

Marvell Technology (MRVL.O/MRVL US)

oDSP 需求強勁，ASIC 接續成長

增加持股 · 維持

收盤價 May 27 (US\$)	198.7
3 個月目標價 (US\$)	210.3
12 個月目標價 (US\$)	245.0
前次目標價 (US\$)	110.0
調升 (%)	122.7
上漲空間 (%)	23.3

焦點內容

1. 1Q27 營運與展望略優於市場預期
2. 管理層再次上調 2027-28 財年指引
3. ASIC 業務營收貢獻將大幅躍升

交易資料表

市值 (US\$bn):	178.3
流通在外股數 (百萬股):	897
機構持有比例 (%):	87.9
3M 平均成交量 (百萬股):	26.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	58.6-218.3
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	143.2 122.3 207.6
相對表現 (%)	133.9 112.5 179.9

市場綜合評等

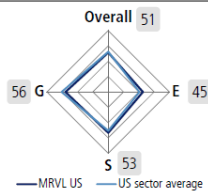
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	110	188	300
潛在報酬 (%)	(44.6)	(5.5)	51.0

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Marvell 公告財年 1Q27 營運表現與展望，均優於市場預期。

評論及分析

1Q27 營運與展望略優於市場預期。 1Q27 營收 US\$24.2 億元，季增 9.0%，略優於市場共識的 US\$24.1 億元，其中資料中心應用季增 11% 達 US\$18.3 億，通訊產品則季增 3% 達 US\$5.85 億。毛利率 58.9%，營利率 35.0%，每股盈餘 US\$0.8 元，均與市場預期相近。展望 2Q27，受惠於互聯業務成長，預期營收將逐季成長雙位數，營收預估 US\$27 億，季增 11.7%，每股盈餘 US\$0.94，優於市場共識的 US\$26.1 億與 US\$0.90 元。

管理層再次上調 2027-28 財年指引。 管理層再次上調 2027-28 年總營收自 US\$110/\$150 億至 US\$115/\$165 億，並表示 2027 財年將逐季以雙位數成長。其中，資料中心營收年增速自 30%/50% 上調至 50%/55%，oDSP 業務則今年則預估成長自 50% 至 70%，客製化業務年增長(集中在 2H27-2028)20%/100%，並預估 2029 財年 ASIC 業務營收將貢獻超過 US\$100 億，主要受惠於 1-Tier CSP 業者的新訂單貢獻。

ASIC 業務營收貢獻將大幅躍升。 我們認為 oDSP 產品自 800G 往 1.6T 迭代，產品單價將上升約 25%，推動互聯業務 2027-29 年年成長 51%/62%/77%。同時，我們預期 ASIC 業務在 2027-29 年營收貢獻約 US\$20/\$42/\$110 億，其中 Google 將成為公司的第一大客戶。儘管市場擔憂 AWS Trainium 系列的市占率流失問題，但考量 NVIDIA 與 Amazon 均入股公司，我們預期公司在 UALink、NVLink 以及 CPO 等相關產品仍可保有一定市佔率。

投資建議

我們上調 2027-29 財年每股盈餘預估至 US\$4.0/\$6.2/\$10.0，維持「增加持股」評等，並將目標價上調至 245 元，以 2028-29 財年平均每股盈餘與 30 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-24A	Jan-25A	Jan-26A	Jan-27E	Jan-28E	Jan-29E
營業收入 (US\$百萬)	5,508	5,767	8,195	11,499	17,398	28,848
營業毛利 (US\$百萬)	3,371	3,521	4,872	6,854	10,241	16,289
營業利益 (US\$百萬)	1,599	1,665	2,891	4,322	6,936	11,299
稅後淨利 (US\$百萬)	1,310	1,377	2,466	3,658	5,864	9,518
每股盈餘 (US\$)	1.51	1.57	2.85	4.01	6.22	10.00
每股現金股利 (US\$)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
營收成長率 (%)	(7.0)	4.7	42.1	40.3	51.3	65.8
每股盈餘增長率 (%)	(28.7)	4.1	81.0	41.0	55.1	60.7
毛利率 (%)	61.2	61.0	59.5	59.6	58.9	56.5
營業利益率 (%)	29.0	28.9	35.3	37.6	39.9	39.2
EBITDA Margin (%)	54.4	52.4	51.0	48.7	47.2	43.6
淨負債比 (%)	32.2	36.5	27.6	4.1	(10.6)	(29.9)
股東權益報酬率 (%)	8.8	10.3	17.2	18.2	23.6	28.5

