

美满电子 (MRVL US, 买入, 目标价: US\$122.00)

买入
持有
卖出
目标价: US\$122.00 当前股价: US\$92.00

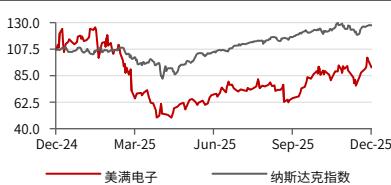
股价上行/下行空间	+33%
52周最高/最低价 (US\$)	127.48/47.09
市值 (US\$mn)	79,644
当前发行数量(百万股)	866
三个月平均日交易额 (US\$mn)	1,672
流通盘占比 (%)	100
主要股东 (%)	14
Fidelity	
Vanguard	7
Blackrock	4

按 2025 年 12 月 8 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	122.00	110.42	10%
2026E EPS (US\$)	2.42	2.61	-7%
2027E EPS (US\$)	3.95	3.49	13%
2028E EPS (US\$)	5.10	4.69	9%

股价表现


资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (US\$mn)	8,203 (-1%)	9,827 (+3%)
EPS (US\$)	2.79 (-13%)	3.60 (+10%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

美满电子 3QFY26 表现强劲, 看好 2027-28 财年业绩增长

- 公司指引 2026 财年第四季度收入中值达到 22 亿美元, 基本符合市场预期。
- 在 Celestial 加持下, 公司光通信业务增长确定性提高。
- 维持“买入”评级, 上调目标价至 122.00 美元。

根据美满电子在 2025 年 12 月 2 日的 2026 财年第三季度业绩会上, 公司 2026 财年三季度营收达 20.75 亿美元, 同比增长 37%。公司 2026 财年三季度净利润达 19.01 亿美元, 主要得益于公司把汽车以太网业务销售给英飞凌获得的 18 亿美元税前利润。公司指引 2026 财年第四季度收入中值达到 22 亿美元, 基本符合市场和我们预期。

我们认为在 Celestial 加持下, 公司光通信业务增长确定性提高。在光通信业务方面, 美满电子拥有业界最完整的 800G/1.6T PAM4 DSP、TIA/驱动器及 AEC 有源电缆产品组合, 并已开始出货 1.6T 相关产品。公司于 2025 年 12 月 2 日宣布收购 Celestial AI, 以进军下一代光子交换平台的研发。该平台采用高带宽、低延迟、低功耗的光学网络, 实现任意两点间直接通信, 从而取代传统的电子传输、处理与计算方式。公司认为 Celestial AI 的收购完成有望在 2028 财年后打开超 100 亿美元的互连市场空间。

我们认为丰富的定制计算业务项目储备为公司中长期发展奠定基础。根据 2026 财年第三季度业绩会, 截止 2025 年 10 月, 公司已获得超 18 个 XPU 及 XPU 附属的芯片设计订单。公司 CEO Matthew Murphy 指出 2027 财年定制业务收入同比增长至少达到 20%。公司认为数据中心交换业务增长来自于主力 12.8T 产品的持续需求及下一代 51.2T/100T 产品的上量。我们认为美满电子与头部客户 (如 AWS) 的合作已从产品供应延伸至联合技术开发等方面, 有望为公司带来长期订单并增强客户粘性。考虑到未来来自定制计算业务的收入, 我们分别上调公司 2027-28 财年净利润约 8.0-13.0%。我们现在预计公司 2026-28 财年的调整后净利润 CAGR 达到 45%。

维持“买入”评级, 上调目标价至 122.00 美元。我们目标价格对应 2027-28 财年平均 P/E 的 27.0 倍, 是美满电子过去五年的 24 个月远期市盈率的中位数。我们看好公司其凭借客户优势和技术优势持续获得 ASIC 订单的能力, 认为公司有望重新回归历史估值区间中端。风险提示: CSPs 进一步缩减 ASIC 投入, ASIC 行业竞争加剧, 客户流失, 研发费用远超预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 01 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (US\$mn)	5,508	5,767	8,159	10,101	11,849
每股收益 (US\$)	1.54	1.62	2.42	3.95	5.10
市盈率 (x)	34.5	49.0	38.0	23.3	18.0
市净率 (x)	3.1	5.0	5.1	4.7	4.2
股本回报率 (%)	(6.3)	(6.5)	16.1	10.3	13.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: FactSet, 华兴证券预测

研究团队
王国晗, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

风险提示

- CSPs 进一步缩减 ASIC 投入：**根据 The Information 在 2025 年 1 月 13 日的报道，英伟达在 2025 年 1 月上旬遭遇一系列下游客户砍单，反映出北美 CSPs 提升训练模型效率并减少中短期高端 GPU 需求的意愿。若 CSPs 进一步提升大模型训练效率，降低对于高端 GPU 和 ASIC 的短期需求，则 ASIC 行业和美满电子的 ASIC 业务收入会受到负面影响。
- ASIC 行业竞争加剧：**我们看到美满电子和世芯电子基于 AWS 的 Trainium 3 项目展开了激烈竞争。根据半导体产业纵横，两家公司的竞争焦点主要体现在：1) 后端设计服务能力；2) 是否能够为 AWS 的 Trainium 项目争取到更多 CoWoS 产能。另外博通、联发科及创意电子也是 ASIC 行业的激烈竞争者。如果更多 CSPs 基于后端服务能力和价格优势选择台湾 ASIC 供应商，则美满电子将面临项目流失风险。
- 客户流失风险：**当前美满电子的主要 ASIC 客户包括 AWS、英特尔和微软。若客户基于性价比和增值产品等原因选择其他 ASIC 供应商，则美满电子将面临客户流失的潜在风险。

