

## Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

### 2026 GTC: 推論時代來臨，GPU 不再是唯一焦點

#### 增加持股 · 維持

收盤價 March 16 (US\$)	183.22
3 個月目標價 (US\$)	218.7
12 個月目標價 (US\$)	325.0
前次目標價 (US\$)	325.0
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	77.4

#### 焦點內容

1. 推出推論晶片 Groq 3 LPU。
2. Rubin Ultra 以及 Feynman 更多的技術細節。
3. 垂直整合，橫向開放，回應市場對於輝達以及 AI 的種種質疑。

#### 交易資料表

市值: (US\$bn)	4,452.2		
流通在外股數 (百萬股):	24,300		
機構持有比例 (%):	71.4		
3M 平均成交量 (百萬股):	176.2		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	86.6-212.2		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	7.2	7.6	53.3
相對表現 (%)	7.5	6.1	35.2

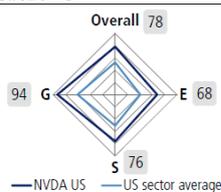
#### 市場綜合評等



<b>12M 機構目標價</b>	<b>最低</b>	<b>平均</b>	<b>最高</b>
目標價 (美元)	140	269	380
潛在報酬 (%)	(23.6)	46.9	107.4

資料來源: Bloomberg

#### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

輝達召開 GTC，發表其推論晶片並揭示後面兩個世代平台的更多細節。

#### 評論及分析

**推出推論晶片 Groq 3 LPU。** Groq 3 LPU，旨在強化其在推論的競爭力，目前由三星代工。輝達將 LPU 以機櫃形式整合進 Vera Rubin 平台，晶片架構變為七個 (Rubin GPU、Vera CPU、CX9、BF4、NVLink Switch、Spectrum CPO、Groq LPU)，提供 3.6 EFLOPS 算力與 260 TB/s NVLink 頻寬。

**Rubin Ultra 以及 Feynman 更多的技術細節。** 下一個世代 Rubin Ultra (已 Tape out) 將採用全新 Kyber 架構，將 144 顆 GPU 整合。運算節點以垂直方式插入 Kyber 機架，突破銅纜傳輸距離限制。LP35 為新一代 LPU，導入 Nvidia NVFP4 架構，進一步提升推論速度。同時，再下一代架構 Feynman (2028)，也揭露更多細節，包含全新 GPU、LP40 LPU、代號 Rosa 的新一代 CPU、NVLink 8 CPO、Spectrum 7 CPO、BF-5 DPU，以及 CX10 SuperNIC。Feynman 同時支援銅纜與 CPO scale-up，為首個在 scale-up 同時部署兩種互連技術的世代。

**垂直整合，橫向開放，回應市場對於輝達以及 AI 的種種質疑。** 公司上修 AI 營收 (Blackwell+Rubin) 2025 至 2027 年底至少 1 兆美元，對比原先預估至 2026 年底 5,000 億美元，考慮公司表示還有上修空間，略優於我們目前的預估。執行長黃仁勳也回應市場的種種質疑：延伸營收預期至明年底是回應 AI 支出恐難以為繼的質疑；六年前的 A100，至今仍在線上運行，回應對於舊產品的折舊以及價值等擔憂；LPU 回應了市場對輝達進入推論市場影響力式微的疑慮。最後，公司強調 token 才是客戶產生營收的關鍵，而不論是每瓦的 token 數或是每單位 token 的成本，都沒有競爭者能夠超越輝達。

#### 投資建議

除了 AI 營收上修以外，晶片的發表大致上符合市場預期。輝達對於 AI 市場藍圖有助於穩住市場信心，但並沒有大幅驚艷。因能見度過高以及成長率因基期趨緩，市場確實對輝達有 de-rating 的現象。然公司目前評價幾乎是最便宜的 AI 股票，我們仍覺得其評價被大幅低估，維持「增加持股」的評等。

