

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

投資人可能低估了 AI 長期需求，卻高估了短期營收

增加持股・維持

收盤價 August 27 (US\$)	181.60
3 個月目標價 (US\$)	187.95
12 個月目標價 (US\$)	207.00
前次目標價 (US\$)	207.00
維持 (%)	11.3
上漲空間 (%)	14.0

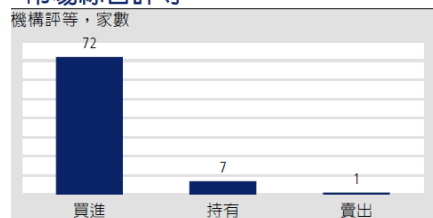
焦點內容

1. 第二季營收連續 11 季超越財測。
2. 第三季低於買方上升的預期。
3. 上修 AI 基建預期至 3-4 兆美元。

交易資料表

市值：(US\$bn)	4,412.9		
流通在外股數 (百萬股)：	24,300		
機構持有比例 (%)：	71.1		
3M 平均成交量 (百萬股)：	180.1		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	86.6-184.5		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	34.7	45.4	44.6
相對表現 (%)	24.6	36.5	28.7

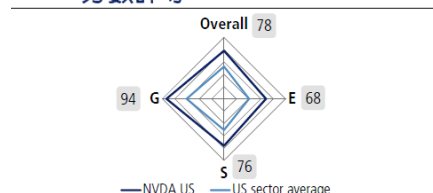
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	100	199	270
潛在報酬 (%)	(44.9)	9.8	48.7

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

輝達公布 2026 財年第二季財報，連續 11 季超越財測，但受限於 H20 禁令和 GB200 交貨進度，第二季資料中心營收低於預期，第三季展望優於賣方共識(535 億美元)但低於近期上升的買方預期(550 億美元)。

評論及分析

第二季營收連續 11 季超越財測。第二季營收 467 億美元 (季增 6%，年增 56%)，優於公司展望的 450 億，略低於我們預期的 470 億美元，主因 Blackwell 出貨仍受限。毛利率為 72.7%，季增 11.7 個百分點，略優於市場共識之 72.1%，其中包含來自 H20 庫存迴轉利益，貢獻毛利率 0.4 個百分點。FY2Q26 non-GAAP EPS 為 1.05 美元，優於市場共識之 1.01 美元。資料中心在 H20 營收下滑的影響下，第二季營收仍達 411 億美元，季增 5%。不過扣除網通晶片和零件，季減 1%，低於預期，主要受到 H20 以及 GB200 出貨受限。

第三季低於買方上升的預期。公司預期第三季營收為 540 億美元±2%，中位數季增 16%，年增 54%，高於賣方市場共識之 535 億美元，但低於近期隨股價上升而提高的買方預期 550 億美元。Blackwell (含 Blackwell Ultra)持續放量，公司預期其本季營收季增 17%，目前已占資料中心營收之 50%。

上修 AI 基建預期至 3-4 兆美元。公司展望 2030 年資料中心基礎設施市場將達 3-4 兆美元，較原來預期由通用伺服器轉型加速運算的一兆美元高出許多。公司的計算邏輯是四大 CSP 的資本支出已經在兩年內翻倍，預期將未來五年內將再次翻倍至每年 6,000 億美元，加計主權 AI、中小 CSP/新創以及美國以外等需求，將把基建需求推升至三兆美元以上。公司看好 reasoning agentic AI，所需的運算量比傳統聊天機器人模型高出百倍以上。

投資建議

法說會的內容沒有太多新的訊息，不過輝達和四大 CSP 的展望，對於 AI 需求可能泡沫化的疑慮持續注入強心針。我們認為投資人可能低估了 AI 長期潛在需求，但是短期內高估了 AI 相關公司的營收表現。由於我們未有看到對於輝達競爭力的顯著挑戰，我們仍維持對公司的樂觀看法並且維持「增加持股」以及目標價 207 元。不過要提醒投資人，目前股價表現已經顯著超越了基本面的增速，預期股價短期將出現震盪。

