



英伟达：业绩兑现强预期，AI主线驱动+全球化布局共振成长

投资评级： 增持

报告日期： 2025-7-1

行业	半导体
收盘价（美元）	153.3
总市值（亿美元）	37400
流通市值（亿美元）	35900
总股本（亿股）	244
PE（2025E）	49.81
PE（TTM）	48.72

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

SFC: AAK004

Email: research@watson.com

主要观点：

● 财务表现

英伟达 (NVDA. 0) 2026财年第一季度财报显示，公司实现了强劲增长，多项核心财务指标大幅提升。报告期内总收入达440.06亿美元，同比增长69.18%；营业收入为216.38亿美元，同比增长27.9%；毛利润为266.79亿美元，毛利率同比增长30.69%。归属于母公司的净利润为187.75亿美元，同比增长26.17%。每股摊薄净收益为0.76美元，同比增长26.7%。在盈利能力持续增强的同时，英伟达当前市盈率（TTM）为45.12倍，市净率为41.32倍。

● 业务发展

- 1) 数据中心业务表现尤为突出，收入达391亿美元，同比增长73%，贡献超过公司总收入的80%。其中计算业务增长76%，网络业务增长56%。
- 2) 游戏业务受Blackwell架构新产品推动，同比增长42%，环比增长48%。
- 3) 汽车与专业可视化业务分别同比增长72%和19%，汽车业务虽环比略降，但依旧保持强劲增长趋势。
- 4) 英伟达积极扩展全球布局，计划在欧洲建设20座AI工厂，并携手德国电信共建AI工业云平台，显示出对AI基础设施的深度投入。

● 盈利预测

预计2025年全年营业收入2076亿美元，增长59.08%，经营利润率为60.5%。25-27年对应PE倍数分别为47.92、35.55、27.43倍。

● 风险提示

公司面临来自政策与地缘政治的多重挑战。美国出口限制对H20系列产品造成冲击，本季度计提与库存及采购义务相关费用达45亿美元。欧盟即将实施的《人工智能法案》、美国各州AI监管法规以及中国本土替代政策均可能增加合规成本，或对收入构成压力。高速扩张下的库存与资本开支增长亦需持续关注未来市场消化能力。

● 主要财务指标

亿美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1305	2076	2572	3086
(+/-)%	114.2	59.08	24.5	19.98
营业利润	815	1256	1618	1926
(+/-)%	147.04	54.11	28.82	19.04
净利润	729	1082	1401	1726
(+/-)%	144.89	48.42	29.48	23.20
营业利润率	62.45%	60.50%	62.91%	62.41%
PE	50.10	47.92	35.55	27.43

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:亿美元								
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E									
流动资产	801	1272	1577	1892									
现金及等价物	86	137	170	204									
其他短期投资	346	550	682	818									
应收账款合计	268	426	528	634									
存货	101	160	199	239									
非流动资产	315	500	620	744									
固定资产净值	63	100	124	149									
无形资产	60	95	118	142									
其他非流动资产	192	305	378	453									
总资产	1116	1772	2197	2636									
流动负债	180	286	355	426									
应付票据及账款	63	100	124	149									
其他流动负债	117	186	231	277									
非流动负债	142	226	280	336									
长期借款	322	512	635	762									
其他非流动负债	793	1260	1562	1874									
总负债	793	1260	1562	1874									
储备	1116	1772	2197	2636									
股东权益合计	801	1272	1577	1892									
负债及权益总计	86	137	170	204									
现金流量表					单位:亿美元								
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E									
净利润	729	1082	1401	1726									
折旧与摊销	19	28	36	43									
营运资本变动	-94	-140	-173	-208									
经营现金流净额	641	970	1264	1561									
减: 资本支出	-32	-50	-62	-74									
投资净变动	-162	-257	-319	-383									
投资现金流净额	-204	-307	-381	-457									
减: 股票回购	-337	-535	-663	-796									
减: 股利支付	-8	-11	-14	-17									
筹资现金流净额	-424	-673	-834	-1001									
现金净增加额	13	20	26	32									
利润表					单位:亿美元								
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E									
营业收入	1305	2076	2572	3086									
营业成本	-326	-519	-643	-772									
营业开支	-164	-261	-323	-388									
营业利润	815	1256	1618	1926									
利息收入	18	29	36	43									
减: 利息支出	-2	-3	-4	-5									
投资及非经营损益	10	16	20	24									
税前利润	840	1265	1620	1988									
减: 所得税	-111	-167	-214	-262									
净利润	729	1082	1401	1726									
归母净利润	729	1082	1401	1726									
EPS (美元/股)	11.89	17.65	22.85	28.16									
主要财务比率					单位:亿美元								
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E									
成长能力													
营业收入	1305	2076	2572	3086									
营业利润	815	1256	1618	1926									
净利润	729	1082	1401	1726									
盈利能力													
营业利润率	62.45%	60.50%	62.91%	62.41%									
净利润率	55.86%	52.12%	54.47%	55.93%									
回报率分析													
总资产	1116	1772	2197	2636									
总资产收益率	65.32%	61.06%	63.77%	65.48%									
净资产	793	1260	1562	1874									
净资产收益率	91.93%	85.87%	89.69%	92.10%									
估值分析													
市盈率	50.10	47.92	35.55	27.43									
市净率	46.06	41.15	31.89	25.26									

