

半导体

英伟达：三季度业绩稳健，四季度指引有望缓解市场对 AI 泡沫的担忧

英伟达 (NVDA US, 未评级) 再次交出了超预期的季度业绩。公司三季度收入大幅增长至 570 亿美元，同比增长 62%，环比增长 22%，超出彭博一致预期/公司指引 3%/6%。公司本季度收入环比增加 100 亿美元，显著超出 40-50 亿美元的历史正常水平。Non-GAAP 毛利率为 73.6%，略低于彭博预期但小幅超出公司指引。毛利率环比提升 1.0 个百分点，主要得益于数据中心产品组合升级、交货周期缩短以及成本结构优化。管理层给出了强劲的四季度指引：预计收入将达到 650 亿美元，同比增长 65%，环比增长 14%，高于彭博预期的 620 亿美元。这意味着公司下季度将实现 80 亿美元的大幅环比增长。四季度 non-GAAP 毛利率指引为 75.0%，符合公司此前预计毛利率将在年底达到 75% 左右的目标。对于 2027 财年，管理层预计毛利率将持续维持在 75%。

值得注意的是，英伟达在多重挑战下仍交出了出色的业绩，例如：1) 受出口管制，中国市场的收入贡献几乎忽略不计；2) 市场对 AI 行业是否存在泡沫产生明显分歧；3) 电源、存储和数据中心基础设施等供应链限制持续加剧。我们认为，英伟达凭借出色的执行能力以及强劲的指引，显著缓解了市场对 AI 泡沫的担忧。我们对 AI 行业保持乐观，并预计 AI 供应链的表现将在 2026 年前持续跑赢大盘。我们重申对 [中际旭创](#) (300308 CH, 目标价：591 元人民币) 和 [生益科技](#) (600183 CH, 目标价：90 元人民币) 的“买入”评级。

■ **数据中心业务增长势头保持强劲，收入提升至 510 亿美元（同比增长 66%，环比增长 25%）。**其中计算收入（占数据中心收入的 84%）为 430 亿美元，主要受 GB300 产能爬坡的推动，目前该型号销量已超过 GB200。Blackwell 平台占据主导地位，约占计算业务销售额的 95%。Hopper 平台贡献了 20 亿美元的收入，而 H20 的销售额仅为 5,000 万美元，主要由于大量订单在地缘政治风险的影响下未能落实。网络业务同样呈现强劲的增长势头，收入增至 80 亿美元（同比增长 162%，环比增长 13%），得益于 NVLink 的大规模部署，以及 Spectrum-X 以太网和 Quantum-X InfiniBand 的双位数增长，反映行业向机架级协同系统的转变。

■ **澄清收入可见度。**管理层在业绩会上澄清了收入可见度，指出市场对 Blackwell 和 Rubin 平台在整个 2025 和 26 年间的潜在需求将超过 5,000 亿美元。值得注意的是，该数字尚未包含近期来自关键客户的需求，例如沙特阿拉伯的 AI 工厂订单（新增 40 至 60 万颗 GPU）和 Anthropic（标志着其首次采用英伟达架构），这两者均代表了数吉瓦规模的增量需求。

■ **Rubin 平台推进节奏符合预期；市场规模将达到万亿美元：**Rubin 平台仍将按计划于 2026 年下半年开始量产爬坡。展望未来，管理层预计到 2030 年，由英伟达引领的全球 AI 基础设施建设热潮的规模将达到 3-4 万亿美元。

■ **针对 AI 泡沫担忧的看法：**

- **对折旧的担忧：**管理层强调，Blackwell、Hopper 和 Ampere 架构目前均处于满负荷运转状态。这凸显了市场对其产品线的强劲需求，并有效反驳了近期关于 GPU 因闲置而产生折旧的观点。
- **库存增加：**尽管库存水平同比上升 128%，环比上升 32%，但我们认为库存增长是针对下游市场的爆炸性需求，以及保障对主要云厂商、企业和主权实体供应的战略性备货。这为 Blackwell 和 Rubin 平台在 2025 和 26 年期间超过 5,000 亿美元的收入可见度提供了产能支撑。管理层预计供不应求的情况将在未来 12-18 个月内持续。

