

## 美國科技產業

### Nvidia 財報如預期強勁；Dell AI 伺服器出貨被市場低估

#### 焦點內容

1. Nvidia Apr-Q 營收展望 240 億美金，符合凱基先前預估與買方共識預期高緣。
2. H100 供給改善，產品交期下降，但需求持續強勁，預期 2024 全年仍供不應求，各業者(CSP 消費網路、企業軟體等)均利用 AI 帶來十分良好的業務提升與商業回報。
3. 公司預期生成式 AI 有望催生下一個 1 兆美元生成式 AI 基礎設施，未來五年全球資料中心基礎建置安裝有望翻倍，隱含每年千億美元的市場機會。

#### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### SOX 指數

SOX 指數, 點



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
NVIDIA	NVDA US	79	69	82	85
AMD	AMD US	70	70	74	61
Intel	INTC US	86	90	84	85

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

Nvidia (美)公告 4Q FY24 (Jan-Q；財年止於 1 月)財報。Jan-Q 營收/EPS 超過賣方市場(彭博)預期 8%/12%，Apr-Q 營收/淨利展望超過彭博預期 10%/11%。Apr-Q 營收展望 240 億美金，符合凱基先前預估(249 億)與買方共識預期高緣(225-240 億美金)。

#### 評論及分析

**Jan-Q 各項業務表現均超過市場預期。**Nvidia Jan-Q 資料中心營收(佔 Jan-Q 營收比重約 83%)超過彭博預期 7%，反應 H100 訓練與推論需求強勁，大型 CSP 佔資料中心營收比重略超過一半，而消費網路、企業軟體和垂直產業(車用、金融與醫療)等市場需求亦十分強勁，垂直產業業務已成長至數十億美元的業務。遊戲相關業務電競(佔比約 13%)和專業視覺化業務(佔比約 2%)超過彭博預期 5-6%，反應通路庫存正常，以及企業更新工作站供 AI 相關應用。車用業務(佔比約 1%)超過彭博預期 3%，主要係自駕車需求。Jan-Q/Apr-Q 毛利率表現超過市場預期 100-150bps，係因取得較低的零組件成本，預期後續將回到 75%水準。

**2025 年後仍將持續成長。**公司表示 H100 供給改善，產品交期下降，但需求持續強勁，預期 2024 全年仍供不應求，各業者(CSP 消費網路、企業軟體等)均利用 AI 帶來十分良好的業務提升與商業回報。H200 將於 Jul-Q 開始出貨，較 H100 帶來 2X 推論效能，需求亦十分強勁，公司估計推論應用約佔去年 40%資料中心營收。且公司表示，下一世代產品(B100)產能受限，目前需求遠大於供給，B100 出貨狀況預估見(見圖 9)。Jan-Q 中國佔資料中心營收僅中個位數，反應美國出口禁令，預期 Apr-Q 亦落在中個位數，新合規產品尚在送樣。展望未來，公司看好 2025 年及以後仍會成長，係因訓練與推論需求持續成長、CSP 加速投資，需求從消費網路、Tier-2 CSP 等拓展到垂直產業，以及主權 AI(日本、加拿大和法國等)需求(亦有望為數十億美元市場)。公司預期生成式 AI 有望催生下一個 1 兆美元生成式 AI 基礎設施，未來五年全球資料中心基礎建置安裝有望翻倍，隱含每年千億美元的市場機會。

#### 投資建議

凱基維持 Nvidia「增加持股」評等，與目標價 950 美元。我們上修 Dell 目標價至 120 美元(12 倍 2025 年 EPS，增加持股，原 85 美元)，反應我們上修 Dell 2024/2025 AI 伺服器營收(見圖 10/11)，我們估計 Dell 2024 AI 伺服器出貨有望年增 7-8 倍，而此尚未反應在市場模型中。B100 2H24 出貨台股相關供應鏈看好先進封裝概念股如志聖(2467 TT)、弘塑(3131 TT)、水冷概念股如雙鴻(3324 TT)、奇鋐(3017 TT)。

