

ASIC產業：2Q25財報前瞻

2Q25 美股網通產業財報焦點：迎接高速頻寬升級浪潮

焦點內容

1. AVGO：股價已反映了市場預期，關注潛在 XPU 客戶貢獻。
2. MRVL：市場期望較低，關注 2026 年營收指引。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Broadcom	AVGO US	70	80	74	52
Marvell	MRVL US	51	45	53	56

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Broadcom 與 Marvell 預計將在 8/28-29(香港時間)公布財報，我們認為博通法說會上提及新增客戶 XPU 營收貢獻仍有望推動股價上漲；Marvell 則由於 AWS 營收貢獻下滑以及明年 Maia 晶片投片量前景不明，利空因素較多。

評論及分析

AVGO：股價已反映了市場預期，關注潛在 XPU 客戶貢獻。博通自前一季法說釋出 2025 年 AI 營收將年增 60%後，股價最高上漲 22%，應已反映相關預期，當前估值偏高(以 2026 年每股盈餘預估約為 37 倍，對比近兩年歷史平均 29x)，短期由於 CoWoS 產能吃緊，市場對於股價催化劑抱有較謹慎的態度。然而，我們認為公司有望將在本季度上調原先 2027 年 SAM US\$600-900 億的市場規模(過往僅採計三家客戶)，若公司提及有關 XPU 出貨增加、新客戶加入的營收貢獻、市場規模或市佔率提升等，雖營收貢獻將落在 2H26-2027 年，亦有望推動股價。此外，亦可關注 Scale-up/Scale-out 的網通產品 Tomahawk 6，隨 CSP 業者 ASIC 導入機架層級(Rack Level)而有大幅成長的機會。

MRVL：市場期望較低，關注 2026 年營收指引。反觀 Marvell 在 6/18 AI Custom Day 雖上調 2028 年資料中心 TAM 25%至 US\$94B，並表示 XPU Attach 市場規模約為 US\$15B，但會後股價至今小幅下跌 3%。我們認為近期台系業者對於 AWS 的樂觀指引以及明年 Maia 晶片曖昧不明的下單量，對於公司如何確保 ASIC 業務的高成長性將會是法說會上的重點。我們認為公司仍會參與 AWS 下一代 CSP 業者的晶片設計中，並預定在 2H26 推出(與 OSAT 業者合作)，另外也參與 Serdes、NIC、Retimer 等 XPU Attach 產品。此外，DSP 業務方面的競爭情況受到 Broadcom 高市佔率的網通產品可配售出貨、Credo 差異化的低功耗產品侵蝕部分市佔，以及近期光通訊業者樂觀的展望，亦影響公司 DSP 市佔率。儘管我們認為仍可受惠 AI 市場擴大而成長，無論是評價與市場預期也都較低，但當前利空因素較多，仍須關注是否公司可承接到新客戶的 AI ASIC 專案。

投資建議

在 ASIC 產業中，我們仍舊首選 Broadcom，主要反映訂單的多元化以及 AI 網通產品的成長性，維持「增加持股」評等以及 2025-26 年每股盈餘 US\$6.6/\$7.8，並上調目標價至 US\$312 元，以 2026 財年每股盈餘及歷史最高本益比 40 倍得出，潛在上漲空間 7%。

我們則下調 Marvell 評等至「持有」，反映 AWS 營收貢獻下滑以及對於公司未來高成長的不確定性增加，我們下調 2026-27 年每股盈餘至 US\$2.7/\$3.25，目標價下調至 US\$75，以 2027 財年每股盈餘以及負一倍標準差本益比 23 倍計算，潛在上漲空間 5%。

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、CSP 業者自研晶片比例提高、ASIC 市場競爭加劇。

圖 1: Broadcom 財報預測與調整

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	63,966	63,966	0.0	24.0	62,455	2.4	76,321	76,321	0.0	19.3	72,481	5.3
毛利	50,238	50,238	0.0	27.3	48,920	2.7	58,341	58,341	0.0	16.1	56,079	4.0
營業利益	40,962	40,962	0.0	33.3	40,689	0.7	47,835	47,835	0.0	16.8	47,827	0.0
稅後淨利	32,760	32,760	0.0	38.0	32,593	0.5	38,879	38,879	0.0	18.7	38,556	0.8
每股盈餘 (美元)	6.63	6.63	0.0	36.3	6.62	0.1	7.82	7.82	0.0	18.0	7.89	(0.9)
毛利率 (%)	78.5	78.5	0.0 ppts	2.0 ppts	78.3	0.2 ppts	76.4	76.4	0.0 ppts	(2.1)ppts	77.4	(0.9)ppts
營利率 (%)	64.0	64.0	0.0 ppts	4.4 ppts	65.2	(1.1)ppts	62.7	62.7	0.0 ppts	(1.4)ppts	66.0	(3.3)ppts
淨利率 (%)	51.2	51.2	0.0 ppts	5.2 ppts	52.2	(1.0)ppts	50.9	50.9	0.0 ppts	(0.3)ppts	53.2	(2.3)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

