

科技

收盘价

美元 202.89

目标价

美元 240.00个

潜在涨幅

+18.3%

2025 年 10 月 31 日

英伟达 (NVDA US)

GTC 宣布众多合作项目，今明两年五千亿市场机会

- ④ **宣布通信/量子计算/机器人等合作项目：**英伟达近期在华盛顿特区举办以面向客户和供应商为主的 GTC 大会。公司宣布与诺基亚合作 ARC (Aerial RAN computer) 项目，旨在 6G 时代打造软件定义的可编程的计算机/无线通信系统。具体合作主要对无线基站进行升级，做到 1) AI for RAN: 通过 AI 对空口通信进行效率提升；2) AI on RAN: 将 AI 算力部署到空口。之前公司宣布以 10 亿美元投资约 2.9% 诺基亚股票。我们认为“AI on RAN”对 AI 端侧部署至关重要。公司同时发布 NVQLink 系统，我们理解其核心类似之前 NVLink 系统，旨在连接 GPU 和不同类型的量子计算系统，并与 CUDA 一起打造量子计算生态系统。公司宣布已有 17 家量子计算公司，5 家控制器厂商和 9 家实验室参与项目。公司还宣布美国能源部超级计算机和机器人等项目。
- ④ **Blackwell/Rubin 2025/26 日历年或贡献 5000 亿美元收入：**管理层预测 Blackwell/Rubin 在 2025-26 年或共出货 2000 万片（已出货 600 万片），贡献 5000 亿美元订单收入。我们估算 Blackwell 2026 财年（2025 日历年）前三季度或出货 1000 亿美元左右，全年或在 1500 亿美元左右。由此推测在供应链充足情况下 2027 财年（2026 日历年）Blackwell/Rubin 出货或超 3000 亿美元，我们认为超市场预期。
- ④ **上调 2027/28 财年盈利预测，上调目标价到 240 美元：**考虑到公司 2026 年及之后的营收能见度进一步上升，我们认为人工智能基础设施的投资热潮或至少持续到 2026 年底。综合管理层表述，主要客户近期宣布众多合作项目，代工厂和存储芯片供应商对 2026 年的布局以及下游 CSP 对 2026 年资本支出等因素，我们上调英伟达 2027/28 财年收入预测至 2950/3271 亿美元。我们认为下游 2026 年需求或超过英伟达 2026 财年 2 季度业绩后的市场预期，但基于对供应链供货相对谨慎原则，我们对 2027 财年收入预测相对上文 3000+亿美元更加保守。我们预测 2027/28 财年毛利率维持在 75% 左右，并上调 2027/28 财年摊薄后 EPS 至 6.85/7.52 美元，维持买入评级，上调目标价到 240 美元，对应 35 倍 2027 财年市盈率。

财务数据一览

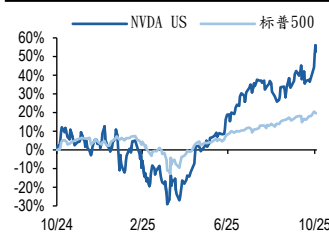
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万美元)	60,922	130,497	207,043	294,967	327,141
同比增长(%)	125.9	114.2	58.7	42.5	10.9
净利润(百万美元)	32,312	74,265	110,138	168,553	185,000
每股盈利(美元)	1.30	2.99	4.44	6.85	7.52
同比增长(%)	288.2	131.1	48.3	54.4	9.7
前EPS预测值(美元)				6.19	6.46
调整幅度(%)				10.8	16.5
市盈率(倍)	156.6	67.8	45.7	29.6	27.0
每股账面净值(美元)	1.72	3.20	5.63	9.45	12.26
市账率(倍)	117.74	63.44	36.02	21.46	16.54
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(美元)	207.04
52周低位(美元)	94.31
市值(百万美元)	4,930,227.00
日均成交量(百万)	176.88
年初至今变化(%)	51.08
200天平均价(美元)	159.96

