

Marvell Technology (MRVL.O/MRVL US)

oDSP 抵銷 ASIC 疑慮，獲利前景轉強

增加持股 · 調升

收盤價 March 5 (US\$)	75.68
3 個月目標價 (US\$)	84.3
12 個月目標價 (US\$)	110.0
前次目標價 (US\$)	105.0
調升 (%)	4.8
上漲空間 (%)	45.3

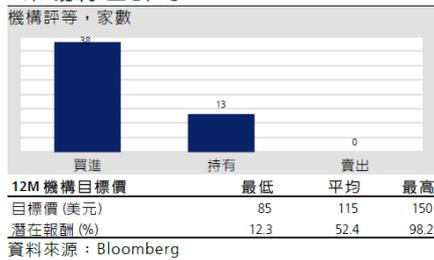
焦點內容

1. 4Q26 營運略優於市場預期
2. 管理層上調 2027-28 財年指引
3. oDSP 與互聯業務推動指引大幅上修

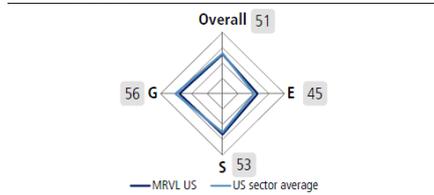
交易資料表

51.9	65.9
流通在外股數 (百萬股):	871
機構持有比例 (%):	83.3
3M 平均成交量 (百萬股):	14.6
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	47.1-102.8
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	(23.5) 19.5 (16.0)
相對表現 (%)	(22.9) 14.1 (33.0)

市場綜合評等



ESG 分數評等



重要訊息

Marvell 公告財年 4Q26 營運表現與展望，均優於市場預期。

評論及分析

4Q26 營運與展望優於市場預期。 營收 US\$22.19 億元，季增 7%，略優於市場共識的 US\$22.07 億元，受惠於 AI ASIC 持續放量、乙太網交換機和互聯產品成長，資料中心業務營收 US\$16.5 億元，季增 9%。營業費用 US\$5.36 億雖高於前季指引(US\$5.15 億)，但每股盈餘 US\$0.80 元仍略優於市場共識的 US\$0.79，並預估 1Q27 營收季增 8.3% 達 US\$24 億，每股盈餘 US\$0.79 元，優於市場共識的 US\$22.7 億/\$0.75 元。

管理層上調 2027-28 財年指引。 管理層上調 2027-28 年總營收自 US\$100/\$130 億至 US\$110/\$150 億，並表示 2027 財年將逐季成長。其中，資料中心營收年增速自 25%/40% 上調至 30%/50%，oDSP 業務則預估年增長 50%/40%、客製化業務年增長 (集中在 2H27-2028) 20+%/100%，並預估 2028 財年每股盈餘超過 US\$5.0 元，大幅優於市場預期的 US\$4.7 元。

oDSP 與互聯業務推動指引大幅上修。 我們推算此次指引上修，主要來自於 oDSP 與互聯業務的大幅成長，除了產品自 400G 往 800G/1.6T 迭代之外，併購 Celestial AI 與 XConn 將帶動中長期營收成長。儘管 ASIC 供應鏈能見度仍低，但我們預估 2027-28 財年營收成長至 US\$19 億/\$39 億，微軟 MAIA 晶片仍將是推動營收翻倍的關鍵，且由於 oDSP 業務同樣大幅成長，有望彌補 ASIC 營收佔比提升對毛利率的衝擊。

投資建議

反映優於預期的展望，我們上調 2027-28 財年每股盈餘預估至 US\$3.67/\$5.22。儘管市場普遍對 ASIC 業務看法保守，但考慮 DSP 業務的強勁成長與管理層的樂觀展望，ASIC 業務的失敗風險應已被市場訂價，我們上調評等至「增加持股」，並將目標價上調至 110 元，以 2027-28 財年平均每股盈餘與 25 倍本益比得出。

