

半导体

Marvell 1Q25 业绩回顾：AI 热潮驱动相关收入持续增长

Marvell 公司 (MRVL US, NR) 公布了 2025 财年一季度业绩，收入为 11.6 亿美元（同比下降 12.2%，环比下降 18.6%），符合公司指引预期。非 GAAP 毛利率为 62.4%，较 2024 财年四季度有所下降。调整后每股收益为 0.24 美元（同比下降 22.6%，环比下降 47.8%）。

管理层预计二季度收入较一季度将增长 8%，并提到三季度和四季度销售额将在数据中心/AI 业务的推动下加速增长，预计非 GAAP 毛利率将达到 62% 左右。我们认为 Marvell 的最新业绩证明了 AI 需求依旧保持强劲，相关供应链的参与者将在未来持续受益。

■ 回顾一季度业绩，按主营业务划分，数据中心得益于 Cloud AI 应用的强劲需求，仍然是主要的收入驱动因素，并占公司总收入的 70%。具体来看，1) 一季度数据中心收入同比增长 87.3%，环比增长 6.7%，公司预计二季度将实现中个位数的增长。2) 企业和运营商业务在一季度同比下降 58.0% 和 75.2%，公司预计这两个业务部门将在今年上半年触底，并且二季度收入将持平。3) 尽管消费者业务同比下降 70.4%，但公司预计二季度收入将翻倍。4) 汽车和工业业务将继续进行库存调整，公司预计二季度收入将保持稳定。

■ 我们预计 Marvell 2025 财年的 AI 收入将超越此前公司预估的 15 亿美元（相比 2024 财年的 5.5 亿美元），意味着同比增速超过 170%。AI 收入仍然是市场关注的重点，公司认为每年的增量收入至少为 10 亿美元。Marvell 在分析师日的大会上展示了公司在 AI 领域面临的机遇，预计 2023 至 2028 年数据中心市场规模的复合年增长率为 29%。其中，定制化芯片市场规模的复合年增长率将达到 45%，并将从 2023 年的 70 亿美元增长到 2028 年的 400 亿美元以上。目前公司已获得四大云服务厂商中的三家的订单。

■ 另外，公司在光通讯业务方面表现出色。公司预计光电业务收入将占今年 15 亿美元 AI 收入的三分之二。增长驱动因素包括：1) 800G 产品的收入增长（来自 GPU 和 ASIC）；2) 传统云基础设施中数据中心网络的升级；以及 3) 来自新客户的互连解决方案的收入；4) 1.6T 新产品将于今年晚些时候发货，届时将对公司 2024 及 2025 年的收入作出贡献。

综上所述，我们认为海外科技公司的最新业绩展现了 AI 强劲发展的乐观前景，相信 AI 产业链将在未来持续受益。我们维持对中际旭创（300308 CH）的买入评级，同时看好天孚通信（300394 CH）、AMD（AMD US）、Broadcom（AVGO US）、Marvell（MRVL US）、Arista（ANET US）、SMCI（SMCI US）、SK Hynix（000660 KS）和 TSMC（TSM US）。

优于大市
(维持)

中国 半导体 行业

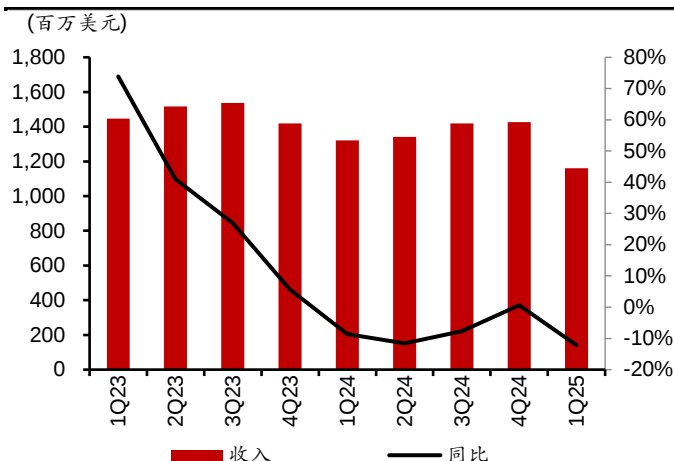
杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

