

# Marvell Technology (MRVL.O/MRVL US)

## ASIC 業務持續蓬勃發展，非 AI 業務溫和復甦

### 增加持股 · 首次評等

收盤價 February 19 (US\$)	111.04
3 個月目標價 (US\$)	116.28
12 個月目標價 (US\$)	132.00
前次目標價 (US\$)	N.A.
維持 / 調升 / 調降 (%)	N.A.
上漲空間 (%)	18.9

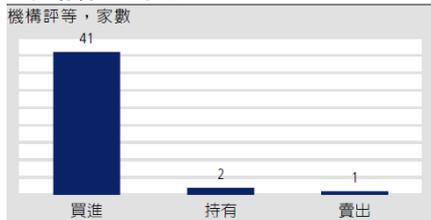
### 焦點內容

1. ASIC 業務為未來主要成長動能。
2. DSP 業務受惠於規格升級，並持續發展 CPO 技術。
3. 非 AI 領域的復甦優於預期。

### 交易資料表

市值 (US\$bn):	96.1		
流通在外股數 (百萬股):	865		
機構持有比例 (%):	98.5		
3M 平均成交量 (百萬股):	14.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	53.2-127.5		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	24.3	56.3	67.5
相對表現 (%)	20.5	46.5	44.0

### 市場綜合評等



<b>12M 機構目標價</b>	<b>最低</b>	<b>平均</b>	<b>最高</b>
目標價 (美元)	87.0	129.6	188.0
潛在報酬 (%)	(34.1)	(1.8)	42.4

資料來源: Bloomberg

### 股價圖



### 重要訊息

我們首評邁威爾科技(美)為「增加持股」評等，公司提供資料中心、運營商、企業、汽車和消費等終端市場 ASIC 和乙太網商用晶片。

### 評論及分析

**ASIC 業務為未來主要成長動能。**公司預估 2023-28 年 ASIC 市場規模將自 US\$66 億成長自 US\$430 億(2023-28 CAGR 45%)。我們預估公司 2025-26 年 ASIC 貢獻 US\$25/33 億營收(約佔整體營收 31%/35%)，其中 2025 年主要由 AWS Trainium 2 貢獻，儘管 2026 年 Trainium 3 訂單流失，由 AWS Annapurna 負責前段；世芯 -KY(3661 TT, NT\$3,305, 增加持股)負責後段，但我們認為 Google Axion CPU 以及 Microsoft Maia 200 等 ASIC，受惠於前後段設計，在價格與需求上都將優於 Trainium 2，提供成長動能。

**DSP 業務受惠於規格升級，並持續發展 CPO 技術。**在高階資料訊號處理器(Data Signal Processor, DSP)與 Broadcom(美)為主要領導者，兩者市占率將近 90%，隨著網通晶片逐步從 200G/400G 過渡到 800G，公司有望受惠於產品升級而提高獲利，儘管市場傳言 CPO、LPO 等技術將取代 DSP，但我們認為 CPO 要到 2028-29 年才有望成為 1.6T 的可替代方案，且 Marvell 也已儲備 CPO 相關技術，並已於 2025 CES 展上發表。

**非 AI 領域的復甦優於預期。**我們預估 2025 年非 AI 營收占比約 51%，在前次 3Q24 法說會上，管理層表示 2H24 非 AI 業務如運營商基礎設施和企業網絡業務，已優於預期的逐步復甦，預期將隨終端需求回溫以及庫存正常化，2025 年回復成長；在汽車及工控領域則預估需求將在 2Q25 落底並逐步回升，但對整體營收的貢獻度仍舊較低。

### 投資建議

我們首評 Marvell，給予「增加持股」評等和目標價 132 美元，基於 2026 年 EPS \$3.30，以及近一年 30-50 倍 P/E 的中間值 40 倍。

