



## 英伟达：业绩兑现强预期，中国市场出口继续受限

投资评级：增持

报告日期：2025-12-16

行业	半导体
收盘价（美元）	176.29
总市值（亿美元）	42838
流通市值（亿美元）	42838
总股本（亿股）	243
PE (2025E)	47.92
PE (TTM)	43.20

### 近52周股价走势



### 作者

华通证券国际

研究部

宏观组

SFC: AAK004

Email: research@waton.com

### 主要观点：

#### ● 财务表现

英伟达2026财年第三季度财报显示，公司实现了强劲增长，多项核心财务指标大幅提升。报告期内营业总收入达57,006百万美元，同比增长62.49%；毛利润为102,400百万美元，毛利率为69.26%，同比下降8.7%。归属于母公司的净利润为31910百万美元，同比增长65.26%。每股摊薄净收益为3.16美元，同比增长52.66%。

#### ● 业务发展

- 1) 黄仁勋在今年10月的GTC大会上透露，英伟达已合计获得2025年和2026年两个公历年价值5,000亿美元的芯片订单，其中包括将于明年开始量产的新一代Rubin芯片。
- 2) 英伟达预计，旗下最先进的一些芯片未来几个季度将带来5,000亿美元的收入。
- 3) Blackwell架构产品的销量远超预期，云端GPU已全面售罄。针对中国市场的定制款AI芯片H20三季度销售仅仅0.5亿美元。
- 4) AI生态系统正在快速扩张，涌现出更多新的基础模型制造商、更多AI初创公司，覆盖更多行业和更多国家。

#### ● 盈利预测

预计2025年全年营业收入176,171百万美元，增长35.0%，经营利润率为59.8%。25-27年对应PE倍数分别为47.92、40.94、28.27倍。

#### ● 风险提示

尽管手握大规模芯片订单，但公司在核心财务指标增长的同时，毛利率已出现同比下降，反映出成本压力或竞争加剧。其业绩高度依赖数据中心业务，而针对中国市场的定制芯片销售疲软，突显出地缘政治风险对区域需求的直接冲击。此外，未来几个季度预期收入庞大，依赖于Blackwell等先进架构的持续供不应求，一旦供需格局逆转或技术迭代放缓，可能难以支撑当前增长预期。

#### ● 主要财务指标

百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	130,497	176,171	220,214	264,257
(+/-)%	114.2	35.00	25.00	20.00
营业利润	81,453	105,314	126,623	147,195
(+/-)%	147.04	29.29	20.23	16.25
净利润	74,880	96,844	116,254	135,009
(+/-)%	144.89	29.33	20.04	16.13
营业利润率	62.42%	59.78%	57.50%	55.70%
PE	50.65	47.92	40.94	28.27

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

## 财务报表与盈利预测

### 资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	80,126	108,170	135,213	162,256
现金及等价物	8,589	11,600	14,500	17,400
其他短期投资	34,621	46,740	58,425	70,110
应收账款及票据	23,065	31,138	38,922	46,706
存货	10,080	13,608	17,010	20,412
非流动资产	31,475	42,491	53,114	63,737
固定资产净值	6,283	8,500	10,700	12,900
商誉及无形资产	5,995	5,995	5,995	5,995
其他非流动资产	19,197	27,996	36,419	44,842
总资产	111,601	150,661	188,327	225,993
流动负债	18,047	24,364	30,455	36,546
应付账款及票据	6,310	8,518	10,648	12,777
其他流动负债	11,737	15,846	19,807	23,769
非流动负债	14,227	19,211	24,014	28,817
总负债	32,274	43,575	54,469	65,363
股东权益	79,327	107,086	133,858	160,630
负债及权益总计	111,601	150,661	188,327	225,993

