

Rubin量产接力Blackwell，英伟达Q3指引再超预期

AI 系列研究

行业研究 · 专题报告

传媒 · 计算机

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

核心要点：Rubin量产接力Blackwell，AI基础设施需求高基数下继续加速

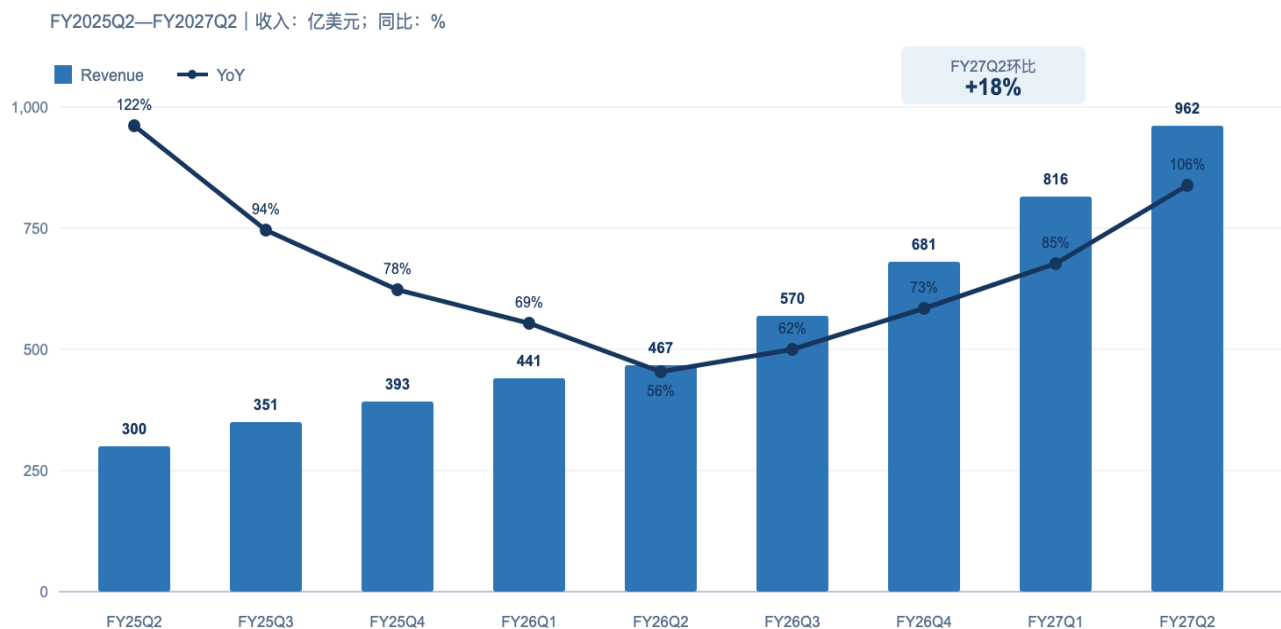


- **英伟达Q2收入与盈利双双超预期，高基数下增长再次提速。** FY2027Q2 NVIDIA实现收入962.21亿美元，同比增长106%、环比增长18%，较Bloomberg财报前一致预期高4.3%；Non-GAAP EPS为2.22美元，较一致预期高6.4%。在单季收入首次接近千亿美元、环比增加146亿美元的同时，Non-GAAP毛利率仍维持75.0%，显示产品组合升级及规模效应继续支撑盈利能力。收入基数持续抬升的背景下，同比增长及环比绝对增量仍保持较高水平，反映全球AI基础设施投资景气度尚未出现明显放缓迹象。
- **Q3指引继续高于市场预期，Rubin量产及管理层中期判断进一步强化成长能见度。** 公司预计FY2027Q3收入1080亿美元±2%，以中值计算环比继续增长12.2%，较财报前一致预期高3.3%；Non-GAAP毛利率指引74.0%±50bp，较Q2有所回落，主要反映供应链及Rubin、系统级产品爬坡带来的短期成本压力。电话会中，管理层进一步给出FY2028收入约增长70%的方向性判断；与此同时，Vera Rubin已经进入全面量产，并开始CoreWeave、Google Cloud、Microsoft Azure、Oracle及Nebius运行，意味着下一代平台已由发布和准备阶段进入实际部署，NVIDIA年度平台升级节奏继续保持。
