即时点评

英伟达高管复职，全球算力链估值修复与国产替代并行

英伟达（NVDA.O）

2026-11-24 星期二

【事件】

美国当地时间 11 月 23 日，英伟达公告宣布，经董事会一致投票表决，即日起恢复黄仁勋担任公司总裁、首席执行官及董事会成员职务，临时 CEO、首席财务官克雷斯重回 CFO 岗位，琼斯继续担任董事会主席。董事会表示，在与黄仁勋进行一系列讨论后，对其坦诚态度及领导能力表示认可，并在听取美国政府高层意见后，确信其复职不构成国家安全风险；特朗普同日在真实社交发文称该决定正确且恰当，并在接受 CNBC 采访时自认曾直接或间接与董事会沟通，称美国司法部长已确认没有证据表明黄仁勋存在违法行为，失去他才是威胁。复职消息公布后，英伟达当日收涨 31.5%，盘中市值一度增加近 1 万亿美元，市值重回 4 万亿美元上方，基本收复此前全部跌幅，并带动算力租赁、光互联、晶圆代工、存储、半导体设备等 AI 产业链标的全线反弹。值得关注的是，独立董事委员会针对黄仁勋的调查仍将继续进行到最后，公司已启动新任首席合规官遴选，黄仁勋本人仍需于 12 月 3 日出席美国国会参议院关于出口管制合规的听证会，并接受众议院相关委员会闭门问询。

【点评观点】

相关报告

➢ **复职消除最大不确定性，全球算力供应链重归稳定预期**

黄仁勋是英伟达 CUDA 生态、Blackwell 及新一代芯片路线、全球算力集群布局的核心主导者，其短暂离任曾令市场担忧公司战略摇摆、产品迭代节奏调整、订单交付延期，以及向客户与供应商的投融资承诺可能中断。复职落地后，多家投行随即上调评级或目标价。我们认为黄仁勋回归保证了产品路线图与客户关系的连续性，但独立调查与出口合规问询仍构成一定估值压制。

对于中国 AI 产业层面，黄仁勋一贯主张维持对华芯片销售，反对全面出口禁令，其若美国过度收紧出口，中国企业将被迫加速自研的判断被广泛引用。但其复职并不等于对华政策转向，目前英伟达已设立监管出口业务的董事会委员会并筹建首席合规官岗位，美国国会部分议员更借此次事件推动将对华芯片出口限制从行政裁量升级为立法刚性约束，我们猜测黄仁勋可能在某种程度上在对华出口倾向上做出来了妥协，高端算力芯片收紧政策将趋严，AI 芯片出口政策不确定性并未随复职而减弱。

研究部

姓名：李承儒

SFC：BLN914

电话：0755-21519182

Email：licr@gyzq.com.hk

证券研究报告

请务必阅读免责条款

从 AI 产业链传导看，根据英伟达既定的芯片量产计划、GPU 供货安排与算力订单交付节奏，芯片供应将重回稳定，深度绑定英伟达订单的供应链企业业绩可见度随之修复，此前资金博弈管理层动荡、客户加速转向替代方案的交易逻辑阶段性退潮。

竞争格局方面，黄仁勋离任期间，市场曾交易云厂商分散供应链风险、加大 AMD 算力采购的预期，AMD 在部分推理场景的导入节奏一度加快，而黄仁勋复职后这类替代情绪的紧迫性明显下降。同时，主权 AI 成为英伟达新的增量叙事，哈萨克斯坦、阿联酋、德国等地的国家级算力项目持续推进，黄仁勋个人与各国政要的深度关系是这些订单推进核心支撑，因此这也是董事会和美国政府最终选择让其复职的现实考量。中长期看，英伟达的定价权仍取决于 Rubin 世代产品迭代与 CUDA 生态粘性，管理层动荡暂时平息，但此次暴露的公司治理结构（创始人高度个人化）风险会压制估值上限。

- **产业链影响分化：海外上游修复明确，算力链全线受益**

黄仁勋复职当日，美股 AI 产业链全线大涨：算力云厂商 Nebius、CoreWeave、Hut 8；光互联供应商 Coherent、Lumentum；交换机厂商 Arista Networks；晶圆代工龙头台积电；存储环节美光、西部数据、闪迪与希捷均；半导体设备商阿斯麦、拉姆研究、应用材料；服务器环节超微电脑、戴尔、慧与；散热与电源环节 Vertiv、安费诺；微软、Meta、亚马逊、谷歌等 AI 产业链集体上涨。市场逻辑在于黄仁勋回归意味着英伟达既定的芯片量产计划、GPU 供货安排与算力订单交付节奏重回稳定，上游配套供应商与下游算力厂商的业绩预期得到修复，英伟达长期坚持的高速光互联路线与先进制程长单规划延续，**产业链资本开支预期维持高位。**

