

# Marvell Technology (MRVL.O/MRVL US)

## 市場反應不明確的 AI 營收指引

### 增加持股 · 維持

收盤價 March 5 (US\$)	90.14
3 個月目標價 (US\$)	98.61
12 個月目標價 (US\$)	124.00
前次目標價 (US\$)	132.00
調降 (%)	-6.06
上漲空間 (%)	37.56

### 焦點內容

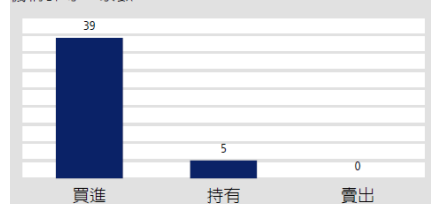
- 4Q25 財報與 1Q26 展望與市場預期一致。
- 資料中心營收預期將逐季成長。
- ASIC 雜音頻傳，估值回歸基本面。

### 交易資料表

市值 (US\$bn):	78.0		
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):	15.2		
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 (%)	(20.6)	36.2	10.8
相對表現 (%)	(16.5)	28.1	(3.7)

### 市場綜合評等

機構評等，家數



<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)	90	123	188
潛在報酬 (%)	(0.2)	36.9	108.6

資料來源：Bloomberg

### 股價圖



資料來源：凱基

### 重要訊息

Marvell 發布財年 4Q25 財報與 1Q26 展望，雖符合市場預期，但盤後股價下跌 14.8%，市場評價回歸基本面。

### 評論及分析

**4Q25 財報與 1Q26 展望與市場預期一致。** 4Q25 營收 US\$18.17 億元、毛利率 60.1%、每股盈餘 US\$0.6 元，均與市場預估數相近。展望 1Q26，公司預估營收中值 US\$18.75 億元、毛利率 60%、每股盈餘中值約 US\$0.61，與市場預估營收 US\$18.71 億元、毛利率 60%、每股盈餘 US\$0.60 相近。

**資料中心營收預期將逐季成長。** 得益於 ASIC 放量與 DSP 需求強勁，4Q25 資料中心業務營收 US\$13.65 億元，季增 24%，年增 78%，符合公司指引的季增 20-25% 上緣，且營收占比達 75%。儘管 1Q26 受季節性因素，非 AI 將季減中高個位數，但 ASIC 放量與光電產品交貨有望彌補損失，使得整體 1Q26 營收季增 10-19% 並逐季成長。

**ASIC 雜音頻傳，估值回歸基本面。** 公司重申 AWS 將持續貢獻 2025-26 年 ASIC 業務成長，根據供應鏈調查，2H25 Maia 200 及 Trainium 2 改款將 tape-out，並在 2026 年量產提供 ASIC 成長的有力支持。盤後股價下跌 14.8%，主要在於公司給出保守的 2026 年 AI 營收展望 US\$25 億，低於市場預期的 US\$35 億，儘管如此考量去年公司指引與實際值 US\$15/19 億(+26%)，我們仍看好公司在 ASIC 市場成長並提高市占率的故事，當前估值約當於財年 2027 每股盈餘的 29 倍，略低於五年歷史平均本益比 30 倍。

### 投資建議

我們調整財年 2026-27 營收與每股盈餘預估至 US\$80.7/91.6 億及 US\$2.55/3.10，主要反映 ASIC 比重增加降低平均毛利率。我們維持「增加持股」評等但下調目標價至 124 元，基於財年 2027 年每股盈餘之 40 倍。

### 投資風險

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

	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 1：4Q25 財報與 1Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬美元	4Q25							1Q26F						
	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	1,817	1,816	0.1	19.9	27.4	1,801	0.9	1,894	1,856	2.0	4.2	63.1	1,871	1.2
毛利	1,092	1,089	0.2	19.1	19.9	1,080	1.1	1,136	1,110	2.3	4.0	56.9	1,122	1.3
營業利益	613	606	1.0	36.1	26.9	603	1.7	634	607	4.5	3.5	134.8	624	1.7
稅後淨利	531	513	3.5	42.5	32.3	516	2.9	529	503	5.2	(0.5)	155.9	517	2.4
每股盈餘(美元)	0.60	0.59	3.0	41.8	31.3	0.59	2.4	0.60	0.57	4.7	(0.5)	150.4	0.60	0.2
毛利率 (%)	60.1	60.0	0.1 ppts	(0.4)ppts	(3.8)ppts	60.0	0.1 ppts	60.0	59.8	0.3 ppts	(0.1)ppts	(2.4)ppts	59.9	0.1 ppts
營利率 (%)	33.7	33.4	0.3 ppts	4.0 ppts	(0.1)ppts	33.5	0.3 ppts	33.5	32.7	0.9 ppts	(0.2)ppts	10.2 ppts	33.3	0.2 ppts
淨利率 (%)	29.2	28.3	1.0 ppts	4.6 ppts	1.1 ppts	28.7	0.6 ppts	27.9	27.1	0.9 ppts	(1.3)ppts	10.1 ppts	27.6	0.3 ppts

