

Nvidia (NVDA.O/ NVDA US)

2025 財年第四季財報預覽：需求不是問題，交貨才是關鍵

增加持股 · 重啟評等

| | |
|------------------------|--------|
| 收盤價 February 19 (US\$) | 139.23 |
| 3 個月目標價 (US\$) | 151.92 |
| 12 個月目標價 (US\$) | 190.00 |
| 前次目標價 (US\$) | N.A. |
| 維持 / 調升 / 調降 (%) | N.A. |
| 上漲空間 (%) | 36.5 |

焦點內容

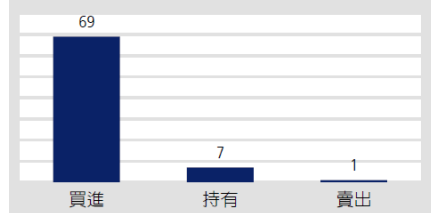
1. 第四季可望超越財測，第一季買/賣方預期趨於一致。
2. 短期需求沒有影響，中期算力複合成長率有下修風險。

交易資料表

| | | | |
|------------------------|-----------|-----------|------------|
| 市值：(US\$bn) | 3,409.7 | | |
| 流通在外股數 (百萬股)： | 24,490 | | |
| 機構持有比例 (%)： | 69.4 | | |
| 3M 平均成交量 (百萬股)： | 243.9 | | |
| 52 週股價 (低 \ 高) (US\$)： | | | |
| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
| 絕對表現 (%) | (5.3) | 7.1 | 91.7 |
| 相對表現 (%) | (9.1) | (2.7) | 68.3 |

市場綜合評等

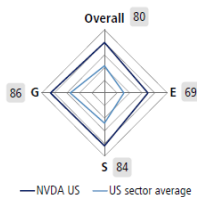
機構評等，家數



| | | | |
|-----------|--------|------|------|
| 12M 機構目標價 | 最低 | 平均 | 最高 |
| 目標價 (美元) | 112 | 174 | 220 |
| 潛在報酬 (%) | (19.6) | 25.0 | 58.0 |

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 2/26 公布 2025 財年第四季財報以及 2026 財年第一季展望。我們預期輝達能夠連續九季超越財測數字，但是展望仍將受限於交貨進度，受到零組件供應以及生產線良率之影響。

評論及分析

第四季可望超越財測，第一季買/賣方預期趨於一致。我們預期輝達第四季營收可達 380-390 億美元，優於公司展望的 375 億。產品組合仍以 H200 (Hopper) 為主力。GB200 受限於 CoWoS-L 產能限制以及下游零組件供應等影響，預計上半年的出貨將低於用 CoWoS 產能回推的數字。值得一提的是，過去 7-8 季，買方投資人的預估都高於賣方分析師的共識約 10-20 億美元，但是由於預期下修，我們預期買方和賣方的市場共識於本季趨於一致，落在 410-420 億美元(年增 10%)。我們預期 GB200 上半年出貨量將落在 8,000-1.1 萬機櫃之間，大概只有上游產能換算出來數字的一半左右。

短期需求沒有影響，中期算力複合成長率有下修風險。DeepSeek 提出了大幅降低 AI 訓練和推論成本的方法，引發市場對於算力需求成長的疑慮。不過，從 CSP 今年資本支出大幅上修以及供應鏈來看，今年需求和訂單目前沒有鬆動的跡象，甚至較為低階的 H20 (銷往中國) 近期有看到需求上修的現象。然而，AI 成本的下降雖帶動 AI 應用成長，但的確增加 2026-28 年整體算力成長的不確定性。目前普遍市場對於未來五年算力的複合成長率預期約在 40-50% 之間，我們認為 CAGR 有下修之風險。

投資建議

輝達是繪圖晶片的領導廠商。基於 CUDA 計算架構及開發套件、高速傳輸以及性能強大的 GPU 等優勢，輝達成為了加速運算的王者，也成為此波人工智慧浪潮的最大受惠者。我們重啟對輝達的評等，建議「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。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。