### 现金流量表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流				
净利润	74,880	96,844	116,254	135,009
折旧与摊销	1,864	2,500	3,100	3,700
营运资本变动	-9,383	-12,700	-15,900	-19,100
经营现金流净额	64,089	86,644	103,454	119,609
投资活动现金流				
减: 资本支出	-3,236	-4,500	-5,500	-6,500
投资净变动	-16,226	-21,900	-27,375	-32,850
投资现金流净额	-20,421	-27,400	-33,875	-40,350
筹资活动现金流				
股票回购	-33,706	-45,000	-56,000	-67,000
债务净变动	1	5,000	5,000	5,000
其他筹资活动	-8,654	-11,700	-14,600	-17,500
筹资现金流净额	-42,359	-51,700	-65,600	-79,500
现金净增加额	1,309	7,544	3,979	-241
期初现金余额	7,280	8,589	16,133	20,112
期末现金余额	8,589	16,133	20,112	19,871

### 利润表

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	130,497	176,171	220,214	264,257
同比 (%)	114.20%	35.00%	25.00%	20.00%
营业成本	-32,639	-44,043	-55,054	-66,064
营业利润	81,453	105,314	126,623	147,195
营业利润率	62.40%	59.80%	57.50%	55.70%
利息及非经营损益	2,573	3,500	4,000	4,500
税前利润	84,026	108,814	130,623	151,695
减: 所得税	-9,146	-11,970	-14,369	-16,686
净利润	74,880	96,844	116,254	135,009
归母净利润	74,880	96,844	116,254	135,009
EPS (稀释)	2.94	3.79	4.55	5.28

### 主要财务比率

单位:百万美元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	130,497	176,171	220,214	264,257
营业利润	81,453	105,314	126,623	147,195
净利润	74,880	96,844	116,254	135,009
盈利能力				
营业利润率	62.42%	59.78%	57.50%	55.70%
净利润率	57.38%	54.97%	52.79%	51.09%
回报率分析				
总资产	111,601	150,661	188,327	225,993
总资产收益率	67.10%	64.28%	61.73%	59.74%
净资产	79,327	107,086	133,858	160,630
净资产收益率	94.39%	90.44%	86.85%	84.05%
估值分析				
市盈率	50.65	47.92	40.94	28.27
市净率	47.81	43.34	35.56	23.76

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

## 财务表现概括：

英伟达 (NVDA.O) 2026财年第三季度财报显示，公司实现了强劲增长，多项核心财务指标大幅提升。报告期内营业总收入达57,006百万美元，同比增长62.49%；毛利润为102,400百万美元，毛利率为69.26%，同比下降8.7%。归属于母公司的净利润为31,910百万美元，同比增长65.26%。每股摊薄净收益为3.16美元，同比增长52.66%。

## 财务报表分析

### 营收强劲增长与资本开支大幅提高

财报显示，英伟达三季度营收达到创纪录的570亿美元，高于公司的整个指引区间。营收同比增速从前一季度的56%提升至62%，这是自2024财年第四财季以来两年来首次营收增速较前一季度加快增长。

贡献三季度将近九成营收的数据中心业务收入也创单季最高纪录，，同比增速从前一季的56%提升至66%。环比一季度，数据中心收入增长约101亿美元，环比大增24.6%。

### 核心业务板块

**数据中心：**三季度数据中心营收512亿美元，同比增长66%，是公司总营收的绝对主体，仅这个板块的体量就已经超过绝大多数科技巨头的总营收。主要增长来源于AI芯片及配套网络设施的强劲需求。大型云服务商和AI公司是核心买家。这反映了英伟达在训练和推理领域的生态垄断地位，其CUDA平台和软硬件一体方案构成了极高的竞争壁垒。

**游戏和AI PC：**三季度游戏和AI PC业务营收43亿美元，同比增长30%。传统的游戏显卡业务在复苏，同时“AI PC”概念的注入带来了新的增长故事。搭载RTX GPU的笔记本电脑和台式机能够进行本地AI推理，这刺激了换机需求，该板块已经转型为“消费级AI”的关键载体，未来将与数据中心形成协同。

