

ARM Holding (ARM.O/ARM US)

展望雖優於預期，但不確定性風險增加

持有・維持

收盤價 February 04 (US\$)	104.9
3 個月目標價 (US\$)	117.4
12 個月目標價 (US\$)	155.0
前次目標價 (US\$)	160.0
調降 (%)	(3.1)
上漲空間 (%)	47.8

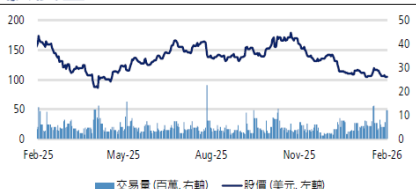
焦點內容

- 3Q26 營運優於市場預期。
- 4Q26 展望優於預期，缺料影響性較小。
- 評價雖回撤 57%，但缺失短期股價成長動能。

交易資料表

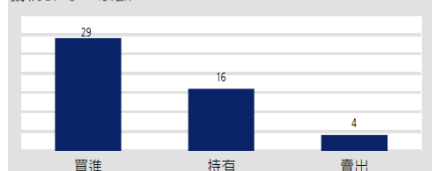
市值 (US\$bn):	111.3		
流通在外股數 (百萬股):	1,061.0		
機構持有比例 (%):	7.68		
3M 平均成交量 (百萬股):	5.17		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	80-183.2		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(34.5)	(23.6)	(39.5)
相對表現 (%)	(35.8)	(32.8)	(53.0)

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)	80	158	210
潛在報酬 (%)	(23.7)	50.4	100.2

資料來源：Bloomberg

重要訊息

ARM 公告優於市場預期的 3Q26 財報與展望，但仍欠缺短期成長動能。

評論及分析

3Q26 營運優於市場預期。3Q26 營收 US\$12.43 億，季增 9.4%，年增 26.3%，位於公司指引 US\$11.75-12.75 億上緣，且略優於市場共識的 US\$12.30 億。毛利率 98.3%、營業率 40.7%、每股盈餘 US\$0.43，均優於市場預期的 97.8%/39.7%/\$0.41。其中，授權金營收 US\$5.05 億，季減 2%，雖低於市場預期，但權利金營收受惠於單晶片價格提升與資料中心出貨量雙位數增長，季增 19%達 US\$7.37 億，優於市場共識。

4Q26 展望優於預期，缺料影響性較小。4Q26 營收預估 US\$14.2-15.2 億，以營收中值計算，季增 8%，優於市場共識的 US\$14.31 億。其中，權利金預估季減中個位數，授權金則季增 45%+。營運費用季增 4%達 US\$7.45 億，每股盈餘預估 US\$0.54-0.62，按中值計算，優於市場共識的 US\$0.56 元。儘管公司預期手機出貨量全年受記憶體缺料下滑 15-20%，但中高階手機 ASP 提升可彌補部分損失，預估僅影響手機權利金收入 4-6%。

評價雖回撤 57%，但缺失短期股價成長動能。自 2025 年 10 月股價高點(US\$178.6)，股價已下滑約 58%，以 2027 年每股盈餘 US\$2.10 計算，當前前瞻本益比已下滑至 50 倍，但以 PEG 角度來看仍舊高達 2.5 倍。從基本面來看，短期手機出貨量不確定性因素增加、營業費用增速持續大於營收增速、Softbank AI 晶片尚未貢獻營收，我們認為短期成長動能仍舊乏力。

投資建議

反映優於預期的財報與展望，我們調整 2026-27 年每股盈餘至 US\$1.75/\$2.10 元，維持「持有」評等並下調目標價至 US\$155 元，以 2027 年每股盈餘與歷史平均本益比 73.3 倍得出。