資料來源：公司資料；彭博；凱基

圖 1：1Q27 財報與 2Q27 預估修正暨市場共識比較

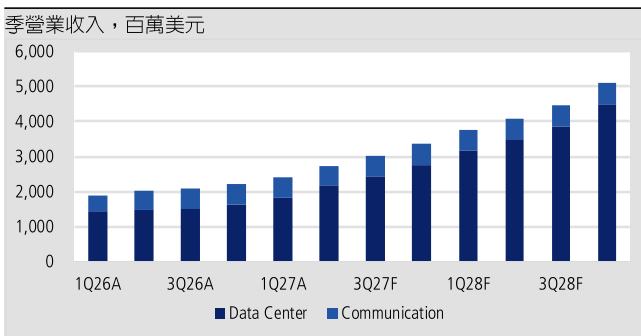
Non-GAAP 百萬美元	1Q27							2Q27F						
	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	2,418	2,403	0.6	9.0	27.6	2,409	0.4	2,700	2,541	6.3	11.7	34.6	2,606	3.6
毛利	1,424	1,412	0.9	8.8	25.6	1,417	0.5	1,618	1,487	8.8	13.6	35.8	1,519	6.5
營業利益	847	842	0.6	7.0	30.8	841	0.7	1,018	910	12.0	20.3	45.7	916	11.2
稅後淨利	718	709	1.3	4.8	33.0	706	1.7	856	766	11.7	19.2	46.2	800	6.9
每股盈餘 (美元)	0.80	0.80	0.1	0.4	30.3	0.80	0.7	0.94	0.87	7.8	16.4	39.0	0.90	4.0
毛利率 (%)	58.9	58.8	0.1 ppts	(0.1)ppts	(0.9)ppts	58.8	0.1 ppts	59.9	58.5	1.5 ppts	1.0 ppts	0.5 ppts	58.3	1.6 ppts
營業率 (%)	35.0	35.1	(0.0)ppts	(0.7)ppts	0.9 ppts	34.9	0.1 ppts	37.7	35.8	2.0 ppts	2.7 ppts	2.9 ppts	35.1	2.6 ppts
淨利率 (%)	29.7	29.5	0.2 ppts	(1.2)ppts	1.2 ppts	29.3	0.4 ppts	31.7	30.2	1.6 ppts	2.0 ppts	2.5 ppts	30.7	1.0 ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

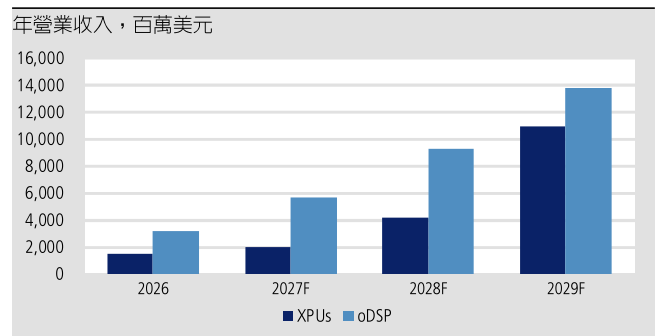
圖 2：2027-28 年財測修正與市場共識

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	11,499	10,681	7.7	40.3	10,951	5.0	17,398	15,071	15.4	51.3	15,250	14.1
毛利	6,854	6,234	9.9	40.7	6,400	7.1	10,241	8,492	20.6	49.4	8,697	17.8
營業利益	4,322	3,840	12.5	49.5	3,931	10.0	6,936	5,460	27.0	60.5	5,562	24.7
稅後淨利	3,658	3,242	12.8	48.4	3,384	8.1	5,864	4,609	27.2	60.3	4,843	21.1
每股盈餘 (美元)	4.00	3.67	9.1	40.6	3.85	4.1	6.22	5.22	19.2	55.3	5.5	12.8
毛利率 (%)	59.6	58.4	1.3 ppts	0.2 ppts	58.4	1.2 ppts	58.9	56.3	2.6 ppts	(0.7)ppts	57.0	1.8 ppts
營業率 (%)	37.6	36.0	1.7 ppts	2.3 ppts	35.9	1.7 ppts	39.9	36.2	3.7 ppts	2.3 ppts	36.5	3.4 ppts
淨利率 (%)	31.8	30.4	1.5 ppts	1.7 ppts	30.9	0.9 ppts	33.7	30.6	3.2 ppts	1.9 ppts	31.8	1.9 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

