

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

NVLink 串起輝達宇宙

增加持股・維持

收盤價 May 21 (US\$)	131.80
3 個月目標價 (US\$)	98.85
12 個月目標價 (US\$)	190.00
前次目標價 (US\$)	190.00
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	44.2

焦點內容

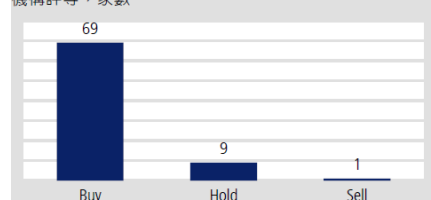
1. 第一季營收可望超越財測。
2. 第二季買方預期較賣方保守。
3. NVLink 串起輝達宇宙。

交易資料表

市值：(US\$bn)	3,214.3		
流通在外股數 (百萬股)：	24,388		
機構持有比例 (%)：	69.8		
3M 平均成交量 (百萬股)：	284.8		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	86.6-153.1		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(2.0)	(10.1)	38.2
相對表現 (%)	0.8	(8.4)	28.3

市場綜合評等

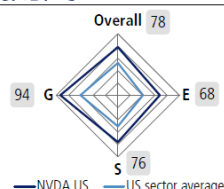
機構評等・家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	100	162	205
潛在報酬 (%)	(24.1)	22.7	55.5

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 5/28 (美) 公布 2026 財年第一季財報。我們預期輝達能連續十季超越財測，但是第二季展望受限於交貨進度，可能將略低於市場預期。

評論及分析

第一季營收可望超越財測。我們預期輝達第一季營收可達 440 億美元，毛利率 71%，略優於公司展望的 430 億，但是超越財測的幅度將是過去幾季以來的新低。加上認列 55 億美元 H20 的相關損失，稅後淨利有可能低於市場預估約 15-20%。產品組合第一季開始向 GB200 移轉，加上 RTX50 系列、H20/GB10 的需求強勁，填補了 Hopper 出貨下滑的空缺。

第二季買方預期較賣方保守。過去 8-9 季，買方投資人的預估都高於賣方分析師共識約 10-20 億美元，但受限於 GB200 出貨進度以及 H20 禁止出口中國，我們預期買方的市場共識將首次低於賣方，落在 440-450 億美元(季持平，對比賣方預估的 460-470 億美元)。由於下游零組件供應以及生產良率等影響，凱基預期 GB200 上半年出貨量欲達成原上半年目標 5-7k 櫃之挑戰性很高，即使達到目標，仍低於上游產能換算出來數字的一半。

NVLink 串起輝達宇宙。輝達首次揭露其 AI ASIC 布局 NVLink Fusion。以 NVLink IP 為中心，協助客戶半客製化 AI 晶片提供 IP 或是 Chiplet 方案，打造 ASIC CPU 和 Nvidia GPU 相互串聯。其 ASIC 夥伴包括聯發科(2454 TT, NT\$1,325, 增加持股)、世芯-KY (3661 TT, NT\$2,900, 增加持股)、Marvell(美)和 Astera Labs (美)。雖然 GPU 具備強大彈性，但是大型 CSP 想要針對自家需求打造 ASIC 以及環繞推論市場的 ASIC 是趨勢。輝達將透過自身強大的 Scale Up 優勢，拓展到 ASIC 市場，惟 CSP 打造 ASIC 有部分原因就是為了降低對輝達的依賴，CSP 是否願意接受仍是關鍵。

投資建議

我們對輝達的評等維持「增加持股」。即使中期算力成長率面臨下修風險，但是在 AI 的大趨勢下，在加速運算領域，尤其是在訓練端，我們仍未見到輝達有明顯的競爭對手，評價仍具吸引力。目標價 190 元，乃基於 2026 年(2027 財年) 34.5 倍的本益比，相當於歷史均值。

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-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	199,980	241,916
營業毛利 (US\$百萬)	17,969	15,965	44,959	98,505	146,213	178,999
營業利益 (US\$百萬)	12,690	9,040	37,134	86,789	128,033	156,476
EBITDA (US\$百萬)	13,864	10,584	38,642	88,653	131,102	163,381
稅後淨利 (US\$百萬)	11,259	8,366	32,312	74,265	110,442	135,800
每股盈餘 (US\$)	0.44	0.33	1.30	2.99	4.45	5.46
營業收入成長率 (%)	61.4	0.2	125.9	114.2	53.2	21.0
每股盈餘成長率 (%)	77.6	(24.8)	288.0	130.7	48.7	22.9
毛利率 (%)	66.8	59.2	73.8	75.5	73.1	74.0
營業利益率 (%)	47.2	33.5	61.0	66.5	64.0	64.7
EBITDA margin (%)	51.5	39.2	63.4	67.9	65.6	67.5
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	83.1	60.4

資料來源：公司資料；凱基

輝達於 Computex 2025 也針對企業以及 Agentic AI 推出 RTX Pro Enterprise Server，協助企業從傳統 IT 架構轉型至 AI 原生運算，主要針對 Agentic AI 應用。伺服器採用 RTX 6000 GPU，搭配全新 CX-8 主板，提供高達 800Gbps 傳輸頻寬，能同時支援 x86 軟體與多模態 AI Agents。相較 H100 系統，RTX Pro Server 在推論效能上提升 1.7 倍，並同時具備處理高 throughput 與低延遲的能力。根據我們的研判，基於 Blackwell 架構的 RTX6000，就是代號 B40 的晶片，是 L40S 的延續產品，採用 GDDR7。不過，在規格上略低於 H20，有希望填補本來 H20 的空缺。

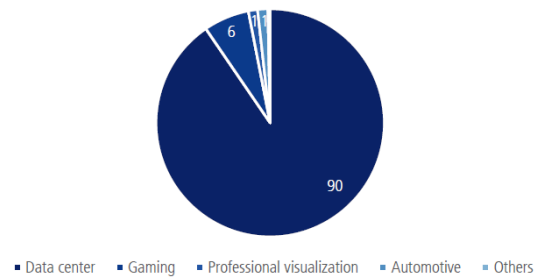
圖 1：公司概況

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 2：FY4Q25 事業別營收組成

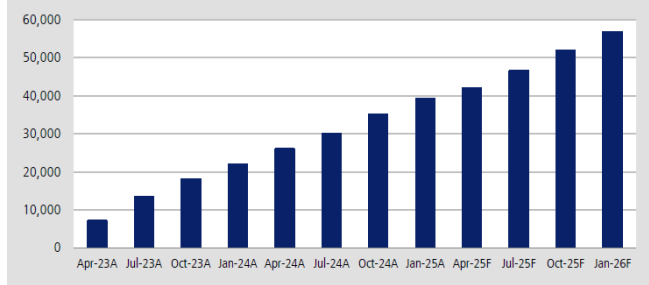
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營收

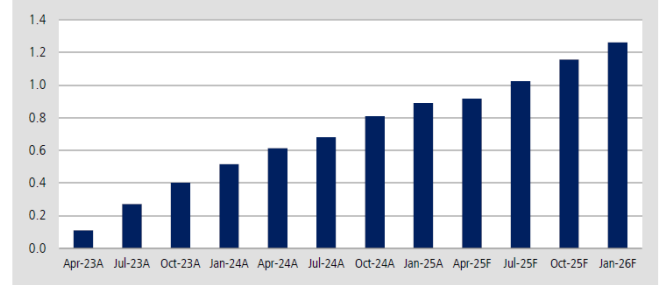
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Non-GAAP EPS

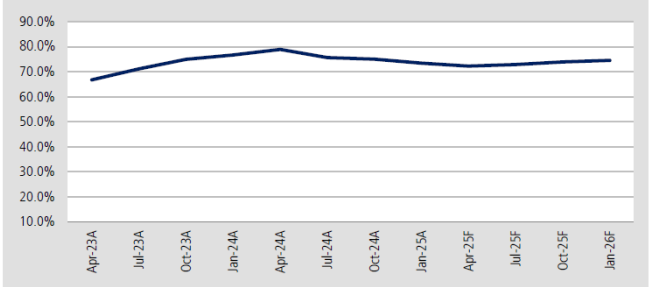
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：毛利率