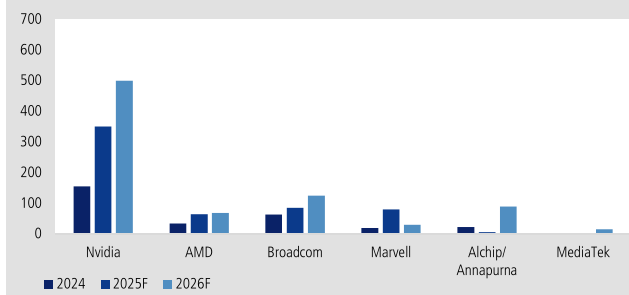
圖 2: Marvell 財報預測與調整

Non-GAAP 百萬美元	2026F						2027F					
	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	8,462	9,102	(7.0)	46.7	8,277	2.2	10,108	10,269	(1.6)	19.4	9,831	2.8
毛利	4,930	5,293	(6.9)	40.0	4,929	0.0	5,889	6,011	(2.0)	19.5	5,800	1.5
營業利益	2,795	3,016	(7.3)	67.9	2,874	(2.7)	3,460	3,585	(3.5)	23.8	3,570	(3.1)
稅後淨利	2,372	2,548	(6.9)	72.2	2,447	(3.1)	2,859	2,932	(2.5)	20.5	3,103	(7.8)
每股盈餘 (美元)	2.70	2.88	(6.4)	71.7	2.81	(4.1)	3.25	3.33	(2.4)	20.5	3.57	(9.0)
毛利率 (%)	58.3	58.2	0.2 ppts	(2.8)ppts	59.6	(1.3)ppts	58.3	58.5	(0.3)ppts	0.0 ppts	59.0	(0.7)ppts
營利率 (%)	33.0	33.1	(0.2)ppts	4.2 ppts	34.7	(1.7)ppts	34.2	34.9	(0.7)ppts	1.2 ppts	36.3	(2.1)ppts
淨利率 (%)	28.0	28.0	0.1 ppts	4.2 ppts	29.6	(1.5)ppts	28.3	28.6	(0.3)ppts	0.3 ppts	31.6	(3.3)ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3 : CoWoS 投片量預估