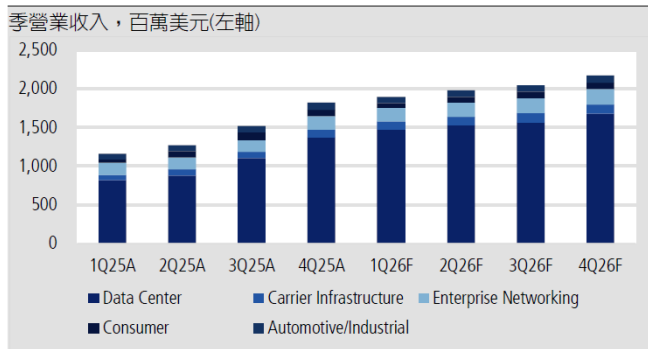
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2：2026-27 年財測修正與市場共識

Non-GAAP 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	8,067	8,083	(0.2)	39.9	8,124	(0.7)	9,159	9,375	(2.3)	13.5	9,899	(7.5)
毛利	4,849	4,871	(0.4)	37.7	4,885	(0.7)	5,541	5,802	(4.5)	14.3	5,968	(7.2)
營業利益	2,690	2,682	0.3	61.6	2,812	(4.3)	3,257	3,426	(4.9)	21.1	3,707	(12.1)
稅後淨利	2,240	2,225	0.7	62.7	2,429	(7.8)	2,731	2,885	(5.3)	21.9	3,183	(14.2)
每股盈餘(美元)	2.55	2.54	0.2	62.2	2.80	(9.1)	3.10	3.30	(5.8)	21.9	3.7	(16.1)
毛利率 (%)	60.1	60.3	(0.2)ppts	(0.9)ppts	60.1	(0.0)ppts	60.5	61.9	(1.4)ppts	0.4 ppts	60.3	0.2 ppts
營利率 (%)	33.3	33.2	0.2 ppts	4.5 ppts	34.6	(1.3)ppts	35.6	36.5	(1.0)ppts	2.2 ppts	37.4	(1.9)ppts
淨利率 (%)	27.8	27.5	0.3 ppts	3.9 ppts	29.9	(2.1)ppts	29.8	30.8	(1.0)ppts	2.1 ppts	32.2	(2.3)ppts

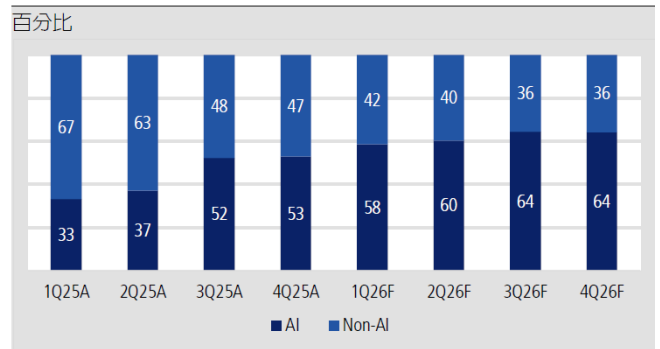
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 3：營收(按終端應用)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：資料中心業務中 AI 與非 AI 營收占比