- **分项来看，Data Center仍是增长绝对主力，Edge Computing及AI基础设施融资机制进一步打开长期需求边界。** Q2 Data Center收入890亿美元，同比增长117%、环比增长18%，占总收入92.5%，单季收入增量贡献达到94%，同比增速由Q1的92%进一步提升至117%，显示训练、推理、Agent等工作负载扩张仍在持续；Edge Computing收入同比增长27%、环比增长13%，并围绕汽车、机器人及Physical AI持续扩展产品矩阵。值得关注的是，公司同时联合Apollo、BlackRock、Blackstone等机构推动独立计算融资平台，长期拟调动超过5000亿美元第三方资本，有望降低AI Cloud、企业及主权客户的前期资本约束。整体来看，本季财报继续验证“算力需求扩张—平台快速迭代—资本供给扩容”的正循环，Rubin进入量产后，NVIDIA中期增长的核心矛盾仍更多在供给释放与系统交付能力，而非需求不足。
- **风险提示：** AI基础设施需求增长不及预期；Rubin等新产品量产及供应链爬坡不及预期；产品结构及供应链成本导致毛利率低于预期；第三方融资扩张及终端需求质量风险；技术迭代、商业化及政策变化风险等。

收入与EPS超预期，AI基础设施需求延续高增

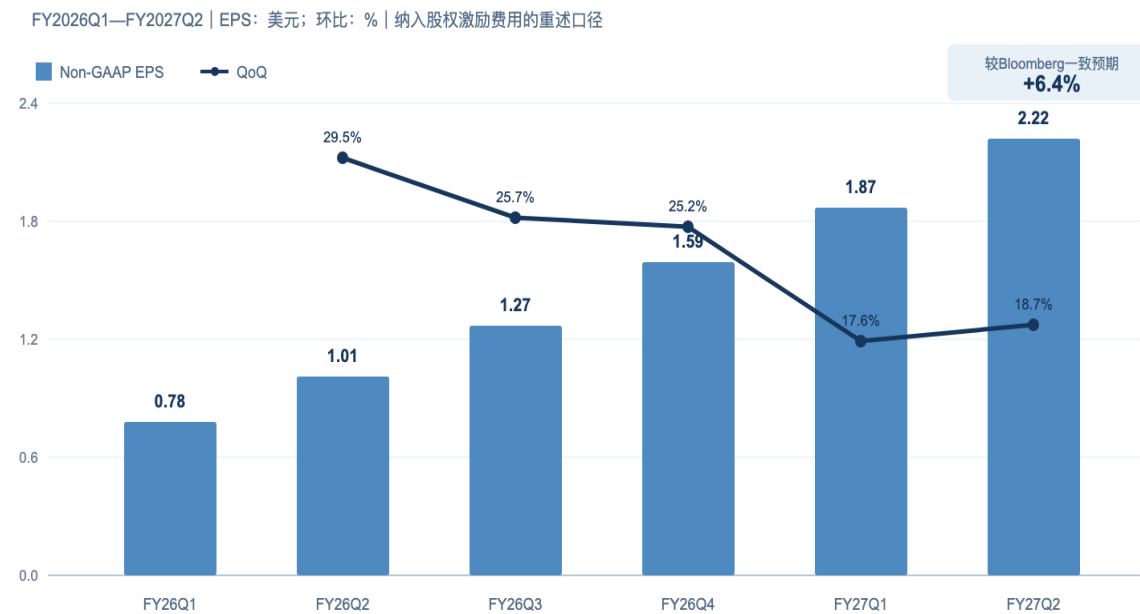
- Y2027Q2 NVIDIA实现收入962.21亿美元，同比增长106%、环比增长18%，高于Bloomberg财报前一致预期4.3%；Non-GAAP EPS为2.22美元，高于一致预期6.4%。Non-GAAP毛利率为75.0%，环比持平、同比提升2.5pct。在单季收入首次接近千亿美元、环比增量达到146.06亿美元的同时，公司盈利能力保持稳定
- 收入超预期主要来自AI基础设施需求维持强劲以及供给持续释放。Data Center收入890亿美元，同比增长117%、环比增长18%，占总收入92.5%；Edge Computing收入72亿美元，同比增长27%、环比增长13%。与此同时，Vera Rubin进入全面量产，并开始在多家云厂商运行，年度产品迭代继续按计划推进。