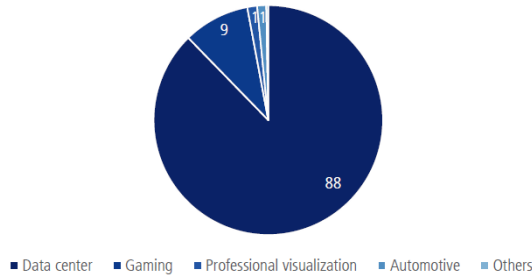
主要財務數據及估值

| | Jan-22A | Jan-23A | Jan-24A | Jan-25F | Jan-26F | Jan-27F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 (US\$百萬) | 26,914 | 26,974 | 60,922 | 129,442 | 198,913 | 241,916 |
| 營業毛利 (US\$百萬) | 17,969 | 15,965 | 44,959 | 97,767 | 146,213 | 178,999 |
| 營業利益 (US\$百萬) | 12,690 | 9,040 | 37,134 | 84,703 | 128,033 | 156,476 |
| EBITDA (US\$百萬) | 13,864 | 10,584 | 38,642 | 85,876 | 131,102 | 163,381 |
| 稅後淨利 (US\$百萬) | 11,259 | 8,366 | 32,312 | 72,987 | 110,442 | 135,800 |
| 每股盈餘 (US\$) | 0.44 | 0.33 | 1.30 | 2.94 | 4.45 | 5.46 |
| 營業收入成長率 (%) | 61.4 | 0.2 | 125.9 | 112.5 | 53.7 | 21.6 |
| 每股盈餘成長率 (%) | 77.6 | (24.8) | 288.0 | 126.9 | 51.2 | 22.9 |
| 毛利率 (%) | 66.8 | 59.2 | 73.8 | 75.5 | 73.5 | 74.0 |
| 營業利益率 (%) | 47.2 | 33.5 | 61.0 | 65.4 | 64.4 | 64.7 |
| EBITDA margin (%) | 51.5 | 39.2 | 63.4 | 66.3 | 65.9 | 67.5 |
| 淨負債比率 (%) | 36.4 | 32.7 | 5.3 | N/A | N/A | N/A |
| 股東權益報酬率 (%) | 42.3 | 37.9 | 75.2 | 100.4 | 83.1 | 60.4 |

資料來源：公司資料；凱基

圖 1 : Nvidia FY3Q25 各部門比重

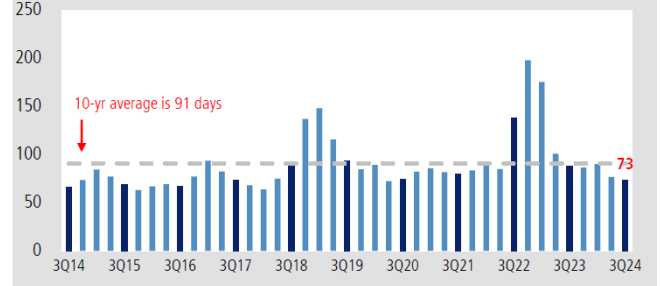
營收比重, 百分比



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 2 : Nvidia 庫存週轉天數

庫存週轉天數, 天

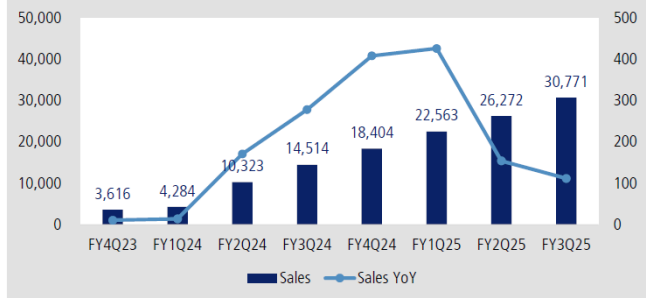


資料來源: Bloomberg; 凱基

註: 日期為日曆年度

圖 3 : Nvidia data center 營收 vs. 營收年增率

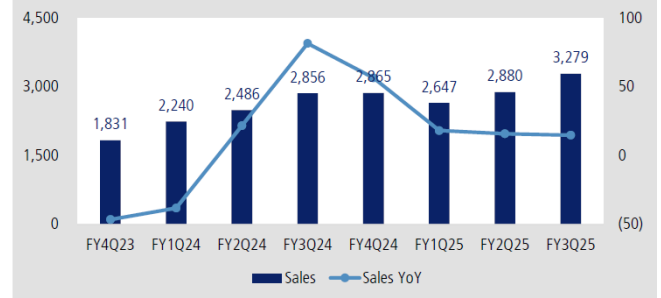
營收, 百萬美元(左軸); 營收年增率, 百分比(右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 4 : Nvidia gaming 營收 vs. 營收年增率

