

# Broadcom (AVGO.O/AVGO US)

## AI 成長故事持續發酵

### 增加持股 · 維持

收盤價 March 6 (US\$)	179.45
3 個月目標價 (US\$)	203.34
12 個月目標價 (US\$)	275.00
前次目標價 (US\$)	230.00
調升 (%)	19.57
上漲空間 (%)	53.25

### 焦點內容

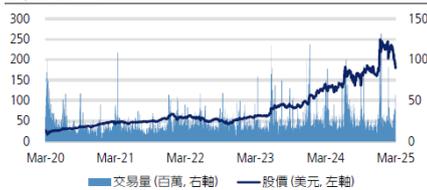
1. AI 與軟體業務雙增長，財報表現亮眼
2. ASIC 市場持續擴大
3. VMWare 整併後效益大幅提升

### 交易資料表

市值 (US\$bn):	843.8
流通在外股數 (百萬股):	4,702
機構持有比例 (%):	81.0
3M 平均成交量 (百萬股):	35.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	119.8-251.9

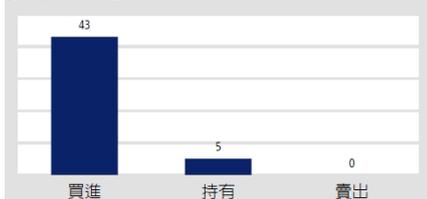
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(0.0)	31.0	27.5
相對表現 (%)	5.7	24.9	16.3

### 股價圖



### 市場綜合評等

機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	190	253	300
潛在報酬 (%)	5.9	41.0	67.2

資料來源: Bloomberg

### 重要訊息

1Q25 財報與 2Q25 展望皆超出市場預期，我們上調目標價至 275 元。

### 評論及分析

**AI 與軟體業務雙增長，財報表現亮眼。**1Q25 營收 US\$149.2 億，年增 24.7%，優於公司指引與市場預期的 146.2 億元，主要受惠於 AI 業務的持續增長以及前一季度軟體業務的遞延收入認列。毛利率 79.1%，季增 1.2 pts，優於市場預期的 77.9%，主要反映軟體業務占比提高以及軟體業務的毛利率提升。每股盈餘 US\$1.6 元，季增 13%、年增 45%，優於市場預期的 US\$1.5 元。

**ASIC 市場持續擴大。**除了三大客戶 Google、Meta、Bytedance 外，預估 OpenAI、Apple 將在今年 tape-out，並額外宣布新增兩家客戶，我們認為除了原先 2027 年三家客戶的 SAM US\$600-900 億的市場規模，將有望大幅成長外(另外四家客戶尚未計入此數字)，其 ASIC 訂單的穩定性與可持續性亦優於同業，公司預計 2Q25 AI 營收 US\$44 億元的指引，優於市場預期的 US\$39.8 億元。

**VMWare 整併後效益大幅提升。**自 1Q24 合併報表後，軟體業務的毛利率與營業利率率已自 88%/59%，逐步上升到 1Q25 的 92.5%/76%。公司已將 60% 的 VMWare 永久許可證轉換為訂閱制，並持續將客戶從 vSphere 升級至 VMware Cloud Foundations (VCF)，目前其最大的 10,000 位客戶中有 70% 已轉換為 VCF。我們看好隨 AI 應用深入到企業資料中心，該業務有望逐步成長。

### 投資建議

反映強勁的 1Q25 財報與 2Q25 展望，我們上調 2025-26 財年每股盈餘預估至 US\$6.77 與 US\$7.80 元。我們維持「增加持股」評等並上調目標價至 US\$275 元，以 2027 年每股盈餘及過去兩年本益比平均 35 倍得出。

### 投資風險

ASIC 開發時程不如預期、網通產品迭代速度不如預期、併購綜效不顯著。

### 主要財務數據及估值

	Oct '21A	Oct '22A	Oct '23A	Oct '24A	Oct '25E	Oct '26E
營業收入 (US\$百萬)	27,450	33,203	35,819	51,574	64,372	76,131
營業毛利 (US\$百萬)	20,443	25,107	26,757	39,459	50,859	58,466
營業利益 (US\$百萬)	15,912	20,294	22,125	30,736	41,388	47,019
稅後淨利 (US\$百萬)	12,578	16,526	18,378	23,733	33,127	38,177
每股盈餘 (US\$)	2.80	3.76	4.22	4.87	6.77	7.80
每股現金股利 (US\$)	1.45	1.64	1.79	2.07	2.36	2.64
營收成長率 (%)	14.9	21.0	7.9	44.0	24.8	18.3
每股盈餘增長率 (%)	26.4	34.3	12.3	15.3	39.1	15.2
毛利率 (%)	74.5	75.6	74.7	76.5	79.0	76.8
營業利率率 (%)	58.0	61.1	61.8	59.6	64.3	61.8
EBITDA Margin (%)	53.0	57.9	56.0	45.5	55.2	53.9
淨負債比 (%)	145.1	158.2	135.6	125.6	112.2	93.4
股東權益報酬率 (%)	26.96	50.62	58.70	9.11	29.26	34.46

