

科技	收盘价	目标价	潜在涨幅
	美元 180.64	美元 245.00个	+35.6%

2025 年 11 月 21 日

英伟达 (NVDA US)

业绩和指引均超预期，可持续性和供应链依然是焦点

④ 收入指引均超预期，GB300 占超三分之二 Blackwell 收入：FY3Q26 营收/Non-GAAP（下同）EPS 分别为 570 亿/1.30 美元，均超市场及我们预期，毛利率 73.6%符合预期。数据中心收入中，计算/网络分别为 430.3/81.9 亿美元。网络收入按年增 162%，管理层称公司网络业务为全球最大 AI 网络系统。管理层称 Hopper 系列收入为 20 亿美元左右，H20 则为 5,000 万美元。我们测算 Blackwell 及相关网络产品在数据中心总收入占比或超 95%。管理层称产品主力已顺利过渡到 GB300 机柜解决方案上，出货量占超 Blackwell 总出货量的三分之二。管理层指引 FY4Q26 收入 650 亿美元（+/-2%），远超过市场/我们预期。管理层指引 FY4Q26 毛利率 75%（+/-50bps），与年初指引一致。

④ 重申 CY25/26 Blackwell/Rubin 或贡献 5,000 亿美元收入，毛利率或继续保持在 75%左右：管理层重申 GTC 对于今明两年 Blackwell/Rubin 合计 5,000 亿美元的收入指引，并称或存在进一步上行的可能性。我们认为，来自主权 AI 等需求或进一步推升需求。管理层认为虽然存在供应链涨价等问题，但会继续努力保持 FY27 毛利率在 75%的水平。管理层未更新 Rubin 的进度，我们维持 Rubin 在 2H26 上市的预测，并认为上市初期毛利率或短暂下跌，但 FY27 全年毛利率或回到 75%左右。我们认为，短期指引超预期固然对股价有正面作用，但投资者主要关注点依然在 CY26 及之后的需求可持续性以及供应链可否满足需求上。我们对此持积极态度，并看好人工智能 2026 年的投资前景。

④ 上调 FY26/27/28 盈利预期：考虑到 FY4Q26 超过我们预期，我们上调 FY26/27/28 收入预测到 2,138/3,044/3,554 亿美元（前值 2,070/2,950/3,271 亿美元）。考虑到管理层对于供应链保障的积极表述，和对 FY27 毛利率 75%的指引，上调 FY26/27/28 Non-GAAP 毛利率预测到 71.4%/75.0%/75.1%（前值 71.1%/74.6%/75.0%），相应上调 FY26/27/28 EPS 预测到 4.64/7.01/8.15 美元（前值 4.44/6.85/7.52 美元），维持之前 35 倍 FY27 市盈率估值不变，上调目标价到 245 美元，维持买入评级。

财务数据一览

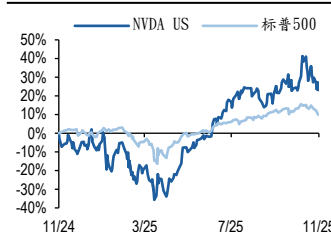
年结1月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万美元)	60,922	130,497	213,820	304,389	355,413
同比增长(%)	125.9	114.2	63.9	42.4	16.8
净利润(百万美元)	32,312	74,265	115,024	172,473	200,487
每股盈利(美元)	1.30	2.99	4.64	7.01	8.15
同比增长(%)	288.2	131.1	54.9	51.2	16.2
前EPS预测值(美元)			4.44	6.85	7.52
调整幅度(%)			4.4	2.3	8.4
市盈率(倍)	139.4	60.3	39.0	25.8	22.2
每股账面净值(美元)	1.72	3.20	5.71	9.36	12.34
市账率(倍)	104.82	56.48	31.62	19.30	14.63
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1

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)	4,389,552.00
日均成交量(百万)	336.22
年初至今变化(%)	34.51
200天平均价(美元)	168.49

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>

股价思考

我们认为，短期指引超预期对股价有正面作用，但与之前 AMD (AMD US/买入) 和博通 (AVGO US/买入) 情况相似，市场/投资者更关心的问题包括：

- 1) 大规模投资是否存在泡沫，终端变现进度是否可以跟得上资本开支上升？
- 2) 供应链可否跟上订单需求，产业链原材料涨价对公司利润影响几何？
- 3) 公司现金流大幅上涨后的主要用途，是否存在 AI 投资过度金融化的问题？

关于 AI 是否存在泡沫的问题，管理层再次重申在摩尔定律减缓的大背景下三大计算平台制式的变化，即 1) 通用 CPU 到 GPU 加速芯片的转变；2) 传统机器学习应用算法到内容生成算法的转化；3) AI 智能体 (Agentic AI) 的兴起。我们认为，不少投资者在衡量 AI 投资是否存在泡沫的问题上一般站在中短期财务投资回报的角度。而公司管理层多次的解释都站在技术长期发展和计算制式变化战略的角度。我们认为，从现阶段看，AI 基础设施建设的投资者或更接近公司管理层的角度。我们同时相信云服务商所说的下游对云的需求依然供不应求的情况真实存在，算力设施依然是 AI 发展的瓶颈之一。从这个角度看，我们认为 AI 相关交易或在 2026 年继续；