#### 投資風險

AI 需求反轉，晶片競爭加劇。

#### 主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F	Jan-28F
營業收入 (US\$百萬)	26,974	60,922	130,497	215,938	357,114	467,232
營業毛利 (US\$百萬)	15,965	44,959	98,505	153,994	267,111	345,752
營業利益 (US\$百萬)	9,040	37,134	86,789	137,299	241,544	313,513
EBITDA (US\$百萬)	10,584	38,642	88,653	138,471	229,973	292,516
稅後淨利 (US\$百萬)	8,366	32,312	74,265	116,996	204,980	265,434
每股盈餘 (US\$)	0.33	1.30	2.99	4.78	8.37	10.86
營業收入成長率 (%)	0.2	125.9	114.2	65.5	65.4	30.8
每股盈餘成長率 (%)	(24.8)	288.0	130.7	59.7	75.2	29.8
毛利率 (%)	59.2	73.8	75.5	71.3	74.8	74.0
營業利益率 (%)	33.5	61.0	66.5	63.6	67.6	67.1
EBITDA margin (%)	39.2	63.4	67.9	64.1	64.4	62.6
淨負債比率 (%)	32.7	5.3	1.8	N/A	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	37.9	75.2	93.6	92.9	77.3	58.9

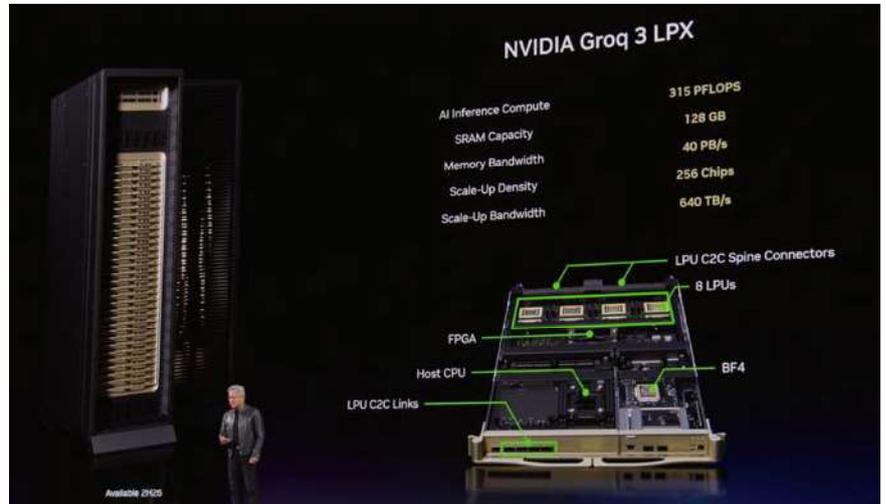
資料來源: 公司資料; 凱基

## 2026 GTC 大會重點摘要

- 受惠於 ChatGPT、具備推理能力的 o1/o3 模型及具行動力的 Claude Code，過去兩年運算需求飆升逾萬倍。AI 核心工作負載已從訓練轉向推論，每次運作均需消耗大量 Token，Nvidia 預估，2025-27 年 AI 營收將超過 1 兆美元，且實際需求可能更高。
- Vera Rubin NVLink 72 搭載 7 款晶片(Rubin GPU、Vera CPU、CX9、BF4、NVLink Switch、Spectrum CPO、Groq 3 LPU)，提供 3.6 exaflops 算力與 260 TB/s NVLink 頻寬，專為 agentic AI 工作負載設計；首座 Vera Rubin 機架已於 Microsoft Azure 上線運行，供應鏈已具備每週生產數千套系統的能力(包含 GB300)。
- Nvidia 收購 Groq 團隊並授權其技術後，將 Groq 的 LPU 整合至 Vera Rubin 平台。Groq LP30 晶片由 Samsung 代工，單晶片搭載 500 MB SRAM，8 顆晶片組成一套系統，專為推論中的 decode 階段設計，而 Pre-fill 則交給 Vera Rubin 處理。Groq LPU 預計於 3Q26 出貨。
- 下一代產品 Rubin Ultra 將搭配全新 Kyber 機架架構，將 144 顆 GPU 整合於單一 NVLink 中。運算節點以垂直方式插入 Kyber 機架，前端為運算單元、後端為 NVLink 交換器，透過 midplane 取代傳統銅纜連接，突破銅纜傳輸距離限制。Rubin Ultra 晶片目前正在 tape-out，同步規劃的 LP35 為新一代 LPU，首次導入 Nvidia NVFP4 運算架構，將進一步提升推論速度。
- Rubin Ultra 之後的下一代架構代號為 Feynman，包含全新 GPU、LP40 LPU、代號 Rosa 的新一代 CPU、NVLink 8 CPO、Spectrum 7 CPO、BlueField-5 DPU，以及 CX10 SuperNIC。Feynman 將採用 Kyber 機架，同時支援銅纜與 CPO scale-up，為首個在 scale-up 同時部署兩種互連技術的世代。
- Oberon 為標準機架系統，同時適用於 Blackwell 與 Rubin 架構，確保向下相容性。在擴展策略上，Nvidia 採銅纜與光纖並行路線：NVLink 72 搭配 Oberon 可透過光學擴展至 NVLink 576；NVLink 144 則透過 Kyber 機架以銅纜 scale-up 實現，Nvidia 將同時支持兩種路徑以滿足不同部署需求。
- Nvidia 與 TSMC (2330 TT，受法規限制未評等) 共同開發 COUPE 製程技術，將光學元件直接封裝於交換晶片上，實現電子到光子的直接轉換。Spectrum-X CPO 交換器(Spectrum 6 CPO)已進入全面量產，為全球首款量產的 CPO 網路交換器。
- ConnectX-9 搭載 Vera CPU 核心，BlueField-4 則為新一代儲存平台基礎。Nvidia 將兩者整合為 STX 機架，定位為 AI 原生儲存系統，專為 agentic AI 場景下的高頻資料存取設計，支援 cuDF 加速結構化資料、cuVS 加速非結構化資料，以及 KV cache 儲存。
- Nvidia 在發表會中亦推出多項新產品與技術，以拓展 AI 的應用領域。自駕車方面，BYD、Hyundai、Nissan、Geely 加入 robotaxi-ready 平台，合計年產 1,800 萬輛，並與 Uber 展開多城市部署。機器人領域，發表 Isaac Lab、Newton、Cosmos 及 Groot 等開源工具鏈，ABB、