图：单季度收入及同比增速



资料来源：公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图：Non-GAAP EPS及环比增速

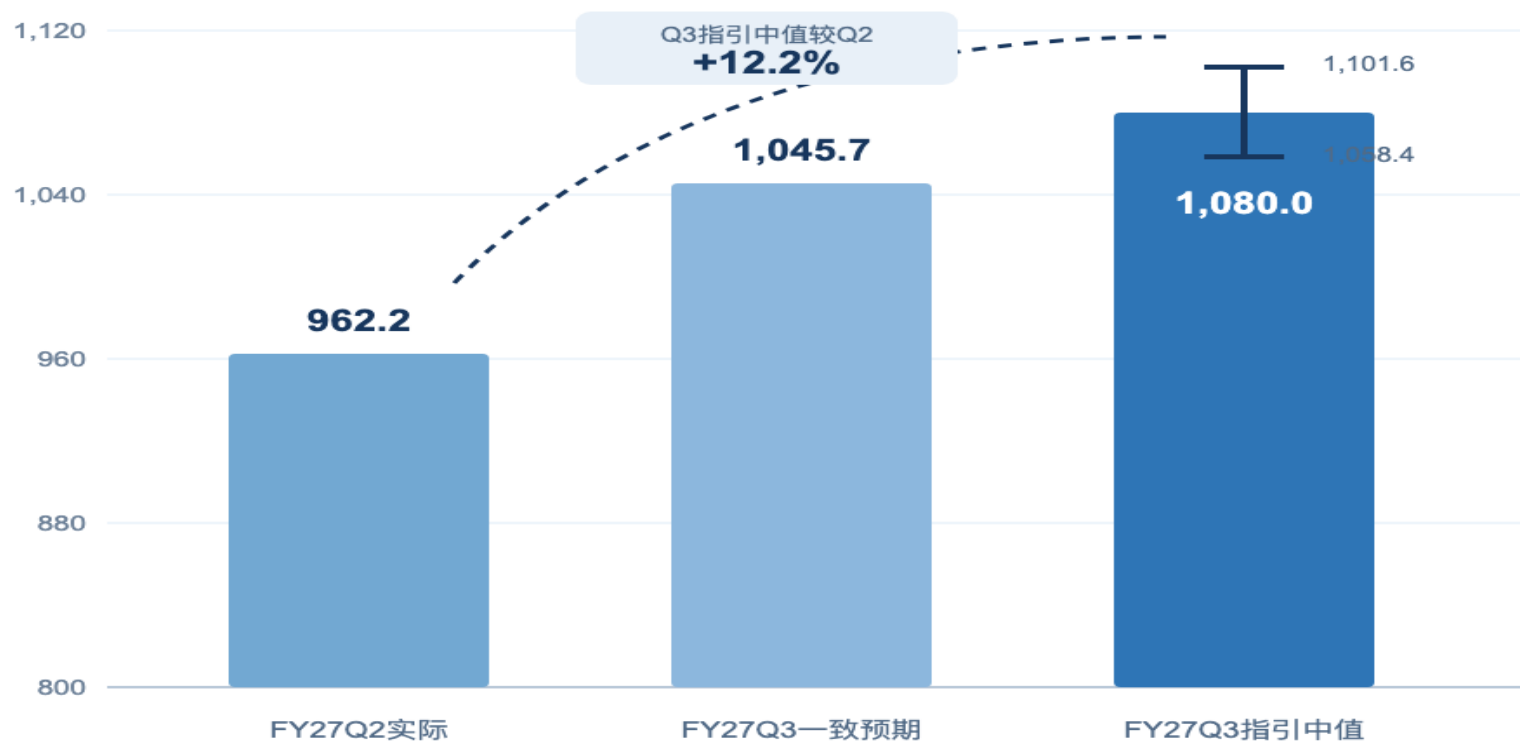


资料来源：公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

Q3指引继续高于预期，管理层预计FY2028收入增长约70%

- 展望FY2027Q3，公司预计收入1080亿美元（±2%），对应区间1,058.4亿—1,101.6亿美元；以中值计算较Q2环比增长12.2%，较Bloomberg财报前一致预期1045.66亿美元高34.34亿美元，超预期3.3%。收入绝对增量预计达到117.79亿美元，高基数下仍保持双位数环比增长，显示AI基础设施需求景气度维持高位。值得注意的是，公司Q3收入指引未计入任何中国Data Center compute收入，而Q2中国Data Center Hopper收入占比已低于1%，当前增长主要由中国以外市场贡献。
- Non-GAAP毛利率指引为74.0%±50bp，中值较Q2下降1.0pct，主要反映内存价格上涨以及Rubin和系统级产品爬坡带来的成本压力。管理层预计毛利率将在FY27Q4阶段性触底，随后FY28逐步恢复。

图：公司指引与市场预期



资料来源：公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

Data Center增速升至117%，AI算力需求在高基数下继续加速