- **中国算力将走上自主可控：中转通道被封堵，国产替代成为主线**

市场此前关注中国企业能否通过第三国中转获取算力。11 月 16 日，美国商务部工业与安全局发布长达新规，将超过 1200 万 TPP 阈值的云端远程算力访问纳入许可管理，并针对新加坡、马来西亚、泰国、印尼、巴西五个高转运风险国家增设出口许可要求，直接封堵中国企业在东南亚租用搭载 H100、Blackwell 等受控 GPU 的数据中心借卡训练的通道。《远程访问安全法案》拟随 2027 财年《国防授权法案》落地，将远程用卡与实物出口纳入同一监管框架。**我们认为黄仁勋复职亦难以扭转这一趋势，且国会立法收紧、公司内部合规强化的双重约束下，对华高端芯片供给通道正趋于收窄。**中国算力供应的确定性路径已回归，截至 2026 年 6 月底全国智能算力规模达 2185 EFLOPS（FP16），服务器产量占全球六成

以上、800G 及以上高速光模块市占率超七成，且西部算力电力成本较欧美低 30%-50%，因此初步测算中国基础设施部署成本约为美国同类项目的 80%。目前国产芯片与大模型适配已成为头部厂商标配，叠加阿里、腾讯、字节等大厂加大国产芯片采购及电力成本优势，国产算力供给将加速发展。从供给结构看， 2025 年以来国内 AI 芯片国产化率持续提升，DeepSeek、智谱等头部大模型发布新一代模型当日即完成国产芯片适配，模型与芯片协同周期压缩，未来国产模型落地成本下降带动国产算力需求提升成为双向协同。**总体而言，国产替代成为主线逻辑争议不大，但是需要注意的是先进制程代工产能、HBM 供给、高速互联带宽与软件生态成熟度与英伟达仍有代际差距，因此旗舰级大模型的前沿训练算力缺口仍在。我们预计 2028 年前国产 AI 芯片将处于供不应求状态，同时国产 AI 产业链从可用迈向更好的商业化进度是核心跟踪变量。**

➢ **中长期看法：治理风险仍然存在，政策博弈主导板块波动**

根据公开信息显示，独立董事委员会的调查将进行到最后，黄仁勋 12 月 3 日将出席美国国会参议院公开听证会，就出口管制合规问题作证，众议院闭门问询亦在推进，若听证出现不利信息，可能再度引发治理折价重估。美国国会议员已借复职事件推动对华芯片出口限制从行政裁量升级为立法刚性约束，《远程访问安全法案》若随 2027 财年《国防授权法案》落地，远程用卡与实物出口将纳入同一监管框架，中美科技博弈的不可逆性进一步上升。而对于资本开支未来变化，我们认为本轮全球 AI 板块波动的底层矛盾是市场对 AI 投资回报率（AI 商业化）的分歧，而黄仁勋复职事件修复的是短期信用与流动性层面，若头部云厂商下调资本开支指引，供应链业绩预期仍将面临下修压力。

整体而言，黄仁勋复职在短期内消除了全球 AI 产业链最大的治理不确定性，供应链修复行情具备持续性，但独立调查、国会听证与出口管制立法化仍是悬而未决的变量，本轮上涨更多是对过渡折价的修复而非新一轮估值扩张。对中国产业而言，算力中转通道收窄反而进一步强化国模国芯自主生态的确定性，国产算力芯片、光互联、液冷、服务器代工及半导体设备环节的中长期成长逻辑未改，短期英伟达链修复与中长期国产替代深化两条主线并行，值得持续跟踪。

