Marvell Technology (MRVL.O/MRVL US)

上修 AI 市場展望緩解供應鏈疑慮

增加持股・維持

收盤價 June 17 (US$)	69.99
3 個月目標價 (US$)	76.24
12 個月目標價 (US$)	95.00
前次目標價 (US$)	95.00
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	35.7

焦點內容

1. 資料中心 TAM 較去年上修 25%。
2. XPU 客戶持續擴展。
3. 從 IP 提供商轉為 AI 基礎設施平台。

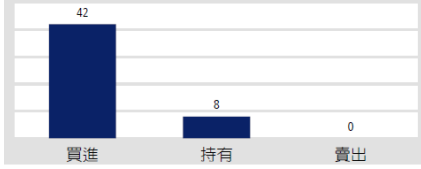
交易資料表

市值 (US$bn):	60.3
流通在外股數 (百萬股):	862
機構持有比例 (%):	98.2
3M 平均成交量 (百萬股):	19.1
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	47.1-127.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.5	(33.5)	(4.3)
相對表現 (%)	(4.1)	(35.4)	(13.3)

市場綜合評等

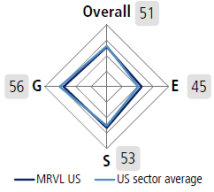
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	64	89	133
潛在報酬 (%)	(8.1)	27.6	90.0

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

邁威爾科技(Marvell)於 2025 年 6 月 17 日舉辦 Custom AI Investor Event，公司上修 2028 年 XPU TAM 以及公布 ASIC 專案進度緩解市場疑慮。

評論及分析

資料中心 TAM 較去年上修 25%。相較於去年預估 2028 年資料中心 TAM 為 US$75B，公司上修至 US$ 94B，上修幅度達 25%。其中，XPU TAM 從 US$43B 上調至 US$55B，並獨立拆分出 XPU Attach(涵蓋 SerDes、NIC、HBM controller 等)市場規模約為 US$15B。去年僅強調 XPU 設計，今年闡述 AI 應用推動周邊晶片的需求提升，及平台擴展的機會。

XPU 客戶持續擴展。公司首度公開已在 XPU 領域贏得 18 顆 socket，包括 4 顆加速器(AWS、Meta)、1 顆 CPU(Google)，以及多顆 AI Attach Socket，優於去年僅揭露的 3 顆 XPU。公司表示客戶已橫跨美國前四大 hyperscaler 與多家新興 CSP，並已確認部分進入量產，其餘預計將於 2026-27 年貢獻營收。此外，公司持續開發超過 50 顆新專案(lifetime Revenue 達 US$75B)，證實 Marvell 已從早期單一大客戶，擴展為跨平台、多產品線樣貌。

從 IP 提供商轉為 AI 基礎設施平台。公司已投入 2nm custom SRAM、HBM4E 整合邏輯、Vault 封裝平台、光/電 SerDes 等技術，並與多位客戶共同開發設計，擴展至 CPU、Switch、NIC 等應用。在商業模式上，透過 NRE 與客戶共同投資，使營運費用與毛利結構更具彈性，為未來規模放大建立營運槓桿。公司已逐步轉型為「可設計、可製造、可量產」的 AI 系統級供應商。

投資建議

考量 ASIC 能見度與 DSP 業務競爭，調整財年 2026-27 年營收至 US$91.0/$102.5 億，以及每股盈餘預估至 US$2.88/3.33，維持「增加持股」評等，與目標價 95 元。

投資風險

DSP 競爭加劇、ASIC 業者低價競爭、ASIC 開發時程不如預期。

主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26E	Jan-27E
營業收入 (US$百萬)	5,920	5,508	5,767	9,102	10,269
營業毛利 (US$百萬)	3,817	3,371	3,521	5,293	6,011
營業利益 (US$百萬)	3,492	2,996	3,022	4,315	4,864
稅後淨利 (US$百萬)	1,822	1,310	1,377	2,538	2,932
每股盈餘 (US$)	2.12	1.51	1.57	2.88	3.33
每股現金股利 (US$)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
營收成長率 (%)	32.7	(7.0)	4.7	57.8	12.8
每股盈餘增長率 (%)	34.1	(28.7)	4.1	83.5	15.5
毛利率 (%)	64.5	61.2	61.0	58.2	58.5
營業利益率 (%)	59.0	54.4	52.4	47.4	47.4
EBITDA Margin (%)	59.0	54.4	52.4	47.4	47.4
淨負債比 (%)	33.7	32.2	36.5	22.3	5.6
股東權益報酬率 (%)	11.7	8.8	10.3	17.2	17.2

