

买入

2025 年 9 月 3 日

Blackwell 与网络收入将提速，新增 600 亿回购计划

- 业绩摘要：**2026 财年 Q2 公司收入为 467 亿美元，同比增长 55.6%，高于 462 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 72.4%，环比增长 11.9ppts，高于彭博一致预期的 72.1%。毛利率的环比增长主要由于上季度毛利率受到 H20 的库存减值 45 亿美元的影响偏低。经营利润为 284 亿美元，同比增长 52.6%；经营利润率为 60.8%。GAAP 净利润 264 亿美元，同比增长 59.2%，净利率为 56.5%。GAAP 摊薄每股收益为 1.08 美元，高于彭博一致预期的 0.95 美元。Non-GAAP 摊薄每股收益为 1.05 美元，高于彭博一致预期的 1.01 美元。公司董事会于 8 月 26 日通过了额外 600 亿美元的无限期回购计划。
- GB200/300 出货顺利：**2026 财年 Q2 公司数据中心业务收入 411 亿美元，同比增长 56%。其中计算 GPU 收入 338.4 亿美元，同比增长 50%，Blackwell 贡献超 270 亿美元收入。公司在二季度开始批量出货 GB300，目前的每周生产率为 1000 台机架，预计三季度的产能将进一步提升。网络产品收入 72.5 亿美元，同比增长 98%。公司 CEO 黄仁勋预计到 2030 年，全球 AI 基础设施支出将达 3-4 万亿美元，驱动因素包括：推理型智能体 AI（需数量级更高的计算资源）、主权 AI 全球建设、企业 AI 渗透、物理 AI 与机器人技术兴起。
- H20 暂未贡献明显收入：**7 月下旬，美国政府开始审核向中国客户销售 H20 的许可证。有部分中国客户获得了许可证，但公司尚未根据这些许可证发货 H20。美国政府官员期望从 H20 销售中获得 15% 的收入，但美国政府尚未发布相关法规来明确这一要求。因此公司并未将 20-50 亿美元的 H20 可能营收入纳入三季度业绩指引。公司将继续倡导美国政府批准向中国出口销售 Blackwell 产品。
- 目标价 215 美元，买入评级：**微软、谷歌、亚马逊、Meta、甲骨文等企业业绩表现良好，同时对于 2026 年的资本开支指引同比增长近 30%；Blackwell 产品下半年大规模出货将推动公司业绩实现环比持续增长。我们采用 DCF 法对公司进行估值，由于美国即将进入降息周期，下调 WACC 至 8.5%，永续增长率为 4%，得出 215 美元的目标价，较现价有 25.89% 的上涨空间，买入评级。

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	半导体
股价	170.78 美元
目标价	215.00 美元 (+25.89%)
股票代码	NVDA
已发行股本	243.88 亿股
总市值	41580 亿美元
52 周高/低	86.61 美元/184.48 美元
每股净资产	4.11 美元
主要股东	Vanguard Group 9.15% BlackRock, Inc. 7.81% State Street 4.01% Fidelity Management & Research Co. 3.77% Jen-Hsun Huang 3.51%

盈利摘要

截至1月28日止财政年度	24财年历史	25财年历史	26财年预测	27财年预测	28财年预测
总营业收入（美元百万元）	60,922	130,497	211,973	279,982	321,721
变动	125.85%	114.20%	62.43%	32.08%	14.91%
净利润	29,760	72,880	110,140	151,831	175,194
GAAP 每股盈利（美元）	1.19	2.94	4.48	6.21	7.21
变动	584.87%	146.24%	52.34%	38.80%	16.12%
基于170.78美元的市盈率（估）	143.1	58.1	38.2	27.5	23.7
每股派息（美元）	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04
股息现价比	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