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 1：1Q25 財報與 2Q25 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬美元	1Q25							2Q25F						
	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	14,916	14,756	1.1	6.1	24.7	14,615	2.1	15,389	13,792	11.6	3.2	23.2	14,588	5.5
毛利	11,796	11,142	5.9	9.1	30.9	11,382	3.6	12,136	10,581	14.7	2.9	27.5	11,315	7.2
營業利益	9,828	8,950	9.8	11.5	43.9	9,357	5.0	9,825	8,482	15.8	(0.0)	37.5	9,327	5.3
稅後淨利	7,823	7,044	11.1	12.3	48.9	7,366	6.2	7,815	6,660	17.3	(0.1)	44.9	7,329	6.6
每股盈餘 (美元)	1.60	1.43	11.8	12.5	45.4	1.50	6.5	1.60	1.34	18.8	(0.1)	45.6	1.51	5.7
毛利率 (%)	79.1	75.5	3.6 ppts	2.1 ppts	3.7 ppts	77.9	1.2 ppts	78.9	76.7	2.2 ppts	(0.2)ppts	2.6 ppts	77.6	1.3 ppts
營利率 (%)	65.9	60.7	5.2 ppts	3.2 ppts	8.8 ppts	64.0	1.9 ppts	63.8	61.5	2.4 ppts	(2.0)ppts	6.6 ppts	63.9	(0.1)ppts
淨利率 (%)	52.4	47.7	4.7 ppts	2.9 ppts	8.5 ppts	50.4	2.0 ppts	50.8	48.3	2.5 ppts	(1.7)ppts	7.6 ppts	50.2	0.5 ppts

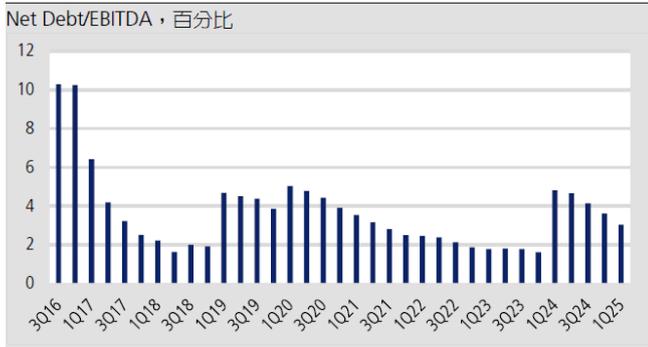
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2：2025 財報與 2026 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬美元	2025F						2026F					
	修正後	修正前	調整 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調整 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	64,372	58,911	9.3	24.8	61,299	5.0	76,131	68,011	11.9	18.3	70,969	7.3
毛利	50,859	45,079	12.8	28.9	47,339	7.4	58,466	51,735	13.0	15.0	54,464	7.3
營業利益	41,388	36,095	14.7	34.7	39,313	5.3	47,019	41,263	13.9	13.6	46,889	0.3
稅後淨利	33,127	28,272	17.2	39.6	31,141	6.4	38,177	32,435	17.7	15.2	37,184	2.7
每股盈餘 (美元)	6.77	5.74	18.0	39.2	6.31	7.2	7.80	6.58	18.5	15.2	7.62	2.4
毛利率 (%)	79.0	76.5	2.50	2.5 ppts	77.2	1.8 ppts	76.8	76.1	0.80	(2.2)ppts	76.7	0.1 ppts
營利率 (%)	64.3	61.3	3.10	4.7 ppts	64.1	0.2 ppts	61.8	60.7	1.10	(2.5)ppts	66.1	(4.3)ppts
淨利率 (%)	51.5	48.0	3.50	5.4 ppts	50.8	0.7 ppts	50.1	47.7	2.50	(1.3)ppts	52.4	(2.2)ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 3：Net Debt/EBITDA



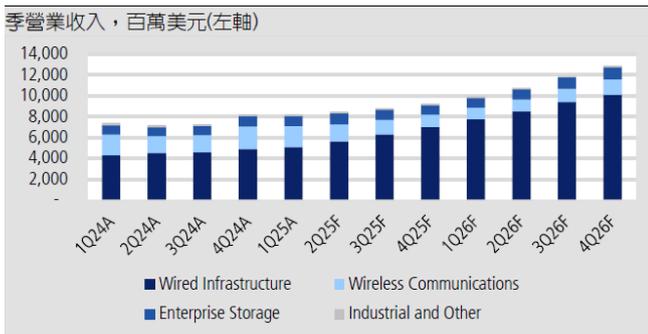
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：季營收(按應用)



