

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

2025 GTC : 更多的 GPU、更快的傳輸速度、更高的算力需求

增加持股 · 維持

收盤價 March 19 (US\$)	115.43
3 個月目標價 (US\$)	134.07
12 個月目標價 (US\$)	190.00
前次目標價 (US\$)	190.00
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	64.6

焦點內容

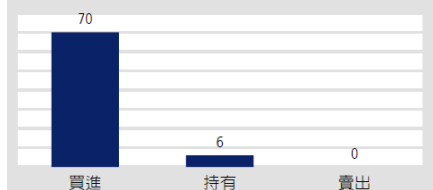
- 正式推出 Blackwell Ultra GPU，並推進 GPU 技術路徑至 2028 年 (Feynman)。
- CPO 相關產品以及強調 Blackwell 在 Inference 也具有優勢為兩大亮點。

交易資料表

市值 : (US\$bn)	2,816.5		
流通在外股數 (百萬股) :	24,400		
機構持有比例 (%) :	69.7		
3M 平均成交量 (百萬股) :	271.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	75.6-153.1		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(10.5)	1.8	30.5
相對表現 (%)	(6.1)	1.9	21.5

市場綜合評等

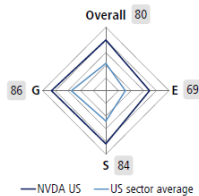
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	130	173	220
潛在報酬 (%)	12.6	49.6	90.6

資料來源 : Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源 : Refinitiv、凱基

重要訊息

Nvidia 於 2025 年 GTC 大會的 Keynote 演講上發布多項重要產品與技術，涵蓋 AI 伺服器、個人電腦、車用及機器人應用。公司強調 AI 運算需求將大幅成長，未來 reasoning 的算力需求預計將提升 100 倍，公司並預期資料中心的資本支出將在 2028 年達 1 兆美元。

評論及分析

正式推出 Blackwell Ultra GPU，並推進 GPU 技術路徑至 2028 年 (Feynman)。Blackwell Ultra (GB300) 目前按進度於下半年量產，而 GB200 也已全面投產，符合預期。根據公司資料，四大雲端服務業者今年對於 Blackwell 的採購量達到 360 萬顆，換算約當五萬櫃的 NVL72，此數字可望降低市場對於需求下滑的疑慮，惟公司未揭露 GB200/300 的比例，以及具體出貨時程。在技術路徑方面，Nvidia 揭露更多 Vera Rubin NVL144 (2H26) 和 Vera Rubin Ultra NVL576 (2H27) 的細節。此外，Nvidia 首次公布更後面一代 AI GPU Feynman，CPU 沿用 Vera 架構，預計將在 2028 年上市。

CPO 相關產品以及強調 Blackwell 在 Inference 也具有優勢為兩大亮點。Nvidia 將於 2H25-2026 年推出 Quantum-X 與 Spectrum-X 矽光子交換器，以提高資料中心傳輸速度並降低功耗與延遲，是 CPO 應用在資料中心的一大躍進。公司同時推出 AI Operating System Dynamo，可顯著提升 AI 模型的運行效率。針對市場的質疑，輝達強調 reasoning 需要的算力需求更高以及 Blackwell 在某些情況下於推論領域也同樣具有優勢。

投資建議

結論來說，GTC Keynote 是 CES 演講的延續，並沒有太多的驚喜。不過技術路徑的推進以及公司的產品佈局，預示了公司對於長期算力需求的樂觀展望。即使明年需求預期有下修的可能，我們認為股價已充分反映潛在利空，我們維持對於輝達「增加持股」的評等。新的產品技術路徑公布，有助於整體供應鏈的能見度並且預期在規格升級下，相關的台股供應鏈都會持續受惠。除了主要的晶圓代工廠以外，我們首選的受惠相關供應鏈個股包括鴻海、廣達、奇鋌、川湖、台達電、華碩以及 Dell。此外，CPO 受惠的公司在台股為波若威。