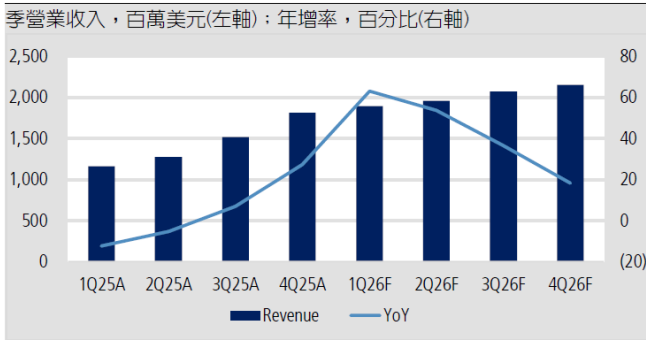


資料來源：彭博；凱基

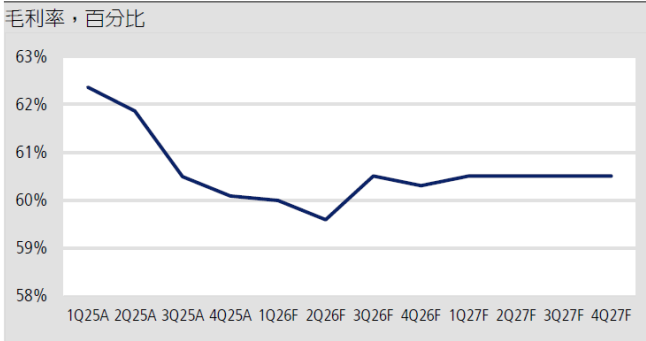
**圖 5: 公司概況**

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。

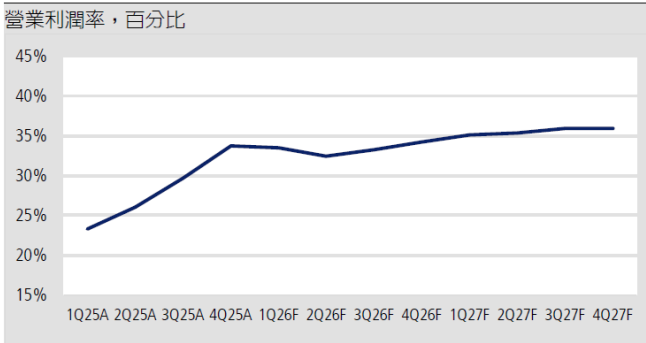
資料來源：公司資料；凱基

**圖 7: 季營收與年增率**


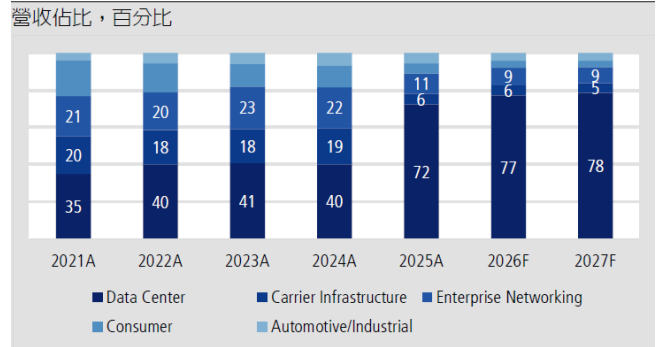
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 毛利率**


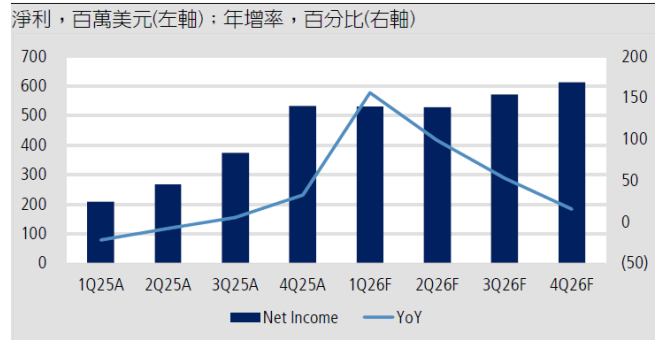
資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 營業利潤率**


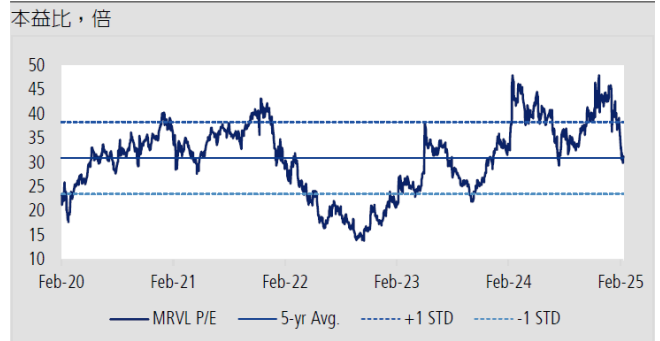
資料來源：公司資料；凱基

**圖 6: 各類產品營收佔比**


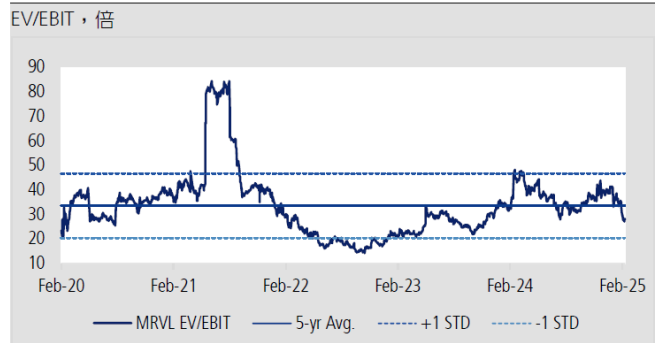
資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 淨利與年增率**


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 12: 未來 12 個月預估 EV/EBIT**


資料來源：公司資料；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](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有。