业绩摘要

本季度公司收入为 467 亿美元，高于彭博一致预期的 462 亿美元。

GAAP 摊薄每股收益为 1.08 美元，高于彭博一致预期的 0.95 美元

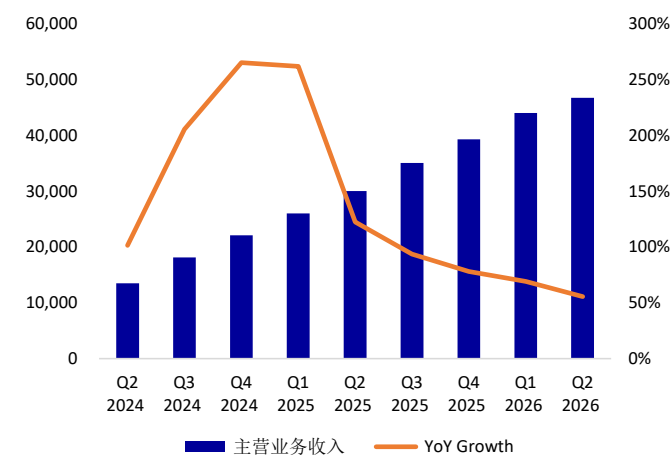
2026 财年 Q2 公司收入为 467 亿美元，同比增长 55.6%，高于 450 亿美元的公司指引与 462 亿美元的彭博一致预期。毛利率为 72.4%，环比增长 11.9ppts，高于公司指引中值的 71.8%和彭博一致预期的 72.1%。毛利率的环比增长主要由于上季度毛利率受到 H20 的库存减值 45 亿美元的影响偏低。

经营利润为 284 亿美元，同比增长 52.6%；经营利润率为 60.8%，去年同期为 62.1%。Non-GAAP 经营利润 302 亿美元，同比增长 51%。

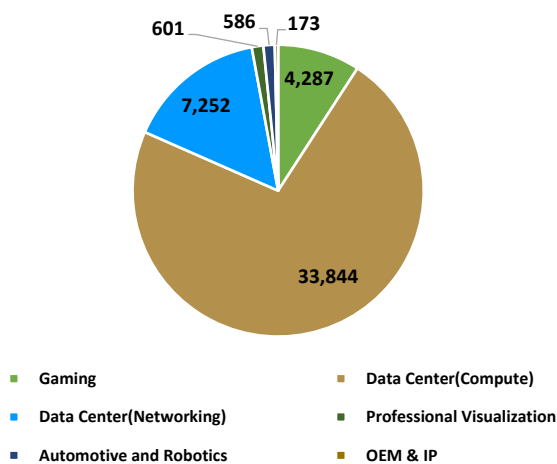
本季度公司 GAAP 净利润 264 亿美元，同比增长 59.2%，净利润率为 56.5%。GAAP 摊薄每股收益为 1.08 美元，高于彭博一致预期的 0.95 美元。Non-GAAP 净利润 258 亿美元，同比增长 52.1%，Non-GAAP 净利润率为 55.2%。Non-GAAP 摊薄每股收益为 1.05 美元，高于彭博一致预期的 1.01 美元。

本季度公司共产生自由现金流 135 亿美元，去年同期为 135 亿美元，利润的增长部分被公司为 Blackwell Ultra 各货所导致的营运资金增加所抵消。本季度公司共以回购及股息形式向股东返还 100 亿美元。同时公司董事会于 8 月 26 日通过了额外 600 亿美元的无限期回购计划。

