

黄仁勋深度访谈：解读英伟达“护城河”新维度

事件：近日，英伟达（NVDA.O）创始人兼首席执行官黄仁勋受邀出席「Bg2 Pod」双周对话节目。其间，黄仁勋就当前 AI 行业的竞争格局、英伟达的护城河以及与 OpenAI 的合作关系等进行了深度解读。

看好 AI 资本开支增长

在本次访谈中，黄仁勋仍对全球人工智能资本开支持续增长持乐观态度。他指出，若想实现人工智能为全球 GDP 贡献 10 万亿美元增量价值的目标，全球每年需投入约 5 万亿美元的资本开支，以支撑能够产生相应价值的海量 Token。这部分价值的创造机制已不再依赖传统软件，而是依赖于 AI 系统持续运转、处理海量数据的能力，背后亟需能够承载庞大算力需求的“AI 工厂”作为核心基础设施。目前，全球云厂商和科技巨头正全力抢占 AI 基础设施（AI Infra）这一战略制高点。

英伟达的护城河：比三年前“更宽”

面对近期市场对英伟达高增长的可持续性、竞争格局及“循环营收”的核心质疑，黄仁勋表示公司定位已从“芯片公司”彻底升维至“AI 基础设施提供商”，其长期增长建立在三大核心基石之上：1) 通用计算正不可逆转地向加速计算转移；2) AI 推理需求因“思考”模式而呈指数级叠加增长；3) 通过极致的软硬件协同设计与年度快速迭代，在单位能耗性能上建立绝对优势。关于竞争格局，黄仁勋指出，英伟达的竞争优势在于总拥有成本（TCO）。他认为，即使竞争对手的 ASIC 芯片免费提供，其整体系统在运营成本上依然无法与英伟达的解决方案抗衡。这是因为运营一个数据中心的土地、电力和基础设施成本可能高达 150 亿美元，而英伟达系统在部署时间、性能、利用率和灵活性上的综合优势，使得其总拥有成本仍为最低。

OpenAI：有望成为下一家万亿美元级超大规模公司

9 月 22 日，OpenAI 与英伟达共同宣布达成战略合作，计划部署总功率达 10 吉瓦的英伟达计算系统。为支持此次合作，英伟达计划向 OpenAI 投入高达 1000 亿美元的资金支持。黄仁勋在评论此次投资时明确指出，该决策是基于对 OpenAI 成为下一家万亿美元级超大规模公司的财务前景判断，与芯片采购并无捆绑。他认为，OpenAI 当前正在经历双重意义上的增长，即客户数量的指数级增长，以及 AI 计算量的指数级增长。

投资洞察

我们认为，英伟达的护城河已从 CUDA 软件生态，进一步扩展为“极致协同设计+年度迭代节奏+规模效应+TCO 优势”构成的多维度、系统级壁垒。竞争对手面临的已不是追赶一颗芯片，而是挑战一个庞大、复杂且高速进化的 AI 基础设施体系。公司正积极从硬件销售商转型为客户的“AI 基础设施合作伙伴”，提供从芯片、软件到系统集成的全栈能力。这种深度绑定关系将带来更高的客户黏性和更强的定价权。此外，访谈中提及的主权 AI 和即将宣布的“加速数据处理”，也预示着公司正不断拓展潜力巨大的新兴应用市场，有望进一步平滑其长期增长曲线。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）财富研究部整理

美国

科技

2025 年 9 月 29 日

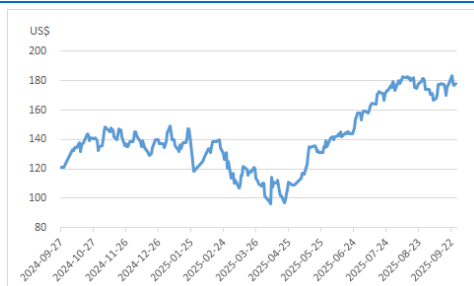
增持

收盘价（美元）	178.19
总市值/流通值（亿美元）	43,300/43,300
52 周最高	184.55
52 周最低	86.61
近 3 个月日均成交额（亿美元）	300.89

数据日期：2025 年 9 月 26 日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

英伟达近一年股价表现



数据日期：2025 年 9 月 26 日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

英伟达近一年相对股价走势



数据日期：2025 年 9 月 26 日

资料来源：万得，国信证券（香港）财富研究部整理

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对回报 (%)	(2.0)	13.0	46.8
相对纳指回报 (%)	(6.3)	2.1	22.7