➢ **事件影响细分标的梳理：**

板块	细分环节	公司名称	股票代码	核心叙事逻辑
先进制程代工	先进制程代工	台积电	TSM.US / 2330.TW	英伟达 GPU 及 Rubin 世代产品独家先进制程代工方，复职后英伟达长单规划与 CoWoS 扩产节奏恢复，订单能见度修复最直接，且先进制程份额与议价能力持续领先，是本轮供应链修复中确定性最高
光互联与网络	光模块 / 光器件	Coherent	COHR.US	全球光模块龙头之一，深度绑定英伟达 800G / 1.6T 升级，量价齐升弹性大。
	EML 激光器芯片	Lumentum	LITE.US	EML 激光器芯片核心供应商，1.6T 放量带动上游光源器件需求超预期。
	数据中心交换机	Arista	ANET.US	AI 数据中心以太网交换机龙头，受益网络带宽升级与云厂商组网开支回暖。
	高速连接器 / 线缆	安费诺	APH.US	高速连接器与线缆龙头，机柜级互联方案量价齐升
服务器与散热电源	AI 服务器组装	超微电脑	SMCI.US	英伟达机柜级方案核心组装伙伴，GB 系列出货提速直接增厚收入。
	AI 服务器整机	戴尔	DELL.US	AI 服务器订单积压充分，供货节奏恢复带动交付确认。
	AI 服务器整机	慧与	HPE.US	AI 服务器订单积压充分，供货节奏恢复带动交付确认。
	数据中心电源 / 液冷温控	Vertiv	VRT.US	数据中心电源与液冷温控龙头，机柜功率密度跃升下单机价值量持续提升。
存储与设备	HBM / DRAM	美光	MU.US	HBM3E 主要供应商之一，英伟达 HBM 订单能见度修复。
	企业级 NAND / SSD	闪迪	SNDK.US	AI 数据存储需求带动企业级闪存景气上行。
	HDD 大容量硬盘	希捷	STX.US	AI 数据存储需求带动大容量硬盘景气上行。
	光刻设备	阿斯麦	ASML.US	受益先进制程与先进封装产能扩张的设备订单。
	刻蚀 / 薄膜沉积	拉姆研究	LRCX.US	受益先进制程与先进封装产能扩张的设备订单。
	检测量测设备	KLA	KLAC.US	受益先进制程与先进封装产能扩张的设备订单。
算力云与电力	算力云（GPU 云）	CoreWeave	CRWV.US	英伟达投融资承诺重新获得支撑，高杠杆扩张模式下修复弹性最大，但相应信用风险也最高。
	算力云（GPU 云）	Nebius	NBIS.US	英伟达投融资承诺重新获得支撑，高杠杆扩张模式下修复弹性最大，但相应信用风险也最高。
	云基础设施（OCI）	甲骨文	ORCL.US	OCI 算力订单随英伟达供货节奏恢复而改善，在手积压订单的确认速度提升。
港股 · 算力链映射	AI 服务器 / 整机	联想集团	0992.HK	全球 AI 服务器头部厂商并深度参与英伟达机柜组装生态，供货节奏恢复带动 AI 基础设施收入占比持续提升，估值仍处低位。
	先进封装设备	ASMPT	0522.HK	先进封装设备（TCB 热压键合等）受益 CoWoS 及 HBM 封装产能扩张，英伟达路线图恢复后扩产订单落地加快。
	先进制程代工	中芯国际	0981.HK	内地先进制程代工稀缺平台，兼具国产替代加速与产能利用率修复双重逻辑。
	成熟制程特色工艺	华虹半导体	1347.HK	成熟制程特色工艺景气回升，功率与模拟芯片订单随算力外延需求扩张。
	第三方 IDC	万国数据	9698.HK	头部第三方 IDC 厂商，算力中心上架率与订单价格同步回暖，叠加海外智算中心布局打开第二曲线
	批发型 IDC	世纪互联	VNET.US	轻资产算力服务转型推进，AI 推理需求带动批发型 IDC 订单回暖。
	光模块	中际旭创	3308.HK	1.6T 产品量价齐升。
	PCB（高多层板）	胜宏科技	2476.HK	高多层板供不应求。
	覆铜面板核心供应商	建滔集团	0148.HK	全球少数实现覆铜面板全链条自主可控，深度绑定AI算力基建需求。
	国产通用GPU探索者	壁仞科技	6802.HK	国产AI算力核心受益标的，专注通用GPU芯片设计及智能计算解决方案。
	国产通用GPU领军者	天数智芯	9903.HK	国内首家实现训练与推理通用 GPU 双向量产的芯片设计企业。
港股 · 需求侧	云计算 / 电商	阿里巴巴	9988.HK	算力供给不确定性下降后云与 AI 资本开支节奏恢复，电商主业现金流支撑高强度投入。
	互联网平台	腾讯	0700.HK	广告与游戏 AI 化提效持续兑现，算力约束缓解利好混元生态商业化。
	短视频 / 大模型	快手	1024.HK	可灵 AI 收入放量，算力保障增强后视频生成模型迭代与商业化提速。

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称"国元证券经纪（香港）"）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电　　话：(852) 3769 6888
传　　真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：http://www.gyzq.com.hk