

买入

2025 年 9 月 9 日

新增第四位 XPU 大客户，未来两年 AI 收入有望强劲增长

曹凌霁

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

季度业绩摘要: 25Q3 总收入 159.5 亿美元，同比增长 22.0%，高于彭博一致预期的 158 亿美元。本季度公司总成本 52.0 亿美元，毛利率 67.1%，同比增长 3.2pct。调整后 EBITDA 利润 107.0 亿美元，同比增长 30.1%，EBITDA 利润率为 67.1%。Non-GAAP 净利润 84 亿美元，同比增长 37.3%，高于一致预期的 82.2 亿美元。调整后每 EPS 收益同比增长 36.3%，达 1.69 美元，高于一致预期的 1.67 美元。

本季度 AI 收入同比增长 63%，新增客户订单规模超 100 亿美元: Q3 半导体解决方案收入 91.7 亿美元，同比增长 26.0%。其中 AI 收入同比增长 63% 达 52 亿美元，其中定制芯片收入占比 65%，网络收入占比 35%。公司指引下季度 AI 收入有望达到 62 亿美元，预期 2025/2026 财年 AI 收入将超 200/300 亿美元。本季度公司未交付订单达 1100 亿美元，其中超 50% 为 AI 芯片订单，目前主要三大 XPU 客户谷歌、Meta、字节的订单正在按步推进，Q3 新增一家订单规模超 100 亿美元的大客户，大概率是 OpenAI，潜在客户包括软银、苹果、xAI 等。未来公司有望受益于 ASIC 芯片订单量的强劲增长推动营收利润的快速提升，超额完成 2027 年 600-900 亿美元可服务市场规模 (SAM) 的目标。

VMware 客户订阅制转型加速，非 AI 业务有望呈现 U 型复苏: Q3 软件基础设施收入 67.9 亿美元，同比增长 17.0%，其中软件合同总价值超 84 亿美元，收购 VMware 后当前 90% 的客户都接受订阅制并购买 VCF 服务，未来将继续促进客户在其私有云和本地部署 VMware 的软件。非 AI 业务中，宽带业务的增长被企业和服务器存储业务下滑抵消，预计将在今明两年呈现 U 型复苏，26H2 有望实现收入转正。

目标价 420 美元，维持买入评级: 现有 4 家客户 XPU 需求持续增长，长期仍有 3 家以上潜在客户，2026 年 AI 收入有望同比增长超 60%。软件服务方面 VMware 目前已转化 90% 客户，未来将形成稳定的现金流收入。云厂商资本开支持续提升以及公司在台积电下单比例持续增长的背景下，我们调整 2025-2027 年净利润预测至 224/351/457 亿美元，三年复合增速 178%。采用 DCF 法估值，WACC 为 9.0%，长期增长率为 3.0%，目标价 420 美元，买入评级。

风险: AI 需求增长不及预期；未来收购整合不及预期；市场竞争加剧风险；宏观政策风险。

主要数据

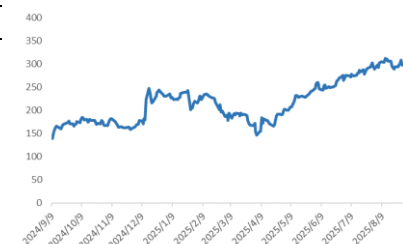
行业	TMT
股价	345.65 美元
目标价	420.00 美元 (+21.51%)
股票代码	AVGO
总股本	47.03 亿股
市值	1.6 万亿美元
52 周高/低	356.34 美元/137.78 美元
每股账面值	15.58 美元
主要股东	The Vanguard Group, Inc 10.28%
	Capital Research & Management 8.44%
	Blackrock 8.00%
	State Street Global Advisors, Inc 3.94%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (百万美元)	35,819	51,574	64,380	87,556	106,000
变动	7.9%	44.0%	24.8%	36.0%	21.1%
净利润	14,082	5,895	22,404	35,110	45,686
变动	25.5%	-58.1%	280.1%	56.7%	30.1%
每股盈利 (美元)	3.4	1.3	4.8	7.5	9.7
变动	-87.6%	-62.4%	274.8%	56.2%	29.7%
基于345.65美元的市盈率 (估)	101.9	271.1	72.3	46.3	35.7
每股派息 (美元)	1.8	2.1	2.2	2.5	2.7
股息现价比	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

