

# Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

## 新的 TAM 是否能夠重塑 AI 敘事

### 增加持股 · 維持

收盤價 May 20 (US\$)	223.47
3 個月目標價 (US\$)	258.9
12 個月目標價 (US\$)	365.0
前次目標價 (US\$)	340.0
調升 (%)	7.4
上漲空間 (%)	63.3

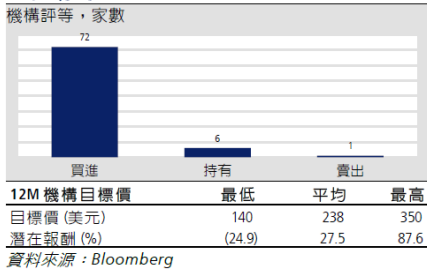
### 焦點內容

1. 連 14 季超越財測。
2. 第二季營收將超越 900 億美元。
3. 新的 TAM，能否改寫 AI 敘事？

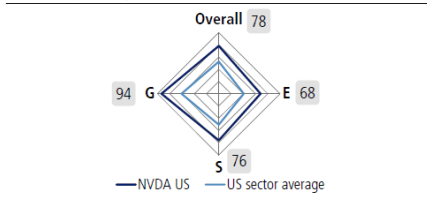
### 交易資料表

市值：(US\$bn)	5,457.4		
流通在外股數 (百萬股)：	24,221		
機構持有比例 (%)：	79.4		
3M 平均成交量 (百萬股)：	170.7		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	129.2-236.5		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	19.9	24.2	66.4
相對表現 (%)	12.2	12.3	42.1

### 市場綜合評等



### ESG 分數評等



### 重要訊息

輝達第一季財報和第二季展望再度超越市場預期的高標。新的目標市場(TAM)打開，是否有機會改寫目前 AI 敘事，需要觀察。

### 評論及分析

**連 14 季超越財測。**輝達公告 FY1Q27 (Apr-Q)財報，營收 816 億美元，季增 20%、年增 85%，優於財測上緣及市場共識 790 億美元，並高於我們預估的 800 億美元。毛利率為 75.0%，符合預期。每股盈餘(non-GAAP)為 1.87 美元，優於市場共識之 1.77 美元。資料中心營收達 752 億美元，季增 21%，優於市場共識之 735 億美元；其中運算營收 604 億美元，年增 77%；網通營收 148 億美元，年增 199%，Spectrum-X 已大於同業合計。公司重新拆分資料中心分類，分別為 Hyperscale 與 ACIE (AI cloud、主權、企業)，其中 Hyperscale 營收 379 億美元，約占 50%；ACIE 營收 374 億美元(季增 31%)，AI cloud 營收年增超過 3 倍，主權營收亦年增超過 80%。

**第二季營收將超越 900 億美元。**公司預期第二季營收為 910 億美元±2%，中位數季增 11%，高於市場共識之 860-870 億美元和我們預估的 880 億美元(季增 10%)。以過去營收指引保守的紀錄，第二季營收將挑戰 930-940 億美元。毛利率預期達 75.0%±50bps，營業費用達 83 億美元，並上修 FY27 全年 OpEx 年增率至 40%高位數，主因 R&D 投入增加及 AI 工具使用加速。

**新的 TAM，能否改寫 AI 敘事？**過去由於 CSP 佔輝達以及 AI 需求超過七成，CSP 的資本支出作為 AI 需求能否持續成長的重要指標。輝達拆分 ACIE 傳遞了非超大型雲端服務業者的潛在市場將超過目前超大型雲端業者，而目前已佔了輝達資料中心營收的五成。其次，代理型 AI 以及 Vera CPU 打開了高達 2,000 億美元的新市場，這不包括協作 Rubin 的 Vera，而是完全獨立運作的 CPU。目前公司仍維持 2025-2027 Blackwell 加上 Rubin 一兆美元營收的預期，而新的 AI 敘事則帶來未來這一兆美元以外的想像空間。