图表 1： 季度收入及增速（百万美元）



图表 2： 季度分部收入（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

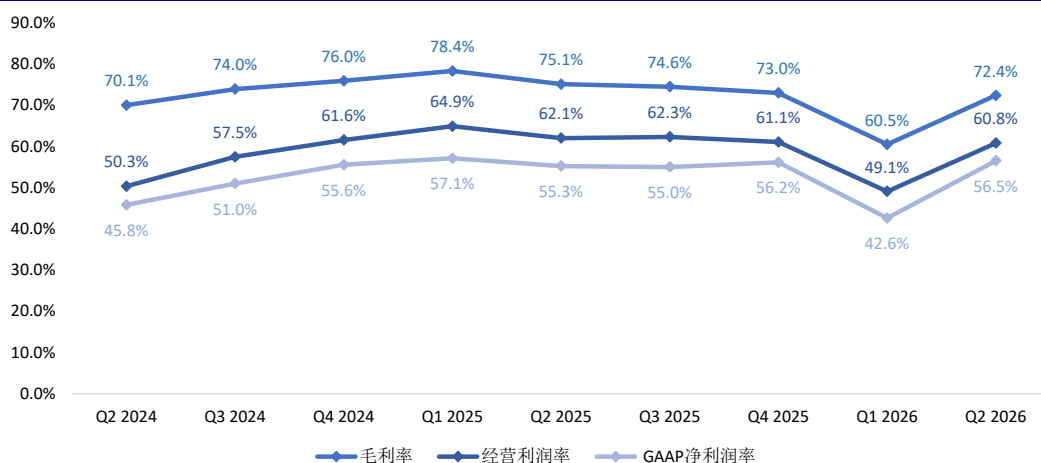
公司预计 2026 财年 Q3 的收入为 540 亿美元（YoY+54%）

公司对下季度收入指引中值为 540 亿美元，同比增长 53.9%，该预计不包含对中国销售 H20 的影响，高于彭博一致预期的 538 亿美元。GAAP 毛利率中值为 73.4%，高于一致预期的 73.2%。GAAP 经营开支为 59 亿美元。预计税率约为 16.5%。

公司在二季度开始批量出货 GB300，目前的每周生产率为 1000 台机架，预计三季度的产能将进一步提升。下一代 GPU 平台 Rubin 已经进入流片阶段，包括 Vera CPU、Rubin GPU、CX-9 SuperNIC、NVLink 144 级联交换等六款芯片。

7 月下旬，美国政府开始审核向中国客户销售 H20 的许可证。过去几周有部分中国客户获得了许可证，但公司尚未根据这些许可证发货 H20，本季度仅向非中国客户出售了价值 6.5 亿美元的 H20。美国政府官员期望从 H20 销售中获得 15% 的收入，但迄今为止，美国政府尚未发布相关法规来明确这一要求。因此公司并未将 20-50 亿美元的 H20 可能营收入纳入三季度业绩指引。公司将继续倡导美国政府批准向中国出口销售 Blackwell 产品。

图表 3： 季度毛利率、经营利润率与净利润率趋势



资料来源：公司资料，第一上海

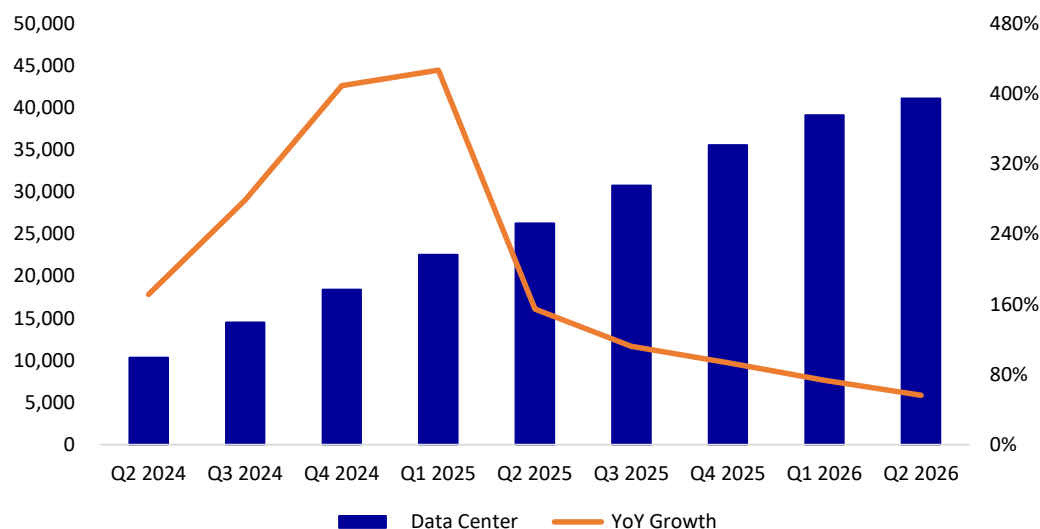
数据中心业务：Blackwell 与网络收入均大幅增长

Blackwell 季度收入超 270 亿

2026 财年 Q2 公司数据中心业务收入 411 亿美元，同比增长 56%。其中计算 GPU 收入 338.4 亿美元，同比增长 50%，Blackwell 贡献超 270 亿美元收入。GB200 系统目前广泛应用于 CSP 及消费互联网公司，用于训练和推理。RTX Pro 产品为基于 PCIe 的风冷系统，可无缝集成到标准 IT 环境中，已有近 90 家公司在采用 RTX Pro 服务器。