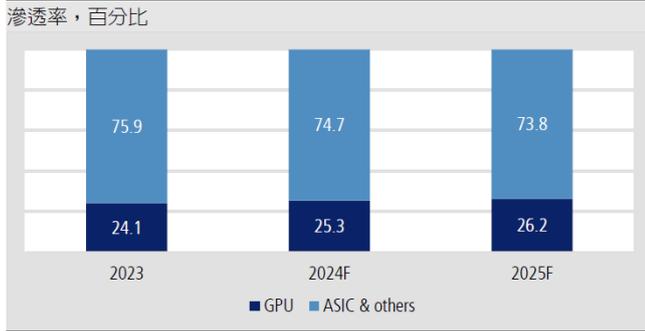
### 投資風險

ASIC 業者低價競爭、ASIC 開發時程不如預期、非 AI 業務市佔率流失。

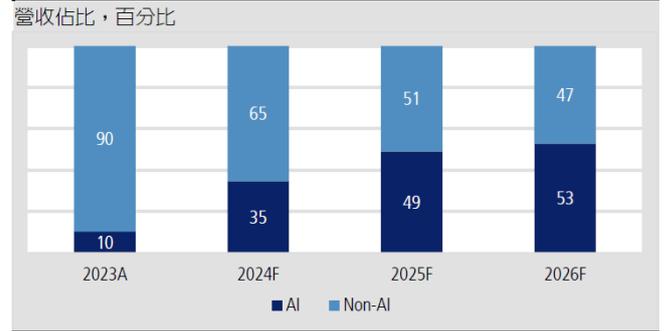
### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
營業收入 (US\$百萬)	4,462	5,920	5,508	5,765	8,083	9,375
營業毛利 (US\$百萬)	2,898	3,817	3,371	3,518	4,871	5,802
營業利益 (US\$百萬)	1,465	2,099	1,599	1,658	2,682	3,426
稅後淨利 (US\$百萬)	2,711	3,492	2,996	3,031	4,048	4,792
每股盈餘 (US\$)	1,279	1,822	1,310	1,359	2,225	2,885
每股現金股利 (US\$)	1.58	2.12	1.51	1.55	2.54	3.30
營收成長率 (%)	50.3	32.7	(7.0)	4.7	40.2	16.0
每股盈餘增長率 (%)	34.2	34.1	(28.7)	2.8	63.6	29.7
毛利率 (%)	64.9	64.5	61.2	61.0	60.3	61.9
營業利益率 (%)	32.8	35.5	29.0	28.8	33.2	36.5
EBITDA Margin (%)	60.7	59.0	54.4	52.6	50.1	51.1
淨負債比 (%)	32.4	33.7	32.2	43.0	23.8	7.3
股東權益報酬率 (%)	8.1	11.7	8.8	11.8	15.3	15.4

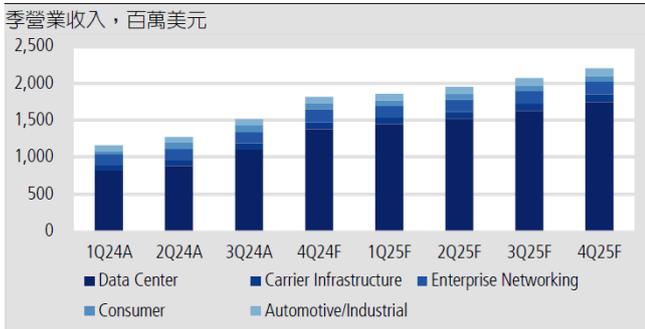
資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

**圖 1: AI 需求將帶動 ASIC 滲透率提升**


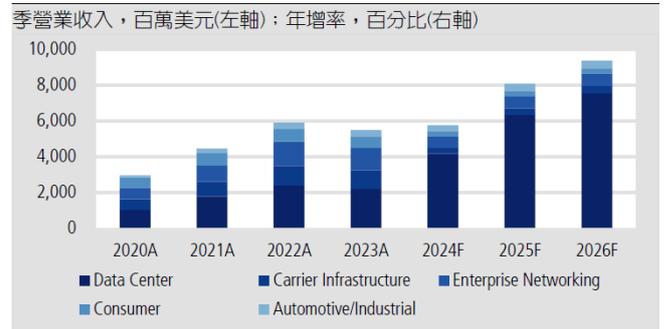
資料來源: 凱基預估

**圖 2: AI 與非 AI 營收占比**


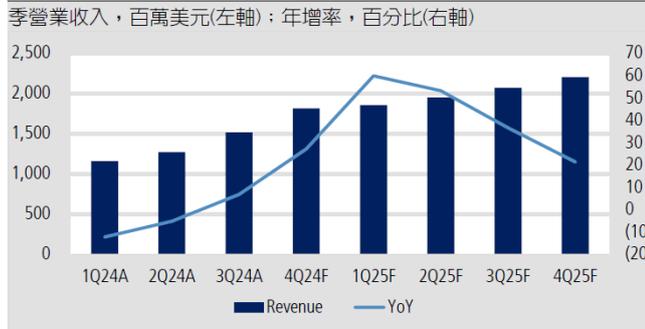
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 3: 季營收(按應用)**


