



〔投資研究報告〕

2026/6/5

Marvell 的雙重門票

目錄

- 一、短線交易：喊話帶來流量，資本才是證據
- 二、一季到一年：客製晶片目標是平台錨
- 三、6月19日前後：S&P 500 門票先看 GAAP
- 四、三年期估值：現價已接近最樂觀目標
- 五、投資儀表板：用時間軸檢查事件性質

NVIDIA 資本背書打開平台想像， S&P 500 門檻考驗資金重估

2026/6/5 新光投顧

在 NVIDIA 資本挹注前，市場對 Marvell 的定價框架多半落在「Broadcom 的高彈性替代品」與「AI 網通受惠股」之間。它享有資料中心連接、光互連與客製晶片的成長溢價，但也長期被傳統電信、企業網通與儲存相關業務的庫存週期拖累。這種帳價背景很重要，因為本輪行情的本質，是市場嘗試把 Marvell 從次級受惠股，重新定義為半客製 AI 基建平台。

產業門票來自 NVIDIA 的 20 億美元戰略投資與 NVLink Fusion 深度合作；資金門票來自 S&P 500 潛在納入。前者推動市場將 Marvell 由「AI 連接晶片供應商」重估為「半客製 AI 基建平台」；後者牽動被動資金與基準型主動基金的底倉配置壓力。

短線報價已提前透支部分預期。Marvell 於 6 月 2 日單日暴漲逾 32%，創下公司史上最大單日漲幅；6 月 3 日再漲 3.73%，收在 301.65 美元，市值約 2,630 億美元。今年以來股價漲幅依資料商與收盤口徑不同，約落在 140% 至 160% 區間。這不是位階修復式補漲，而是資金對 NVIDIA 生態背書與指數納入預期的快速定價。

市場定價的核心矛盾已經浮現：Marvell 能否把短線的背書溢價，實質轉化為客製晶片營收、絕對營業利益與指數資金需求。這份備忘錄用時間軸拆解短線情緒、中期產品驗證、指數事件與三年期估值路徑，檢驗一兆美元敘事的財務可行性。

目錄

- 一、 短線交易：喊話帶來流量，資本才是證據
- 二、 一季到一年：客製晶片目標是平台錨
- 三、 6 月 19 日前後：S&P 500 門票先看 GAAP
- 四、 三年期估值：現價已接近最樂觀目標
- 五、 投資儀表板：用時間軸檢查事件性質

一、短線交易：喊話帶來流量，資本才是證據

黃仁勳公開稱 Marvell 可能成為下一家一兆美元公司，短線上具有強烈市場效果。這句話讓交易資金快速把 Marvell 放進 AI 基建平台候選名單，也迫使低配半導體與 AI 基建的資金追價。單日逾 32% 的漲幅，說明第一層行情主要由情緒、動能與預期修正驅動。

這一層有效期最短。名人背書能改變市場注意力，不能單獨改變自由現金流。股價在兩日內完成劇烈重估後，下一階段需要 NVIDIA 投資、正式合作內容、客製晶片收入目標、資料中心收入占比與毛利率接棒。

Marvell 與 NVIDIA 的關係已有資本與產品合作基礎。NVIDIA 已投資 20 億美元，雙方透過 NVLink Fusion 推進機櫃級半客製 AI 基建合作。Marvell 提供客製 XPU 與相容 NVLink Fusion 的機櫃級網路能力，NVIDIA 則把它納入自身 AI 基建生態。這使 Marvell 和 NVIDIA 的關係，已經從舞台喊話進入資本與產品合作。

這項戰略結盟不具備絕對排他性。NVIDIA 近來也對光學與光學供應鏈做出戰略投資，包括 Coherent、Lumentum 等公司。這個脈絡一方面強化了 AI 連接與光子鏈正在成為 NVIDIA 基建版圖的判斷，另一方面也提醒市場，Marvell 是 NVIDIA 系統性鎖定供應鏈的一環，不是唯一受惠者。平台溢價可以給，但不應被給成排他性溢價。