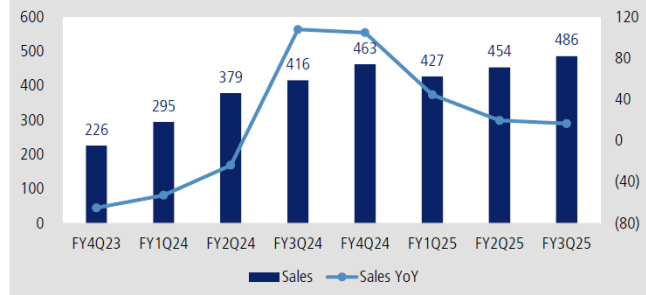
營收, 百萬美元(左軸); 營收年增率, 百分比(右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 5 : Nvidia professional visualization 營收 vs. 營收年增率

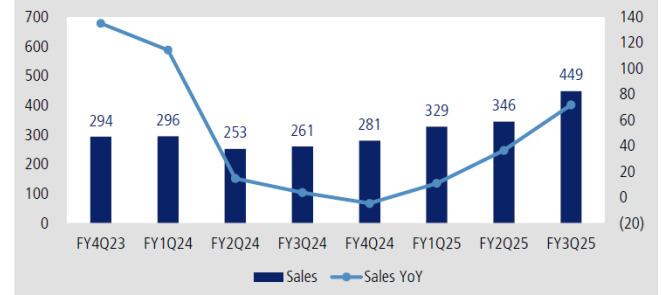
營收, 百萬美元(左軸); 營收年增率, 百分比(右軸)



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6 : Nvidia automotive 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

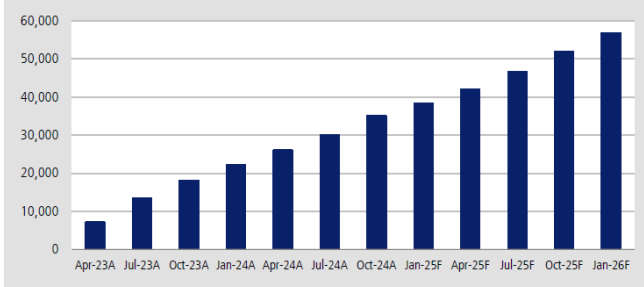
圖 7：公司概況

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 9：季營收

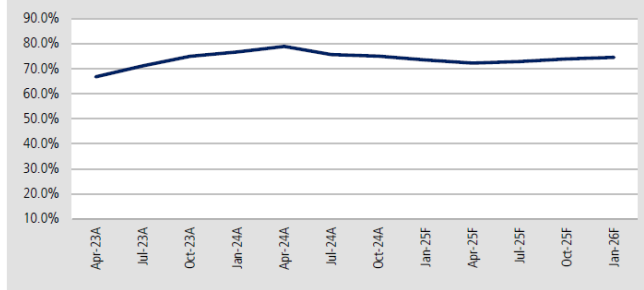
營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：毛利率

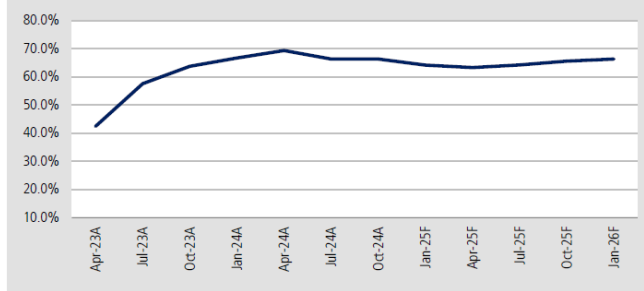
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13：營業利潤率

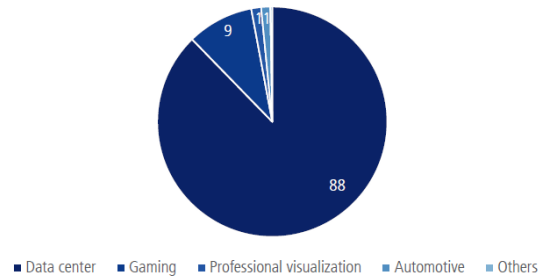
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：FY3Q25 事業別營收組成

