

# 半导体观察系列十一

## Broadcom: Q3 盈利符合预期, 维持全年业绩指引

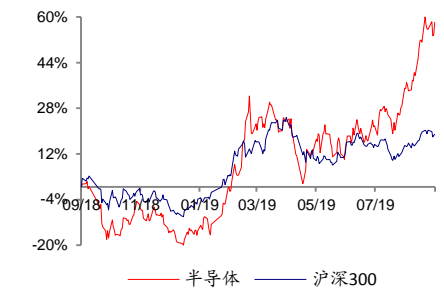
行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-09-20

### 核心观点:

### 相对市场表现

- **Broadcom 披露 Q3 业绩, 收入、EPS 基本符合预期**

Broadcom (博通, AVGO.O) 发布 Q3 (截止 2019/8/4) 业绩, 实现收入 55.2 亿美元 (基本与 Bloomberg 预期一致), 与二季度营收基本一致, 同比增长 9%。实现毛利率 (Non-GAAP) 71%。实现归母净利润 7.2 亿美元, 环比增长 3%, 同比降低 40%, 对应 EPS (Non-GAAP) 5.16 美元 (略高于一致预期 5.13 美元), 环比下降 0.05 美元, 同比增加 0.18 美元。



- **数据中心业务保持良好增长, 无线业务季节性回暖**

分业务来看, Q3 公司半导体业务分部 (Semiconductor solution) 实现收入 43.5 亿美元, 环比增长 6%, 同比下降 5%。软件部门分部 (Infrastructure Software) 实现营收 11.4 亿美元, 环比下降 19%, 同比增长 132%。

从半导体分部更细分来看, 企业交换机旺盛需求下, 公司数据中心业务 (Networking) 表现良好, 预计未来 AI、Smart NIC 和云视频编解码半导体出货量将实现快速增长。无线业务 (Wireless) 依靠季节性以及内容增长实现收入回暖, 抵消存储 (Storage) 和宽带业务 (Broadband) 下滑负面影响。

- **业务未受贸易摩擦影响持续恶化, 维持全年财务指引**

虽然中美贸易摩擦持续, 但对于公司的中国业务以及全球业务并未持续恶化。因此公司维持上一季度全年财务指引, 预计 2019 财年营收超 225 亿美元 (半导体业务分部 175 亿美元, 软件业务分部 50 亿美元)。

展望明年, 软件业务分部与核心客户之间的续订情况可靠, 预计增长稳定, 半导体分部业务整体能见度较低, 公司正加强半导体业务的管理以确保半导体业务的低速增长性。

- **数据和信息来源**

以上信息均来自美股上市公司 Broadcom 官网公开发布的季报以及 Bloomberg 根据公司 19Q3 Earning Call 录音所提供的 Transcript 文件。

- **风险提示**

中美贸易摩擦带来的宏观风险; 半导体行业景气度下滑的风险。

### 分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

### 分析师:

王璐



SAC 执证号: S0260517080012



021-60750632



wanglu@gf.com.cn

请注意, 王璐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

半导体行业:关注安防、汽车用 2019-09-12

CIS 及屏下指纹新需求

半导体观察系列 2019-08-11

十:Skyworks: 3Q 符合预期, 4Q 预计华为收入低于千万美元

半导体观察系列九:高通:短期 2019-08-06

业绩明显承压, 看好 2020 年初 5G 拐点

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
汇顶科技	603160	CNY	206.54	2019/9/6	买入	228	4.56	5.45	45.29	37.90	44.88	37.66	33.7	28.7
韦尔股份	603501	CNY	104.70	2019/8/27	买入	101.3	0.34	0.71	307.94	147.46	323.7	177.33	8.8	15.3
兆易创新	603986	CNY	150.30	2019/8/25	买入	136.8	1.61	2.28	93.35	65.92	76.05	53.49	10.3	12.8
卓胜微	300782	CNY	344.80	2019/7/14	买入	226.1	3.23	4.54	106.75	75.95	80.8	57.79	19.3	21.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

BROADCOM: 19Q3 盈利符合预期, 维持全年业绩指引 .....	5
一、19Q3 半导体业务未持续恶化, 预示业绩已达底部 .....	5
二、维持二季度指引不变, 收购预计新财年一季度完成 .....	6
博通 (BROADCOM) 财务经营数据一览 .....	7

## 图表索引

图 1: 博通分季度营收情况.....	5
图 2: 博通分季度净利润情况.....	5
图 3: 博通不同业务营收情况.....	6
图 4: 博通不同业务营收贡献占比情况.....	6
表 1: Broadcom2018 年初至今关键性季度财务数据.....	7
表 2: Broadcom2018 年初至今 Segment 数据（以新口径数据为主）.....	7
表 3: 近几个季度公司对 2019 财年的指引变化情况.....	8

## Broadcom: 19Q3 盈利符合预期，维持全年业绩指引

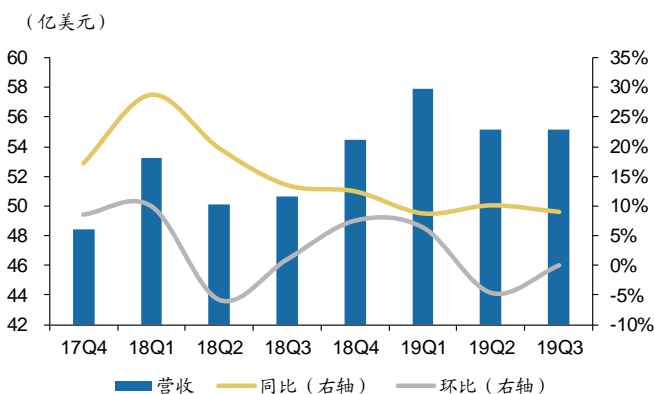
### 一、19Q3 半导体业务未持续恶化，预示业绩已达底部

博通第三季度整体营收基本符合一致预期。博通 (Broadcom) 2019Q3 实现营业收入 55.2 亿美元，基本与上季度持平，同比增长 9%。实现净利润 7.2 亿美元，环比增长 3.5%，同比降低 40.2%。调整后 EPS (Non-GAAP) 为 5.16 美元/股，略高于 Bloomberg 一致预测的 5.13 美元。

从公司细分业务来看，虽然中美贸易冲突依然持续，但公司 19Q3 的中国业务和全球业务并未持续恶化，贸易摩擦造成的影响边际改善：

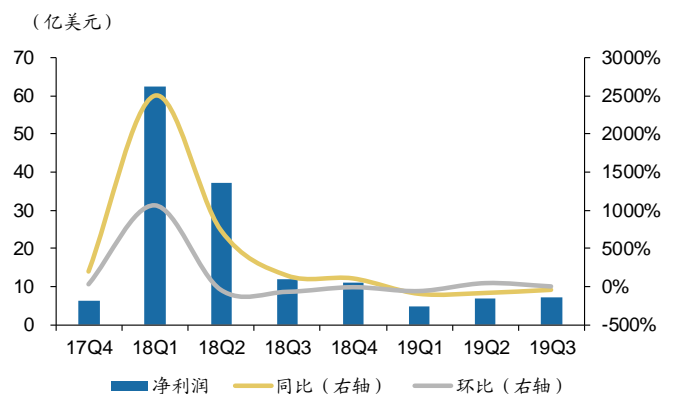
- **半导体业务分部：**公司传统强势半导体业务分部实现营收 43.5 亿美元，占营业收入的 78.1%，环比增长 6%，同比下降 5%。主要是由于企业交换机旺盛需求下，公司数据中心业务 (Networking) 表现良好，同时预计未来 AI、Smart NIC 和云视频编解码半导体出货量将实现快速增长。无线业务 (Wireless) 依靠季节性以及内容增长实现收入回暖，抵消存储 (Storage) 和宽带业务 (Broadband) 下滑负面影响。
- **软件业务分部：**软件业务分部 (Infrastructure Software) 实现营收 11.4 亿美元，占营业收入的 20.7%，环比下降 19.3%，同比增长 132% (收购 CA 所致)。受益于下游企业对于大型机以及分布式服务器需求，CA 业务营收优于预期。但由于公司 OEM 厂商的供应链问题，SAN 交换机业务暂时停滞。
- **知识产权授权业务：**知识产权授权业务收入 0.22 亿美元，占营业收入的 0.4%，环比增长 37.5%。

图1：博通分季度营收情况



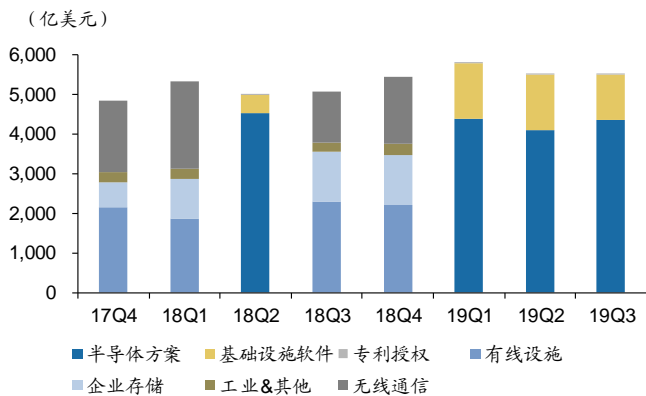
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图2：博通分季度净利润情况