季度业绩摘要

25Q2 收入同比+22%，高于彭博一致预期的 158 亿美元

25Q3 总收入 159.5 亿美元，同比增长 22.0%，高于彭博一致预期的 158 亿美元，也高于公司上季度指引中值的 158 亿美元。其中半导体解决方案收入 91.7 亿美元，同比增长 26.0%；软件基础设施收入 67.9 亿美元，同比增长 17.0%。

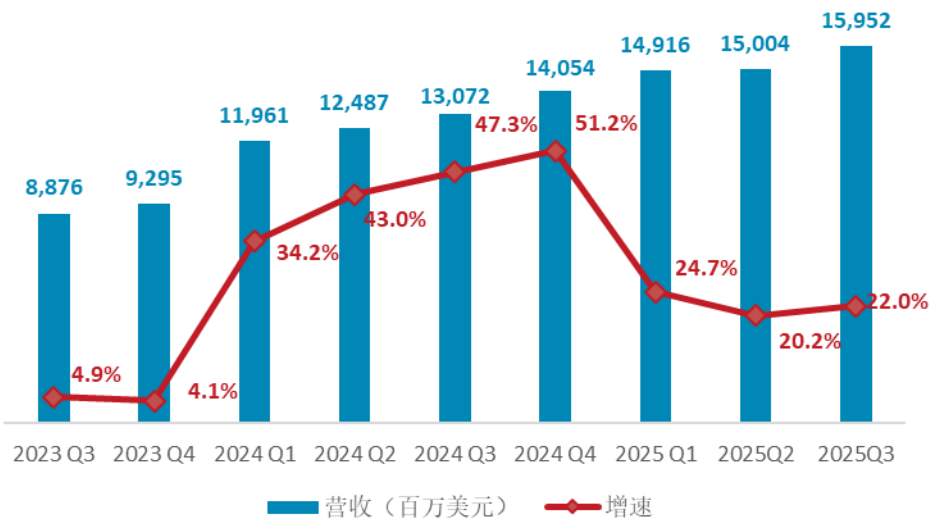
毛利率 67.1%；EBITDA 利润率为 67.1%

毛利率 67.1%，同比增长 3.2pct。调整后 EBITDA 利润 107.0 亿美元，同比增长 30.1%，EBITDA 利润率为 67.1%，高于上季度指引的 66%。Non-GAAP 净利润 84 亿美元，同比增长 37.3%，高于一致预期的 82.2 亿美元。

Non-GAAP EPS 同比增长 36.3%达 1.69 美元，高于一致预期的 1.67 美元

调整后每 EPS 收益同比增长 36.3%达 1.69 美元，高于一致预期的 1.67 美元。本季度自由现金流同比增长 46.6%达 70.2 亿美元。截止 2025 年 6 月 30 日，公司派发每股股息 0.59 美元，同比增长 12.4%。

图表 1：季度营收及增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

25Q4 收入 174 亿美元，AI 收入 52 亿美元

下季度指引：公司预计 25Q4 收入有望达到 174 亿美元，同比增长 24%，其中 AI 收入有望同比增长 63%达 52 亿美元。调整后 EBITDA 利润率有望达 67%。

根据指引，2025 财年公司营收有望超过 633 亿美元，AI 收入有望达到 200 亿美元。

本季度 AI 收入同比增长 63%，新增客户订单规模超 100 亿

Q3 AI 收入同比+63%，未交付订单 1100 亿美元

Q3 半导体解决方案收入 91.7 亿美元，同比增长 26.0%。其中 AI 收入同比增长 63%达 52 亿美元，其中定制芯片收入占比 65%，网络收入占比 35%。截止 Q3，公司未交付订单达 1100 亿美元，其中超 50%为 AI 芯片订单。

3 家现有 XPU 客户订单稳步推进，谷歌、Meta 订单增量较强

目前主要三大 XPU 客户谷歌、Meta、字节的订单正在按步推进，CEO 陈福阳在 24Q4 财季给出 2027 年博通现有 3 家客户订单总收入将达到 600-900 亿美元，其中每位客户预计贡献 200-300 亿美元的收入规模，同时网络收入也将达到百亿水平。其中谷歌 TPU 订单受益于 Nano Banana 应用走红加单量显著，Meta 在明后两年订单也将显著增长；同时博通在 2025-2026 年台积电先进封装产能的订单量同比翻倍增长。