资料来源：FactSet

王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com

(852) 3766 1867

童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com

(852) 3766 1804

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

对于股价的思考

相较于与 AI 强相关的半导体可比公司（包括 AMD（AMD US/买入），博通（AVGO US/未评级）），英伟达股价近期（2026 财年 2 季度业绩之后）表现相对较弱。我们认为对于行业中市占率较小的公司，短期内签署合作合同（主要都是与 OpenAI）或改善市场对于这些厂商 2026/27 年盈利能力的能见度。而英伟达则代表行业总体规模，其收入/盈利能见度或不能通过少数大客户订单直接决定，故股价近期涨幅相对较弱。这点符合我们之前预期。近期主要云服务厂商对于 2026 年资本开支做出非量化的指引，加上本次 GTC 管理层开始为之后收入作为更具体地描述，这无疑为投资者提供更好的 2026 年及之后的收入能见度。我们认为这或为股价提供催化。我们认为其他催化因素或来自中国内地市场之后的进展和与 ASIC 的竞争关系。对于近期高通参与 GPU 加速芯片，我们认为高通除芯片设计外，还需要经历系统，通信，软件等众多领域的挑战。投资者或可参考英伟达与高通在智驾芯片上的竞争关系。

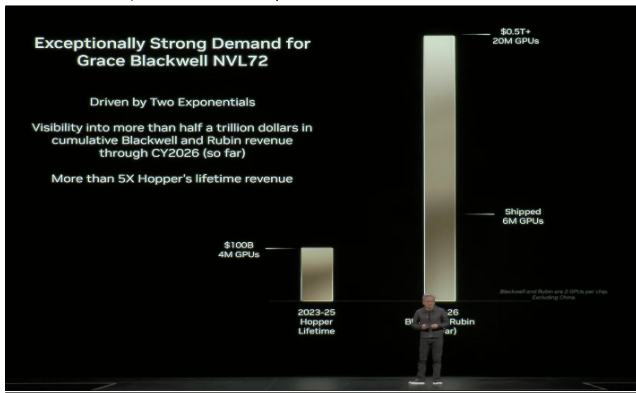
对于近期宣布的众多合作项目。**ARC**：我们认为按照之前规律，6G 标准最终确定或在 2028 年之后。考虑到现在进行的 3GPP Release 20 目前正处在标准学习过程且或持续到 2027 上半年，我们认为标准落地或比 2029 年更晚。但这不排除英伟达可以在这之前对 RAN（Radio Access Network）进行通信传输上的优化。对诺基亚（NOK US/未评级）来说这或可帮助其产品相对竞争对手（主要是爱立信）更有竞争优势。对于英伟达来说，一方面这或拓宽 GPU 的使用范围（试想在全球数以千万计的无线基站里都安装 GPU），一方面考虑到通信在 AI 基础设施中的重要性在增强，与诺基亚合作或增强 AI 基础设施的通信底层技术能力（管理层提到众多通信专利），同时增加 AI 的应用场景。**NVQLink**：我们注意到英伟达之前或已经在量子计算领域布局。此次发布 NVQLink 或是完善基于量子技术的通信传输，使得 GPU 与不同类型的量子计算更好连接。管理层强调量子的不稳定性，并强调纠错码技术在量子通信和计算中的重要意义。我们认为提升连接能力无疑对提升纠错效率有较大帮助。我们同时认为量子计算/量子通信或大大提升计算/通信效率，但量子技术依然存在成本过高，开发难度大（[见我们量子技术报告](#)）等问题。我们最近发现包括 AMD 在内的芯片公司纷纷正涉足量子计算领域，这从另一方面说明市场对高性能计算的需求旺盛，虽然使用量子技术解决算力不足问题或需要相对长的时间。

我们看到 2026 财年 2 季度之后公司现金资产超过 116 亿美元，证券资产近 452 亿美元。我们认为投资与 AI 相关的计算（量子计算）和通信（之前主要是光纤通信，与诺基亚合作为无线通信）或是相比现金分红和回购股票更好的长期回报股东方式。

关于公司提到的 2025/26 年 5000 亿美元的 Blackwell 和 Rubin 机会（一种理解是今明两年剩下五个季度一共 5000 亿美元，我们选择相对保守的理解方式），我们预测 Blackwell 在 2025 财年 4 季度（截至 2025 年 1 月）出货近 110 亿美元，2026 财年 1 季度之后 Blackwell 出货超过 Hopper，我们预测为 269 亿美元。我们认为 2025 日历年 Blackwell 总出货不应超过 1800 亿美元。由此推算 2026 日历年 Blackwell/Rubin 或超过 3200 亿美元收入，这大大高于市场之前的一致预期。在这种假设下，英伟达 2027 财年相对 2026 财年收入增长或在 50% 左右甚至更高。之前体量相对较小的博通曾经在 2025 年中提到 2026 年 AI 相关收入增速在 60% 以上。在这之后博通又宣布与 OpenAI 的合作项目以及第四个大客户，