### 投資建議

短期相關供應鏈仍將深陷 HBM4 供給短缺以及 Rubin 降規 TDP 和散熱重新設計等多種影響，而導致產品組合改變低於預期且大量出貨時間點延至第四季和明年第一季。我們上調輝達目標價 365 元，基於更新第一季數字後的微調，仍基於明年獲利的 29 倍本益比(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-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	378,647	546,552
營業毛利 (US\$百萬)	15,965	44,959	98,505	153,994	284,006	404,449
營業利益 (US\$百萬)	9,040	37,134	86,789	137,300	249,917	362,745
EBITDA (US\$百萬)	10,584	38,642	88,653	140,143	248,823	333,918
稅後淨利 (US\$百萬)	8,366	32,312	74,265	116,997	211,452	306,241
每股盈餘 (US\$)	0.33	1.30	2.99	4.77	8.67	12.56
營業收入成長率 (%)	0.2	125.9	114.2	65.5	75.3	44.3
每股盈餘成長率 (%)	(24.8)	288.0	130.7	59.5	81.7	44.8
毛利率 (%)	59.2	73.8	75.5	71.3	75.0	74.0
營業利益率 (%)	33.5	61.0	66.5	63.6	66.0	66.4
EBITDA margin (%)	39.2	63.4	67.9	64.9	65.7	61.1
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	74.4	82.8	66.5

資料來源：公司資料；凱基

**2027 財年第一季財報電話會議摘要：**

- **輝達公告 FY1Q27 (Apr-Q)財報：** 第一季營收 816 億美元，季增 20%、年增 85%，優於財測 764-796 億美元上緣及市場共識 790 億美元，並高於我們先前預估之 800 億美元。FY1Q27 non-GAAP 毛利率為 75.0%，符合預期，主因 Blackwell 仍為主要出貨產品。FY1Q27 non-GAAP 每股盈餘為 1.87 美元，對比 FY4Q26 (Jan-Q) 1.59 美元及 FY1Q26 (Apr-Q) 0.78 美元，優於市場共識之 1.77 美元。
- **資料中心：** FY1Q27 Data Center 營收達 752 億美元，季增 21%、年增 92%，優於市場共識之 735 億美元；其中 Computing 營收 604 億美元，年增 77%，主要受惠 Blackwell 需求持續強勁；Networking 營收 148 億美元，年增 199%，Spectrum-X 已大於所有 Ethernet networking peers 合計，InfiniBand 亦因 XDR 部署推動年增超過 4 倍。公司開始採用新的揭露方式，Data Center 拆分為 Hyperscale 與 ACIE (AI cloud、industrial、enterprise)，其中 Hyperscale 營收 379 億美元(季增 12%、年增 115%)，約占 Data Center 50%；ACIE 營收 374 億美元(季增 31%、年增 74%)，其中 AI cloud 營收年增超過 3 倍，主權營收亦年增超過 80%。
- 公司表示 AI 基礎建設需求仍由兩大動能驅動，包含：(1) Hyperscaler 核心工作負載持續由 CPU 轉向 GPU 加速運算，及(2) AI-native 產品與服務加速普及，AI 已從單次推論(one-shot inference)轉向 reasoning 及 agentic AI，推動整體 AI stack 營收加速；公司預期 Hyperscaler CapEx 在 2027 年將超過 1 兆美元，且 AI 基礎建設投資將於 2030 年達每年 3-4 兆美元。
- 公司表示 Vera Rubin 將於 CY2H26 開始量產出貨，3Q26 開始初步出貨，4Q26 持續放量，並於 1Q27 進一步擴大。Vera Rubin 整合 7 顆專用晶片、跨 5 個 accelerated racks，推論吞吐量最高可較 Blackwell 提升 35 倍，AI factory revenue 最高可提升 10 倍。公司同時強調 Vera CPU 是專為 Agentic AI 設計，具備較 x86 高 1.5 倍單核心效能、2 倍 performance per watt 及 4 倍 rack density，並打開輝達過去未觸及的 2,000 億美元 CPU TAM。公司表示今年 standalone CPU 營收能見度接近 200 億美元，且不包含在先前 1 兆美元 Blackwell + Rubin 營收展望中。
- **其他產品線：** 公司改以 Edge Computing 作為新揭露平台，FY1Q27 Edge Computing 營收 64 億美元，季增 10%、年增 29%，主要受 Blackwell workstation 需求強勁帶動，但消費端需求因記憶體與系統價格上升而小幅下滑。Physical AI 動能持續升溫，過去 12 個月營收已超過 90 億美元；公司與 Uber 合作的 robotaxi fleet 預計到 2028 年拓展至近 30 個城市、橫跨四大洲，同時工業、手術及人形機器人等應用亦持續採用輝達平台。
- **FY2Q27 (July-Q)展望：** 展望 FY2Q27 (July-Q)，公司預期營收達 910 億美元±2%，中位數季增 11%，主要受惠 Data Center 持續成長，優於我們先前預估之 880 億美元及市場共識之 860-870 億美元。FY2Q27 non-GAAP 毛利率預期達 75.0%±50bps，全年仍維持 70%