投資風險

DSP 供應鏈短缺、ASIC 專案遞延、ASIC 出貨量下調。

主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26A	Jan-27E	Jan-28E
營業收入 (US\$百萬)	5,920	5,508	5,767	8,195	10,681	15,071
營業毛利 (US\$百萬)	3,817	3,371	3,521	4,872	6,234	8,492
營業利益 (US\$百萬)	2,099	1,599	1,665	2,891	3,840	5,460
稅後淨利 (US\$百萬)	1,822	1,310	1,377	2,466	3,242	4,609
每股盈餘 (US\$)	2.12	1.51	1.57	2.85	3.67	5.22
每股現金股利 (US\$)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
營收成長率 (%)	32.7	(7.0)	4.7	42.1	30.3	41.1
每股盈餘增長率 (%)	34.1	(28.7)	4.1	81.0	29.0	42.2
毛利率 (%)	64.5	61.2	61.0	59.5	58.4	56.3
營業利益率 (%)	35.5	29.0	28.9	35.3	36.0	36.2
EBITDA Margin (%)	59.0	54.4	52.4	51.0	47.8	44.6
淨負債比 (%)	33.7	32.2	36.5	27.6	14.4	77.1
股東權益報酬率 (%)	11.7	8.8	10.3	17.2	20.0	42.4

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：4Q26 財報與 1Q27 預估修正暨市場共識比較

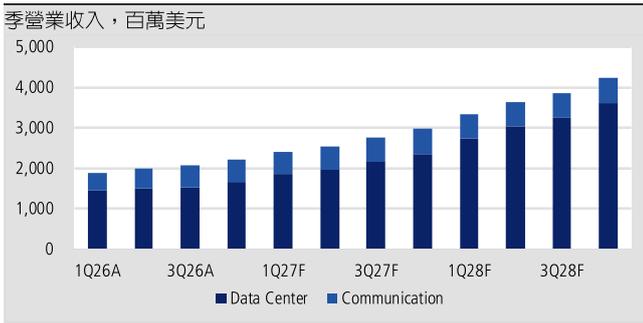
Non-GAAP 百萬美元	4Q26							1Q27F						
	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	2,219	2,212	0.3	7.0	22.1	2,207	0.5	2,403	2,241	7.2	8.3	26.8	2,274	5.7
毛利	1,309	1,301	0.6	5.7	19.9	1,304	0.4	1,412	1,318	7.1	7.9	24.5	1,340	5.4
營業利益	792	776	2.0	5.1	29.3	787	0.6	842	798	5.6	6.4	30.1	784	7.5
稅後淨利	685	685	(0.0)	4.6	28.9	678	1.1	709	682	3.9	3.5	31.3	656	8.1
每股盈餘 (美元)	0.80	0.79	0.9	5.5	32.5	0.79	1.0	0.80	0.79	1.6	0.3	30.2	0.75	7.3
毛利率 (%)	59.0	58.8	0.2 ppts	(0.7)ppts	(1.1)ppts	59.1	(0.1)ppts	58.8	58.8	(0.1)ppts	(0.2)ppts	(1.1)ppts	58.9	(0.2)ppts
營業率 (%)	35.7	35.1	0.6 ppts	(0.6)ppts	2.0 ppts	35.7	0.0 ppts	35.1	35.6	(0.6)ppts	(0.6)ppts	0.9 ppts	34.5	0.6 ppts
淨利率 (%)	30.9	31.0	(0.1)ppts	(0.7)ppts	1.6 ppts	30.7	0.2 ppts	29.5	30.4	(1.0)ppts	(1.4)ppts	1.0 ppts	28.9	0.6 ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2：2027-28 年財測修正與市場共識

