

AI 订单可见性大幅提升

华泰研究

2025 年 12 月 22 日 | 美国

年报点评

计算机设备

博通发布 4QFY25 财报, 4QFY25 博通实现收入 180.15 亿美元, yoy+28%、qoq+13%; 实现净利润 (GAAP) 85.18 亿美元, yoy+97%、qoq+106%, 主要系毛利率环比提升 (+0.9 个 pct)、费用环比下降、16.49 亿美元的税费返还; 实现 EPS (GAAP-Diluted) 1.74 美元, yoy+93%、qoq+105%。实现 Non-GAAP 净利润 97.14 亿美元, Non-GAAP EPS 1.95 美元。

半导体解决方案: AI 业务延续高增, 非 AI 业务企稳

公司半导体解决方案业务 4QFY25 共实现收入 110.72 亿美元, yoy+21%、qoq+35%, 其中 AI 相关业务收入达 64.38 亿美元, yoy+74%, 主要受 AI Asic、AI 以太网交换机出货快速增长驱动。Asic 相关业务, 公司业绩会表示上季度公司 Asic 相关业务收到 100 亿美金订单, 本季度从一客户收到一笔 110 亿美金的订单, 计划于 26 年底交付, 同时公司第五位新的 Asic 客户在本季度新签 10 亿美元订单。在 AI 网络方面, AI 交换机积压订单超过 10 亿美金。非 AI 业务本季度实现企稳, 实现收入 46.34 亿美元, 同比增速回正 (yoy+2%), 底部拐点初现。

基础设施软件: 整体实现稳健增长, 新签订单需求强劲

公司基础设施软件业务 4QFY25 实现收入 69.43 亿美元, yoy+2%、qoq+19%, 同时公司业绩会表示, 从新签订单来看, 基础设施软件业务整体订单需求强劲, 第四季度签订合同总价值超过 104 亿美元, 去年同期为 82 亿美元; 从在手订单总量来看, 目前有 730 亿美元基础设施软件未履约合同, yoy+49%。但从 1QFY26 指引的角度来看, 受季节性影响, 公司预计 1QFY26 基础设施软件收入为 68 亿美元, 环比有所下滑。我们认为, 公司新签软件订单为将来收入提供有力支撑, 基础设施软件业务总体有望持续稳健增长。

AI 相关订单高增, 未来收入能见度高

公司指引 1QFY26 收入为 191 亿美元, yoy+28%, qoq+6%; 受 Asic 与 AI 以太网交换机等产品快速出货驱动, 其中预计 1QFY26 AI 相关业务收入达 82 亿美元, 同比翻倍; 1QFY26 指引经调整 EBITDA 率为 67%, qoq-1 pct。据公司业绩会表示, 目前在手 AI 相关业务订单为 730 亿美金, 预计在未来十八个月内交付, 未来 AI 相关收入能见度提升。博通合并在手订单为 1620 亿元, 较上季度增长 520 亿。我们认为, 凭借在 Asic 与互联方面的卡位优势, 公司收入有望加速增长。

盈利预测与估值

考虑到公司 AI 业务的快速放量, 我们预计 FY26-28 年归母净利润 (Non-GAAP) 为 465/641/914 亿美元 (FY26/27 上调 17.6%/35.5%), 根据 VA 一致预期, 可比公司 26 年 PE 均值为 40.5x, 给予公司 FY26 年 40.5xPE, 对应目标价 388.35 美元 (前次 273.40 美元, 对应 25 年 40.0xPE), 给予“买入”。

风险提示: 下游需求波动; 市场竞争加剧。

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

388.35

谢春生

研究员

SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 + (86) 21 2987 2036

王浩天*

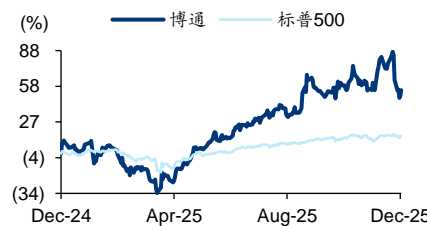
联系人

SAC No. S0570125010006 wanghaotian@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(美元 截至 12 月 19 日)	340.36
市值(美元百万)	1,613,740
6 个月平均日成交额(美元百万)	8,398
52 周价格范围(美元)	137.54-414.61