中位數水準的展望，符合預期；FY2Q27 non-GAAP 營業費用預期達 83 億美元，並上修 FY27 全年 OpEx 年增率至 40% 高位數，主因 R&D 投入增加及 AI 工具使用加速。公司同時重申對 2025-2027 年 Blackwell + Rubin 累計營收達 1 兆美元具高度信心。

**圖 1：FY1Q27 財報與 FY2Q27 財測修正與市場共識比較**

百萬元	FY 1Q27							FY 2Q27F						
	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	81,615	80,112	1.9	19.8	85.2	79,186	3.1	92,782	88,009	5.4	13.7	98.5	87,358	6.2
毛利	61,232	60,084	1.9	19.6	128.0	59,446	3.0	69,587	66,007	5.4	13.6	104.9	65,482	6.3
營業利益	53,783	52,714	2.0	16.6	131.1	52,508	2.4	61,329	59,494	3.1	14.0	103.3	58,123	5.5
稅後淨利	45,548	44,800	1.7	15.2	129.0	43,210	5.4	51,900	50,496	2.8	13.9	101.3	47,779	8.6
每股盈餘(元)	1.87	1.83	1.8	15.4	131.0	1.77	5.3	2.13	2.07	3.0	13.9	102.5	1.96	8.6
毛利率(%)	75.0	75.0	0.0 ppts	(0.1)ppts	14.1 ppts	75.1	(0.0)ppts	75.0	75.0	0.0 ppts	(0.0)ppts	2.3 ppts	75.0	0.0 ppts
營利率(%)	65.9	65.8	0.1 ppts	(1.8)ppts	13.1 ppts	66.3	(0.4)ppts	66.1	67.6	(1.5)ppts	0.2 ppts	1.6 ppts	66.5	(0.4)ppts
淨利率(%)	55.8	55.9	(0.1)ppts	(2.2)ppts	10.7 ppts	54.6	1.2 ppts	55.9	57.4	(1.4)ppts	0.1 ppts	0.8 ppts	54.7	1.2 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

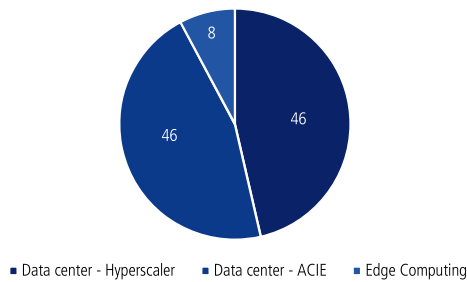
**圖 2：FY2027-28 年財測修正 vs. 市場共識**

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	378,647	361,673	4.7	75.3	370,600	2.2	546,552	505,467	8.1	44.3	496,970	10.0
毛利	284,006	271,255	4.7	84.4	276,812	2.6	404,449	374,046	8.1	42.4	368,583	9.7
營業利益	249,917	243,923	2.5	82.0	247,298	1.1	362,745	339,169	7.0	45.1	333,762	8.7
稅後淨利	211,452	206,979	2.2	80.7	204,759	3.3	306,241	286,985	6.7	44.8	276,482	10.8
每股盈餘(元)	8.67	8.45	2.6	81.7	8.41	3.1	12.56	11.75	6.9	44.8	11.48	9.3
毛利率(%)	75.0	70.8	4.2 ppts	3.7 ppts	74.7	0.3 ppts	74.0	74.8	(0.8)ppts	(1.0)ppts	74.2	(0.2)ppts
營利率(%)	66.0	62.9	3.1 ppts	2.4 ppts	66.7	(0.7)ppts	66.4	67.6	(1.3)ppts	0.4 ppts	67.2	(0.8)ppts
淨利率(%)	55.8	53.6	2.2 ppts	1.7 ppts	55.3	0.6 ppts	56.0	56.9	(0.9)ppts	0.2 ppts	55.6	0.4 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