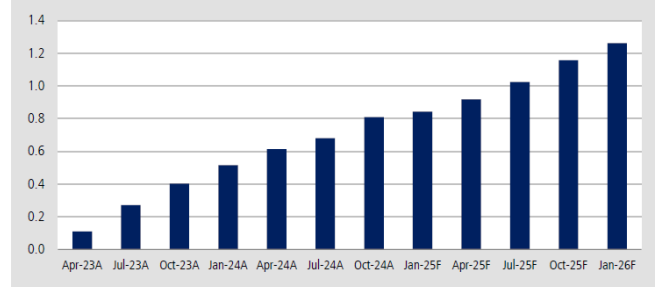
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：Non-GAAP EPS

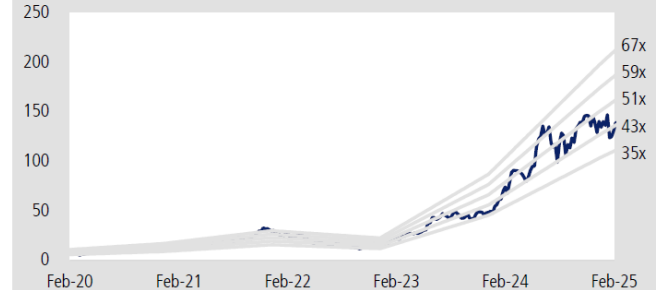
Non-GAAP EPS，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：未來 12 個月預估本益比

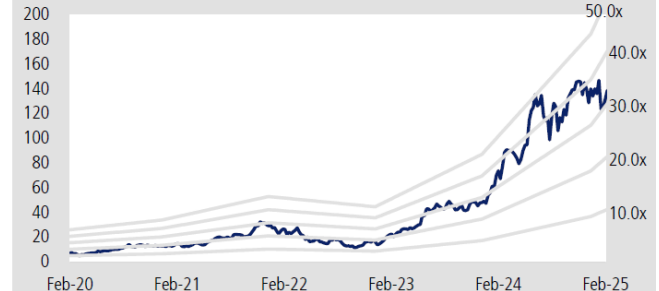
市值，十億美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：未來 12 個月預估市價營收比

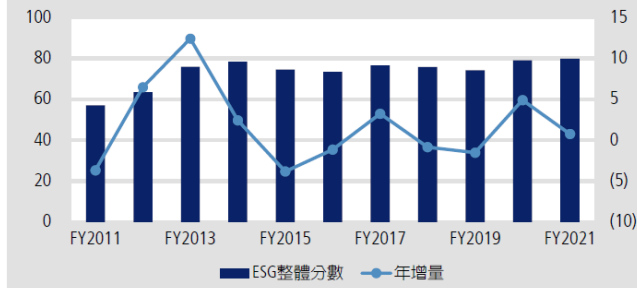
市值，十億美元(左軸)；市價營收比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 15 : Nvidia - ESG 整體分數

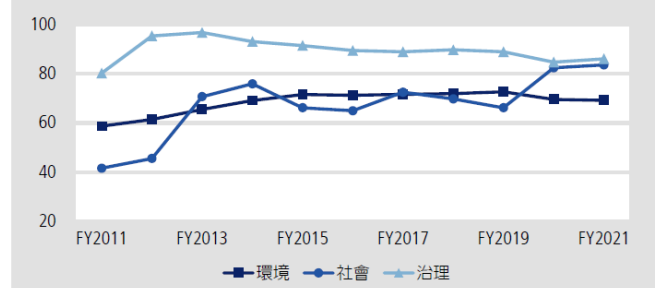
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Nvidia - ESG 各項分數

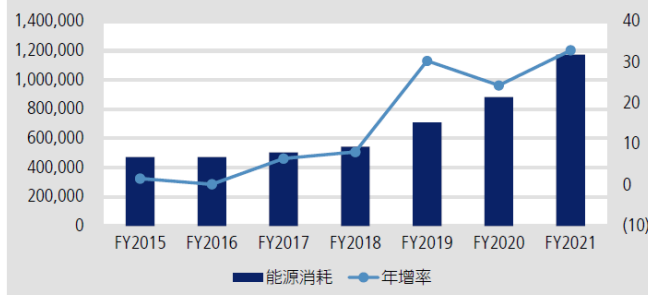
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Nvidia - 能源消耗