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	63,887	92,068	135,978	206,693
+/-%	23.87	44.11	47.69	52.00
归母净利润(百万)	23,126	36,515	54,114	81,362
+/-%	292.30	57.90	48.20	50.35
归母净利润(调整后,百万)	33,728	46,515	64,114	91,362
+/-%	42.11	37.91	37.84	42.50
EPS(调整后,最新摊薄)	6.95	9.59	13.21	18.83
PE(调整后,倍)	47.55	34.48	25.01	17.55
PB(倍)	19.73	15.07	12.21	9.47
ROE(调整后,%)	45.28	49.56	53.94	60.77
EV EBITDA(倍)	48.56	34.65	24.96	16.91
股息率(%)	0.71	1.82	2.70	4.06

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司 PE 估值表

公司	证券代码	股价 美元	市值 (十亿美元)	净利润 (十亿美元)				PE		
				2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
Nvidia	NVDA US	180.99	4,398	74.3	115.4	187.2	232.8	38.1	23.5	18.9
Arista	ANET US	131.12	165	2.9	3.7	4.3	5.1	44.6	38.4	32.4
Astera Labs	ALAB US	164.4	28	0.1	0.3	0.4	0.6	86.8	62.0	45.4
AMD	AMD US	213.43	347	5.4	6.6	10.8	17.0	53.0	32.1	20.4
PALO ALTO	PANW US	186.88	130	1.9	2.3	2.8	3.1	56.8	46.5	42.0
平均								55.9	40.5	31.8

注: 股价截至 2025/12/19, 预测均为 VA 一致预期。

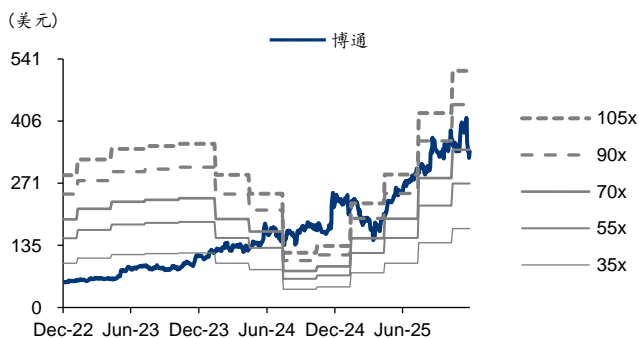
资料来源: VA 一致预期、华泰研究

风险提示

下游需求波动。公司半导体解决方案业务受下游运营商、大型企业资本开支节奏影响, 收入增长节奏与宏观经济具有一定关系, 若宏观经济波动, 可能对下游需求产生消极影响, 或导致公司收入增长不及预期。

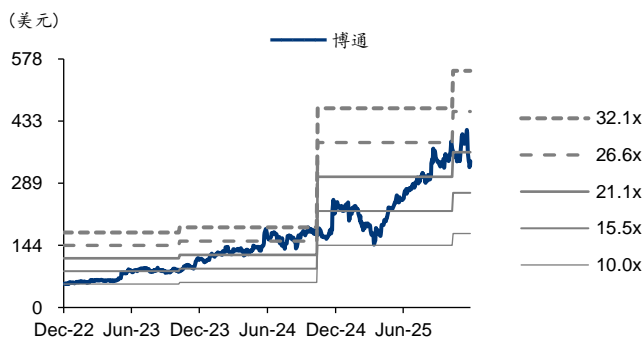
市场竞争加剧。公司与 AI 相关度较高的两大业务均处于落地初期, 因此竞争格局均存在一定不确定性, 若相关领域市场竞争进一步加剧, 可能导致公司 AI 收入增长不及预期。

图表2: 博通 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表3: 博通 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	51,574	63,887	92,068	135,978	206,693
销售成本	(19,065)	(20,593)	(29,131)	(46,358)	(75,132)
毛利润	32,509	43,294	62,937	89,620	131,561
销售及分销成本	(4,959)	(4,211)	(5,064)	(7,207)	(10,748)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	406.00	455.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(3,953)	(3,210)	(2,959)	(2,470)	(2,324)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	9,916	22,729	39,263	58,187	87,486
税费开支	(3,748)	(397.00)	(2,748)	(4,073)	(6,124)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	5,895	23,126	36,515	54,114	81,362
Non-GAAP 调整项	17,838	10,602	10,000	10,000	10,000
调整后净利润	23,733	33,728	46,515	64,114	91,362
折旧和摊销	(10,010)	(8,775)	(5,635)	(4,919)	(4,947)
EBITDA	23,879	34,714	47,857	65,576	94,756
EPS (美元, 基本)	1.25	4.91	7.75	11.48	17.27