数据日期：2025 年 9 月 26 日

资料来源：彭博，国信证券（香港）财富研究部整理

JING YI, CFA

SFC CE No.: BRQ314

+852 2899 6747

jessiejing@guosen.com.cn

访谈核心观点

➤ 重新定义 AI 需求天花板：三大定律驱动万亿级市场

黄仁勋在访谈中对华尔街关于“英伟达在 2027 年后增长将放缓”的共识预测作出了正面回应，其信心来源于对 AI 算力需求结构的重新审视。他认为，当前驱动行业发展的，已不仅是传统的“预训练”，而是**预训练（Pre-training）、后训练（Post-training，即强化学习）与推理（Inference）三大规模定律的并行叠加**。推理模式已从过去的“一次性作答”演进为“先深度思考再回答”。这种链式推理与多智能体协同的工作方式，预计将带来几何级数的算力需求增长，其潜力远超出当前市场的普遍预期。

同时，黄仁勋进一步阐释了支撑英伟达长期增长的三大核心动力：**1) 存量替换**。他认为，通用计算时代已经终结，全球范围内价值数万亿美元的、基于 CPU 的传统数据中心基础设施，正面临向 GPU 加速计算的全面技术换代；**2) 超大规模企业的业务转型**。现有的云巨头（如 Meta、Google、字节跳动等）其核心业务（如推荐引擎、搜索等）正从 CPU 迁移至 GPU 驱动的 AI 计算。仅这项业务底层的技术迁移，就构成了一个价值数千亿美元的市场；**3) 增强人类智能带来的增量市场**。黄仁勋提出，AI 将作为一种生产力工具，深度增强全球由人类智能所创造的约 50 万亿美元 GDP。他估算，其中约 10 万亿美元的经济活动将被 AI 增强，而支撑这部分价值，需要部署约 5 万亿美元的 AI 工厂基础设施作为资本开支。

➤ 护城河加宽：从“芯片”到“AI 工厂”的系统性壁垒

面对 ASIC（如 Google TPU）和其他竞争者的挑战，黄仁勋认为英伟达今天的护城河比三年前“更宽”，其核心在于公司已不再销售单一芯片，而是提供一个完整、持续进化的“AI 工厂”系统。

极致的协同设计构成系统级壁垒。英伟达不再依赖单方面的芯片突破，而是通过极致的协同设计，在算法、芯片、系统、软件、网络等全技术栈上同步创新。公司每年并行推进包括 GPU、CPU、NVLink、网络芯片在内的多颗芯片研发，并与软件栈深度耦合。从 Hopper 到 Blackwell 实现的 30 倍系统性能提升，正是此策略的成果，这是任何仅专注于单颗 ASIC 的竞争者难以企及的。

年度迭代节奏形成产业压制。通过 Blackwell、Rubin 的年度发布节奏，英伟达牢牢掌握了技术演进的主导权，迫使客户和供应链必须紧跟英伟达的路线图。这不仅锁定了未来数年的供应链产能（数千亿美元规模），也让竞争者在推出产品时即面临落后一代的窘境。

总拥有成本（TCO）的竞争优势。黄仁勋提出了一个关键论点：即使竞争对手的 ASIC 芯片免费，客户依然会选择英伟达。其核心逻辑在于，超大规模数据中心的运营受限于电力（Gigawatt），客户的核心目标是将有限的电力最大化地转化为营收。由于英伟达系统在“单位能耗产生的 Token”（Token per Watt）上拥有数量级优势，这意味着选择英伟达方案能在相同的电力消耗下，产生数倍乃至数十倍的业务收入。因此，放弃巨大的营收机会所带来的机会成本，远高于芯片本身的采购成本。芯片价格在此总账模型中被彻底重构。

➤ 战略投资与生态圈打法：回应“循环营收”与开放合作

驳斥“循环营收”质疑。黄仁勋在接受访谈时明确强调，英伟达对 OpenAI、CoreWeave、xAI 等公司的投资是独立的财务行为，与芯片销售完全剥离，旨在分享 AI 生态成长的红利。客户（如 OpenAI）的巨额采购订单是由其自身业务（用户和使用量的双重指数增长）和资本结构（股权、债务融资）支撑的真实需求，英伟达的投资并非前提条件。

生态开放与平台化战略。通过向英特尔等行业伙伴开放 NVLink Fusion 技术，并与英特尔达成涵盖数据中心与个人计算产品的合作，英伟达正从提供封闭系统转向构建开放的 AI 基础设施平台。这一策略允许合作伙伴（包括竞争对手）将自身优势产品（如英特尔 x86 CPU）接入由英伟达技术主导的“AI 工厂”生态，实现协同设计与性能提升。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: NASDAQ Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: NASDAQ Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：纳斯达克指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：纳斯达克指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体