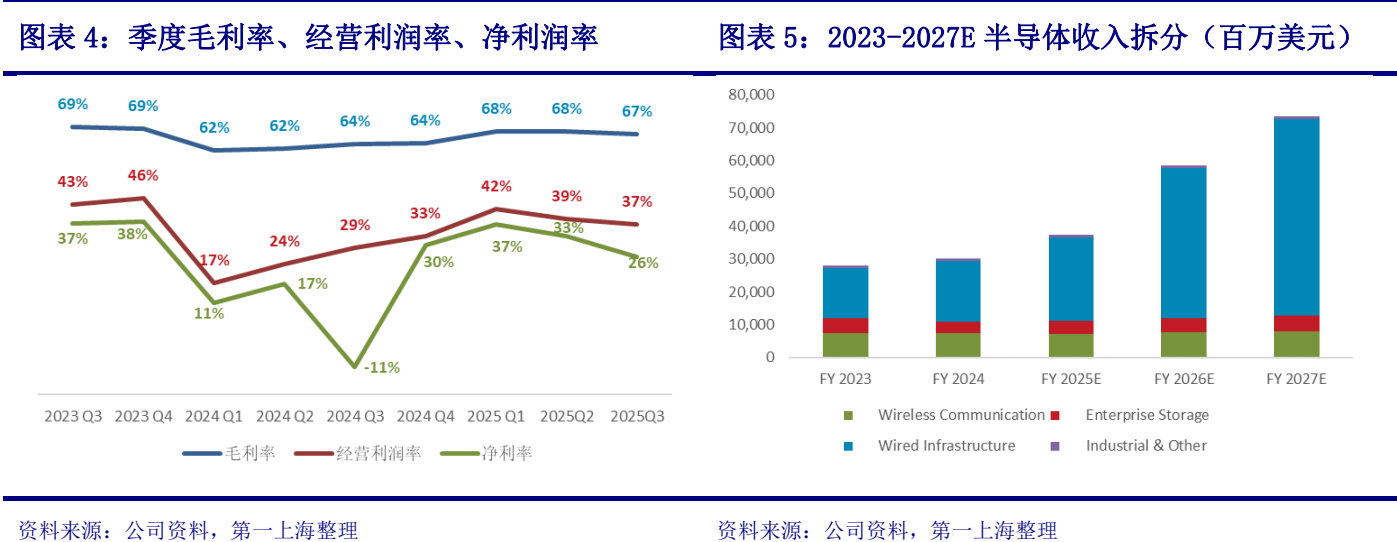
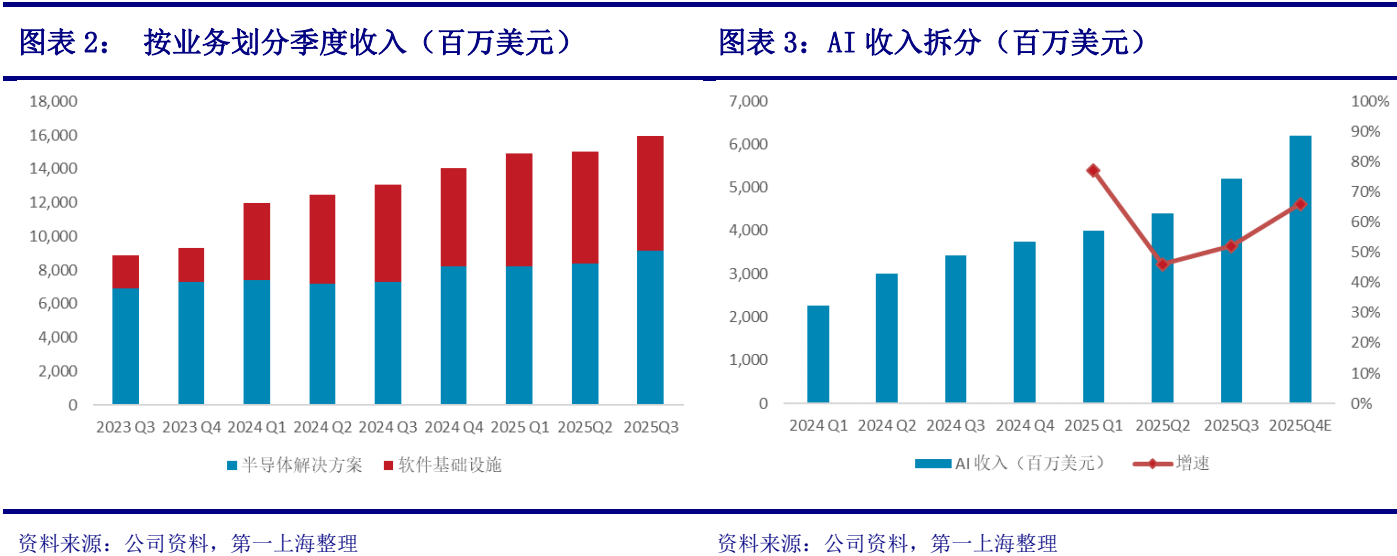
新增 1 家订单超 100 亿美元客户

