

半导体

AI 基础设施投资持续增长；英伟达展望显示需求依然强劲

英伟达 (NVDA US, 未评级) 公布了强劲的 2026 财年二季度业绩, 公司收入为 467 亿美元, 同比增长 56%/环比增长 6%, 较彭博一致预期/公司指引分别高出 1%/4%。Non-GAAP 毛利率达 72.7%, 环比提升 1.4 个百分点, 有望实现年底提升至 75% 左右的目标。二季度净利润为 258 亿美元, 同比增长 52%, 环比增长 30%。管理层预计三季度收入为 540 亿美元 (不含 H20), 环比增长 16%, 高于彭博一致预期 1%。该指引意味着 73 亿美元的季度收入增长, 远超过近几个季度 40-50 亿美元的增幅 (除了受 H20 禁令影响的二季度外)。管理层预计三季度 Non-GAAP 毛利率将回升至 73.5%, 环比提升 0.8 个百分点。总体而言, 在地缘政治风险持续加剧的背景下, 英伟达仍交出了相当稳健的二季度成绩单。更重要的是, 三季度指引表明 AI 基础设施投资势头并未减弱。我们持续看好 AI 供应链相关受益企业, 维持对中际旭创 (300308 CH) 和生益科技 (600183 CH) 的“买入”评级。

- 剔除 H20 收入, 二季度数据中心收入环比增长 17%, 主要驱动因素包括: 1) Blackwell 芯片销售额创新高 (环比增长 17%); 2) 网络业务的强劲增长; 3) 各国主权 AI 需求的迅猛提升 (管理层预计 2025 年达 200 亿美元, 较去年翻倍)。英伟达于二季度开始交付 GB300, 目前周产能约为 1000 台机架。预计三季度将加速放量。同时 Blackwell Ultra 产品亦贡献数百亿美元销售额。管理层强调下一代 Rubin GPU 平台正在按计划推进, 近期已在台积电方面完成流片, 预计将于 2026 年量产。网络业务销售额创下 73 亿美元的新高, 同比增长 98%, 环比增长 46%, 其中 Spectrum-X 以太网产品年化收入突破 100 亿美元。
- AI 基础设施投资势头持续, 投资回报率不断提升。管理层预计四大云厂商 2025 年资本支出为 6000 亿美元, 到 2030 年市场机遇可能将扩大至 3-4 万亿美元。此外投资回报率正持续改善。据管理层透露, GB200 的投资回报率可达 10 倍。
- 英伟达在华销售前景仍不明朗。H20 产品在一、二季度收入分别为 46 亿、6.5 亿美元。尽管公司表示部分中国客户已获出口许可, 但目前尚未开始发货 (6.5 亿美元收入来自境外不受限制的客户)。管理层在三季度指引中未考虑 H20 的预期。若地缘政治局势得到缓解, H20 的潜在收入可能达 20 亿至 50 亿美元。公司认为 2025 年中国市场的机遇为 500 亿美元, 这表明在正常市场条件下公司有望获得最高 40% 的市场份额。
- 英伟达的业绩强化了对 AI 供应链的乐观展望。我们维持对中际旭创 (300308 CH) 和生益科技 (600183 CH) 的“买入”评级。同时认为英伟达当前发货受限的局面下, 将给国内相关算力芯片的设计及解决方案供应商带来机遇。

优于大市
(维持)

中国半导体行业

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

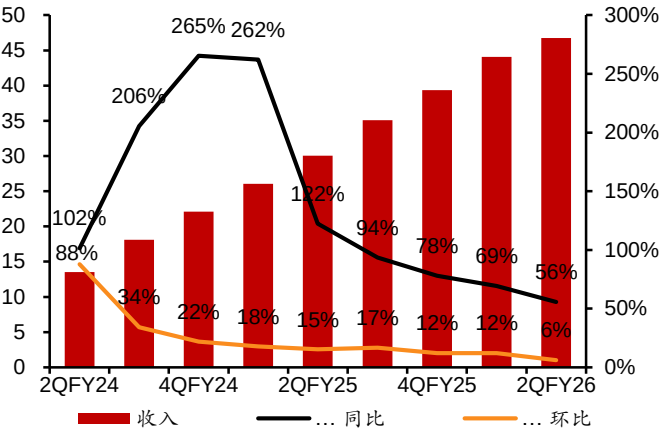
蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

过往报告:

