



# 〔投資研究報告〕

2026/6/25

## NVDA：基本面無瑕， 逆風在未來

### 目錄

- 一、 當期財報
- 二、 三個折價
- 三、 網路鎖定
- 四、 Vera Rubin 週期
- 五、 ASIC 分流
- 六、 中國與政策
- 七、 估值邊界
- 八、 交易儀表板

# 網路鎖定、Vera Rubin 與三個折價

2026/6/25 新光投顧

輝達的當期基本面仍是全球大型科技股中最強的一組。Q1 FY2027 營收 816 億美元，年增 85%、季增 20%；資料中心營收 752 億美元，年增 92%；Q2 FY2027 指引 910 億美元，毛利率維持約 75%。公司同時新增 800 億美元庫藏股額度，並將季配息由每股 0.01 美元提高至 0.25 美元。這些數字對應的財務狀態，仍是高成長、高毛利、高現金回饋的少數組合。

股價表現沒有跟上基本面。6 月 24 日收 198.91 美元，較 5 月中旬 52 週高點 236.54 美元回落約 15%；年初至今約上漲 7%，SMH 同期約上漲 80% 至 85%，相對落後約 73 個百分點。市場壓低的是未來可持續性，當期獲利並非折價來源。超大規模業者資本支出是否接近高峰、客製 ASIC 是否分流 merchant GPU、中國資料中心業務歸零是否成為長期狀態，構成估值上方的三道折價。

輝達的多頭勝負手，集中在鎖定效應是否足以抵消三個折價。資料中心網路年增 199%，NVLink、InfiniBand、Spectrum-X 與機架級系統形成比單顆 GPU 更深的替換成本。Vera Rubin 已進入量產，第三季開始出貨，三星、SK 海力士與美光均通過 HBM4 認證。Rubin 放量順利、網路營收續強、超大規模業者 CapEx 不下修，股價才有條件由折價區回到高品質 AI 平台估值。ASIC 滲透升高、CapEx 指引轉弱、中國管制擴大，折價將延續。

## 目錄

- 一、 當期財報
- 二、 三個折價
- 三、 網路鎖定
- 四、 Vera Rubin 週期
- 五、 ASIC 分流
- 六、 中國與政策
- 七、 估值邊界
- 八、 交易儀表板

## 一、 當期財報

Q1 FY2027 幾乎沒有營運瑕疵。

營收 816 億美元，年增 85%、季增 20%。資料中心營收 752 億美元，年增 92%，佔公司營收逾九成。資料中心運算 604 億美元，年增 77%；資料中心網路 148 億美元，年增 199%、季增 35%。網路業務的增速，證明 AI 工廠採購已升級為機架、網路、互連與軟體共同打包的系統採購。

毛利率維持高檔。GAAP 與非 GAAP 毛利率約 75%，季增接近持平。去年同期受到 H2O 庫存與出口限制相關提列影響，年增比較帶有低基期效果；以季增觀察，毛利率仍穩在高位。Q2 FY2027 指引營收 910 億美元，毛利率約 75%，管理層未釋出需求或價格轉弱訊號。

現金回饋亦具訊號意義。新增 800 億美元庫藏股額度，季配息調高至每股 0.25 美元。這是以現金流與淨利支撐的股東回報，異於高資本開支公司常見的保守現金管理。相較部分 AI 基建需求方需以發債或股權融資支應算力投資，輝達仍處於 AI 支出鏈條中現金流最優的位置。

中國是財報中最需要拆出的變數。Q2 指引已延續中國資料中心運算營收歸零的現狀，並未在既有中國收入上再度下修。這代表短期估值已部分反映中國斷供，但未來上修空間需要來自非中國資料中心、網路、Vera Rubin 與新市場。

## 二、 三個折價

輝達的股價逆風集中於三個未來折價。

第一是超大規模業者 CapEx 見頂折價。輝達是 AI 資本支出的最大受益者，亦最直接暴露在 CapEx 週期上。微軟、Meta、Alphabet、亞馬遜與甲骨文若繼續上修資料中心與 AI CapEx，輝達的需求可見度仍高；若自由現金流壓力迫使 CapEx 指引轉弱，輝達將面臨訂單斜率下修。這是估值中最重要的宏觀變數。

第二是客製 ASIC 分流折價。博通 AI 半導體收入高速成長，超大規模客戶持續投入自研晶片。客製 ASIC 對固定、可預測、大規模工作負載具有成本優勢，會在部分推論與內部工作負載上取代 merchant GPU。分流路徑偏漸進，因為客製 ASIC 研發週期長、彈性低、軟體生態不足；但市場會提前折現 2027 之後的份額侵蝕風險。