本季度成功新增一家订单超 100 亿美元的大客户，大概率为 OpenAI，其他潜在客户包括软银、苹果、xAI 等公司。未来公司有望受益于 ASIC 芯片订单量强劲增长带来的营收利润的快速增长，超额完成 2027 年 600-900 亿美元 SAM 的目标。

2027 年 AI 收入占比将提升至 50%

公司指引下季度 AI 收入有望达到 62 亿美元，目前市场预期公司 2025/2026 财年 AI 收入将分别超 200/300 亿美元。尽管当前 AI 芯片在公司整体营收中的占比仍然较小，2024 财年 AI 收入占比 23.6%，但这一板块的迅猛增长已成为公司未来最重要的推动力。公司指引 2027 年 AI 相关收入占比将从现在的 23.6%提升至 50%。

非 AI 业务方面，仅有宽带业务保持强劲增长，其他业务收入均有下滑趋势，预计整体业务恢复将呈现 U 型复苏，26H2 才会重回增长。



目标价 420 美元，维持买入评级

预计公司未来三年利润复合增速为 178%

基于目前大型云厂商资本开支仍在快速增长驱动博通在 AI 基础设施投资浪潮中的地位保持稳固，未来新的 XPU 客户和以太网放量有望继续驱动公司实现并超越 2027 年客服务市场超 600-900 亿美元的目标：1）公司在定制化 AI 芯片（ASIC/XPU）领域占据主导地位稳固，2025/2026 财年 AI 收入有望实现同比 66%/96% 的增长达 202/396 亿美元。此外，公司交换机与光模块产业技术有望协同 AI 芯片业务，为云厂商提供多元化供应链的关键选择；2）VMware 收购整合成功后软件业务将协同公司网络

芯片结合，助力企业部署本地 AI 基础设施，进一步巩固客户黏性贡献高利润，目前 90%客户转型订阅制；3）作为全球第二大 AI 芯片厂商，公司一直以来通过高效的收购整合方式扩张业务，并在完成收购后用严格的成本控制和债务优化策略，保持自由现金流充沛并且股息也在持续增长。

我们调整 2025-2027 年净利润预测至 224/351/457 亿美元，三年复合增速 178%。采用 DCF 法估值，WACC 为 9.0%，长期增长率为 3.0%，目标价 420 美元，买入评级。

图表 6：DCF 估值模型

高速成长期					稳定成长期					永续期	
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(百万美元)											
CFO	33,888	45,874	61,513								
CAPEX	(872)	(899)	(926)								
自由现金流	33,016	44,976	60,587	76,945	93,261	107,250	121,729	136,336	149,970	162,417	167,940
自由现金流增长率	70.1%	36.2%	34.7%	27.0%	21.2%	15.0%	13.5%	12.0%	10.0%	8.3%	3%
折合至2025年现金额	33,016	41,262	50,995	59,416	66,068	69,705	72,583	74,581	75,265	74,782	1,404,871
永续期折现值											3,157,900

