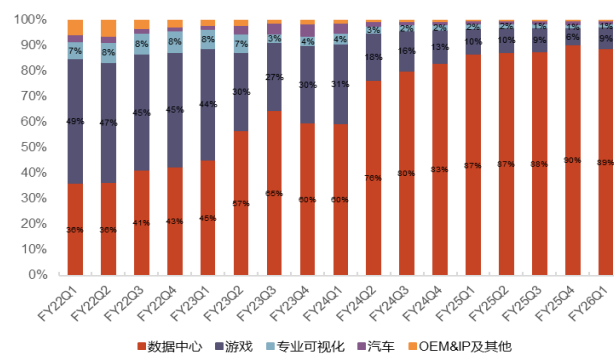
资料来源：英伟达官网，光大证券研究所

图 3：FY26Q1 数据中心业务成营收增长的核心驱动力（亿美元）



资料来源：英伟达官网，光大证券研究所

图 4：英伟达 FY26Q1 数据中心收入占比较高



资料来源：英伟达官网，光大证券研究所

表 1：英伟达近期业绩和未来指引汇总表：由于出口管制 FY26Q2 指引营收环比增速放缓

	FY26Q1		FY26Q2 指引
	实际	指引	
收入(亿美元)	440.62	430	450
收入 QoQ(%)	12%	9.0%	2.0%
毛利率(%)	61.0%	71.0%	72.0%

资料来源：英伟达官网，光大证券研究所整理；毛利率均为 Non-GAAP 口径；

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	60,922	130,497	219,302	271,313	321,775
营业成本	16,621	32,639	62,501	70,541	80,444
折旧和摊销	1,544	1,864	4,370	9,037	13,891
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	2,654	3,491	8,772	10,853	12,871
管理费用	8,675	12,914	27,413	36,899	45,048
财务费用	0	-1,539	-1,535	-5,617	-11,212
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	33,818	84,026	122,151	158,637	194,624
利润总额	33,818	84,026	121,151	158,723	194,124
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	29,760	72,880	113,882	149,200	182,477

现金流量表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动现金流	28,090	64,089	110,460	145,835	179,237
投资活动产生现金流	-10,566	-20,421	-43,313	-47,662	-46,907
融资活动现金流	-13,633	-42,359	10,886	10,723	15,956
净现金流	3,891	1,309	78,033	108,895	148,286

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
总资产	65,728	111,601	246,626	407,438	601,245
流动资产	44,345	80,126	164,794	284,989	443,643
货币资金	7,280	8,589	86,622	195,517	343,803
交易型金融资产	18,704	34,621	17,000	16,000	15,000
应收账款	9,999	23,065	32,895	37,984	41,831
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	5,282	10,080	15,625	17,635	20,111
非流动资产	21,383	31,475	81,832	122,449	157,601
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	13	13
固定资产	3,914	6,283	25,973	42,121	54,259
无形资产	1,112	807	793	778	764
总负债	22,750	32,274	53,837	66,066	78,205
无息负债	13,041	23,811	45,372	57,599	69,736
有息负债	9,709	8,463	8,465	8,467	8,469
股东权益	42,978	79,327	192,789	341,372	523,040
股本	2	2	5	5	5
公积金	42,949	79,297	192,784	341,367	523,035
未分配利润	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	42,978	79,327	192,789	341,372	523,040

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP