Nvidia

(NVDA.O/ NVDA US)

增加持股・維持

收盤價 November 10 (US$)	168.89
3 個月目標價 (US$)	210.4
12 個月目標價 (US$)	345.0
前次目標價 (US$)	345.0
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	104.3

焦點內容

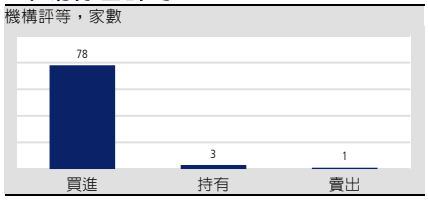
1. 超越財測是市場共識。
2. 記憶體價格維持高檔，晶片廠商轉嫁勢在必行。
3. 市場低估了輝達對於供應鏈的掌握。

交易資料表

市值 : (US$bn)	4,070.2
流通在外股數 (百萬股) :	24,100
機構持有比例 (%) :	74.3
3M 平均成交量 (百萬股) :	127.3
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	164.3-243.4

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(22.3)	(23.0)	(12.6)
相對表現 (%)	(19.7)	(24.5)	(22.4)

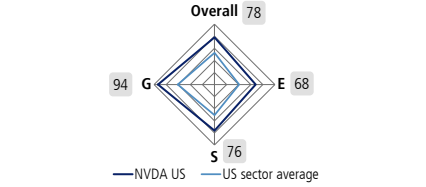
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	180	320	515
潛在報酬 (%)	6.6	89.7	204.9

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

第三季財報預覽：優異的數字恐難激起投資人熱情

重要訊息

輝達預計在 11/17 (美國時間)公布第三季財報並召開法說會。

評論及分析

超越財測是市場共識。我們預期輝達 FY3Q27 營收可達 1,150 億美元，略高於公司財測上緣及市場預期的 1,090 億美元，毛利率受記憶體價格影響，微降至 74%。因設計更改等問題，Rubin 起量從第三季底開始，下游出貨集中在第四季。放寬 HBM4 的頻寬標準，將加速生產放量，而全年的營收較集中在第四季。我們預期公司第四季營收指引中位數為 1,250 億美元(+9% QoQ)，毛利率受記憶體價格影響下滑到 71%。

記憶體價格維持高檔，晶片廠商轉嫁勢在必行。我們預期輝達 2026/2027 年資料中心營收將分別達 3,845 億/6,722 億美元。由於 HBM 價格一年一調，明年初將一口氣反映落後的漲幅，我們預期 HBM4 明年的報價落在 4-5 美元/Gb，對比今年 HBM3e 約 1.7-2.2 美元/Gb。不考慮庫存狀況和折讓，過去記憶體廠商營收約占 AI 晶片廠商的 15-25%，目前提升至 50%，明年上看 70%，大幅壓縮晶片廠商的獲利空間。因此，我們預期記憶體升級降規以及晶片廠商調漲售價轉嫁記憶體報價上漲是勢在必行。我們預估輝達明年將調漲報價 15%。Vera 除了 VR 系列將新增獨立機櫃需求，目前以訂單來看，可望較今年成長 150-200%，2027 年貢獻高達 600 億美元的營收，但供應鏈能否跟上是一個關鍵。目前看法沒有改變。

市場低估了輝達對於供應鏈的掌握。展望 2027 年，AI ASIC 出貨將首度超過 GPU，但是 GPU 仍占產值約七成比重。也許基於成長趨緩、資料中心建置面臨電力和資本諸多限制以及 AI ASIC 蠶食市占率等憂慮，即使連續 15 季財報數字皆超過市場預估和公司財測，公司的評價始終處於歷史低位。對於評價來說，是否要視輝達為週期股見仁見智，但是我們認為市場遠遠低估了輝達對於供應鏈的掌握。充沛的現金流更是強勁的護城河，輝達利用融資、投資和預付款等各種形式扶植供應鏈的擴產，AI ASIC 就算未來在產值也超越了 GPU，但是未必能夠有足夠的產能支持。

投資建議

維持輝達目標價 345 美元，基於 2027 年(2028 財年) 22 倍的本益比，於歷史均值，目標本益比已反映了營收成長減速。

投資風險

AI 需求反轉，晶片競爭加劇。公司管理層變動則為系統性風險。

主要財務數據及估值

	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26A	Jan-27F	Jan-28F	Jan-29F
營業收入 (US$百萬)	60,922	130,497	215,938	412,680	701,624	919,562
營業毛利 (US$百萬)	44,959	98,505	153,994	304,710	506,546	662,085
營業利益 (US$百萬)	37,134	86,789	137,300	268,664	453,173	591,356
EBITDA (US$百萬)	38,642	88,653	140,143	273,616	460,891	600,552
稅後淨利 (US$百萬)	32,312	74,265	116,997	226,783	381,673	497,747
每股盈餘 (US$)	1.30	2.99	4.77	9.33	15.72	20.50
營業收入成長率 (%)	125.9	114.2	65.5	91.1	70.0	31.1
每股盈餘成長率 (%)	288.0	130.7	59.5	95.6	68.4	30.4
毛利率 (%)	73.8	75.5	71.3	73.8	72.2	72.0
營業利益率 (%)	61.0	66.5	63.6	65.1	64.6	64.3
EBITDA margin (%)	63.4	67.9	64.9	66.3	65.7	65.3
淨負債比率 (%)	5.3	1.8	N/A	N/A	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	75.2	93.6	74.4	95.3	74.4	56.9

資料來源：公司資料；凱基預估

圖 1：FY3Q-4Q27 財測修正與市場共識比較

	FY3Q27E							FY4Q27E						
百萬元	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	110,117	105,041	4.8	14.4	93.2	109,043	1.0	124,727	114,902	8.6	13.3	83.1	124,197	0.4
毛利	81,486	78,781	3.4	12.9	94.2	80,749	0.9	89,803	86,177	4.2	10.2	75.4	89,416	0.4
營業利益	72,347	69,327	4.4	13.1	91.6	71,883	0.6	78,578	75,835	3.6	8.6	70.4	78,037	0.7
稅後淨利	61,023	58,619	4.1	13.1	92.1	60,245	1.3	66,257	64,086	3.4	8.6	67.5	66,544	(0.4)
每股盈餘 (元)	2.51	2.40	4.7	13.1	93.7	2.48	1.5	2.73	2.63	3.7	8.6	68.5	2.74	(0.5)
毛利率 (%)	74.0	75.0	(1.0)ppts	(1.0)ppts	0.4 ppts	74.1	(0.1)ppts	72.0	75.0	(3.0)ppts	(2.0)ppts	(3.2)ppts	72.0	0.0 ppts
營利率 (%)	65.7	66.0	(0.3)ppts	(0.8)ppts	(0.5)ppts	65.9	(0.2)ppts	63.0	66.0	(3.0)ppts	(2.7)ppts	(4.7)ppts	62.8	0.2 ppts
淨利率 (%)	55.4	55.8	(0.4)ppts	(0.7)ppts	(0.3)ppts	55.2	0.2 ppts	53.1	55.8	(2.7)ppts	(2.3)ppts	(4.9)ppts	53.6	(0.5)ppts

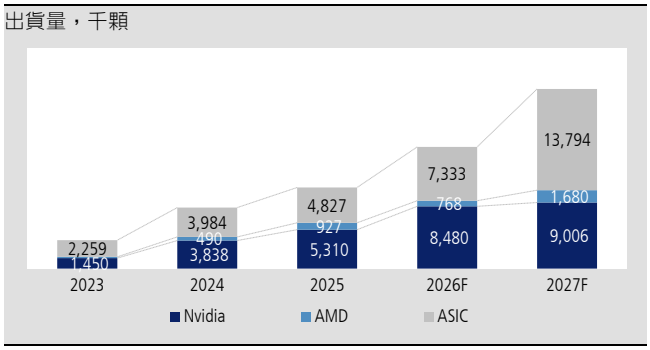
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：FY2027-28 年財測修正 vs.市場共識

	FY2027F						FY2028F					
百萬元	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	412,680	394,593	4.6	91.1	411,058	0.4	701,624	544,309	28.9	70.0	702,662	(0.1)
毛利	304,710	295,966	3.0	97.9	303,525	0.4	506,546	392,248	29.1	66.2	510,744	(0.8)
營業利益	268,664	260,442	3.2	95.7	268,691	(0.0)	453,173	350,610	29.3	68.7	458,305	(1.1)
稅後淨利	226,783	220,293	2.9	93.8	229,349	(1.1)	381,673	296,048	28.9	68.3	382,728	(0.3)
每股盈餘 (元)	9.33	9.03	3.3	95.6	9.38	(0.5)	15.72	12.14	29.5	68.4	15.89	(1.1)
毛利率 (%)	73.8	75.0	(1.2)ppts	2.5 ppts	73.8	(0.0)ppts	72.2	72.1	0.1 ppts	(1.6)ppts	72.7	(0.5)ppts
營利率 (%)	65.1	66.0	(0.9)ppts	1.5 ppts	65.4	(0.3)ppts	64.6	64.4	0.2 ppts	(0.5)ppts	65.2	(0.6)ppts
淨利率 (%)	55.0	55.8	(0.9)ppts	0.8 ppts	55.8	(0.8)ppts	54.4	54.4	0.0 ppts	(0.6)ppts	54.5	(0.1)ppts

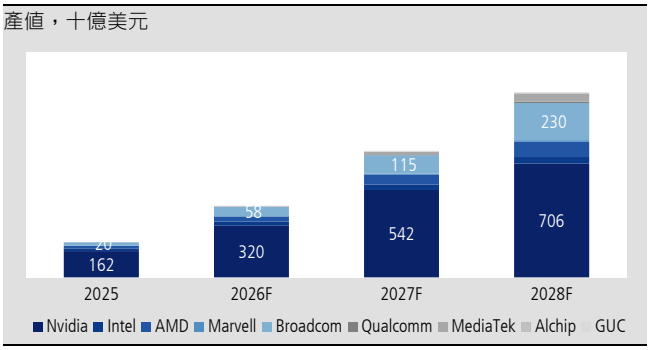
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：ASIC 數量追上 GPU，但產值仍落後



資料來源：凱基預估

圖 4：加速器晶片產值(扣除網通)



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

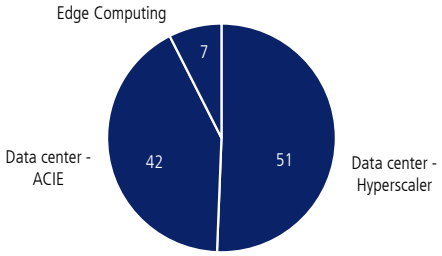
圖 5：公司概況

1993 年成立的 Nvidia 是全球 IC 設計大廠，負責設計並銷售積體電路 (IC) 產品 (如 CPU、GPU 與 DPU)，主要供 PC、伺服器與汽車產業應用。公司在分離式桌機 GPU 市場居領先地位，2020 年市佔率接近 80%。受惠於人工智能浪潮，Nvidia 擴大其加速運算領域優勢，在訓練用 GPU 具有壓倒性的地位，期望透過人工智慧 (AI) 與高效能運算 (HPC) 推動長期獲利成長。

資料來源：公司資料；凱基

圖 6：FY2Q27 事業別營收組成

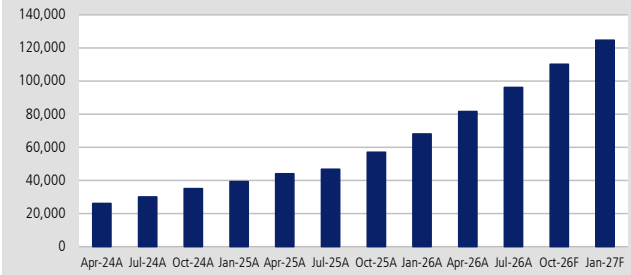
營收占比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：季營收

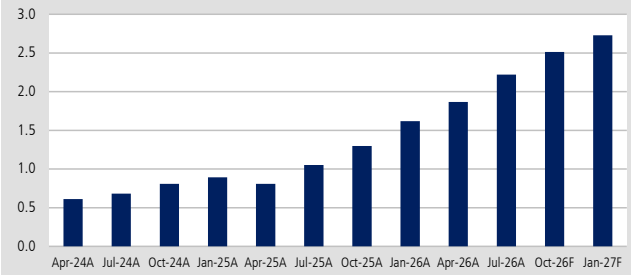
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：Non-GAAP EPS

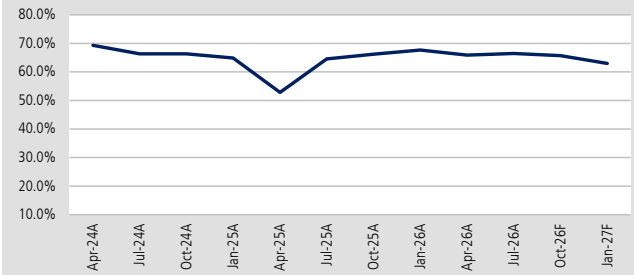
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：毛利率

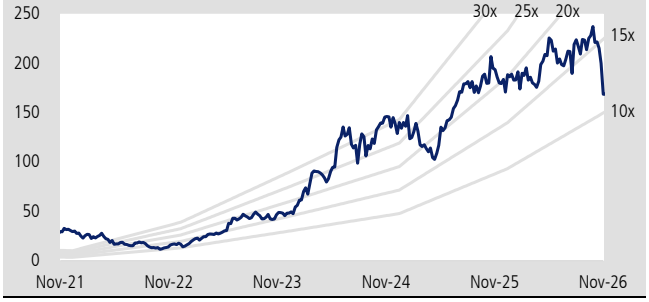
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：未來 12 個月預估本益比

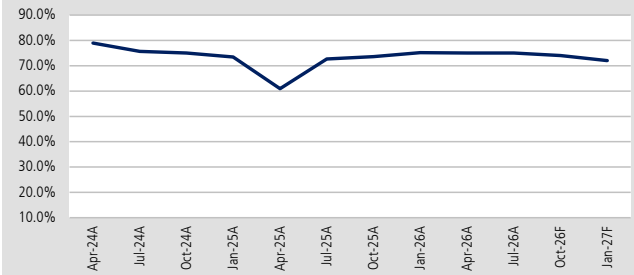
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：營業利潤率

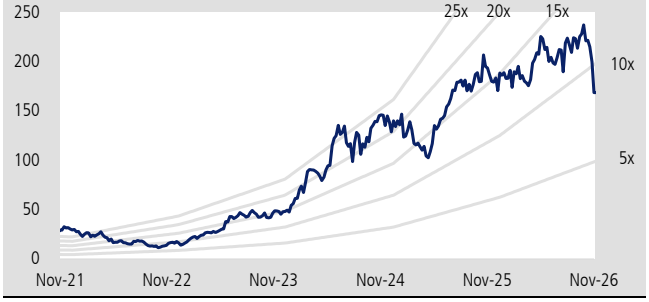
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

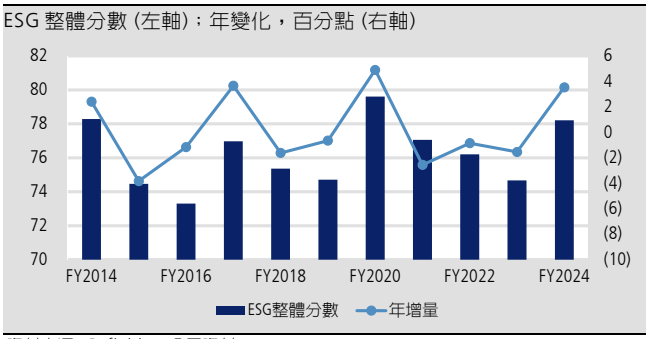
圖 12：未來 12 個月預估股價淨值比

股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



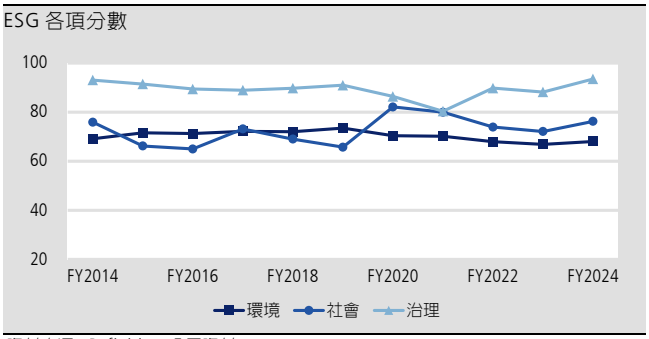
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 13：Nvidia - ESG 整體分數



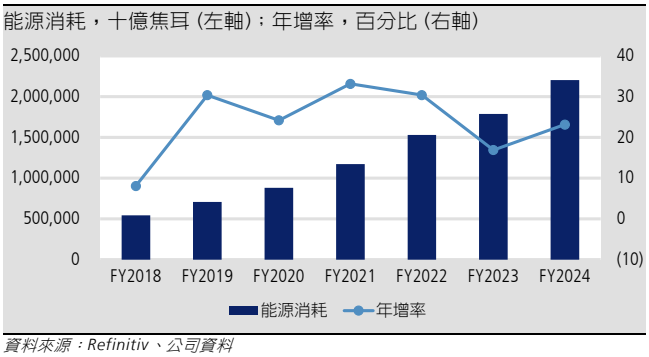
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Nvidia - ESG 各項分數



