

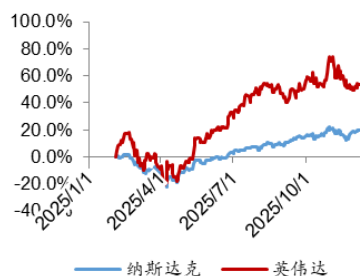
财报及指引全面超预期，GB300 快速放量

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-12-08

收盘价（美元）	181.46
近 12 个月最高/最低（美元）	212.2/86.6
总股本（百万股）	24,300
流通股本（百万股）	24,300
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	44095
流通市值（亿美元）	44095

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵浦轩

执业证书号：S0010525100002

邮箱：zhaopuxuan@hazq.com

相关报告

1. 英伟达 CY24Q4 点评：收入、指引表现稳健，Blackwell 需求强劲
2025-03-07

1. 英伟达 C3Q24 点评：Blackwell 产量改善，有望成为 26 财年的主要驱动力
2024-11-29

主要观点：

● FY26Q3 业绩及 FY26Q4 指引

公司 FY26Q3 营收 570.1 亿美元（彭博一致预期 551.9 亿美元），同比增长 62%，环比增长 22%；Non-GAAP 毛利率 73.6%，同比下滑 1.4pts，环比提升 0.9pts，Non-GAAP 净利润 317.7 亿美元，同比增长 59%，环比增长 23%；

在不考虑中国地区收入的情况下，公司 FY26Q4 收入指引为 650 亿美元（ $\pm 2\%$ ），按中位数计算环比增长 14%，预计 Non-GAAP 毛利率 75.0%（ ± 50 个基点），公司仍努力在 FY2027 将毛利率保持在 75% 左右。

● 数据中心业务快速增长，GB300 产品过渡顺利

得益于加速计算、AI 大模型以及 agentic AI 应用的旺盛需求，FY26Q3 公司数据中心营收达 512.2 亿美元，同比增长 66%，环比增长 25%；数据中心计算业务收入 430.3 亿美元，同比增长 56%，环比增长 27%，公司在 FY26Q3 业绩会表示，Hopper 产品收入约为 20 亿美元，H20 产品销售额约为 0.5 亿美元，Blackwell Ultra 过渡非常顺利，Q3 GB300 贡献了 Blackwell 总收入的三分之二左右；网络业务收入 81.9 亿美元，同比增长 162%，环比增长 13%，主要得益于 XDR InfiniBand、NVLink 以及以太网 AI 解决方案的推动。

● 其他业务

FY26Q3，公司游戏营收同比增长 30%，环比下滑 1%；企业/视觉营收同比增长 56%，环比增长 26%，主要由得益于新款 DGX Spark 的推出以及 Blackwell 销量增长；汽车营收同比增长 32%，环比增长 1%。

● 黄仁勋：重申 25-26 年 Blackwell+Rubin 系列 5000 亿美元收入预测

公司 CEO 黄仁勋表示：公司维持 2025-2026 年 Blackwell+Rubin 系列产品合计收入达到 5000 亿美元的预测，订单正按计划推进，并且基于目前新的客户订单需求不断涌现，收入预期仍有进一步上修的空间。

● 投资建议

公司 FY26Q4 指引为预计营收 650 亿美元，上下浮动 2%，预计 GAAP 和 Non-GAAP 毛利率分别为 74.8% 和 75.0%，上下浮动 50 个基点。推理需求持续旺盛带动算力端高景气度延续，伴随 Blackwell Ultra 顺利过渡，我们认为 GB300 将成为 2026-2027 财年公司营收增长以及利润率提升的主要驱动力，预计公司 FY2026-2028 营业收入分别为 2133 亿美元、3301 亿美元、4296 亿美元（前值为 1985/2560/2918 亿美元），归母净利润（Non-GAAP）分别为 1144 亿美元、1886 亿美元、2337 亿美元（前值为 1054/1461/1621 亿美元）。维持“增持”评级。

