

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

全村的希望

增加持股・維持

收盤價 November 19 (US\$)	186.52
3 個月目標價 (US\$)	213.89
12 個月目標價 (US\$)	296.00
前次目標價 (US\$)	270.00
調升 (%)	9.63
上漲空間 (%)	58.7

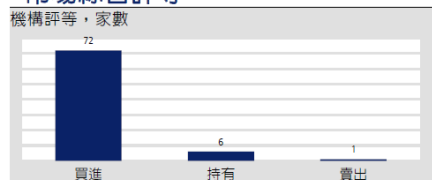
焦點內容

- 連 12 季超越財測。
- 長期展望不變，但短期能見度更為提升。

交易資料表

市值：(US\$bn)	4,532.4		
流通在外股數 (百萬股)：	24,300		
機構持有比例 (%)：	71.2		
3M 平均成交量 (百萬股)：	184.8		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	86.6-212.2		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6.2	37.6	26.9
相對表現 (%)	2.6	26.2	14.6

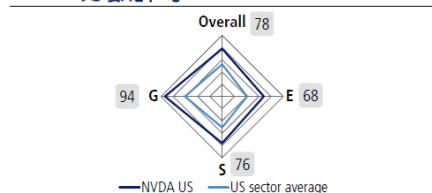
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	140	238	350
潛在報酬 (%)	(24.9)	27.5	87.6

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

輝達第三季財報和第四季展望大幅優於市場預期，盤後股價上漲 5%。

評論及分析

連 12 季超越財測。第三季營收 570 億美元，季增 100 億 (+22%) 創歷史紀錄，優於公司展望和我們上修的 555 億美元，主因供應鏈交貨效率提升以及 GB300 銷售超越 GB200。資料中心第三季營收 512 億美元，占營收接近 9 成，季增 25%。其中，來自運算(GPU)的營收 430 億美元，季增 27%，對比上一季季減 1%，粉碎了市場對 GPU 成長減速的質疑，網通營收年增 162%。EPS(non-GAAP)為 1.3 美元，優於市場共識和我們預估值約 3-5%，主要差異皆來自營收。庫存季增 32%，庫存天數上升 11 天到 106 天，是為了後續成長做的準備。應收帳則季增 20%，和營收季增幅度相當。

長期展望不變，但短期能見度更為提升。公司預期第四季營收為 650 億美元±2%，中位數季增 14%，高於買賣方共識之 610-630 億美元，反映供應鏈交貨效率的提升。毛利率將回升至 75%。公司表示今年 Blackwell 加上 Rubin 銷售已達 5,000 億美元展望不變，但是仍有潛在上修空間，因為這還沒有包含近期和 KSA (三年 40-60 萬顆 GPU)和 Anthropic 的採購協議。長期來看，輝達仍預期 AI 基建支出到 2030 年將達每年 3-4 兆美元。CSP 明年的資本支出將達 6,000 億美元，較年初預估多了 2,000 億美元。此外，AI 模型業者成長不容忽視 (OpenAI 每周用戶已達 8 億人，Anthropic 上個月年化營收，較年初成長了 6 倍至 70 億美元)。我們仍預估輝達明年將生產約 230 萬顆 Blackwell 以及 430 萬顆 Rubin 不變，晶片年增 27.5%，以 GPU Die 計算，則年增為 33%。然而，因供應鏈效率提升，將縮短銷售(交貨)以及訂單之間的差距，為獲利預估上修主因。

投資建議

強勁的展望和信心暫時安撫了市場對於 AI 泡沫的不安情緒。我們根據財報的更新以及新釋出的展望，調升今年 (2026/2027 財年)的獲利預估分別為 5%和 10%。對輝達的評等維持「增加持股」。目標價調升至 296 美元，反應上修的獲利預估，仍基於 2026 年(2027 財年) 40 倍 (歷史區間上緣) 的本益比不變。

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	214,118	320,311	419,229
營業毛利 (US\$百萬)	15,965	44,959	98,505	152,283	239,586	314,422
營業利益 (US\$百萬)	9,040	37,134	86,789	135,717	216,655	285,495
EBITDA (US\$百萬)	10,584	38,642	88,653	127,890	164,567	186,091
稅後淨利 (US\$百萬)	8,366	32,312	74,265	116,103	182,233	240,058
每股盈餘 (US\$)	0.33	1.30	2.99	4.72	7.40	9.68
營業收入成長率 (%)	0.2	125.9	114.2	64.1	49.6	30.9
每股盈餘成長率 (%)	(24.8)	288.0	130.7	57.7	57.0	30.8
毛利率 (%)	59.2	73.8	75.5	71.1	74.8	75.0
營業利益率 (%)	33.5	61.0	66.5	63.4	67.6	68.1
EBITDA margin (%)	39.2	63.4	67.9	59.7	51.4	44.4
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	82.8	65.3	52.8

資料來源: 公司資料、凱基

2026 財年第三季財報電話會議摘要：

- **Nvidia 公告 FY3Q26 (Oct-Q)財報：**Nvidia 公告 FY3Q26 (Oct-Q)財報，第三季營收 570 億美元(季增 22%，年增 62%)優於財測 540 億美元及市場共識 551 億美元，同時高於我們預估之 555 億美元。FY3Q26 (Oct-Q)毛利率為 73.6%，季增 1 個百分點，符合市場共識，主因 Blackwell 放量帶動產品組合優化與成本結構改善。FY3Q26 (Oct-Q) non-GAAP 每股盈餘為 1.30 美元，對比 FY2Q26 (Jul-Q) 1.05 美元及 FY3Q25 (Oct-Q) 0.81 美元，優於市場共識之 1.26 美元，主因營收超預期。
- **FY4Q26 (Jan-Q)展望：**展望 FY4Q26 (Jan-Q)，公司預期營收達 650 億美元±2%，中位數季增 14%，年增 65%，優於賣方市場共識之 616 億美元及我們預估之 620 億美元。FY4Q26 (Jan-Q) non-GAAP 毛利率預計將達 75.0%，符合預期，並目標 FY27 毛利率 74-76%。FY4Q26 (Jan-Q) non-GAAP 營業費用為 50 億美元。
- **資料中心：**第三季營收達 512 億美元，季增 25%，年增 66%，優於市場共識之 491 億美元。其中運算營收季增 27%、年增 56%至 430 億美元，主要動能來自 GB300 放量，目前 GB300 銷售已超越 GB200，貢獻三分之二 Blackwell 營收，同時前代產品需求仍維持強勁 (Hopper 20 億美元、H20 5,000 萬美元，H20 受限於地緣政治，營收貢獻有限)。Networking 季增 13%、年增 162%至 82 億美元，其中 NVLink、Spectrum-X 及 InfiniBand 皆貢獻成長。
- 公司表示目前 Data Center 的需求持續超出預期，並重申 CY2025-26 年 Blackwell + Rubin 累計營收能見度達 5,000 億美元，且仍有上修空間。展望 2030 年 AI 基礎設施市場將達 3-4 兆美元，動能一半將來自現有 Hyperscaler 工作負載轉向加速運算與生成式 AI，另一半則來自 Anthropic、OpenAI 與 xAI 等模型提供商對算力的需求。
- 其他產品線方面，Gaming 營收季減 1%，年增 30%至 42.7 億美元，低於市場共識之 44.1 億美元，主要受惠 Blackwell 需求持續；惟季減 1%可能反映通路庫存已調整至正常水平以及記憶體價格影響。ProViz 營收 7.60 億美元，季增 26%，年增 56%，優於市場共識之 6.13 億美元，主要來自新推出的 DGX Spark 及 Blackwell 銷售成長。車用營收 5.92 億美元，季增 1%，年增 32%，低於市場共識之 6.22 億美元，成長主要來自駕平台的持續採用。

圖 1：FY3Q26 財報與 FY4Q26 財測修正與市場共識比較

百萬元	FY 3Q26							FY 4Q26F						
	實際值	凱基預估	差異(%)	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	57,006	55,059	3.5	22.0	62.5	55,130	3.4	66,307	60,029	10.5	16.3	68.6	61,625	7.6
毛利	41,967	40,358	4.0	23.6	59.4	40,600	3.4	49,498	44,536	11.1	17.9	71.3	46,003	7.6
營業利益	37,752	35,991	4.9	25.2	62.2	36,378	3.8	44,525	40,033	11.2	17.9	74.5	41,087	8.4
稅後淨利	31,767	30,589	3.9	23.2	58.8	30,792	3.2	38,659	34,168	13.1	21.7	75.2	34,801	11.1
每股盈餘(元)	1.30	1.24	5.0	23.5	60.2	1.26	3.2	1.56	1.38	13.1	20.1	75.2	1.43	9.2
毛利率(%)	73.6	73.3	0.3 ppts	1.0 ppts	(1.4)ppts	73.6	(0.0)ppts	74.7	74.2	0.5 ppts	1.0 ppts	1.2 ppts	74.7	0.0 ppts
營業率(%)	66.2	65.4	0.9 ppts	1.7 ppts	(0.1)ppts	66.0	0.2 ppts	67.2	66.7	0.5 ppts	0.9 ppts	2.3 ppts	66.7	0.5 ppts
淨利率(%)	55.7	55.6	0.2 ppts	0.6 ppts	(1.3)ppts	55.9	(0.1)ppts	58.3	56.9	1.4 ppts	2.6 ppts	2.2 ppts	56.5	1.8 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

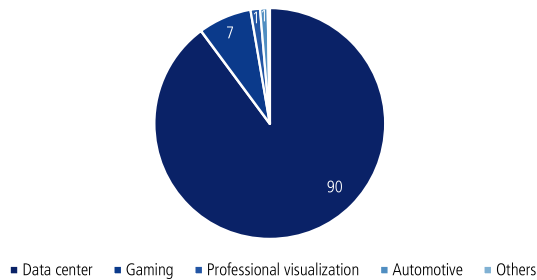
圖 2：FY2026-27 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	FY2026F						FY2027F					
	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	214,118	205,893	4.0	64.1	207,566	3.2	320,311	290,708	10.2	49.6	291,308	10.0
毛利	152,283	145,712	4.5	54.6	147,438	3.3	239,586	217,444	10.2	57.3	216,783	10.5
營業利益	135,717	129,464	4.8	56.4	130,603	3.9	216,655	196,633	10.2	59.6	194,411	11.4
稅後淨利	116,103	110,433	5.1	56.3	111,343	4.3	182,233	165,414	10.2	57.0	164,782	10.6
每股盈餘(元)	4.72	4.47	5.4	57.7	4.54	3.8	7.40	6.70	10.5	57.0	6.75	9.7
毛利率(%)	71.1	70.8	0.4 ppts	(4.4)ppts	71.0	0.1 ppts	74.8	74.8	(0.0)ppts	3.7 ppts	74.4	0.4 ppts
營業率(%)	63.4	62.9	0.5 ppts	(3.1)ppts	62.9	0.5 ppts	67.6	67.6	(0.0)ppts	4.3 ppts	66.7	0.9 ppts
淨利率(%)	54.2	53.6	0.6 ppts	(2.7)ppts	53.6	0.6 ppts	56.9	56.9	(0.0)ppts	2.7 ppts	56.6	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：Nvidia FY3Q26 各部門比重

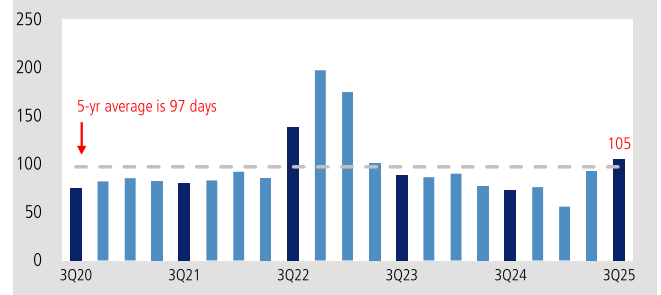
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Nvidia 庫存週轉天數

庫存週轉天數，天

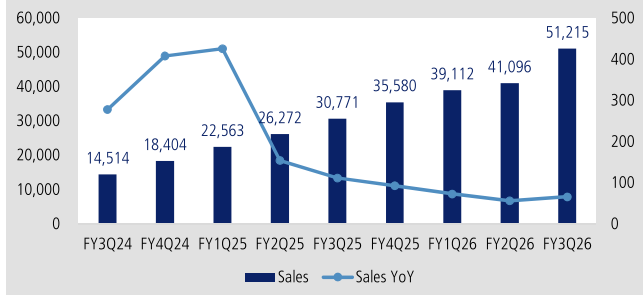


資料來源：Bloomberg；凱基

註：日期為日曆年度

圖 5：Nvidia data center 營收 vs. 營收年增率

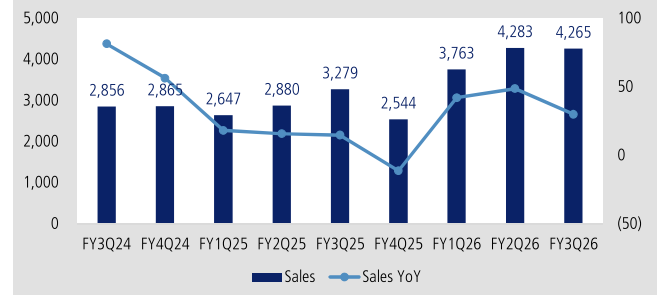
營收，百萬美元 左軸；營收年增率，百分比 右軸



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Nvidia gaming 營收 vs. 營收年增率

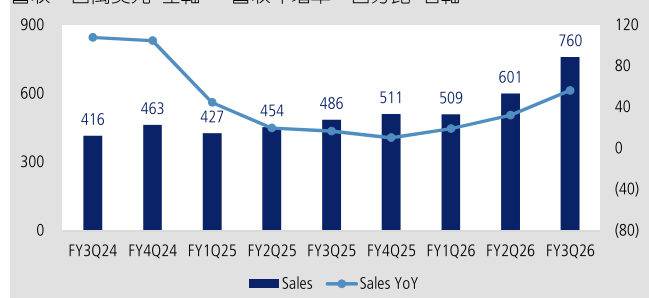
營收，百萬美元 左軸；營收年增率，百分比 右軸



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：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 8：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

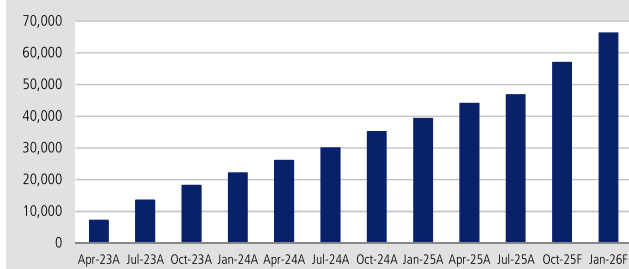
圖 9：公司概况

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 11：季營收

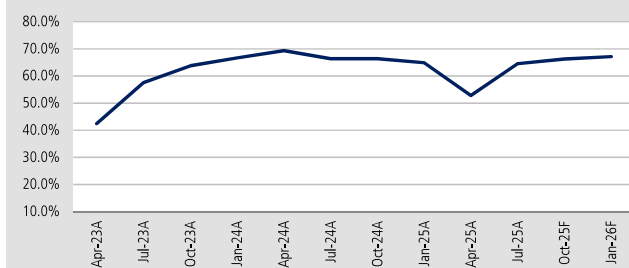
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：毛利率

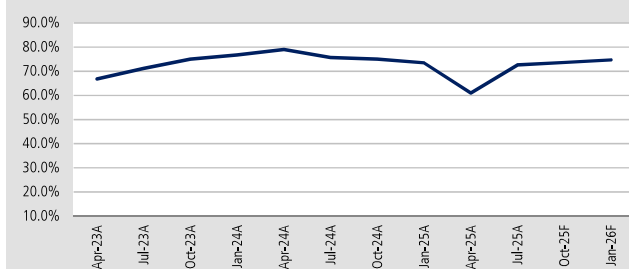
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：營業利潤率

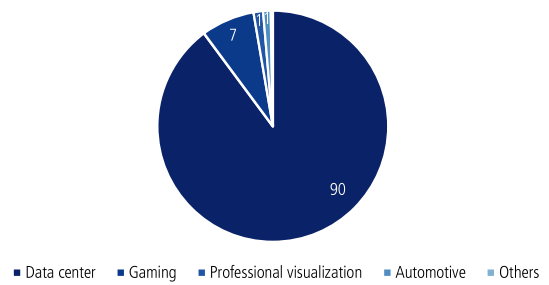
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：FY3Q26 事業別營收組成

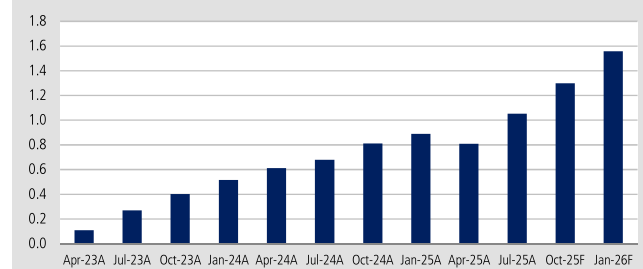
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：Non-GAAP EPS

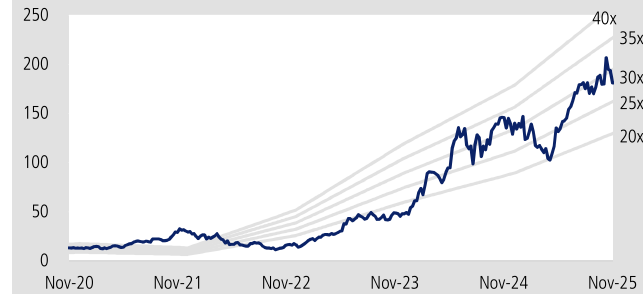
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：未來 12 個月預估本益比

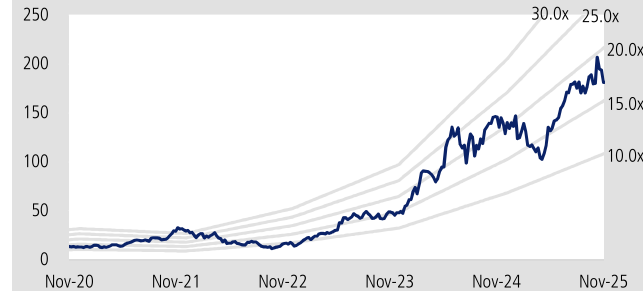
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 16：未來 12 個月預估股價淨值比

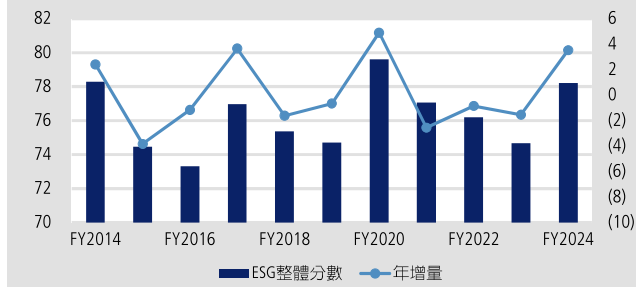
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17 : Nvidia - ESG 整體分數

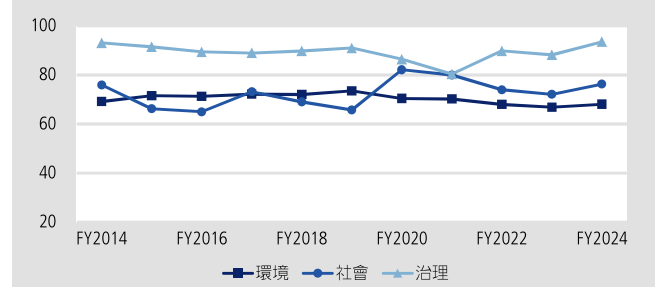
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Nvidia - ESG 各項分數

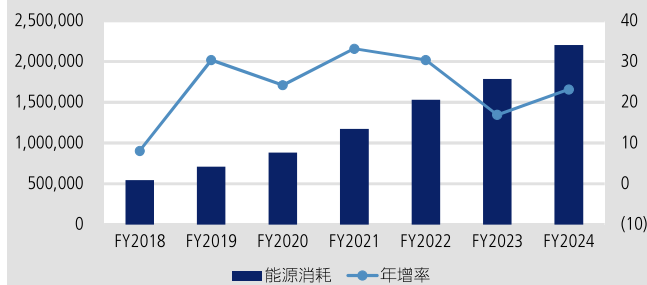
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Nvidia - 能源消耗

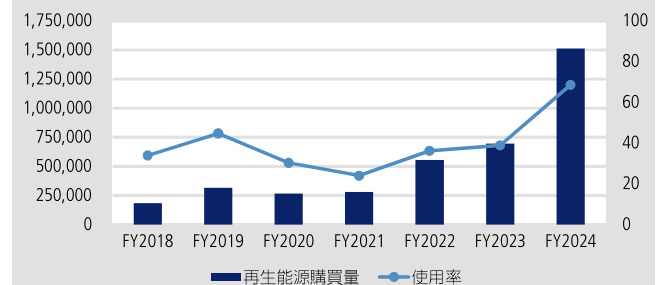
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : Nvidia - 再生能源使用

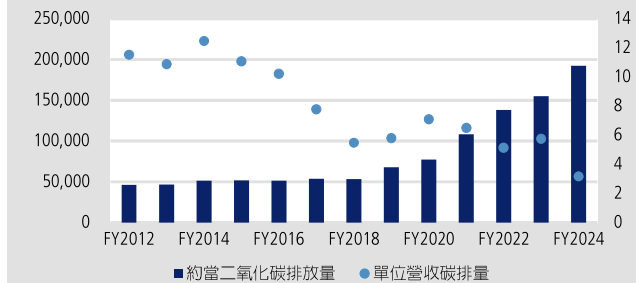
再生能源使用, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : Nvidia - 碳排量

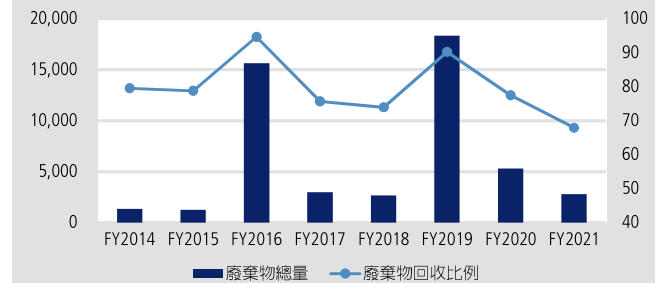
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : Nvidia - 廢棄物總量

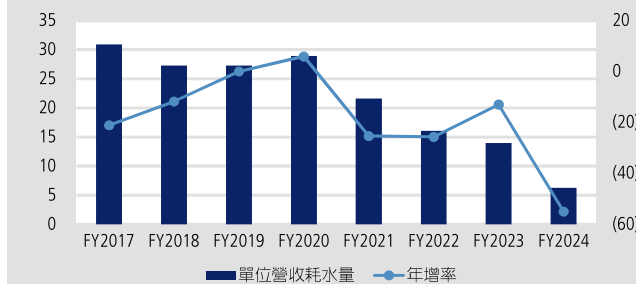
廢棄物總量, 噸 (左軸) ; 廢棄物回收比例, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : Nvidia - 耗水量

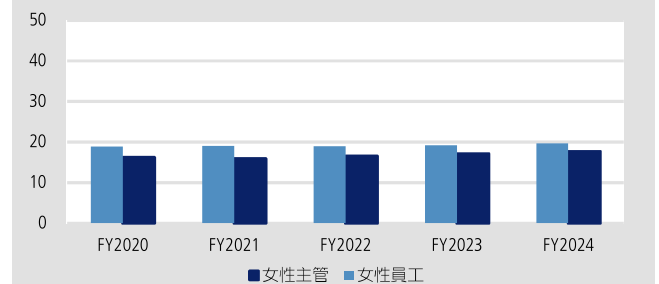
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : Nvidia - 性別多樣性

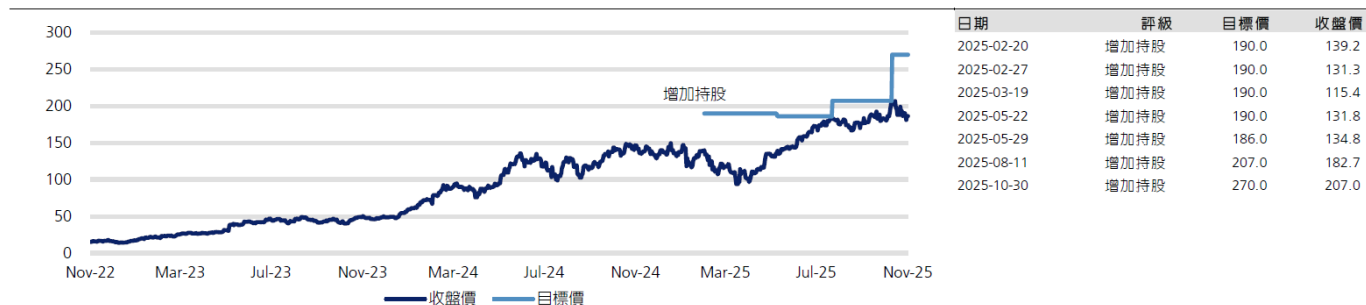
女性主管與員工比例, 百分比



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 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，並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。