

ARM Holding (ARM.O/ARM US)

AI 貢獻不如預期，消費性產品仍為營收主力

持有・首次評等

收盤價 April 11 (US\$)	105.06
3 個月目標價 (US\$)	111.30
12 個月目標價 (US\$)	130.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	23.74

焦點內容

1. 營收貢獻仍舊仰賴消費性電子產品。
2. AI/HPC 營收受限於架構授權增長有限。
3. 對等關稅影響全年營收 1-2%

交易資料表

市值 (US\$bn):	110.4
流通在外股數 (百萬股):	1,051
機構持有比例 (%):	6.8
3M 平均成交量 (百萬股):	6.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	80-188.8

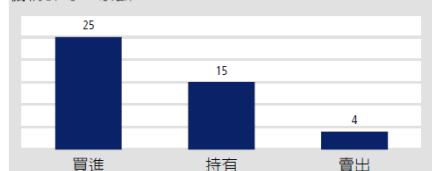
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(25.0)	(35.1)	(16.8)
相對表現 (%)	(17.5)	(27.3)	(22.4)

股價圖



市場綜合評等

機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	73	158	225
潛在報酬 (%)	(29.8)	52.4	116.4

資料來源：Bloomberg

重要訊息

首評安謀，公司為半導體矽智材(IP)公司，主要產品是 ARM 架構處理器、實體 IP 及相關技術與軟體，且銷售開發工具，用於提升應用程式的性能。

評論及分析

營收貢獻仍仰賴消費性電子產品。儘管手機市場的營收占比已逐步下滑到 40%(2024 年)，公司積極拓展業務至 PC/NB、雲端、車用與 IoT 等領域，但消費性電子產品比重仍舊佔權利金收入的 80%。儘管公司稱 ARM v9 架構較 v8 的權利金收費更高，且已成為目前高階手機 AP 的主流選擇，但因為高通與蘋果等長期協議，實際換代所產生的營收貢獻及增長幅度有限，而其他兩大高成長性的應用領域如車用(營收佔比 8%)及雲端(營收佔比 10%)，其營收佔比仍舊較低，對整體營收成長仍有待觀察。

AI/HPC 營收受限於架構授權增長有限。我們認為 AI 加速器需求使得 NPU/GPU/TPU 成為核心而非以 CPU 為主，雖然諸多 CSP 業者仍舊開發 ARM 架構 CPU 做為控制核心，例如 ARM 成功透過 Neoverse 架構打入 AWS Graviton、NVIDIA Grace 等雲端與 HPC 領域，但實際上這些 CSP 業者多採用一次性架構授權費用，並支付相對較低比例的權利金，因此權利金收入並未隨產品採用 ARM v9 架構或高核心數(>100 顆)高速成長。

對等關稅影響全年營收 1-2%。儘管短期關稅政策使得供應鏈提前拉貨，但中長期關稅將因為促使價格調漲，使得美國消費性電子需求受到衝擊，我們的模型已假設美國手機、平板、PC(影響 ARM 架構的 Macbook 及部分 Chromebook)需求下滑 20%，約影響公司全年營收 1-2%(約 US\$50-100 million)。此外，考量關稅恐造成企業端資本支出意願降低，進而影響 CSP 業者 ASIC CPU 的研發，我們亦下調雲服務的營收年增速。

投資建議

我們首評安謀，並給予「持有」評等，目標價 US\$130 元，主要考量當前總經環境的不確定性下，以 2026 年每股盈餘以及 65 倍本益比得出。

投資風險

關稅豁免、消費性電子需求提升、大客戶授權金調整。

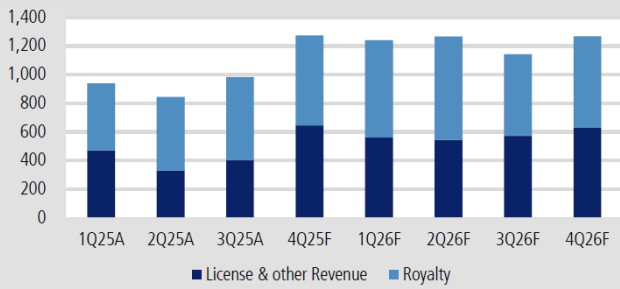
主要財務數據及估值

	Mar '21A	Mar '22A	Mar '23A	Mar '24A	Mar '25E	Mar '26E
營業收入 (US\$百萬)	2,028	2,704	2,679	3,233	4,039	4,915
營業毛利 (US\$百萬)	1,894	2,582	2,579	3,131	3,951	4,824
營業利益 (US\$百萬)	304	731	782	1,375	1,876	2,381
稅後淨利 (US\$百萬)	51	536	656	1,308	1,744	2,173
每股盈餘 (US\$)	0.05	0.52	0.64	1.25	1.64	2.04
每股現金股利 (US\$)	-	-	-	-	-	-
營收成長率 (%)	-	33.3	(0.9)	20.7	24.9	21.7
每股盈餘增長率 (%)	-	946.0	22.1	96.0	31.1	24.4
毛利率 (%)	93.4	95.5	96.3	96.8	97.8	98.2
營業利益率 (%)	15.0	27.0	29.2	42.5	46.4	48.4
EBITDA Margin (%)	24.3	33.6	35.4	47.4	51.1	53.0
淨負債比 (%)	69.9	83.5	69.5	49.7	47.8	42.3
股東權益報酬率 (%)	1.25	15.11	16.19	24.71	26.67	32.25