#### 投資風險

全球消費及 ICT 需求不如預期；消費者對新產品的接受度不高。

圖 1：主要指數表現

Index	Recent close (pts)	1W (change, %)	2W	1M	3M	6M	12M	YTD
Dow Jones	38,612	0.5	12.0	2.0	10.0	12.0	16.5	2.4
Nasdaq	15,581	(1.8)	15.4	1.8	9.7	15.4	35.6	3.8
SOX	4,446	(2.6)	24.9	1.6	19.1	24.9	53.0	6.5

資料來源：Bloomberg

圖 2：同業評價比較表

Company	Ticker	Market cap (US\$bn)	Turnover (30 days moving avg.) (US\$m)	Rating	Target price (US\$)	Share price (US\$)	Upsides (%)	PE (x)			EPS (US\$)			EPS YoY (%)			EPS revision(%) 2025F
								2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	
NVIDIA	NVDA	1,687	31,986	OP	950.0	674.7	40.8	52.1	21.9	17.5	12.96	30.78	38.61	283.8	137.5	25.4	1.9
Broadcom	AVGO	575	3,196	OP	1,435.0	1,227.5	16.9	29.1	22.0	21.8	42.25	55.78	56.39	12.3	32.0	1.1	9.8
AMD	AMD	265	14,095	OP	200.0	164.3	21.7	62.0	40.4	31.1	2.65	4.06	5.27	(25.1)	53.4	29.8	
Intel	INTC	184	2,073	OP	53.0	43.5	21.9	41.6	31.4	20.7	1.04	1.39	2.10	(43.4)	32.7	51.6	
Marvell	MRVL	57	896	OP	85.0	65.5	29.7	43.6	28.6	23.4	1.50	2.29	2.80	(29.1)	52.3	22.4	1.3
Dell	DELL	58	315	OP	120.0	81.4	47.4	12.4	9.4	8.2	6.57	8.69	9.91	(13.7)	32.3	14.0	37.3

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 3：Nvidia 4Q FY24 財報一覽

(US\$bn)	4Q FY24	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)
Revenue	22.1	22.0	265.3	20.0	20.4	8.2
Gross profit	17.0	24.9	324.1	15.1	15.4	10.0
Gross margin (%)	76.7	177bps	1,064bps	75.5	75.5	127bps
Operating profit	14.7	27.6	563.2	12.9	13.1	12.4
Operating margin (%)	66.7	295bps	2,997bps	64.5	64.2	251bps
Pre-tax profit	15.0	27.7	561.1	13.1	13.4	11.7
Pre-tax margin (%)	67.8	303bps	3,033bps	65.5	65.6	215bps
Income tax	2.1	25.1	2,228.3	2.0	2.0	5.8
Tax rate (%)	14.3	(29bps)	1,024bps	15.0	15.1	(80bps)
Net profit	12.8	28.1	490.6	11.1	11.4	12.8
Net margin (%)	58.1	279bps	2,216bps	55.7	55.7	236bps
Diluted EPS (US\$)	5.16	28.3	487.5		4.60	12.2

資料來源：公司資料、Bloomberg、凱基投顧

註：財年止於1月

圖 4：Nvidia 1Q FY25 財測

	1Q FY25	QoQ (%)	YoY (%)	Consensus	Diff. (%)
Revenue	24.0	8.6	233.7	21.8	10.0
Gross profit	18.5	9.0	284.8	16.5	12.2
Gross margin (%)	77.0	27bps	1,023bps	75.5	148bps
Operating profit	16.0	8.3	423.6	14.2	12.7
Operating margin (%)	66.6	(15bps)	2,415bps	65.0	162bps
Other incomes	0.3	7.8	197.6	0.1	120.5
Pre-tax profit	16.2	8.3	417.5	14.3	13.6
Pre-tax margin (%)	67.6	(15bps)	2,402bps	65.5	214bps
Income tax	2.8	28.8	552.3	2.2	26.8
Tax rate (%)	17.0	270bps	351bps	15.2	178bps
Net profit	13.5	4.9	396.5	12.1	11.2
Net margin (%)	56.1	(196bps)	1,841bps	55.5	62bps

