

Day1Global Research Team

<https://day1global.xyz>

Deep Dive Research Series

英伟达 NVIDIA (NVDA)

财报深度研究报告

基于 FY2026 Q4 财报（截至 2026 年 1 月 25 日）

发布日期：2026 年 3 月 1 日

数据来源：NVIDIA 官网、SEC 官方文件、权威财经媒体

核心指标	数据
股价（2 月 28 日收盘）	\$177.80
市值	\$4.31 万亿（全球第一）
FY26 全年收入	\$2,159 亿（同比+65%）
FY26 GAAP 每股收益	\$4.90（同比+67%）
滚动市盈率（TTM P/E）	36.2 倍
远期市盈率（Fwd P/E）	21.6 倍
Q1 FY27 指引	\$780 亿（±2%）
净资产收益率（ROE）	~101%

执行摘要

一句话投资论点： NVIDIA 仍是 AI 算力无可争议的王者，但在~36 倍滚动 P/E 下安全边际较薄。多头核心逻辑在于：推理计算的规模定律（Inference Scaling Law）能否创造一个持久的、多年期的需求超级周期，以支撑\$4.3 万亿的估值。

NVIDIA 交出了一份重磅的 Q4 FY2026 财报：创纪录的季度收入\$681 亿（超过华尔街预期\$662 亿），GAAP 净利润\$430 亿（同比+94%），毛利率回复至 75.0%。更重要的是，Q1 FY2027 指引\$780 亿，比市场预期的\$726 亿高出 7.4%。信号很明确：AI 算力需求正在加速而非减速。

全年 FY2026，NVIDIA 实现收入\$2,159 亿（+65%），净利润\$1,201 亿。自由现金流\$966 亿。数据中心业务占总收入的 91%，同比增长 68%至\$1,937 亿。全年向股东返还\$411 亿（回购+分红）。

但这不是“任何价格都可以无脑买入”的情况。股票在~36 倍滚动 P/E 和~21.5 倍远期 P/E 交易。虽然这些倍数对于其增长率来说是合理的，但它们隐含的假设是 NVIDIA 能够维持 40%+的收入增速多年。任何超级计算厂资本开支放缓或竞争对手显著抢占份额，都可能导致估值压缩。

决策框架摘要

维度	评估
操作建议	持有 / 回调时加仓
信心水平	高 (8/10)
决定性力量 #1	推理计算规模定律（Agentic AI）创造多年期需求周期
决定性力量 #2	年度芯片迭代节奏（Blackwell->Rubin->Rubin Ultra）维持技术护城河
决定性力量 #3	CUDA 生态系统锁定效应，转换成本极高
死亡条件 (Kill Condition)	数据中心收入同比增速连续 2 个季度低于 30%
估值 vs 当前价格	合理价值~\$165-200；当前\$178 处于合理区间
隐含 IRR（基准情景）	~18-22%年化（2 年期）

决定性力量 (Key Forces)

#1: 推理计算规模定律 (Inference Scaling Law)

黄仁勋本季度传递的核心信息意义深远：“推理型 AI 增加了另一个规模定律”。这意味着，不仅训练时投入更多算力能让模型更聪明，推理时投入更多算力同样能让答案更智能。这是一个游戏规则改变者 (game-changer)，因为它意味着 AI 算力需求不仅来自“建新模型”，还来自“运行现有模型让它们更好地思考”。黄仁勋称之为“agentic AI 的拐点”——能够自主推理、规划和行动的 AI 智能体正在成为现实。

实际含义：推理算力需求最终可能超过训练算力需 3-5 倍。这创造了一个持久的多年期需求周期，与一次性硬件建设根本不同。Grace Blackwell+NVLink 已经在推理工作负载上实现了“每个 token 成本降低一个数量级”。

证据：主权 AI (Sovereign AI) 收入在 FY2026 翻三倍超过\$300 亿。供应承诺从\$503 亿飙升至\$952 亿，仅一个季度就增加了近\$450 亿，这是巨大的前置需求信号。