1. 半导体 - 博通二季度业绩点评: 业绩稳健, 关注 AI 推理进展 - 09 Jun 2025 ([link](#))
2. 半导体 - 主题投资与大趋势: 海外云厂商一季度资本支出展现强劲韧性 - 14 May 2025 ([link](#))
3. 半导体 - 美国关税对中国半导体行业影响 - 04 Apr 2025 ([link](#))
4. 半导体 - 英伟达: 四季度业绩及指引保持稳健; 投资者仍关注公司在 26 财年后的增长驱动力 - 28 Feb 2025 ([link](#))
5. 半导体 - AI 主题投资与大趋势: “星际之门”项目有望推动全球人工智能设施竞赛的进一步加速 - 24 Jan 2025 ([link](#))
6. 半导体 - 台积电: AI 需求激增推动强劲的业绩和指引 - 17 Jan 2025 ([link](#))
7. 半导体 - 英伟达三季度业绩回顾: 预计明年 Blackwell 需求将保持强劲 - 22 Nov 2024 ([link](#))
8. 半导体 - AMD “Advancing AI” 大会回顾 - 15 Oct 2024 ([link](#))
9. 半导体 - 博通第三季度业绩回顾: 业绩符合一致预期, 未给市场带来惊喜 - 10 Sep 2024 ([link](#))
10. 半导体 - 英伟达 2QFY25 业绩回顾: 重点关注 Blackwell 出货和利润率 - 29 Aug 2024 ([link](#))

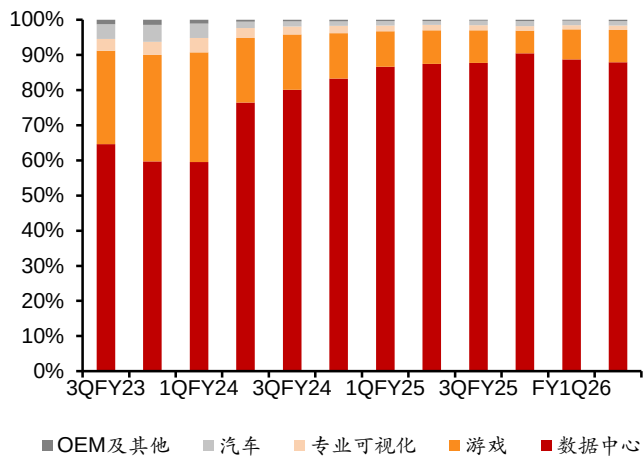
图 1: 英伟达季度收入及增速

(十亿美元)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场
注: 财年截止于 1 月

图 2: 英伟达季度收入拆分 (按主营业务)



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 3: 英伟达季度业绩

百万美元	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	1QFY26	2QFY26
收入	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331	44,062	46,743
... 同比	-20.8%	-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%	93.6%	77.9%	69.2%	55.6%
... 环比	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%	12.0%	6.1%
毛利	3,833	4,648	9,462	13,400	16,791	20,406	22,560	26,171	28,723	26,668	26,668
... 毛利率	63.3%	64.6%	70.1%	74.0%	76.0%	78.4%	75.1%	74.6%	73.0%	60.5%	72.4%
净利润	1,414	2,043	6,188	9,243	12,285	14,881	16,599	19,309	22,091	18,775	26,422
... 同比	-52.9%	26.3%	843.3%	1259.3%	768.8%	628.4%	168.2%	108.9%	139.0%	26.2%	59.2%
... 环比	107.9%	44.5%	202.9%	49.4%	32.9%	21.1%	11.5%	16.3%	14.4%	-95.8%	40.7%
... 净利率	23.4%	28.4%	45.8%	51.0%	55.6%	57.1%	55.3%	55.0%	56.2%	42.6%	56.5%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 4: 英伟达季度业绩 vs. 彭博一致预期 & 公司指引

(百万美元)	2QFY25	1QFY26	2QFY26	3QFY26E
	公司数据	公司数据	公司数据	彭博预测
收入	30,040	44,062	46,743	46,231
同比%	122.4%	69.2%	55.6%	52.4%
环比%	15.3%	12.0%	6.1%	14.4%
Non-GAAP 毛利率	75.7%	71.3%	72.3%	72.1%
Non-GAAP 每股收益	0.68	0.96	1.04	0.75
同比%	151.9%		52.9%	10.0%
环比%	11.1%		8.3%	-22.1%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场, 彭博一致预期