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

2025 GTC 大會重點摘要

結論來說，Nvidia 2025 GTC Keynote 是 CES 演講的延續，除了提供更多產品的細節，其重點包括：(1)推出了兩個 CPO Switch 產品 Quantum-X /Spectrum-X；(2) GPU Roadmap 往後推進到 Feynman (2028 年)；(3) 發表 AI Operating System Dynamo；及(4) 強調 reasoning 需要的算力需求更高以及 Blackwell 在某些情況下於 Inference 也同樣具有優勢，並且公布目前四大 CSP 對於 Blackwell 的採購量。以收盤和盤後的股價表現，顯然更多更完整的產品佈局並未消除市場對於 AI 晶片成長趨緩的擔憂。不過，以目前的評價即使明年 EPS 有下修風險，評價仍大幅低於歷史均值 34-35 倍本益比。即使明年需求預期有下修的可能，但目前股價已充分反映的潛在利空，我們維持對於輝達「增加持股」的評等。

Blackwell

Nvidia 宣布 Blackwell (GB200)已全面進入量產階段，且市場需求強勁，顯示 AI 計算領域持續增長，公司預計到 2028 年資料中心的資本支出將達 1 兆美元以上。公司同時推出 AI Operating System Dynamo，可顯著提升 AI 模型的運行效率。

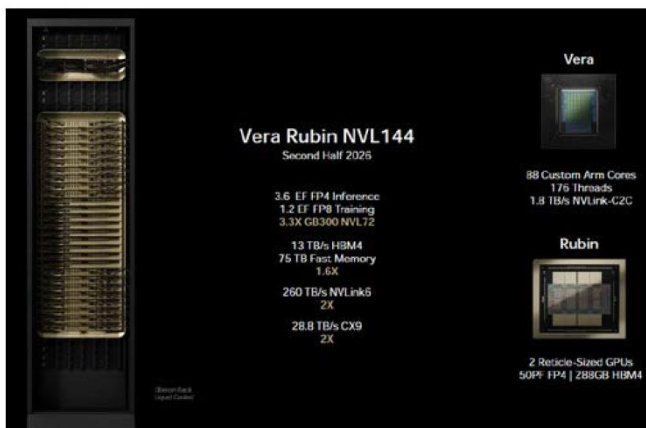
Blackwell Ultra

Nvidia 亦發表 Blackwell Ultra (GB300/B300)，效能提升 50%，具備更大記憶體容量 (HBM3e 12H)與頻寬，計劃於 2H25 開始供貨。Blackwell Ultra 目前按進度於下半年量產，符合預期。根據公司資料，四大雲端服務業者今年對於 Blackwell 的採購量也達到 360 萬顆，換算約當五萬櫃 NVL72，此數據有助於減緩市場對於需求下滑的疑慮。不過輝達並沒有揭露 B200/300 的比例，也沒有確認出貨時程。

Vera Rubin/Vera Rubin Ultra/Feynman

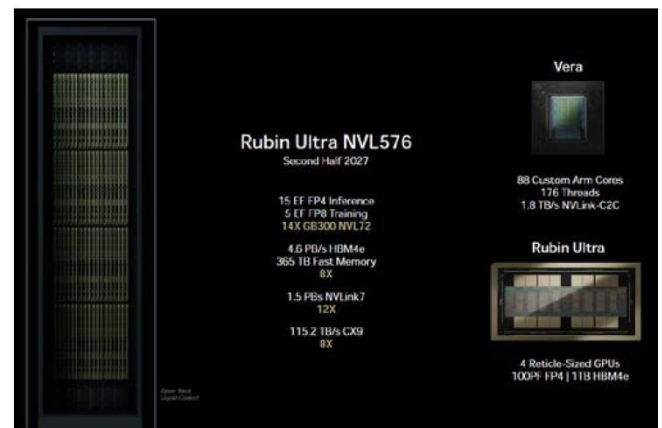
Vera Rubin 預計將於 2H26 推出，採用 NVL144 架構，GPU 採用 N3 製程，雙 GPU 封裝搭配八顆 HBM4；Vera Rubin Ultra 則預計於 2H27 上市，採用 NVL576 架構，單晶片封裝上放置四顆 GPU 以及搭載 12 顆 HBM4e。兩者性能分別較 GB300 NVL72 高出 3.3 倍和 14 倍。此外，Nvidia 公布更後面一世代的 AI GPU roadmap，產品名稱為 Feynman，預計將在 2028 年上市，CPU 採 Vera 架構並搭載再下一世代的 HBM。