**圖 3：Nvidia FY1Q27 各部門比重**

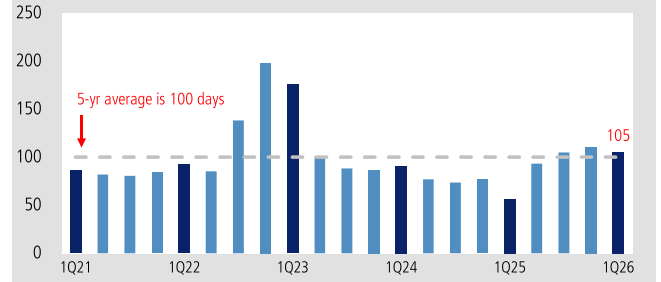
營收比重，百分比



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

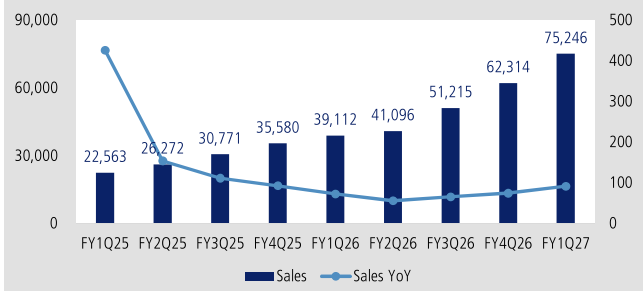


資料來源：Bloomberg；凱基

註：日期為日曆年度

**圖 5：Nvidia data center 營收 vs. 營收年增率**

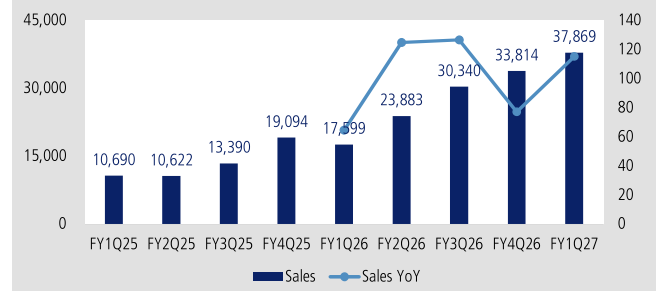
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



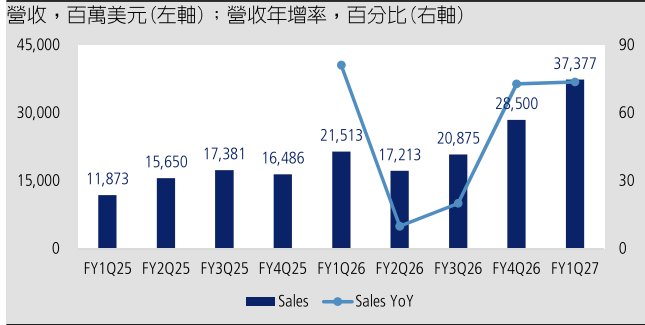
資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：Nvidia hyperscaler 營收 vs. 營收年增率**

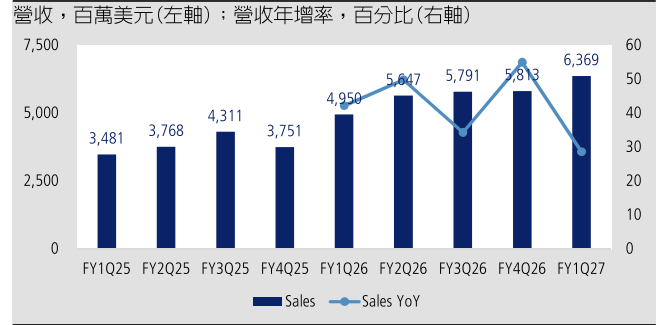
營收，百萬美元(左軸)；營收年增率，百分比(右軸)