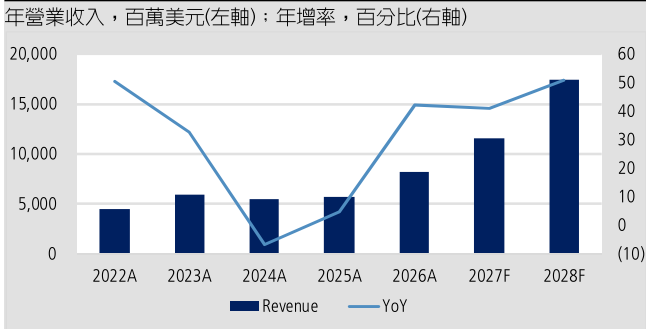
圖 4：oDSP 與 ASIC 業務均大幅成長


資料來源：公司資料；凱基

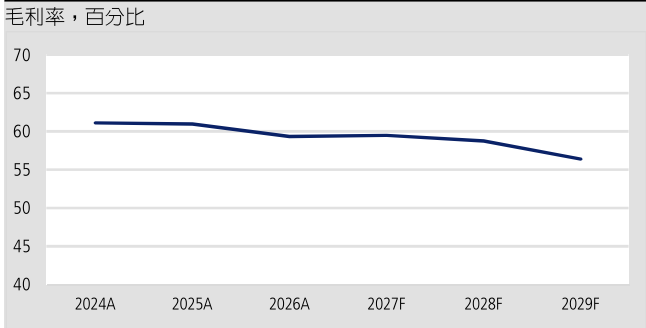
圖 5: 公司概況

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。

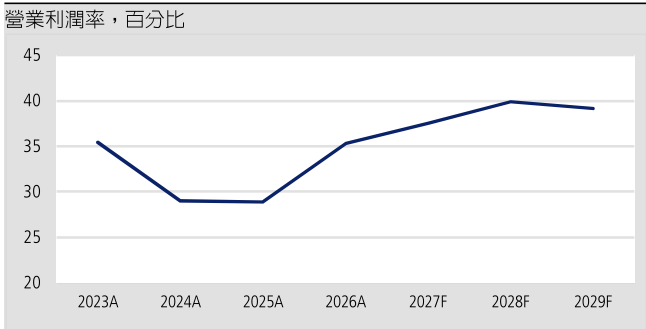
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: 年營收與年增率


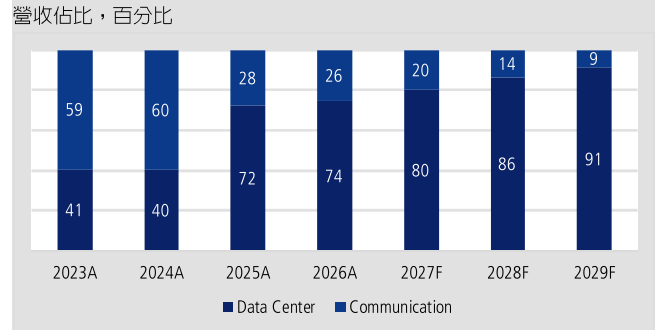
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率


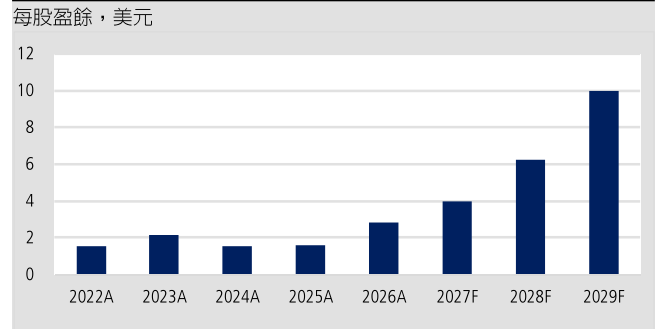
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 營業利潤率