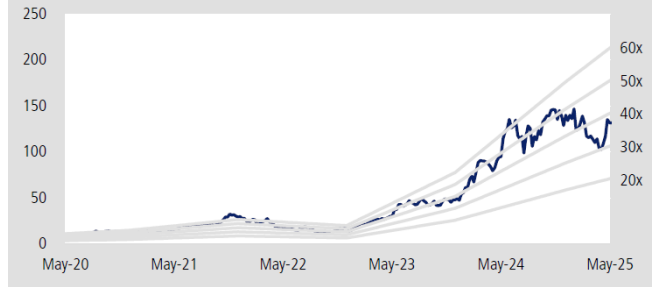
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：未來 12 個月預估本益比

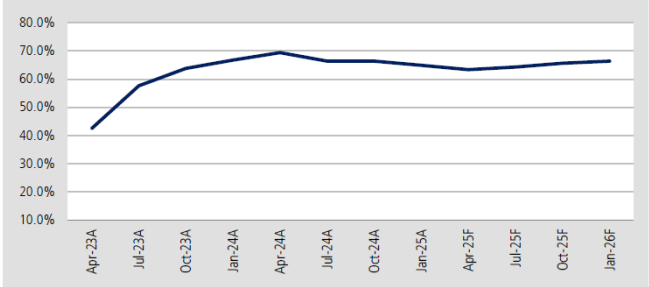
股價，美元(左軸)：本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：營業利潤率

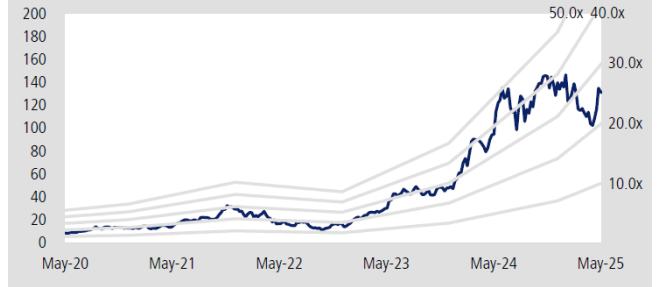
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：未來 12 個月預估股價淨值比

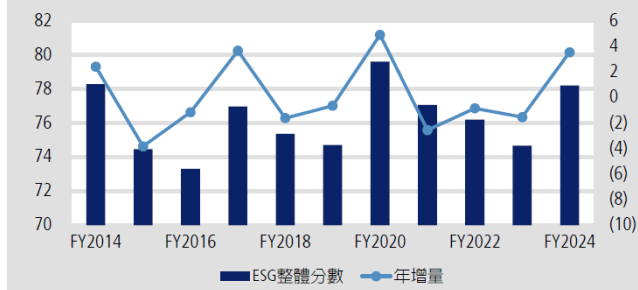
股價，美元(左軸)：股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：Nvidia - ESG 整體分數

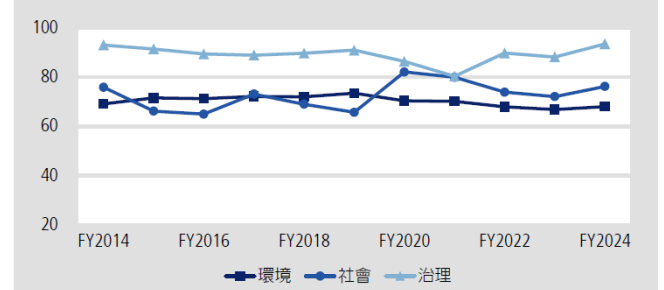
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：Nvidia - ESG 各項分數