Marvell 的半客製 AI 基建平台敘事，也必須放在 Broadcom 的坐標系內檢驗。Broadcom 在 Google TPU、高階交換晶片與大型雲端客製 ASIC 領域累積更長路線圖，也握有更成熟的超大規模客戶合作經驗。Marvell 要讓 100 億美元客製晶片收入目標被賦予平台倍數，必須證明它在技術規格、功耗、總擁有成本與系統整合上，足以和 Broadcom 形成實質雙寡頭，而非只是在特定客戶或特定世代取得短期設計案。

短線能否延續，取決於市場是否從「聽到 NVIDIA」轉向「看到收入路線圖」。

二、一季到一年：客製晶片目標是平台錨

Marvell 的平台論點需要收入錨。公司已提出 FY2029 客製晶片收入突破 100 億美元的目標，這是本題最重要的量化座標。以 FY2026 全年營收約 81.95 億美元、年增 42% 的基礎來看，若單一客製晶片業務到 FY2029 就超過 100 億美元，Marvell 的收入結構將被重新分層。

這個目標把 Marvell 從一般 AI 連接股，推向半客製 AI 基建平台候選。一般光通訊、交換器或資料中心晶片股，主要看產品週期與出貨量；半客製平台股則看客戶導入、世代延續、系統附加率與長期收入久期。100 億美元目標若能逐季被訂單與設計案驗證，平台溢價才有基礎。

FY2028 營收目標也提供了更近的檢驗點。管理層已將 FY2028 營收展望上調至約 165 億美元，高於前一版約 150 億美元的中期指引。這比 FY2029 客製晶片 100 億美元目標更接近，能用來追蹤資料中心與客製化業務的中期放量節奏。

Marvell 的產品組合符合這條線。資料中心已是公司主要營收來源，最近一季資料中心營收約 18.3 億美元，占總營收約 76%。公司在高速光互連、乙太網路交換晶片、共同封裝光學、資料中心互連、客製 XPU 與 XPU 附加解決方案上都有布局。這些產品共同指向 AI 叢集的資料搬移能力，而非單一零組件週期。

資料搬移正在成為 AI 基建的成本中心。大型模型訓練與推論需要在加速器、記憶體、交換器、光模組與資料中心之間移動海量資料。運算愈分散，連接愈重要。Marvell 的價值在於半客製運算與高速連接的交界。它不需要取代 NVIDIA GPU，也不需要成為雲端自研晶片的唯一供應商；它需要持續卡在高頻寬、低延遲與可整合的資料搬移層。

估值壓力將集中於毛利率與營業利益的再平衡。半客製晶片雖具備高收入可見度與規模經濟，但量產毛利率先天低於部分傳統網通與高階連接產品。隨著客製 ASIC 占比上升，混合毛利率可能下滑；這本身不一定構成利空。財務模型應檢查的是絕對營業利益與每股盈餘能否隨收入規模擴大而上升。若毛利率下降，但營業利益額、自由現金流與每股盈餘更快成長，市場不應只因單一毛利

率指標下滑而下修平台溢價；若收入放大卻無法帶動絕對利潤同步擴張，平台溢價才需要折價。

一季到一年內的檢驗重點有三個。第一，管理層是否持續重申 FY2029 客製晶片收入破 100 億美元的目標。第二，NVLINK Fusion 合作是否出現客戶導入、產品時程或收入認列線索。第三，資料中心收入增長是否能帶動絕對營業利益與自由現金流，而不只放大營收。

三、6 月 19 日前後：S&P 500 門票先看 GAAP

S&P 500 納入是 Marvell 的資金門票。市值、流動性、交易量與美國上市條件都已足夠，市場討論它成為 6 月 19 日季度調整候選也合理。但指數納入不是市值排行遊戲，S&P 委員會仍有主觀裁量，且盈利條件是核心關卡。

