



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年09月02日

基础数据

8月29日收盘价(美元)	174.18
总市值(亿美元)	42,326
总股本(百万股)	24,300

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

- 【兴证海外 TMT】英伟达 (NVIDIA) FY25Q4 业绩点评: 业绩稳健增长, b200 出货超指引-2025.03.05
- 【兴证海外 TMT】英伟达 (NVIDIA) FY25Q3 业绩点评: Blackwell 指引上修, FY26H2 毛利率有望提升-2024.11.26
- 【兴证海外 TMT】英伟达 (NVIDIA) FY25Q2 业绩点评: 收入指引环比增速持平, Blackwell 出货延至 FY25Q4-2024.08.30

分析师: 洪嘉骏

S0190519080002  
BPL829  
hongjiajun@xyzq.com.cn

分析师: 许峰泷

S0190525070013  
请注意: 许峰泷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动。  
xufenglong@xyzq.com.cn

英伟达(NVDA.O)

2030 年 AI 基建市场有望达 3-4 万亿美元

投资要点:

- **FY26Q2 数据中心业绩不及预期。** FY26Q2 英伟达收入 467.43 亿美元(YoY+56%, QoQ+6%), Factset 一致预期为 460 亿美元, 其中, 数据中心收入 410.96 亿美元(YoY+56%, QoQ+5%), Factset 一致预期为 413 亿美元。Non-GAAP 毛利率 72.7% (YoY-3.0pcts, QoQ+11.7pcts), Non-GAAP 净利润 257.83 亿美元(YoY+52%, QoQ+30%), Factset 市场预期 245 亿美元。FY26Q3 公司收入指引中值 540 亿美元(不含 H20), Factset 市场一致预期为 523 亿美元。
- **Q2 未向中国客户交付 H20 产品, Q3 潜在收入 20-50 亿美元。** FY26Q2 数据中心计算产品收入环比下滑与 H20 相关, 本季度英伟达未向中国客户交付 H20 产品, 仅向非中国客户交付了价值 6.5 亿美元的订单。Q3 展望方面, 虽然公司基于政策不确定性尚未将 H20 收入计入指引, 但已经有部分中国客户获得许可证, 若顺利交付有望实现 20-50 亿美元收入, 此外, 公司不排除客户获得后续许可证并重新生产 H20 的可能性。
- **Blackwell 系列收入环比增长 17%, Rubin 按规划流片。** FY26Q2 新一代旗舰 AI 芯片 Blackwell 和 Blackwell Ultra 持续爬坡, 收入环比增长 17%, 此外, 产业链 7 至 8 月顺利过渡到 GB300 的生产工作, 每周 GB200、GB300 机柜产能达到 1000 台, 机柜爬坡进展顺利; 下一代平台 Rubin 方面, 管理层表示已在台积电完成首次试产, 进度符合规划。
- **数据中心网络强劲增长, Scale across 将继续推动 AI 网络需求。** FY26Q2 数据中心网络产品同环比高增, 其中, SpectrumX 以太网产品实现同环比两位数增长, 年化收入超过 100 亿美元, Infiniband 收入环比增长一倍, 主要受益于新品发布。中长期看, 除了服务器集群内部的 Scale up、Scale out 网络需求外, 公司预估 AI 工厂之间的网络连接 Scale across 也将逐步发展, 继续推动 AI 网络需求提升
- **投资建议:** 虽然短期内公司业绩受到地缘政治因素扰动, 但我们认为 AI agent 和物理 AI 等前沿 AI 技术正在持续推动 AI 应用复杂度提升, 并带动算力需求增长, AI 基建需求仍在强劲增长阶段, 公司预估 2030 年全球 AI 资本支出将达到 3-4 万亿美元。我们预估 FY26-28 营收分别为 2,133/2,893/3,274 亿美元, Non-GAAP 净利润分别为 1,128/1,568/1,804 亿美元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 1) AI 芯片订单持续性不及预期; 2) GB200 NVL72、先进封装、HBM 产能短缺或良率不及预期风险; 3) AI 算力出口管制升级

主要财务指标

财务年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万美元)	130,497	213,276	289,268	327,375
同比增长 (%)	114%	63%	36%	13%
Non-GAAP 净利润(百万美元)	74,266	112,772	156,845	180,376
同比增长 (%)	145%	51%	40%	15%
毛利率 (%)	75%	72%	73%	73%
Non-GAAP EPS(美元)	3.03	4.64	6.45	7.42
市盈率	57.4	37.5	27.0	23.5