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-22A	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$百萬)	26,914	26,974	60,922	130,497	193,523	255,089
營業毛利 (US\$百萬)	17,969	15,965	44,959	98,505	136,567	190,819
營業利益 (US\$百萬)	12,690	9,040	37,134	86,789	121,264	172,578
EBITDA (US\$百萬)	13,864	10,584	38,642	88,653	127,890	164,567
稅後淨利 (US\$百萬)	11,259	8,366	32,312	74,265	102,233	145,208
每股盈餘 (US\$)	0.44	0.33	1.30	2.99	4.14	5.88
營業收入成長率 (%)	61.4	0.2	125.9	114.2	48.3	31.8
每股盈餘成長率 (%)	77.6	(24.8)	288.0	130.7	38.5	42.0
毛利率 (%)	66.8	59.2	73.8	75.5	70.6	74.8
營業利益率 (%)	47.2	33.5	61.0	66.5	62.7	67.7
EBITDA margin (%)	51.5	39.2	63.4	67.9	66.1	64.5
淨負債比率 (%)	36.4	32.7	5.3	1.8	N/A	N/A
股東權益報酬率 (%)	42.3	37.9	75.2	93.6	82.8	65.3

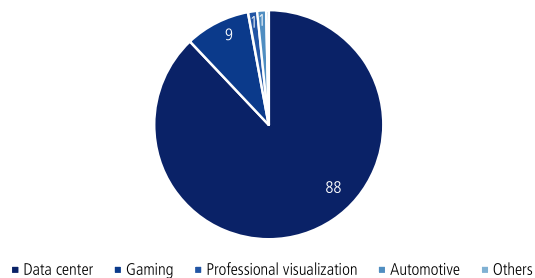
資料來源：公司資料；凱基

2026 財年第二季財報電話會議摘要：

- **Nvidia 公告 FY2Q26 (July-Q)財報：**Nvidia 公告 FY2Q26 (July-Q)財報，第二季營收 467 億美元(季增 6%，年增 56%)優於財測的 450 億美元但略低於我們預估之 470 億美元，主因 Blackwell 出貨受阻以及 H20 的營收短少。FY2Q26 (July-Q)毛利率為 72.7%，季增 12 個百分點，年減 3 個百分點，優於市場共識之 72.1%，其中包含 1.8 億來自 H20 庫存迴轉利益，約貢獻毛利率 0.4 個百分點。FY2Q26 (July-Q) non-GAAP 每股盈餘為 1.05 美元對比 FY1Q26 (Apr-Q)為 0.81 美元，及 FY2Q25 (July-Q)之 0.68 美元，優於市場共識之 1.01 美元，主因營收以及毛利率超越預期。
- **FY3Q26 (Oct-Q)展望：**展望 FY3Q26 (Oct-Q)，公司預期營收(未考慮 H20 潛在營收 20-50 億美元)為 540 億美元+2%，中位數季增 16%，年增 54%，優於賣方市場共識，但低於買方近期隨著股價上升的預期 550 億美元。營收成長主要仍受 Blackwell 所驅動，公司表示目前的生產速度已達每週約 1,000 櫃，預計到第三季，隨著額外產能的開出，出貨速度將進一步加速。FY3Q26 (Oct-Q) non-GAAP 毛利率為 73.5%，並且維持今年年底回到 74-76%的目標。FY3Q26 (Oct-Q) non-GAAP 營業費用為 420 億美元，並且展望今年營業費用將年增 37-39%。
- **FY2Q26 (July-Q) Data Center** 在 H20 營收下滑 40 億美元的影響下，營收仍達 411 億美元，季增 5%，年增 56%，略低於市場共識之 413 億美元，但扣除網通和零件，則季減 1%，低於預期。Blackwell (含 Blackwell Ultra)持續放量，公司預期本季營收季增 17%，目前已占資料中心營收之 50%。H20 方面，公司已經取得初步許可證，可向中國客戶銷售 H20 晶片，並且自七月底以來已有部分中國客戶取得核准，若一切順利，H20 單季營收貢獻有望達 20-50 億美元。針對美國官員表示希望取得授權銷售 H20 的營收中分得 15%的部分，公司表示美國政府尚未發布任何正式法規來明文規範此一要求。
- 公司展望 2030 年資料中心基礎設施市場將達 3-4 兆美元，較原來預期由通用伺服器轉型加速運算的一兆美元高出許多。公司的計算邏輯是四大 CSP 的資本支出已經在兩年內翻倍，預期將未來五年內將再次翻倍至每年 6,000 億美元，加計主權 AI、中小 CSP/新創以及美國以外等需求，將把基建需求推升至三兆美元以上。其中公司貢獻了大部分 AI 基礎設施。並且公司看好 reasoning agentic AI，能夠進行研究、思考並制定計畫，所需的運算量比傳統聊天機器人模型高出百倍以上。
- 其他產品線方面，Gaming 營收季增 14%，年增 49%至 42.9 億美元，大幅優於市場共識之 38.2 億美元，主因 Blackwell 架構的 GeForce GPU 隨著供應改善，銷售持續成長。ProViz 營收為 6.01 億美元，季增 18%，年增 32%，優於市場共識之 5.32 億美元，成長動能來自高階 RTX workstation 的導入。車用營收為 5.86 億美元，季增 3%，年增 69%，略低於市場共識之 5.93 億美元，主要由自駕解決方案所驅動，Thor 目前已正式量產出貨。

