

买入

2025 年 12 月 15 日

新增第五位大客户，超 730 亿美元积压订单将在未来 6 个季度交付
曹凌霁
+852-25321539

➤ **季度业绩摘要：**25Q4 总收入 180.2 亿美元，同比增长 28.2%，高于彭博一致预期的 174.7 亿美元。毛利率 68.0%，同比增长 3.9pct。调整后 EBITDA 利润 122.2 亿美元，同比增长 34.4%，EBITDA 利润率为 67.8%，高于上季度指引的 67%。Non-GAAP 净利润 97.1 亿美元，同比增长 39.5%，高于一致预期的 92.7 亿美元。调整后每 EPS 收益同比增长 37.3% 达 1.95 美元，高于一致预期的 1.87 美元。

韩啸宇
+852-25222101

➤ **2025 财年 AI 收入超 200 亿美元，积压订单超 730 亿美元：**Q4 半导体解决方案收入 110.7 亿美元，同比增长 34.5%。本季度 AI 收入同比增长 75.7% 达 65 亿美元，其中定制芯片收入占比 69%，网络收入占比 31%。Q4 新增第五家 ASIC 客户（可能是 OpenAI）以及 Anthropic 订单，两者都

主要数据

将在 26 年底交付，潜在客户包括软银、苹果、xAI 等厂商。目前公司未交付订单达 730 亿美元，超 50% 为 AI 芯片订单，其中包括 Tomahawk 6 芯片以及其他系统组件产品。预计将于未来 6 个季度逐步交付。公司指引下季度 AI 收入有望达到 82 亿美元，预期 2026/2027 财年 AI 收入将达目标价到 522/802 亿美元。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，最终有望超额完成 2027 年 600–900 亿美元可服务市场规模（SAM）的目标。

TMT

359.93 美元

420.00 美元

(+16.69%)

股票代码

47.22 亿股

1.7 万亿美元

414.61 美元/137.55 美元

17.21 美元

The Vanguard Group, Inc 10.14%

Blackrock 7.99%

Capital Research & Management 7.93%

State Street Global Advisors, Inc

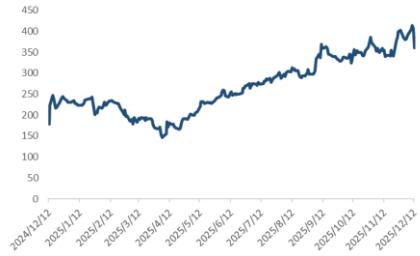
3.92%

➤ **VMware 全年收入同比增长 47%，非 AI 收入明年有望呈现 U 型复苏：**Q4 软件基础设施收入 69.4 亿美元，同比增长 19.2%。2025 财年，VMware 软件业务收入同比增长 47.4% 达 181 亿美元。非 AI 业务方面，企业级存储 52 周高/低业务的增长被其他业务的下滑抵消，整体预计将在 26H2 实现收入转正。

总股本
市值
目标价
每股账面值

➤ **目标价 420 美元，维持买入评级：**现有 5 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 157.0%。软件主要股东服务方面 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 2026–2028 年净利润预测至 411/640/844 亿美元，三年复合增速 143%。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。

股价表现

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	24年历史	25年历史	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (百万美元)	51,574	63,887	98,113	130,850	170,263
变动	44.0%	23.9%	53.6%	33.4%	30.1%
净利润	5,895	23,126	41,080	63,986	84,399
变动	-58.1%	292.3%	77.6%	55.8%	31.9%
每股盈利 (美元)	1.3	4.9	8.7	13.6	17.9
变动	-62.4%	285.0%	77.9%	55.2%	31.9%
基于359.93美元的市盈率 (估)	282.3	73.3	41.2	26.6	20.1
每股派息 (美元)	2.1	2.4	2.5	2.7	3.7
股息现价比	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%

来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

季度业绩摘要

25Q4 收入同比+28%，高于彭博一致预期的 175 亿美元

毛利率 68.0%；EBITDA 利润率为 67.8%

Non-GAAP EPS 同比增长 37.3%达 1.95 美元，高于一致预期的 1.87 美元

25Q4 总收入 180.2 亿美元，同比增长 28.2%，高于彭博一致预期的 174.7 亿美元，也高于公司上季度指引中值的 174 亿美元。其中半导体解决方案收入 110.7 亿美元，同比增长 34.5%；软件基础设施收入 69.4 亿美元，同比增长 19.2%。