注: Non-GAAP 毛利率和每股收益剔除 H2O 相关费用及税费

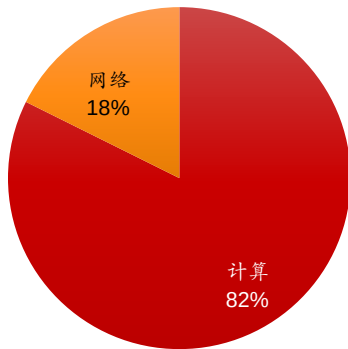
图 5: 英伟达季度收入拆分

	3QFY23	4QFY23	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25	FY1Q26	FY2Q26
(百万美元)												
数据中心	3,833	3,616	4,284	10,323	14,514	18,404	22,563	26,272	30,771	35,580	39,112	41,096
同比			14.2%	171.2%	278.7%	409.0%	426.7%	154.5%	112.0%	93.3%	73.3%	56.4%
环比	0.7%	-5.7%	18.5%	141.0%	40.6%	26.8%	22.6%	16.4%	17.1%	15.6%	9.9%	5.1%
%	64.6%	59.8%	59.6%	76.4%	80.1%	83.3%	86.6%	87.5%	87.7%	90.5%	88.8%	87.9%
计算			3,357	8,612	11,908	15,073	19,392	22,604	27,644	32,556	34,155	33,844
同比							477.7%	162.5%	132.1%	116.0%	76.1%	49.7%
环比				156.5%	38.3%	26.6%	28.7%	16.6%	22.3%	17.8%	4.9%	-0.9%
%			46.7%	63.8%	65.7%	68.2%	74.5%	75.2%	78.8%	82.8%	77.5%	72.4%
网络			927	1,711	2,606	3,331	3,171	3,668	3,127	3,024	4,957	7,252
同比							242.1%	114.4%	20.0%	-9.2%	56.3%	97.7%
环比				84.6%	52.3%	27.8%	-4.8%	15.7%	-14.7%	-3.3%	63.9%	46.3%
%			12.9%	12.7%	14.4%	15.1%	12.2%	12.2%	8.9%	7.7%	11.3%	15.5%
游戏	1,574	1,831	2,240	2,486	2856	2865	2647	2,880	3,279	2544	3763	4287
同比			-38.1%	21.7%	81.4%	56.5%	18.2%	15.8%	14.8%	-11.2%	42.2%	48.9%
环比	-22.9%	16.3%	22.3%	11.0%	14.9%	0.3%	-7.6%	8.8%	13.9%	-22.4%	47.9%	13.9%
%	26.5%	30.3%	31.1%	18.4%	15.8%	13.0%	10.2%	9.6%	9.3%	6.5%	8.5%	9.2%
专业可视化	200	226	295	379	416	463	427	454	486	511	509	601
同比			-52.6%	-23.6%	108.0%	104.9%	44.7%	19.8%	16.8%	10.4%	19.2%	32.4%
环比	-59.7%	13.0%	30.5%	28.5%	9.8%	11.3%	-7.8%	6.3%	7.0%	5.1%	-0.4%	18.1%
%	3.4%	3.7%	4.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%
汽车	251	294	296	253	261	281	329	346	449	570	567	586
同比			114.5%	15.0%	4.0%	-4.4%	11.1%	36.8%	72.0%	102.8%	72.3%	69.4%
环比	14.1%	17.1%	0.7%	-14.5%	3.2%	7.7%	17.1%	5.2%	29.8%	26.9%	-0.5%	3.4%
%	4.2%	4.9%	4.1%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
OEM 及其他	73	84	77	66	73	90	78	88	97	126	111	173
同比			-51.3%	-52.9%	0.0%	7.1%	1.3%	33.3%	32.9%	40.0%	42.3%	96.6%
环比	-47.9%	15.1%	-8.3%	-14.3%	10.6%	23.3%	-13.3%	12.8%	10.2%	29.9%	-11.9%	55.9%
%	1.2%	1.4%	1.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
收入	5,931	6,051	7,192	13,507	18,120	22,103	26,044	30,040	35,082	39,331	44,062	46,743
同比%			-13.2%	101.5%	205.5%	265.3%	262.1%	122.4%	93.6%	77.9%	69.2%	55.6%
环比%	-11.5%	2.0%	18.9%	87.8%	34.2%	22.0%	17.8%	15.3%	16.8%	12.1%	12.0%	6.1%

资料来源: 公司资料, 彭博, 招银国际环球市场

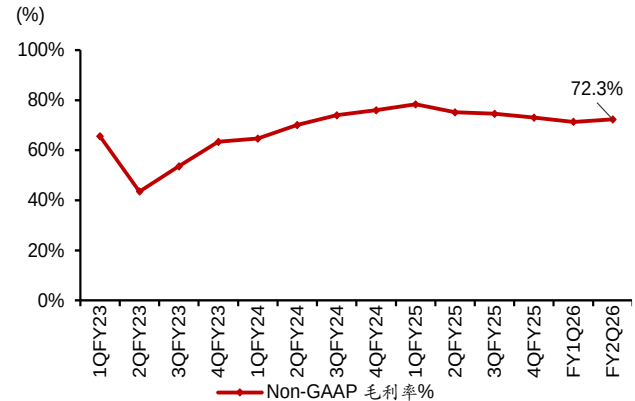
2QFY26 数据中心收入方面: 计算业务占 82.4% (338 亿美元, 同比增长 49.7%, 环比下降 0.9%), 网络业务占比 17.6% (73 亿美元, 同比增长 97.7%, 环比增长 46.3%)。根据管理层指引, 三季度 Non-GAAP 毛利率预计为 73.5% (GAAP 口径: 73.2%)。

图 6: 英伟达 2QFY26 数据中心收入拆分



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 7: 英伟达 non-GAAP 毛利率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: 剔除 H2O 相关费用及税费

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。