

半導體設備產業

GAA/CFET/2D 節點下的設備供應鏈重分配趨勢

焦點內容

1. 製程轉向材料工程與異質整合，提升非光刻設備價值
2. 出口禁令重塑市場格局，日系廠商與中國本土化受矚目
3. 股價應已反映關稅與出口限制，設備商展現調整能力

重要訊息

隨著製程由 FinFET 過渡到 GAA (Gate-All-Around) 與 CFET (Complementary FET) 時代，先進邏輯製程的瓶頸已逐步從「光刻解析度」轉向「材料整合與異質堆疊」，我們重啟 ASML、Applied Materials、Lam Research 等公司評等。

評論與分析

製程轉向材料工程與異質整合，提升非光刻設備價值。先進製程架構從 FinFET 走向 GAA 與 CFET，製程瓶頸已從光刻解析度轉向材料工程與原子層整合。GAA 需精準控制 nanosheet 厚度與間距，依賴 ALD、選擇性蝕刻與介面工程。未來導入 2D 材料後異質整合將成主流，對選擇性沉積與材料黏附性提出新要求。Applied Materials 在此具備領先技術與平台整合優勢，能跨越前後段界線整合 TSV 與 Hybrid Bonding 流程。此外，記憶體轉向 DDR5 亦推升製程複雜度與設備單價，利好 Lam Research、TEL 等具備原子層級蝕刻與沉積能力等廠商。

出口禁令重塑市場格局，日系廠商與中國本土化受矚目。美國針對中國的先進製程設備出口禁令使日系設備商受惠最深，特別是 TEL 在介電層蝕刻領域擴大市佔至 60%，2020–24 年間中國營收年複合成長達 47%。反觀 ASML，過去倚重中國 EUV/DUV 訂單，但隨著訂單出清，未來增長趨緩。中國設備廠商如北方華創、中微則持續強化成熟製程與部分沉積/蝕刻模組，但與美日仍有一至兩代技術差距。應用材料在三大美系設備商中，雖中國比重最低，卻受本土競爭威脅最大，特別是在濺鍍設備與次系統領域。相較之下，Lam Research 專注記憶體與先進蝕刻，受影響相對有限。

股價應已反映關稅與出口限制，設備商展現調整能力。由於美國半導體對中國曝險持續下降，致使營收增速大幅放緩，但我們認為有關美中關稅與出口管制等風險，應已反映在半導體設備商的股價中。各家設備廠均已表示關稅所造成的影響，並積極調整供應鏈；在尚未有更進一步出口管制的情況下，中國先進製程設備將持續流失市佔率給日廠，但我們認為受地緣政治影響，歐美地區的新增產能以及製程迭代對新制設備的需求將彌補這一缺口，我們仍舊看好美國半導體設備的成長性。

投資建議

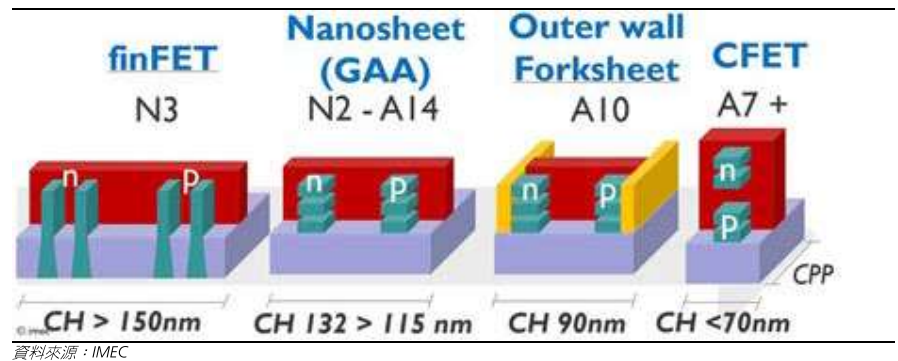
我們重啟三家美股半導體設備公司，Applied Materials (AMAT US)，給予目標價 US\$205 及「增加持股」評等、Lam Research (LRCX US) 給予目標價 US\$100 及「增加持股」評等、ASML (ASML US) 給予目標價 US\$815 及「持有」評等。

投資風險

總體需求疲弱、出口管制措施升級、全球地緣政治風險升溫。

製程核心從光刻轉向材料工程。隨著製程演變，傳統「靠更精密光刻把線縮得更細」的策略已逐步失效，原因在於空間密度與短通道效應限制讓單純的線寬縮小難以提升效能。因此，整體製程價值鏈逐漸由幾何圖案控制（Lithography）轉向原子層級的材料工程，尤其是選擇性蝕刻（Selective Etch）、原子層沉積（ALD）、介面工程（Interface Engineering）等環節。GAA 架構要求精確控制 nanosheet 的厚度、間距與封裝後段接觸點，製程步驟更加仰賴在原子層級「定點修改」材料結構，而非傳統用光罩「一次曝光決定形狀」。

圖 1: 從 FinFET 到 nanosheet 到 forksheet 最後到 CFET



異質整合與選擇性沉積需求提升。由於 CFET 將 nFET 與 pFET 垂直堆疊，加上未來導入 2D 材料（如 MoS_2 、 WSe_2 ）等原子級厚度通道，整體邏輯架構轉向高度異質整合，對於材料間的黏附性、導電性、介電常數與熱穩定性等都將有更高要求。為了降低交錯污染與提升介面穩定性，選擇性沉積技術（如 selective dielectric deposition）成為主流需求，用於特定位置鍍上介電層、阻擋層或 barrier，跳脫傳統 blanket deposition 再用蝕刻去除的低效率模式。Applied Material 在此領域具備領先地位，除了支援高選擇性氧化物、氮化物堆疊，亦具備整合後段封裝與 TSV、Hybrid Bonding 等技術，將選擇性材料工程擴展至整個晶片堆疊流程。未來將有更多封裝功能將內嵌於前段材料工程，跨越傳統製程邊界，形成新價值鏈。

記憶體升級驅動設備需求結構性成長。除了邏輯晶片走到 GAA/CFET 架構推動蝕刻設備需求外，記憶體產業由 DDR4 全面升級至 DDR5 不僅提高單位晶圓製程成本，也同步拉升設備 ASP 與採購頻率。DDR5 採用更高深寬比的電容結構、更緊密的 cellpitch，以及多層堆疊與先進圖案技術（如 SAQP、EUV 曝光），使得在蝕刻（Etch）、薄膜沉積（CVD/ALD）、清洗與檢測等製程中，對設備精度與功能模組的要求大幅提升。特別是 Lam Research、AMAT、TEL(8035 JP)等國際大廠，因具備高異向性蝕刻、原子層沉積與選擇性處理能力，受惠程度最大，而在 EUV 方面目前僅有三星、Sk Hynix 導入 EUV，我們認為這一波記憶體升級對 ASML 影響較小。

圖 2: 記憶體廠停產 DDR4，並陸續轉往 DDR5

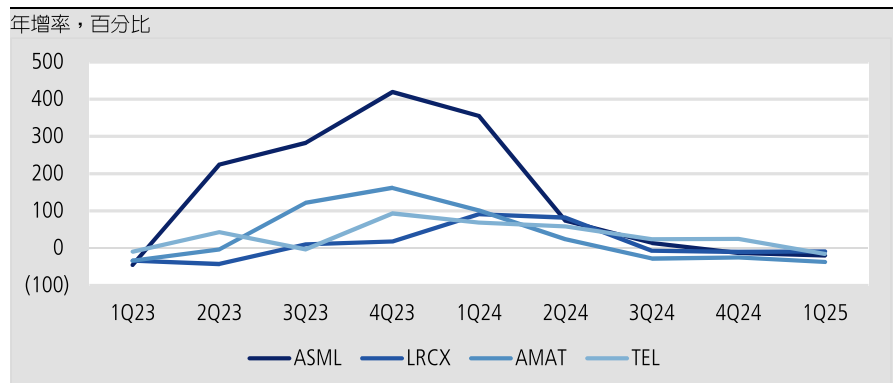
廠商	停產通知時間	主要處理流程	停產/轉移時間點
Samsung	2025年4月	發出EOL通知，終止客戶預訂	2025年底停止出貨
SK Hynix	2025年5月	預告轉型計畫，降低DDR4產出	2Q26停止出貨
Micron	2025年6月	正式通知客戶將逐步減產	2025年底完成EOL，未來6-9個月停止DDR4出貨
CXMT	-	2H25發出EOL通知，部分產線已停產	預計2026年中轉入DDR5，停止出貨DDR4

資料來源：凱基整理

光刻價值轉向解析度與整合度兼具。儘管微影技術在製程中的主導性下降，但其角色並未消失，GAA/CFET 架構中晶體管結構三維化，對 overlay precision（圖案對位）與 edgeplace menterror（邊緣定位誤差）控制精度需求更高。ASML 的 High-NA EUV（0.55NA）可減少多重曝光所帶來的變異性。此外，地緣政治亦影響 EUV/DUV 機台的出貨重新分配，台積電擴大赴美投資額以及美光持續擴廠等，都將有利於 ASML 持續成長。根據最新 Gartner 研究報告，2024-29 年光刻機複合成長率達 2.8%，仍舊高於 CVD 與乾式蝕刻設備的 1.2%/1.4。此外，ASML 也不再只提供曝光機，而是提供整合 Brion 模擬軟體、YieldStar 檢測模組的完整平台，實現「曝光+量測+回饋調整」閉環控制。這樣的光刻整合平台，可與 AMAT、LRCX 機台高度整合，使 ASML 的角色從單一工具供應商進化為系統級解決者。