- Y2027Q2 Data Center收入890亿美元，同比增长117%、环比增长18%，高于Bloomberg财报前一致预期3.7%，占总收入92.5%。同比增速由Q1的92%进一步升至117%，连续第四个季度回升；单季收入环比增加137.77亿美元，贡献公司收入增量的94%，仍是公司增长的绝对核心。
- AI算力需求正从大模型训练进一步扩展至推理、智能体以及更广泛的AI工作负载。叠加Rubin进入量产及供给逐步释放，公司Data Center业务的中期增长能见度进一步提升。

图：Data Center收入及增速



资料来源：公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

Rubin进入全面量产

- 截至Q2财报发布时，Vera Rubin已进入全面量产阶段，FY2027Q3开始生产出货，机架已在CoreWeave、Google Cloud、Microsoft Azure、Oracle Cloud Infrastructure和Nebius运行；Vera CPU获得主要技术供应商采用计划，Groq 3 LPX互动式推理加速器同步全面量产。相较上季度仍以Blackwell 300放量为主，本季度更重要的边际变化在于Rubin已由发布和准备阶段进入实际部署。Vera Rubin在FY2027Q2进入全面量产，机架已在CoreWeave、Google Cloud、Microsoft Azure、Oracle Cloud Infrastructure和Nebius运行，年度产品迭代节奏继续兑现。
- Rubin将GPU、Vera CPU、NVLink、Spectrum网络及整机柜共同设计，Rubin将GPU、Vera CPU、NVLink、Spectrum网络及整机柜进行协同设计，NVIDIA的竞争维度进一步由单颗GPU性能扩展至系统吞吐、能效及单位Token成本。