#2: 年度芯片迭代节奏作为竞争护城河

NVIDIA 已转向一年一代的产品节奏：Hopper(2023) -> Blackwell(2024) -> Blackwell Ultra(2025) -> Vera Rubin(晚 2026) -> Rubin Ultra(2027)。黄仁勋自称“首席收入毁灭官”，因为每一代新产品都会让上一代变得不那么有吸引力。这个策略的目的是让竞争对手永远追不上。

在 Q4，Grace Blackwell 系统占数据中心收入的约三分之二，产品过渡速度惊人。本季度发布的 Rubin 平台承诺比 Blackwell 降低 10 倍的推理 token 成本。

#3: CUDA 生态系统锁定效应

NVIDIA 的 CUDA 软件生态的开发者活跃度估计是最近竞争对手的 10 倍。这是半导体行业最深的护城河。超过 600 万开发者使用 CUDA，几乎所有主流 AI 框架 (PyTorch、TensorFlow) 都优先为 NVIDIA GPU 优化。切换到 AMD 的 ROCm 或 Google 的 TPU 生态意味着重写代码、重新培训团队、接受一个不那么成熟的软件栈。这创造了巨大的转换成本。

CUDA 护城河具有自我强化的特性：更多开发者基于 CUDA 构建 -> NVIDIA GPU 更有价值 -> 吸引更多开发者。这种网络效应极难被复制。

A. 收入规模与质量分析

A1. 季度收入拆解

业务板块	Q4 FY26	Q4 FY25	同比增速	占比
数据中心	\$623 亿	\$356 亿	+75%	91.4%
游戏 & AI PC	\$37 亿	\$25 亿	+47%	5.4%
专业可视化	\$13 亿	\$5 亿	+159%	1.9%
汽车 & 机器人	\$6 亿	\$5.7 亿	+6%	0.9%
总收入	\$681 亿	\$393 亿	+73%	100%

A2. 全年 FY2026 概览

业务板块	FY2026	FY2025	同比增速
数据中心	\$1,937 亿	\$1,152 亿	+68%
游戏 & AI PC	\$160 亿	\$114 亿	+41%
专业可视化	\$32 亿	\$19 亿	+70%
汽车 & 机器人	\$23 亿	\$17 亿	+39%
总计	\$2,159 亿	\$1,305 亿	+65%

收入质量很高：数据中心占总收入的 90%，由企业基础设施支出驱动，粘性强。主权 AI 收入翻三倍超 \$300 亿，增加了多元化的政府/机构客户基础。客户群体正在从头部超级计算厂（AWS、Azure、GCP）向企业、云服务商和主权客户扩展。

A3. 收入 vs 预期

Q4 收入\$681 亿超市场预期\$662 亿约\$19 亿（+2.9%）。调整后 EPS \$1.62 超市场预期\$1.53 约 5.9%。更重要的是，Q1 FY27 指引\$780 亿超出市场预期\$726 亿达 7.4%，这是持续动能的最强信号。

B. 盈利能力与利润率趋势

B1. 利润率追踪

指标	Q4 FY26	Q3 FY26	Q4 FY25	环比	同比
GAAP 毛利率	75.0%	73.4%	73.0%	+1.6 点	+2.0 点
Non-GAAP 毛利率	75.2%	73.6%	73.5%	+1.6 点	+1.7 点
GAAP 营业利润率	65.0%	63.2%	61.1%	+1.8 点	+3.9 点
GAAP 净利率	63.1%	56.0%	56.2%	+7.1 点	+6.9 点

核心观察：Q4 毛利率回复至 75%是一个重大积极信号。FY2026 早期，由于 Blackwell 产能爬坡（新产品初期生产成本较高），毛利率一度跌至~71%。回复至 75%表明 Blackwell 制造已趋成熟，定价权仍然强劲。管理层指引 Q1 FY27 毛利率将维持在“中 70”，确认这是可持续的。