出口禁令下，日系設備商是最大受害者。由於設備出口禁令，致使中國半導體廠商在先進製程設備上，選用日本、荷蘭等設備。過往由於 ASML 在 EUV/DUV 機台佔據著壟斷地位，因此中國營收在 2020-2024 年以年複合成長率 55% 成長，隨著積壓訂單陸續出貨完畢，中國營收年增速將進一步下降；日系廠商如 TEL 則受惠於中系廠商無法購置美國先進設備而成長，2020-24 年中國營收年複合成長率 47%，在 Dielectric etch 設備(介電層蝕刻)上更是搶佔掉 Lam Research 的份額，進一步擴大到市佔率 60%。倘若出口禁令有進一步受限，我們認為日本半導體設備廠商將是最大的受害者。

圖 3: 中國營收年增率

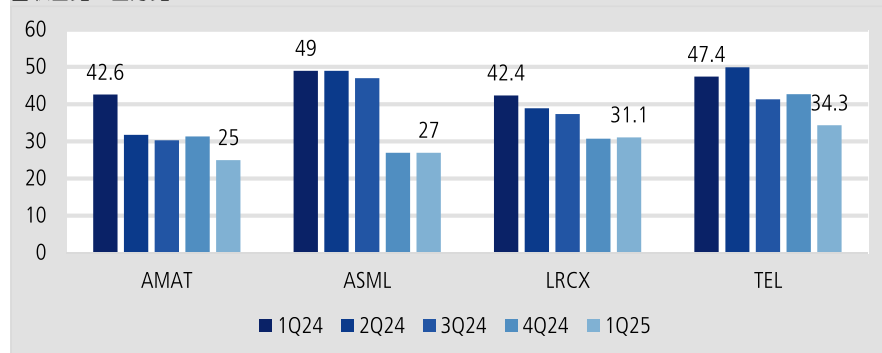


資料來源：Bloomberg，凱基整理

應用材料未來受中國競爭影響較大。中國設備商雖在 28nm 以上的成熟製程已有一定國產替代進展，並積極佈局部分次系統（如真空腔體、氣體控制模組與濕製程設備），但在關鍵前段設備如乾式蝕刻、定向沉積、光刻與量測檢測系統上，與歐美廠商仍存在一至兩世代的技術落差，加上美日荷出口限制持續強化，使其難以在短期內進入 GAA/CFET/記憶體供應鏈核心。AMAT 在三家之中，雖然中國的營收占比最低，但我們認為其受到中國的競爭影響最高，北方華創與中微半導體皆著重在沉積與成熟製程蝕刻設備，近期亦逐步拓展到離子注入機(doping)，我們也觀察到北方華創在沉積設備上 2024 年市佔率已搶佔掉小部分 AMAT 的市佔(主要來自於濺鍍設備)。反觀 Lam Research 則主要營收結構在記憶體與領先製程的蝕刻，因此影響較低。

圖 4: 中國營收占比

營收占比，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基整理

中美關稅與出口管制等應以反映在股價上。Lam Research 預期出口限制將對 2H25 影響約 US\$7 億元，AMAT 認為公司在其他市場(歐美地緣政治影響)可以取得補償性成長；另外，公司為因應關稅亦逐步提高供應鏈多元化，將製造重心移往東南亞，以降低風險與成本。例如，Lam Research 自 2Q21 啟用馬來西亞廠後，毛利率已逐步提升，目前整體毛利率基準已提升至 50% 以上，優於公司平均。從股價來看，Lam Research 與 Applied Material 股價 YTD 表現皆已優於費城半導體指數，唯獨 ASML 股價 YTD 仍未翻正，我們認為在尚未有進一步中美關稅與出口管制下，市場將會更加關注產業趨勢所帶來的成長動能。

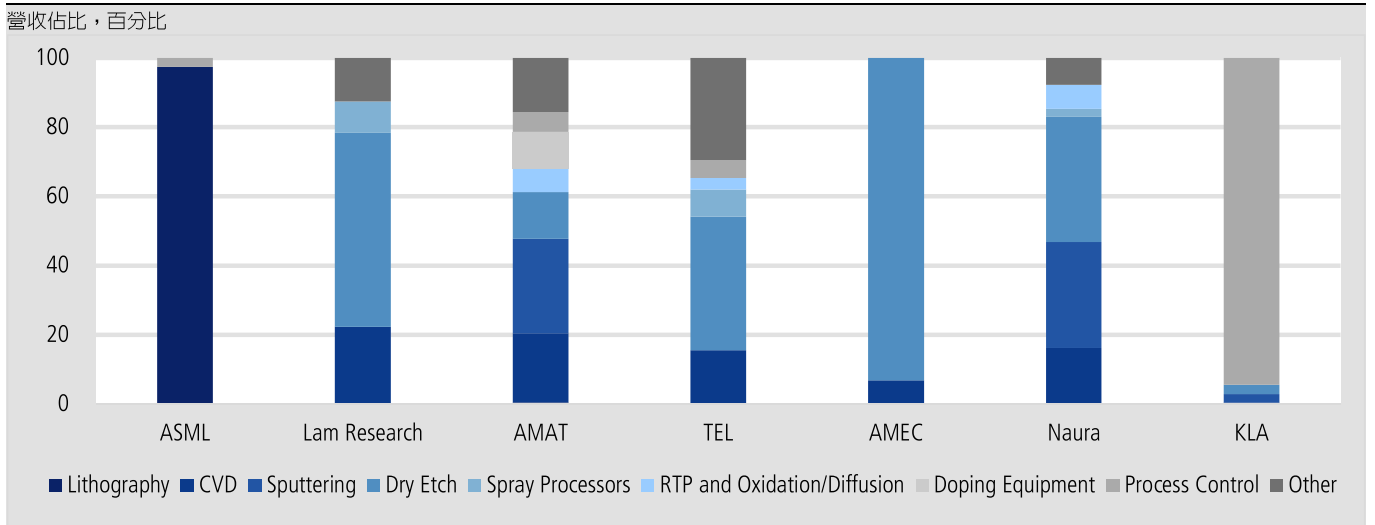
圖 5：個股評價

公司	代碼	幣別	凱基 評等	市值 (十億)	股價 (元)	目標價 (元)	上漲空間 (%)	EPS			PE Ratio (x)			
								2025E	2026E	YoY	Current	5-yr Avg.	+1 STD	-1 STD
ASML (ADR)	ASML US	USD	N	321	815	815	(0.0)	24.2	27.2	12.4	30.0	34.0	40.4	27.6
Lam Research	LRCX US	USD	OP	123	96	100	4.1	4.3	4.6	7.7	20.7	19.3	23.7	14.9
Applied Material	AMAT US	USD	OP	147	183	205	12.0	9.5	10.2	7.6	18.0	17.6	20.9	14.2
Tokyo Electronic	8035 JP	JPY	NR	10,834	26,380	NA	NA	1,151.8	1,423.3	23.6	19.1	22.4	28.6	16.3
Naura	002371 SH	CNY	NR	233	438	NA	NA	14.4	18.3	27.3	27.0	72.5	121.2	23.7
AMEC	688012 SH	CNY	NR	121	179	NA	NA	3.8	5.4	40.1	39.3	93.2	165.0	21.4

*) Data is calculated and estimated based on Calendar Year

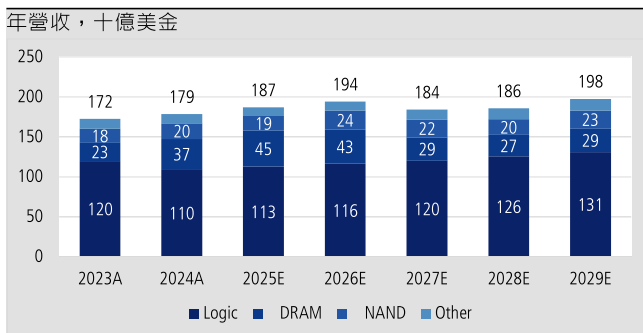
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 6：半導體設備商在不同製程中的機台營收佔比



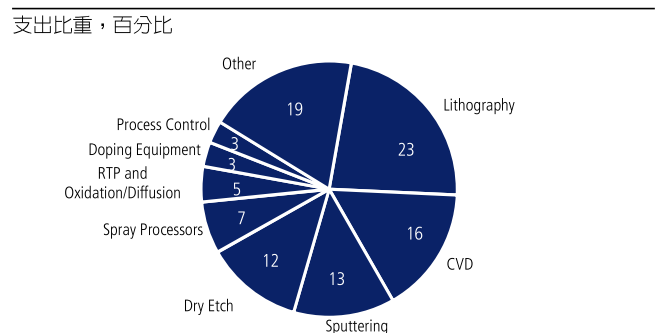
資料來源：Gartner；凱基

圖 7：半導體設備支出預估



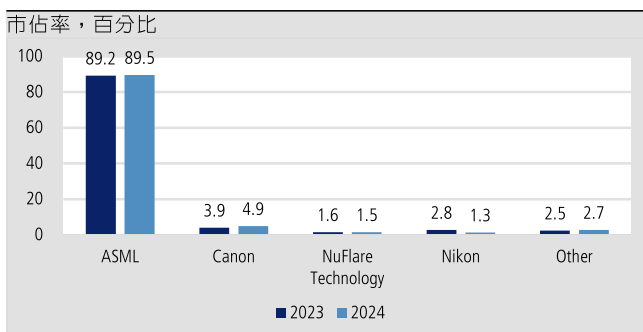
資料來源：Gartner；凱基

圖 8：2024 年不同工序佔設備支出比重



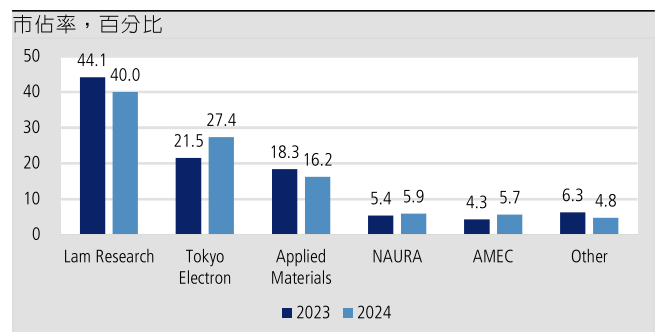
資料來源：Gartner；凱基

圖 9：2023-24 年光刻機廠商市占率



資料來源：Gartner；凱基

圖 10：2023-24 年蝕刻設備市佔率



資料來源：Gartner；凱基

增加持股・重啓評等

收盤價 June 25 (US\$)	183.07
3 個月目標價 (US\$)	188.55
12 個月目標價 (US\$)	205.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	12.0