关于供应链问题，我们认为供应链紧张和涨价对于英伟达等头部企业的影响要小于其他企业。一方面，英伟达作为存储器/先进制程代工的最大客户之一，供应商与之关系是长期/战略性的，且在涉及先进制程的问题上，供应链安全影响巨大。公司提到台积电已在美国亚利桑那州下线 Blackwell 系统产线。公司在供应商处保供优先级高；另一方面，公司毛利率水平在行业处于领先地位，同时收入增长加大公司经营杠杆，毛利率风险可控；

对于 AI 交叉/循环投资的问题。我们认为很大一部分市场担心来自 OpenAI 的数十 GW 的 AI 投入。公司提到每 GW 的 AI 基础设施建设或对应到 Hopper 系统收入为 200-250 亿美元，Blackwell 系统收入为 300+亿美元，而 Rubin 系统或更高。我们注意到，我们对于 AMD 和博通的 2026/27 年收入预测中来自 OpenAI 的贡献均小于 200 亿美元。我们认为对于来自 OpenAI 之后的收入，卖方一致预期仅对应约 1GW 以下。市场仅计入很小部分 OpenAI 收入。另外，管理层同时提到目前大型 CSP 资本开支基本来自自身经营现金。

从短期看，公司指引或让市场重拾信心。FY1Q26 之前，公司保持每季度较上季度收入环比上升 40-45 亿美元的节奏，FY2Q26/3Q26 出现短暂扰动。若公司 FY4Q26 实现收入 660 亿美元（指引 650 亿美元），这将比三个季度前的（FY1Q26）440 亿美元增长近 220 亿美元，平均每季度增长超 70 亿美元，快于 FY1Q26 之前七个季度的节奏。

图表 1：英伟达 FY3Q26 业绩及 FY4Q26E 指引

FY3Q26 业绩			交银国际						
实际	指引	差异	预测	差异	FY3Q25	同比			
收入（百万美元）	57,006	54,000	6%	55,005	4%	35,082	62%		
Non-GAAP 毛利率	73.6%	73.5%	0.1ppt	73.7%	-0.1ppt	75.0%	-1.4ppt		
Non-GAAP EPS（美元）	1.30			1.21	7%	0.81	61%		
FY4Q26E 指引			交银国际						
最低	最高	中位数	新预测	差异	FY4Q25	同比			
收入（百万美元）	63,700	66,300	65,000	66,009	(3%)	39,331	65%		
Non-GAAP 毛利率	74.5%	75.5%	75.0%	75.5%	-0.5ppt	73.5%	1.5ppt		
FY4Q26E			FY2026E			FY2027E			
交银国际预测	前预测	新预测	差异	前预测	新预测	差异	前预测	新预测	差异
收入（百万美元）	61,234	66,009	8%	207,043	213,820	3%	294,967	304,389	3%
Non-GAAP 毛利率	75.0%	75.5%	0.5ppt	71.1%	71.4%	0.2ppt	74.6%	75.0%	0.3ppt

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2：英伟达盈利预测调整

百万美元	FY2026E			FY2027E			FY2028E		
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异
营业收入	213,820	207,043	3%	304,389	294,967	3%	355,413	327,141	9%
毛利润	152,600	147,268	4%	228,174	220,093	4%	266,972	245,223	9%
营业利润	135,966	131,102	4%	204,885	198,925	3%	237,888	218,717	9%
净利润	115,024	110,138	4%	172,473	168,553	2%	200,487	185,000	8%
摊薄 EPS（美元）	4.64	4.44	4%	7.01	6.85	2%	8.15	7.52	8%
利润率									
毛利率	71.4%	71.1%	0.2ppt	75.0%	74.6%	0.3ppt	75.1%	75.0%	0.2ppt
营业利润率	63.6%	63.3%	0.3ppt	67.3%	67.4%	-0.1ppt	66.9%	66.9%	0.1ppt
净利率	53.8%	53.2%	0.6ppt	56.7%	57.1%	-0.5ppt	56.4%	56.6%	-0.1ppt