圖 1：Nvidia FY2Q26 各部門比重

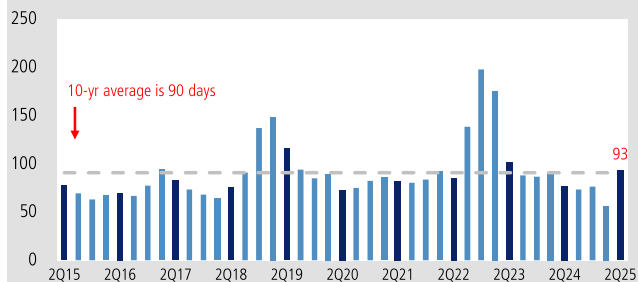
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：Nvidia 庫存週轉天數

庫存週轉天數，天

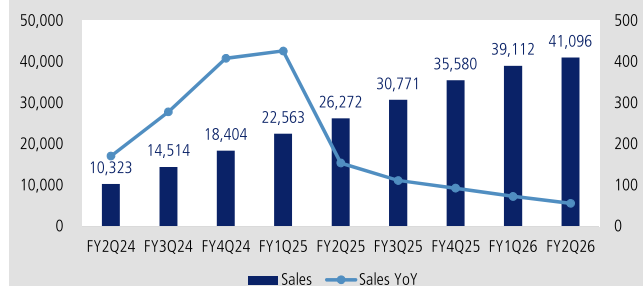


資料來源：Bloomberg；凱基

註：日期為日曆年度

圖 3：Nvidia data center 營收 vs. 營收年增率

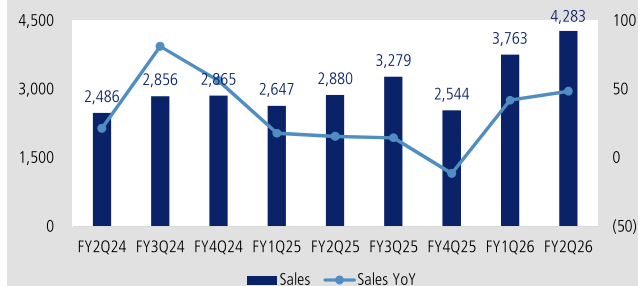
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Nvidia gaming 營收 vs. 營收年增率