焦點內容

1. 隨製程複雜度升級推動設備價值提升
2. ICAPS (車用、電源、感測與工業) 業務預期將以中高個位數成長。
3. 非中國業務與服務收入成長抵減掉出口限制衝擊

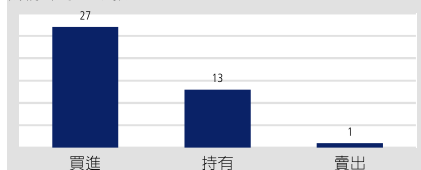
交易資料表

市值 (US\$bn):	146.9
流通在外股數 (百萬股):	802
機構持有比例 (%):	85.8
3M 平均成交量 (百萬股):	8.0
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	123.7-255.9

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	21.5	9.3	(21.1)
相對表現 (%)	14.8	8.4	(32.4)

市場綜合評等

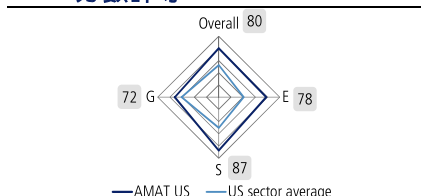
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	120	198	250
潛在報酬 (%)	(34.5)	8.3	36.6

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

Applied Materials

(AMAT.O/AMAT US)



先進製程複雜化帶動單機價值攀升

重要訊息

我們重啓 AMAT 評等，公司為全球材料工程領導廠，專精半導體沉積與蝕刻設備。

評論及分析

隨製程複雜度升級推動設備價值提升。隨著先進邏輯製程演進，晶圓製造價值鏈的重心逐漸由光刻轉向材料工程。公司整合多道關鍵製程(如: CVD、ALD、PVD)至同一平台，成為台積電、三星、Intel 對應 2nm 以下製程的首選供應商，整合式平台目前已貢獻約 30% 營收。在記憶體端，公司具備支援 4F² DRAM 結構與下一代 HBM 所需的創新製程能力；先進封裝目前年營收已達約 17 億美元，公司亦看好開業務在未來數年內翻倍成長。

ICAPS (車用、電源、感測與工業) 業務預期將以中高個位數成長。公司針對 28nm 以上的成熟製程提供加強版沉積 (PVD/CVD/ALD)、蝕刻、清洗與量測解決方案，並預期此業務將以中高個位數的年增率成長。儘管中國設備廠如中微、北方華創積極布局成熟製程，但在 PVD、乾蝕刻與平台整合能力方面仍與 AMAT 存有技術與服務落差，特別是在耗材壽命、製程穩定性與全球服務能力上，因此公司仍舊可以在成熟製程領域上維持一定市佔。

非中國業務與服務收入成長抵減掉出口限制衝擊。儘管受到美中出口管制影響，但非中國地區的設廠補足了該缺口，同時其服務業務亦提供穩定支柱。目前服務年營收約 60 億美元，並持續以雙位數成長，訂閱制收入占比也從十年前的 40% 提升至 65%。公司透過 AI 與設備連網提升資料分析能力與服務效率，以協助客戶加速量產、提升良率。

投資建議

我們重啓 AMAT 評等，並給予「增加持股」評等，給予目標價 US\$205 元，以 2026 年每股盈餘以及 21 倍得出。

投資風險

總體需求疲弱、出口管制措施升級、全球地緣政治風險升溫。

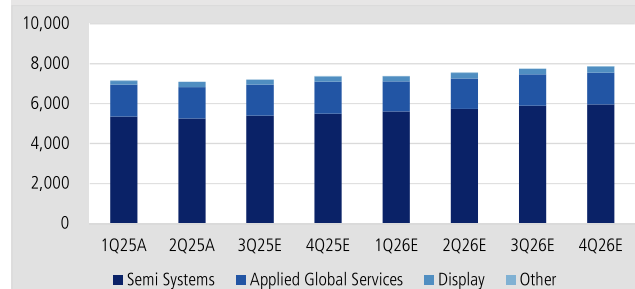
主要財務數據及估值

	Oct '21A	Oct '22A	Oct '23A	Oct '24A	Oct '25E	Oct '26E
營業收入 (US\$百萬)	23,063	25,785	26,517	27,176	28,869	30,601
營業毛利 (US\$百萬)	10,955	12,019	12,413	12,926	14,054	14,842
營業利益 (US\$百萬)	7,322	7,861	7,719	7,924	8,778	9,150
稅後淨利 (US\$百萬)	6,287	6,756	6,802	7,210	7,718	7,919
每股盈餘 (US\$)	6.85	7.71	8.05	8.65	9.51	9.89
每股現金股利 (US\$)	0.91	1.00	1.15	1.43	1.64	1.68
營收成長率 (%)	34.1	11.8	2.8	2.5	6.2	6.0
每股盈餘增長率 (%)	64.3	12.6	4.4	7.5	9.9	4.0
毛利率 (%)	47.5	46.6	46.8	47.6	48.7	48.5
營業利益率 (%)	31.7	30.5	29.1	29.2	30.4	29.9
EBITDA Margin (%)	38.8	33.5	35.5	35.2	34.7	35.5
淨負債比 (%)	19.4	34.7	43.8	17.7	49.1	33.2
股東權益報酬率 (%)	25.6	58.0	63.8	58.3	41.0	44.2

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 1: 季營收(按業務)

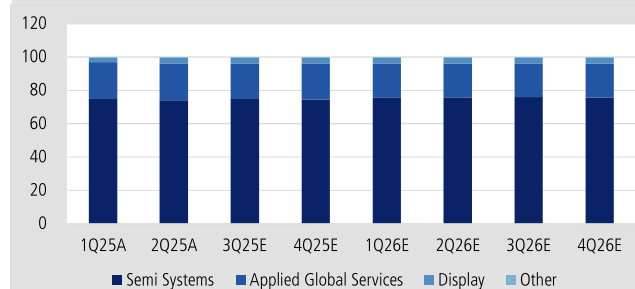
季營業收入，百萬美元



資料來源：凱基

圖 2: 季營收(按業務)

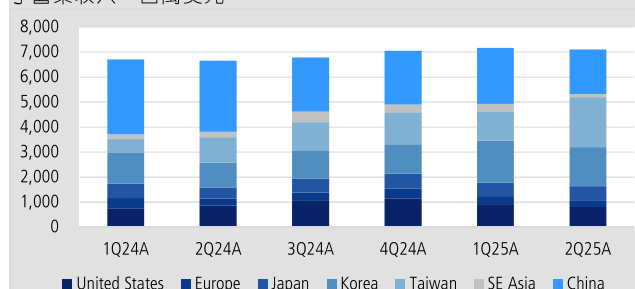
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營收(按地區)

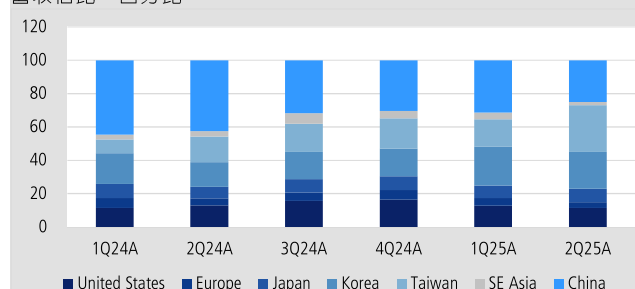
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 季營收佔比(按地區)

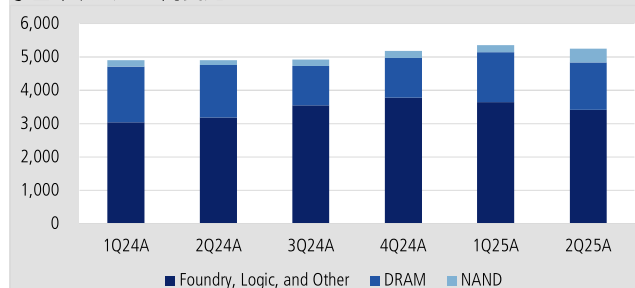
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 季營收(按客戶)

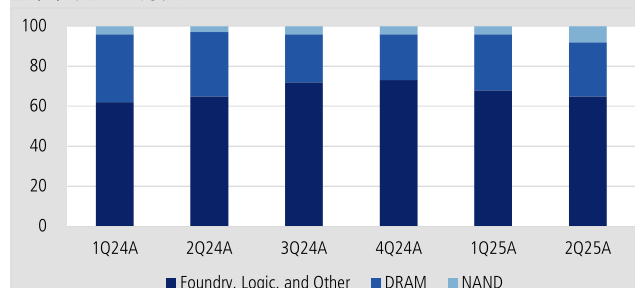
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 季營收佔比(按客戶)

營收佔比，百分比



資料來源：彭博；凱基

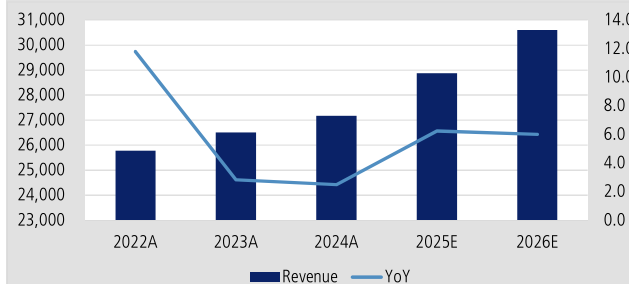
圖 7: 公司概況

Applied Materials (AMAT) 是全球半導體設備與材料工程領導廠商，產品涵蓋沉積 (CVD、ALD、PVD)、蝕刻 (Dry Etch)、量測 (Metrology) 與封裝等技術，廣泛應用於邏輯、記憶體與先進封裝製程。公司亦積極布局成熟製程 ICAPS 市場 (車用、電源、感測器等)，提供高可靠性與差異化設備解決方案。近年隨著 AI、GAA、BSPDN 等製程轉折推動晶片結構日益複雜，公司成為受惠材料與製程密集化趨勢的核心供應商。