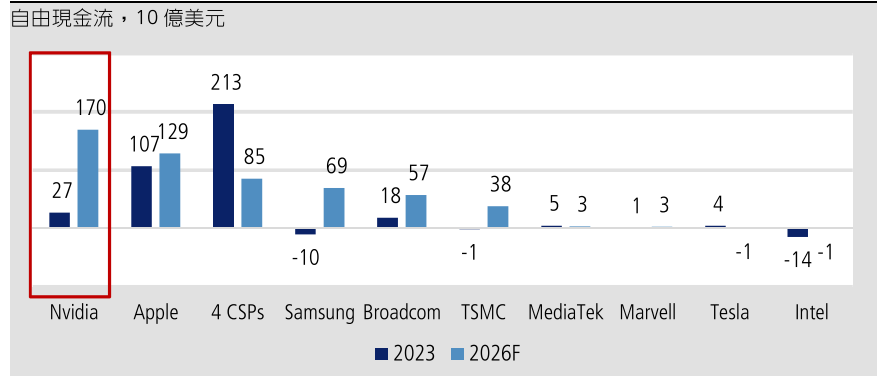
資料來源：公司資料；凱基

**圖 7 : Nvidia ACIE 營收 vs. 營收年增率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 8 : Nvidia edge computing 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

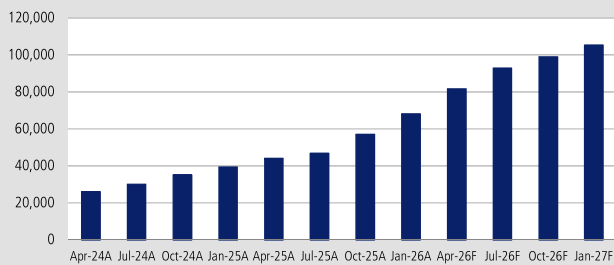
**圖 10：公司概況**

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**

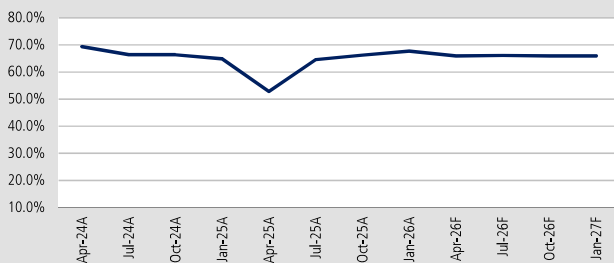
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 14：毛利率**

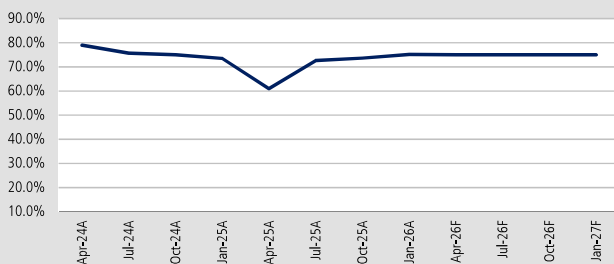
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 16：營業利潤率**

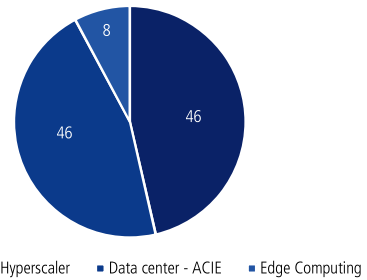
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 11：FY1Q27 事業別營收組成**

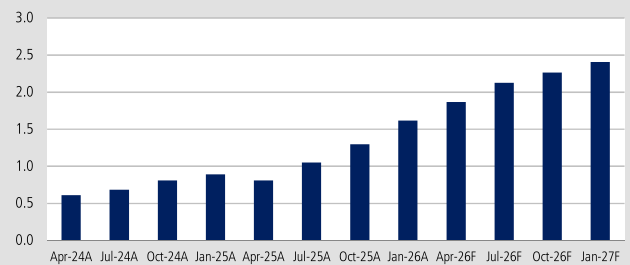
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 13：Non-GAAP EPS**

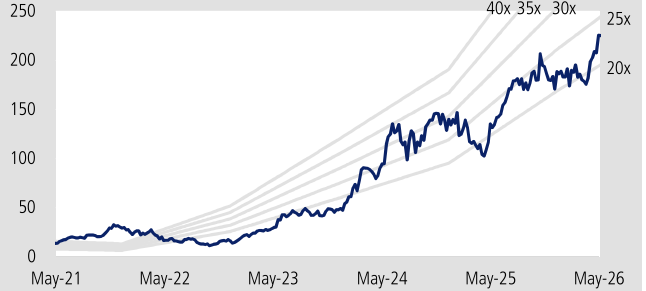
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 15：未來 12 個月預估本益比**