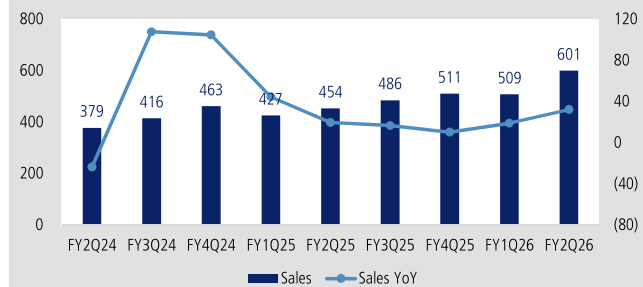
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Nvidia professional visualization 營收 vs. 營收年增率

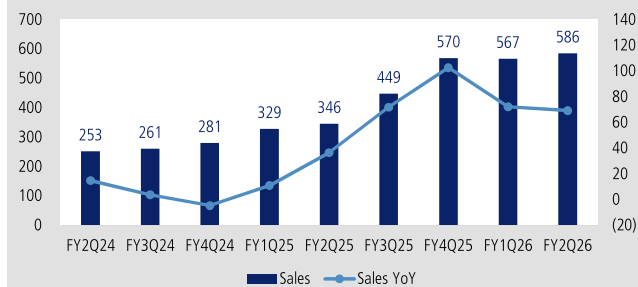
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Nvidia automotive 營收 vs. 營收年增率

營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

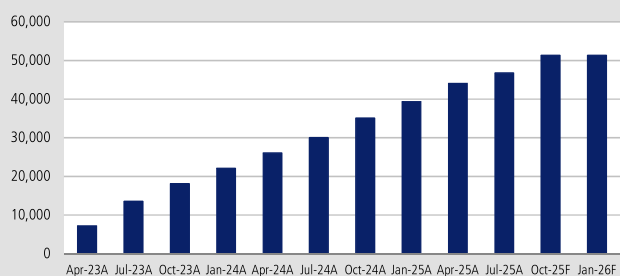
圖 7：公司概况

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 9：季營收

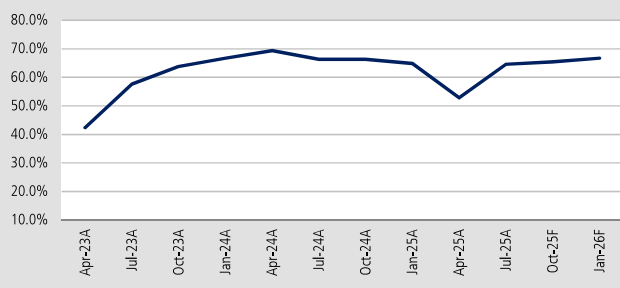
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：毛利率

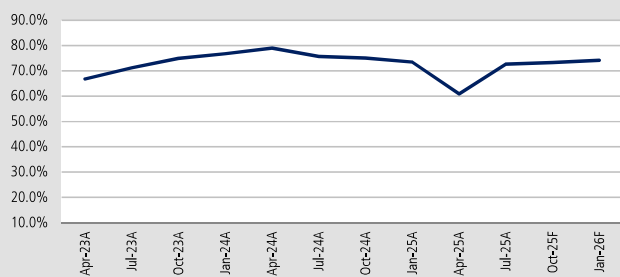
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：營業利潤率

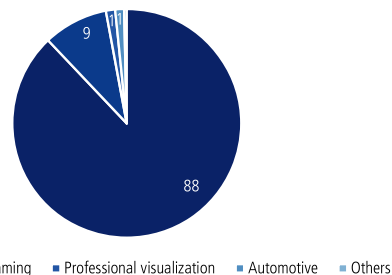
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：FY2Q26 事業別營收組成

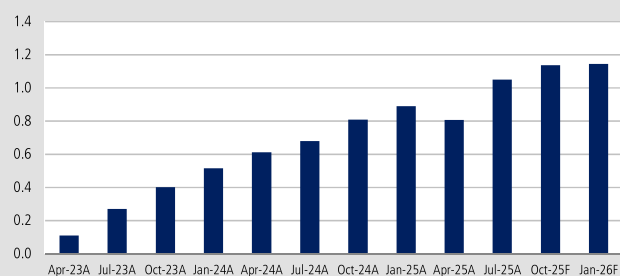
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：Non-GAAP EPS

