

英伟达

NVDA US

美国科技行业

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

新老客户

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 10 月 5 日发布的题为《Customers, old and new》的报告，SpaceX 装机量激增，以及其明确提出的到 2027 年底实现 10GW 目标，均提醒市场：英伟达（Nvidia）的需求覆盖范围比此前预期的更为广阔。主权 AI 已占其营收的 20%。中信里昂认为，到 2028 年，SpaceX 也将贡献可比规模的收入份额。这挑战了市场认为英伟达依赖四大超大规模云厂商的主流看法，并为其未来持续增长注入可信度。

到 2028 年，SpaceX 将跃升为第一大客户

SpaceX 的目标是在 2027 年底前达到 10GW 的算力容量。即使这一里程碑推迟一年实现，研究估计，其占英伟达收入的份额也将从 2025 年的极低水平大幅攀升，到 2028 年达到可观比重。届时，SpaceX 将取代微软，成为英伟达的最大客户；研究认为，微软目前是英伟达的最大客户。

除主权 AI 外，SpaceX 资本开支表明 AI 融资担忧被夸大

中信里昂此前的研究显示，主权 AI 已占英伟达营收的 20%。随着 SpaceX 带来新的需求，研究指出，目前已有两个大型需求中心并不常见于 AI 融资叙事的讨论范围。分析指出，AI 资本开支中的资金缺口（即所需资本开支与支出方经营现金流之间的差额）应会在 2028 至 2029 年达到顶峰，规模为 5,000 亿至 7,000 亿美元。对债务融资及其他资本市场活动的需求确实可观，但并非生死攸关。

微软和 Meta 料为第二和第三大客户

对于其他客户中的份额流失，市场看法不一，一些调整后的数据显示存在流失，而另一些数据（包括公司自身表态）则显示份额稳定。尽管如此，研究估算显示，微软和 Meta 应仍将保持第二及第三大客户地位，Google 与 Amazon 紧随其后，然后是 Oracle。预计 2026 至 2028 年 SpaceX 需求的 Cagr 达 128%，叠加主权 AI 37 至 47% 的 Cagr，应会驱动英伟达营收增速高于来自超大规模云厂商的 Cagr；而即便在最差情形下，后者的增速也应接近 30%。

多元化令增长前景更安全

分析预计，2027 至 2029 财年盈利将受益于以下判断：受供应约束的 AI 建设周期将持续长于市场预期、且英伟达在其中的定位也比市场担忧的更加强劲。研究预计供需平衡在 2030 年之前不会出现。英伟达当前估值反映出市场对资本开支周期即将结束的高度担忧。

催化因素

AI 中的 token 处理需求未显示出任何减弱迹象。该领域初创企业的显著增长，以及准备支持这些想法的大量 PE/VC 投资，正在催生新的用例。根据公司指引，尽管投入价格上升，毛利率仍将维持在 70%出头至中段，这表明在计算资源短缺的市场中具备定价能力。新的催化因素包括新近发布的 Rubin GPU 的性能指标，尤其是相对于竞争产品的表现、对近期公布的 2028 财年 70%增长指引的更新，公司表示该指引受供应限制，而真实需求为 2 倍增长，以及改变英伟达竞争优势的 AI 生态系统投资。

投资风险

风险包括但不限于，1) AI 未能发展为 token 密集型用例，如办公工作、图像和视频创作、游戏或 AI 助手，2) 市场份额流失给 AMD 的竞争产品，以及 Google、Microsoft、Amazon、OpenAI 和 Meta 的 ASIC 平台，而这又得到与 Broadcom、联发科和 Marvell 合作的推动。这些 ASIC 在价格上已经低于英伟达，并声称拥有更低的总拥有成本，3) 英伟达客户未能从其当前支出中产生足够的增量收入，以证明高企资本开支的合理性，而这构成了英伟达的收入。OpenAI 和 Anthropic 等关键 AI 初创公司，以及 Oracle 和 Coreweave 等新云厂商的融资变数，继续影响 AI 情绪。

公司概况

传统上，英伟达设计和开发图形处理器（GPU）。公司覆盖四个市场——游戏、专业可视化、数据中心和汽车。其 GPU 产品革新了计算性能，并改变了包括科研、游戏、可视化、汽车以及如今人工智能（AI）在内的多个行业。过去几年的 AI 热潮已经使其他收入来源相形见绌——估计未来几年英伟达的数据中心业务将贡献公司近 95%的收入，其中 GPU 占 75-80%，网络产品占 20-25%；英伟达对 Mellanox 的收购使其成为系统性能领域的领导者。

收入按产品分类	
计算与网络	89.0%
图形	11.0%

收入按地区分类	
亚洲	48.6%
美洲	47.9%
欧洲	2.6%
中东和非洲	0.8%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源：彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 10 月 02 日): 233.95 美元

12 个月最高/最低价: 235.74 美元/165.17 美元

市值: 56382.00 亿美元

3 个月日均成交额: 263.20 亿美元

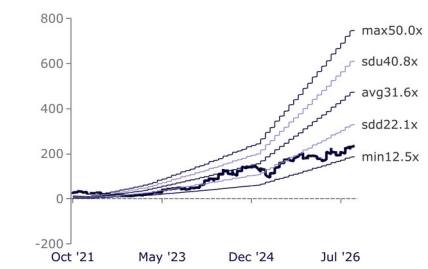
市场共识目标价（路孚特）: 323.50 美元

主要股东:

先锋集团 8.94%

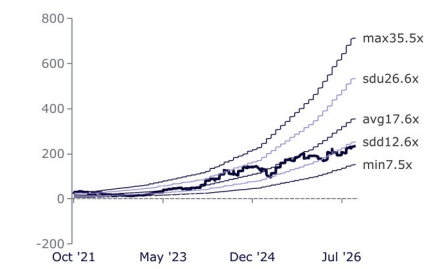
贝莱德机构信托公司 4.94%

市盈率区间



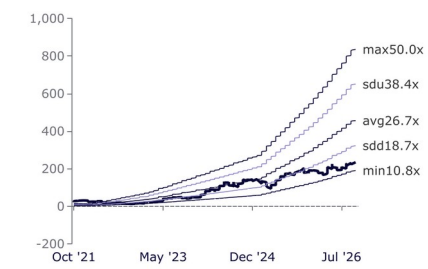
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
AMD	AMD US	10348.4	633.91	118.8	35.6	na	14.0	9.0	na	0.0	0.0	na	13.0	32.2	na
Broadcom	AVGO US	16953.1	355.14	37.2	20.1	na	14.8	8.8	na	0.7	0.7	na	46.3	54.9	na
MRVL	MRVL US	2387.7	272.29	87.3	91.2	50.8	16.1	12.5	9.9	0.1	0.1	0.1	19.3	15.4	21.8

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 10 月 02 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。