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 季營收

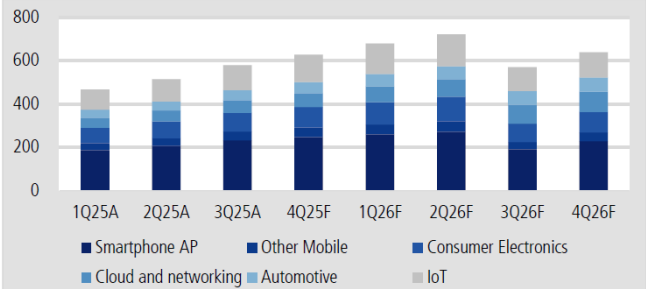
季營業收入，百萬美元



資料來源：凱基

圖 2: 權利金營收(按應用)

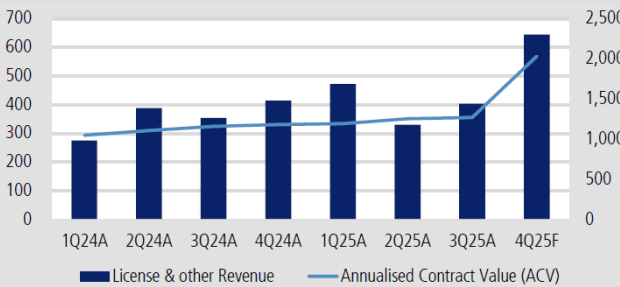
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 授權金季營收與年化合約價值(ACV)

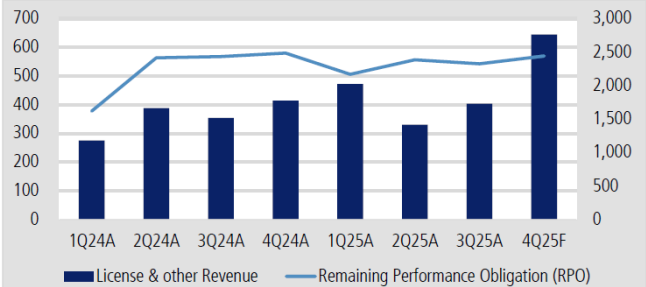
季營業收入，百萬美元(左軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 授權金與當前剩餘履約義務(RPO)

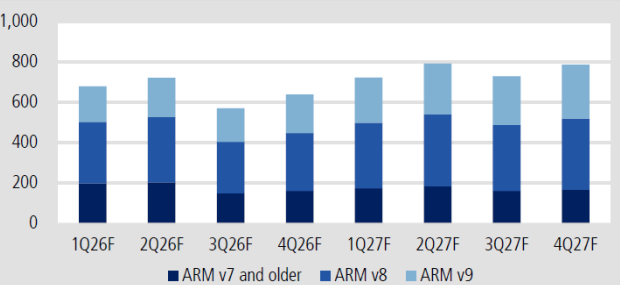
季營業收入，百萬美元(左軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: ARM 架構營收

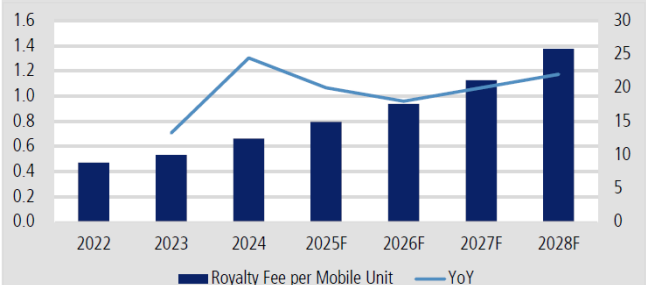
季營業收入，百萬美元(左軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 手機每單位權利金收入

每單位收入，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



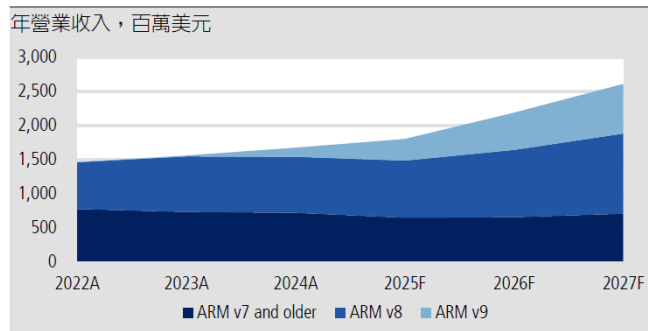
資料來源：彭博；凱基

圖 7: 公司概況

ARM Holding(ARM)成立於 1990 年，主要提供 ARM 架構處理器相關設計與授權服務。該架構在全球 99% 的智能手機 CPU 核心中使用，並且在其他電池供電設備（如可穿戴設備、平板電腦或傳感器）中也佔有較高的市場份額。Arm 以收費的方式授權其架構，根據客戶所需的靈活性可提供不同類型的許可證，或直接購買現成設計。無論是現成的客戶還是架構客戶，每個出貨的芯片都需支付權利金(Royalty)。