投資風險

記憶體缺料緩解、資料中心營收大幅上升、ASIC 營收貢獻提前發生。

主要財務數據及估值

	Mar 22A	Mar 23A	Mar 24A	Mar 25A	Mar 26E	Mar 27E
營業收入 (US\$百萬)	2,704	2,679	3,233	4,007	4,881	5,876
營業毛利 (US\$百萬)	2,582	2,579	3,131	3,920	4,796	5,788
營業利益 (US\$百萬)	731	782	1,375	1,871	2,059	2,357
稅後淨利 (US\$百萬)	536	656	1,308	1,737	1,876	2,241
每股盈餘 (US\$)	0.52	0.64	1.25	1.63	1.75	2.10
每股現金股利 (US\$)	-	-	-	-	-	-
營收成長率 (%)	33.3	(0.9)	20.7	23.9	21.8	20.4
每股盈餘增長率 (%)	946.0	22.1	96.0	30.6	7.2	19.7
毛利率 (%)	95.5	96.3	96.8	97.8	98.3	98.5
營業利益率 (%)	27.0	29.2	42.5	46.7	42.2	40.1
EBITDA Margin (%)	33.6	35.4	47.4	51.3	47.0	44.3
淨負債比 (%)	83.5	69.5	49.7	30.6	41.4	38.5
股東權益報酬率 (%)	15.11	16.19	24.71	25.40	23.22	21.30

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 3Q26 財報與 4Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬美元	3Q26							4Q26F						
	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	1,242	1,213	2.4	9.4	26.3	1,230	1.0	1,451	1,396	3.9	16.8	16.9	1,431	1.4
毛利	1,221	1,194	2.2	9.5	26.7	1,202	1.6	1,429	1,375	3.9	17.0	17.0	1,403	1.9
營業利益	505	473	6.8	8.1	14.3	488	3.5	675	558	20.8	33.6	3.0	676	(0.2)
稅後淨利	457	434	5.3	9.6	9.6	438	4.2	624	522	19.4	36.5	6.8	604	3.3
每股盈餘 (美元)	0.43	0.41	5.3	9.6	9.1	0.41	4.3	0.58	0.49	19.4	36.5	6.4	0.56	4.2
毛利率 (%)	98.3	98.5	(0.2)ppts	0.1 ppts	0.2 ppts	97.8	0.6 ppts	98.5	98.5	(0.1)ppts	0.2 ppts	0.1 ppts	98.0	0.5 ppts
營利率 (%)	40.7	39.0	1.7 ppts	(0.5)ppts	(4.3)ppts	39.7	1.0 ppts	46.5	40.0	6.5 ppts	5.8 ppts	(6.3)ppts	47.2	(0.7)ppts
淨利率 (%)	36.8	35.8	1.0 ppts	0.1 ppts	(5.6)ppts	35.7	1.1 ppts	43.0	37.4	5.6 ppts	6.2 ppts	(4.1)ppts	42.2	0.8 ppts