資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 季營收與年增率

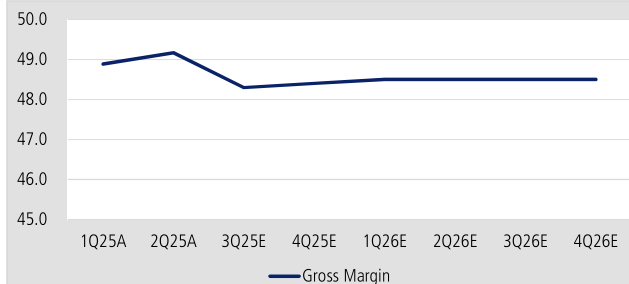
季營業收入，百萬美元；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率

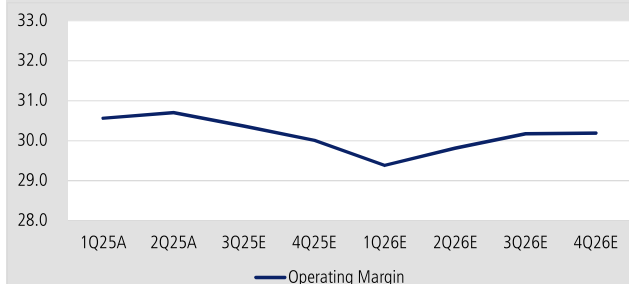
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 營業利潤率

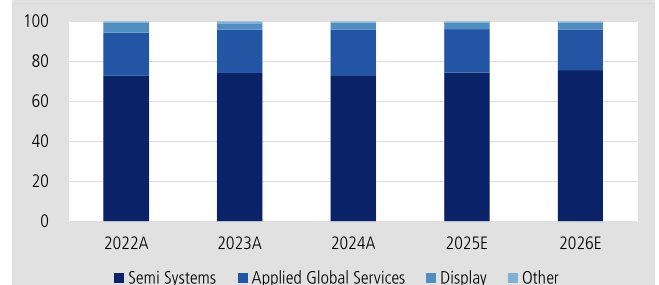
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比

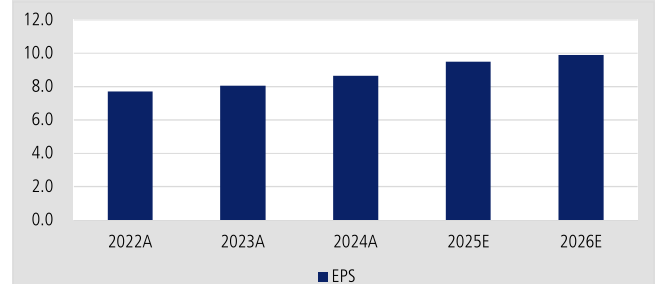
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘

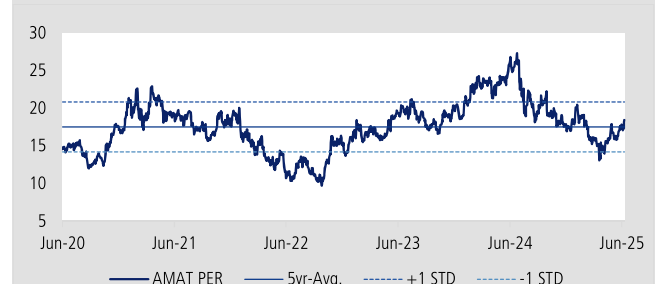
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比

本益比，倍



資料來源：彭博；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT

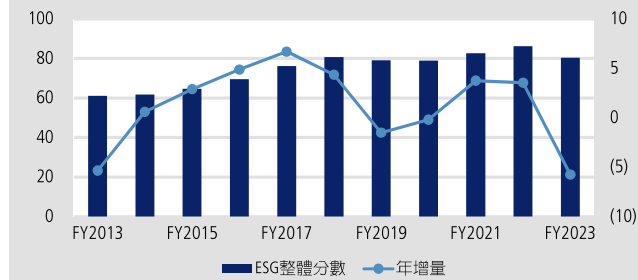
EV/EBIT，倍



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：ESG 整體分數

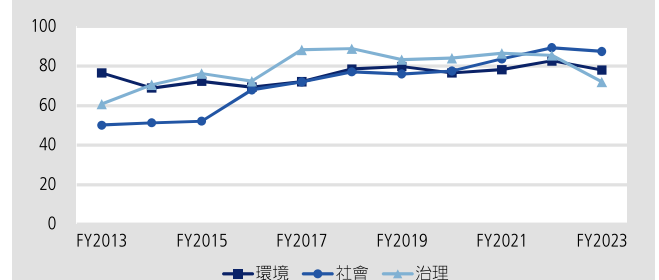
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：ESG 各項分數

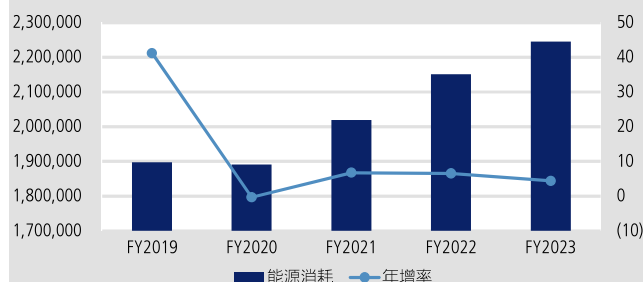
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：能源消耗

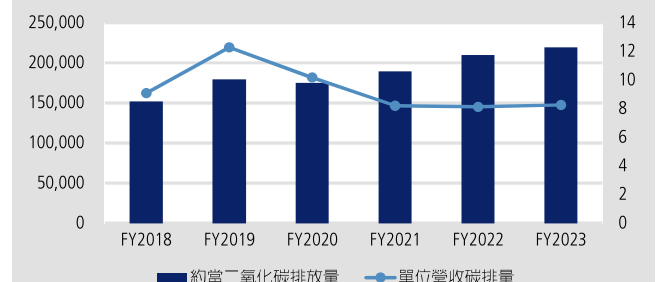
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排量

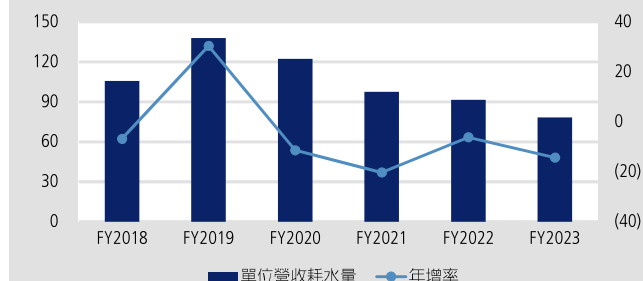
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：耗水量

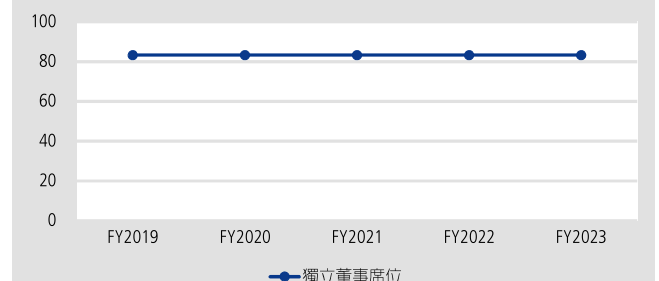
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：獨立董事

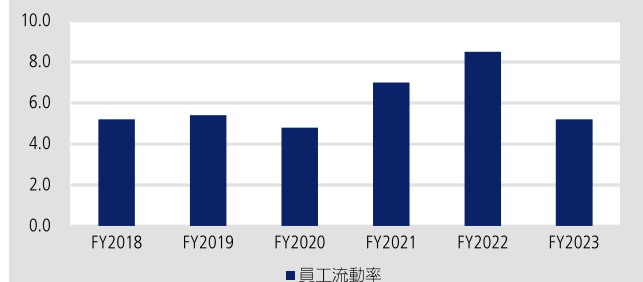
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：員工流動率

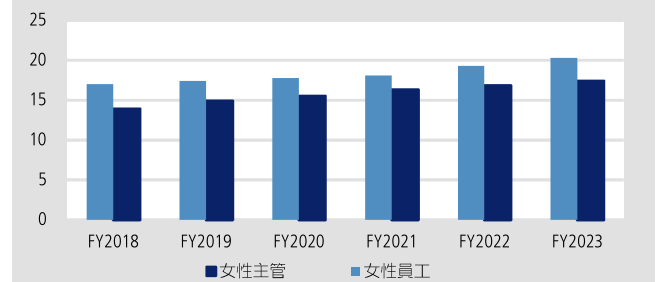
員工流動率，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

Lam Research

(LRCX.O/LRCX US)



增加持股 · 重啓評等

收盤價 June 25 (US\$)	96.02
3 個月目標價 (US\$)	97.02
12 個月目標價 (US\$)	100.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	4.1