資料來源：公司資料、Bloomberg、凱基投顧

註：財年止於1月

圖 5 : Nvidia 各終端市場季末營收

(US\$m)	3Q FY23	4Q FY23	1Q FY24	2Q FY24	3Q FY24	4Q FY24
Gaming	1,574	1,831	2,240	2,486	2,856	2,865
Data center	3,833	3,616	4,284	10,323	14,514	18,404
Professional visualization	200	226	295	379	416	463
Automotive	251	294	296	253	261	281
PC OEM/ IP	73	84	77	66	73	90
<b>Weighting (%)</b>						
Gaming	27	30	31	18	16	13
Data center	65	60	60	76	80	83
Professional visualization	3	4	4	3	2	2
Automotive	4	5	4	2	1	1
PC OEM/ IP	1	1	1	0	0	0
<b>YoY (%)</b>						
Gaming	(51)	(46)	(38)	22	81	56
Data center	31	11	14	171	279	409
Professional visualization	(65)	(65)	(53)	(24)	108	105
Automotive	86	135	114	15	4	(4)
PC OEM/ IP	(69)	(56)	(51)	(53)	-	7

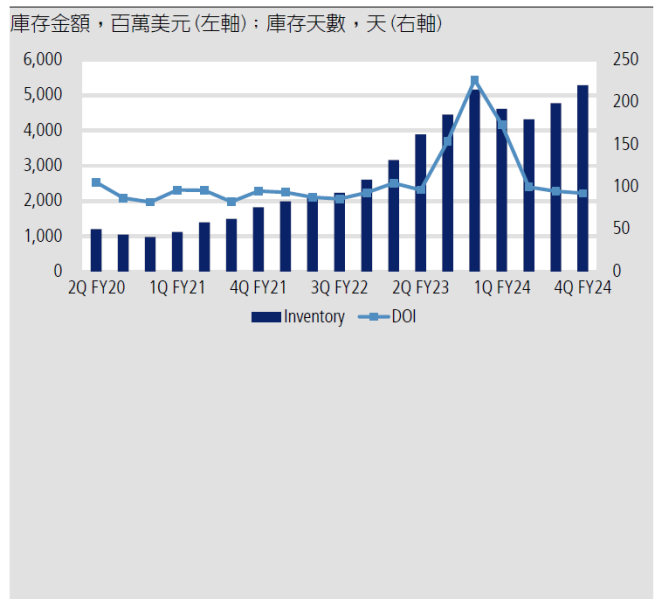
資料來源：公司資料、凱基投顧  
註：財年止於1月

圖 7 : Nvidia 未來 12 個月預估本益比



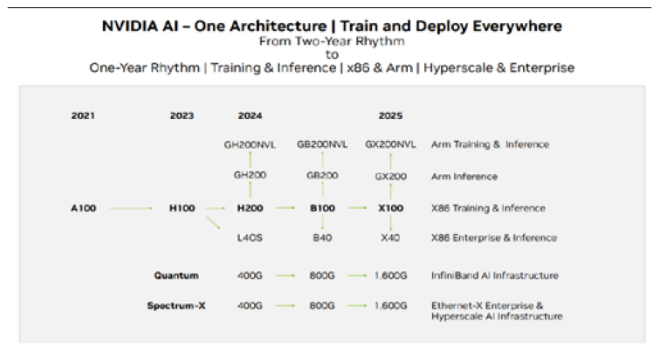
資料來源：彭博、凱基投顧

圖 6 : Nvidia 庫存金額與天數



資料來源：公司資料、凱基投顧  
註：財年止於1月

圖 8 : Nvidia AI 產品路線圖



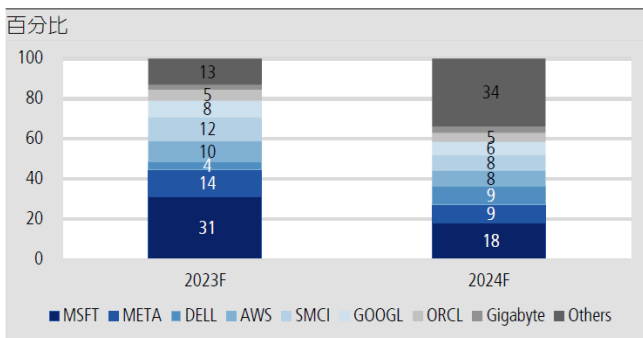
資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 9 : Nvidia 高階資料中心 GPU 出貨量預估

	C1Q23 F1Q24	C2Q23 F2Q24	C3Q23 F3Q24	C4Q23 F4Q24	C1Q24F F1Q25	C2Q24F F2Q25	C3Q24F F3Q25	C4Q24F F4Q25	CY2023 FY24	CY2024F FY25	CY2025F FY26
<b>Total GPU (K, units)</b>	<b>164</b>	<b>343</b>	<b>450</b>	<b>536</b>	<b>749</b>	<b>801</b>	<b>894</b>	<b>1,399</b>	<b>1,492</b>	<b>3,844</b>	<b>4,501</b>
B100	-	-	-	-	-	-	9	52	-	61	2,155
H100	57	249	360	510	722	785	879	1,348	1,176	3,733	2,346
A100	106	94	90	26	28	17	6	-	316	50	-
CoWoS implied shipments (K, units)									1,600	5,000	
<b>TSMC</b>											
<b>GPU (K, units)</b>	<b>164</b>	<b>343</b>	<b>450</b>	<b>511</b>	<b>553</b>	<b>539</b>	<b>567</b>	<b>924</b>	<b>1,468</b>	<b>2,583</b>	<b>2,959</b>
B100	-	-	-	-	-	-	9	52	-	61	1,553
H100	57	249	360	485	525	523	552	873	1,152	2,472	1,406
A100	106	94	90	26	28	17	6	-	316	50	-
<b>GPU mix (%)</b>											
B100	-	-	-	-	-	-	2	6	-	2	52
H100	35	73	80	95	95	97	97	94	78	96	48
A100	65	28	20	5	5	3	1	-	22	2	-
<b>SEC/Amkor/SPIIL</b>											
<b>GPU (K, units)</b>				<b>25</b>	<b>197</b>	<b>262</b>	<b>328</b>	<b>475</b>	<b>25</b>	<b>1,261</b>	<b>1,541</b>
B100				-	-	-	-	-	-	-	602
H100				25	197	262	328	475	25	1,261	940
<b>GPU mix (%)</b>											
B100				-	-	-	-	-	-	-	39
H100				100	100	100	100	100	100	100	61