Non-GAAP 百萬美元	2027F						2028F					
	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	10,681	9,930	7.6	30.3	9,998	6.8	15,071	11,866	27.0	41.1	12,952	16.4
毛利	6,234	5,796	7.5	28.0	5,855	6.5	8,492	6,882	23.4	36.2	7,418	14.5
營業利益	3,840	3,531	8.8	32.8	3,424	12.2	5,460	4,272	27.8	42.2	4,739	15.2
稅後淨利	3,242	3,030	7.0	31.5	2,992	8.3	4,609	3,754	22.8	42.2	4,097	12.5
每股盈餘 (美元)	3.67	3.51	4.6	28.9	3.46	6.0	5.22	4.35	20.1	42.2	4.7	10.9
毛利率 (%)	58.4	58.4	(0.1)ppts	(1.1)ppts	58.6	(0.2)ppts	56.3	58.0	(1.7)ppts	(2.0)ppts	57.3	(0.9)ppts
營業率 (%)	36.0	35.6	0.4 ppts	0.7 ppts	34.2	1.7 ppts	36.2	36.0	0.3 ppts	0.3 ppts	36.6	(0.4)ppts
淨利率 (%)	30.4	30.5	(0.2)ppts	0.3 ppts	29.9	0.4 ppts	30.6	31.6	(1.1)ppts	0.2 ppts	31.6	(1.1)ppts

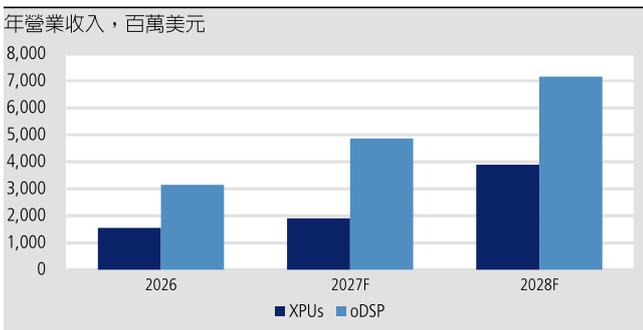
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 3：季營收(按終端應用)


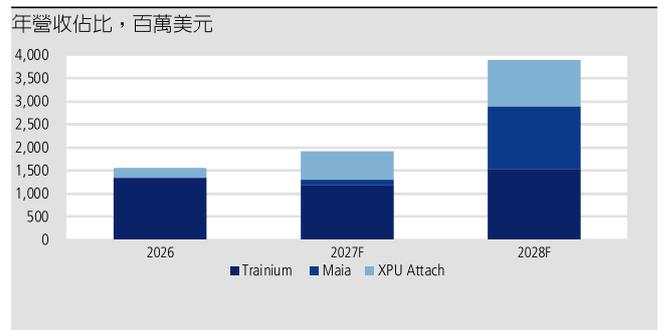
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：季營收佔比(按終端應用)


資料來源：公司資料；凱基

圖 5：oDSP 與 ASIC 業務均大幅成長


資料來源：公司資料；凱基

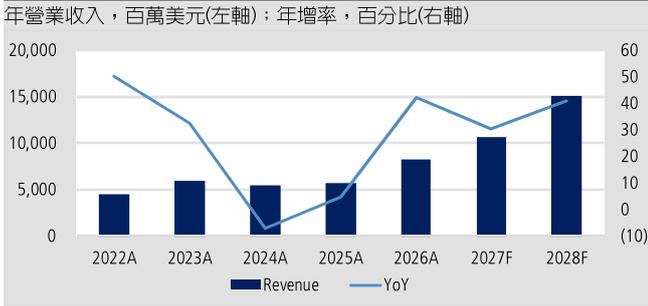
圖 6：ASIC 業務中 MSFT 營收占比將大幅提升


資料來源：公司資料；凱基

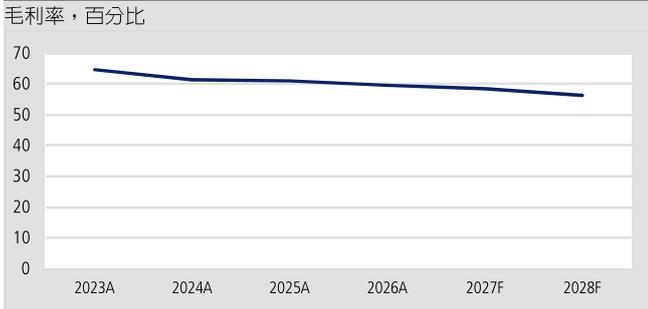
圖 7: 公司概況

創立於 1995 年，Marvell 為美國網通晶片 IC 設計廠商。公司自 2016 年開始轉型，並透過策略性收購的方式，逐步自消費性電子產品轉型至以資料中心業務為主。公司目前產品與技術包含計算(Arm 架構 CPU)、網通(交換器、PHY、數位訊號處理器)、存儲(HDD/SDD 控制晶片、前置增幅器(preamplifier))、安全等。