焦點內容

1. 高度受惠於 3D 架構市場
2. AI 與先進封裝帶動多元設備需求
3. 記憶體製程升級帶來量價提升

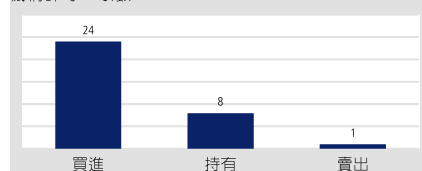
交易資料表

市值 (US\$bn):	122.8
流通在外股數 (百萬股):	1,279
機構持有比例 (%):	89.2
3M 平均成交量 (百萬股):	12.0
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	56.3-113.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	26.1	29.8	(9.1)
相對表現 (%)	19.5	28.9	(20.3)

市場綜合評等

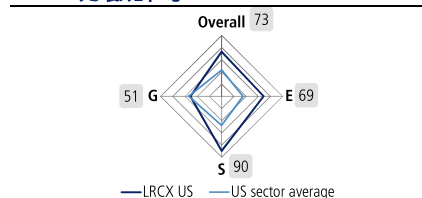
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	70	93	125
潛在報酬 (%)	(27.1)	(2.6)	30.2

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv, 凱基

3D 製程與先進封裝驅動設備成長

重要訊息

我們重啓 Lam Research 評等，公司為蝕刻與沉積設備領導廠，專攻先進半導體製程。

評論及分析

高度受惠於 3D 架構市場。隨著 GAA、CFET、先進記憶體(如 HBM、3DDRAM)等 3D 製程技術的普及，公司在選擇性蝕刻與反應式 ALD/PEALD 技術成為重大成長引擎。公司表示每增加 10 K 片晶圓量，就代表了約 1 億美元的蝕刻設備需求；而在 GAA 世代中，蝕刻平台出貨已突破 10 億美元價值。公司更預估目前市占率僅約 30%，意味在 WFE 總量還有相當擴展空間。由於晶圓數量與層數皆在倍數級成長，公司將高度受惠於 3D 製程浪潮。

AI 與先進封裝帶動多元設備需求。近年 AI 與高效能運算蓬勃發展，使 HBM、AI ASIC、異質整合封裝需求激增，推升對 Deep RIE (TSV)、Dry Resist Etch、以及背面電源技術的設備需求。除此之外，隨著小晶片技術與先進封裝逐步推向消費層級(例如遊戲、CPU 等)，公司在產品與技術方面，站在一個非常有利的利基點。

記憶體製程升級帶來量價提升。以往記憶體設備佔公司營收約 25%，受惠於記憶體升級，營收佔比逐步升高。其中，在 3D NAND 製程中，Dielectric etch 需完成超高深寬比、高精度、低損傷等需求，並整合多腔平台、高階氣體控制、檢測等協作平台，形成極高技術門檻，亦推升設備複雜度與定價空間。公司表示當前仍有 2/3 的 NAND 廠商停留在 100 層水準，預期未來幾年內將有約 400 億美元升級支出，其中 75% 為可服務市場 (SAM)。

投資建議

我們重啓 Lam Research 評等，並給予「增加持股」評等，給予目標價 US\$100 元，以 2026 年每股盈餘以及本益比高標 23.4 倍得出。

投資風險

總體需求疲弱、出口管制措施升級、全球地緣政治風險升溫。

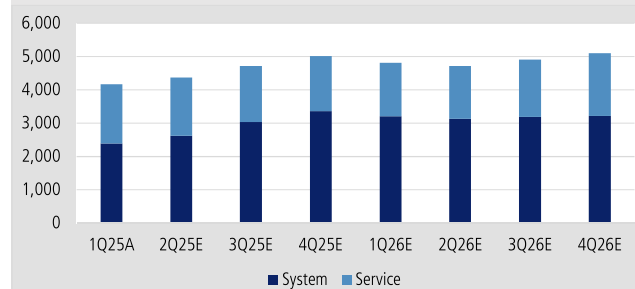
主要財務數據及估值

	Jun '22A	Jun '23A	Jun '24A	Jun '25E	Jun '26E	Jun '27E
營業收入 (US\$百萬)	17,227	17,429	14,905	18,279	19,542	21,616
營業毛利 (US\$百萬)	7,868	7,886	7,184	8,906	9,583	10,687
營業利益 (US\$百萬)	5,398	5,355	4,513	5,888	6,286	7,100
稅後淨利 (US\$百萬)	4,657	4,640	3,998	5,180	5,394	6,048
每股盈餘 (US\$)	3.31	3.42	3.03	4.01	4.28	4.93
每股現金股利 (US\$)	0.58	0.67	0.77	0.89	1.02	1.17
營收成長率 (%)	17.8	1.2	(14.5)	22.6	6.9	10.6
每股盈餘增長率 (%)	21.5	3.2	(11.3)	32.5	6.8	15.1
毛利率 (%)	45.7	45.3	48.2	48.7	49.0	49.4
營業利益率 (%)	31.3	30.7	30.3	32.2	32.2	32.8
EBITDA Margin (%)	28.3	33.0	37.9	26.3	32.1	30.9
淨負債比 (%)	(16.3)	17.5	(7.5)	(10.2)	(21.8)	(21.4)
股東權益報酬率 (%)	65.7	74.2	56.5	46.8	53.1	54.8

資料來源: 公司資料, 凱基

圖 1: 季營收(按業務)

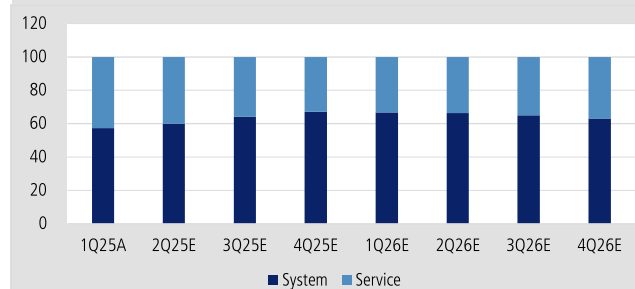
季營業收入，百萬美元



資料來源：凱基

圖 2: 季營收比重(按業務)

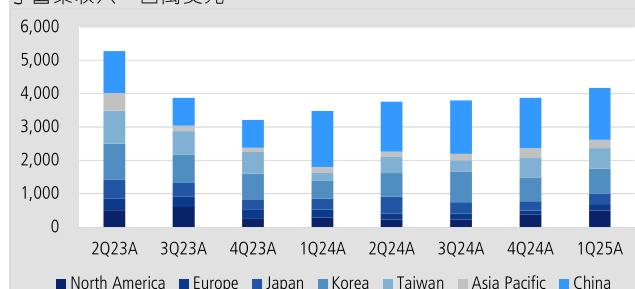
季營業佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 季營收(按地區)

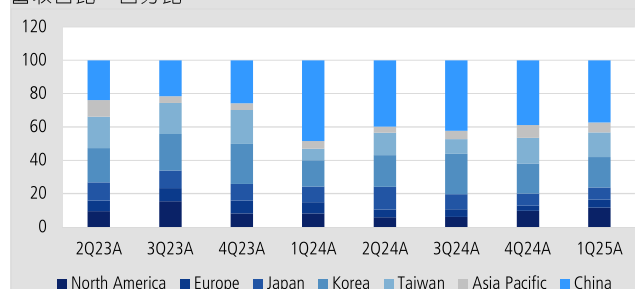
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 季營收比重(按地區)

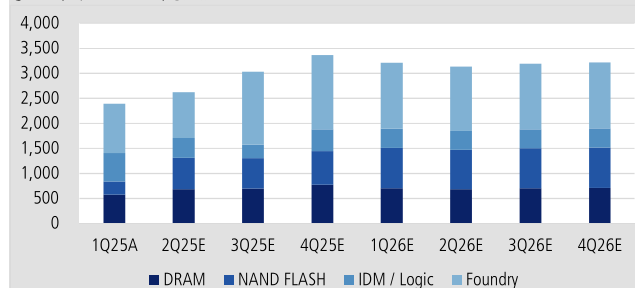
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 季營收(按客戶)

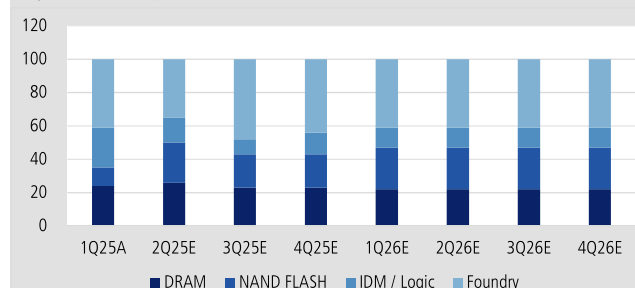
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 季營收比重(按客戶)

營收佔比，百分比



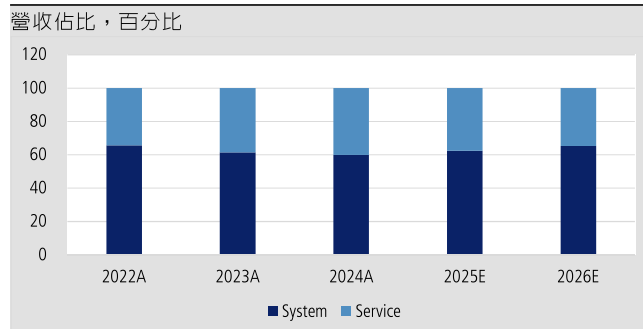
資料來源：彭博；凱基

圖 7: 公司概況

Lam Research 是全球半導體設備領導廠，專精於蝕刻（Etch）、薄膜沉積（Deposition）與清洗製程技術。隨著製程邁入 GAA、3D NAND 與先進封裝世代，Lam 憑藉其在高深寬比蝕刻、原子層沉積（ALD）、低溫蝕刻（Cryo Etch）等差異化平台，成為先進邏輯與記憶體製程的關鍵推動者。公司亦積極發展服務與成熟製程市場，維持穩健成長動能。