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

英伟达 (NVDA. 0) 2026财年第一季度财报显示, 公司实现了强劲增长, 多项核心财务指标大幅提升。报告期内总收入达440.06亿美元, 同比增长69.18%; 营业收入为216.38亿美元, 同比增长27.9%; 毛利润为266.79亿美元, 毛利率同比增长30.69%。归属于母公司的净利润为187.75亿美元, 同比增长26.17%。每股摊薄净收益为0.76美元, 同比增长26.7%。在盈利能力持续增强的同时, 英伟达当前市盈率 (TTM) 为45.12倍, 市净率为41.32倍。

财务报表分析

营收强劲增长与资本开支大幅提高

英伟达营收和利率增长迅速。企业营业收入216.38亿美元, 营业收入同比上涨27.9%。归母净利润为187.75亿美元, 归母净利润同比上涨26.17%。营业收入和利润同比增长都很高。营业收入上涨主要由AI、大语言模型的广泛应用及Blackwell架构的持续拓展所驱动。且在各国的营收占比都有显著的增长。这表明英伟达产品需求稳定, 且在不断扩大自身的市场份额, 核心业务盈利能力强, 半导体行业霸主的地位更加稳固。

第一季度, 英伟达在资本支出方面大幅加码, 用于企业设备及无形资产的采购费用达到12.27亿美元, 同比激增232.5%。这一投入主要反映出公司在AI基础设施、数据中心硬件以及下一代产品 (如Blackwell架构) 上的积极布局。与此同时, 正在生产的产品库存环比增长57%, 至53.39亿美元, 带动总库存升至113.33亿美元, 较上季度上涨12.4%。采购支出与库存的同步上升, 表明英伟达正在为未来需求高峰提前备货, 并扩大产能以满足加速计算和人工智能领域日益增长的市场需求。

核心业务板块

英伟达数据中心业务收入达391亿美元, 同比增长73%, 环比增长10%。这一强劲增长主要受大语言模型、推荐引擎以及生成式与自主AI应用对加速计算平台需求的推动。Blackwell架构已扩展至各类客户, 大型云服务提供商仍是主要客户群, 贡献了近50%的数据中心收入。

在数据中心业务中, 计算相关收入为342亿美元, 同比增长76%, 环比增长5%; 网络收入达50亿美元, 同比增长56%, 环比大增64%。网络业务的高速增长得益于GB200系统中NVLink互联架构的拓展, 以及云服务商与消费互联网公司对AI以太网解决方案的持续采用。

游戏业务收入同比增长42%, 环比增长48%, 主要受益于Blackwell架构的强劲销售表现。专业可视化收入同比增长19%, 环比持平。年增长得益于Ada RTX工作站GPU在AI加速、实时图形渲染和数据模拟等关键工作流程中的广泛应用。汽车业务收入同比增长72%, 环比下降1%。年增长主要源自自动驾驶平台的持续销售。

尽管整体收入强劲, 英伟达本季度毛利率同比和环比均有所下降, 主要受与H20产品过剩库存和采购义务相关的45亿美元费用, 以及更复杂的数据中心系统初期部署成本影响。运营费用同比增长44%, 环比增长7%。同比增幅主要由员工人数增加、薪酬上升, 以及新产品开发带来的计算、基础设施和工程成本推动。环比增长则主要由于员工增长和薪酬上涨带来的工资和福利费用增加。

市场分析

现有市场

美国在2026财年第一季度的地域总收入中占比47%成为英伟达企业的最大客户来源地。新加坡在2026财年第一季度的地域总收入中占比20%, 根据客户开票地点。客户使用新加坡来集中开票。超过99%的向新加坡开票的受控数据中心计算收入来自美国客户的订单。2026财年和2025财年第一季度, 向美国以外客户的销售收入分别占总收入的53%和48%。