圖 1：Vera Rubin NVL144 預計於 2H26 推出



資料來源：Nvidia

圖 2：Rubin Ultra NVL576 預計於 2H27 推出



資料來源：Nvidia

Quantum-X/Spectrum-X/Robot/Auto

Nvidia 在發表會中亦推出多項新產品與技術，以拓展 AI 的應用領域。其中，在自駕技術方面，公司發布 Halos 自駕安全系統，並與通用汽車合作，推動 AI 在車輛與生產自動化領域的應用。同時，Nvidia 將於 2H25-2026 年推出 Quantum-X 與 Spectrum-X 矽光子交換器，以提高資料中心傳輸速度並降低功耗與延遲，是 CPO 應用在資料中心的一大躍進。此外，公司亦積極發展機器人，發表 Isaac GR00T N1。針對 AI 個人運算，公司推出 DGX Spark 與 DGX Station，讓 AI 研究人員、開發者與資料科學家能夠在桌面端進行高效 AI 計算。

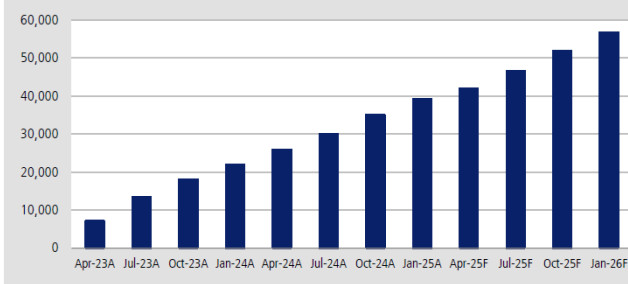
圖 3：公司概況

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 5：季營收

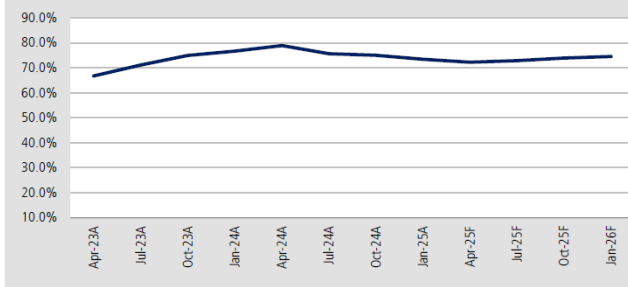
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：毛利率

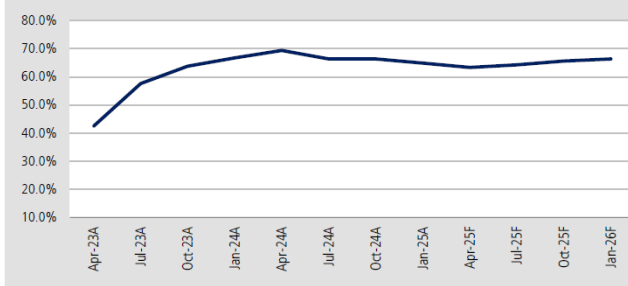
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：營業利潤率

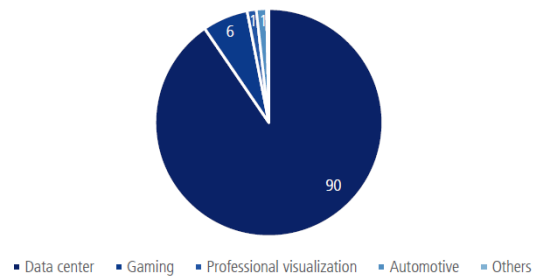
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：FY4Q25 事業別營收組成

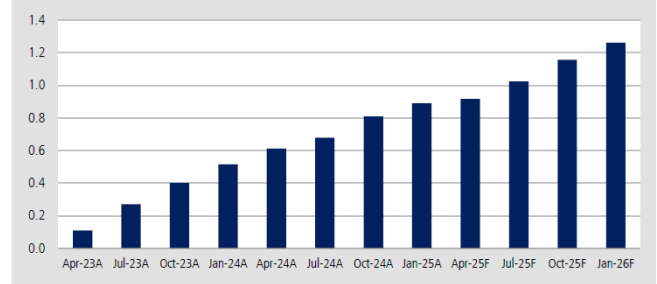
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Non-GAAP EPS

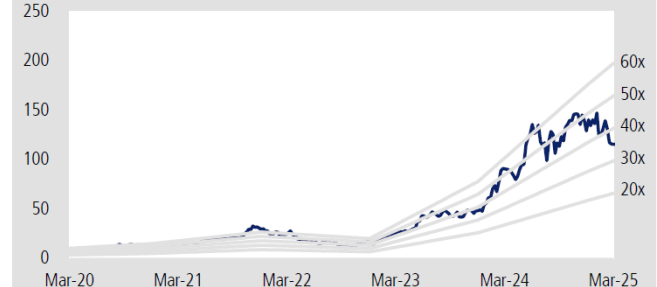
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：未來 12 個月預估本益比