附：财务报表

年结: 01月

利润表					现金流量表				
(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E	(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E
数据中心业务 (百万美元)	4,164	6,259	7,938	9,272	净利润	(885)	2,511	1,752	2,604
运营商和企业网络 (百万美元)	965	1,367	1,725	2,070	折旧摊销	314	444	550	645
其他业务 (百万美元)	639	533	438	506	利息 (收入) /支出	0	0	0	0
营业收入	5,767	8,159	10,101	11,849	其他非现金科目	0	0	0	0
营业成本	(3,385)	(3,963)	(4,393)	(4,767)	其他	0	0	0	0
毛利润	2,382	4,196	5,708	7,082	营运资本变动	64	(380)	(268)	(256)
管理及销售费用	(2,736)	(2,912)	(3,460)	(3,910)	经营活动产生的现金流量	(507)	2,575	2,033	2,992
息税前利润	(354)	1,242	2,248	3,172	资本支出	(237)	(260)	(278)	(258)
息税折旧及摊销前利润	(40)	1,686	2,798	3,817	收购及投资	0	0	0	0
利息收入	0	0	0	0	处置固定资产及投资	0	0	0	0
利息支出	(189)	(190)	(189)	(195)	其他	0	0	0	0
税前利润	(895)	2,943	2,061	2,861	投资活动产生的现金流量	(237)	(260)	(278)	(258)
所得税	10	(433)	(309)	(257)	股利支出	(354)	(502)	(350)	(521)
净利润	(885)	2,511	1,752	2,604	债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
调整后净利润	1,377	2,064	3,364	4,341	发行 (回购) 股份	0	0	0	0
基本每股收益 (US\$)	(1.02)	2.93	2.05	3.04	其他	0	0	0	0
稀释每股调整收益 (US\$)	1.62	2.42	3.95	5.10	筹资活动产生的现金流量	(354)	(502)	(350)	(521)
资产负债表					现金及现金等价物净增加额	(1,099)	1,813	1,405	2,213
(US\$mn)	2025A	2026E	2027E	2028E	自由现金流	(1,099)	1,813	1,405	2,213
流动资产	1,983	4,332	6,163	8,793	关键假设				
货币资金	0	0	0	0					
应收账款	1,125	1,550	1,869	2,192					
存货	880	991	1,098	1,192	2025A				
其他流动资产	126	126	126	126	数据中心业务收入(百万美元)	4,164	6,259	7,938	9,272
非流动资产	18,089	17,905	17,633	17,246					
固定资产	828	854	843	762	其他收入(百万美元)	1,603	1,900	2,163	2,577
无形资产	3,855	3,645	3,384	3,078	2026E				
商誉	11,587	11,587	11,587	11,587	2027E				
其他	1,819	1,819	1,819	1,819	2028E				
资产	20,072	22,237	23,796	26,039	财务比率				
流动负债	1,897	2,053	2,211	2,371					
短期借款	107	107	107	107	2025A				
预收账款	0	0	0	0	YoY (%)				
应付账款	494	650	808	969	营业收入	4.7	41.5	23.8	17.3
长期借款	4,059	4,059	4,059	4,059	毛利润	3.9	76.1	36.0	24.1
非流动负债	4,583	4,583	4,583	4,583	息税折旧及摊销前利润	70.8	4,319.2	65.9	36.4
负债	6,479	6,636	6,794	6,954	净利润	5.2	383.7	(30.2)	48.6
股份	2	2	2	2	调整后净利润	5.1	49.8	63.0	29.1
资本公积	14,845	14,845	14,845	14,845	稀释每股调整收益	5.6	386.5	(30.1)	48.6
未分配利润	(1,256)	753	2,154	4,237	调整后稀释每股调整收益	5.1	49.8	63.0	29.1
归属于母公司所有者权益	13,592	15,601	17,002	19,085	盈利率 (%)				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	41.3	51.4	56.5	59.8
负债及所有者权益	20,072	22,237	23,796	26,039	息税折旧摊销前利润率	(0.7)	20.7	27.7	32.2
注：历史估值倍数以全年平均股价计算。					息税前利润率	(6.1)	15.2	22.3	26.8
资料来源：公司公告，华兴证券预测					净利率	(15.3)	30.8	17.3	22.0
					调整后净利率	23.9	25.3	33.3	36.6
					净资产收益率	(6.5)	16.1	10.3	13.6
					总资产收益率	(4.4)	11.3	7.4	10.0
					流动资产比率(x)				
					流动比率	1.0	2.1	2.8	3.7
					速动比率	0.6	1.6	2.3	3.2
					估值比率(x)				
					市盈率	49.0	38.0	23.3	18.0
					市净率	5.0	5.1	4.7	4.2
					市销率	13.8	9.8	7.9	6.7

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。