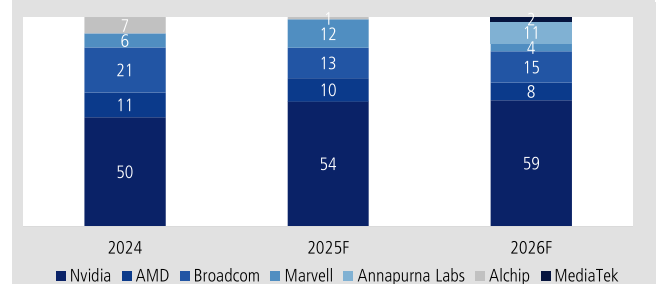
CoWoS 出貨，千片



資料來源：凱基預估

圖 4 : CoWoS 客戶佔比

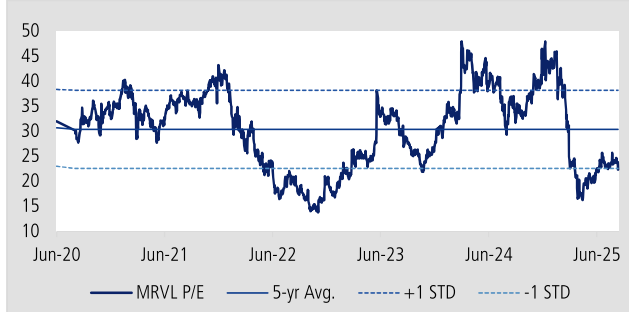
CoWoS 客戶組合，百分比



資料來源：凱基預估

圖 5 : Marvell 本益比

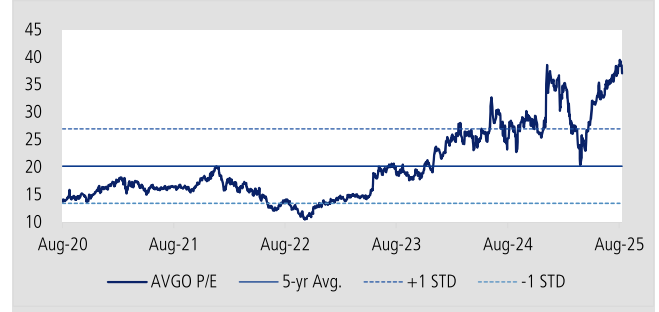
本益比，倍



資料來源：凱基預估

圖 6 : Broadcom 本益比

本益比，倍



資料來源：凱基預估

圖 7：Hyperscaler/CSP AI ASIC 產品路徑圖

Launch Date	Company	Product	Process	Memory Type	Memory Capacity	Memory Stack	Die/Wafer	Architecture	Hybrid Bonding	Note
3Q22	Nvidia	Hopper H100	4nm	HBM3	80GB	5*8hi*16GB	28	CoWoS-S	N	
2Q24	Nvidia	Hopper H200	4nm	HBM3E	144GB	6*8hi*24GB	28	CoWoS-S	N	
1Q24	Nvidia	Blackwell B100/200	4nm	HBM3E	192GB	6*8hi*32GB	16	CoWoS-L	N	
4Q24	Nvidia	Blackwell B200A/20	4nm	HBM3E	144GB	6*8hi*24GB	20-30	CoWoS-S	N	
2H25	Nvidia	Blackwell Ultra	3nm	HBM3E	288GB	8*12hi*24GB	16	CoWoS-L	N	
2H26	Nvidia	Rubin	3nm	HBM4	288GB	8*12hi*24GB	7-9	CoWoS-L	N	
2H27	Nvidia	Rubin Ultra	A16	HBM4E	1024GB	16*18hi*32GB	4-6	CoWoS-L	Y	
NA	Nvidia	Successor of Rubin		HBM4E	768GB	12*16hi*32GB	7-9	CoWoS-L	Y	
4Q21	AMD	MI 250X	6nm	HBM2E	128GB	8*8hi*16GB	16	CoWoS-S	N	
4Q23	AMD	MI 300X	5nm	HBM3E	192GB	8*12hi*16GB	16	CoWoS-S	Y	
4Q24	AMD	MI 325X	5nm	HBM3E	256GB	8*12hi*24GB	16	CoWoS-S	Y	
2H25	AMD	MI 350/375X	3nm	HBM3E	252/288GB	8*12hi*24GB	12	CoWoS-S	Y	
2H26	AMD	MI 400X	2nm	HBM4	432-768GB	12*12/16hi*24/32GB	7-9	CoWoS-L	Y	
NA	AMD	Successor to MI 400X	2nm	HBM4E	768GB	12*16hi*32GB	7-9	CoWoS-L	Y	
2Q22	Intel	Gaudi 2	7nm	HBM2E	96GB	6*8hi*16GB	28	CoWoS-S	N	
2Q24	Intel	Gaudi 3	5nm	NBM2E	128GB	8*8hi*16GB	16	CoWoS-S	N	
3Q25	Intel	Gaudi 3+	5nm	HBM3	192GB	8*8hi*24GB	16	CoWoS-S	N	Cancel
3Q26	Intel	Falcon Shores	3nm	NBM3E	NA	NA	NA	EMIB	N	Pending
2Q27	Intel	Jaguar Shores	2nm	HBM4	NA	NA	NA	EMIB	N	Pending
2Q16	Google	TPU v1	28nm	DDR3	NA	8GB		NA	N	
2Q18	Google	TPU v2	16nm	HBM1		NA		NA	N	
2Q19	Google	TPU v3	16nm	HBM2	8GB	4*4hi*2GB		NA	N	
NA	Google	TPU v4i	7nm	HBM2E	16GB	4*8hi*4GB		CoWoS-S	N	
2Q21	Google	TPU v4	7nm	HBM2E	16GB	4*8hi*4GB		CoWoS-S	N	
3Q23	Google	TPU v5e	5nm	HBM2E	32GB	2*4hi*16GB	70+	CoWoS-S	N	
1Q23	Google	TPU v5p	5nm	HBM3	96GB	6*8hi*16GB	28	CoWoS-S	N	
4Q23	Google	TPU v6e (Trillium)	5nm	HBM3E	128GB	8*8hi*16GB	50	CoWoS-S	N	
3Q24	Google	TPU v6p (Ironwood)	5nm	HBM3E	192GB	8*8hi*24GB	16	CoWoS-S	N	
3Q26	Google	TPU v7e	3nm	HBM3E	216GB	6*12hi*24GB	30	CoWoS-S	N	
4Q26	Google	TPU v7p	3nm	HBM3E	288GB	8/12hi*24GB	16	CoWoS-S	N	
2Q27	Google	TPU v8	3nm	HBM3E	288GB	8/12hi*24GB	16	CoWoS-S	Y	
4Q20	Amazon	Trainium	7nm	HBM2/2E	32GB	2*8hi*16GB	54-57	CoWoS-R	N	
1Q22	Amazon	Inferntia 2	7nm	HBM2E	32GB	2*8hi*12GB	54-57	CoWoS-R	N	
4Q23	Amazon	Trainium 2	5nm	HBM3	96GB	4*8hi*24GB	20	CoWoS-R	N	
NA	Amazon	Inferntia 2.5	5nm	HBM3	48GB	2*8hi*24GB	40	CoWoS-R	N	Cancel to use TR2 as alternative
2Q26	Amazon	Trainium 2.5/R	3nm	HBM3	96GB	4*8hi*24GB	30-35	CoWoS-R	N	Market Rumor
2Q26	Amazon	Trainium 3	3nm	HBM3	96/128	4*8/12hi*24GB	30-35	CoWoS-R	N	
2Q27	Amazon	Trainium 4	2nm	HBM4	NA	NA	NA	CoWoS-R	N	
2Q23	Meta	MTIA	7nm	LPDDR5	64GB	NA	NA	Flip Chip	N	
2Q24	Meta	MTIA 2	5nm	LPDDR5	128GB	NA	NA	Flip Chip	N	
1Q25	Meta	MTIA 2.5	5nm	LPDDR5	NA	NA	NA	Flip Chip	N	
1Q26	Meta	MTIA 3	3nm	HBM3E	216GB	6*12hi*24GB	15-18	CoWoS-S	N	
2Q27	Meta	MTIA 4	2nm	HBM4	NA	8*12hi*24GB	7-9	CoWoS-L	N	
2Q23	Microsoft	Maia 100	5nm	HBM2E	64GB	4*8hi*16GB	23-26	CoWoS-S	N	
2Q26	Microsoft	Maia 200	3nm	HBM4	288GB	8*12hi*24GB	14-17	CoWoS-R	N	