資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 各類產品營收佔比


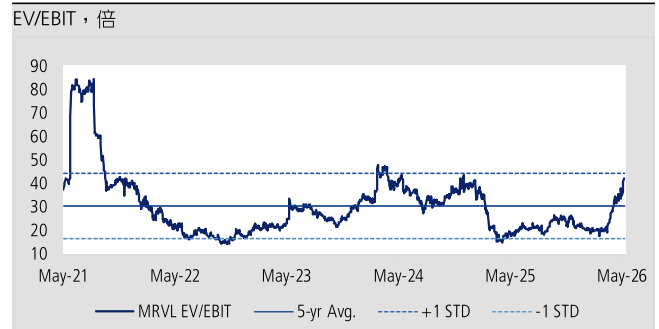
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈餘


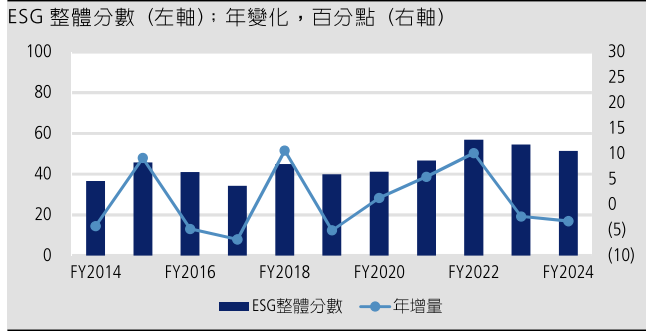
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 未來 12 個月預估本益比

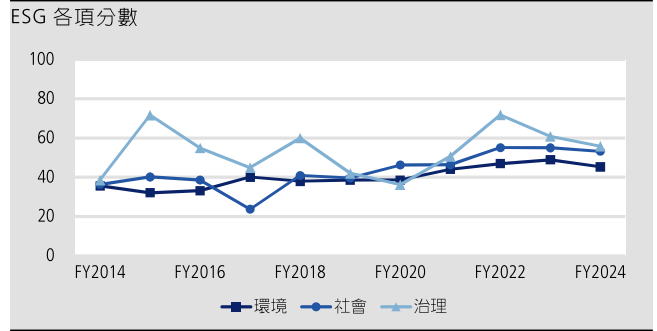

資料來源：彭博；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估 EV/EBIT


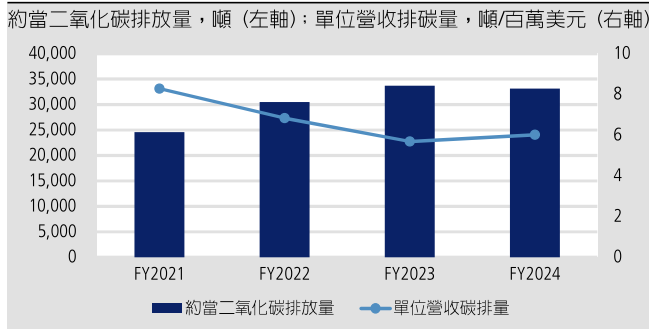
資料來源：彭博；凱基

圖 13：ESG 整體分數


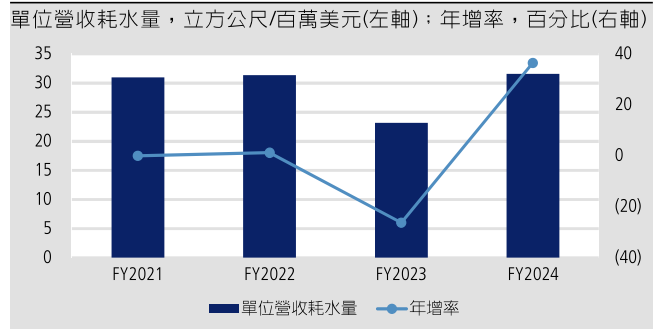
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：ESG 各項分數


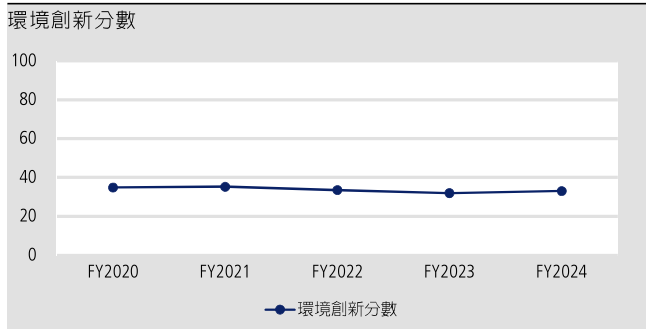
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：碳排量