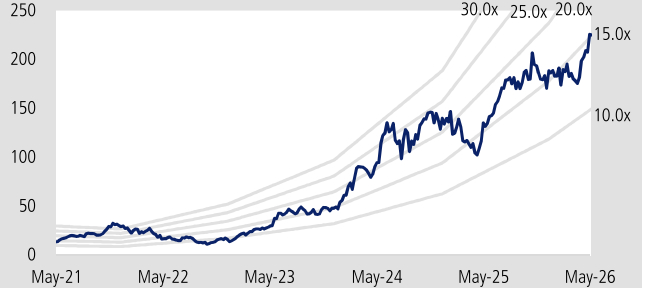
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



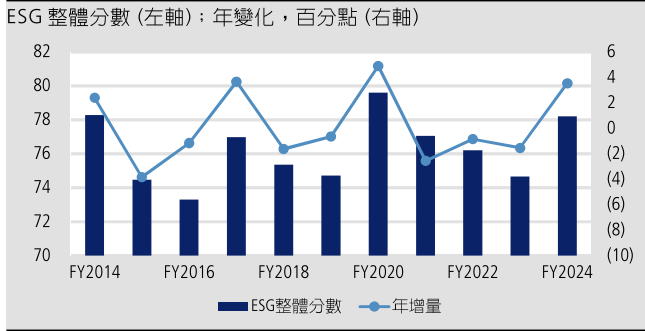
資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 17：未來 12 個月預估股價淨值比**

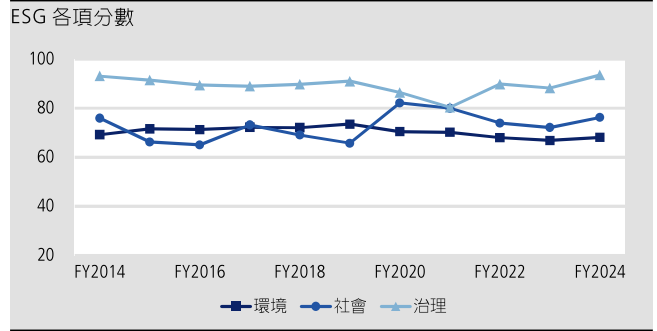
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



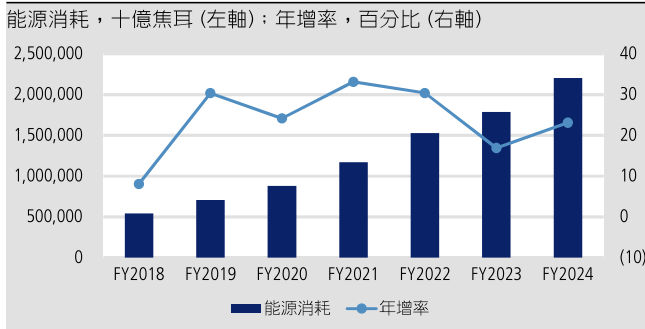
資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 18 : Nvidia - ESG 整體分數**


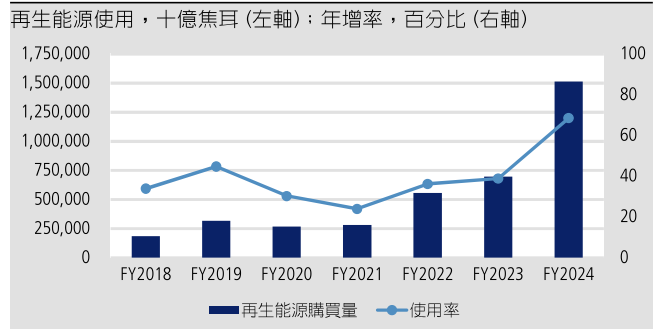
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19 : Nvidia - ESG 各項分數**


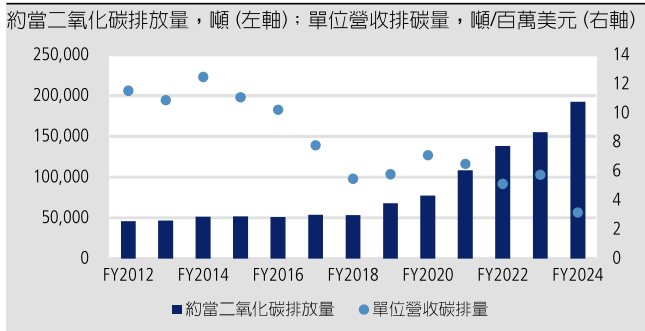
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20 : Nvidia - 能源消耗**