資料來源：凱基預估

圖 8：Hyperscaler/CSP AI ASIC 產品路徑圖

Company	Product	Design Service	Actual 1Q24	Actual 2Q24	Actual 3Q24	Actual 4Q24	Actual 1Q25	Actual 2Q25	Expect 3Q25	Expect 4Q25	Expect 1Q26	Expect 2Q26	Expect 3Q26	Expect 4Q26	Expect 1Q27	Expect 2Q27	Expect 3Q27	Expect 4Q27
Nvidia	Hopper H200	NA																
Nvidia	Blackwell B100/200	NA																
Nvidia	Blackwell B200A/20	NA																
Nvidia	Blackwell Ultra	NA																
Nvidia	Rubin	NA																
Nvidia	Rubin Ultra	NA																
AMD	MI 300X	NA																
AMD	MI 325X	NA																
AMD	MI 350/375X	NA																
AMD	MI 400X	NA																
Intel	Gaudi 3	Habana Labs																
Google	TPU v5e	Broadcom																
Google	TPU v6e (Trillium)	Broadcom																
Google	TPU v6p (Ironwood)	Broadcom																
Google	TPU v7e	Mediatek																
Google	TPU v7p	Broadcom																
Google	TPU v8	Pending																
AWS	Trainium 2	Marvell																
AWS	Trainium 2.5/R	Marvell																
AWS	Trainium 3	Alchip																
AWS	Trainium 4	Alchip																
Meta	MTIA	Broadcom																
Meta	MTIA 2	Broadcom																
Meta	MTIA 2.5	Broadcom																
Meta	MTIA 3	Broadcom																
Meta	MTIA 3.5	MTK (?)																
Meta	MTIA 4	Broadcom																
Microsoft	Maia 100	Microsoft																
Microsoft	Maia 200	Microsoft+GUC(?)																
Microsoft	Maia 300	Marvell																

資料來源：凱基預估

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 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。