B2. GAAP vs Non-GAAP 差异

FY2026 的股票薪酬（SBC）总额为\$64 亿，仅占收入的 3.0%——对于这个规模的科技公司来说非常低（很多 SaaS 公司高达 10-20%）。NVIDIA 宣布从 Q1 FY27 开始将 SBC 纳入 Non-GAAP 指标，这是一个积极的透明度举措，提升投资者信任。

C. 现金流与资本配置

指标	Q4 FY26	FY2026 全年	FY2025 全年
经营性现金流	\$362 亿	\$1,027 亿	\$641 亿
资本开支	\$13 亿	\$60 亿	\$32 亿
自由现金流	\$349 亿	\$966 亿	\$607 亿
FCF 利润率	51.2%	44.7%	46.5%
FCF/净利润	81.2%	80.4%	83.3%

FCF/净利润比率约 80%对于一家大力投资增长的硬件公司来说非常优秀。库存从\$101 亿大幅增加到 \$214 亿，是为支撑 Blackwell/Rubin 的巨大需求而建的，是稍后收入的前置信号。

资产负债表健康度

项目	2026 年 1 月 25 日	2025 年 1 月 26 日
现金+有价证券	\$626 亿	\$432 亿
总债务	\$85 亿	\$85 亿
净现金头寸	\$541 亿	\$347 亿
资产负债率	23.9%	28.9%
债务/权益比	5.4%	10.7%
股东权益	\$1,573 亿	\$793 亿

NVIDIA 的资产负债表如同堡垒。净现金\$541 亿，债务/权益比仅为 5.4%，拥有巨大的财务灵活性。全年向股东返还\$411 亿（\$401 亿回购+\$10 亿分红），且仍有\$585 亿回购额度剩余。稀释后股数减少 ~1.2%，确认回购超过了 SBC 稀释。

D. 前瞻指引与管理层信号

D1. Q1 FY2027 指引

指标	Q1 FY27 指引	市场预期	超预期幅度
收入	\$780 亿 ±2%	\$726 亿	超出 7.4%
GAAP 毛利率	74.9% ±50bps	~74.5%	符合/超出
Non-GAAP 毛利率	75.0% ±50bps	~75%	符合
GAAP 运营支出	~\$77 亿	~\$75 亿	略高

\$780 亿的 Q1 指引是本份报告中最看多的信号。它意味着环比增长 14.5%、同比增长~72%。NVIDIA 明确表示其指引中不包含任何来自中国的数据中心计算收入，即任何未来出口限制放宽都是纯粹的上行空间。

D2. 管理层关键表态（财报电话会）

- 黄仁勋：“计算需求正在指数级增长。Agentic AI 的拐点已经到来。”
- 黄仁勋：“企业对智能体的采用正在飙升。我们的客户正在赛跑投资 AI 算力。”
- CFO Colette Kress：超级计算厂收入超过数据中心收入的 50%；主权 AI 翻三倍超\$300 亿。
- FY2027 展望：Non-GAAP 运营支出增长“低 40%多”；毛利率维持“中 70”。
- 供应承诺从\$503 亿飙升至\$952 亿，仅 Q4 一个季度增加近\$450 亿。

语气分析：管理层语气比 Q3 明显更自信，反复强调“指数级”需求。Vera Rubin 的发布表明 NVIDIA 已经在布局未来 2 代产品。未检测到对需求的任何对冲语言或谨慎说法。

E. 竞争格局与行业地位

玩家	AI GPU 份额	核心产品	状态
NVIDIA	~85%	Blackwell / Vera Rubin	绝对领先
AMD	~7%	MI350 / MI450 (2026)	缓慢增长
Google (自研)	~3-4%	TPU v5p / Ironwood	内部+部分云客户
Amazon (自研)	~2-3%	Trainium2	仅限 AWS
Intel	<1%	Gaudi 3	艰难挥扎
Qualcomm	新进入者	AI200 (2026)	专注推理