未来市场

英伟达加速布局欧洲, 拟建20座AI工厂, 联合德国电信打造工业智能云。

在近日举行的 GTC 大会上，英伟达 (NVIDIA) 首席执行官黄仁勋宣布，公司计划在欧洲新建 20 座“人工智能工厂”，并透露已在七个欧洲国家布局 AI 技术中心，以推动本地 AI 生态系统建设和协同研发。黄仁勋指出，这一系列举措有望在未来两年内使欧洲的 AI 算力增长 10 倍。

此外，英伟达与德国电信 (Deutsche Telekom) 于上周五联合宣布，将携手为德国乃至整个欧洲制造业打造一个面向工业场景的人工智能云服务平台。根据协议，英伟达将为该平台提供 1 万块 AI 芯片，而德国电信将负责基础设施建设，并承担数据中心运营、销售、安全管理及 AI 解决方案部署等职责。该项目的实施工作最早将于 2026 年启动。

这一系列战略决策表明，欧洲市场正成为英伟达未来业务扩张的关键战场。同时，随着中美科技政策趋于紧张、英伟达产品在中国市场的布局面临障碍，欧洲正逐步成为其开拓全球 AI 市场的重要替代方向。

行业分析

全球前十大 IC 设计公司全年营收合计达 2498 亿美元，同比增长 49%。其中，英伟达以 1243 亿美元的营收稳居榜首，占据前十总营收的一半，遥遥领先其他厂商，形成断层式优势。凭借 H100/H200 系列芯片在 AI 服务器市场的主导地位，英伟达营收同比大增 125%，成为行业增长的核心动力。其后续推出的 GB200 和 GB300 系列芯片有望进一步巩固其在 2025 年的市场领先地位。

目前 IC 设计行业呈现明显的头部效应，前五家公司就占了九成以上的总营收，英伟达一家更是占了半壁江山，基本形成了主导局面。AI 芯片门槛高，既烧钱又需要技术积累，新玩家很难挤进来，强者恒强的趋势越来越明显。

不过，中国地区的表现也值得关注。联发科、瑞昱、联咏这些台湾厂商继续稳定发挥，大陆的韦尔半导体也成功进入前十，说明中国在 IC 设计领域正在稳步追赶。随着更先进的制程推动 AI 算力提升，像 DeepSeek 这样的开源模型降低了成本，边缘设备和本地部署可能成为新一轮的爆发点。IC 设计的重心也在从拼硬件，转向“云-边-端”整体协同，未来会更注重生态布局。

潜在风险

2025 年 4 月 9 日，美国政府宣布，向中国（包括香港和澳门）及“D5”国家或其关联公司出口 H20 芯片（及任何在内存带宽、互连带宽或二者合计上达到 H20 级别的芯片）都必须取得出口许可。为此，英伟达在本财年第一季度计提了 45 亿美元的 H20 过剩库存和采购义务费用（原先预计更高），因为许可要求导致 H20 需求骤降。若无许可，该企业将无法在中国数据中心市场销售这些产品，可能会被完全排除在该市场之外，对收入和财务状况造成重大不利影响。

此前，美国政府于 2025 年 1 月发布了“人工智能扩散”临时最终规则 (IFR)，拟在全球范围对相关产品及其配套软件技术施加许可要求；但在 120 天后，该规则被宣布撤回，正在制定替代方案，其具体范围和影响尚不明朗，新限制或额外许可可能进一步损及的业务和业绩。

各国政府和监管机构正陆续对用于开发前沿基础模型和生成式 AI 的硬件、软件和系统施加限制。例如，欧盟《人工智能法案》将于 2024 年 8 月 1 日生效，并在两年过渡期后全面实施，可能影响英伟达在欧盟训练、部署或发布 AI 模型的能力。同时，美国部分州也正在制定或已出台相关法规，增加了合规成本，并可能限制 AI 模型的使用或部署。

中国政府对游戏时间和访问的限制，可能影响游戏业务收入；加强对数字平台企业的监管，也可能影响数据中心的收入。此外，中国可能鼓励本土采购或限制某些产品销售，例如限制使用美光产品的设备。同时，有机构提出在新建和改造数据中心中实施新的加速器性能标准。如果企业无法设计符合这些标准的产品，客户使用企业的数据中心产品可能会受限，进而对业务和财务产生重大不利影响。

总结

英伟达在2026财年第一季度继续保持强劲增长，AI业务推动营收与利润大幅上升，资本投入和库存增加反映出公司对未来市场的积极预期。尽管面临中美出口管制、欧盟AI法规等外部挑战，但公司通过加快全球布局、拓展欧洲市场，展现出应对风险与持续扩张的强大能力，稳定其在全球AI芯片领域的领先地位。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。