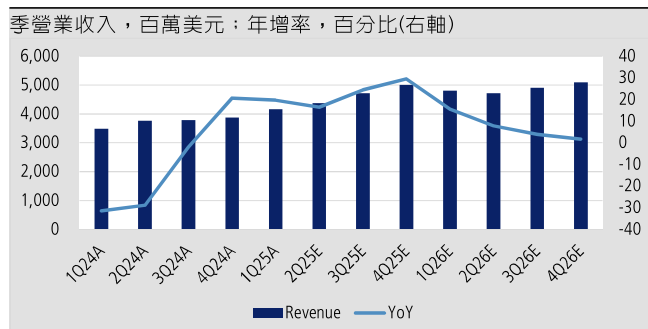
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比



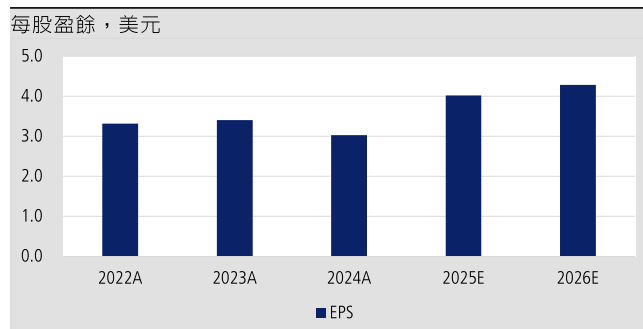
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 季營收與年增率



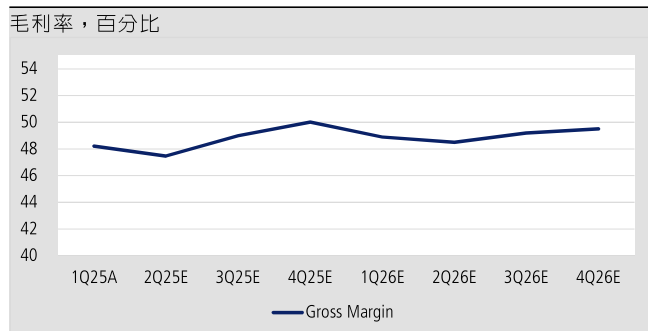
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘



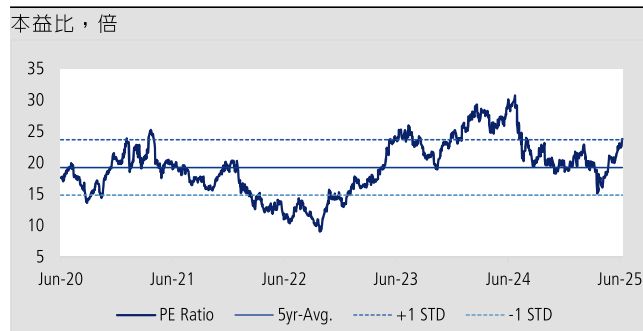
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率



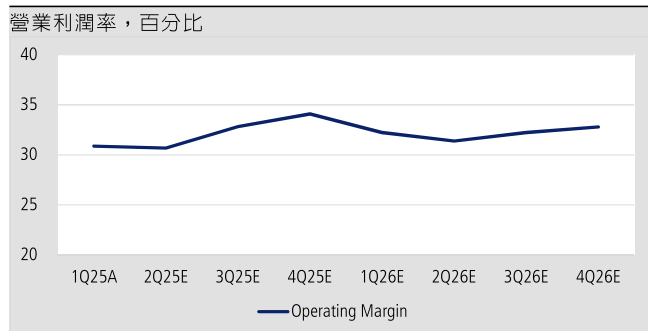
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比



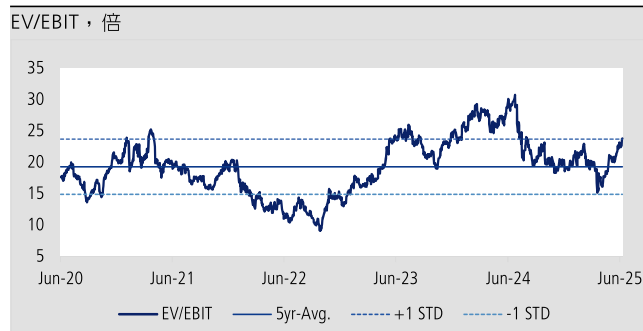
資料來源：彭博；凱基

圖 13: 營業利潤率



資料來源：公司資料；凱基

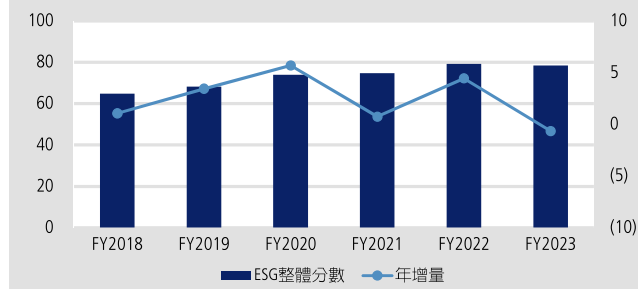
圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：ESG 整體分數

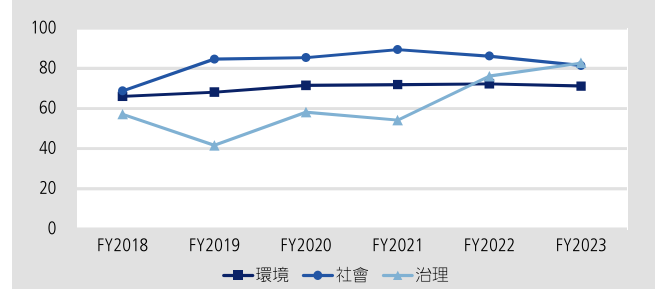
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：ESG 各項分數

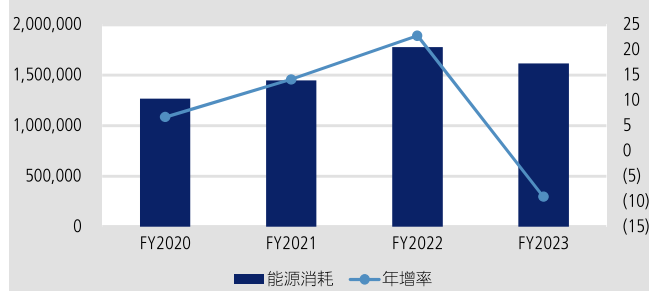
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：能源消耗

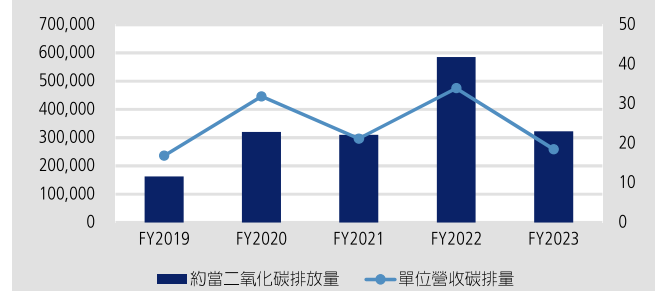
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排放量

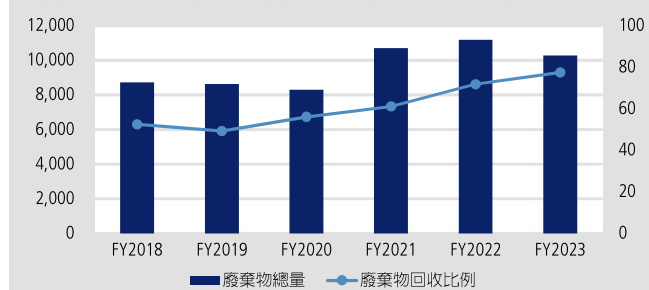
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量

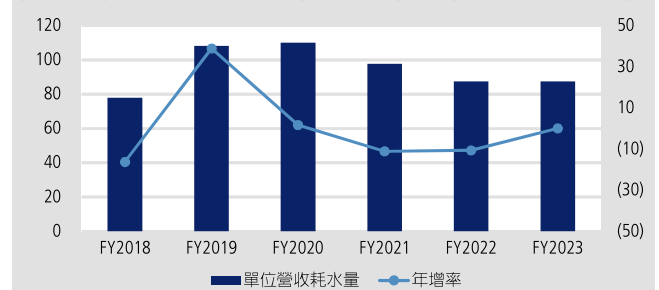
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量

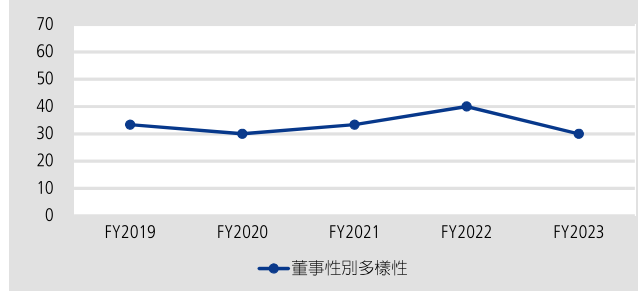
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：董事會性別多樣性

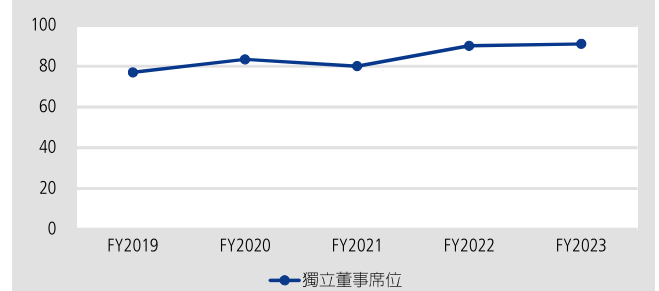
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：獨立董事

獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

ASML Holding

(ASML.AS/ASML US)



持有 · 重啓評等

收盤價 June 25 (US\$)	815.24
3 個月目標價 (US\$)	815.18
12 個月目標價 (US\$)	815.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	(0.0)