毛利率 68.0%，同比增长 3.9pct。调整后 EBITDA 利润 122.2 亿美元，同比增长 34.4%，EBITDA 利润率为 67.8%，高于上季度指引的 67%。Non-GAAP 净利润 97.1 亿美元，同比增长 39.5%，高于一致预期的 92.7 亿美元。

调整后每 EPS 收益同比增长 37.3%达 1.95 美元，高于一致预期的 1.87 美元。本季度自由现金流同比增长 36.2%达 74.7 亿美元。本季度每股派息同比增长 10.2%达 0.65 美元。

2025 财年公司收入 638.9 亿美元，同比增长 23.9%。毛利率 67.8%，同比增长 4.8pct。Non-GAAP 净利润同比增长 42.1%达 237.3 亿美元，Non-GAAP EPS 同比增长 40.0%达 6.82 美元

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

26Q1 收入 191 亿美元，AI 收入 82 亿美元

下季度指引：公司预计 26Q1 收入有望达到 191 亿美元，同比增长 28.2%，其中 AI 收入有望同比增长 100%达 82 亿美元。调整后 EBITDA 利润率有望达 67%。

2025 财年 AI 收入超 200 亿美元，积压订单超 730 亿美元

Q4 AI 收入同比+76%，未交付订单 730 亿美元

3 家现有 XPU 客户订单稳步推进，谷歌、Meta 订单增量较强

新增 Anthropic 订单，价值超 100 亿

Q4 半导体解决方案收入 110.7 亿美元，同比增长 34.5%。本季度 AI 收入同比增长 75.7%达 65 亿美元，其中定制芯片收入占比 69%，网络收入占比 31%。截止 Q4，公司未交付订单达 730 亿美元，其中 AI 芯片订单占比超 50%。

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。博通将为客户提供系统级的交付，包括 XPU 及一系列关键组件。

本季度成功新增第五家 ASIC 客户（可能是 OpenAI），预计将于 2026 年底交付 10 亿美元订单。此外，公司还获得了 Anthropic 额外的 110 亿美元订单，同样将于 2026 年底交付。其他潜在客户包括软苹果、xAI 等公司。未来 6 个季度公司将逐步交付

未来 6 个季度将交付
730 亿美元积压订单

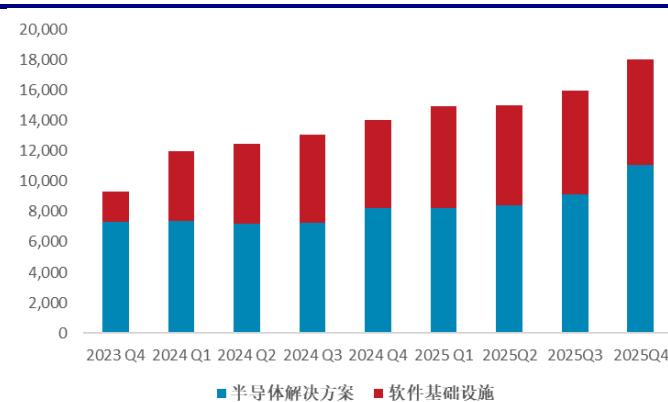
价值超 730 亿美元的订单，其中 Tomahawk 6 芯片订单超 100 亿美元，200 亿美元其他组件产品订单，剩余的都是 XPU 订单。

关于客户自研 ASIC 芯片趋势，公司认为首先开发定制 AI 加速芯片需要很多年的研发过程，是战略方向性的决策。而客户订单从 GPU 转向 TPU 则是交易行为，因为 TPU 在功耗、训练、推理等方面的优势正在逐步增强。基于以上信息我们认为，Meta 等云厂商的长期战略仍是聚焦在博通平台构建定制化 ASIC 解决方案，其大规模采用 TPU 的可能性较低。

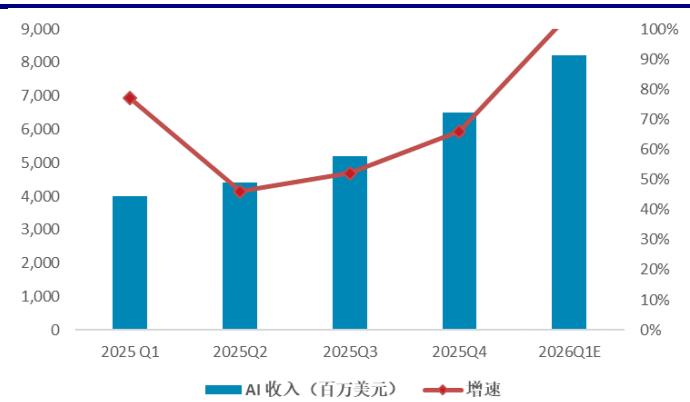
2025 财年，公司 AI 相关收入超 200 亿美元，其中 ASIC 定制芯片/网络收入分别占比 65%/35%。VMware 全年收入超 180 亿美元。非 AI 业务方面，仅有企业级存储业务保持同比增长，其他业务收入均有下滑趋势，预计整体业务恢复将呈现 U 型复苏，2H2 才会重回增长。

