

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

第四季財報預覽: 當 alpha 變成 beta

增加持股 · 維持

收盤價 February 20 (US\$)	189.82
3 個月目標價 (US\$)	216.37
12 個月目標價 (US\$)	296.0
前次目標價 (US\$)	296.0
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	55.9

焦點內容

1. 超越財測已是市場共識。
2. 投資人不再青睞輝達了嗎?
3. 自有現金流量是超級護城河。

交易資料表

市值: (US\$bn)	4,612.6		
流通在外股數 (百萬股):	24,300		
機構持有比例 (%):	72.0		
3M 平均成交量 (百萬股):	176.9		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	86.6-212		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6.1	6.6	41.2
相對表現 (%)	1.5	(0.2)	26.3

市場綜合評等

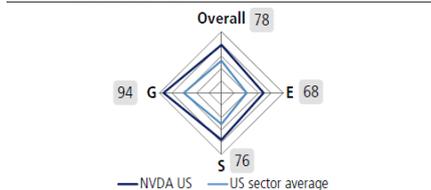
機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	140	263	352
潛在報酬 (%)	(26.2)	38.5	85.4

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv, 凱基

重要訊息

輝達預計在 02/25(美國時間)公布第四季財報。公司持續超越財測應是市場共識，本報告將著眼於本季展望以及為何近期股價沒有太多表現。

評論及分析

超越財測已是市場共識。我們預期輝達第四季營收可達 670 億美元，超越財測 637-663 億美元的上緣 (連續 13 季)。GB300 持續加單應是主因。其次，因應記憶體供需吃緊，產品組合優化也可望提升 ASP。營益率可望微幅回升，因為營運槓桿擴大以及良率改善。我們預期第一季營收指引落在 725-735 億美元 (季增 8%，對比賣方預估的 724 億美元)。超越市場預期應不是難事，然市場希望看到的是大幅超越預期。

投資人不再青睞輝達了嗎?輝達股價自去年 10 月底創下歷史新高後，陷入長達一季的盤整，強勁的業績以及偏低的估值形成落差。我們認為主要原因是在前三年，模型訓練以及算力需求強勁，以投資來說，輝達幾乎就是 alpha 的代表。然而今天質疑 AI 泡沫的雜音，已經逐漸轉為 AI 要消滅掉多少產業，而 AI 發展已經是市場普遍認同的趨勢。輝達的透明度大幅提高以至於超越市場的驚喜幅度愈來愈小，加上基期提升後，造成年增率持續下滑為市場憂慮的點。其次，記憶體在過去一季異軍突起，以難以想像的業績成長大幅超越市場預期，加上 TPU 大放異彩，也分散市場對於輝達的關注。

自有現金流量是超級護城河。五大 CSP 再次大幅上修 2026 年資本支出至 6,764 億美元 (年增 64%)，對於輝達以及 AI 供應鏈非常正面。不過股價卻是以 AI 投資可能難以回收的負面解讀。我們認為這些都是漲多修正的理由，無礙趨勢持續發展。設想若 CSP 調降資本支出，市場恐怕會更負面解讀。不過在所有人都在燒錢(包括台積電(2330 TT, NT\$1,900, 增加持股))的 AI 大潮之下，這突顯了輝達在自由現金流量的巨大優勢，不但遠超對手博通(美)，也遠超四大 CSP 業者總和。

投資建議

我們維持輝達目標價 296 元，基於 2026 年(2027 財年) 40 倍的本益比，位於歷史區間上緣。我們認為業績持續推進，股價和估值最終會還給公司一個公道，建議投資人調整心態，以 beta 的角度重新的評估公司的投資價值。