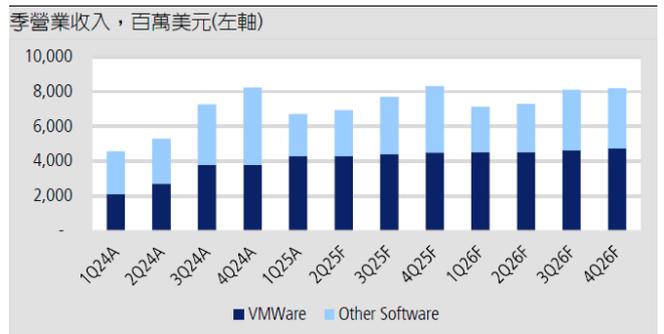
資料來源：公司資料；凱基

圖 5：半導體業務細分營收



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：軟體業務細分營收



資料來源：公司資料；凱基

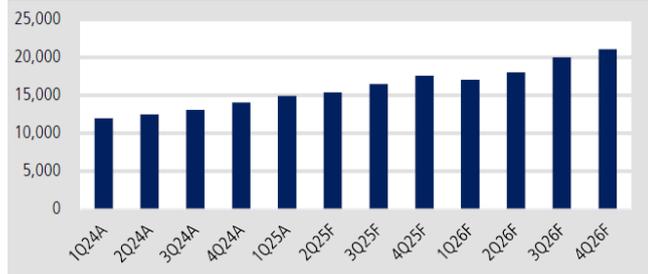
**圖 7: 公司概況**

Broadcom 為世界最大的 WLAN 晶片廠商，產品包含伺服器、路由器、機上盒等网通晶片、濾波器，並持續透過一系列的策略性併購，如:Brocade、CA Technologies、Symantec、VMWare 等跨足軟體業務。

資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營收**

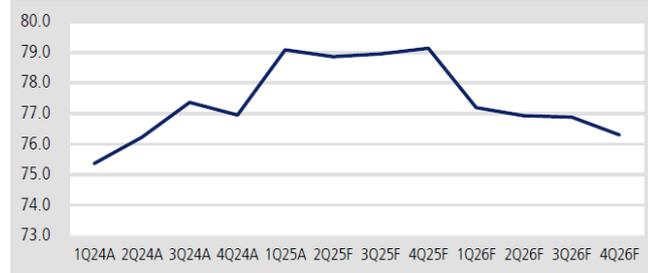
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**

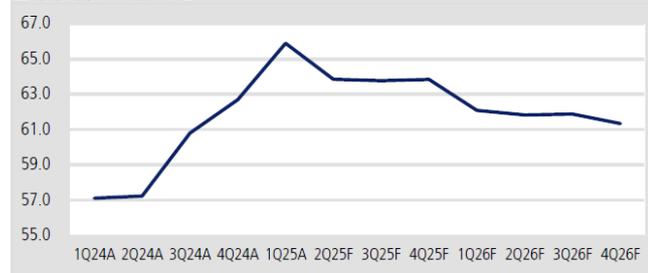
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 13: 營業利潤率**

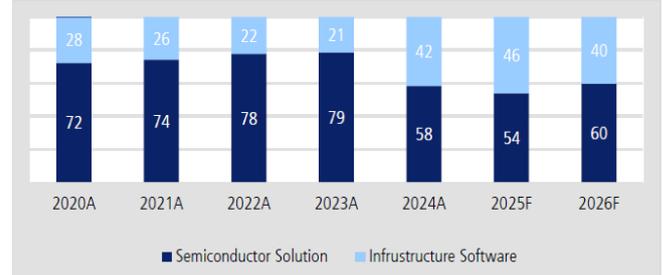
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 各類產品營收佔比**

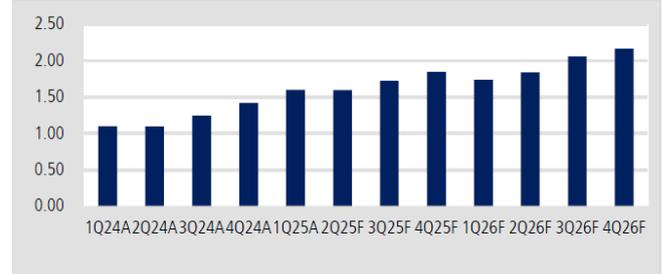
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘**

每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 未來 12 個月預估本益比**

本益比，倍



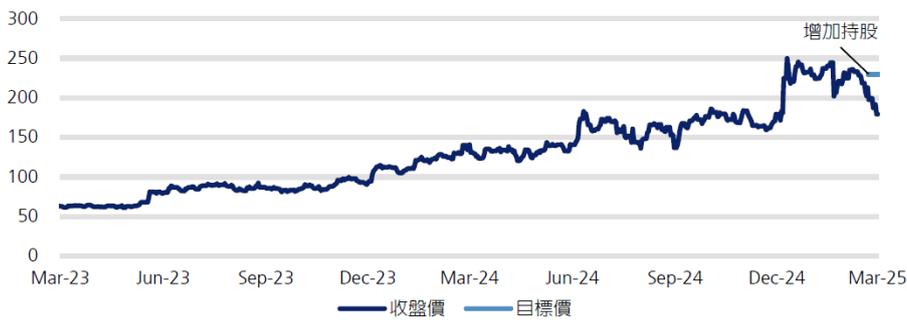
資料來源：彭博；凱基

**圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT**

EV/EBIT，倍



資料來源：公司資料；凱基

**Broadcom – 以往評級及目標價**


資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明**

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。