公司指引下季度 AI 收入有望达到 82 亿美元，2026 财年 AI 收入有望同比增长 60%-70%。2026 年供应链瓶颈主要来自于台积电先进封装产能，预计博通明年在台积电先进封装的订单占比将达到 20%。展望未来，公司指引 2027 年 AI 相关收入占比将从现在的 23.6% 提升至 50%。

图表 2：按业务划分季度收入（百万美元）



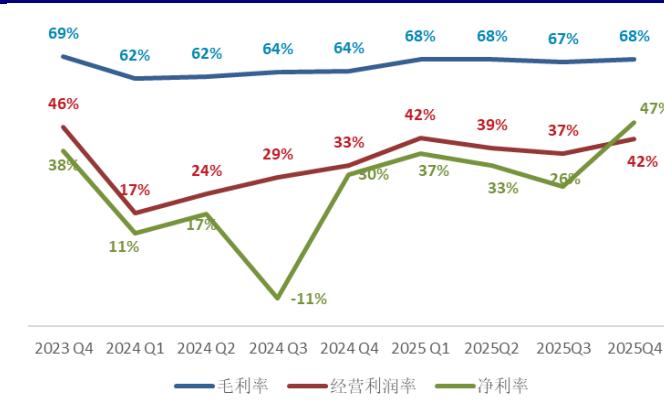
图表 3：AI 收入拆分（百万美元）



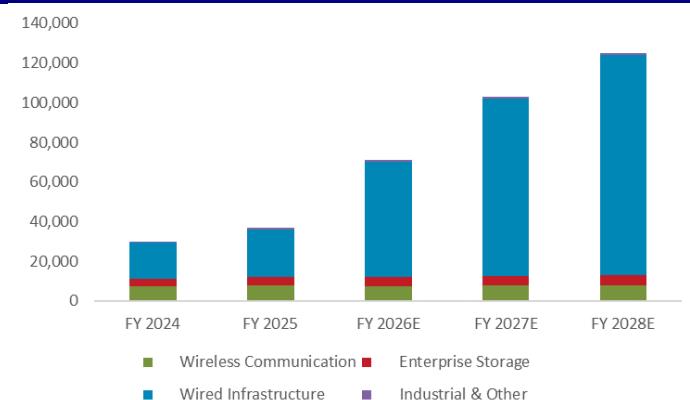
资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：季度毛利率、经营利润率、净利润率



图表 5：2024-2028E 半导体收入拆分（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

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 143%

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，2026/2027 财年 AI 收入有望实现同比 167%/56% 的增长达 522/802 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 2026-2028 年净利润预测至 411/640/844 亿美元，三年复合增速 142.8%。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

