

# 英伟达 (NVDA)

## FY2026 一季报点评：产品切换超预期，政策影响有望在 FY26Q2 后消除

买入（维持）

2025 年 06 月 04 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 李博韦

执业证书：S0600123070070

libw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | FY2024A | FY2025A | FY2026E | FY2027E | FY2028E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万元）    | 60,922  | 130,497 | 205,531 | 252,213 | 289,804 |
| 同比(%)         | 125.85  | 114.20  | 57.50   | 22.71   | 14.90   |
| 归母净利润（百万元）    | 29,760  | 72,880  | 104,835 | 136,413 | 154,780 |
| 同比(%)         | 581.32  | 144.89  | 43.85   | 30.12   | 13.46   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.22    | 2.99    | 4.30    | 5.59    | 6.34    |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 112.64  | 45.99   | 31.97   | 24.57   | 21.66   |

关键词：#新产品、新技术、新客户

### 投资要点

■ **事件：**公司发布 2026 财年第一季度财报，FY2026Q1 实现营收 440.6 亿美元，同比+69.2%，环比+12.0%；Non-GAAP 净利润 198.9 亿美元，同比+30.6%，环比-9.8%；Non-GAAP 毛利率 61.0%，剔除 H20 影响后毛利率 71.3%，同比减少 7.6pct，环比减少 2.2pct。

■ **H20 限售影响出货及库存，B 系列出货强劲助力爆发推理需求**

FY2026Q1 数据中心业务实现营收 391.1 亿美元，同比+73.3%，环比+9.9%。其中计算/网络业务收入分别为 341.6/49.6 亿美元，同比+76.1%/+56.3%，环比+4.9%/+63.9%。H20 限售影响 Q1 收入约 25 亿美元，且计提存货减值约 45 亿美元。Q1 Blackwell 贡献近 70%数据中心收入，推理需求增长推动算力客户部署 B 系列（GB200 NVL72 推理单卡输出可达 H100 30 倍），如微软在 25Q1 已经处理上百万亿 token，同比增长五倍，目前微软已部署数万片 B 系列 GPU，后续预计增长至数十万片，同时 GB300 已送样 CSP，有望于 FY26Q2 量产交付。

■ **Q2 考虑 H20 影响指引乐观，财年内毛利率有望逐渐恢复**

公司指引 FY2026Q2 实现营收 450±9.0 亿美元，中值对应同比+49.8%，环比+2.1%，低于一致预期的 455.1 亿美元。公司预计 H20 限售仍将影响 Q2 收入约 80 亿美元，短期无合适产品供货中国，考虑推理需求增长等因素，中期出货量增长仍然乐观。Non-GAAP 毛利率 72.0±0.5%，中值对应同比-3.7pct，环比+0.7pct，高于一致预期的 71.7%；公司计划在今年年底达到 75%左右。

■ **游戏及专业可视化推出多项新品，发布人形机器人基础模型**

FY2026Q1 游戏及 AIPC/专业可视化/汽车业务收入分别为 37.6/5.1/5.7 亿美元，同比+42.2%/+19.2%/+72.3%，环比+47.9%/-0.4%/-0.5%。游戏及 AIPC 业务方面，公司宣布推出搭载 Blackwell 架构的 NVIDIA GeForce RTX 5060/5070 显卡。专业可视化业务方面，公司发布 DGX Spark 与 DGX Station 个人 AI 超级计算机，推出 NVIDIA RTX PRO Blackwell 系列产品。汽车业务方面，公司与通用汽车达成合作。双方将合作开发新一代车辆、工厂与机器人系统。公司推出统一安全系统 NVIDIA Halos，发布全球首个开放人形机器人基础模型 NVIDIA Isaac GR00T N1，加速人形机器人产业发展。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为公司软硬件优势与下游算力建设高景气将继续持续，考虑到 H20 禁令影响，将 FY2025-2027 年预期 Non-GAAP 净利润由 1141/1431/1783 亿美元下调至 1048/1364/1548 亿美元，2025 年 6 月 3 日收盘价对应 PE 分别为 32/25/22 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游资本开支放缓；Blackwell 爬产不及预期；竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

|            |              |
|------------|--------------|
| 收盘价(美元)    | 137.38       |
| 一年最低/最高价   | 86.62/153.12 |
| 市净率(倍)     | 39.98        |
| 流通市值(百万美元) | 3352072.00   |
| 总市值(百万美元)  | 3352072.00   |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(美元,LF) | 3.44     |
| 资产负债率(%,LF)  | 36.24    |
| 总股本(百万股)     | 24400.00 |
| 流通股(百万股)     | 24400.00 |