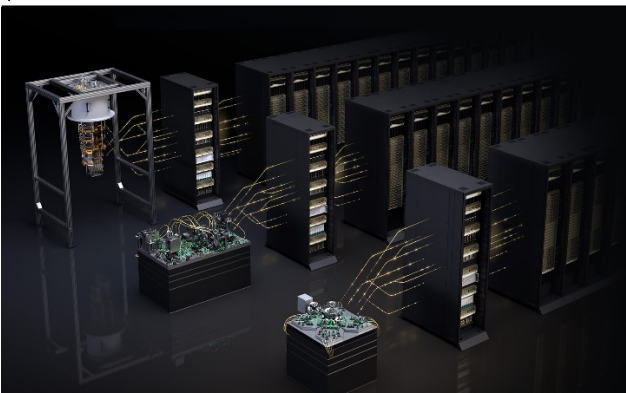
由此看博通 2026 年 AI 收入增速或高于 60%。我们认为作为体量更大的英伟达收入增速或略低于博通。我们同时认为，与 Blackwell 之前的部署相比，Rubin 在部署过程中已经积累了之前机架部署的经验，Rubin 部署或相较 Blackwell 更顺利。同时，我们看到包括亚马逊，META，谷歌等近期都表示 2026 年资本支出或继续（显著增长）。综合各方面因素，我们上调 2026/27 年英伟达收入预测，并认为之后或有进一步上调空间。

图表 1：英伟达预测 2025-26 年共计交付 2000 万片 Blackwell 和 Rubin 芯片



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：英伟达 NVQLink 系统连接 GPU 和量子计算机



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：英伟达盈利预测调整

百万美元	FY26E			FY27E			FY28E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	207,043	207,043	0%	294,967	269,112	10%	327,141	287,367	14%
毛利润	147,268	147,268	0%	220,093	200,758	10%	245,223	214,382	14%
营业利润	131,102	131,102	0%	198,925	179,590	11%	218,717	187,876	16%
净利润	110,138	110,138	0%	168,553	152,118	11%	185,000	158,785	17%
基本 EPS (美元)	4.44	4.44	0%	6.85	6.19	11%	7.52	6.46	17%
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	71.1%	71.1%	0.0	74.6%	74.6%	0.0	75.0%	74.6%	0.4
营业利润率	63.3%	63.3%	0.0	67.4%	66.7%	0.7	66.9%	65.4%	1.5
净利率	53.2%	53.2%	0.0	57.1%	56.5%	0.6	56.6%	55.3%	1.3

资料来源：彭博，交银国际预测

图表 4：英伟达 (NVDA US) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1810 HK	小米集团	买入	44.16	60.00	35.9%	2025 年 08 月 21 日	消费电子
TSM US	台积电	买入	303.22	360.00	18.7%	2025 年 10 月 17 日	晶圆代工
1347 HK	华虹半导体	买入	86.15	90.00	4.5%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	79.20	90.00	13.6%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	202.89	240.00	18.3%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	254.84	248.00	-2.7%	2025 年 10 月 08 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	132.35	180.00	36.0%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	75.31	76.00	0.9%	2025 年 10 月 30 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	415.50	430.00	3.5%	2025 年 09 月 01 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	300.04	280.00	-6.7%	2025 年 09 月 22 日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 10 月 31 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	60,922	130,497	207,043	294,967	327,141
主营业务成本	(16,621)	(32,639)	(60,392)	(75,514)	(82,568)
毛利	44,301	97,858	146,651	219,453	244,573
销售及管理费用	(2,654)	(3,491)	(4,520)	(5,386)	(6,547)
研发费用	(8,675)	(12,914)	(17,641)	(21,393)	(26,003)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	32,972	81,453	124,490	192,674	212,023
财务成本净额	609	1,539	2,332	2,800	2,800
其他非经营净收入/费用	237	1,034	2,056	0	0
税前利润	33,818	84,026	128,878	195,474	214,823
税费	(4,058)	(11,146)	(20,420)	(29,321)	(32,223)
净利润	29,760	72,880	108,458	166,153	182,600
作每股收益计算的净利润	29,760	72,880	108,458	166,153	182,600
Non-GAAP标准的净利润	32,312	74,265	110,138	168,553	185,000

