

科技	收盘价 美元 359.93	目标价 美元 460.00个	潜在涨幅 +27.8%
----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 12 月 15 日

## 博通 (AVGO US)

### AI 网络和加速器持续推进，上调目标价

④ **FY4Q25 业绩超预期，FY1Q26 AI 相关半导体业务同比翻番**：FY4Q25 营收/调整后 EBITDA 利润率分别为 180 亿美元/68%，均超过我们之前预期和公司指引。其中 AI 相关半导体业务（XPU 加速器和网络设备）收入 64.4 亿美元，为主要驱动因素。半导体总收入/软件收入分别为 110.7 亿/69.4 亿美元（同比+35%/19%）。管理层指引 FY1Q26 营收/调整后 EBITDA 利润率为 191 亿美元/67%，均高于我们之前预期。管理层指引 AI 相关半导体收入或达到 82 亿美元，同比翻番。管理层强调 Tomahawk 6 为代表的以太网交换机和 XPU 加速器均表现亮眼。

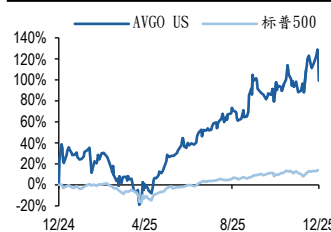
④ **今后六个季度收入或高于 AI 芯片未交付订单对应的 730 亿美元**：管理层称未来六个季度尚有 730 亿美元的未交付订单，并称之后或有更多订单，即未来六个季度 AI 芯片收入或不低于 730 亿美元。我们之前预测今后六个季度收入为 782 亿美元。我们认为今后六个季度 AI 芯片收入或一定程度上高于 730 亿美元。管理层同时称该 730 亿美元收入中网络通信相关订单为 200 亿美元，符合之前管理层 30%网络通信订单占比的指引。管理层之前称网络通信 AI 占比或减小到 20%。具体客户方面，管理层称 Anthropic（第四个客户）在之前指引的 FY3Q26 之后贡献 100 亿美元的基础上，追加 110 亿美元机柜形式的 TPU 订单。而第五个客户（我们认为不是 OpenAI）在 2026 年所贡献的收入则相对有限。管理层对于供应链安全表示有信心，但指引机柜形式交付毛利率或降低，这符合我们之前预期。管理层认为更高的经营杠杆或帮助稳定经营利润率。管理层同时称 FY25 之后软件业务未交付订单同样为 730 亿美元，同比增长近 49%。

④ **上调目标价到 460 美元**：FY2025 公司 AI 相关收入为 201 亿美元（高于我们之前 199 亿美元预测）。考虑到 Anthropic 新订单，我们上调 FY26E/27E AI 相关收入到 463 亿/754 亿（前值 438 亿/693 亿）美元，相应上调总收入预测到 919 亿/1231 亿美元（前值 899 亿/1170 亿美元）。我们上调公司 FY26E/27E EPS 预测到 9.69/13.13 美元（前值 9.51/12 美元），维持之前 35 倍 FY27E 市盈率的估值，上调目标价到 460 美元，维持**买入**评级。

### 个股评级

#### 买入

### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

### 股份资料

52周高位 (美元)	412.97
52周低位 (美元)	146.29
市值 (百万美元)	1,699,722.63
日均成交量 (百万)	95.59
年初至今变化 (%)	55.25
200天平均价 (美元)	317.75

资料来源：FactSet

### 王大卫, PhD, CFA

Dawei.wang@bocomgroup.com  
(852) 3766 1867

### 童钰枫

Carrie.Tong@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

### 财务数据一览

年结10月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万美元)	51,574	63,887	91,902	123,141	145,594
同比增长 (%)	44.0	23.9	43.9	34.0	18.2
净利润 (百万美元)	6,168	23,126	36,069	54,880	69,727
每股盈利 (美元)	4.87	6.90	9.69	13.13	15.65
同比增长 (%)	15.3	41.8	40.5	35.5	19.2
前EPS预测值 (美元)			9.51	12.00	
调整幅度 (%)			1.9	9.4	
市盈率 (倍)	74.0	52.2	37.1	27.4	23.0
每股账面净值 (美元)	14.16	16.63	19.76	26.31	35.87
市账率 (倍)	25.41	21.65	18.21	13.68	10.03

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

## 股价思考

自从我们首次覆盖以来，得益于谷歌或将 TPU 芯片二次出售给 META 以及微软或将成为公司新客户等消息影响，股价在短时间内迅速上升约 20%。根据电话会中管理层的表述，我们认为以上消息或仍在发展的早期。我们将公司所称未来六个月 730 亿美元在手人工智能订单和五个客户的情况总结如下：

**谷歌 TPU（第一个客户）：**我们预测谷歌 TPU 或贡献 730 亿美元中超过 400 亿美元的在手订单。我们认为 TPU 7 Ironwood 以及谷歌模型的竞争力或在上升。

**META（第二个客户）和字节跳动（第三个客户）：**我们认为这两个客户使用 TPU 或仍需要时间。管理层提到此二客户或继续使用各自之前技术路线图。“...but that does not mean our other two customers are using TPUs. In fact, they prefer to control their own destiny by continuing to drive their multiyear journey to create their own custom AI accelerators...”。管理层同时提到 ASIC 解决方案设计过程漫长，且一般不是交易性质的。我们认为这意味着 META 或不会像 Anthropic 那样在短期内成为 TPU 的使用者，而其自有 MTIA ASIC 芯片项目或继续推进。

**Anthropic（第四个客户）：**根据管理层指引，Anthropic 或贡献 730 亿美元在手订单中的 210 亿美元的订单。且这部分订单均以 TPU 机柜形式交付。我们认为 Anthropic 或已成为博通 AI 芯片第二大客户。

**第五个客户（非 OpenAI）：**根据管理层指引，公司或在 2026 年晚些时候向第五个客户交付 10 亿美元的订单，并之后进一步增长。我们认为，市场之前一般认为 OpenAI 为第五个客户，而本次电话会中管理层引入了另一个新客户，其交付进度或快于 OpenAI。

**OpenAI：**对于之前公司与 OpenAI 达成的 10GW 的联合开发协议，管理层认为主体或在 2027-29 年交付。我们认为，与 OpenAI 10GW 的开发协议更多为意向协议。我们认为目前市场或仅将非常有限的 OpenAI 收入计入博通股价。

我们认为，股价出现回调或是因为本次业绩电话会未公布更多利好（例如 TPU 之大规模普及），而之前股价快速上升之后部分投资者或因估值原因止盈。但从基本面看，我们在本次业绩之后对博通收入端和利润端前景的信心进一步增强。

总结首次覆盖之后与投资者的交流，我们认为投资者核心的问题包括：

- 1) **估值方法和当前估值是否过高？**部分投资者认为分部估值（SOTP）或更适合公司，且有投资者提出将公司通过 i) 高成长性 AI 芯片业务；ii) 传统通信芯片业务；iii) 软件业务等三部分加总的方法进行估值。我们认为分部估值法确实从一定程度上有其合理性，但我们坚持之前使用整体估值的观点。除了我们之前提到理由 i) 市场主要关注 AI 收入增长；和 ii) SOTP 不能解释刚收购 VMware 时的估值折价以外，我们认为另一理由或是在芯片股领域投资者对于使用 SOTP 方法相对谨慎。以英特尔（INTC US/未评级）为例，其芯片设计业务和晶圆代工 IFS 业务性质完全不同，但市场对使用 SOTP 估值一直非常谨慎。我们因此坚持使用整体估值方法，并认为公司估值溢价更多来自公司增加软件业务之后总体业绩韧性更好以及 ASIC 芯片/网络通信芯片的高增长；

- 2) ASIC 加速芯片，特别是谷歌 TPU 的适用范围和推广进度，之后的前景如何？我们认为管理层本次澄清或意味 TPU 目前仅限于 Anthropic 和谷歌两家公司使用。

总体看，我们认为博通是投资 AI 基础设施建设核心投资组合标的之一。我们当前对于博通 AI 相关业务的收入预测预示 FY26E 公司 AI 收入至少翻倍，且 FY25-27E 增速 CAGR 或达到 93% 以上，高于可比的 AMD，英伟达和迈威尔。而估值溢价或是投资者对公司长期盈利能力和 AI 芯片潜力的肯定。我们维持买入评级，上调目标价到 460 美元。

图表 1：博通盈利预测调整

美元百万	FY206E			FY2027E			FY2028E
	新预测	旧预测	差异	新预测	旧预测	差异	新预测
营业收入	91,902	89,879	2%	123,141	117,073	5%	145,594
毛利润	68,625	66,422	3%	89,553	82,872	8%	104,966
营业利润	58,257	55,179	6%	76,781	68,706	12%	90,698
净利润	47,384	46,218	3%	64,195	58,327	10%	76,533
摊薄 EPS(美元)	9.69	9.51	2%	13.13	12.00	9%	15.65
<b>利润率</b>							
毛利率	74.7%	73.9%	0.8ppt	72.7%	70.8%	1.9ppt	72.1%
营业利润率	63.4%	61.4%	2.0ppt	62.4%	58.7%	3.7ppt	62.3%
净利率	51.6%	51.4%	0.1ppt	52.1%	49.8%	2.3ppt	52.6%