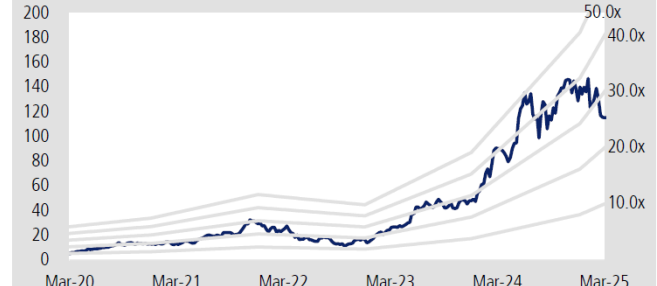
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



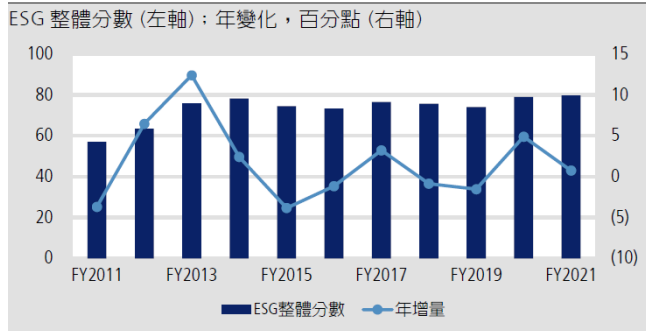
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10：未來 12 個月預估股價淨值比

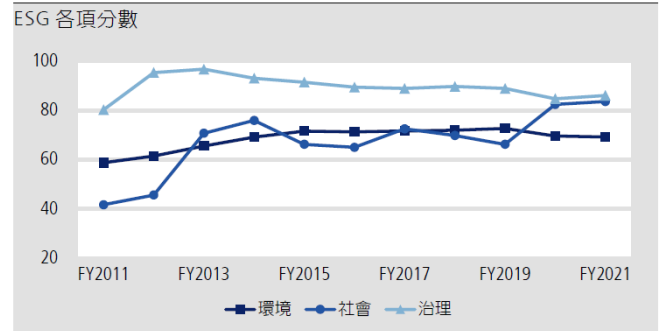
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



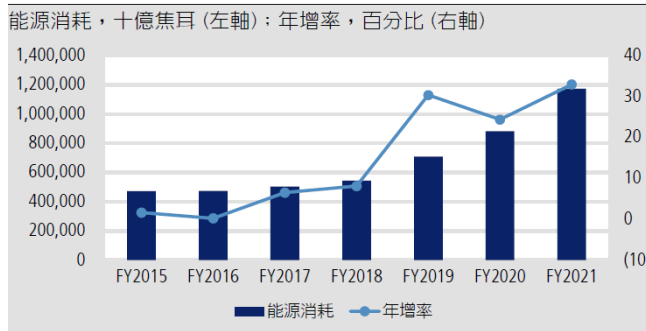
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11 : Nvidia - ESG 整體分數


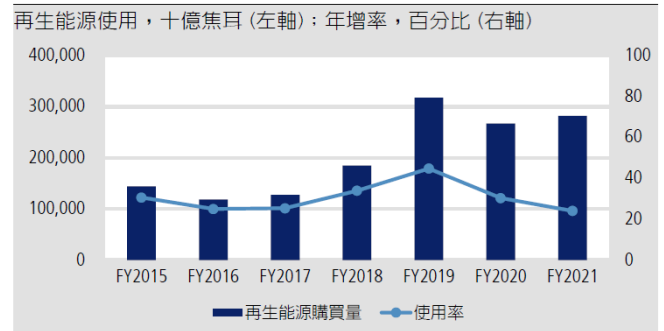
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 12 : Nvidia - ESG 各項分數