优于大市
(维持)

中国 半导体 行业

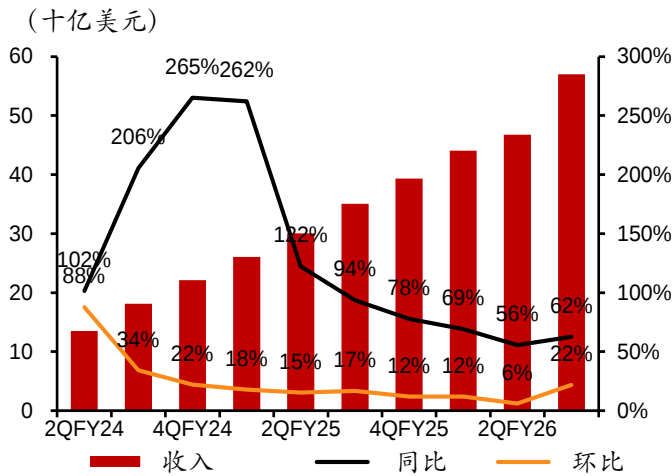
杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

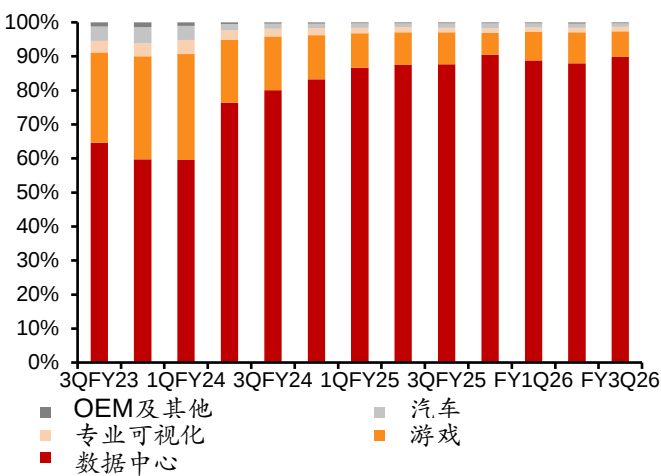
1. 半导体 - 印制电路板/覆铜板行业 - AI 驱动的上行周期：结构增长与格局分化- 20 Nov 2025 ([link](#))
2. 半导体 - CMOS 图像传感器行业 - 汽车与新兴应用领域驱动行业持续增长- 05 Nov 2025 ([link](#))
3. 半导体 - AI 基础设施投资持续增长；英伟达展望显示需求依然强劲- 29 Aug 2025 ([link](#))
4. 半导体 - 博通二季度业绩点评：业绩稳健，关注 AI 推理进展- 09 Jun 2025 ([link](#))
5. 半导体 - 主题投资与大趋势：海外云厂商一季度资本支出展现强劲韧性- 14 May 2025 ([link](#))
6. 半导体 - 美国关税对中国半导体行业影响- 04 Apr 2025 ([link](#))
7. 半导体 - 英伟达：四季度业绩及指引保持稳健；投资者仍关注公司在 26 财年后的增长驱动力- 28 Feb 2025 ([link](#))
8. 半导体 - AI 主题投资与大趋势：“星际之门”项目有望推动全球人工智能设施竞赛的进一步加速- 24 Jan 2025 ([link](#))
9. 半导体 - 台积电：AI 需求激增推动强劲的业绩和指引- 17 Jan 2025 ([link](#))
10. 半导体-英伟达三季度业绩回顾：预计明年 Blackwell 需求将保持强劲 - 22 Nov 2024 ([link](#))