第三是中國歸零折價。Q1 對中國資料中心 H20 出貨為零，對比去年同期仍有數十億美元收入。美國國會與監管部門對輸中晶片持續關注，市場已把中國視為長期受限市場。中國收入歸零不會摧毀輝達主線，但會降低估值上緣，並使非中國需求承擔更高增長壓力。

這三個折價都指向未來。當期財報再強，也無法完全消除 CapEx、ASIC 與中國三項不確定性。股價在 200 美元附近盤整，反映市場等待下一組可驗證訊號。

### 三、網路鎖定

資料中心網路是輝達最被低估的防禦線。

Q1 FY2027 資料中心網路營收 148 億美元，年增 199%、季增 35%。低基期因素存在，尤其 NVLink 與機架級系統放量初期增速容易偏高；但方向清楚：AI 基建採購正在從單顆 GPU 轉向整套系統。客戶買的是 GPU、NVLink、InfiniBand、Spectrum-X、網卡、交換器、軟體堆疊與機架級架構。

這一點直接對抗 ASIC 分流。客製 ASIC 可在特定工作負載上具備成本優勢，卻難以複製輝達完整的系統級網路、軟體與開發者生態。當訓練與推論轉向多機架、多資料中心協同，互連與網路效能成為瓶頸，單顆晶片的成本優勢會被系統整合複雜度稀釋。

網路鎖定效應亦提高替換成本。超大規模業者可以在內部固定工作負載部署 ASIC，但通用 AI 研發、模型迭代、企業 AI、AI Cloud、主權 AI 與多租戶平台仍需要高彈性、高相容性與成熟軟體堆疊。輝達的網路與平台化優勢，使其在高變化工作負載中保有更高黏著度。

後續判別點是網路增速在基期墊高後能否維持高成長。若 Q2 與 Q3 網路營收仍高速成長，代表 Blackwell 與 Vera Rubin 系統化銷售正在擴大鎖定。若網路增速快速回落，市場會把 199% 年增視為低基期與一次性放量，ASIC 分流折價將升高。

## 四、Vera Rubin 週期

Vera Rubin 是輝達下一輪估值修復的核心產品週期。

Vera Rubin 已進入量產，台灣主要伺服器供應鏈開始製造系統，第三季起出貨。三星、SK 海力士與美光均通過 HBM4 認證，降低單一記憶體供應商瓶頸。Vera Rubin 採機架級平台設計，面向 agentic AI、推論擴張與更大規模 AI 工廠，延續 Blackwell 之後的平台節奏。

這一輪產品週期的意義，在於將需求從 GPU 替換升級為整套系統升級。若客戶為 Rubin 導入新伺服器、網路、HBM4 與機架級架構，輝達可同時捕捉運算、網路、軟體與系統溢價。這種平台升級比單顆晶片迭代更難被 ASIC 快速取代。

Rubin 的供應觀察點在 HBM4。三大供應商認證通過降低風險，但 HBM4 ramp、傳統 DRAM 利差、記憶體價格與封裝產能仍會影響交貨節奏。若 SK 海力士、三星或美光因產品組合或良率放緩 HBM4，Rubin 放量將受影響。對股價而言，供應延遲可能比需求問題更早形成波動。

市場需要的是 Rubin 放量。第三季出貨、早期客戶採用、HBM4 供應、網路 attach rate 與毛利率，是判斷平台鎖定效應能否跑贏三個折價的關鍵。

---

## 五、ASIC 分流

ASIC 分流是長期折價，尚未構成短期否決。

博通與 Marvell 掌握客製 AI ASIC 共同設計市場的主要份額。博通 AI 半導體營收高速成長，並有來自大型超大規模客戶的長期積壓訂單。這些數字證明客製晶片需求真實存在，且規模已足以影響市場對輝達 2027 之後的份額假設。

ASIC 的優勢集中在成本與能效。大型雲端公司若擁有穩定、可預測、長期高用量的推論工作負載，自研 ASIC 可降低單位推論成本，並減少對輝達供應與定價的依賴。這會在部分成熟工作負載中逐步分流 merchant GPU 需求。

ASIC 的限制同樣清楚。研發週期長、初期資本風險高、軟體彈性低、模型變化快、跨工作負載適應性弱。對前沿訓練、多模型研發、企業 AI、主權 AI、AI Cloud 與新創客戶而言，通用 GPU 與 CUDA 生態仍具備效率與彈性優勢。ASIC 成長與輝達成長可以同時成立，因為 AI 資本支出總盤仍在擴張。

風險真正升級的條件，是 ASIC 高成長伴隨輝達資料中心運算份額下滑。若博通 AI 營收繼續翻倍，但輝達資料中心運算與網路同步成長，市場只會把它解讀為總盤擴大。若 ASIC 放量疊加輝達資料中心運算季增轉弱，分流折價將被確認。