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算  
注: FY2026=CY2025, 以此类推

**附表**
**资产负债表**

单位：百万美元

财务年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>80,126</b>	<b>188,209</b>	<b>339,041</b>	<b>514,326</b>
货币资金	8,589	111,828	252,368	425,466
交易性金融资产	34,621	34,621	34,621	34,621
存货	10,080	12,139	15,893	17,864
其他	26,836	29,622	36,159	36,375
<b>非流动资产</b>	<b>31,475</b>	<b>30,630</b>	<b>29,946</b>	<b>29,393</b>
固定资产	6,283	6,187	6,103	6,028
商誉与无形资产	5,995	5,246	4,647	4,167
其他	19,197	19,197	19,197	19,197
<b>资产总计</b>	<b>111,601</b>	<b>218,839</b>	<b>368,987</b>	<b>543,719</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,047</b>	<b>21,726</b>	<b>23,793</b>	<b>26,793</b>
短期借款	-	500	500	500
应付票据及应付账款	6,310	8,430	8,829	9,924
其他	11,737	12,797	14,463	16,369
<b>非流动负债</b>	<b>14,227</b>	<b>14,227</b>	<b>14,227</b>	<b>14,227</b>
长期借款	8,463	8,463	8,463	8,463
其他	5,764	5,764	5,764	5,764
<b>负债合计</b>	<b>32,274</b>	<b>35,953</b>	<b>38,020</b>	<b>41,020</b>
普通股	24	24	24	24
股东权益合计	79,327	182,886	330,967	502,699
<b>负债及权益合计</b>	<b>111,601</b>	<b>218,839</b>	<b>368,987</b>	<b>543,719</b>

**现金流量表**

单位：百万美元

财务年度	2025	2026E	2027E	2028E
归母净利润	72,880	110,128	154,651	178,301
<b>经营产生现金流量</b>	<b>64,089</b>	<b>110,768</b>	<b>148,578</b>	<b>181,135</b>
<b>投资产生现金流量</b>	<b>-20,421</b>	<b>-1,200</b>	<b>-1,200</b>	<b>-1,200</b>
<b>融资产生现金流量</b>	<b>-42,359</b>	<b>-6,330</b>	<b>-6,837</b>	<b>-6,837</b>
现金净变动	1,309	103,239	140,541	173,098
现金的期初余额	7,280	8,589	111,828	252,368
现金的期初余额	8,589	111,828	252,368	425,466

**利润表**

单位：百万美元

财务年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>130,497</b>	<b>213,276</b>	<b>289,268</b>	<b>327,375</b>
营业成本	32,639	60,695	79,464	89,318
研发费用	12,914	19,975	27,030	30,595
管理费用	3,491	5,245	6,516	7,376
<b>营业利润</b>	<b>81,453</b>	<b>127,361</b>	<b>176,259</b>	<b>200,086</b>
所得税	11,146	17,188	24,136	27,827
<b>GAAP 净利润</b>	<b>72,880</b>	<b>110,128</b>	<b>154,651</b>	<b>178,301</b>
<b>Non-GAAP 净利润</b>	<b>74,266</b>	<b>112,772</b>	<b>156,845</b>	<b>180,376</b>
<b>GAAP EPS(美元)</b>	<b>2.98</b>	<b>4.53</b>	<b>6.36</b>	<b>7.34</b>
<b>Non-GAAP EPS(美元)</b>	<b>3.03</b>	<b>4.64</b>	<b>6.45</b>	<b>7.42</b>

**主要财务比率**

财务年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	114%	63%	36%	13%
营业利润增长率	147%	56%	38%	14%
Non-GAAP 净利润增长率	145%	51%	40%	15%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	75%	72%	73%	73%
经营利润率	56%	52%	53%	54%
Non-GAAP 归母净利率	130%	52%	39%	15%
ROE	92%	60%	47%	35%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.9%	16.4%	10.3%	7.5%
流动比率	4.44	8.66	14.25	19.20
速动比率	1.96	6.51	12.13	17.24
<b>营运能力</b>				
资产周转率	244.6	278.9	365.8	501.8
<b>每股资料 (美元)</b>				
GAAP 每股收益	2.98	4.53	6.36	7.34
Non-GAAP 每股收益	3.03	4.64	6.45	7.42
每股经营现金	2.6	4.6	6.1	7.5
每股净资产	3.2	7.5	13.6	20.7
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE (基于 Non-GAAP EPS)	57.4	37.5	27.0	23.5
PS	32.7	19.8	14.6	12.9

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

注：FY2026=CY2025，以此类推

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC.、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zengry Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法

规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk