

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

AI 雜音中的定海神針

增加持股 · 維持

收盤價 February 25 (US\$)	195.56
3 個月目標價 (US\$)	227.92
12 個月目標價 (US\$)	325.0
前次目標價 (US\$)	296.0
調升 (%)	9.8
上漲空間 (%)	66.2

焦點內容

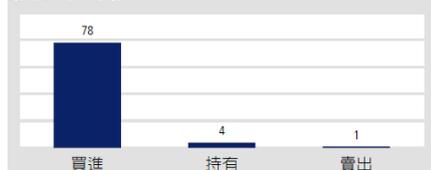
- 連 13 季超越財測，網通是最大驚喜。
- 第一季營收有望達到驚人的 800 億美元。
- 算力即營收。

交易資料表

市值：(US\$bn)	4,752.1		
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)：	171.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	86.6-212.2		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	10.0	8.8	54.4
相對表現 (%)	7.3	0.9	37.8

市場綜合評等

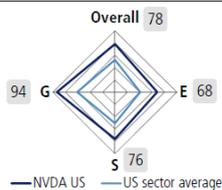
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	140	263	352
潛在報酬 (%)	(28.4)	34.6	80.0

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

輝達去年第四季財報和今年第一季展望不負眾望地再度超越市場預期的高標。2026 年營收將逐季成長的營收展望，有助於穩定市場信心。

評論及分析

連 13 季超越財測，網通營收是最大驚喜。 去年第四季營收 681 億美元，季增 20%，年增 73%，優於公司展望 650 億美元和我們預估的 670 億美元，主因資料中心營收 623 億美元，季增 22%，超越市場預期的 603 億美元。其中，網通營收年增 263% 至 110 億美元，最為驚艷。Non-GAAP EPS 1.62 美元，優於市場共識 6%，庫存季增 8%，庫存天數上升 5 天到 110 天，部分因應零組件短缺提前備貨。應收帳則季增 15%，低於營收季增幅度。

第一季營收有望達到驚人的 800 億美元。 公司預期第一季營收為 780 億美元±2%，中位數季增 15%，高於買賣方共識之 720-760 億美元。以過去營收指引相對保守的紀錄來看，第一季營收將有望達到驚人的 800 億美元，這是我們本來預估今年第四季才會達到的數字。第一季強勁的營收主要來自於 GB300 的加單，CSP 持續上調的資本支出也呼應輝達強勁的營收。不過，由於 N3 產能限制，因此部分 N3 產能增加需要部份 N4 後段產能的移轉，GB300 加單的副作用會限制台積電 N3 的供貨能力，某種程度上會限縮 Rubin 的今年量產數量。

算力即營收。 面對市場對於 AI 投資可能無法回收的反覆質疑，公司連結了算力=token=營收，強調現在的 token 是有獲利的以及自身產品在每 token 的單位成本的優勢，認為 CSP 將持續透過投資產生獲利。同時，來自主權 AI 營收也成長三倍，達到了 300 億美元的規模，加上周邊網通晶片的強勁成長，輝達給出了今年逐季增長的強勁展望並且能見度已達 2027 年。在所有人都在燒錢的 AI 大潮之下，我們強調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

我們上修輝達目標價 325 元，主因獲利上修以及採用 2027 年(2028 財年) EPS 作為評價。不過在考量基期大幅拉高，明年獲利年增率將下滑的情況之下，我們調降目標本益比至 30 倍(原 40 倍)，以 1 倍的本益成長比 (PEG) 作為基準，接近回到歷史平均區間。

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 財年第四季財報電話會議摘要：

- **Nvidia 公告 FY4Q26 (Jan-Q)財報：** Nvidia 公告 FY4Q26 (Jan-Q)財報，第四季營收 681 億美元(季增 20%，年增 73%)優於財測 650 億美元及市場共識 659 億美元，同時高於我們預估之 670 億美元。FY4Q26 (Jan-Q)毛利率為 75.2%，季增 1.6 個百分點，符合預期，季增主因 Blackwell 放量帶動產品組合優化與成本結構改善。FY4Q26 (Jan-Q) non-GAAP 每股盈餘為 1.62 美元，對比 FY3Q26 (Oct-Q) 1.30 美元及 FY4Q25 (Jan-Q) 0.89 美元，優於市場共識之 1.53 美元，主因營收超預期。
- **資料中心：** 第四季營收達 623 億美元，季增 22%，年增 75%，優於市場共識之 603 億美元。其中運算營收季增 19%、年增 58%至 513 億美元，主因 Blackwell 及 Blackwell Ultra 持續放量(GB200 及 GB300 約貢獻 2/3 資料中心營收)。Networking 季增 34%、年增 263%至 110 億美元，主要動能來自 NVLink 72 Scale-up 交換器，同時 Spectrum-X、Ethernet 及 InfiniBand 皆貢獻成長。
- **公司展望 CY26 Data Center 營收將逐季成長，Blackwell + Rubin 累計營收有望超過原先預期的 5,000 億美元；**同時公司已確保庫存及供應鏈產能以因應 CY27 的龐大需求。其中五大 CSP (占資料中心營收大於 50%)年初至今上修 CY26 CapEx 近 1,200 億美元至 7,000 億美元；同時主權 AI 亦於 FY26 貢獻 300 億美元營收，成長三倍以上。
- **其他產品線方面，Gaming 營收季減 13%，年增 47%至 37.3 億美元，**低於市場共識之 40.1 億美元，主要受假期後通路庫存調節影響；此外，公司預期 FY1Q27 起將面臨供應吃緊的問題。ProViz 營收 13.21 億美元，季增 74%，年增 159%，優於市場共識之 7.71 億美元，主要來自 Blackwell 的強勁需求。車用部門則在自駕平台持續採用下，微幅年增 6%、季增 2%至 6.04 億美元，低於市場共識之 6.43 億美元。
- **FY1Q27 (Apr-Q)展望：** 展望 FY1Q27 (Apr-Q)，公司預期營收達 780 億美元±2%，中位數季增 15%，年增 77%，優於賣方市場共識之 724 億美元及我們預估之 725-735 億美元。FY1Q27 (Apr-Q) non-GAAP 毛利率預計將達 75.0%，符合預期，並展望全年毛利率達 70% 中位數。FY1Q27 (Apr-Q) non-GAAP 營業費用為 75 億美元，全年營業費用將年增 40%低位數。

圖 1：FY3Q26 財報與 FY4Q26 財測修正與市場共識比較

百萬元	FY 4Q26							FY 1Q27F						
	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	68,127	66,307	2.7	19.5	73.2	65,912	3.4	80,424	71,896	11.9	18.0	82.5	72,778	10.5
毛利	51,209	49,498	3.5	22.0	77.2	49,461	3.5	59,594	53,275	11.9	16.4	121.9	54,601	9.1
營業利益	46,107	44,525	3.6	22.1	80.7	45,078	2.3	53,643	47,955	11.9	16.3	130.5	50,004	7.3
稅後淨利	39,552	38,659	2.3	24.5	79.2	37,498	5.5	45,581	40,343	13.0	15.2	129.1	41,364	10.2
每股盈餘(元)	1.62	1.56	3.8	24.8	81.3	1.53	5.7	1.87	1.63	14.7	15.2	130.8	1.68	11.3
毛利率(%)	75.2	74.7	0.5 ppts	1.5 ppts	1.7 ppts	75.0	0.1 ppts	74.1	74.1	0.0 ppts	(1.1)ppts	13.1 ppts	75.0	(0.9)ppts
營利率(%)	67.7	67.2	0.5 ppts	1.5 ppts	2.8 ppts	68.4	(0.7)ppts	66.7	66.7	0.0 ppts	(1.0)ppts	13.9 ppts	68.7	(2.0)ppts
淨利率(%)	58.1	58.3	(0.2)ppts	2.3 ppts	2.0 ppts	56.9	1.2 ppts	56.7	56.1	0.6 ppts	(1.4)ppts	11.5 ppts	56.8	(0.2)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

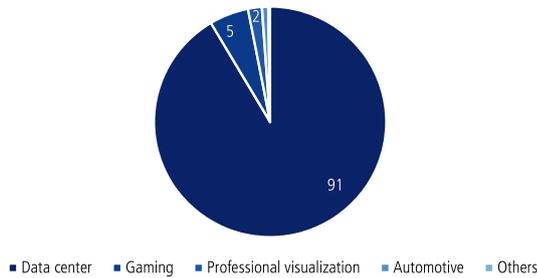
圖 2：FY2027-28 年財測修正 vs. 市場共識

百萬元	FY2027F						FY2028F					
	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	357,114	320,311	11.5	65.4	334,806	6.7	467,232	419,229	11.5	30.8	426,546	9.5
毛利	267,111	239,586	11.5	73.5	249,839	6.9	345,752	314,422	10.0	29.4	316,156	9.4
營業利益	241,544	216,655	11.5	75.9	226,781	6.5	313,513	285,495	9.8	29.8	288,207	8.8
稅後淨利	204,980	182,233	12.5	75.2	191,925	6.8	265,434	240,058	10.6	29.5	245,190	8.3
每股盈餘(元)	8.37	7.40	13.0	75.2	7.86	6.4	10.86	9.68	12.2	29.8	10.22	6.3
毛利率(%)	74.8	70.8	4.0 ppts	3.5 ppts	74.6	0.2 ppts	74.0	74.8	(0.8)ppts	(0.8)ppts	74.1	(0.1)ppts
營利率(%)	67.6	62.9	4.8 ppts	4.1 ppts	67.7	(0.1)ppts	67.1	67.6	(0.5)ppts	(0.5)ppts	67.6	(0.5)ppts
淨利率(%)	57.4	53.6	3.8 ppts	3.2 ppts	57.3	0.1 ppts	56.8	56.9	(0.1)ppts	(0.6)ppts	57.5	(0.7)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3：Nvidia FY4Q26 各部門比重

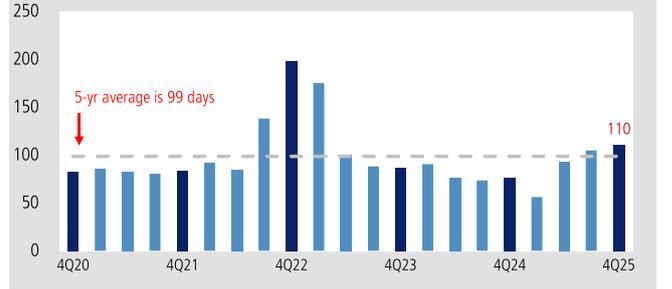
營收比重，百分比



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

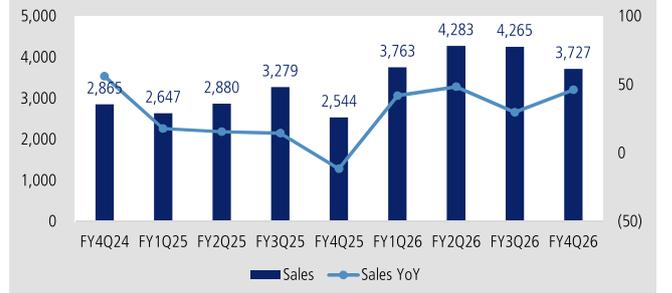
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Nvidia gaming 營收 vs. 營收年增率

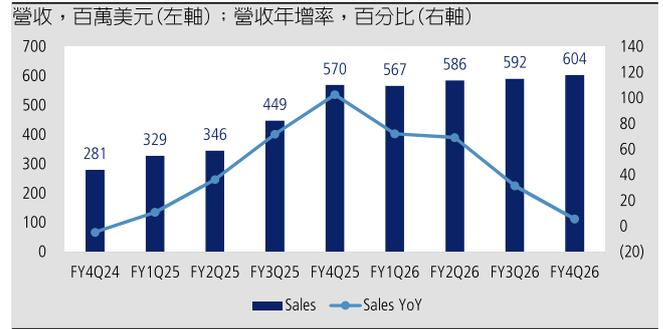
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



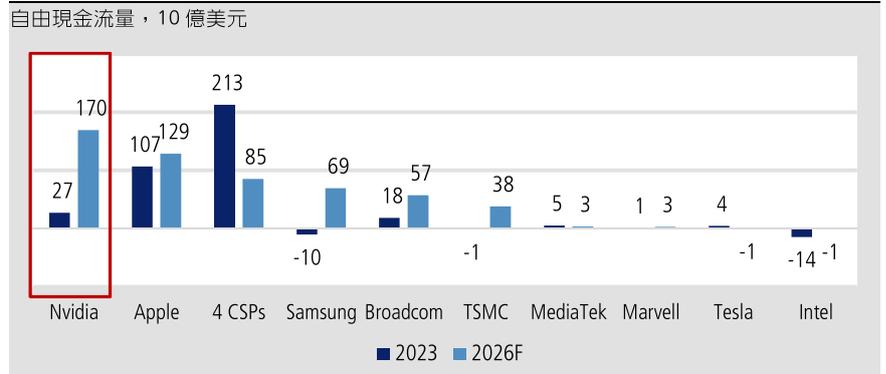
資料來源：公司資料；凱基

圖 7 : Nvidia professional visualization 營收 vs. 營收年增率


資料來源：公司資料；凱基

圖 8 : Nvidia automotive 營收 vs. 營收年增率


資料來源：公司資料；凱基

圖 9 : 2023 年及 2026 年自由現金流量


資料來源：Bloomberg，凱基預估

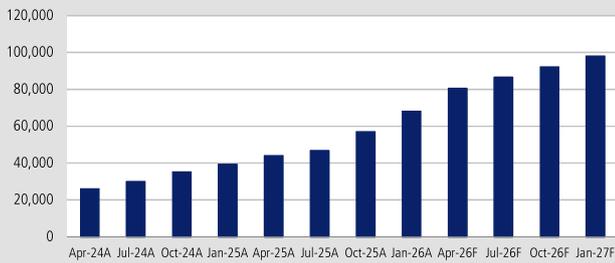
圖 10：公司概況

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 12：季營收

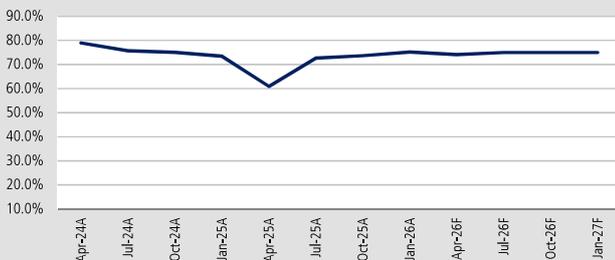
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 14：毛利率

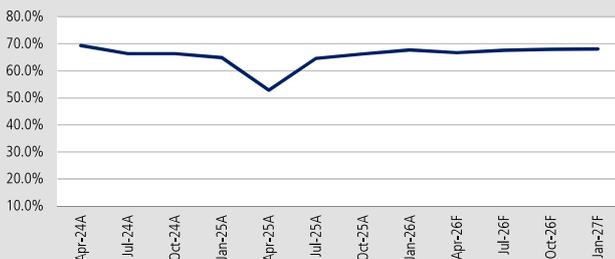
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 16：營業利潤率

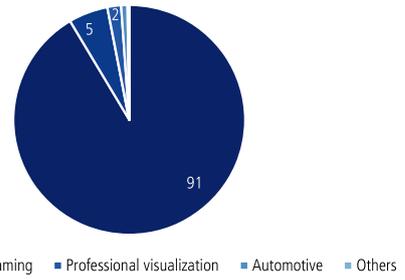
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：FY4Q26 事業別營收組成

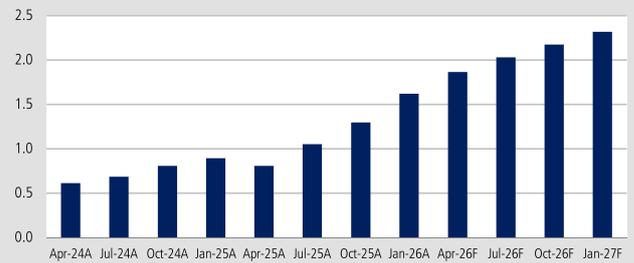
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：Non-GAAP EPS

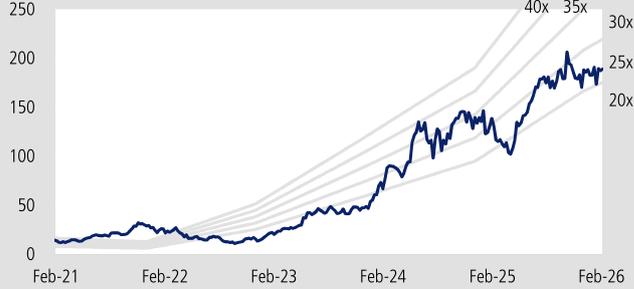
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：未來 12 個月預估本益比

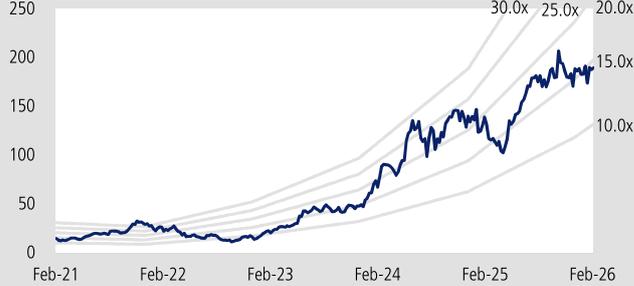
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



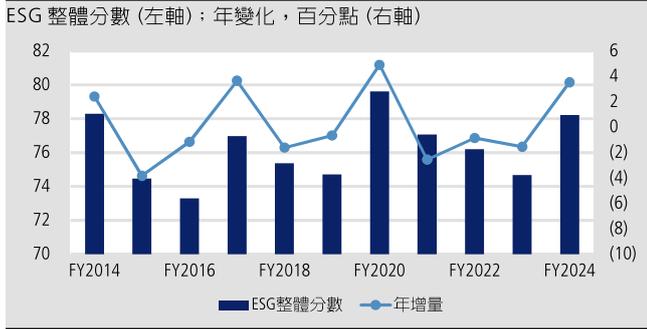
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17：未來 12 個月預估股價淨值比

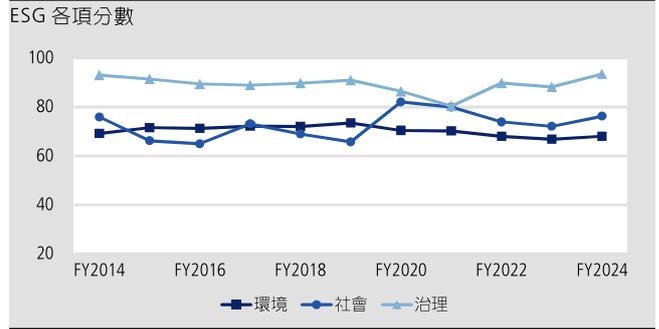
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



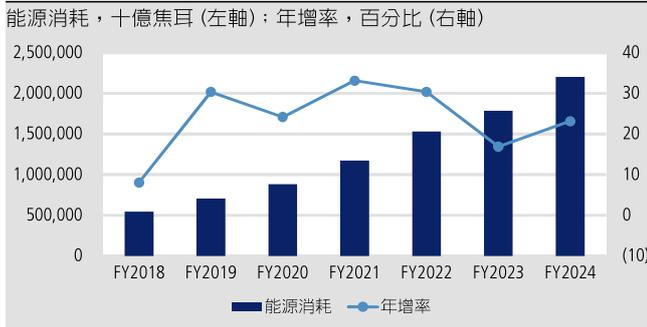
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 18 : Nvidia - ESG 整體分數


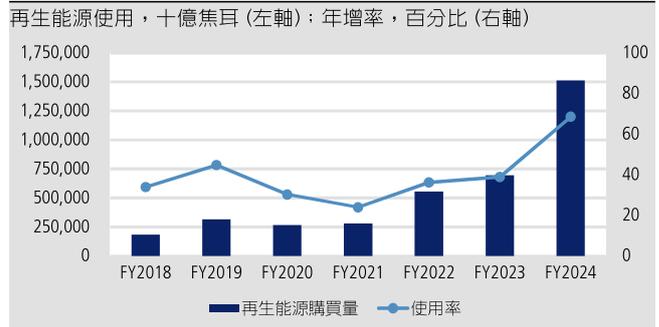
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19 : Nvidia - ESG 各項分數


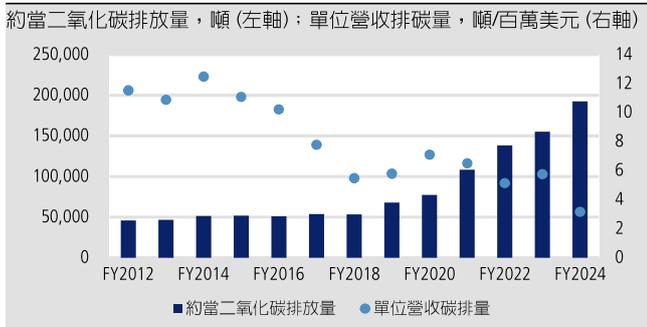
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20 : Nvidia - 能源消耗


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20 : Nvidia - 再生能源使用


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21 : Nvidia - 碳排放量


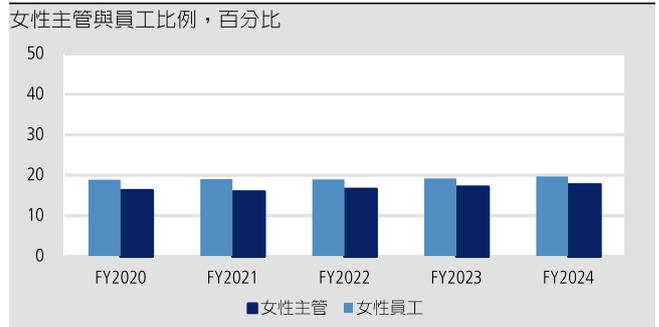
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22 : Nvidia - 廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23 : Nvidia - 耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24 : 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。