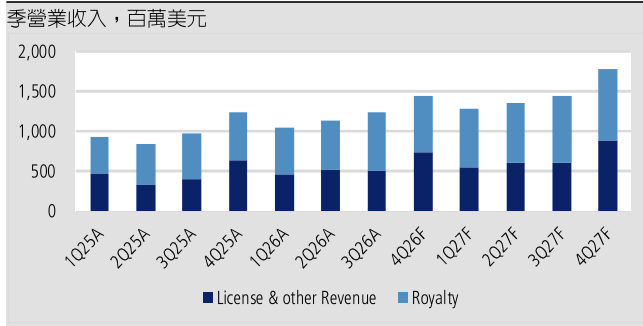
資料來源：凱基預估：Bloomberg

圖 2: 2026-27 年財測修正與市場共識

Non-GAAP 百萬美元	2026F						2027F					
	修正後	修正前	調整 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調整 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	4,881	4,796	1.8	21.8	4,857	0.5	5,876	5,843	0.6	20.4	5,916	(0.7)
毛利	4,796	4,715	1.7	22.3	4,747	1.0	5,788	5,756	0.6	20.7	5,802	(0.2)
營業利益	2,059	1,910	7.8	10.0	2,044	0.7	2,357	2,604	(9.5)	14.5	2,694	(12.5)
稅後淨利	1,872	1,747	7.1	7.7	1,839	1.8	2,241	2,358	(5.0)	19.7	2,450	(8.5)
每股盈餘 (美元)	1.75	1.64	7.1	7.2	1.72	1.9	2.10	2.21	(5.0)	19.7	2.28	(8.0)
毛利率 (%)	98.3	98.3	(0.1)ppts	0.4 ppts	97.7	0.5 ppts	98.5	98.5	0.1 ppts	0.2 ppts	98.1	0.4 ppts
營利率 (%)	42.2	39.8	2.4 ppts	(4.5)ppts	42.1	0.1 ppts	40.1	44.6	(4.5)ppts	(2.1)ppts	45.5	(5.4)ppts
淨利率 (%)	38.3	36.4	2.0 ppts	(5.0)ppts	37.9	0.5 ppts	38.1	40.4	(2.3)ppts	(0.2)ppts	41.4	(3.3)ppts

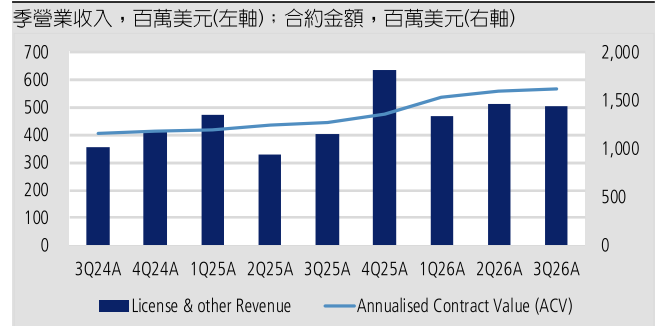
資料來源：凱基預估：Bloomberg

圖 3: ARM 營收結構



資料來源：公司資料：凱基

圖 4: 授權金營收與年化合約金額



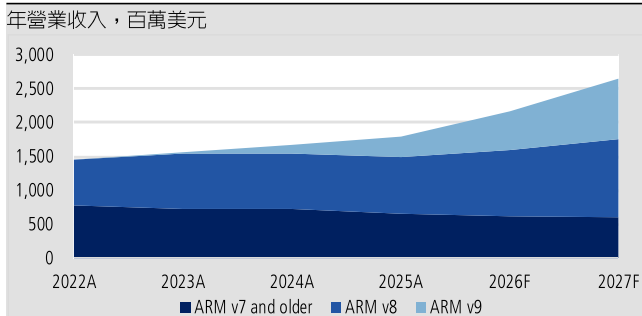
資料來源：公司資料：凱基

圖 5: 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)。

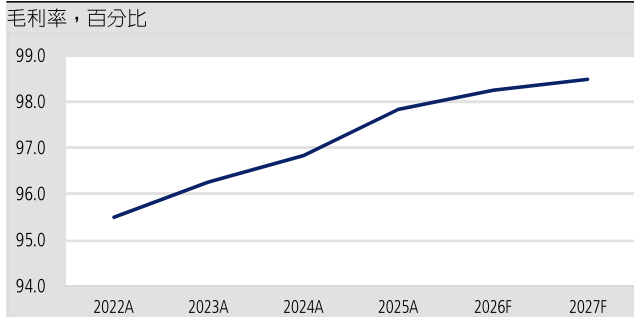
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: ARM 架構營收



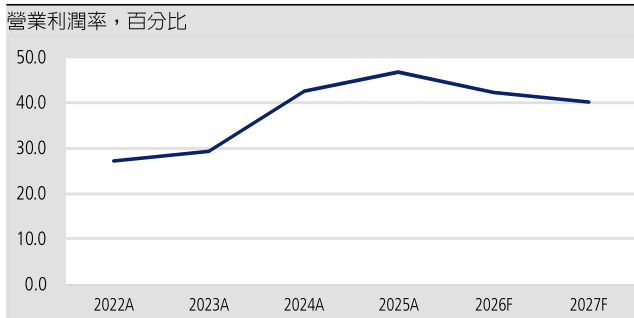
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 營業利潤率