### 相关研究

《英伟达(NVDA): FY2025 业绩点评：  
B 系列出货超预期，下游高需求及自身高壁垒仍然存在》

2025-03-05

《英伟达(NVDA): FY2025 三季报点评：H 系列支撑业绩持续高增，期待 B 系列放量打开业绩新空间》

2024-11-22

英伟达三大财务预测表

| 资产负债表 (百万美元)   |                   |                   |                   |                   | 利润表 (百万美元)      |                   |                   |                   |                   |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                | 2025A             | 2026E             | 2027E             | 2028E             |                 | 2025A             | 2026E             | 2027E             | 2028E             |
| <b>流动资产</b>    | <b>80,126.00</b>  | <b>133,900.03</b> | <b>191,251.72</b> | <b>246,155.92</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>130,497.00</b> | <b>205,530.76</b> | <b>252,212.90</b> | <b>289,803.82</b> |
| 现金及现金等价物       | 8,589.00          | 10,511.16         | 13,310.22         | 17,666.67         | 营业成本            | 32,639.00         | 64,829.87         | 70,920.47         | 83,308.18         |
| 应收账款及票据        | 26,836.00         | 42,818.91         | 52,544.36         | 60,375.80         | 销售费用            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 存货             | 10,080.00         | 19,448.96         | 21,276.14         | 24,992.45         | 管理费用            | 0.00              | 4,932.74          | 6,053.11          | 6,955.29          |
| 其他流动资产         | 34,621.00         | 61,121.00         | 104,121.00        | 143,121.00        | 研发费用            | 12,914.00         | 17,264.58         | 20,933.67         | 24,053.72         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>31,475.00</b>  | <b>34,180.85</b>  | <b>35,585.71</b>  | <b>35,862.70</b>  | 其他费用            | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 固定资产           | 6,283.00          | 7,918.85          | 9,472.91          | 10,949.26         | <b>经营利润</b>     | <b>81,453.00</b>  | <b>118,503.57</b> | <b>154,305.65</b> | <b>175,486.63</b> |
| 商誉及无形资产        | 5,995.00          | 4,346.00          | 4,196.80          | 2,997.44          | 利息收入            | 1,786.00          | 1,915.34          | 2,230.67          | 2,398.61          |
| 长期投资           | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 利息支出            | 247.00            | 45.00             | 94.50             | 108.00            |
| 其他长期投资         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 其他收益            | 1,034.00          | 822.12            | 1,261.06          | 1,159.22          |
| 其他非流动资产        | 19,197.00         | 21,916.00         | 21,916.00         | 21,916.00         | <b>利润总额</b>     | <b>84,026.00</b>  | <b>121,196.03</b> | <b>157,702.88</b> | <b>178,936.46</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>111,601.00</b> | <b>168,080.88</b> | <b>226,837.43</b> | <b>282,018.62</b> | 所得税             | 11,146.00         | 16,361.46         | 21,289.89         | 24,156.42         |
| <b>流动负债</b>    | <b>18,047.00</b>  | <b>27,965.31</b>  | <b>31,122.87</b>  | <b>34,738.02</b>  | <b>净利润</b>      | <b>72,880.00</b>  | <b>104,834.57</b> | <b>136,412.99</b> | <b>154,780.04</b> |
| 短期借款           | 0.00              | 2,000.00          | 2,200.00          | 2,600.00          | 少数股东损益          | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 应付账款及票据        | 6,310.00          | 12,605.81         | 13,790.09         | 16,198.81         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>72,880.00</b>  | <b>104,834.57</b> | <b>136,412.99</b> | <b>154,780.04</b> |
| 其他             | 11,737.00         | 13,359.50         | 15,132.77         | 15,939.21         | EBIT            | 82,487.00         | 119,325.69        | 155,566.71        | 176,645.84        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>14,227.00</b>  | <b>13,368.00</b>  | <b>12,368.00</b>  | <b>11,368.00</b>  | EBITDA          | 84,351.00         | 120,838.84        | 156,961.86        | 177,968.85        |
| 长期借款           | 8,463.00          | 6,963.00          | 5,963.00          | 4,963.00          |                 |                   |                   |                   |                   |
| 其他             | 5,764.00          | 6,405.00          | 6,405.00          | 6,405.00          |                 |                   |                   |                   |                   |
| <b>负债合计</b>    | <b>32,274.00</b>  | <b>41,333.31</b>  | <b>43,490.87</b>  | <b>46,106.02</b>  |                 |                   |                   |                   |                   |
| 股本             | 24.00             | 23.56             | 23.01             | 22.35             | <b>主要财务比率</b>   | <b>2025A</b>      | <b>2026E</b>      | <b>2027E</b>      | <b>2028E</b>      |
| 少数股东权益         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 每股收益(美元)        | 2.99              | 4.30              | 5.59              | 6.34              |
| 归属母公司股东权益      | 79,327.00         | 126,747.57        | 183,346.56        | 235,912.60        | 每股净资产(美元)       | 3.25              | 5.19              | 7.51              | 9.67              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>111,601.00</b> | <b>168,080.88</b> | <b>226,837.43</b> | <b>282,018.62</b> | 发行在外股份(百万股)     | 24,400.00         | 24,400.00         | 24,400.00         | 24,400.00         |
|                |                   |                   |                   |                   | ROIC(%)         | 101.86            | 92.36             | 82.25             | 70.25             |
|                |                   |                   |                   |                   | ROE(%)          | 91.87             | 82.71             | 74.40             | 65.61             |
|                |                   |                   |                   |                   | 毛利率(%)          | 74.99             | 68.46             | 71.88             | 71.25             |
|                |                   |                   |                   |                   | 销售净利率(%)        | 55.85             | 51.01             | 54.09             | 53.41             |
|                |                   |                   |                   |                   | 资产负债率(%)        | 28.92             | 24.59             | 19.17             | 16.35             |
|                |                   |                   |                   |                   | 收入增长率(%)        | 114.20            | 57.50             | 22.71             | 14.90             |
|                |                   |                   |                   |                   | 净利润增长率(%)       | 144.89            | 43.85             | 30.12             | 13.46             |
|                |                   |                   |                   |                   | P/E             | 45.99             | 31.97             | 24.57             | 21.66             |
|                |                   |                   |                   |                   | P/B             | 42.26             | 26.45             | 18.28             | 14.21             |
|                |                   |                   |                   |                   | EV/EBITDA       | 41.38             | 27.73             | 21.32             | 18.78             |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元汇率为2025年6月3日的7.19,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>