网络产品收入 72.5 亿美元，同比增长 98%。其中 IB 相关产品第二季度收入环比翻倍；以太网产品增长强劲，目前年化收入超过 100 亿美元。公司推出 Spectrum XGS 以太网，用于连接多数据中心，预计将 GPU 间通信速度提升一倍，CoreWeave 为初始客户。公司认为网络互联效率对于 GW 级数据中心非常重要，目前 NVLink 适用于横向扩展（Scale up），Spectrum X 和 InfiniBand 适用于纵向扩展（Scale out），而 Spectrum XGS 则适用于跨域扩展（Scale Across）。

图表 4： 数据中心业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

Blackwell 平台着重强调了互联能力的重要性，通过英伟达自身 NVLink 协议构建的 NVL72 等系统在 Scale Up 上远强于 PCI-E 协议，同时英伟达在 Scale Out 上也在持续布局 IB、以太网及光通信交换机。因此我们认为公司未来的销售将更多的来自系统级产品。英伟达数据中心业务将持续受益于基础设施的云化、传统计算向加速计算的转变及生成式 AI 技术的推理算力需求提升。我们认为：

1). GPU 的算力及 CUDA 对于主流 AI 框架的持续优化可以满足深度神经网络规模和复杂性的指数增长。2). 英伟达的全栈平台（芯片+网络+系统+软件）及开发者社区可以为多种不同框架提供良好的支持。从 TCO 上考虑英伟达产品优于对手产品。3). 目前的大模型对于分布式计算和网络带宽有较高需求，英伟达收购的迈络思为数据中心通信领域龙头，CPU、GPU 及 DPU 的协同效应带来系统级 Scale Out 提升。

公司预计 2030 年全基础设施支出达 3 万亿以上 公司 CEO 黄仁勋预计到 2030 年，全球 AI 基础设施支出将达 3-4 万亿美元，驱动因素包括：推理型智能体 AI（需数量级更高的计算资源）、主权 AI 全球建设、企业 AI 渗透、物理 AI 与机器人技术兴起。

同时，公司的软件业务将迎来较好的增长契机：公司通过 AI Enterprise 及 NIM（英伟达推理微服务）等软件服务，将市场空间由企业 Capex 扩展至企业的 Opex。