图 1: 英伟达季度收入及同/环比增速



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场
注: 财年截至每年1月份

图 2: 英伟达季度收入 (按应用领域划分)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 3: 英伟达季度财务数据

百万美元	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26
收入	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331	44,062	46,743	57,006
... 同比	-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%	93.6%	77.9%	69.2%	55.6%	62.5%
... 环比	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%	12.0%	6.1%	22.0%
GAAP 毛利	4,648	9,462	13,400	16,791	20,406	22,560	26,171	28,723	26,668	33,853	41,849
... 毛利率	64.6%	70.1%	74.0%	76.0%	78.4%	75.1%	74.6%	73.0%	60.5%	72.4%	73.4%
GAAP 净利润	2,043	6,188	9,243	12,285	14,881	16,599	19,309	22,091	18,775	26,422	31,910
... 同比	26.3%	843.3%	1259.3%	768.8%	628.4%	168.2%	108.9%	139.0%	26.2%	59.2%	65.3%
... 环比	44.5%	202.9%	49.4%	32.9%	21.1%	11.5%	16.3%	14.4%	-95.8%	40.7%	20.8%
... 净利率	28.4%	45.8%	51.0%	55.6%	57.1%	55.3%	55.0%	56.2%	42.6%	56.5%	56.0%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 4: 英伟达季度业绩 vs. 彭博一致预期 & 公司指引

(百万美元)	3QFY25 公司数据	2QFY26 公司数据	3QFY26 公司数据	彭博预期	3QFY26 对比%	公司指引	对比%	3QFY26 彭博预期	4QFY26E 公司指引
收入	35,082	46,743	57,006	55,189	超出 3.3%	54,000	超出 5.6%	61,985	65,000
同比%	93.6%	55.6%	62.5%					76.7%	85.3%
环比%	16.8%	6.1%	22.0%					8.7%	14.0%
Non-GAAP 毛利率	75.0%	72.7%	73.6%	73.7%	符合预期	73.5%	超出 0.1 个百分点	74.6%	75.0%
Non-GAAP 每股收益	0.81	1.05	1.30	1.26	超出 3.3%			1.44	
同比%			60.5%	55.4%				71.2%	
环比%			23.8%	19.9%				10.5%	

资料来源: 公司资料, 彭博一致预期, 招银国际环球市场

注: Non-GAAP 毛利率和每股收益包含 H2O 相关费用, 该项在 2026 财年一、二、三季度分别为 45 亿美元、-1.8 亿美元及不具实质影响。

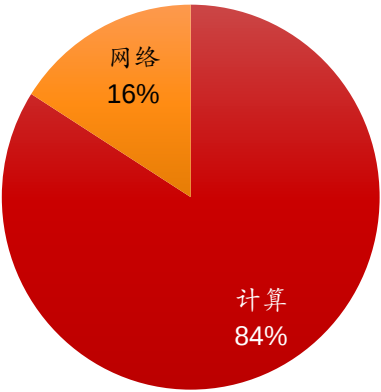
图 5: 英伟达季度财务数据 (按主营业务划分)