焦點內容

1. 光刻機的重要性隨製程演進移轉
2. 中國出口受限，高成長階段已過
3. High-NA 商用化進程趨緩

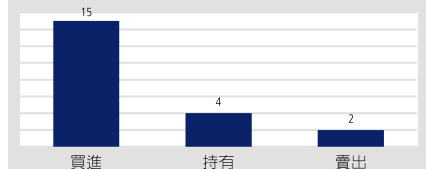
交易資料表

市值 (US\$bn):	321.1
流通在外股數 (百萬股):	394
機構持有比例 (%):	19.9
3M 平均成交量 (百萬股):	1.6
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	578.5-1110.1

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	15.5	13.9	(19.8)
相對表現 (%)	8.9	13.0	(31.0)

市場綜合評等

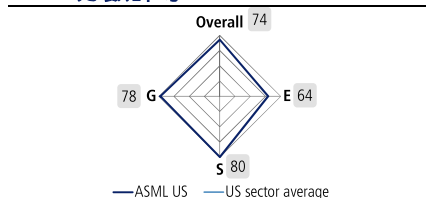
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	563	840	1,104
潛在報酬 (%)	(30.9)	3.0	35.4

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

光刻機的重要性隨製程演進而下降

重要訊息

我們重啓 ASML 評等，公司為全球前二大先進製程設備供應商，其中 EUV(極紫外光)光刻機市占率超過 90%。

評論及分析

光刻機的重要性隨製程演進移轉。隨先進製程由 FinFet 邁入 GAA，未來更進一步走向 CFET 與 2D 材料導入，未來製程瓶頸將更多集中在側向蝕刻、選擇性沉積、介面控制與異質整合等原子級工藝，而 ASML 核心技術仍以光刻為主，儘管 High-NA 可延續縮線趨勢，但我們認為製程重心已逐漸移轉，光刻機的主導性將逐步下降。

中國出口受限，高成長階段已過。ASML 過去數年大幅受惠於中國晶圓廠的建廠潮與成熟製程(DUV)設備拉貨潮，但自 2022 年美國實行出口管制後，ASML 除不得向中國出口 EUV 機台外，2024 年起高階 DUV(如 NXT:2050i)也被限制。此舉將壓縮 ASML 在中國市場的成長潛力。考量三大晶圓廠客戶已陸續完成 EUV 建置的資本支出，ASML 的高速成長將趨於平淡，未來營收增長仰賴新製程週期與 High-NA 量產，存在時程與需求落差風險。

High-NA 商用化進程趨緩。三大客戶台積電、Intel、三星在 High-NA EUV 的導入僅有 Intel，台積電與三星則保守預估在 2026-27 年導入，當前由於 Chiplet 與 CoWoS 的可擴展性較高，High-NA 機台除了價格高昂與環境要求更高，致使導入時程與量產效率仍存變數。儘管 2nm 應用將在明後年導入至消費性電子產品，但我們認為 Low-NA EUV 結合 SAQP 仍具成本與穩定性優勢，在 High-NA EUV 尚未被大規模採用下，公司成長動能有待觀察。

投資建議

我們重啓 ASML 評等，並給予「持有」評等，給予目標價 US\$815 元，以 2026 年每股盈餘及本益比 30 倍得出。

投資風險

總體需求疲弱、出口管制措施升級、全球地緣政治風險升溫。

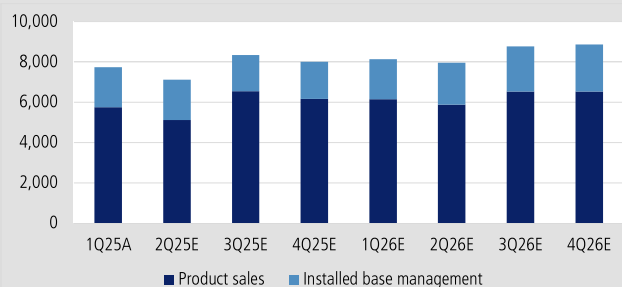
主要財務數據及估值

	Dec '22A	Dec '23A	Dec '24A	Dec '25E	Dec '26E
營業收入 (US\$百萬)	22,301	29,805	30,574	33,807	36,476
營業毛利 (US\$百萬)	11,270	15,289	15,677	17,666	19,293
營業利益 (US\$百萬)	6,888	9,820	9,799	10,964	12,370
稅後淨利 (US\$百萬)	5,955	8,508	8,220	9,238	10,456
每股盈餘 (US\$)	14.88	21.51	20.81	23.65	27.19
每股現金股利 (US\$)	6.11	6.60	6.92	7.58	9.04
營收成長率 (%)	1.3	33.6	2.6	10.6	7.9
每股盈餘增長率 (%)	(12.3)	44.6	(3.3)	13.7	15.0
毛利率 (%)	50.5	51.3	51.3	52.3	52.9
營業利益率 (%)	30.9	32.9	32.1	32.4	33.9
EBITDA Margin (%)	33.5	35.5	35.2	34.5	35.5
淨負債比 (%)	34.7	43.8	17.7	49.1	32.1
股東權益報酬率 (%)	58.0	63.8	58.3	41.0	43.6

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 1: 產品營收(按業務)

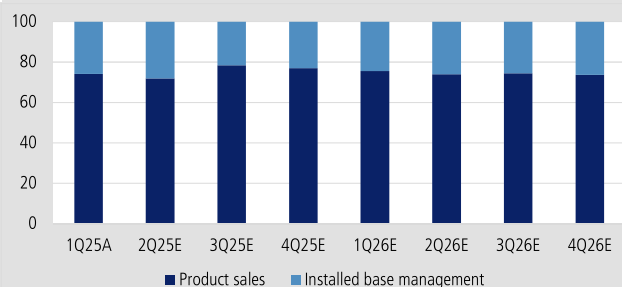
季營業收入，百萬歐元



資料來源：凱基

圖 2: 產品營收比重(按業務)

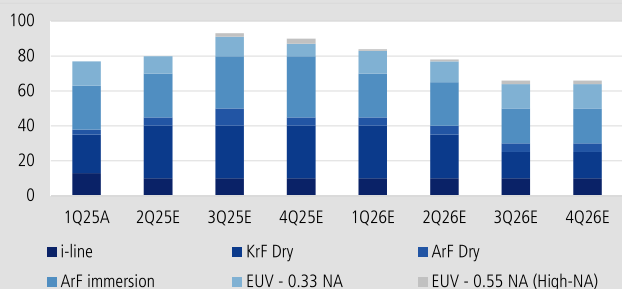
季營業收入，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: 設備出貨量預估

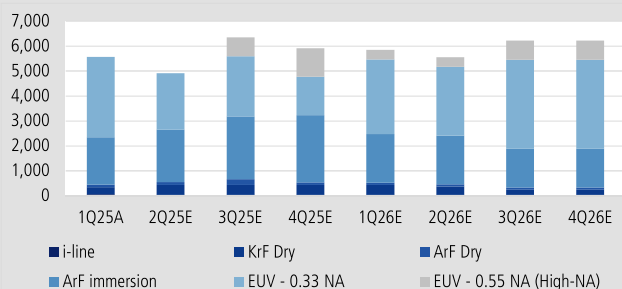
台數，個



資料來源：公司資料；凱基

圖 4: 設備營收貢獻

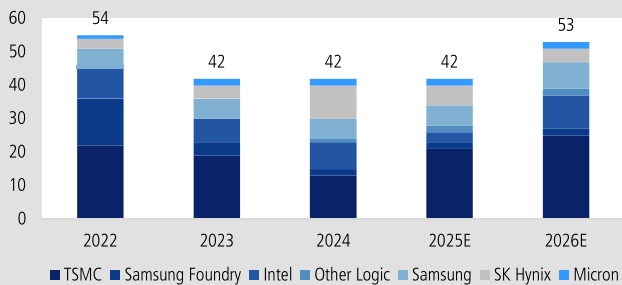
季營業收入，百萬歐元



資料來源：公司資料；凱基

圖 5: 0.33 NA EUV 機台出貨量

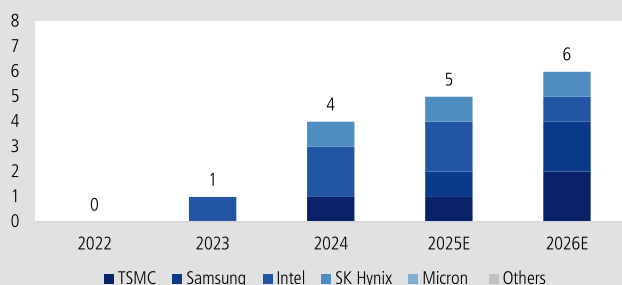
台數，個



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 0.55 NA EUV 機台出貨量

台數，個



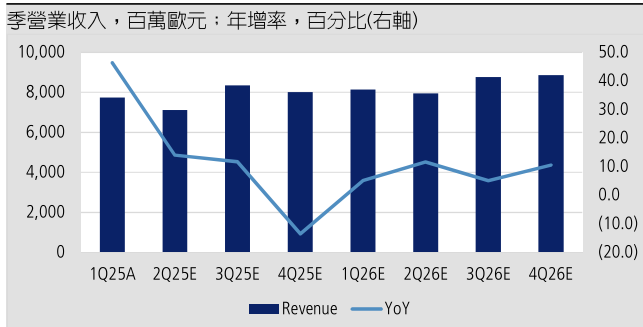
資料來源：彭博；凱基

圖 7: 公司概況

ASML 是全球唯一能提供極紫外光（EUV）光刻機的半導體設備公司，公司專注於研發與製造先進光刻系統，產品涵蓋深紫外光（DUV）與 EUV 系統，廣泛應用於 7 奈米以下先進製程。ASML 與全球主要晶圓代工與 IDM 業者如台積電、Intel、Samsung 長期合作，並透過長期保養、升級與零件服務維持穩定營收來源。憑藉高技術門檻與市場壟斷地位，ASML 在全球半導體設備市場中具高度議價力與成長性。