最重要的門檻是 GAAP 獲利。S&P 500 通常要求最近一季 GAAP 獲利為正，且過去四季合計 GAAP 獲利為正。Marvell 這一點已經比過去清楚很多。最近一季 FY2027 Q1 GAAP 淨利為 3,450 萬美元；FY2026 全年 GAAP 淨利為 26.70 億美元，而 FY2026 Q1 GAAP 淨利約 1.779 億美元，換算最近四季 GAAP 淨利合計約 25.27 億美元。以這組已公告數字看，Marvell 目前已跨過 S&P 500 的 GAAP 獲利門檻。

這使 S&P 500 事件的性質改變。過去的問題是「夠大但可能卡在 GAAP 盈利」；現在更接近「已具備財務可行性，但仍要看委員會時點與產業平衡」。市值暴增提高了可見度，GAAP 門檻降低了技術性障礙，但納入仍不是自動事件。

3 月季度調整提供了有用前例。當時市場熱門候選曾被跳過，委員會選擇其他標的，說明 S&P 500 納入仍有裁量空間。對 Marvell 來說，GAAP 達標只是門票，不是座位。

被動買盤也需要折現。S&P 500 納入會觸發指數基金與部分基準型主動基金買進，也會讓低配者重新調整持倉。但對一檔市值已約 2,630 億美元、且短期大幅上漲的股票而言，一次性被動需求相對已實現漲幅未必足夠大。更重要的是

基準型資金的行為：如果 Marvell 進入 S&P 500，未持有者會面臨基準落後風險，主動基金的低配壓力會上升。

指數交易還有搶跑與倒貨風險。避險基金與量化資金通常會在委員會公告前或公告當下提前建倉，等待被動 ETF 與指數基金在生效日前後依規則買進。這使 6 月 19 日前後的短線風險不只是「買盤是否足夠」，還包括前波搶跑資金將籌碼轉給被動資金時引發的獲利了結。納入成功未必等於股價續漲；若事件資金已高度擁擠，生效日附近反而容易出現波動。

指數門票提供的是流動性與邊際買盤，不是長期倍數來源。平台門票決定估值倍數能否升級，指數門票只提供一次性買盤、基準持倉壓力與更高流動性容忍度。若業務驗證不足，即使成功納入 S&P 500，股價也可能在被動買盤完成後進入整理。

6 月 19 日的交易策略分成兩種。若納入成功，短線被動買盤有支撐，但需防利多實現；若未納入，股價可能回吐事件溢價，但只要 NVIDIA 合作與 100 億美元客製晶片目標仍被市場相信，平台敘事不會直接失效。指數事件影響的是節奏，不是全部價值。

四、三年期估值：現價已接近最樂觀目標

一兆美元敘事的吸引力在於簡潔，但估值模型需要更嚴格。以 6 月 3 日收盤後約 2,630 億美元市值計算，Marvell 要到一兆美元，仍需接近 280% 至 290% 的市值增幅；若用暴漲前市值估算，所需增幅超過 400%。這不是一季財報或一次指數納入能完成的距離。

股價和目標價的距離更能說明短線風險。Marvell 現價約 301 美元；不同資料商統計的共識目標價約在 208 至 215 美元區間；全街最高目標價約 321 美元；一兆美元隱含股價約 1,140 至 1,150 美元。現價已遠高於多數分析師目標，並接近最樂觀賣方目標；一兆美元敘事則仍需要遠超目前模型的收入與自由現金流支撐。

收入路徑是第一道檢驗。FY2026 全年營收約 82 億美元，FY2028 目標已上修至約 165 億美元，FY2029 客製晶片目標破 100 億美元。若資料中心其他產品