## 六、中國與政策

中國資料中心收入已納入低假設。

Q1 FY2027 對中國資料中心 H20 出貨為零，去年同期仍有 46 億美元級距收入。Q2 指引已以中國資料中心運算收入歸零作為基礎。這代表短期盈利模型中的中國變數，已被納入基準情境。

政策風險仍會影響估值上緣。美國國會對輸中晶片持續審視，出口管制範圍有擴大風險。即便當期指引已排除中國，中長期估值仍會因中國市場缺席而降低成長上限。中國不再是短期 EPS 的主要風險，卻仍是估值倍數的長期折現項。

逆向上修空間則來自政策鬆動或合規新品。若公司取得可出貨的合規產品，或美中政策出現緩和，市場會把中國重新視為選擇權。現階段不宜把中國復甦納入基準情境，應視為額外上行。

## 七、估值邊界

輝達的估值已比敘事印象便宜，但仍非傳統低估值股。

以 6 月 24 日收盤價 198.91 美元、FY2027 非 GAAP 共識 EPS 約 9.34 美元估算，前瞻本益比約 21 至 22 倍。這個倍數相對輝達自身過去高成長階段已屬低位，也低於市場對其增速與毛利率組合的直覺印象。估值折價已部分反映在股價落後與前瞻倍數下修中。

同業平均倍數不適合作為核心錨。半導體產業成分差異大，虧損股、週期谷底與落後本益比會扭曲平均值。輝達應以自身歷史區間、資料中心增速、毛利率、現金回饋與平台鎖定效應定價。

賣方共識仍偏正面。市場平均目標價約 299 美元，大型券商目標價如 288 美元，隱含 40% 左右的上行空間。這個上行需要三項驗證：Q2 FY2027 兌現 910 億美元營收指引，毛利率守在指引範圍，Rubin 放量與網路營收維持高增長。缺少驗證，目標價只代表 sell-side 對平台主線的信任，尚未足以推動股價突破。

估值結論偏向條件式修復。當期倍數不高，基本面仍強，股價已吸收部分未來折價；但 CapEx、ASIC 與中國三項風險尚未解除。輝達可持有並逢確認加碼，不宜只因低於高點約 15% 就視為無條件便宜。

## 八、交易儀表板

觀察變數	正向條件	負向條件	部位含義
Q2 FY2027 營收	達 910 億美元指引或高於指引	低於 892 億美元指引下緣	低於下緣觸發估值重算
毛利率	維持約 75%	跌破 74.4%	毛利壓力確認
資料中心營收	季增維持正值	季增轉負	多頭主線受損
資料中心網路	基期墊高後仍高速成長	增速快速回落	鎖定效應受質疑
Vera Rubin	Q3 如期放量	供應或 HBM4 延遲	平台週期推遲

HBM4 供應	三大供應商 ramp 順利	任一主力供應商放緩	Rubin 交付風險
超大規模 CapEx	微軟、Meta、Alphabet 指引不下修	指引下修或以股權融資擴大支應	CapEx 見頂折價加深
ASIC 分流	ASIC 成長但輝達資料中心同步成長	ASIC 高增且輝達運算份額下滑	分流折價被確認
中國政策	無新增限制或合規產品出現	管制升級	倍數上限下降
供應承諾	無取消與呆滯跡象	1,190 億美元供應承諾出現取消或呆滯	需求斜率轉弱
利率	10 年期利率回落或穩定	利率續升	高成長倍數受壓

## 結論

輝達當期基本面無瑕，市場折價集中於未來。Q1 FY2027 營收、資料中心、毛利率與回購股息均維持頂級水準；Q2 指引確認中國歸零後仍可維持高成長。現價約 200 美元、前瞻本益比約 21 至 22 倍，已反映部分 CapEx 見頂、ASIC 分流與中國長期缺席風險。

多頭重估的條件在平台鎖定。網路營收若在高基期後仍維持高增長，Rubin 若如期放量，HBM4 供應若順利，輝達將更接近 AI 工廠平台公司。此情境下，市場會重新提高對未來可持續性的信任，股價可向賣方共識目標區靠攏。

空頭確認的條件也清楚。超大規模業者 CapEx 指引轉弱，ASIC 高增伴隨輝達資料中心運算季增轉弱，中國管制擴大，或毛利率跌破 74.4%，將使三個折價由疑慮轉為事實。屆時前瞻 22 倍不再代表便宜，而是對未來斜率下修的合理定價。

輝達可繼續作為 AI 主線核心持股，但加碼需要等驗證。財報已經證明現在，Rubin、網路與 CapEx 指引才會決定未來。



[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告