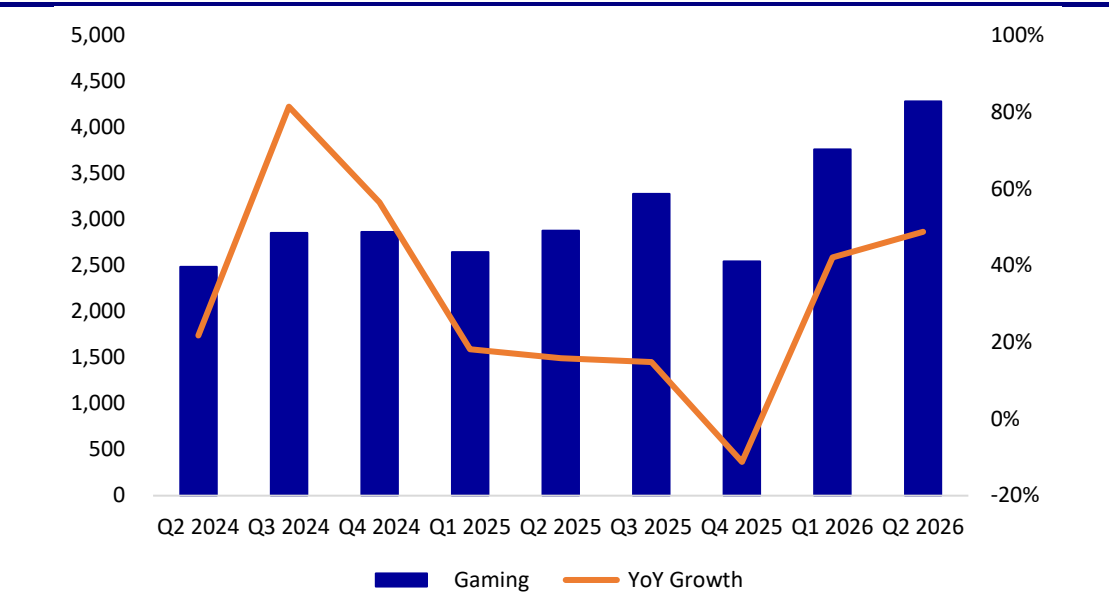
游戏及 AI PC 业务：RTX50 系列销量强劲

游戏业务收入同比增长 49%

2026 财年 Q2 公司游戏业务收入 42.9 亿美元，同比增长 49%，主要由于 RTX50 系列的大规模出货所带动。

本季度公司推出了 50 系列游戏卡的中端产品 RTX5060 及 RTX5060Ti，起售价 299 美元。目前有 175 款游戏支持 DLSS4 新特性。公司与 OpenAI 合作推出了为 RTX GPU 优化的最新开源权重模型。

图表 5： 游戏业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

专业可视化、汽车及机器人与 OEM 业务

本季度公司专业可视化业务收入 6 亿美元，同比增长 32%。主要受益于 Blackwell 架构产品在笔记本产品中销量的加速增长。

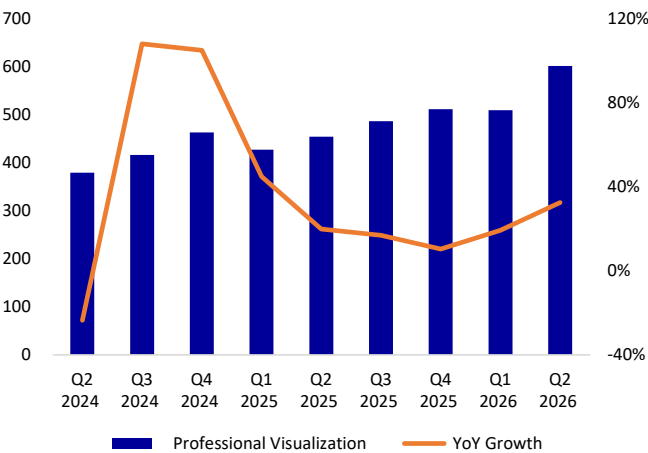
本季度公司发布了 RTX PRO 4000 SFF Edition 和 RTX PRO 2000。公司与西门子扩大合作关系，以实现未来制造工厂的数字化并为其赋能。动视暴雪使用 RTX 工作站来增强创意工作流程，而机器人创新企业 Figure AI 则借助 RTX 嵌入式 GPU 为其人形机器人提供动力。

本季度公司汽车业务收入 5.9 亿美元，同比增长 69%。主要得益于自动驾驶芯片的需求提升。

本季度 Orin 的下一代产品 Thor 芯片开始出货，同时公司推出正式版的 Jetson AGX Thor 开发者套件和生产模块，为各机器人提供算力支持。软件方面，公司发布了用于机器人开发的 Halos 全栈安全平台及新的 Cosmos 世界模型。