同步成長，Marvell 的總收入會進入新量級。但收入放大後，市場會更在意營業利益與自由現金流。

毛利率是第二道檢驗，但不能單獨作為否決條件。客製化業務擴大後，混合毛利率下滑具有合理性。若 Marvell 的客製 XPU、光互連與機櫃級網路產品能帶來更高絕對營業利益與每股盈餘，市場可以接受較低毛利率換取更大收入池。若毛利率下滑同時伴隨營業利益率與自由現金流轉換惡化，平台溢價才會被壓縮。

自由現金流是第三道檢驗。AI 基建相關收入可能帶來研發、封裝、供應鏈與庫存投入。若收入成長轉化為自由現金流，Marvell 的估值會更接近平台型資產；若收入高成長卻被營運資金與研發開支吃掉，市場會把它重新放回高成長硬體股，而非平台股。

一兆美元不是完全不可能，但需要多個條件同時成立。客製晶片收入達標只是第一步；資料中心收入要持續上修，絕對營業利益要放大，自由現金流要擴張，S&P 500 納入後的買方基礎也要穩定。缺少其中兩項，一兆美元敘事就只剩交易語言。

五、投資儀表板：用時間軸檢查事件性質

時間軸	核心變數	確認條件	失效訊號
1 至 5 個交易日	情緒與動能	股價在暴漲後未跌破跳空區，成交量下降但相對強弱維持	納入預期升溫但股價轉弱，或高檔爆量長黑
6 月 19 日前後	S&P 500 事件	委員會納入，且生效日前後未出現明顯倒貨	納入成功但生效日前後股價轉弱，或未納入且事件資金撤出
一季內	NVIDIA 合作細節	NVLink Fusion、客製 XPU、機櫃級網路出現產品時程或收入線索	合作停留在品牌背書，缺少產品與客戶進展

一至四季	客製晶片收入	管理層持續重申 FY2029 100 億美元目標，並提供設計案與客戶擴張	目標語氣轉弱，或收入增長高度集中於單一客戶
	資料中心收入與利潤	資料中心增長高於公司整體，絕對營業利益與每股盈餘同步上修	資料中心收入上修但營業利益額與自由現金流未跟上
三年	一兆美元路徑	營收、營業利益與自由現金流同步上修	市值上升快於現金流，估值回到情緒驅動

此儀表板的核心在於捕捉定價變數的時間錯位。情緒與指數交易可以在幾天內完成；NVIDIA 合作與客製晶片收入需要幾季驗證；一兆美元敘事需要多年現金流支撐。若短線股價把三年期想像一次反映，風險報酬會惡化。

結論

Marvell 的雙重門票已經有硬證據。產業門票來自 NVIDIA 的 20 億美元投資與 NVLink Fusion 合作，資金門票來自 S&P 500 潛在納入。前者能否提高估值倍數，取決於客製晶片、光互連與機櫃級網路能否形成多世代收入；後者能否支撐股價，取決於 GAAP 獲利門檻、委員會時點與事件資金是否已經過度搶跑。就目前已公告數字看，GAAP 門檻已不再是主要障礙，但委員會仍保有裁量權。

短線行情已不便宜。股價單日暴漲逾三成，今年以來大幅上漲，市值來到約 2,630 億美元，現價接近全街最高目標價。S&P 500 納入若成真，提供的是一次性邊際買盤與更廣的股東基礎；若未成真，股價可能回吐事件溢價，但平台敘事仍需看 NVIDIA 合作與 100 億美元客製晶片目標。

中線投資價值取決於 Marvell 能否完成身份轉換。若公司從 AI 連接供應商升級為半客製 AI 基建平台，並以 FY2029 客製晶片收入破 100 億美元作為路徑，估值可獲得更長久期。若 NVIDIA 投資與 S&P 500 預期都只帶來情緒交易，股價會回到財報上修與估值消化。

平台門票決定倍數能否升級，指數門票提供一次性邊際買盤與更高流動性容忍度。兩張門票同時成立，Marvell 有機會從 AI 次強股升級為大型 AI 基建核心資產；任一門票落空，交易節奏都會明顯變陡。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告