WACC	9%
长期增长率	3%

Valuation	
现金流折现	2,022,543
减：净金融负债	53,145
减：少数股东权益+合伙人权益	
股本价值	1,969,398
股本数量（预期）	4,689
DCF法之每股价值（美元）	420.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位：百万美元，财务年度：11月3日											
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测	盈利能力	实际	实际	预测	预测	预测
主营业务收入	35,819	51,574	64,380	87,556	106,000	毛利率 (%)	68.9%	63.0%	68.0%	70.0%	70.0%
- 主营业务收入成本	11,129	19,065	20,601	26,267	31,800	EBITDA 利率 (%)	64.8%	61.8%	58.3%	56.8%	56.7%
毛利	24,690	32,509	43,778	61,289	74,200	净利率 (%)	39.3%	11.4%	34.8%	40.1%	43.1%
营业开支	8,483	19,046	16,224	20,138	22,366	Non-GAAP 净利率	51.3%	46.0%	42.9%	46.1%	48.3%
- 销售管理费用	1,592	4,959	3,863	4,640	5,406	营运表现					
- 研究和开发开支	5,253	9,310	9,786	12,433	13,568	营销管理费用/收入 (%)	4.4%	9.6%	6.0%	5.3%	5.1%
- 其他费用	1,638	4,777	2,575	3,064	3,392	研究和开发费用/收入 (%)	14.7%	18.1%	15.2%	14.2%	12.8%
营业利润	16,207	13,463	27,555	41,151	51,834	实际税率 (%)	2.8%	7.3%	3.5%	3.4%	3.3%
- 利息收入	1,622	3,953	3,219	3,502	3,180	应收账款天数	31.1	26.8	30.0	31.0	28.0
- 营业外净收入	406	322	438	530	0	应付账款天数	36.2	27.5	30.0	30.0	33.0
税前利润	15,097	9,916	24,657	38,087	49,184	存货天数	62.7	35.0	37.0	41.0	33.0
- 所得税支出	1,015	3,748	2,253	2,977	3,498	财务状况					
净利润	14,082	5,895	22,404	35,110	45,686	总负债/总资产	67.1%	59.1%	56.5%	51.0%	44.6%
普通股股东所得净利润	14,082	5,895	22,404	35,110	45,686	收入/净资产	149.3%	76.2%	85.4%	92.1%	85.9%
折旧与摊销	4,984	3,835	10,010	8,617	8,282	经营性现金流/收入	50.5%	38.7%	52.6%	52.4%	58.0%
EBITDA	23,213	31,897	37,565	49,768	60,116						
主营业务增长 (%)	8%	44%	25%	36%	21%						
EBITDA 增长率 (%)	10%	37%	18%	32%	21%						

资产负债表						现金流量表					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
+ 现金与现金等同	14,189	9,348	22,441	46,819	84,500	+ 净利润	14,082	5,895	22,404	35,110	45,686
+ 存货	1,898	1,760	2,417	3,484	2,266	+ 折旧、摊销	3,835	10,010	8,617	8,282	7,413
+ 应收账款与票据	3,154	4,416	6,167	8,706	7,557	+ 股权激励	2,171	5,741	5,212	5,220	5,484
+ 其他流动资产	1,606	4,071	4,071	4,071	4,071	+ 非现金运营资本变动	-2,003	-1,684	-2,345	-2,737	2,930
总计流动资产	20,847	19,595	35,096	63,080	98,394	经营活动现金流量	18,085	19,962	33,888	45,874	61,513
+ 厂房及设备	2,154	2,521	2,831	3,019	3,065	+ 固定及无形资产变动	-798	-723	-872	-899	-926
+ 商誉	43,653	97,873	97,873	97,873	97,873	+ 短期投资净变动	228	156	0	0	0
+ 无形资产	3,867	40,583	32,528	24,957	18,424	+ 收购与剥离净现金	-53	-25,978	0	0	0
+ 其他长期资产	2,340	5,073	5,073	5,073	5,073	+ 其他投资活动	-66	-10	0	0	0
总计长期资产	52,014	146,050	138,305	130,922	124,435	投资活动现金	-689	-23,070	-872	-899	-926
总资产	72,861	165,645	173,401	194,002	222,829	+ 已付股利	-7,645	-9,814	-7,531	-8,205	-10,515
+ 应付账款	1,210	1,662	1,725	2,593	3,157	+ 短期债务	0	39,954	0	0	0
+ 短期借款	1,608	1,271	1,271	1,271	1,271	+ 股本回购	-7,685	-12,392	-12,392	-12,392	-12,392
+ 员工激励	935	1,971	1,971	1,971	1,971	+ 其他融资活动	110	127	0	0	0
+ 其他短期负债	3,652	11,793	11,793	11,793	11,793	融资所得现金	-15,623	-1,733	-19,923	-20,597	-22,907
总计流动负债	7,405	16,697	16,760	17,628	18,192	现金净增减	1,773	-4,841	13,093	24,378	37,680
总长期负债	41,468	81,270	81,270	81,270	81,270	期初现金	12,416	14,189	9,348	22,441	46,819
总负债	48,873	97,967	98,030	98,898	99,462	期末现金	14,189	9,348	22,441	46,819	84,500
总股东权益	23,988	67,678	75,371	95,104	123,367						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。