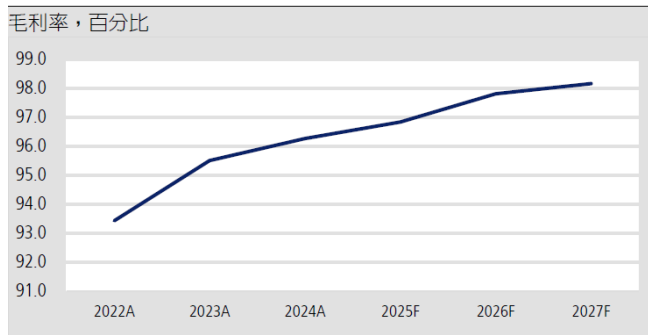
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: ARM 架構營收



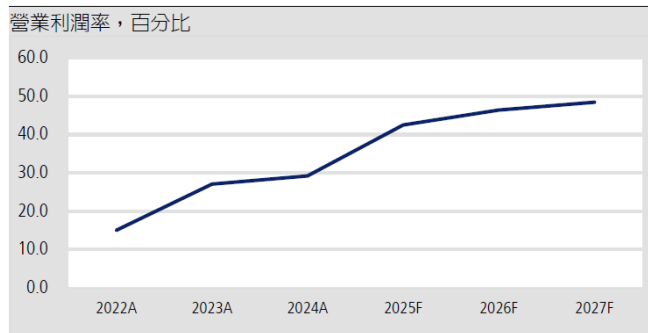
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率



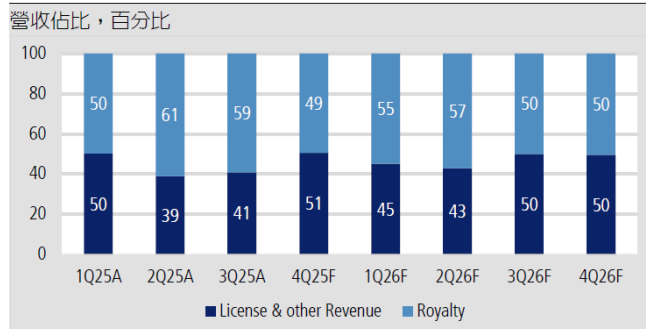
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 營業利潤率



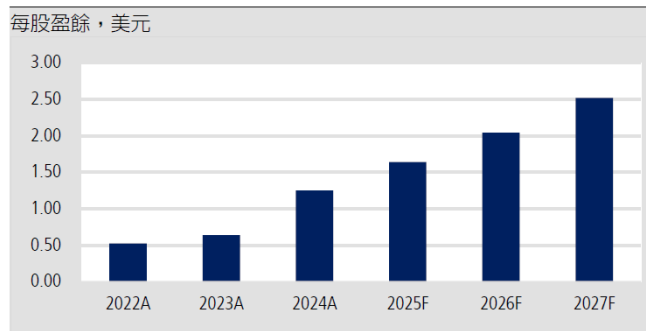
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比



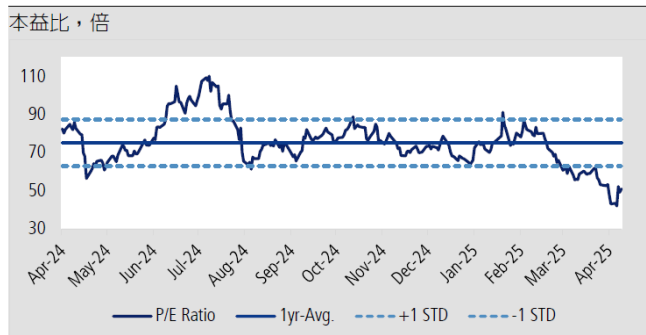
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘



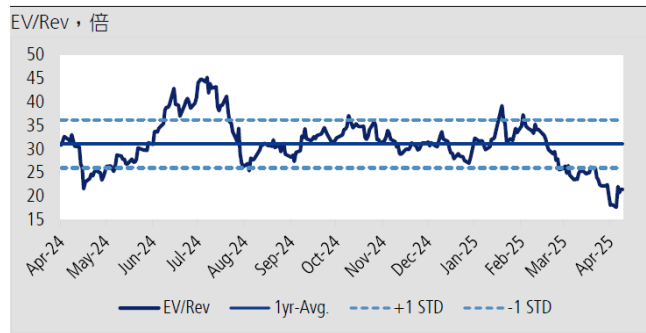
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比



資料來源：彭博；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估 EV/Rev



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 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，並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。