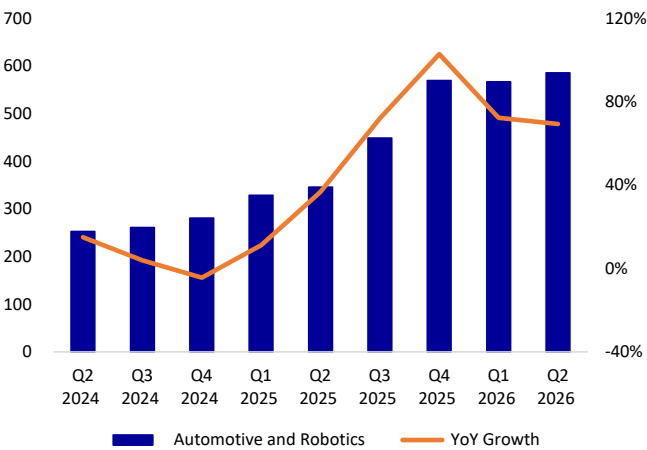
本季度公司 OEM 与 IP 业务收入 1.7 亿美元，同比增长 97%。

图表 6：专业可视化业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

图表 7：汽车及机器人业务收入及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海

目标价 215 美元，买入评级

公司未来三年预测收入 CAGR 为 35%，EPS CAGR 为 35% 微软、谷歌、亚马逊、Meta、甲骨文等企业业绩表现良好，同时对于 2026 年的资本开支指引同比增长近 30%；Blackwell 产品下半年大规模出货将推动公司业绩实现环比持续增长。但我们认为公司需要维持快速的产品研发及迭代以保证竞争力，因此利润率将不会有明显上升。我们预计 2026-2028 财年公司收入 CAGR 为 35.1%，GAAP EPS 的 CAGR 为 34.9%。

我们采用 DCF 法对公司进行估值，由于美国即将进入降息周期，下调 WACC 至 8.5%，永续增长率为 4%，得出 215 美元的目标价，较现价有 25.89% 的上涨空间，买入评级。

图表 8：DCF 估值

高速成长期					稳定成长期					永续期	
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(百万美元)											
CFO	103,548	150,368	182,828	208,163	228,715						
自由现金流量	99,665	145,902	177,915	203,005	223,299	243,396	262,868	281,269	298,145	313,052	325,574
自由现金流增长率		46.4%	21.9%	14.1%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%
折合至2025财年的现金流量	99,665	134,472	151,131	158,934	161,127	161,869	161,124	158,896	155,235	150,227	3,471,919
永续期折现值											7,524,376

WACC	8.5%
长期增长率	4.0%

估值	
现金流折现	4,964,599
减：净金融负债	-141,063
减：少数股东权益+合伙人权益	-184,842
股本价值	5,290,504
股本数量（预期）	24,607
DCF法之每股价值（美元）	215.00

资料来源：彭博，第一上海

风险因素

- 芯片市场竞争风险
- 越来越多的互联网科技企业和传统芯片厂商开始切入定制 AI 芯片赛道，对公司的市场份额虎视眈眈。谷歌、OpenAI、Meta、亚马逊等公司主要客户也在尝试自研芯片。若公司不能在市场竞争中保持 GPU 产品及 CUDA 的性能领先优势，可能对公司的增长造成重大影响。
- 技术路线风险
- GPU 的价格及功耗较高，如果 Transformer 的技术路线固定，可能出现大量在能耗比上更加优秀的 AISC 产品。从长远来看，如果公司不能及时优化产品的设计，可能丧失在训练市场的优势。
- 自动驾驶系统竞争风险
- 自动驾驶系统的技术方向目前还未完全定型。如果公司在竞争中输给对手，将失去自动驾驶芯片市场。如果特斯拉将自己的自动驾驶技术对外输出，也有可能对公司的解决方案形成较大的负面冲击。
- 中美关系风险
- 未来可能会有来自美国政府更多的更严格的禁运要求，进一步降低公司在华销售额。同时，中国将会采购更多自主可控的芯片产品。