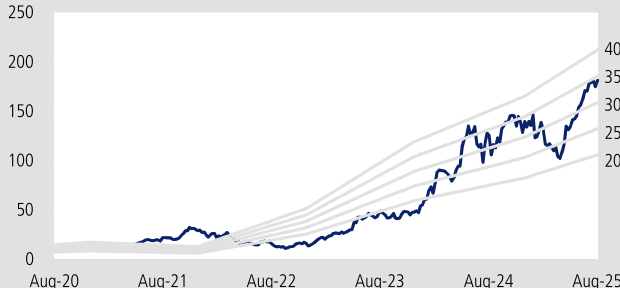
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比

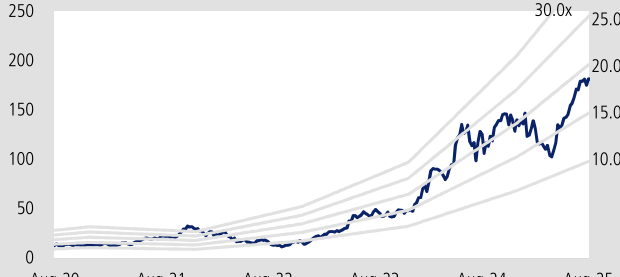
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：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 15 : Nvidia - ESG 整體分數

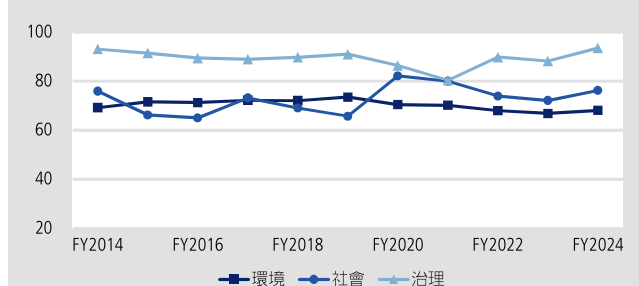
ESG 整體分數 (左軸)；年變化, 百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16 : Nvidia - ESG 各項分數

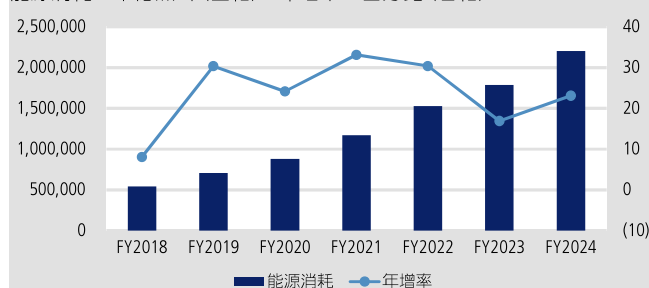
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17 : Nvidia - 能源消耗

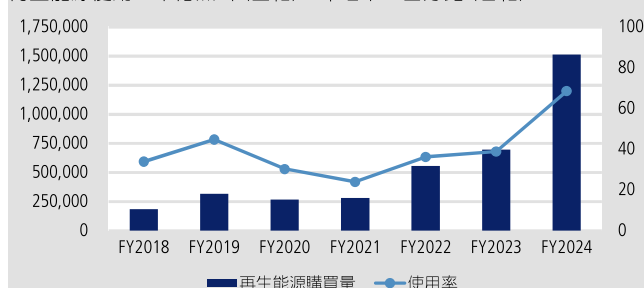
能源消耗, 十億焦耳 (左軸)；年增率, 百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18 : Nvidia - 再生能源使用