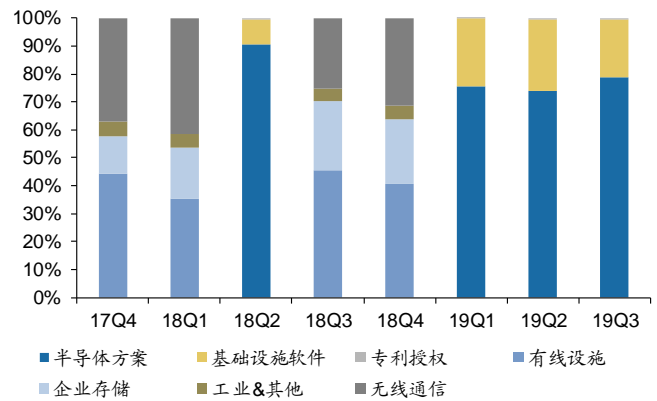
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图3: 博通不同业务营收情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图4: 博通不同业务营收贡献占比情况



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 二、维持二季度指引不变, 收购预计新财年一季度完成

虽然中美贸易摩擦持续, 但对于公司的中国业务以及全球业务并未持续恶化。因此公司维持上一季度的2019年财务指引不变, 预计2019财年营业收入超过225亿美元, 其中半导体业务分部实现营收175亿美元, 软件业务分部实现营收50亿美元。展望明年, 基础设施和软件业务增长稳定, 与核心客户之间的续订情况可靠, 但半导体业务整体可见度较低。目前公司正加强半导体业务的管理, 以求在可预见的未来确保半导体业务的增长性。

公司半导体业务分部“连接”(Connect)特性显著, 将持续受益于IT世界的潜在需求(边缘计算、分布式系统、大规模数据中心等)和连接带宽持续提升的技术升级需求。目前以以下几个领域的技术变革和需求可见度最高:

- **数据中心领域:** 云计算趋势下, 摩尔定律成为限制CPU和GPU性能的关键因素, 管道(pipe)将直接影响运算周期与存储费用。16G PCIe Gen4协议将替代Gen3成为应用于下一代CPU。传统网络接口控制器智能化, Smart NIC承担加速任务。光纤通道明年将发展为第七代, 实现64Gbps的传输速率(第六代为32Gbps), 以充分利用企业存储中的所有闪存阵列。
- **宽带业务领域:** 有线方案为实现与5G无线方案竞争, 有线调制方式将向DOCSIS 4.0过度。数字传输线速率需求提升, 公司通过10G xPON来实现市场布局。
- **无线业务领域:** 公司凭借无线领域领先技术优势, 积极推动新的OFDMA 802.11ax (WiFi 6技术) 和 智能手机5G通讯变革, 未来变革有望长期带动公司无线半导体业务实现成长。

公司软件业务聚焦500强大客户实现成长, 预计2019财年续约的核心客户业务将增长20%以上, 非核心长尾客户流失率预计高于10%, 过去九个月续约增长趋势高于流失趋势, 因此预计CA可以完成去年披露的长期业绩目标。对于赛门铁克(Symantec Enterprise)的收购仍在进行中, 将加强公司在全球领先基础设施技术平台上的建设, 切入1600亿美元网络安全市场, 收购有望在2020财年第一季度完成。