NVIDIA 控制约 85%的 AI 加速器市场，几乎是垂断地位。AMD 是最接近的竞争者，但份额仅~7%，且 Q3 2025 仅增长了 0.8%。关键竞争威胁不是硬件性能（竞争对手在部分基准测试上接近平价），而是 CUDA 软件生态，其规模是任何替代方案的 10 倍。

超级计算厂自研芯片威胁

摩根大通估计，自研芯片（Google TPU、Amazon Trainium、Meta MTIA 等）到 2028 年将占 AI 芯片市场的 45%，高于 2024 年的 37%。但美银分析师 Vivek Arya 认为这“无关紧要”，因为 NVIDIA“持续在扩大整个市场的规模”。AI 基础设施总支出预计到 2030 年将达到\$3-4 万亿/年，即使 NVIDIA 份额略有下降，绝对收入仍可继续增长。

K. 估值矩阵

K1. 多方法估值对照

方法	估值/信号	判断	核心假设
滚动 P/E (36 倍)	\$177.80	合理估值	盈利维持当前水平
远期 P/E (21.6 倍)	~\$165-185	对增长率而言具吸引力	FY27 EPS ~\$8.20
PEG 比率	0.61	低估	PEG<1=增长未充分定价
EV/EBITDA (31.9 倍)	~\$170-195	行业内合理	EBITDA 继续增长
DCF (基准情景)	~\$185-210	合理至略低估	30%收入 CAGR, 72%毛利率
反向 DCF	隐含~35%收入 CAGR	市场预期高增长	当前价格已包含乐观预期

K2. 情景分析

情景	概率	FY28 收入	FY28 EPS	目标价	从\$178 回报
牛市	30%	\$4,500 亿+	~\$12	\$250-280	+40-57%
基准	50%	\$3,500-3,800 亿	~\$9.5	\$190-220	+7-24%
熊市	20%	\$2,500-2,800 亿	~\$7	\$120-150	-16-33%

概率加权预期回报：+12-22%（12-18 个月） | 隐含 IRR：~18-22%

IRR 超过 15%的多头门槛，但并非压倒性地超过。这支持“持有/回调时加仓”的建议，而非激进买入。

K3. 可比公司倍数对比

公司	滚动 P/E	远期 P/E	EV/收入	收入增速	毛利率
NVIDIA	36.2 倍	21.6 倍	19.6 倍	+65%	71.1%
AMD	~98 倍	~25 倍	~8.5 倍	+14%	~52%
Broadcom	~85 倍	~28 倍	~18 倍	+44%	~69%
台积电	~26 倍	~19 倍	~12 倍	+34%	~57%
ASML	~30 倍	~25 倍	~11 倍	+12%	~52%

NVIDIA 的 21.6 倍远期 P/E 实际上是 AI 相关同行中相对于其增长率最低的，PEG 比率仅 0.61（远低于 1.0）。这说明市场实际上已经定价了显著的增长减速，如果增长维持，则存在上行空间。

价值投资记分卡

维度	评分	详情
ROE 持续性（3 年均 >80%）	3/3 ★	ROE: FY24 91.5% -> FY25 119% -> FY26 ~101%。卓越且持续。
负债安全性（D/E 5.4%）	3/3 ★	净现金\$541 亿。堡垒式资产负债表。几乎零杠杆。
自由现金流质量（FCF/ NI~80%）	3/3 ★	FCF \$966 亿 vs 净利润\$1,201 亿。利润是真金白银。
护城河评估	3/3 ★	CUDA 生态+技术领先+转换成本+规模优势 = 宽护城河
总计	12/12 = A 🏆	在合理价格下是顶级价值投资标的