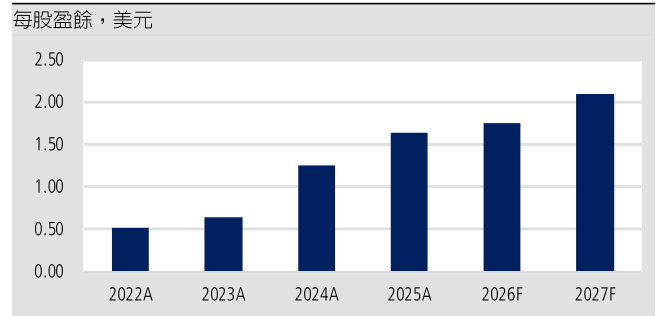
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 各類產品營收佔比



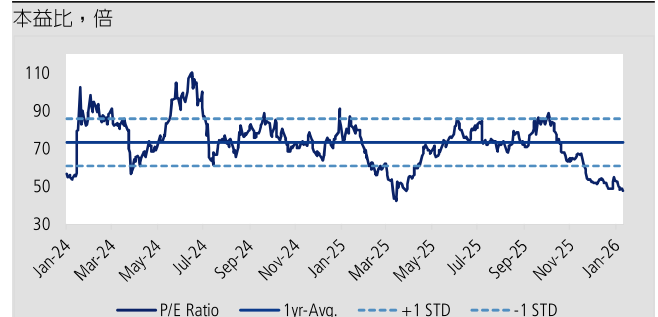
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈餘



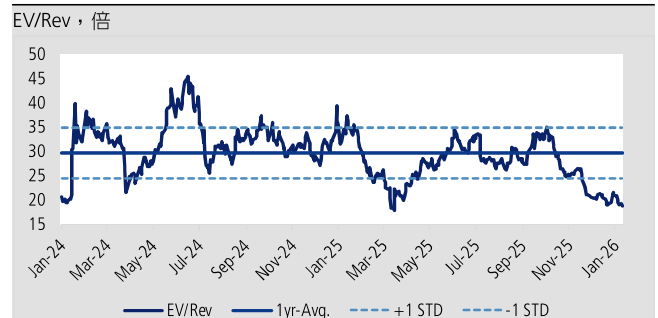
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 未來 12 個月預估本益比

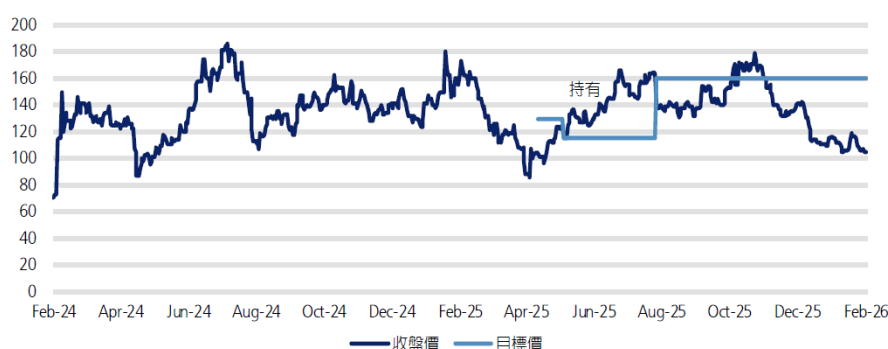


資料來源：彭博；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估 EV/Rev



資料來源：彭博；凱基

ARM Holding – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2025-04-15	持有	130	105
2025-05-08	持有	115	124
2025-07-31	持有	160	163
2025-11-06	持有	160	160

資料來源：彭博；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。