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	1,760	2,270	3,394	5,620	8,989
应收账款和票据	4,416	7,145	9,734	15,195	22,699
现金及现金等价物	9,348	16,178	37,951	54,630	90,891
其他流动资产	4,071	5,980	6,578	7,236	7,959
总流动资产	19,595	31,573	57,658	82,681	130,538
固定资产	2,521	2,530	2,517	2,483	2,426
无形资产	138,456	130,074	125,213	120,929	116,640
其他长期资产	5,073	6,915	7,010	7,200	7,250
总长期资产	146,050	139,519	134,740	130,612	126,316
总资产	165,645	171,092	192,398	213,293	256,855
应付账款	1,662	1,560	3,376	4,350	8,172
短期借款	1,271	3,152	2,652	2,652	2,652
其他负债	13,764	13,802	15,182	16,700	18,370
总流动负债	16,697	18,514	21,210	23,703	29,194
长期债务	66,295	61,984	55,484	48,984	48,984
其他长期债务	14,975	9,302	9,302	9,302	9,302
总长期负债	81,270	71,286	64,786	58,286	58,286
股本	67,471	71,308	71,308	71,308	71,308
储备/其他项目	207.00	9,984	35,094	59,996	98,066
股东权益	67,678	81,292	106,402	131,304	169,374
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	67,678	81,292	106,402	131,304	169,374

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	272.06	69.35	43.92	29.64	19.71
PB	23.70	19.73	15.07	12.21	9.47
调整后 PE (倍)	67.58	47.55	34.48	25.01	17.55
调整后 ROE	51.78	45.28	49.56	53.94	60.77
EV EBITDA	71.22	48.56	34.65	24.96	16.91
股息率 (%)	0.63	0.71	1.82	2.70	4.06
自由现金流收益率 (%)	1.13	1.88	2.62	3.35	5.01

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	23,879	34,714	47,857	65,576	94,756
融资成本	3,953	3,210	2,959	2,470	2,324
营运资本变动	71.00	(3,341)	(1,897)	(6,712)	(7,052)
税费	(3,748)	(397.00)	(2,748)	(4,073)	(6,124)
其他	(4,193)	(6,649)	(2,176)	(1,609)	(1,377)
经营活动现金流	19,962	27,537	43,993	55,651	82,527
CAPEX	(548.00)	(623.00)	(761.00)	(601.00)	(601.00)
其他投资活动	(22,522)	43.00	(95.00)	(190.00)	(50.00)
投资活动现金流	(23,070)	(580.00)	(856.00)	(791.00)	(651.00)
债务增加量	28,337	(2,821)	(7,000)	(6,500)	0.00
权益增加量	46,372	(6,089)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(8,173)	(11,142)	(11,405)	(29,212)	(43,291)
其他融资活动现金流	(3,953)	(75.00)	(2,959)	(2,470)	(2,324)
融资活动现金流	(1,733)	(20,127)	(21,364)	(38,182)	(45,615)
现金变动	(4,841)	6,830	21,773	16,678	36,261
年初现金	14,189	9,348	16,178	37,951	54,630
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	9,348	16,178	37,951	54,630	90,891

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	43.99	23.87	44.11	47.69	52.00
毛利润	31.67	33.18	45.37	42.40	46.80
营业利润	(16.93)	89.29	65.68	43.66	48.06
净利润	(58.14)	292.30	57.90	48.20	50.35
调整后净利润	29.14	42.11	37.91	37.84	42.50
EPS (基本)	(58.14)	292.30	57.90	48.20	50.35
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	63.03	67.77	68.36	65.91	63.65
EBITDA	46.30	54.34	51.98	48.23	45.84
净利润率	11.43	36.20	39.66	39.80	39.36
调整后净利润率	46.02	52.79	50.52	47.15	44.20
ROE	12.86	31.05	38.91	45.53	54.12
调整后 ROE	51.78	45.28	49.56	53.94	60.77
ROA	4.94	13.74	20.09	26.68	34.61
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	86.02	60.22	18.97	(2.28)	(23.18)
流动比率	1.17	1.71	2.72	3.49	4.47
速动比率	1.07	1.58	2.56	3.25	4.16
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.43	0.38	0.51	0.67	0.88
应收账款周转天数	29.01	32.57	33.00	33.00	33.00
应付账款周转天数	27.12	28.16	30.50	30.00	30.00
存货周转天数	34.54	35.23	35.00	35.00	35.00
现金转换周期	36.43	39.64	37.50	38.00	38.00
每股指标 (美元)					
EPS (基本)	1.25	4.91	7.75	11.48	17.27
EPS (调整后, 基本)	5.04	7.16	9.87	13.61	19.39
每股净资产	14.36	17.25	22.58	27.87	35.95

免责声明

分析师声明

本人，谢春生，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员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。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司