六大投资哲学视角

哲学视角	结论	核心理由	最大风险
质量复利 (巴菲特/芒格)	做多	ROE>100%，宽护城河，强劲现金生成	半导体行业周期性
想象力成长 (Baillie Gifford/ARK)	做多	推理规模定律+Agentic AI=万亿级 TAM 扩张	估值过度风险
基本面多空 (Tiger Cubs)	做多	变异观点：市场低估了推理需求的持久性	自研 ASIC 抢份额
深度价值 (卡拉曼/马克斯)	观望	优秀公司但 36 倍 PE 缺乏安全边际	会在~\$120-130 买入
催化剂驱动 (Tepper/Ackman)	做多	GTC 3 月(Rubin 细节)、中国政策变化、FY27 指引	近期无可见负面催化剂
宏观战术 (Druckenmiller)	谨慎做多	AI 资本开支周期属于结构性，但高利率限制倍数扩张	美联储鹰派立场压缩 PE

6 个视角中 5 个说“做多”或“谨慎做多”，仅深度价值视角说“观望”（因为估值而非基本面）。这是跨框架的强共识。

变异视角 (Variant View)

市场共识：“NVIDIA 的增长将在 FY2027-2028 显著放缓，因为初始 AI 基础设施建设趋于成熟，竞争对手抢占份额。收入增速将降至 25-35%。”

我们的变异观点：“推理规模定律从根本上改变了需求曲线。AI 推理计算需求随每一个新部署的 AI 智能体、每一次推理步骤、每一家采用 Agentic 工作流的企业而增长。这创造的是经常性的、增长的需求，比市场定价的更持久。”

为什么市场可能错了：

- \$780 亿的 Q1 指引意味着~72%同比增长。市场预期到 FY27 下半年减速至~50%，但供应承诺从\$503 亿飙升至\$952 亿表明否则。
- 主权 AI 是一个 18 个月前几乎不存在的新需求向量，FY26 已贡献\$300 亿+。随着更多国家投资 AI 主权，这可能翻倍。
- 推理成本曲线（Blackwell->Rubin 降低 10 倍）实际上通过杰文斯悖论（Jevons Paradox）增加需求：更便宜的推理使新的 AI 应用变得可行，扩大了总市场。
- Agentic AI 仍处于早期阶段。当自主智能体成为企业标配时，所需的推理算力将远超当前水平。

事前尸检（Pre-Mortem）：如果 2 年后亏钱了

失败路径 A：AI 寒冬场景

AI 的投资回报率让企业客户失望。主要超级计算厂减缓资本开支，因为 AI 收入无法证明巨额基础设施投资的合理性。NVIDIA 收入增速降至<20%。倍数从 36 倍压缩至 20 倍。股票下跌 40-50%。

失败路径 B：自研芯片颞覆

Google Ironwood、Amazon Trainium3 和 AMD MI450 实现真正的性能平价，且软件生态差距显著缩小。超级计算厂将 50%+ 的增量支出转向自研芯片。NVIDIA 份额从 85% 降至 60%。利润率压缩。

失败路径 C：地缘政治冲击

美国出口管制扩大，不仅切断中国还波及其他市场。台海危机干扰台积电供应。NVIDIA 无法采购足够的先进芯片来满足需求。收入指引下调。

失败路径 D：估值压缩

即使基本面强劲，更广泛的市场抛售（衰退、加息）全面压缩科技股倍数。NVIDIA 的 P/E 从 36 倍跌至 18-20 倍，即使盈利增长股票也可能横盘或下跌。

M. 长期监控变量清单

增长驱动力

#	驱动因素	跟踪指标	当前基准	检查频率
1	推理需求增长	数据中心收入同比%	+75% (Q4)	每季度
2	主权 AI 采用	主权 AI 收入	\$300 亿+ (FY26)	每年
3	Blackwell/Rubin 过渡	新架构占 DC 收入%	~66% Blackwell (Q4)	每季度
4	企业 AI 采用	非超级计算厂 DC 增长	增长中（定性）	每季度
5	毛利率可持续性	GAAP 毛利率	75.0% (Q4)	每季度