	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	FY1Q26	FY2Q26	FY3Q26
(百万美元)												
数据中心	3,616	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	35,580	39,112	41,096	51,215
同比		14.2%	171.2%	278.7%	409.0%	426.7%	154.5%	112.0%	93.3%	73.3%	56.4%	66.4%
环比	-5.7%	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%	15.6%	9.9%	5.1%	24.6%
%	59.8%	59.6%	76.4%	80.1%	83.3%	86.6%	87.5%	87.7%	90.5%	88.8%	87.9%	89.8%
计算		3,357	8,612	11,908	15,073	19,392	22,604	27,644	32,556	34,155	33,844	43,000
同比						477.7%	162.5%	132.1%	116.0%	76.1%	49.7%	55.5%
环比			156.5%	38.3%	26.6%	28.7%	16.6%	22.3%	17.8%	4.9%	-0.9%	27.1%
% 收入		46.7%	63.8%	65.7%	68.2%	74.5%	75.2%	78.8%	82.8%	77.5%	72.4%	75.4%
网络		927	1,711	2,606	3,331	3,171	3,668	3,127	3,024	4,957	7,252	8,215
同比						242.1%	114.4%	20.0%	-9.2%	56.3%	97.7%	162.7%
环比			84.6%	52.3%	27.8%	-4.8%	15.7%	-14.7%	-3.3%	63.9%	46.3%	13.3%
% 收入		12.9%	12.7%	14.4%	15.1%	12.2%	12.2%	8.9%	7.7%	11.3%	15.5%	14.4%
游戏	1,831	2,240	2,486	2856	2865	2647	2,880	3,279	2544	3763	4287	4265
同比		-38.1%	21.7%	81.4%	56.5%	18.2%	15.8%	14.8%	-11.2%	42.2%	48.9%	30.1%
环比	16.3%	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%	-22.4%	47.9%	13.9%	-0.5%
%	30.3%	31.1%	18.4%	15.8%	13.0%	10.2%	9.6%	9.3%	6.5%	8.5%	9.2%	7.5%
专业可视化	226	295	379	416	463	427	454	486	511	509	601	760
同比		-52.6%	-23.6%	108.0%	104.9%	44.7%	19.8%	16.8%	10.4%	19.2%	32.4%	56.4%
环比	13.0%	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%	5.1%	-0.4%	18.1%	26.5%
%	3.7%	4.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
汽车	294	296	253	261	281	329	346	449	570	567	586	592
同比		114.5%	15.0%	4.0%	-4.4%	11.1%	36.8%	72.0%	102.8%	72.3%	69.4%	31.8%
环比	17.1%	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%	26.9%	-0.5%	3.4%	1.0%
%	4.9%	4.1%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.0%
OEM 及其他	84	77	66	73	90	78	88	97	126	111	173	174
同比		-51.3%	-52.9%	0.0%	7.1%	1.3%	33.3%	32.9%	40.0%	42.3%	96.6%	79.4%
环比	15.1%	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%	29.9%	-11.9%	55.9%	0.6%
%	1.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
收入	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331	44,062	46,743	57,006
同比%		-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%	93.6%	77.9%	69.2%	55.6%	62.5%
环比%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%	12.0%	6.1%	22.0%

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

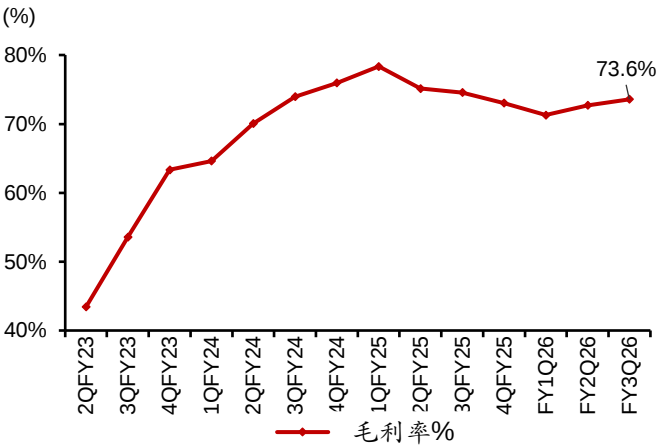
2026 财年三季度数据中心收入拆分: **计算业务占 84%** (430 亿美元, 同比增长 55.5%, 环比增长 27.1%), **网络业务占 16%** (82 亿美元, 同比增长 162.7%, 环比增长 13.3%)。根据管理层指引, 英伟达 2026 财年第四季度的 non-GAAP 毛利率预计将达到 75.0% (GAAP 毛利率预计为 74.8%)。

图 6: 英伟达数据中心收入拆分 (3QFY26)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 7: 英伟达 non-GAAP 毛利率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: Non-GAAP 毛利率和每股收益包含 H2O 相关费用, 该项在 2026 财年—1.8 亿美元及不具实质影响。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。