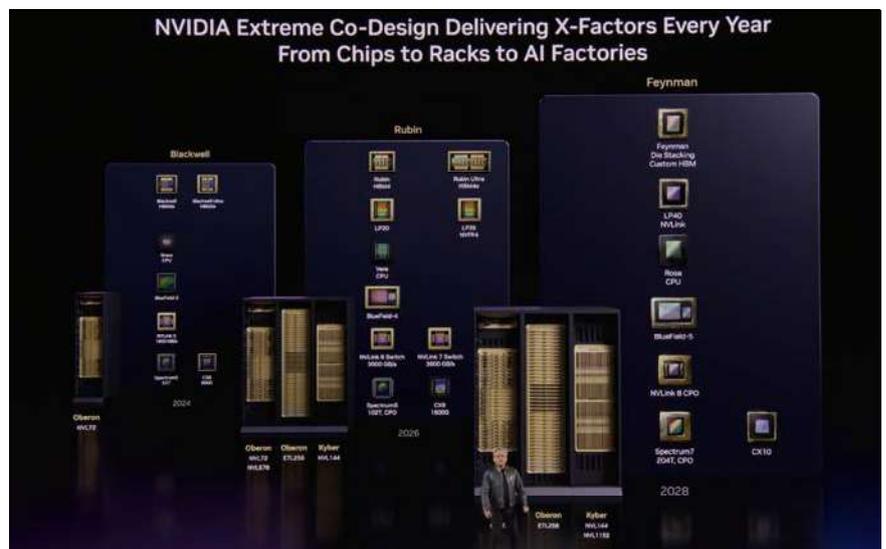
Universal Robots、KUKA 等夥伴已整合物理 AI 模型。電信方面，Aerial AI RAN 平台與 Nokia、T-Mobile 合作，將基地台轉型為 AI 邊緣運算節點。此外，Thor 晶片已部署於衛星，Nvidia 正開發 Vera Rubin Space One 將運算延伸至太空。

圖 1：Nvidia Groq 3 LPX



資料來源：公司資料

圖 2：Nvidia 產品 Roadmap



資料來源：公司資料

**圖 3：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 5：季營收**

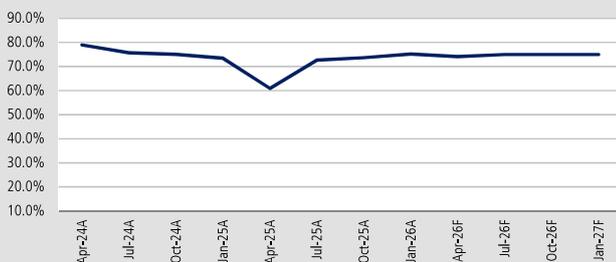
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 7：毛利率**