风险地雷

#	风险	早期预警信号	影响幅度
1	超级计算厂资本开支放缓	任何 Mag-7 削减资本开支指引	收入不及预期，-20-30%
2	自研 ASIC 抢占份额	AMD/Google 合计份额>15%	利润率和收入压力
3	中国出口限制扩大	新的 AI 芯片行政命令	收入损失\$50-100 亿
4	CUDA 护城河侵蚀	PyTorch 放弃 CUDA 优先策略	长期存亡级风险
5	关键人物风险（黄仁勋）	任何健康/继任信号	情绪冲击，-15-20%

操作触发条件

信号	动作	规模
DC 收入增速 IFY27 保持>50%同比	加仓	10-15%
股价回调至\$140-150（市场而非基本面原因）	稍激进加仓	20-25%
DC 收入同比增速连续 2 季<30%	减仓	50%
毛利率连续 2 季<65%	减仓	50%
主要超级计算厂宣布全面转向自研芯片替代 NVIDIA	清仓	100%
黄仁勋继任无明确计划	审查并可能减仓	25-50%

决策框架

项目	评估
持仓类型	核心持仓
买入价格（强买区）	\$140-155
加仓价格（有吸引力）	\$155-175
当前价格评估	\$178 = 合理估值，不算便宜也不算贵
减仓价格	\$250+（如果 PE 扩张超过 40 倍且增长未加速）
仓位建议	科技股配置的 5-10%（高信心但因\$4T 市值需控制规模）
建仓策略	分 3-4 批定投；回调至\$150 区间时加大比重
持有期限	至少 2-3 年；每季度重新评估

数据来源与参考文献

本报告所有数据均来自公开文件和官方公告。按信息层级分类：

#	来源	类型	网址
1	NVIDIA Q4 FY2026 官方新闻稿	一手/事实	nvidianews.nvidia.com
2	NVIDIA 投资者关系（SEC 文件）	事实	investor.nvidia.com
3	NVIDIA Q4 FY2026 财报电话会	一手	investor.nvidia.com (CFO Commentary)
4	SEC Form 4（黄仁勋内部交易）	事实	sec.gov (NVDA filings)
5	CNBC NVIDIA 财报分析	观点/分析	cnbc.com/2026/02/25/nvidia-nvda-earnings-report-q4-2026
6	Fortune NVIDIA Q4 分析	观点/分析	fortune.com/2026/02/25/nvidia-nvda-earnings-q4-results
7	S&P Global 市场情报	观点/分析	spglobal.com/market-intelligence
8	Motley Fool GPU 市场份额分析	观点/分析	fool.com
9	Yahoo Finance NVIDIA 财报	事实/观点	finance.yahoo.com
10	StockAnalysis.com NVDA 统计数据	事实	stockanalysis.com/stocks/nvda
11	CNBC NVDA 实时行情	事实	cnbc.com/quotes/NVDA
12	Morningstar NVDA 分析	观点/分析	morningstar.com/stocks/xnas/nvda
13	Kavout AI 芯片竞争分析	观点	kavout.com
14	JPMorgan 自研芯片估算 (via Yahoo Finance)	观点	finance.yahoo.com
15	TradingView NVDA 行情	事实	tradingview.com/symbols/NASDAQ-NVDA
16	CompaniesMarketCap.com	事实	companiesmarketcap.com/nvidia
17	FinanceCharts.com ROE 数据	事实	financecharts.com/stocks/NVDA
18	Investing.com ROE 历史数据	事实	investing.com/pro/NASDAQGS:NVDA

⚠ 免责声明： 本报告仅供研究和教育目的，不构成投资建议、买卖证券的推荐或投资要约。作者不是持牌金融顾问。所有投资均有风险，过往表现不保证未来结果。请始终自行做好尽职调查，并在做出投资决策前咨询合格的金融专业人士。数据准确性基于 2026 年 3 月 1 日的公开来源，可能包含误差。

© 2026 Day1Global. All Rights Reserved.