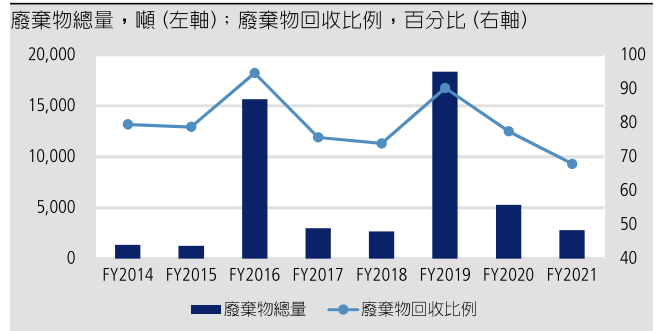
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 21 : Nvidia - 再生能源使用**


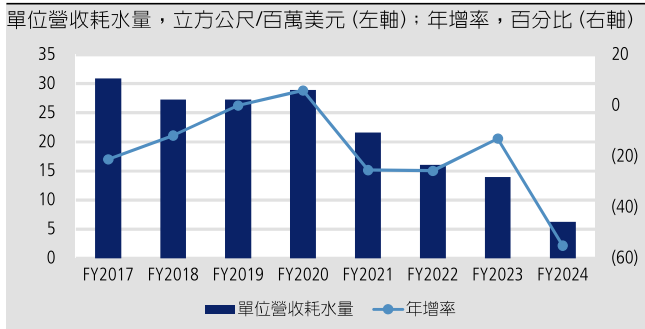
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 22 : Nvidia - 碳排放量**


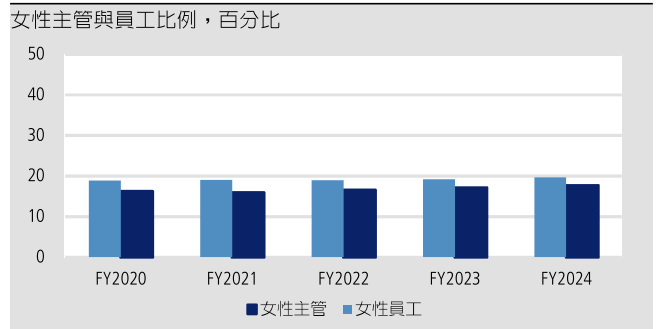
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 23 : Nvidia - 廢棄物總量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

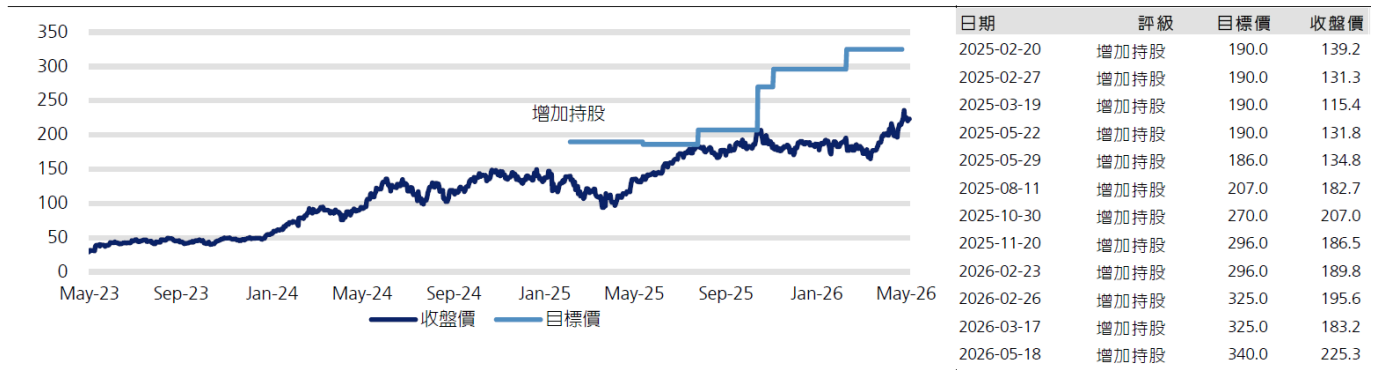
**圖 24 : Nvidia - 耗水量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 25 : 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](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。