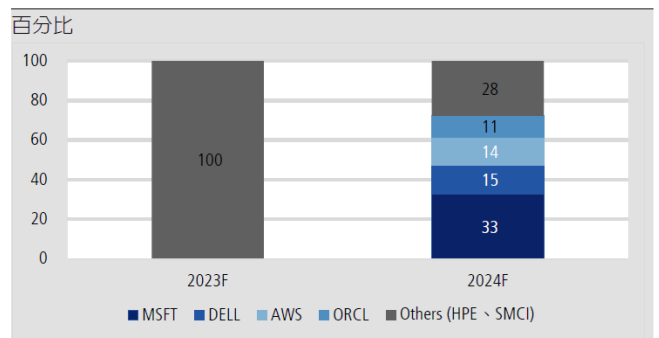
資料來源：凱基投顧

圖 10: Nvidia AI 伺服器出貨終端比重



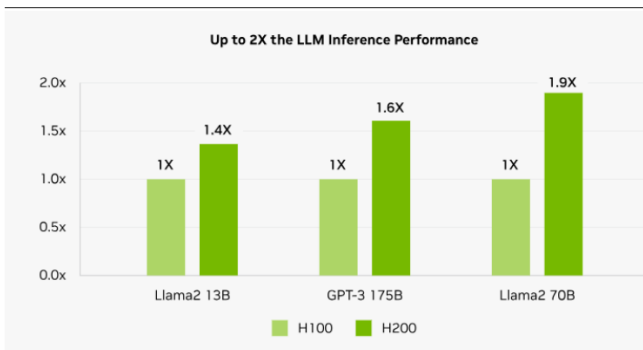
資料來源：凱基投顧

圖 11: AMD AI 伺服器出貨終端比重



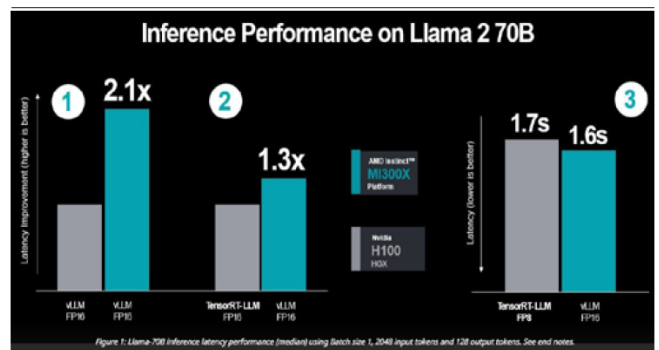
資料來源：凱基投顧

圖 12: H200 較 H100 推論效能提高至多達兩倍



資料來源：公司資料

圖 13: MI300X 較 H100 推論效能提高至多達兩倍



資料來源：公司資料

圖 14: H100、H200、MI300X 比較表

	H200 SXM	H100 SXM	H100 PCIe	H100 NVL	MI300X
FP64	34 teraFLOPS	34 teraFLOPS	26 teraFLOPS	68 teraFLOPS	163.4 teraFLOPS
FP64 Tensor Core	67 teraFLOPS	67 teraFLOPS	51 teraFLOPS	134 teraFLOPS	
FP32	67 teraFLOPS	67 teraFLOPS	51 teraFLOPS	134 teraFLOPS	163.4 teraFLOPS
TF32 Tensor Core	989 teraFLOPS	989 teraFLOPS	756 teraFLOPS	1,979 teraFLOPS	
BFLOAT16 Tensor Core	1,979 teraFLOPS	1,979 teraFLOPS	1,513 teraFLOPS	3,958 teraFLOPS	
FP16 Tensor Core	1,979 teraFLOPS	1,979 teraFLOPS	1,513 teraFLOPS	3,958 teraFLOPS	
FP8 Tensor Core	3,958 teraFLOPS	3,958 teraFLOPS	3,026 teraFLOPS	7,916 teraFLOPS	
INT8 Tensor Core	3,958 TOPS	3,958 TOPS	3,026 TOPS	7,916 TOPS	
GPU Memory	HBM3e 141GB	HBM3 80GB	HBM3 80GB	HBM3 188GB	HBM3 192GB
GPU Memory Bandwidth	4.8TB/s	3.35TB/s	2TB/s	7.8TB/s	5171 GB/s
Max Thermal Design Power (TDP)	Up to 700W (configurable)	Up to 700W (configurable)	300-350W (configurable)	2x 350-400W (configurable)	Up to 600W
Multi-Instance GPUs	Up to 7 MIGs @ 16.5GB each	Up to 7 MIGs @ 10GB each	Up to 7 MIGs @ 10GB each	Up to 14 MIGs @ 12GB each	
Form Factor	SXM	SXM	PCIe dual-slot air-cooled	2x PCIe dual-slot air-cooled	PCIe
Interconnect	NVIDIA NVLink®: 900GB/s PCIe Gen5: 128GB/s	NVLink: 900GB/s PCIe Gen5: 128GB/s	NVLink: 600GB/s PCIe Gen5: 128GB/s	NVLink: 600GB/s PCIe Gen5: 128GB/s	896 GB/s PCIe Gen 5: 128 GB/s
Server Options	NVIDIA HGX™ H200 partner and NVIDIA-Certified Systems™ with 4 or 8 GPUs	NVIDIA HGX H100 Partner and NVIDIA-Certified Systems™ with 4 or 8 GPUs NVIDIA DGX H100 with 8 GPUs	Partner and NVIDIA-Certified Systems with 1–8 GPUs	Partner and NVIDIA-Certified Systems with 2-4 pairs	MI300-Based Servers with up to 8 AMD Instinct MI300X GPUs.
NVIDIA AI Enterprise	Add-on	Add-on	Included	Included	

資料來源：凱基投顧

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倉。