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度截至1月26日											
	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2028财年		2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2028财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	60,922	130,497	211,973	279,982	321,721	盈利能力					
- 主营业务收入成本	16,621	32,639	61,492	74,823	85,435	毛利率 (%)	72.7%	75.0%	71.0%	73.3%	73.4%
毛利	44,301	97,858	150,481	205,159	236,285	EBITDA 利率 (%)	56.6%	63.8%	61.0%	63.6%	64.0%
营业开支	11,329	16,405	23,317	29,678	33,781	净利率 (%)	48.8%	55.8%	52.0%	54.2%	54.5%
销售总务及管理开支	2,654	3,491	4,663	5,320	6,113	营运表现					
研究和开发开支	8,675	12,914	18,654	24,358	27,668	销售及管理费用/收入 (%)	4.4%	2.7%	2.2%	1.9%	1.9%
营业利润	32,972	81,453	127,164	175,481	202,505	研发费用/收入 (%)	14.2%	9.9%	8.8%	8.7%	8.6%
- 利息支出	-609	-1,539	-3,180	-4,200	-4,826	实际税率 (%)	12.0%	13.3%	15.5%	15.5%	15.5%
- 营业外亏损净额	-237	-1,034	0	0	0	股息支付率 (%)	1.3%	1.1%	0.9%	0.6%	0.6%
税前利润	33,818	84,026	130,343	179,681	207,330	库存周转	3.1	3.1	4.0	3.3	3.3
- 所得税支出	4,058	11,146	20,203	27,851	32,136	应收账款天数	38.0	39.0	45.0	44.0	45.0
非常项目前收入	29,760	72,880	110,140	151,831	175,194	应付账款天数	43.0	44.0	44.0	43.0	39.0
净利润	29,760	72,880	110,140	151,831	175,194	财务状况					
普通股股东所得净利润	29,760	72,880	110,140	151,831	175,194	总负债/总资产	34.6%	28.9%	15.8%	9.5%	6.5%
折旧与摊销	3,509	4,401	6,488	9,171	12,447	收入/净资产	69.2%	91.9%	59.6%	45.4%	34.5%
EBITDA	34,480	83,317	129,251	178,165	205,780	经营性现金流/收入	46.1%	49.1%	48.8%	53.7%	56.8%
主营业务增长 (%)	125.9%	114.2%	62.4%	32.1%	14.9%	税前盈利对利息倍数	(55.5)	(54.6)	(41.0)	(42.8)	(43.0)
EBITDA 增长率 (%)	83.3%	58.6%	35.5%	27.5%	13.4%						
资产负债表						现金流量表					
	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2028财年		2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2028财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	7,280	8,589	97,270	232,195	399,139	+ 净利润	29,760	72,880	110,140	151,831	175,194
+ 短期投资	18,704	34,621	34,621	34,621	34,621	+ 折旧、摊销	1,508	1,864	2,087	2,683	3,275
+ 应收账款与票据	9,999	23,065	29,928	38,512	41,918	+ 其他非现金调整	544	-1,272	6,359	8,399	9,652
+ 库存	5,282	10,080	20,666	25,059	27,151	+ 非现金资本变动	-3,722	-9,383	-15,038	-12,545	-5,294
+ 其他流动资产	3,080	3,771	3,771	3,771	3,771	经营活动现金流量	28,090	64,089	103,548	150,368	182,828
总计流动资产	44,345	80,126	186,256	334,158	506,601	+ 固定资产变动	0	0	0	0	0
+ 长期投资与应收	—	—	—	—	—	+ 资本支出	-1,069	-3,236	-3,883	-4,466	-4,912
- 总固定资产	7,423	10,684	14,567	19,033	23,945	+ 长期净投资变动	-8,479	-15,380	0	0	0
- 累计折旧	3,509	4,401	6,488	9,171	12,447	+ 其他投资活动	-1,018	-1,805	0	0	0
+ 净固定资产	3,914	6,283	8,079	9,862	11,498	投资活动现金	-10,566	-20,421	-3,883	-4,466	-4,912
+ 其他长期资产	16,123	23,399	23,399	23,399	23,399	+ 已付股利	-395	-834	-984	-978	-971
总计长期资产	21,383	31,475	33,271	35,054	36,690	+ 债务(偿付)所得现金	0	0	0	0	0
总资产	65,728	111,601	219,527	369,211	543,291	+ 股本增加	403	490	0	0	0
+ 应付账款	9,381	18,047	20,458	20,890	21,095	+ 股本减少	-9,533	-33,706	-10,000	-10,000	-10,000
+ 短期借款	1,250	0	0	0	0	+ 其他融资活动	-4,108	-8,309	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0	融资所得现金	-13,633	-42,359	-10,984	-10,978	-10,971
总计流动负债	10,631	18,047	20,458	20,890	21,095	现金净增减	3,891	1,309	88,681	134,925	166,944
+ 长期借款	9,578	9,982	9,982	9,982	9,982	现金剩余	7,280	8,589	97,270	232,195	399,139
+ 其他长期负债	2,541	4,245	4,245	4,245	4,245						
总长期负债	12,119	14,227	14,227	14,227	14,227						
总负债	22,750	32,274	34,685	35,117	35,322						
总股东权益	42,978	79,327	184,842	334,094	507,969						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。