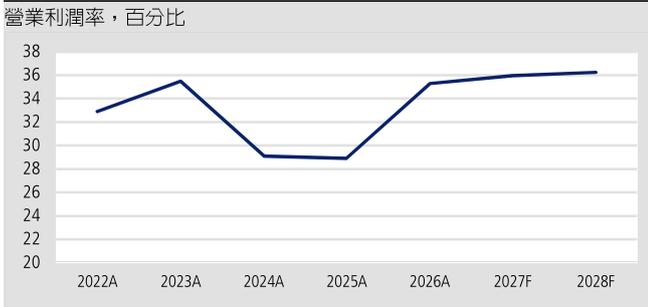
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 年營收與年增率


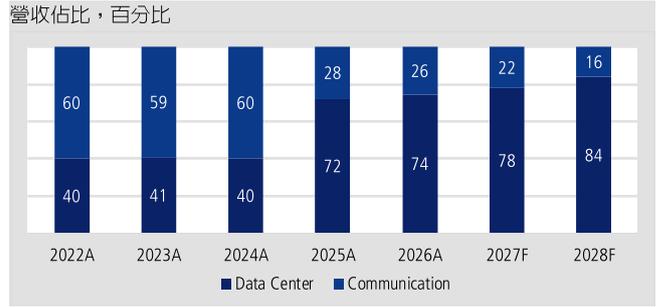
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率


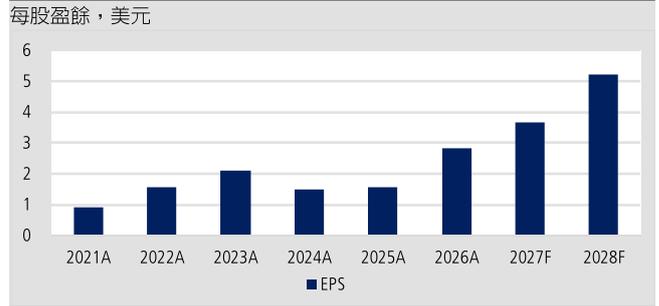
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 營業利潤率