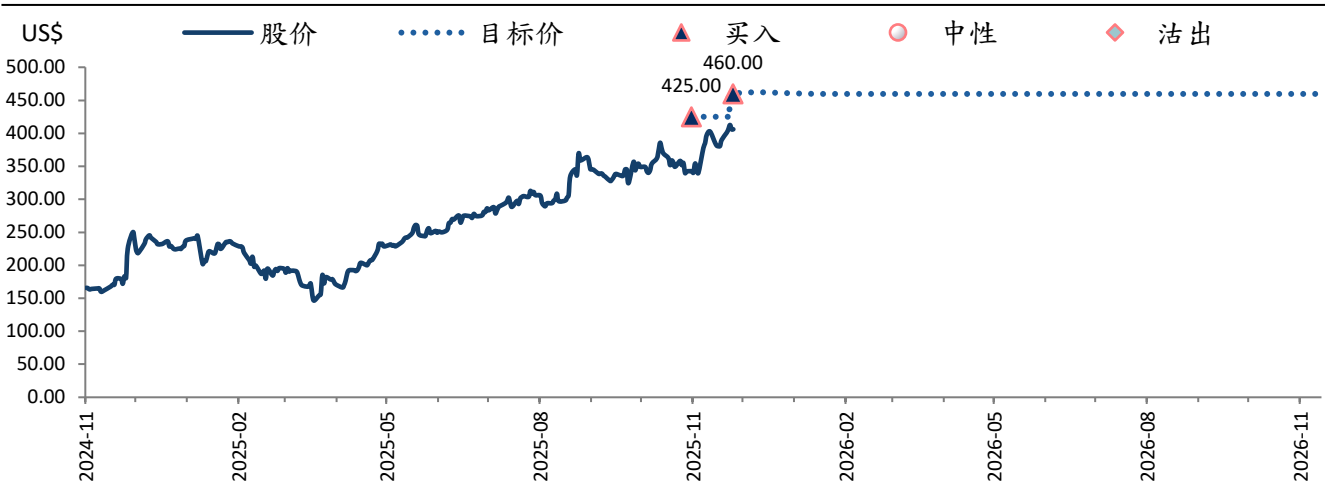
资料来源：交银国际预测

图表 2：博通 FY4Q25 业绩及 FY1Q26E 指引

美元百万	交银国际			交银国际		FY4Q24	
FY4Q25 业绩	实际	指引	差异	预测	差异		同比
总收入	18,015	17,400	4%	17,476	3%	14,054	28%
AI 收入	6,438	6,200	4%	6,210	4%	3,700	74%
EBITDA 利润率	67.8%	67.0%	0.8	66.7%	1.1	64.7%	3.1
<b>FY1Q26 指引</b>							
	指引	预测	差异	FY1Q25	同比		
总收入	19,100	19,151	(0%)	14,916	28%		
AI 收入	8,200	8,211	(0%)	4,100	100%		
EBITDA 利润率	67.0%	67.0%	0.0ppt	67.6%	-0.6ppt		

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：博通 (AVGO US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1810 HK	小米集团	买入	42.96	50.00	16.4%	2025 年 11 月 20 日	消费电子
1347 HK	华虹半导体	买入	71.90	91.00	26.6%	2025 年 11 月 07 日	晶圆代工
TSM US	台积电	买入	304.85	360.00	18.1%	2025 年 10 月 17 日	晶圆代工
981 HK	中芯国际	买入	67.70	90.00	32.9%	2025 年 10 月 14 日	晶圆代工
AVGO US	博通	买入	406.37	460.00	13.2%	2025 年 12 月 12 日	半导体设计
NVDA US	英伟达	买入	180.93	245.00	35.4%	2025 年 11 月 21 日	半导体设计
AMD US	超微半导体	买入	221.43	275.00	24.2%	2025 年 11 月 06 日	半导体设计
603501 CH	豪威集团	买入	126.52	180.00	42.3%	2025 年 04 月 30 日	半导体设计
300782 CH	卓胜微	中性	70.56	76.00	7.7%	2025 年 10 月 31 日	半导体设计
002371 CH	北方华创	买入	455.10	500.00	9.9%	2025 年 11 月 04 日	半导体设备
688012 CH	中微公司	买入	279.54	325.00	16.3%	2025 年 11 月 03 日	半导体设备

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 12 月 12 日

## 财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结10月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	51,574	63,887	91,902	123,141	145,594
主营业务成本	(19,065)	(20,593)	(30,197)	(40,508)	(47,252)
<b>毛利</b>	<b>32,509</b>	<b>43,294</b>	<b>61,705</b>	<b>82,633</b>	<b>98,342</b>
销售及管理费用	(4,959)	(4,211)	(4,848)	(5,680)	(6,197)
研发费用	(9,310)	(10,977)	(16,278)	(21,085)	(24,751)
其他经营净收入/费用	(4,777)	(2,622)	1,069	3,753	6,509
<b>经营利润</b>	<b>13,463</b>	<b>25,484</b>	<b>41,647</b>	<b>59,621</b>	<b>73,904</b>
Non-GAAP标准下的经营利润	30,736	41,997	58,257	76,781	90,698
财务成本净额	(3,953)	(3,210)	(1,979)	(1,140)	(577)
其他非经营净收入/费用	406	455	400	400	400
<b>税前利润</b>	<b>9,916</b>	<b>22,729</b>	<b>40,069</b>	<b>58,880</b>	<b>73,727</b>
税费	(3,748)	397	(4,000)	(4,000)	(4,000)
<b>净利润</b>	<b>6,168</b>	<b>23,126</b>	<b>36,069</b>	<b>54,880</b>	<b>69,727</b>
作每股收益计算的净利润	6,168	23,126	36,069	54,880	69,727
Non-GAAP标准的净利润	23,733	33,728	47,384	64,195	76,533