投資風險

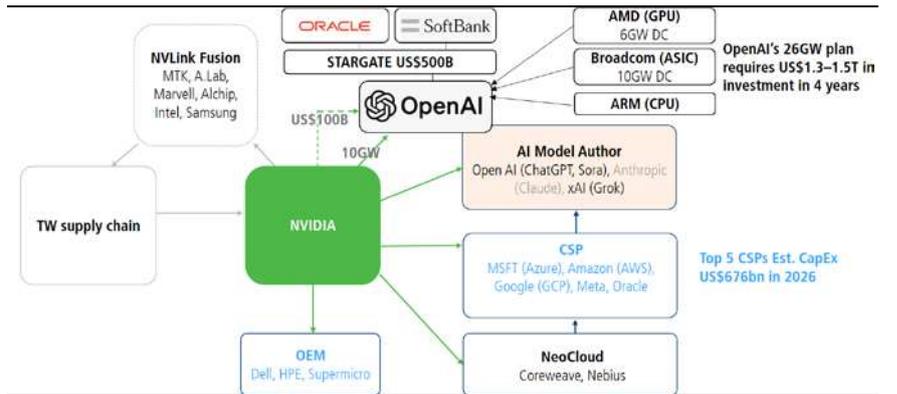
AI 需求反轉，晶片競爭加劇。

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

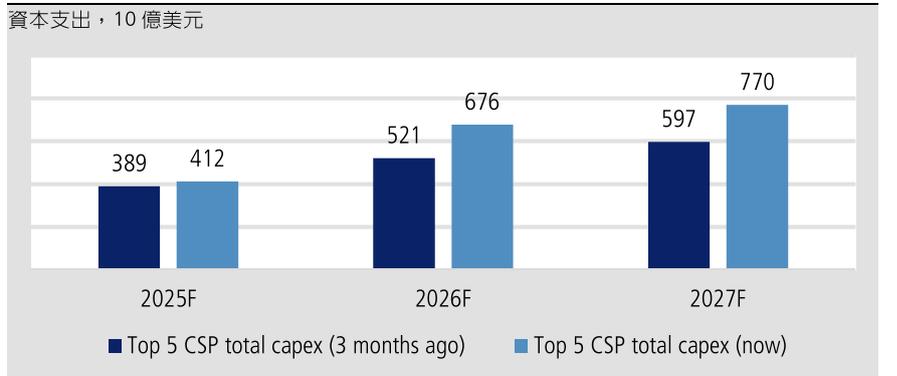
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 1：Nvidia 宇宙



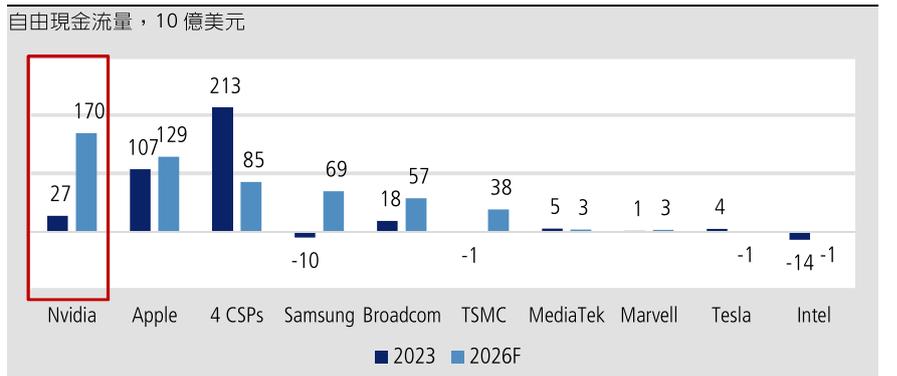
資料來源：公司資料，凱基

圖 2：CSP 資本支出財報後持續上修



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 3：2023 年及 2026 年自由現金流量



資料來源：Bloomberg，凱基預估

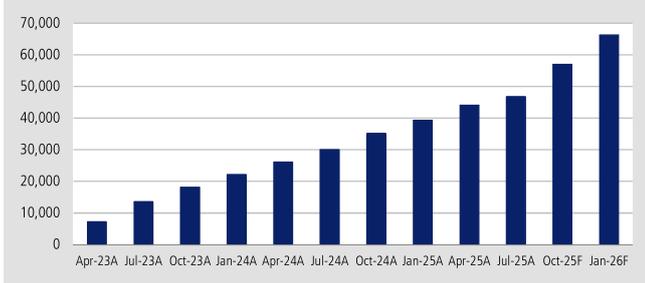
圖 4：公司概況

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：季營收

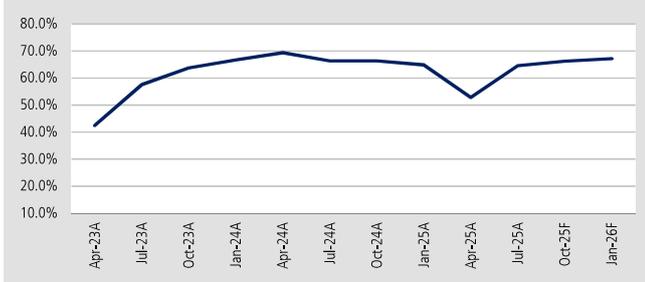
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：毛利率

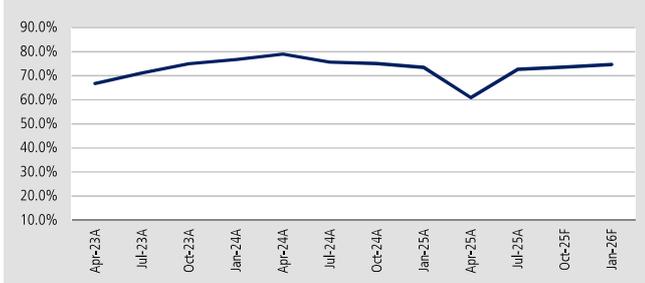
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：營業利潤率

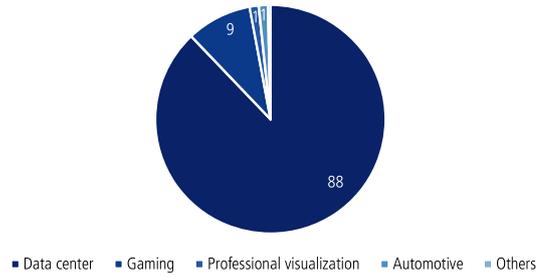
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：FY3Q26 事業別營收組成

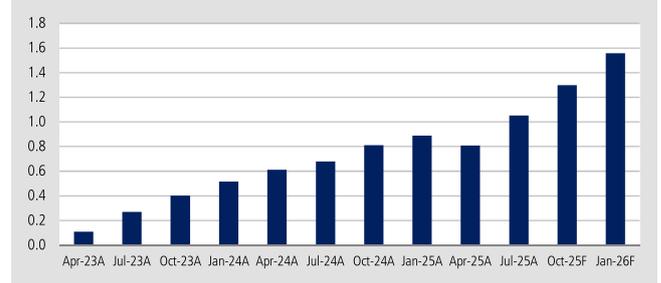
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：Non-GAAP EPS

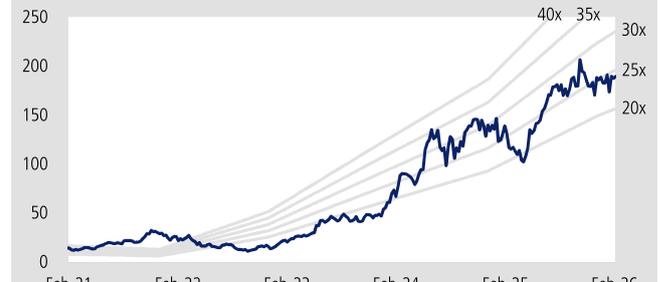
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：未來 12 個月預估本益比

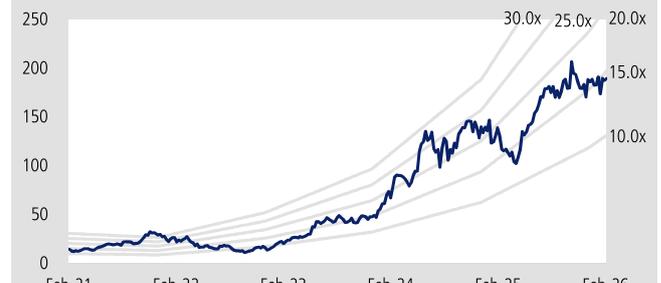
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：未來 12 個月預估股價淨值比

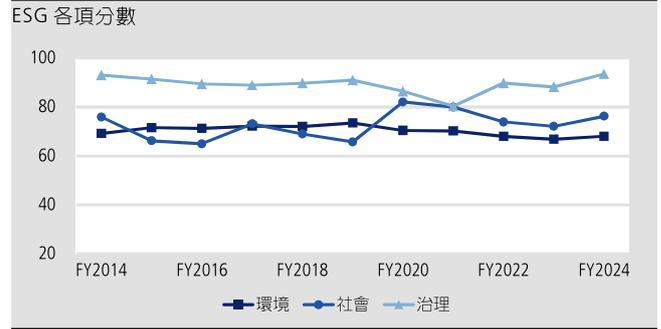
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



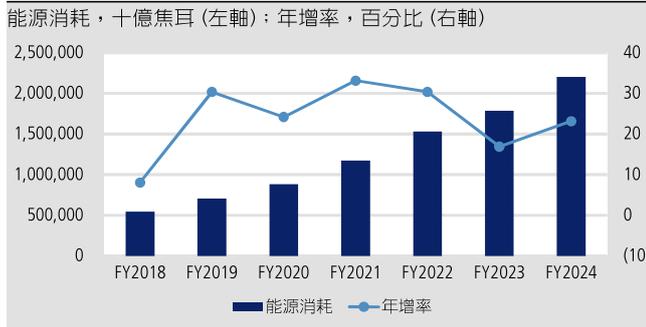
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12 : Nvidia - ESG 整體分數

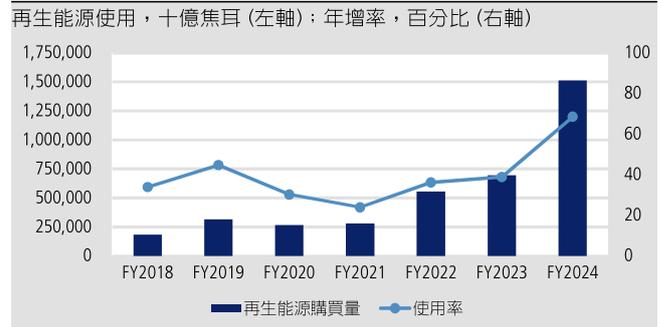

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13 : Nvidia - ESG 各項分數


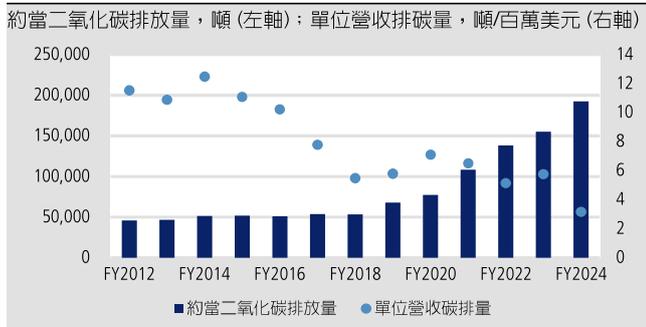
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14 : Nvidia - 能源消耗


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15 : Nvidia - 再生能源使用


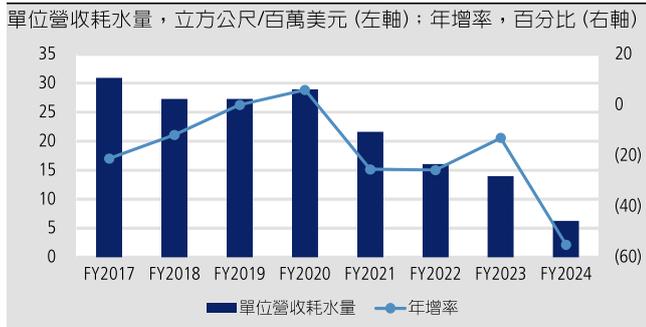
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16 : Nvidia - 碳排放量


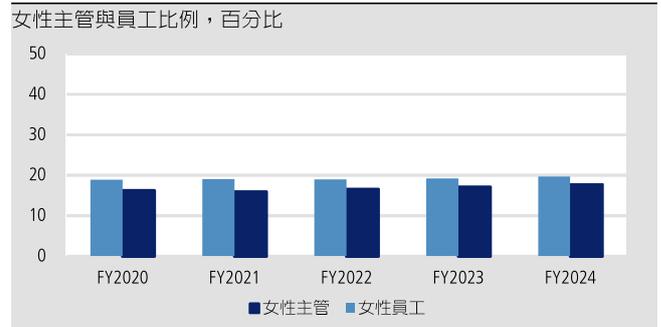
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17 : Nvidia - 廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18 : Nvidia - 耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19 : 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 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。