## 博通 (Broadcom) 财务经营数据一览

**表1: Broadcom 2018年初至今关键性季度财务数据**

项目	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	一致预期	实际 vs. 预期
单位: 百万美元	Ended 18/2/4	Ended 18/5/6	Ended 18/8/5	Ended 18/11/4	Ended 19/2/3	Ended 19/5/5	Ended 19/8/4		
<b>利润表</b>									
收入	5,327	5,014	5,063	5,444	5,789	5,517	5,515	5,516	0
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	9%	10%	9%		
QoQ	N/A	-6%	1%	8%	6%	-5%	0%		
毛利	2,628	2,551	2,619	2,935	3,208	3,089	3,014	N/A	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	22%	21%	15%		
QoQ	N/A	-3%	3%	12%	9%	-4%	-2%		
毛利率	49%	51%	52%	54%	55%	56%	55%		
运营利润	943	1,201	1,339	1,652	555	970	865	N/A	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-41%	-19%	-35%		
QoQ	N/A	27%	11%	23%	-66%	75%	-11%		
运营利润率	18%	24%	26%	30%	10%	18%	16%		
归母净利润	6,230	3,718	1,196	1,115	471	691	715	519	0
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-92%	-81%	-40%		
QoQ	N/A	-40%	-68%	-7%	-58%	47%	3%		
净利率	117%	74%	24%	20%	8%	13%	13%		
经调整后归母净利润 (Non GAAP)	2,345	2,243	2,257	2,546	2,446	2,334	2,281	2,273	0
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	4%	4%	1%		
QoQ	N/A	-4%	1%	13%	-4%	-5%	-2%		
经调整后净利率	44%	45%	45%	47%	42%	42%	41%		
<b>资产负债表</b>									
总资产	54,544	54,936	50,372	50,124	72,110	70,916	69,767	N/A	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	32%	29%	39%		
QoQ	N/A	1%	-8%	0%	44%	-2%	-2%		
净资产	29,081	32,067	27,452	26,657	23,224	22,172	21,503	N/A	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-20%	-31%	-22%		
QoQ	N/A	10%	-14%	-3%	-13%	-5%	-3%		
资产负债率	47%	42%	46%	47%	68%	69%	69%		
存货	1,291	1,235	1,216	1,124	1,074	1,034	1,091	N/A	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-17%	-16%	-10%		
QoQ	N/A	-4%	-2%	-8%	-4%	-4%	6%		
<b>现金流量表</b>									
经营性净现金流	1,685	2,313	2,247	2,635	2,132	2,667	2,419	N/A	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	27%	15%	8%		
QoQ	N/A	37%	-3%	17%	-19%	25%	-9%		
资本开支	220	189	120	106	99	125	112	140	0
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-55%	-34%	-7%		
QoQ	N/A	-14%	-37%	-12%	-7%	26%	-10%		

数据来源: Bloomberg, Broadcom 官网及公告, 广发证券发展研究中心

**表2: Broadcom 2018年初至今 Segment 数据 (以新口径数据为主)**

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
单位: 百万美元	Ended 18/2/4	Ended 18/5/6	Ended 18/8/5	Ended 18/11/4	Ended 19/2/3	Ended 19/5/5	Ended 19/8/4
<b>2019年新口径:</b>							
<b>Semiconductor solutions</b>							
收入	4,955	4,537	4,568	N/A	4,374	4,088	4,353
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-12%	-10%	-5%
QoQ	N/A	-8%	N/A	N/A	N/A	-7%	6%
运营利润	2,325	2,127	2,192	N/A	2,037	1,900	2,081
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-12%	-11%	-5%
QoQ	N/A	-9%	N/A	N/A	N/A	-7%	10%
<b>Infrastructure software</b>							
收入	328	447	492	N/A	1,403	1,413	1,140
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	328%	216%	132%
QoQ	N/A	36%	N/A	N/A	N/A	1%	-19%
运营利润	216	310	352	N/A	1,020	1,050	829
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	372%	239%	136%
QoQ	N/A	44%	N/A	N/A	N/A	3%	-21%
<b>Intellectual property licensing</b>							
收入	44	30	3	N/A	12	16	22
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-73%	-47%	633%
QoQ	N/A	-32%	N/A	N/A	N/A	33%	38%
运营利润	26	15	-11	N/A	-5	-1	-
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	-119%	-107%	N/A
QoQ	N/A	-42%	N/A	N/A	N/A	-80%	N/A

数据来源: Broadcom 官网及公告, 广发证券发展研究中心

表3: 近几个季度公司对2019财年的指引变化情况

单位: 美元	4Q18 Ended 18/11/4	1Q19 Ended 19/2/3	2Q19 Ended 19/5/5	3Q19 Ended 19/8/4	边际变化
总收入	24.5B	24.5B	22.5B	22.5B	-
Semiconductor solutions	19.5B	19.5B	17.5B	17.5B	-
Infrastructure software	5B	5B	5B	5B	-
运营利润率	20%	17.60%	14.75%	14.75%	-
资本开支	550M	550M	500M	500M	-

数据来源: Broadcom 官网及公告, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

中美贸易摩擦带来的宏观风险; 半导体行业景气度下滑的风险。



## 广发证券电子元件和半导体研究小组

许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。  
王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心  
王璐：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。  
余高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。  
彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。  
王帅：资深分析师，上海交通大学机械与动力工程学院学士，安泰经济与管理学院硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。  
王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。