资产负债表简表 (百万元美元)					
截至10月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9,348	16,178	22,562	46,418	85,381
应收账款及票据	4,416	7,145	8,685	10,556	12,831
存货	1,760	2,270	2,555	2,876	3,236
其他流动资产	4,071	5,980	6,223	6,475	6,738
<b>总流动资产</b>	<b>19,595</b>	<b>31,573</b>	<b>40,025</b>	<b>66,326</b>	<b>108,187</b>
物业、厂房及设备	2,521	2,530	2,562	2,594	2,626
无形资产	40,583	32,273	23,603	14,563	5,709
合资企业/联营公司投资	97,873	97,801	98,001	98,201	98,401
其他长期资产	5,073	6,915	7,196	7,488	7,792
<b>总长期资产</b>	<b>146,050</b>	<b>139,519</b>	<b>131,362</b>	<b>122,846</b>	<b>114,528</b>
<b>总资产</b>	<b>165,645</b>	<b>171,092</b>	<b>171,386</b>	<b>189,172</b>	<b>222,715</b>
短期贷款	1,271	3,152	3,152	3,152	3,152
应付账款	1,662	1,560	2,284	3,344	4,896
其他短期负债	13,764	13,802	15,264	17,204	19,835
<b>总流动负债</b>	<b>16,697</b>	<b>18,514</b>	<b>20,700</b>	<b>23,700</b>	<b>27,883</b>
长期贷款	66,295	61,984	44,384	26,784	9,184
其他长期负债	14,975	9,302	9,680	10,073	10,274
<b>总长期负债</b>	<b>81,270</b>	<b>71,286</b>	<b>54,064</b>	<b>36,857</b>	<b>19,458</b>
<b>总负债</b>	<b>97,967</b>	<b>89,800</b>	<b>74,764</b>	<b>60,557</b>	<b>47,341</b>
股本	67,471	71,313	71,313	71,313	71,313
储备及其他资本项目	207	9,979	25,310	57,302	104,061
<b>股东权益</b>	<b>67,678</b>	<b>81,292</b>	<b>96,623</b>	<b>128,615</b>	<b>175,374</b>
<b>总权益</b>	<b>67,678</b>	<b>81,292</b>	<b>96,623</b>	<b>128,615</b>	<b>175,374</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结10月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	5,895	23,126	36,069	54,880	69,727
折旧及摊销	10,010	8,775	9,238	9,608	9,422
营运资本变动	(4,637)	(8,500)	215	656	1,182
其他经营活动现金流	8,694	4,136	7,200	7,600	7,520
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,962</b>	<b>27,537</b>	<b>52,722</b>	<b>72,744</b>	<b>87,851</b>
资本开支	(548)	(623)	(600)	(600)	(600)
投资活动	(19)	(349)	(200)	(200)	(200)
其他投资活动现金流	(22,503)	392	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23,070)</b>	<b>(580)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>	<b>(800)</b>
负债净变动	20,346	(2,812)	(17,600)	(17,600)	(17,600)
权益净变动	(12,202)	(6,089)	(11,938)	(14,488)	(14,488)
股息	(9,814)	(11,142)	(16,000)	(16,000)	(16,000)
其他融资活动现金流	(63)	(84)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,733)</b>	<b>(20,127)</b>	<b>(45,538)</b>	<b>(48,088)</b>	<b>(48,088)</b>
年初现金	14,189	9,348	16,178	22,562	46,418
年末现金	9,348	16,178	22,562	46,418	85,381

财务比率					
年结11月03日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(美元)</b>					
核心每股收益	4.866	6.899	9.692	13.131	15.654
全面摊薄每股收益	4.866	6.899	9.692	13.131	15.654
Non-GAAP标准下的每股收益	4.866	6.899	9.692	13.131	15.654
每股账面值	14.165	16.628	19.763	26.307	35.871
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	63.0	67.8	67.1	67.1	67.5
净利率	12.0	36.2	39.2	44.6	47.9
<b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b>					
经营利润率	59.6	65.7	63.4	62.4	62.3
净利率	46.0	52.8	51.6	52.1	52.6
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	86.0	60.2	25.8	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.7	1.9	2.8	3.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司及上海宝济药业股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。