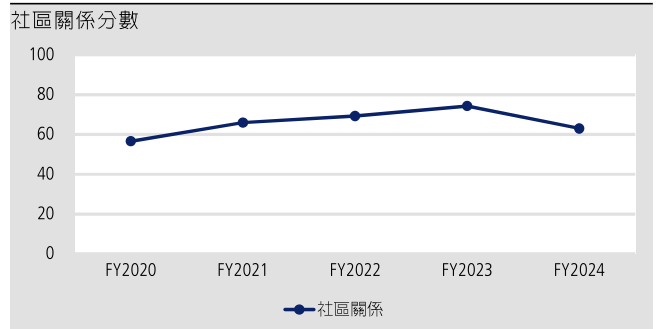
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：耗水量


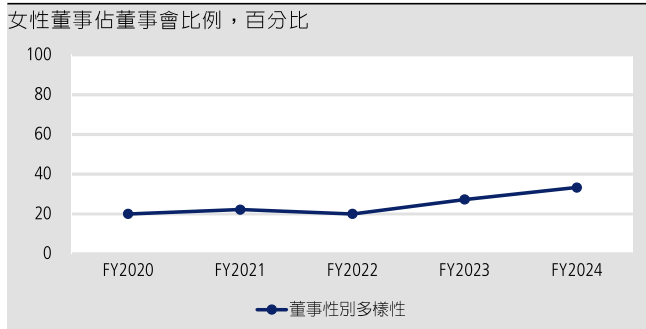
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：環境創新


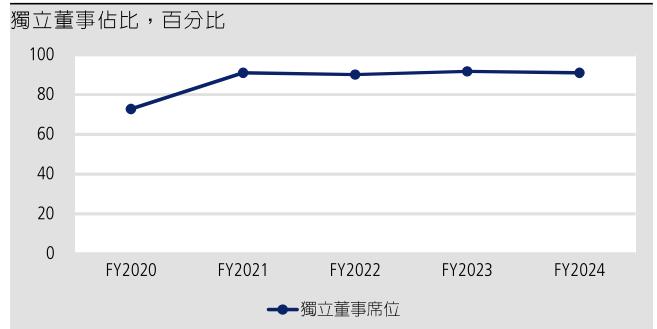
資料來源：Refinitiv、公司資料

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

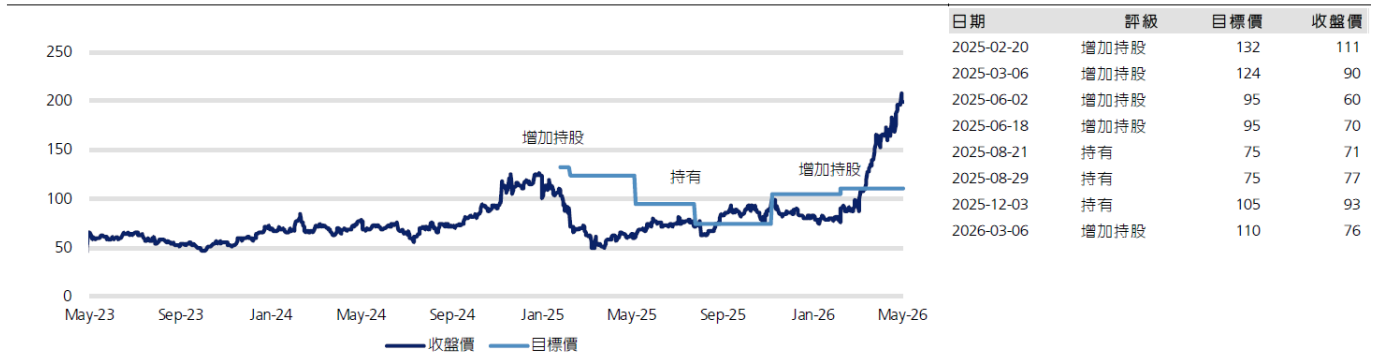
圖 20：獨立董事


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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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


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。