折现年限	高速成长期			稳定成长期					永续期		
	0 2026E	1 2027E	2 2028E	3 2029E	4 2030E	5 2031E	6 2032E	7 2033E	8 2034E	9 2035E	10 2036E
假设 (百万美元)											
CFO	43,846	71,683	83,130								
CAPEX	(916)	(944)	(972)								
自由现金流	42,930	70,740	82,158	98,590	113,378	126,984	135,873	144,025	151,226	157,275	161,999
自由现金流增长率	59.5%	64.8%	16.1%	20.0%	15.0%	12.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4%	3%
折合至 2025 年现金量	42,930	64,899	69,151	76,130	80,320	82,531	81,016	78,787	75,895	1,353,600	1,243,830
永续期折现值											2,782,600
WACC	9%										
长期增长率	3%										
Valuation											
现金流折现	2,032,173										
减：净金融负债	53,145										
减：少数股东权益+合伙人权益											
股本价值	1,979,028										
股本数量（预期）	4,712										
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						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	35,819	51,574	63,887	98,113	130,850	盈利能力	68.9%	63.0%	67.8%	68.0%	68.8%
- 主营业务收入成本	11,129	19,065	20,593	31,396	40,825	EBITDA 利率 (%)	64.8%	61.8%	55.6%	57.7%	54.7%
毛利	24,690	32,509	43,294	66,717	90,025	净利率(%)	39.3%	11.4%	36.2%	41.9%	48.9%
营业开支	8,483	19,046	17,810	18,867	19,104	Non-GAAP 净利率	51.3%	46.0%	44.4%	47.2%	53.1%
- 销售管理费用	1,592	4,959	4,211	4,317	4,449	营运表现	4.4%	9.6%	6.6%	4.4%	3.4%
- 研究和开发开支	5,253	9,310	10,977	12,166	12,300	营销管理费用/收入(%)	14.7%	18.1%	17.2%	12.4%	9.4%
- 其他费用	1,638	4,777	2,622	2,384	2,355	研究和开发费用/收入(%)	2.8%	7.3%	-0.6%	3.4%	3.3%
营业利润	16,207	13,463	25,484	47,850	70,921	实际税率 (%)	31.1	26.8	33.0	31.0	28.0
- 利息收入	1,622	3,953	3,210	3,925	3,271	应收账款天数	36.2	27.5	28.6	30.0	33.0
- 营业外净收入	406	455	491	654	851	应付账款天数	62.7	35.0	35.7	41.0	33.0
税前利润	15,097	9,916	22,729	44,416	68,304	存货天数	31.1	26.8	33.0	31.0	28.0
- 所得税支出	1,015	3,748	397	3,336	4,318	财务状况	67.1%	59.1%	52.5%	45.5%	36.3%
净利润	14,082	5,895	23,126	41,080	63,986	总负债/总资产	149.3%	76.2%	78.6%	89.3%	80.9%
普通股东所得净利润	14,082	5,895	23,126	41,080	63,986	收入/净资产	50.5%	38.7%	43.1%	44.7%	54.8%
折旧与摊销	4,984	3,835	10,010	8,775	712	经营性现金流/收入					
EBITDA	23,213	31,897	35,494	56,625	71,633						
主营业务增长 (%)	8%	44%	24%	54%	33%						
EBITDA 增长率 (%)	10%	37%	11%	60%	27%						

资产负债表					现金流量表						
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	
+ 现金与现金等同	14,189	9,348	16,178	41,433	94,498	+ 净利润	14,082	5,895	23,126	41,080	63,986
+ 存货	1,898	1,760	2,270	4,783	2,599	+ 折旧、摊销	3,835	10,010	8,775	712	883
+ 应收账款与票据	3,154	4,416	7,145	9,521	10,555	+ 股权激励	2,171	5,741	7,568	5,220	5,484
+ 其他流动资产	1,606	4,071	5,980	5,980	5,980	+ 非现金运营资本变动	-2,003	-1,684	-11,932	-3,166	1,331
总计流动资产	20,847	19,595	31,573	61,717	113,631	经营活动现金流量	18,085	19,962	27,537	43,846	71,683
+ 厂房及设备	2,154	2,521	2,530	3,052	3,113	+ 固定及无形资产变动	-798	-723	-1,220	-916	-944
+ 商誉	43,653	97,873	97,801	97,801	97,801	+ 短期投资净变动	228	156	248	0	0
+ 无形资产	3,867	40,583	32,273	32,273	32,273	+ 收购与剥离净现金	-53	-25,978	0	0	0
+ 其他长期资产	2,340	5,073	6,915	6,915	6,915	+ 其他投资活动	-66	-10	92	0	0
总计长期资产	52,014	146,050	139,519	140,041	140,102	投资活动现金	-689	-23,070	-580	-916	-944
总资产	72,861	165,645	171,092	201,758	253,733	+ 已付股利	-7,645	-9,814	-11,142	-11,365	-11,365
+ 应付账款	1,210	1,662	1,560	3,601	3,781	+ 短期债务	0	39,954	15,666	0	0
+ 短期借款	1,608	1,271	3,152	3,152	3,152	+ 股本回购	-7,685	-12,392	-6,310	-6,310	-6,310
+ 员工激励	935	1,971	2,129	2,129	2,129	+ 其他融资活动	110	127	137	0	0
+ 其他短期负债	3,652	11,793	11,673	11,673	11,673	融资所得现金	-15,623	-1,733	-20,127	-17,675	-17,675
总计流动负债	7,405	16,697	18,514	20,555	20,735	现金净增减	1,773	-4,841	6,830	25,255	53,065
总长期负债	41,468	81,270	71,286	71,286	71,286	期初现金	12,416	14,189	9,348	16,178	41,433
总负债	48,873	97,967	89,800	91,841	92,021	期末现金	14,189	9,348	16,178	41,433	94,498
总股东权益	23,988	67,678	81,292	109,917	161,712						

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。