資料來源：公司資料；彭博；凱基

圖 1：1Q26 財報與 2Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	1Q26							2Q26F						
百萬美元	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	1,895	1,894	0.1	4.3	63.3	1,876	1.0	1,999	1,856	7.7	5.4	57.0	2,000	(0.1)
毛利	1,134	1,136	(0.2)	3.8	56.6	1,126	0.7	1,191	1,110	7.3	5.1	51.3	1,192	(0.1)
營業利益	647	634	2.0	5.7	139.6	638	1.5	698	607	14.9	7.8	110.3	680	2.6
稅後淨利	540	529	2.1	1.6	161.2	539	0.2	593	503	18.0	9.8	122.8	584	1.6
每股盈餘 (美元)	0.61	0.60	2.1	1.6	155.7	0.61	0.6	0.67	0.57	17.4	9.8	124.7	0.67	0.6
毛利率 (%)	59.8	60.0	(0.2)ppts	(0.3)ppts	(2.6)ppts	60.0	(0.2)ppts	59.6	59.8	(0.3)ppts	(0.2)ppts	(2.3)ppts	59.6	0.0 ppts
營利率 (%)	34.2	33.5	0.7 ppts	0.4 ppts	10.9 ppts	34.0	0.1 ppts	34.9	32.7	2.2 ppts	0.7 ppts	8.8 ppts	34.0	0.9 ppts
淨利率 (%)	28.5	27.9	0.6 ppts	(0.7)ppts	10.7 ppts	28.7	(0.2)ppts	29.7	27.1	2.6 ppts	1.2 ppts	8.8 ppts	29.2	0.5 ppts

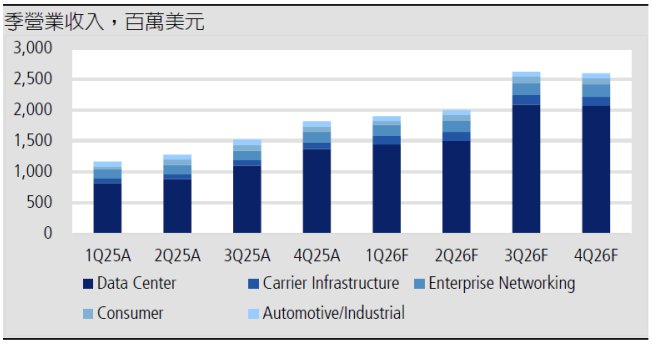
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2：2026-27 年財測修正與市場共識

Non-GAAP	2026F						2027F					
百萬美元	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	9,102	8,298	9.7	57.8	8,247	10.4	10,269	9,235	11.2	12.8	9,764	5.2
毛利	5,293	4,984	6.2	50.3	4,936	7.2	6,011	5,587	7.6	13.6	5,815	3.4
營業利益	2,996	2,891	3.6	79.9	2,874	4.2	3,544	3,368	5.2	18.3	3,519	0.7
稅後淨利	2,538	2,465	3.0	84.3	2,450	3.6	2,932	2,798	4.8	15.5	3,095	(5.3)
每股盈餘 (美元)	2.88	2.80	3.0	83.7	2.82	2.3	3.33	3.18	4.8	15.5	3.58	(6.9)
毛利率 (%)	58.2	60.1	(2.0)ppts	(2.9)ppts	59.9	(1.7)ppts	58.5	60.5	(2.0)ppts	0.4 ppts	59.6	(1.0)ppts
營利率 (%)	32.9	34.8	(2.0)ppts	4.0 ppts	34.8	(1.9)ppts	34.5	36.5	(2.0)ppts	1.6 ppts	36.0	(1.5)ppts
淨利率 (%)	27.9	29.7	(1.9)ppts	4.0 ppts	29.7	(1.8)ppts	28.6	30.3	(1.8)ppts	0.7 ppts	31.7	(3.1)ppts