过往报告：

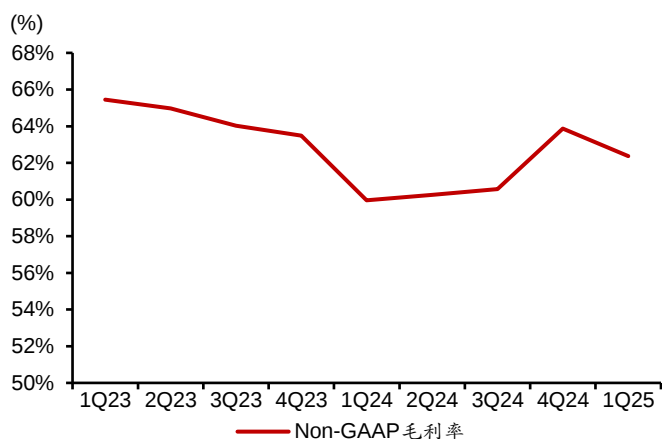
1. Nvidia: To keep growing for longer ([link](#))
2. Semi - Global SME investment set to accelerate on tech advancements, China localization; Initiate Naura w/ BUY ([link](#))
3. InnoLight (300308 CH) - 1Q24 results set stage for accelerated growth in 2024 - 24 Apr 2024 ([link](#))
4. Semi - Semi - Nvidia GTC 2024: A quick take - 20 Mar 2024 ([link](#))
5. Semi - Nvidia continues to impress - 22 Feb 2024 ([link](#))
6. Semi - Hyperscalers' FY23 results review - 7 Feb 2024 ([link](#))
7. Innolight (300308 CH) - True beneficiary in AI value chain - 26 Jan 2024 ([link](#))
8. Semi - Market outlook on optical transceivers - 26 Jan 2024 ([link](#))
9. Thematic investing and megatrends: AI sales exposure reality check, by the number - 12 Jan 2024 ([link](#))
10. CES 2024 wrap up - 10 Jan 2024 ([link](#))
11. Synopsys eyes on Ansys: a potential software giant in the making - 10 Jan 2024 ([link](#))
12. Domestic AI chip makers accelerating their push as Nvidia's alternatives - 14 Dec 2023 ([link](#))
13. AI supply chain will continue riding the tailwind as Nvidia confirmed growth of data center into 2025 - 23 Nov 2023 ([link](#))
14. Hyperscalers to deploy more custom AI chips to optimize & integrate AI infrastructure for maximized performance - 17 Nov 2023 ([link](#))
15. Will Humane's AI-powered screenless device become the successor to smartphones? - 14 Nov 2023 ([link](#))
16. Thematic investment & megatrend: CSP3 & Meta ramp up spending to stay at the AI front line - 10 Nov 2023 ([link](#))

图 1: Marvell 季度收入



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 2: Marvell 季度毛利率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 3: Marvell 季度收入拆分 (按主营业务划分)

百万美元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
数据中心	641	643	627	498	436	460	556	765	816
同比%	NA	48.4%	25.5%	-13.3%	-32.0%	-28.5%	-11.4%	53.8%	87.3%
环比%	11.6%	0.5%	-2.5%	-20.7%	-12.4%	5.5%	20.9%	37.7%	6.7%
%	44.3%	42.4%	40.8%	35.1%	33.0%	34.3%	39.2%	53.6%	70.3%
企业网络	287	340	376	366	365	328	271	265	153
同比%	NA	52.8%	52.1%	39.3%	27.2%	-3.7%	-27.9%	-27.7%	-58.0%
环比%	9.0%	18.7%	10.5%	-2.6%	-0.5%	-10.1%	-17.3%	-2.3%	-42.2%
%	19.8%	22.4%	24.5%	25.8%	27.6%	24.4%	19.1%	18.6%	13.2%
运营商基础设施	252	285	271	275	290	276	317	170	72
同比%	NA	45.0%	26.2%	14.3%	15.0%	-3.4%	16.6%	-38.3%	-75.2%
环比%	4.6%	13.2%	-4.8%	1.5%	5.3%	-5.0%	14.9%	-46.3%	-57.8%
%	17.4%	18.8%	17.7%	19.4%	21.9%	20.5%	22.3%	11.9%	6.2%
消费者	179	164	178	180	142	168	169	144	42
同比%	NA	-0.6%	-2.2%	-3.0%	-20.4%	2.0%	-5.4%	-20.0%	-70.4%
环比%	-3.7%	-7.9%	8.5%	0.8%	-21.0%	18.0%	0.6%	-14.7%	-70.8%
%	12.3%	10.8%	11.6%	12.7%	10.8%	12.5%	11.9%	10.1%	3.6%
汽车及工业	89	84	84	99	89	110	107	82	78
同比%	NA	45.6%	26.2%	25.0%	0.0%	31.8%	26.5%	-17.2%	-13.1%
环比%	12.3%	-6.4%	0.7%	18.1%	-10.2%	23.4%	-3.4%	-22.7%	-5.7%
%	6.2%	5.5%	5.5%	7.0%	6.8%	8.2%	7.5%	5.8%	6.7%
总收入	1,447	1,517	1,537	1,419	1,322	1,341	1,419	1,427	1,161
同比%	73.9%	41.0%	26.9%	5.6%	-8.7%	-11.6%	-7.7%	0.6%	-12.2%
环比%	7.7%	4.8%	1.3%	-7.7%	-6.8%	1.5%	5.8%	0.6%	-18.6%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

注: Marvell 财年截止于 1 月 31 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。