● 风险提示

国际贸易摩擦风险；产能不及预期风险；GPU 需求变化风险，产品研发推广不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	130,497	213,259	330,077	429,610
收入同比 (%)	114.20%	63.42%	54.78%	30.15%
净利润(Non-IFRS)	74,265	114,446	188,622	233,744
净利润同比 (%)	129.84%	54.10%	64.81%	23.92%
ROE (%)	93.62%	78.92%	68.09%	53.18%
每股收益 (美元)	3.0	4.7	7.8	9.9
市盈率 (P/E)	36.3	38.7	23.5	19.0

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		百万美元			
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
现金及等价物	8,589	43,302	153,514	287,582	
应收账款	23,065	35,543	52,262	63,248	
存货	10,080	19,271	27,005	33,522	
其他流动资产	38,392	34,553	24,187	31,443	
流动资产总计	80,126	132,668	256,968	415,795	
固定资产	6,283	9,460	13,003	16,772	
其他资产	25,192	43,692	54,192	62,192	
资产总计	111,601	185,820	324,163	494,758	
应付账款	6,310	8,947	12,446	14,231	
其他	11,737	17,606	21,127	27,465	
流动负债	18,047	26,553	33,572	41,695	
长期债务	8,463	8,493	7,793	7,793	
其他负债	5,764	5,764	5,764	5,764	
负债总计	32,274	40,810	47,129	55,252	
权益总计	79,327	145,010	277,034	439,506	
负债及权益总计	111,601	185,820	324,163	494,758	

现金流量表		百万美元			
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
净利润	72880	113659	186322	230594	
折旧&摊销	1864	2551	3330	3792	
营运资本变化及其他	-10655	-9324	-7068	-16636	
经营活动现金流	64089	106886	182584	217750	
CAPEX	-3236	-5728	-6873	-7561	
其他	-17185	-18500	-10500	-8000	
投资活动现金流	-20421	-24228	-17373	-15561	
长期借款增减	-1250	30	-700	0	
股息	-834	-976	-1298	-1622	
其他	-40275	-47000	-53000	-66500	
融资活动现金流净额	-42359	-47946	-54998	-68122	
期末现金余额	8589	43302	153514	287582	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表		百万美元			
	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E	
营业收入	130,497	213,259	330,077	429,610	
营业成本	32,638	61,941	84,536	113,847	
毛利润	97,859	151,317	245,541	315,764	
营业费用 & 其他	-16,405	-22,990	-29,726	-34,608	
营业利润(IFRS)	81,454	128,327	215,815	281,156	
税/利息等	-8,574	-14,668	-29,493	-50,561	
税后净利润	72,880	113,659	186,322	230,594	
少数股东权益	0	0	0	0	
归母净利润(IFRS)	72,880	113,659	186,322	230,594	
调整项(SBC...)	1,385	787	2,300	3,150	
经调整净利润(Non-IFRS)	74,265	114,446	188,622	233,744	
股本	24,797	24,499	24,119	23,666	
EPS (摊薄)	2.9	4.6	7.7	9.7	
经调整 EPS (摊薄)	3.0	4.7	7.8	9.9	

财务指标		FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入增长yoy		114.2%	63.4%	54.8%	30.2%
EBITDA增长yoy		141.6%	57.1%	67.4%	30.0%
净利润增长yoy		129.8%	54.1%	64.8%	23.9%
EPS增长yoy		131.1%	56.0%	67.4%	26.3%
毛利率		75.0%	71.0%	74.4%	73.5%
营业利润率		62.4%	60.2%	65.4%	65.4%
净利率		56.9%	53.7%	57.1%	54.4%
ROE		93.6%	78.9%	68.1%	53.2%
P/E		36.3	38.7	23.5	19.0
P/B		34.0	30.6	16.0	10.1
EV/EBITDA		32.4	33.6	19.6	14.6
EV/营收		20.7	20.6	13.0	9.7
库存天数		111.2	112.0	115.0	106.0
应收账款天数		63.6	60.0	57.0	53.0
应付账款天数		69.6	52.0	53.0	45.0
资产/负债比率		3.46	4.55	6.88	8.95
流动比率		4.44	5.00	7.65	9.97
速动比率		1.75	2.97	6.13	8.41
净现金		126	34,809	145,721	279,789
市值		2,697,900	4,432,563	4,432,563	4,432,563
企业价值(EV)		2,697,774	4,397,754	4,286,842	4,152,774

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。