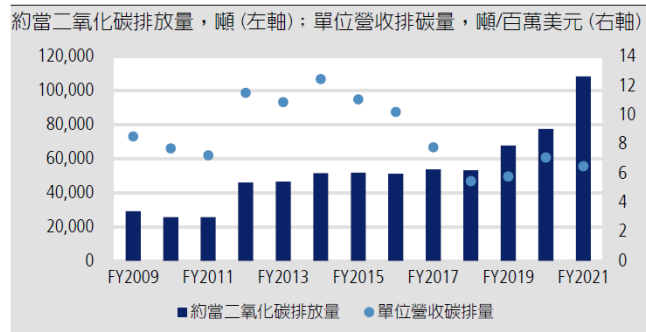
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 13 : Nvidia - 能源消耗


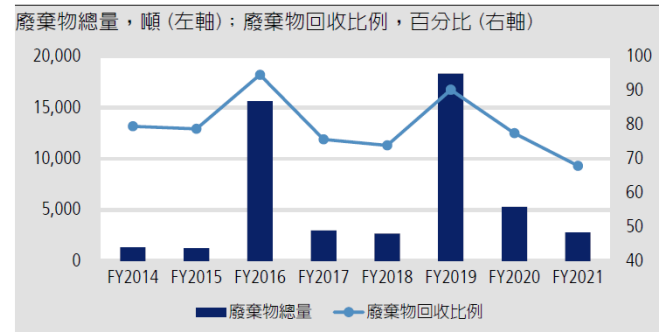
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 14 : Nvidia - 再生能源使用


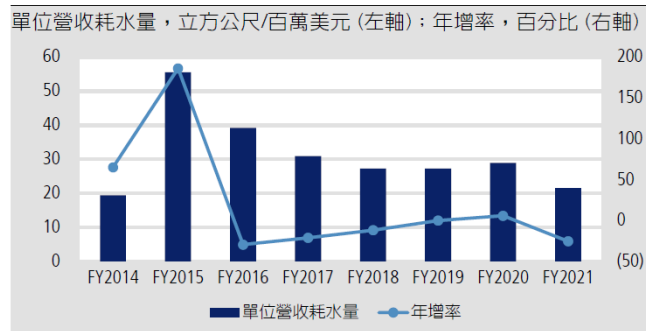
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : Nvidia - 碳排放量


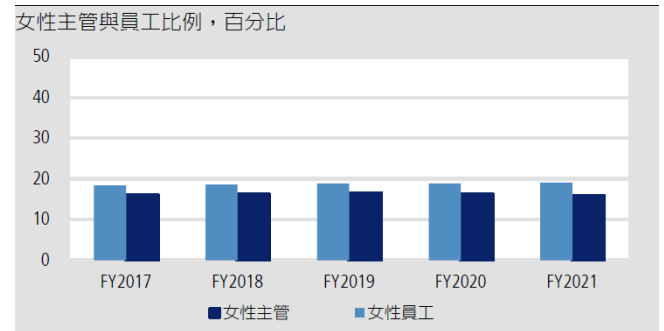
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Nvidia - 廢棄物總量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Nvidia - 耗水量


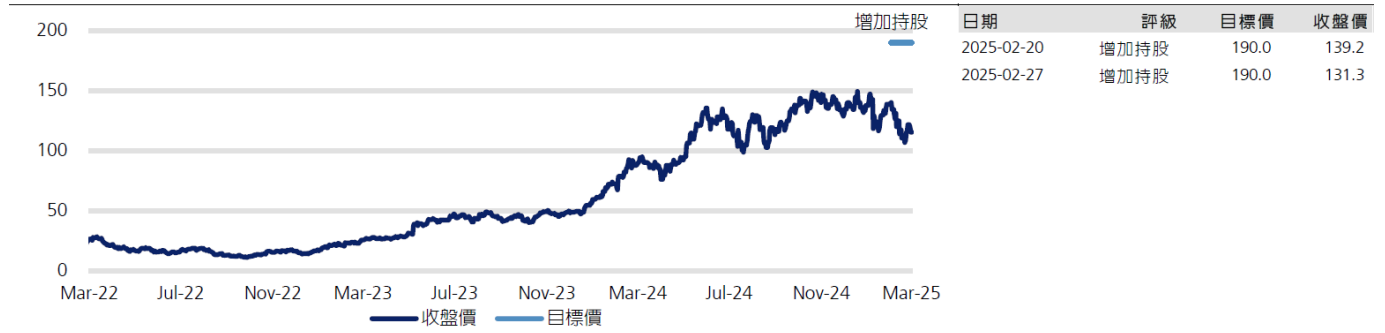
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : 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。