

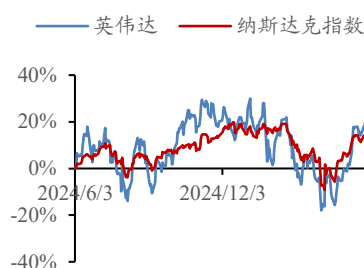
Blackwell 出货快速推进，推理需求持续增长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-6-5

收盘价（美元）	141.92
近 12 个月最高/最低（美元）	153.1/75.6
总股本（百万股）	24,400
流通股本（百万股）	24,400
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	34628
流通市值（亿美元）	34628

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：刘京松

执业证书号：S0010524090001

邮箱：liujs@hazq.com

相关报告

1. 英伟达 CY24Q4 点评：收入、指引表现稳健，Blackwell 需求强劲
2025-03-07

1. 英伟达 C3Q24 点评：Blackwell 产量改善，有望成为 26 财年的主要驱动力
2024-11-29

主要观点：

● FY26Q1 业绩及 FY26Q2 指引

公司 FY26Q1 营收 440.6 亿美元（彭博一致预期 432.9 亿美元），同比增长 69%，环比增长 12%；Non-GAAP 毛利率 61.0%，毛利率下降主要系计提 45 亿美元 H20 相关费用影响，不考虑 H20 减值损失，Q1 Non-GAAP 毛利率为 71.3%。Non-GAAP 净利润 198.9 亿美元，同比增长 31%，环比下降 10%；

在考虑 H20 出口限制导致 80 亿美元收入损失的情况下，公司 FY26Q2 收入指引为 450 亿美元（ $\pm 2\%$ ），Non-GAAP 毛利率 72.0%（ ± 50 个基点），公司仍努力在年末将毛利率提升至 75% 左右。

● 数据中心业务维持高增，架构过渡基本完成

得益于大语言模型、推荐引擎以及生成式和 agentic AI 应用的旺盛需求，FY26Q1 公司数据中心营收达 391.1 亿美元，同比增长 73%，环比增长 10%。其中，H20 收入为 46 亿美元，未交付 H20 产品 25 亿美元；数据中心计算业务收入 341.5 亿美元，同比增长 76%，环比增长 5%，公司在 FY26Q1 业绩会表示，Blackwell 约占数据中心计算收入的 70%，从 Hopper 向 Blackwell 架构过渡已基本完成；Q1 网络业务收入 49.6 亿美元，同比增长 56%，环比增长 64%，主要得益于 GB200 系统中 NVLink 增长以及云服务商和消费互联网公司对于以太网 AI 解决方案持续采用。

● 其他业务

FY26Q1，公司游戏营收同比增长 42%，环比增长 48%，主要得益于 blackwell 架构产品销售；企业/视觉营收同比增长 19%，环比持平，主要由于客户对 Ada 架构 RTX GPU 工作站的更广泛采用；汽车营收同比增长 72%，环比下降 1%。

● 黄仁勋：推理需求持续增长，中国未来 AI GPU 市场将达 500 亿美元

公司 CEO 黄仁勋表示：Hopper 架构已无法面对中国市场进一步修改，中国未来 AI GPU 市场规模约 500 亿美元；年初以来，推理人工智能的需求阶梯式增长、AI 扩散规则废除、企业 AI 以及工业 AI 四大驱动因素将推动行业加速发展。

● 投资建议

公司 FY26Q2 指引为预计营收为 450 亿美元，上下浮动 2%，预计 GAAP 和 Non-GAAP 毛利率分别为 71.5% 和 72.0%，上下浮动 50 个基点。我们认为 Blackwell 有望成为 2026 财年公司营收增长以及利润率提升的主要驱动力，预计公司 FY2026-2028 营业收入分别为 1985 亿美元、2560 亿美元、2918 亿美元（前值为 1968/2310/2670 亿美元），归母净利润（Non-GAAP）分别为 1054 亿美元、1461 亿美元、1621 亿美元（前值为 1073/1282/1448 亿美元）。维持“增持”评级。