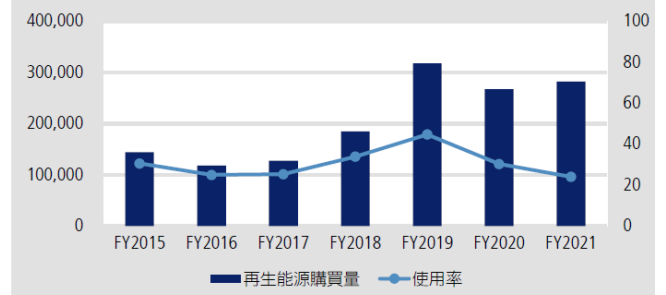
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Nvidia - 再生能源使用

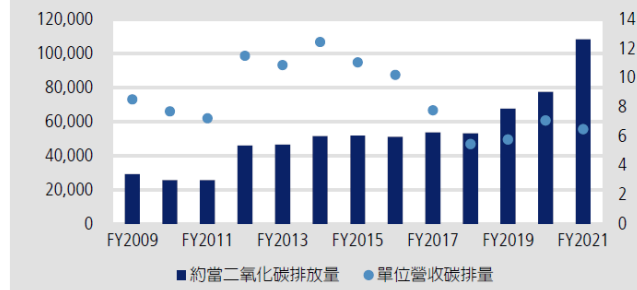
再生能源使用, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Nvidia - 碳排放量

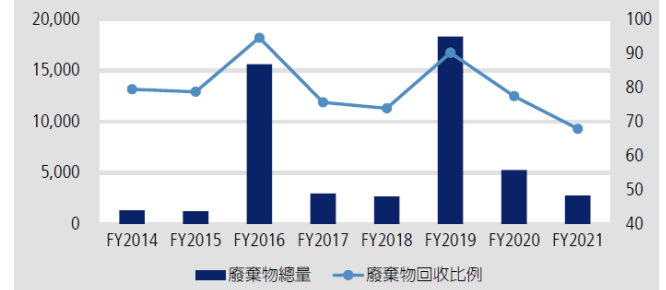
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : Nvidia - 廢棄物總量

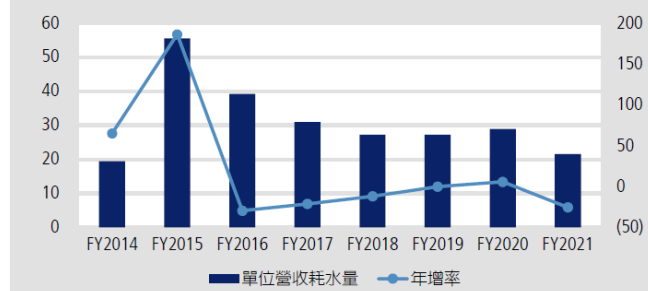
廢棄物總量, 噸 (左軸) ; 廢棄物回收比例, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : Nvidia - 耗水量

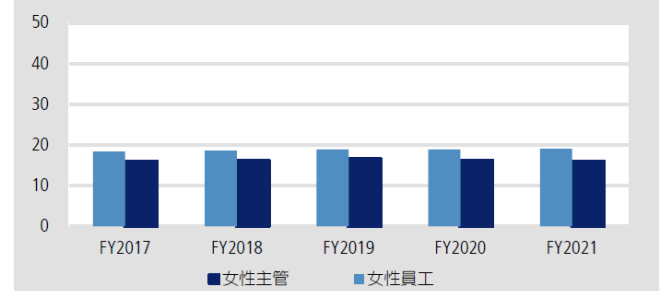
單位營收耗水量, 立方公尺/百萬美元 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

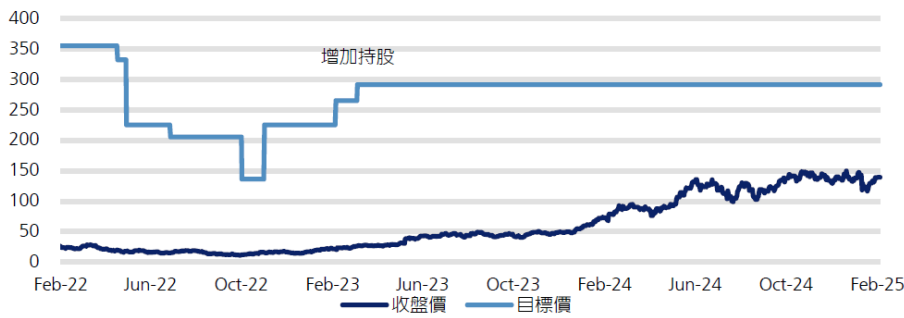
圖 22 : Nvidia - 性別多樣性

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。