資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比


資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘


資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比

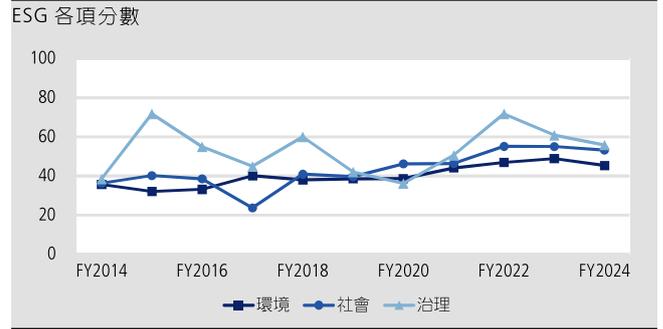

資料來源：彭博；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT

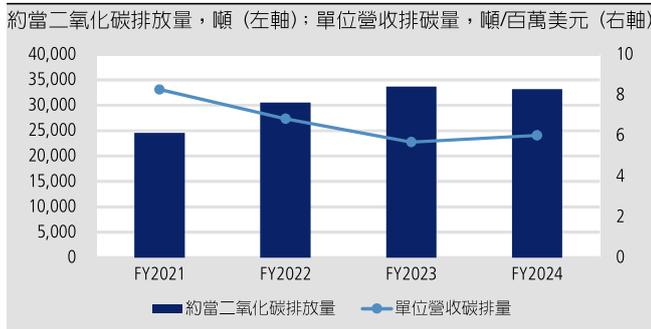

資料來源：彭博；凱基

圖 15：ESG 整體分數

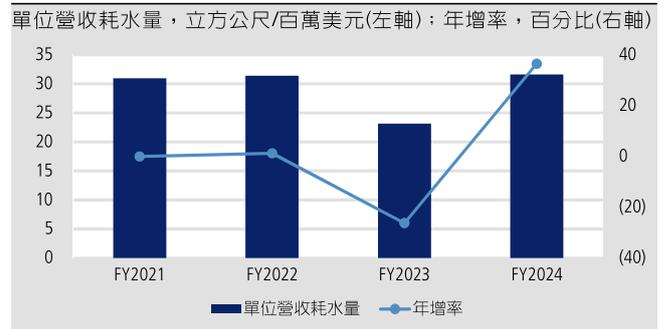

資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：ESG 各項分數


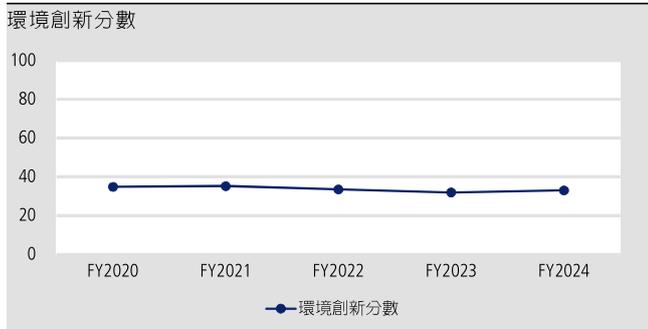
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：碳排量


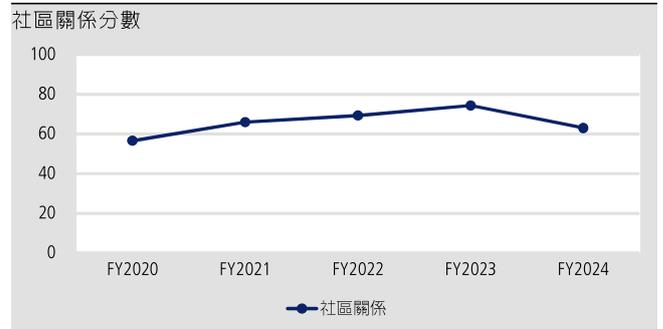
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：耗水量


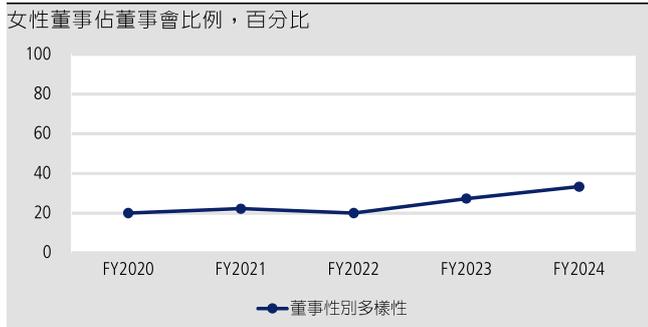
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：環境創新


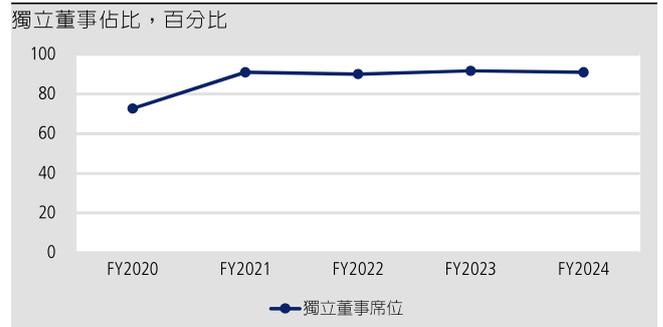
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 27：社區關係


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：董事會性別多樣性


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：獨立董事


資料來源：Refinitiv、公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCS)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCS)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基

Marvell Technology – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2025-02-20	增加持股	132	111
2025-03-06	增加持股	124	90
2025-06-02	增加持股	95	60
2025-06-18	增加持股	95	70
2025-08-21	持有	75	71
2025-08-29	持有	75	77
2025-12-03	持有	105	93

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 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。