**专业可视化：**三季度专业可视化营收7.6亿美元，同比增长56%，主要用于设计、模拟、数字孪生等领域等专业显卡需求旺盛。增长同样得益于AI，因为现代和方针工作流越来越依赖强大的GPU算力，这也是英伟达在“生产力与创作”领域影响力的体现。

**汽车和机器人：**三季度汽车和机器人业务营收5.92亿美元，同比增长32%，虽然规模最小，但增速文件。汽车与机器人业务已经从传统的车载信息娱乐系统，扩展到自动驾驶芯片和机器人技术。这个板块代表了英伟达“边缘AI自主系统”这一未来赛道的长期布局。

数据中心是当前英伟达的增长心脏和利润殷勤，其表现直接决定了英伟达的整体财务天花板，其他业务是英伟达将GPU算力向不同垂直市场渗透的触角，共同构建了其“从云到端”的AI计算帝国。

## 市场分析

考虑到中国市场的近期动态，英伟达在中国市场面临的不确定性依然较高。伯恩斯坦(Bernstein)提供的数据显示，英伟达在中国AI芯片市场的份额预计将从2024年的66%降至2025年的54%。但报告中提出的以下观点表明，其市场份额可能进一步流失。

在多方激励下，国内企业纷纷部署国产AI芯片。国产AI芯片的持续发展也可能对英伟达的定价权构成压力。英伟达拥有无可匹敌的定价权——这一点从公司近70%的毛利率中可见一斑。但随着国产AI芯片的持续发展，可能会削弱英伟达的定价权。最直接的原因是价格竞争。此外，中国市场的巨大规模也为本土企业提供了成长和(7.08, 0.00, 0.00%)完善自身生态系统的沃土，进而可能导致竞争超出中国市场的范围。特别是，如果华为昇腾生态系统在近期走向成熟，性能达到英伟达受限芯片的水平。

英伟达正在与OpenAI商讨一项战略合作伙伴关系，重点帮助他们建设和部署至少10吉瓦的AI数据中心。

黄仁勋则回应了市场对AI泡沫的担忧，他指出英伟达正在见证的并非泡沫，而是三个历史性技术转型的共振效应。这位CEO强调，英伟达区别于其他加速器厂商的根本在于其全栈能力——从预训练、后训练到推理的每个AI阶段，再到科学计算和图形处理，CUDA生态系统经过二十年深耕已建立起难以逾越的壁垒。黄仁勋称英伟达进入了AI的良性循环。AI生态系统正在快速扩张，涌现出更多新的基础模型制造商、更多AI初创公司，覆盖更多行业和更多国家。AI正无处不在，同时处理一切任务。

## 潜在风险

英伟达未来业绩面临多重潜在风险。首先，公司对数据中心业务的依赖度过高，营收占比近九成，一旦全球AI资本开支周期放缓或竞争加剧，公司将面临显著的波动风险。其次，地缘政治风险已构成直接冲击，针对中国市场的定制芯片H20销售疲软，季度仅0.5亿美元，且随着国产AI芯片加速迭代和生态完善，英伟达在中国市场的份额预计将持续流失，长期可能削弱其全球定价权。第三，公司手握庞大未来订单并预期高增长，这高度依赖于Blackwell等先进架构产品持续供不应求。若未来供应链改善、供需格局逆转或技术迭代放缓，可能难以支撑当前极高的增长预期。此外，公司核心财务指标已隐现压力，毛利率在营收高增长的同时同比下降8.7%，反映出成本上升或竞争加剧正在侵蚀盈利能力。

## 总结

英伟达在2026财年第三季度展现了强劲的增长动能，营收与净利润均实现超过60%的同比增长，核心驱动力来自数据中心业务在AI浪潮下的爆发式增长。公司凭借其在AI训练与推理领域的全栈能力（尤其是CUDA生态）构建了深厚的竞争壁垒，并通过游戏、专业可视化、汽车机器人等多元业务板块，形成了“从云到端”的AI计算帝国布局。短期来看，Blackwell架构产品的旺盛需求与庞大的积压订单为公司业绩提供了可见性。然而，公司也面临增长结构单一、地缘政治导致区域市场收缩、毛利率承压以及未来预期过于激进等多重挑战。长期成功将取决于其能否持续维持技术领先优势、成功开拓多元化增长引擎，并有效应对全球供应链与市场竞争格局的变化。

## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。