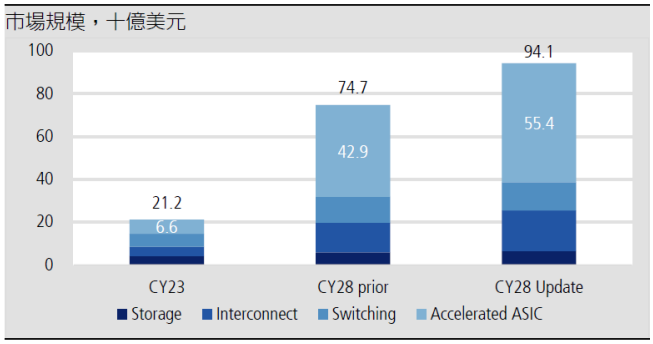
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 3：營收(按終端應用)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：資料中心與各業務拆分 TAM



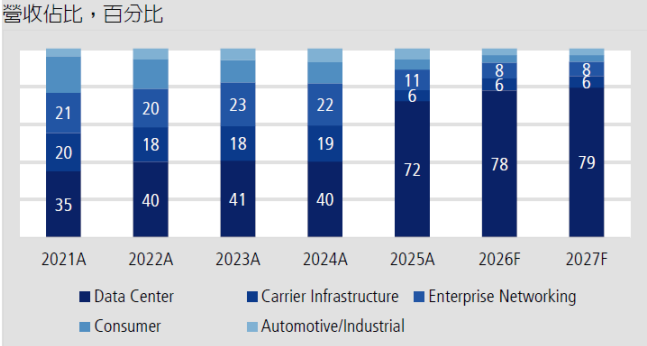
資料來源：彭博；凱基

圖 5: 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。

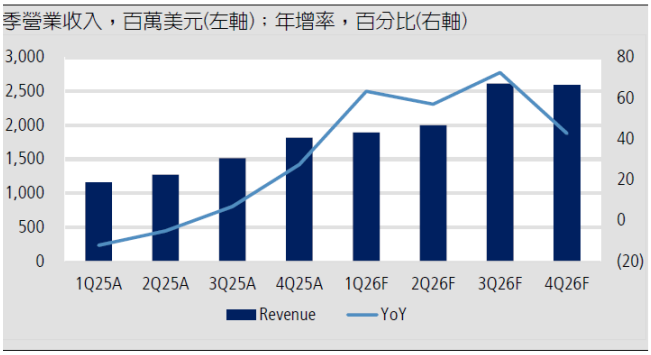
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 各類產品營收佔比



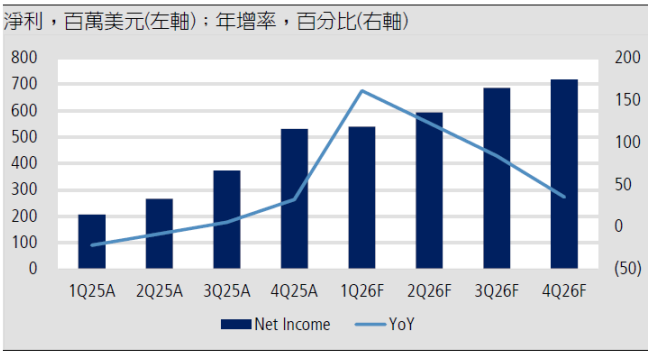
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 季營收與年增率



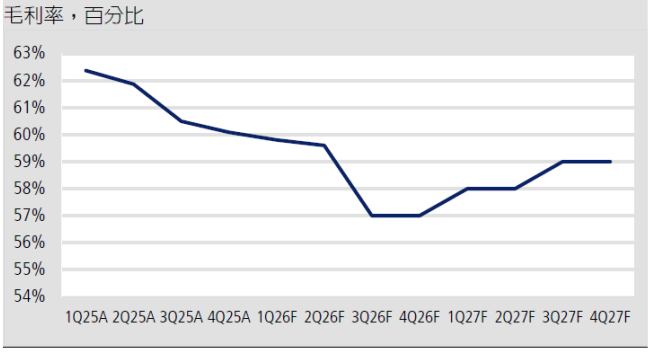
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 淨利與年增率