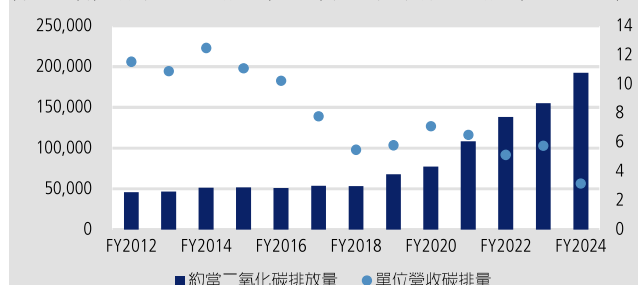
再生能源使用, 十億焦耳 (左軸)；年增率, 百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19 : Nvidia - 碳排放量

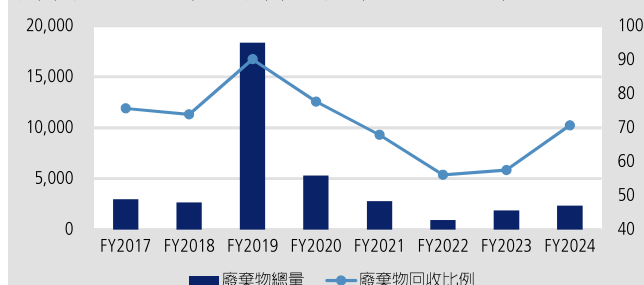
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸)；單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20 : Nvidia - 廢棄物總量

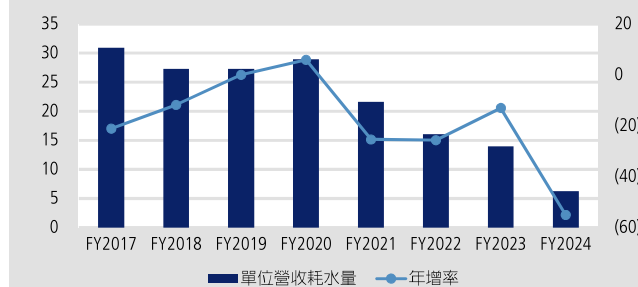
廢棄物總量, 噸 (左軸)；廢棄物回收比例, 百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21 : Nvidia - 耗水量

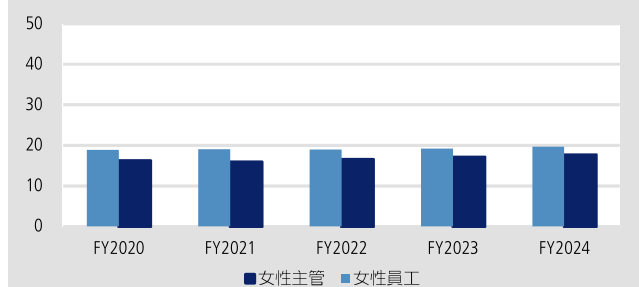
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率, 百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22 : Nvidia - 性別多樣性

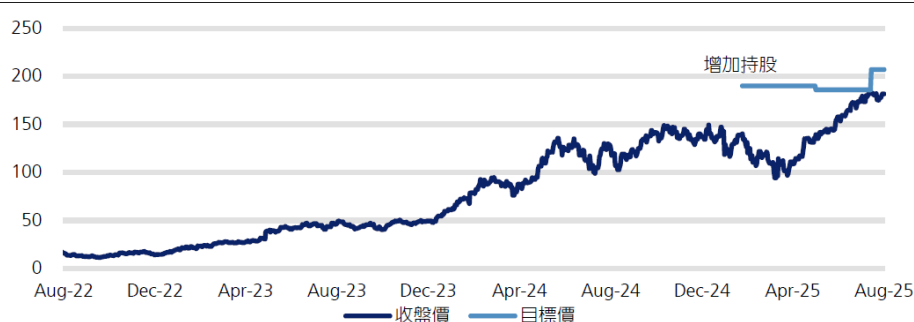
女性主管與員工比例, 百分比



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



日期	評級	目標價	收盤價
2025-02-20	增加持股	190.0	139.2
2025-02-27	增加持股	190.0	131.3
2025-03-19	增加持股	190.0	115.4
2025-05-22	增加持股	190.0	131.8
2025-05-29	增加持股	186.0	134.8
2025-08-11	增加持股	207.0	182.7

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 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倉。