资产负债表 (百万元美元)					
截至1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,280	8,589	37,076	94,239	131,998
有价证券	18,704	34,621	46,060	55,986	68,051
应收账款及票据	9,999	23,065	36,429	45,972	50,801
存货	5,282	10,080	12,428	15,920	18,154
其他流动资产	3,080	3,771	4,492	6,760	8,217
总流动资产	44,345	80,126	136,484	218,877	277,221
物业、厂房及设备	3,914	6,283	11,561	16,275	20,813
无形资产	6,888	7,788	10,046	12,210	13,726
其他长期资产	10,581	17,404	22,177	25,401	29,320
总长期资产	21,383	31,475	43,784	53,886	63,859
总资产	65,728	111,601	180,268	272,763	341,080
短期贷款	1,250	0	0	0	0
应付账款	2,699	6,310	9,850	10,998	11,258
其他短期负债	6,682	11,737	15,193	15,193	15,193
总流动负债	10,631	18,047	25,043	26,191	26,451
长期贷款	8,459	8,463	7,641	6,223	5,069
其他长期负债	3,660	5,764	7,886	7,886	7,886
总长期负债	12,119	14,227	15,527	14,109	12,955
总负债	22,750	32,274	40,570	40,300	39,406
股本	42,978	79,327	139,698	232,463	301,674
股东权益	42,978	79,327	139,698	232,463	301,674
总权益	42,978	79,327	139,698	232,463	301,674

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	33,818	84,026	128,878	195,474	214,823
折旧及摊销	1,508	1,864	2,648	2,862	3,037
营运资本变动	(3,722)	(9,383)	(7,668)	(11,888)	(6,803)
税费	(4,058)	(11,146)	(20,420)	(29,321)	(32,223)
其他经营活动现金流	544	(1,272)	(1,308)	1,004	1,120
经营活动现金流	28,090	64,089	102,131	158,131	179,955
资本开支	(1,069)	(3,236)	(6,909)	(7,576)	(7,576)
其他投资活动现金流	(9,497)	(17,185)	(11,338)	(11,104)	(12,396)
投资活动现金流	(10,566)	(20,421)	(18,247)	(18,680)	(19,972)
负债净变动	(1,250)	(1,250)	(825)	(1,417)	(1,154)
权益净变动	(9,130)	(33,216)	(45,888)	(69,884)	(109,884)
股息	(395)	(834)	(988)	(2,000)	(2,000)
其他融资活动现金流	(2,858)	(7,059)	(7,452)	(8,000)	(8,000)
融资活动现金流	(13,633)	(42,359)	(55,153)	(81,301)	(121,038)
年初现金	3,389	7,280	8,589	37,076	94,239
年末现金	7,280	8,589	37,076	94,239	131,998

财务比率					
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.193	2.938	4.379	6.756	7.424
全面摊薄每股收益	1.193	2.938	4.379	6.756	7.424
Non-GAAP标准下的每股收益	1.296	2.994	4.440	6.854	7.521
每股股息	0.016	0.034	0.040	0.081	0.081
每股账面值	1.723	3.198	5.632	9.453	12.265
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	75.0	70.8	74.4	74.8
净利率	48.8	55.8	52.4	56.3	55.8
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	53.0	56.9	53.2	57.1	56.6
盈利能力(%)					
ROA	45.3	65.3	60.2	60.9	53.5
ROE	69.2	91.9	77.6	71.5	60.5
ROIC	54.0	77.9	69.9	67.4	58.0
其他					
净负债权益比(%)	5.7	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	4.2	4.4	5.4	8.4	10.5
存货周转天数	114.6	85.9	68.0	68.5	75.3
应收账款周转天数	41.4	46.2	52.4	51.0	54.0
应付账款周转天数	42.7	50.4	48.8	50.4	49.2

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。