● 风险提示

国际贸易摩擦风险；产能不及预期风险；需求变化风险，产品研发推广不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	130,497	198,490	256,045	291,750
收入同比 (%)	114.20%	52.10%	29.00%	13.94%
净利润(Non-IFRS)	74,265	105,398	146,171	162,116
净利润同比 (%)	129.84%	41.92%	38.68%	10.91%
ROE (%)	93.62%	85.80%	62.94%	46.37%
每股收益 (元)	3.0	4.3	6.1	6.8
市盈率 (P/E)	36.3	34.3	24.7	22.3

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
现金及等价物	8,589	68,996	152,373	234,963					
应收账款	23,065	32,796	34,656	42,277					
存货	10,080	13,703	14,953	17,088					
其他流动资产	38,392	38,776	39,164	39,555					
流动资产总计	80,126	154,272	241,146	333,884					
固定资产	6,283	7,287	6,280	3,034					
其他资产	25,192	31,492	37,492	43,492					
资产总计	111,601	161,040	270,246	387,076					
应付账款	6,310	6,445	7,484	8,240					
其他	11,737	18,779	18,779	18,779					
流动负债	18,047	25,224	26,263	27,020					
长期债务	8,463	7,213	5,963	4,713					
其他负债	5,764	5,764	5,764	5,764					
负债总计	32,274	38,201	37,990	37,497					
权益总计	79,327	122,839	232,256	349,580					
负债及权益总计	111,601	161,040	270,246	387,076					

现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
净利润	72880	100429	140371	156316					
折旧&摊销	1864	3850	6346	9120					
营运资本变化及其	-10655	-2820	-4922	-7402					
经营活动现金流	64089	101459	141795	158033					
CAPEX	-3236	-4854	-5339	-5873					
其他	-17185	-6300	-6000	-6000					
投资活动现金流	-20421	-11154	-11339	-11873					
长期借款增减	-1250	-1250	-1250	-1250					
股息	-834	-917	-954	-992					
其他	-40275	-56000	-30000	-38000					
融资活动现金流净	-42359	-58167	-32204	-40242					
期末现金余额	8589	40727	138979	244897					

利润表					单位:百万美元				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E					
营业收入	130,497	198,490	256,045	291,750					
营业成本	32,638	59,489	67,357	72,354					
毛利润	97,859	139,001	188,688	219,396					
营业费用 & 其他	-16,405	-22,253	-24,330	-26,611					
营业利润(IFRS)	81,454	116,748	164,358	192,785					
税/利息等	-8,574	-16,319	-23,987	-36,469					
税后净利润	72,880	100,429	140,371	156,316					
少数股东权益	0	0	0	0					
归母净利润(IFRS)	72,880	100,429	140,371	156,316					
调整项(SBC...)	1,385	4,969	5,800	5,800					
净利润(Non-IFRS)	74,265	105,398	146,171	162,116					
股本	24,797	24,501	24,131	23,677					
EPS (摊薄)	2.9	4.1	5.8	6.6					
经调整 EPS (摊薄)	3.0	4.3	6.1	6.8					

主要财务比率				
会计年度	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入增长	114.2%	52.1%	29.0%	13.9%
EBITDA 增长	497.8%	141.6%	44.7%	41.5%
净利润增长	129.8%	41.9%	38.7%	10.9%
EPS 增长	131.1%	43.6%	40.8%	13.0%
毛利率	75.0%	70.0%	73.7%	75.2%
营业利润率	62.4%	58.8%	64.2%	66.1%
净利率	56.9%	53.1%	57.1%	55.6%
ROE	93.6%	85.8%	62.9%	46.4%
P/E	36.3	34.3	24.7	22.3
P/B	34.0	29.4	15.6	10.3
EV/EBITDA	32.4	29.7	20.4	16.7
EV/营收	20.7	18.0	13.6	11.6
库存天数	111.2	61.0	61.0	64.0
应收账款天数	63.6	53.0	47.0	49.0
应付账款天数	69.6	39.0	40.0	41.0
资产/负债比率	3.46	4.22	7.11	10.32
流动比率	4.44	4.85	8.62	12.60
速动比率	1.75	2.77	6.56	10.53
净现金	126	33,514	133,016	240,184
市值	2,697,900	3,612,848	3,612,848	3,612,848
企业价值(EV)	2,697,774	3,579,334	3,479,832	3,372,664

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。