资料来源：交银国际预测

图表 3：英伟达 (NVDA US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：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	37.70	50.00	32.6%	2025 年 11 月 20 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	78.00	91.00	16.7%	2025 年 11 月 07 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	277.50	360.00	29.7%	2025 年 10 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	73.50	90.00	22.4%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
NVDA US	英伟达	买入	180.64	245.00	35.6%	2025 年 11 月 21 日	半导体设计
AVGO US	博通	买入	346.82	425.00	22.5%	2025 年 11 月 17 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	206.02	275.00	33.5%	2025 年 11 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	118.55	180.00	51.8%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	69.00	76.00	10.1%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	405.00	500.00	23.5%	2025 年 11 月 04 日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 11 月 20 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	213,820	304,389	355,413
主营业务成本	(16,621)	(32,639)	(61,795)	(76,855)	(89,092)
毛利	44,301	97,858	152,025	227,534	266,322
销售及管理费用	(2,654)	(3,491)	(4,454)	(5,235)	(6,363)
研发费用	(8,675)	(12,914)	(18,161)	(23,422)	(28,470)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	32,972	81,453	129,411	198,877	231,489
财务成本净额	609	1,539	2,045	2,000	2,000
其他非经营净收入/费用	237	1,034	3,419	0	0
税前利润	33,818	84,026	134,875	200,877	233,489
税费	(4,058)	(11,146)	(20,168)	(28,324)	(32,922)
净利润	29,760	72,880	114,707	172,553	200,567
作每股收益计算的净利润	29,760	72,880	114,707	172,553	200,567
Non-GAAP标准的净利润	32,312	74,265	115,024	172,473	200,487

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	31,993	86,895	127,352
有价证券	18,704	34,621	49,613	60,305	73,301
应收账款及票据	9,999	23,065	38,665	47,246	53,957
存货	5,282	10,080	13,119	16,530	19,466
其他流动资产	3,080	3,771	3,522	5,300	6,442
总流动资产	44,345	80,126	136,912	216,276	280,518
物业、厂房及设备	3,914	6,283	10,655	14,038	17,226
无形资产	6,888	7,788	10,245	12,472	14,077
其他长期资产	10,581	17,404	26,082	29,176	32,937
总长期资产	21,383	31,475	46,981	55,686	64,240
总资产	65,728	111,601	183,893	271,962	344,758
短期贷款	1,250	0	999	999	999
应付账款	2,699	6,310	8,919	9,859	10,268
其他短期负债	6,682	11,737	16,452	16,452	16,452
总流动负债	10,631	18,047	26,370	27,310	27,719
长期贷款	8,459	8,463	7,095	5,779	4,707
其他长期负债	3,660	5,764	8,708	8,708	8,708
总长期负债	12,119	14,227	15,803	14,487	13,415
总负债	22,750	32,274	42,173	41,796	41,134
股本	42,978	79,327	141,720	230,165	303,624
股东权益	42,978	79,327	141,720	230,165	303,624
总权益	42,978	79,327	141,720	230,165	303,624

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	134,875	200,877	233,489
折旧及摊销	1,508	1,864	2,793	3,165	3,359
营运资本变动	(3,722)	(9,383)	(10,214)	(11,053)	(9,238)
税费	(4,058)	(11,146)	(20,168)	(28,324)	(32,922)
其他经营活动现金流	544	(1,272)	(549)	1,748	1,717
经营活动现金流	28,090	64,089	106,737	166,413	196,406
资本开支	(1,069)	(3,236)	(6,395)	(6,548)	(6,548)
其他投资活动现金流	(9,497)	(17,185)	(17,726)	(11,857)	(13,323)
投资活动现金流	(10,566)	(20,421)	(24,121)	(18,405)	(19,871)
负债净变动	(1,250)	(1,250)	(373)	(1,316)	(1,072)
权益净变动	(9,130)	(33,216)	(48,810)	(75,728)	(115,728)
股息	(395)	(834)	(981)	(3,000)	(6,000)
其他融资活动现金流	(2,858)	(7,059)	(8,907)	(12,000)	(12,000)
融资活动现金流	(13,633)	(42,359)	(59,071)	(92,044)	(134,800)
年初现金	3,389	7,280	8,589	31,993	86,895
年末现金	7,280	8,589	31,993	86,895	127,352

财务比率					
年结1月29日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(美元)					
核心每股收益	1.193	2.938	4.631	7.017	8.154
全面摊薄每股收益	1.193	2.938	4.631	7.017	8.154
Non-GAAP标准下的每股收益	1.296	2.994	4.637	7.013	8.151
每股股息	0.016	0.034	0.040	0.122	0.244
每股账面值	1.723	3.198	5.714	9.359	12.344
利润率分析(%)					
毛利率	72.7	75.0	71.1	74.8	74.9
净利率	48.8	55.8	53.6	56.7	56.4
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
净利率	53.0	56.9	53.8	56.7	56.4
盈利能力(%)					
ROA	45.3	65.3	62.4	63.4	58.2
ROE	69.2	91.9	80.9	75.0	66.1
ROIC	54.0	77.9	72.8	70.5	63.3
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	5.2	7.9	10.1
存货周转天数	114.6	85.9	68.5	70.4	73.7
应收账款周转天数	41.4	46.2	52.7	51.5	52.0
应付账款周转天数	42.7	50.4	45.0	44.6	41.2

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、山东快驴科技发展股份有限公司、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、上海挚达科技发展股份有限公司、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。