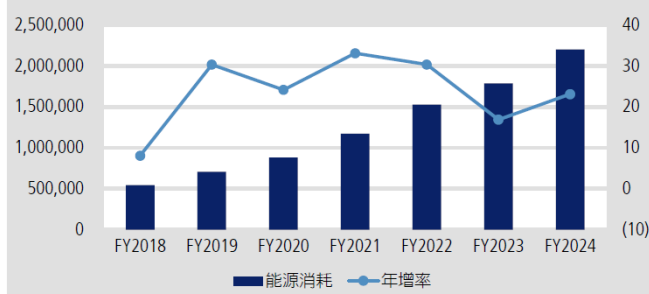
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：Nvidia - 能源消耗

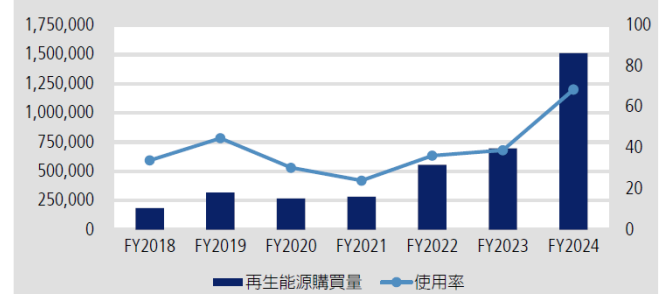
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：Nvidia - 再生能源使用

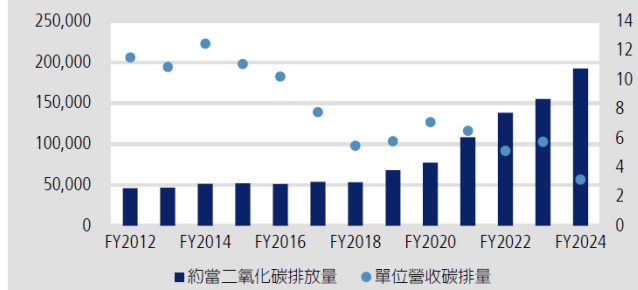
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：Nvidia - 碳排放量

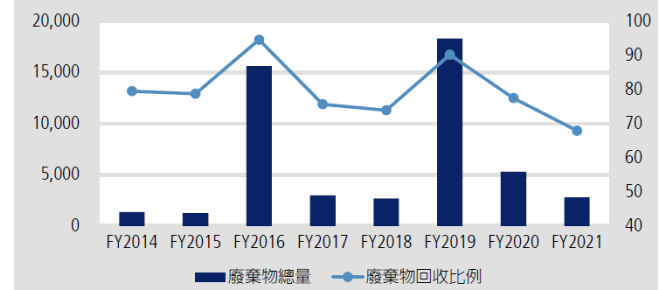
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：Nvidia - 廢棄物總量

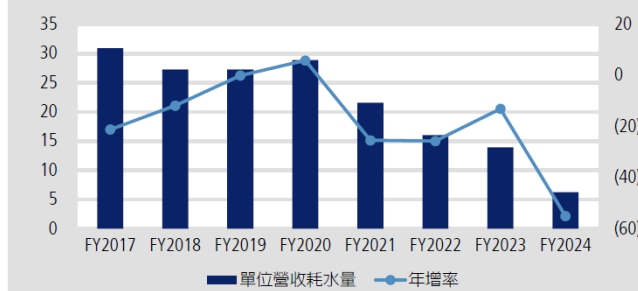
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：Nvidia - 耗水量

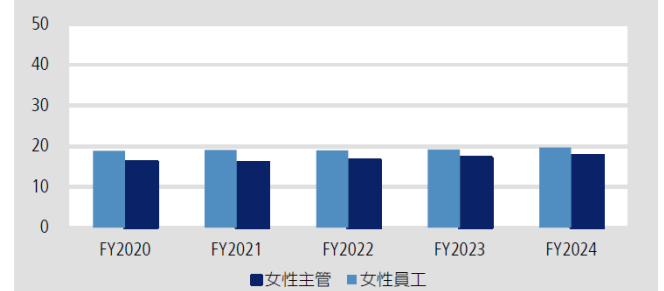
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：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俱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。