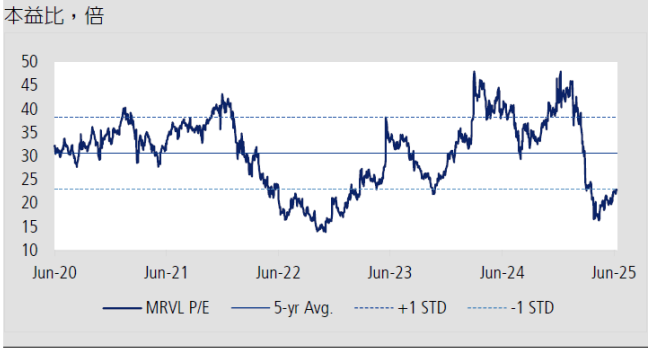
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率



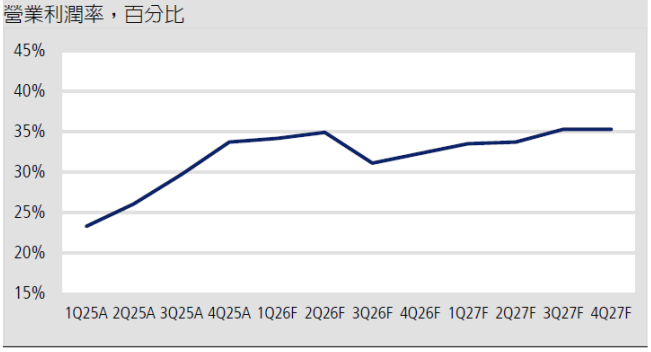
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 未來 12 個月預估本益比



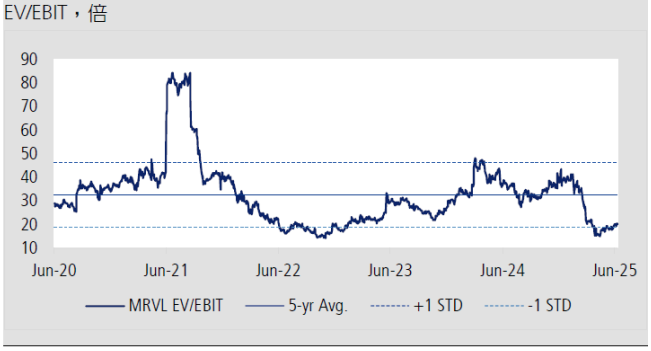
資料來源：彭博；凱基

圖 11: 營業利潤率



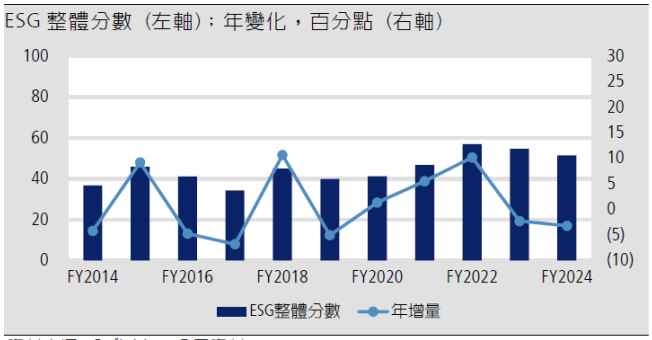
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估 EV/EBIT



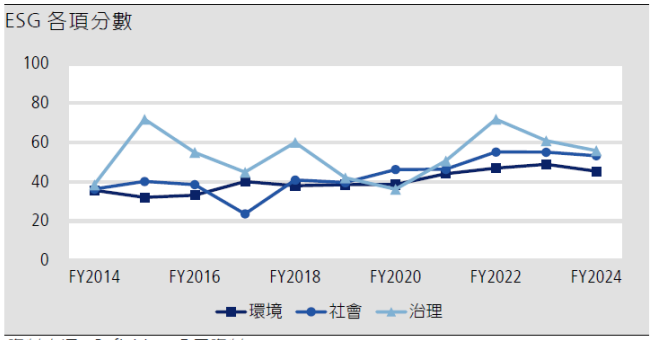
資料來源：公司資料；凱基

圖 13：ESG 整體分數



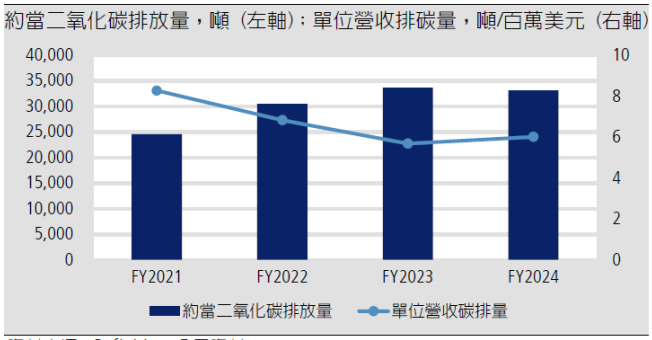
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：ESG 各項分數