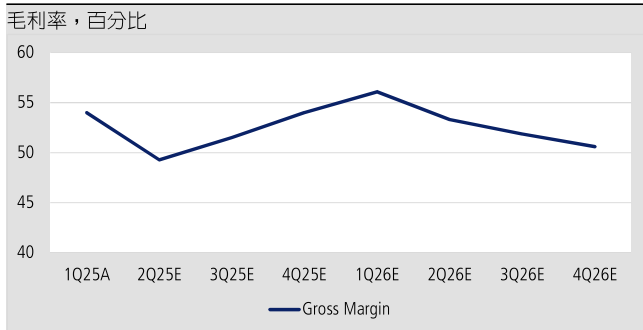
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 季營收與年增率



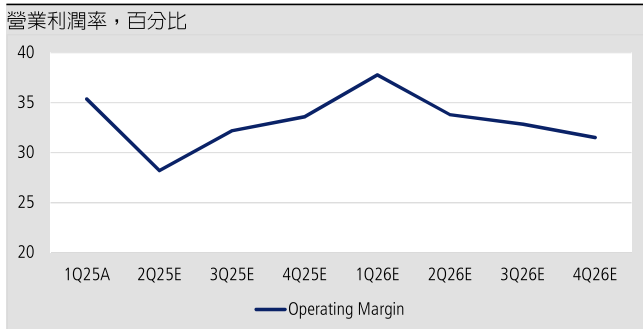
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率



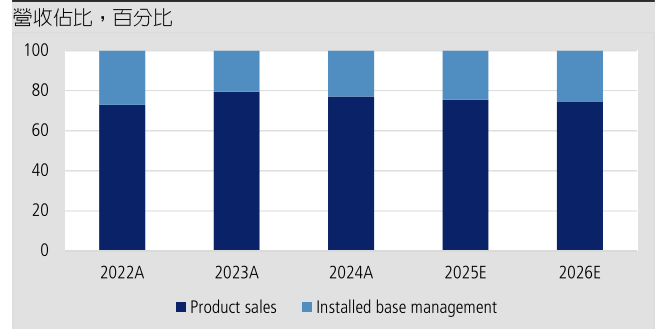
資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 營業利潤率



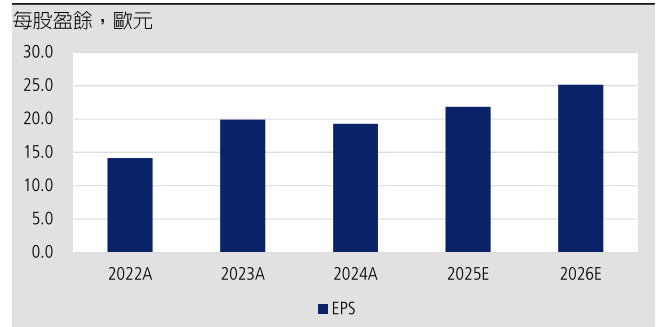
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比



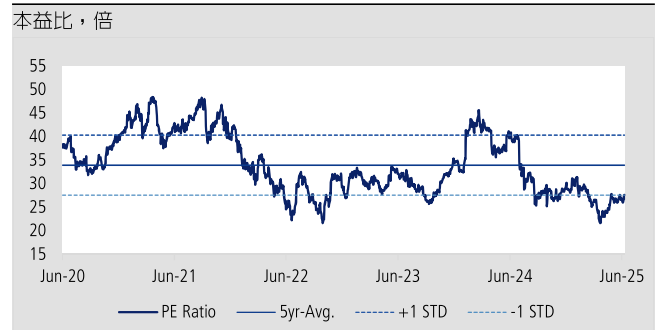
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘



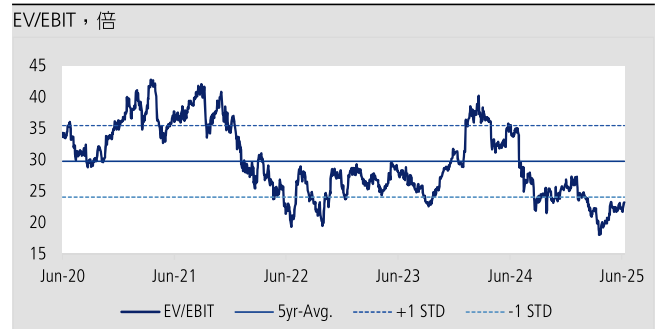
資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估本益比



資料來源：彭博；凱基

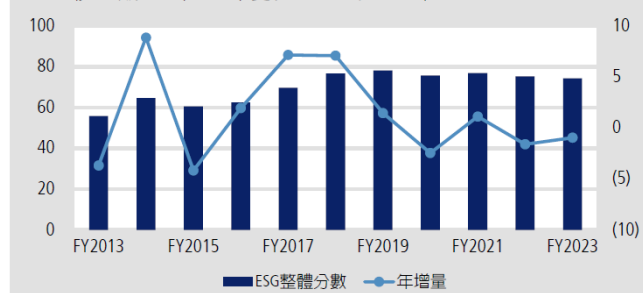
圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：ESG 整體分數

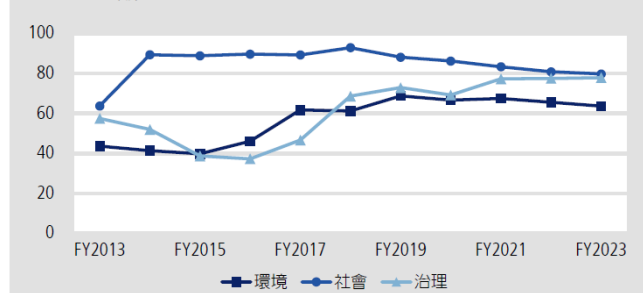
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：ESG 各項分數

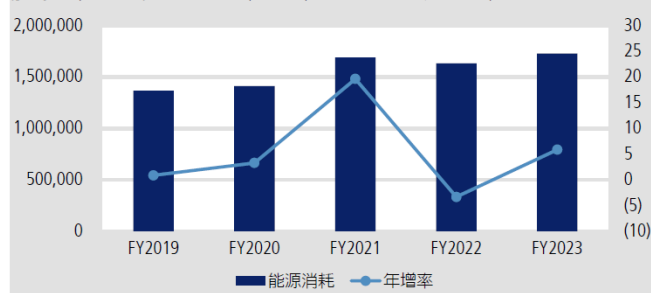
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：能源消耗

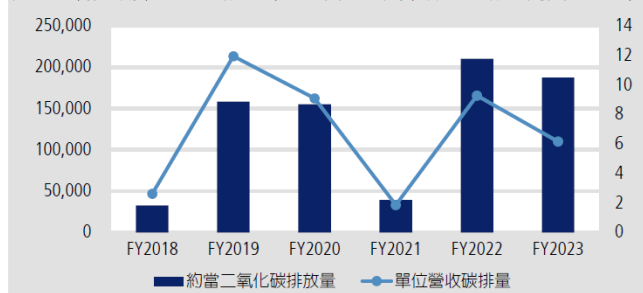
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排放量

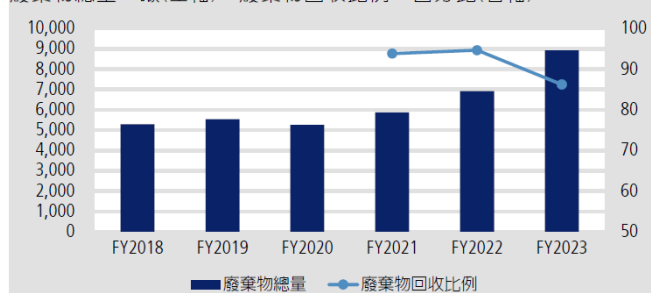
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量

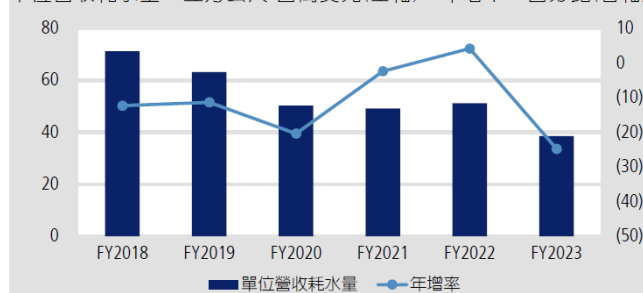
廢棄物總量，噸 (左軸)：廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量

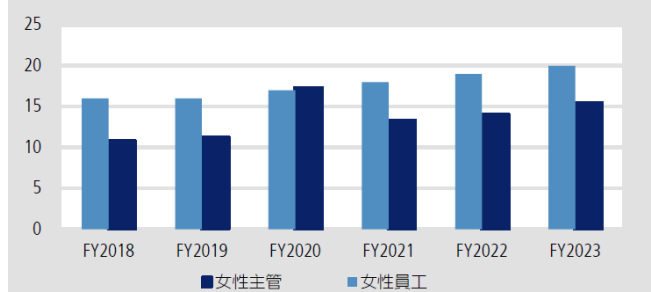
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：性別多樣性

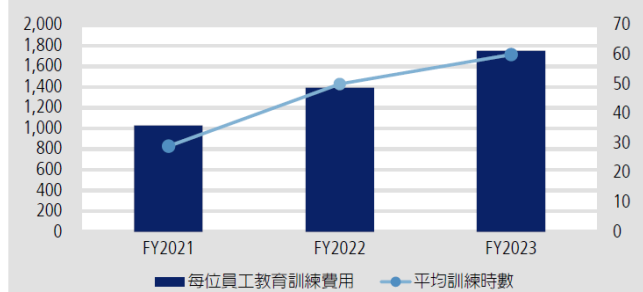
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：員工訓練

員工人均訓練成本，美元 (左軸)：人均年訓練時數，小時 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

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。