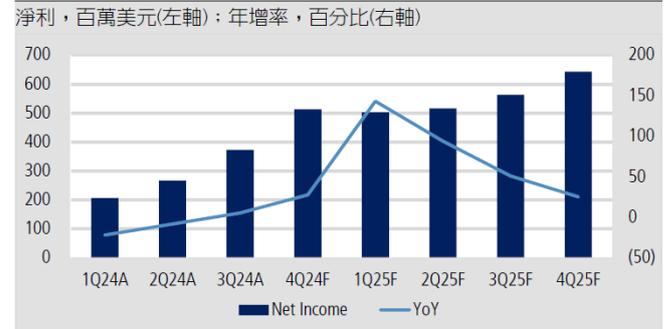
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 4: 年營收(按應用)**


資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 5: 季營收與年增率**


資料來源: 公司資料; 凱基

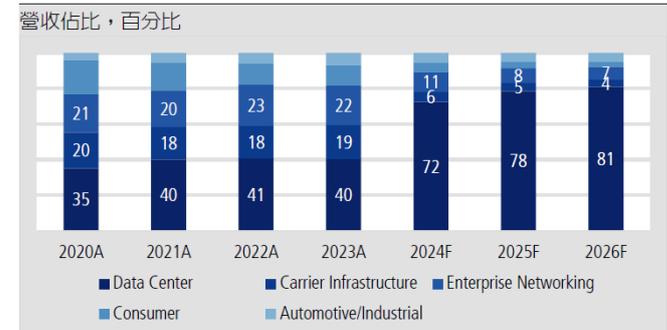
**圖 6: 淨利與年增率**


資料來源: 彭博; 凱基

**圖 7: 公司概況**

創立於 1995 年, Marvell 為是美國網通晶片 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 (pre-amplifier)、安全等。

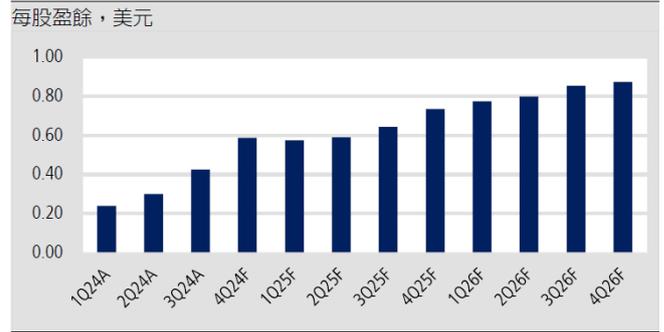
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 8: 各類產品營收佔比**


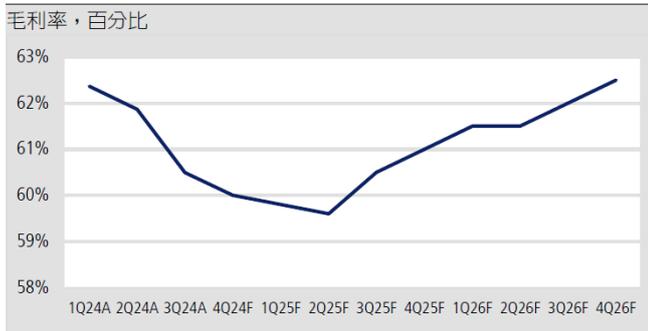
資料來源: 公司資料; 凱基

**圖 9: 季營收**

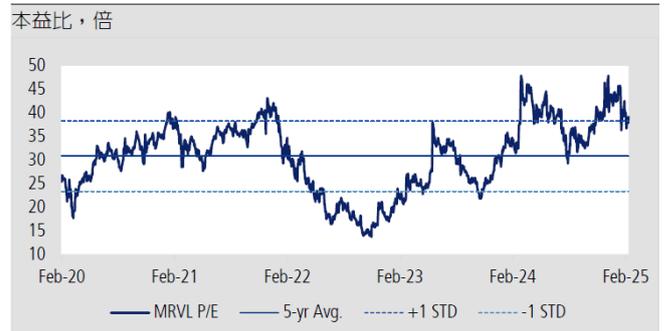

資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘**


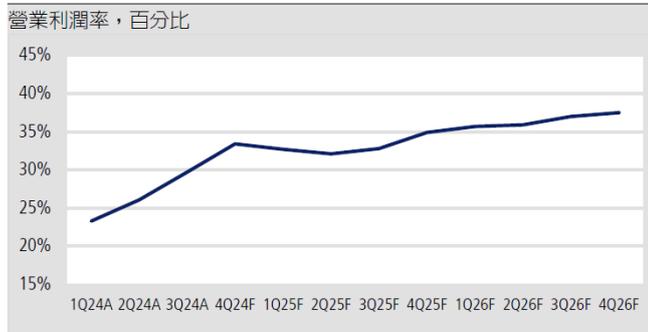
資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**


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 13: 營業利潤率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT**


資料來源：公司資料；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。