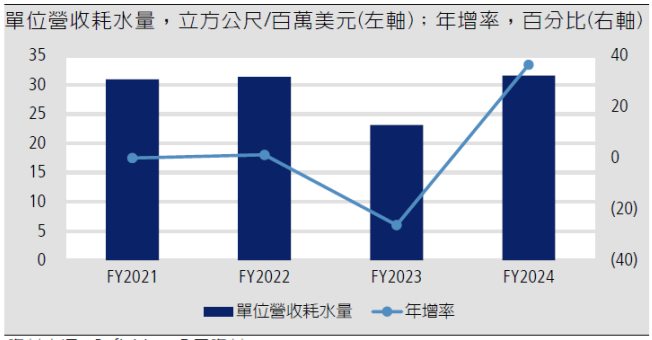
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：碳排量



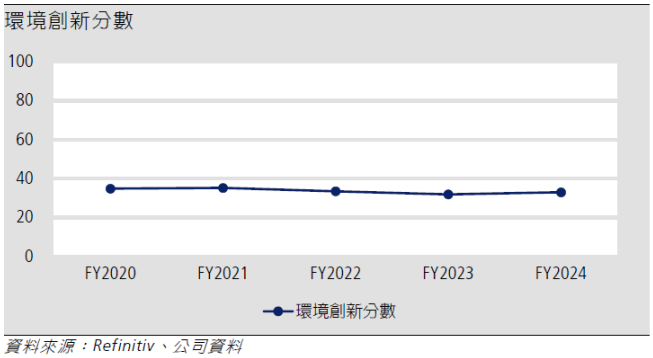
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：耗水量



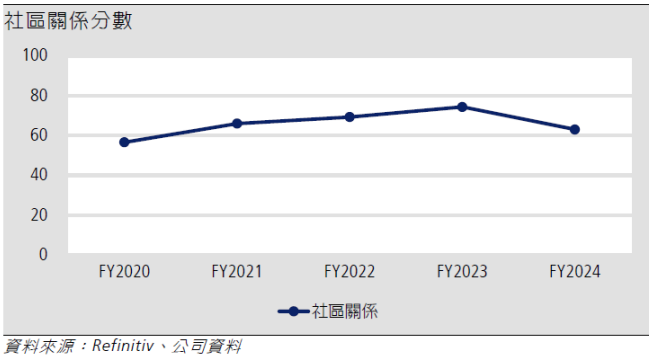
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17: 環境創新



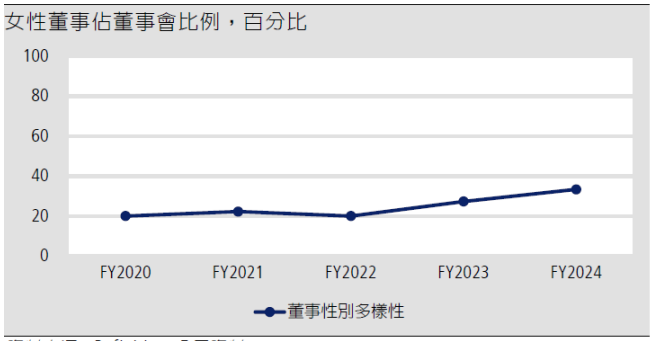
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18: 社區關係



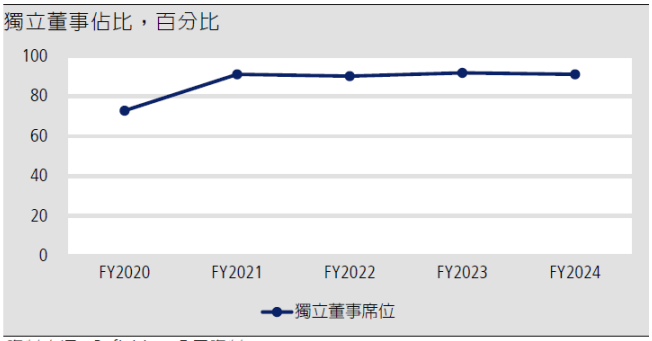
資料來源：Refinitiv、公司資料

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

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。