图：Vera Rubin进入全面量产

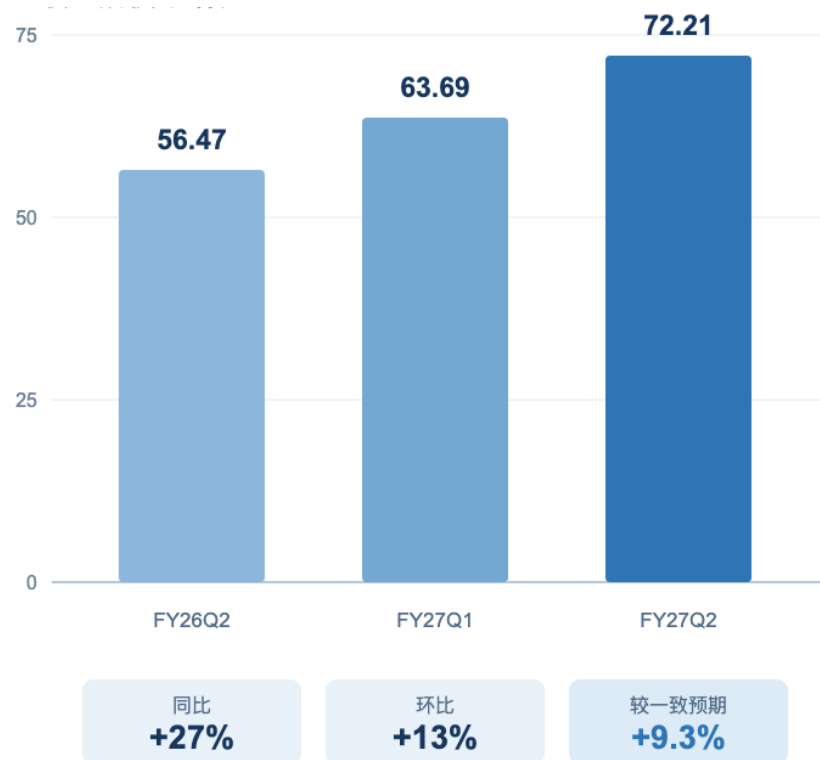


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Edge Computing环比增长13%，Physical AI产品密集落地

- Q2 Edge Computing收入71.98亿美元，同比增长27%、环比增长13%，较Bloomberg原一致预期66.06亿美元高6.15亿美元，超预期9.3%，占总收入7.5%。该口径涵盖PC、游戏主机、工作站、AI-RAN、机器人和汽车，本季增长速度低于Data Center但明显快于Q1。
- Edge Computing产品矩阵正由本地AI计算进一步向Physical AI延伸。本季新增产品覆盖Spark、Windows版DGX Station、DRIVE Hyperion、Cosmos 3、GR00T人形机器人参考设计和Halos机器人安全平台，NVIDIA正把CUDA与AI软件栈由云端扩展至PC、汽车和机器人终端。

图：Edge Computing收入增至72.21亿美元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：产品矩阵向本地智能体与Physical AI延伸



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

第三方资本扩容AI基础设施，NVIDIA信用支持同步加深

- NVIDIA宣布与Apollo、BlackRock、Blackstone、Brookfield、Goldman Sachs和KKR建立独立计算融资平台，长期计划为AI基础设施建设调动超过5000亿美元第三方资本，相关合作目前仍以MOU为基础，最终安排取决于正式协议。该模式有望将AI工厂建设的资金来源由云厂商及AI企业自身资产负债表进一步扩展至大型另类资产管理机构和长期资本，通过独立承保降低客户前期资本约束，并扩大AI Cloud、企业及主权客户可部署的算力规模。同时NVIDIA自身对AI基础设施建设的参与也在明显加深，已为部分AI Cloud合作伙伴提供最高35亿美元的土地、电力及数据中心shell租赁担保；为SB Energy的PORTS-Pike项目提供最高1,50亿美元信用支持；同时公司Q2新增AI Cloud合作模式。
- 我们认为，AI基础设施融资模式正在由单纯的“客户采购—NVIDIA销售”向“第三方资本+NVIDIA信用支持+长期算力合同”共同驱动演进。第三方资本进入有助于突破AI Cloud和模型厂商资产负债表约束，扩大潜在需求边界；后续重点关注第三方融资平台正式协议、AI Cloud利用率及外部销售比例，以及应收账款、投资余额和担保敞口变化。

图：AI基础设施融资与需求闭环



资料来源：公司公告、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

AI基础设施需求增长不及预期；

Rubin等新产品量产及供应链爬坡不及预期；

产品结构及供应链成本导致毛利率低于预期；

第三方融资扩张及终端需求质量风险；

技术迭代、商业化及政策变化风险等。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032