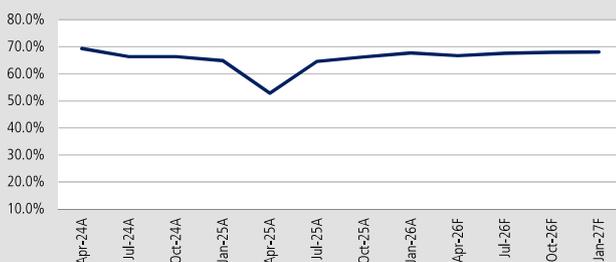
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 9：營業利潤率**

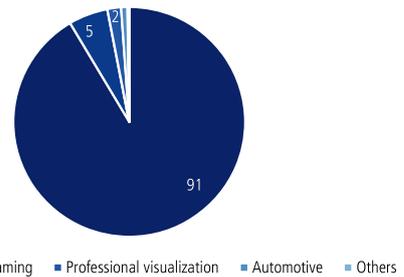
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 4：FY4Q26 事業別營收組成**

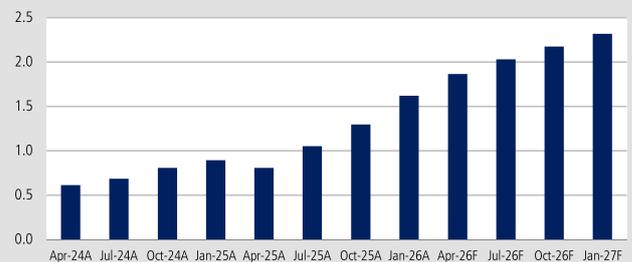
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：Non-GAAP EPS**

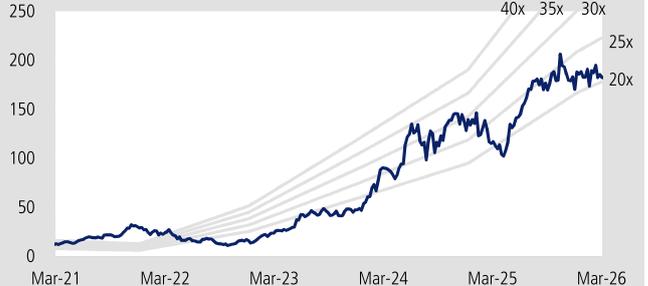
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 8：未來 12 個月預估本益比**

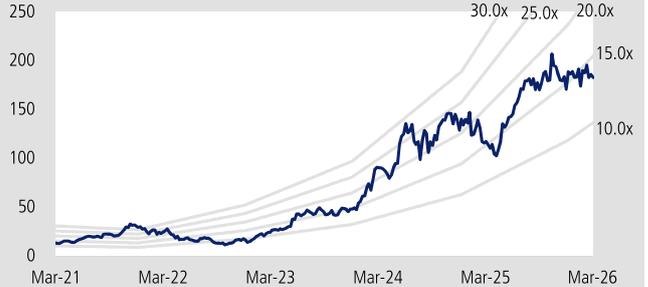
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 10：未來 12 個月預估股價淨值比**

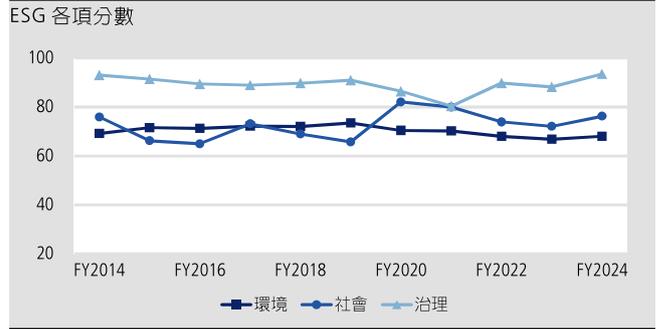
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



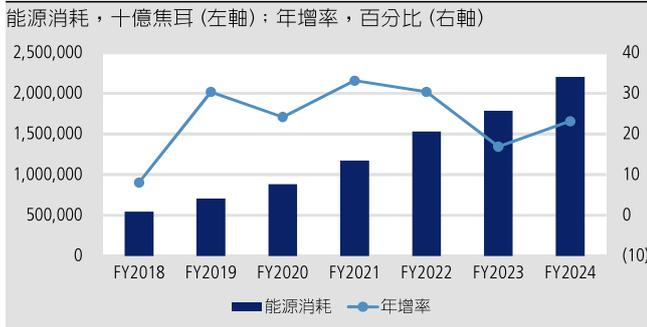
資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 11 : Nvidia - ESG 整體分數**