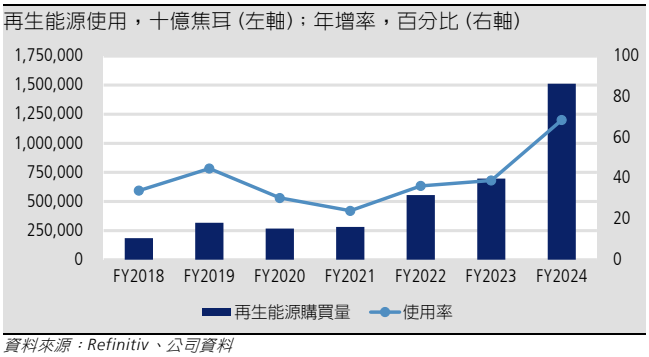
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Nvidia -能源消耗



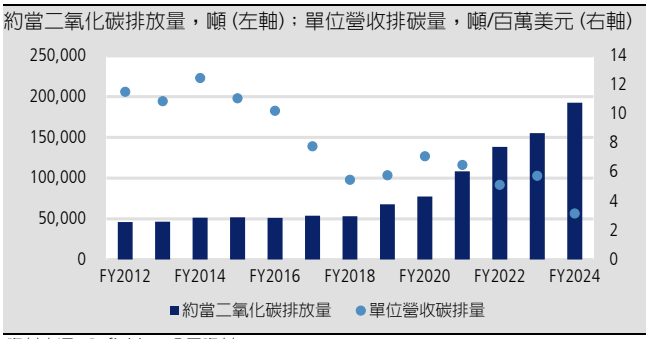
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：Nvidia -再生能源使用



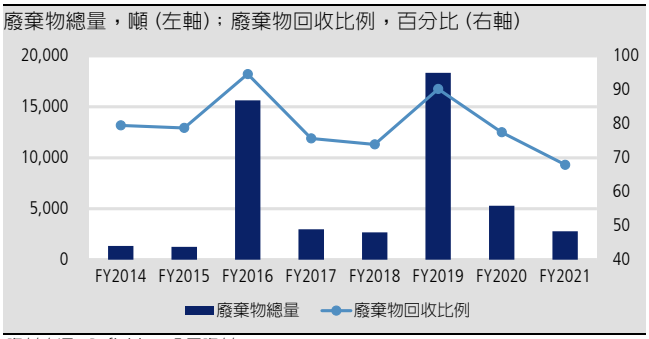
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：Nvidia -碳排量



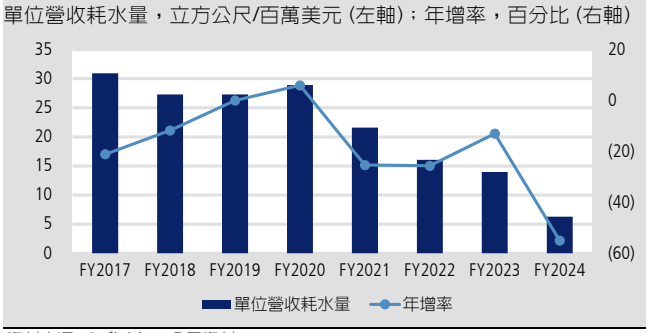
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：Nvidia -廢棄物總量



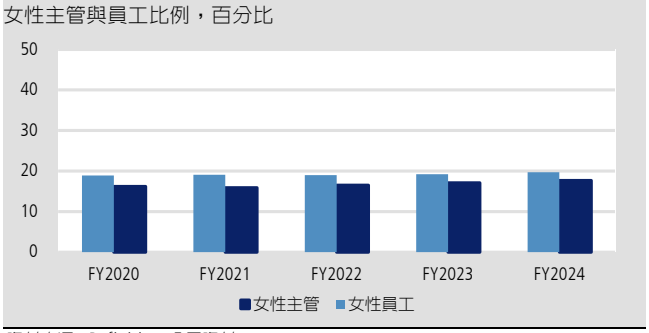
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：Nvidia -耗水量



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：Nvidia -性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 =（離開之員工/平均員工人數）*100 - 平均員工人數 =（本年末員工人數 + 去年末員工人數）/2 - 本財年末員工數 =上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公衆健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

Nvidia – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-11-20	增加持股	296.0	186.1
2026-02-23	增加持股	296.0	189.4
2026-02-26	增加持股	325.0	195.1
2026-03-17	增加持股	325.0	182.8
2026-05-18	增加持股	340.0	224.8
2026-05-21	增加持股	365.0	223.0
2026-08-19	增加持股	335.0	219.5
2026-08-27	增加持股	345.0	209.4

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就幷公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行幷不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，幷不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。