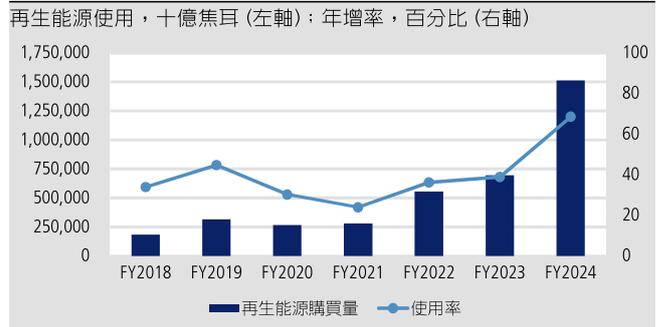

資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 12 : Nvidia - ESG 各項分數**


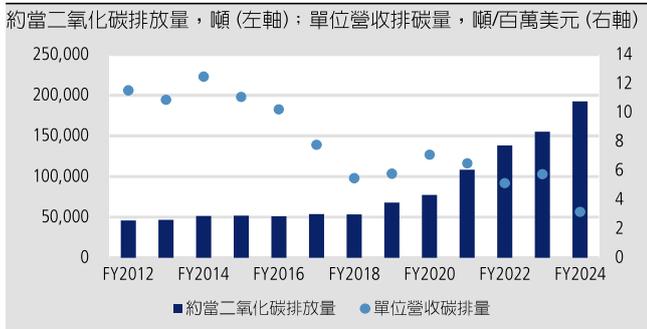
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 13 : Nvidia - 能源消耗**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 14 : Nvidia - 再生能源使用**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 15 : Nvidia - 碳排放量**


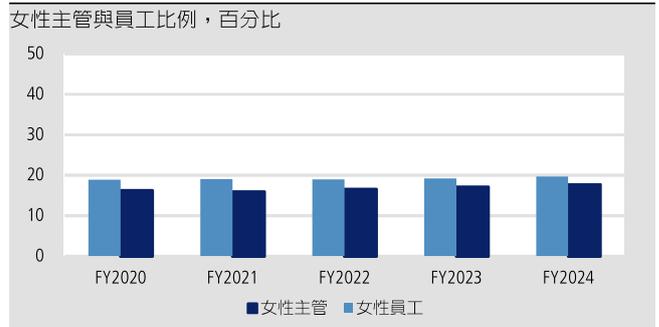
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16 : Nvidia - 廢棄物總量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

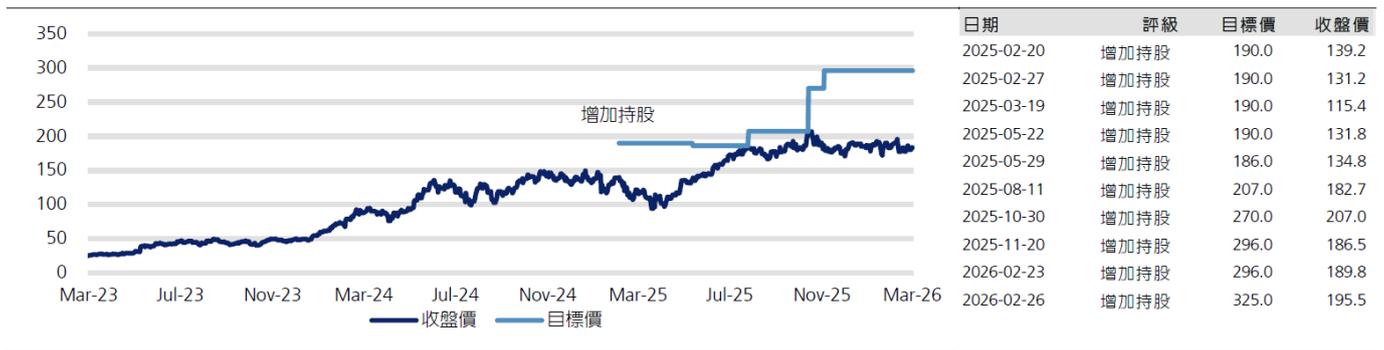
**圖 17 : Nvidia - 耗水量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18 : 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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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、保護公眾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具生態效率的解決方案

**Nvidia – 以往評級及目標價**


資料來源：彭博；凱基

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。

**免責聲明** 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](http://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其公正性、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，本行并不另行通知。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，并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有。