

ARM Holding (ARM.O/ARM US)

短期動能暫歇，且評價仍舊過高

持有·維持

收盤價 May 6 (US\$)	237.3
3 個月目標價 (US\$)	228.0
12 個月目標價 (US\$)	200.0
前次目標價 (US\$)	155.0
調升 (%)	29.0
上漲空間 (%)	(15.7)

焦點內容

1. 4Q26 營運優於市場預期。
2. AGI CPU 將於 4Q27 貢獻營收。
3. 短期動能暫歇，且評價仍舊過高。

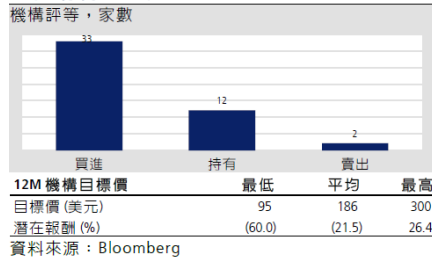
交易資料表

市值 (US\$bn):	252.0
流通在外股數 (百萬股):	1,062
機構持有比例 (%):	8.7
3M 平均成交量 (百萬股):	7.5
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	100.0-239.5
股價表現	3M 6M 12M
絕對表現 (%)	91.8 55.7 91.1
相對表現 (%)	85.6 46.3 60.3

股價圖



市場綜合評等



重要訊息

ARM 公告略優於市場預期的 4Q26 財報與展望，AGI CPU 仍是市場關注焦點。

評論及分析

4Q26 營運優於市場預期。 營收 US\$14.9 億，季增 20%，位於公司指引上緣，並優於市場共識的 US\$14.71 億，主要受惠於授權金新增兩項 CSS 授權協議(手機/網通晶片)，致使營收季增 62% 達 US\$8.2 億，權利金收入則受到消費性電子產品需求疲軟，季減 9% 達 US\$6.7 億。毛利率 98.3%、營益率 49.1%、每股盈餘 US\$0.60，均優於市場預期的 98.2%/47.4%/\$0.58。

AGI CPU 將於 4Q27 貢獻營收。 1Q27 營收預估 US\$12.1-13.1 億，以中值計算，季減 15.4%，略優於市場共識的 US\$12.46 億。其中，權利金、授權金預估皆將年增約 20%，每股盈餘預估 US\$0.36-0.44，亦優於市場共識的 US\$0.37 元。公司預期 4Q27 AGI CPU 將開始貢獻營收，並表示需求較前次 ARM Anywhere 大會翻倍至 US\$20 億，但受限於產能，公司仍舊預期 2027-28 年營收將貢獻 US\$10 億。

短期動能暫歇，且評價仍舊過高。 自三月大會後股價已上漲 50%，一部分反映財年 2026-31 年 CAGR 40%，以及 Agentic AI 對 CPU 需求的爆發性成長題材，但由於營收貢獻較晚，法說會後短期動能暫歇。同時，在先進製程產能吃緊的情況下，晶片交付仍存風險。當前股價交易在 2028 年每股盈餘的 70 倍本益比，1.77 倍 PEG，以及 2031 年目標每股盈餘(US\$9.0)的 26 倍，我們認為評價應已提前反映相關營收貢獻。

投資建議

我們略微上調 2027-28 年每股盈餘至 US\$2.12/\$3.11 元，維持「持有」評並上調目標價至 US\$200 元，以 2028 財年每股盈餘與 1.5 倍 PEG 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 23A	Mar 24A	Mar 25A	Mar 26A	Mar 27E	Mar 28E
營業收入 (US\$百萬)	2,679	3,233	4,007	4,920	5,865	7,991
營業毛利 (US\$百萬)	2,579	3,131	3,920	4,832	5,722	7,362
營業利益 (US\$百萬)	782	1,375	1,871	2,115	2,496	3,536
稅後淨利 (US\$百萬)	656	1,308	1,737	1,889	2,259	3,327
每股盈餘 (US\$)	0.64	1.25	1.63	1.77	2.12	3.11
每股現金股利 (US\$)	-	-	-	-	-	-
營收成長率 (%)	(0.9)	20.7	23.9	22.8	19.2	36.2
每股盈餘增長率 (%)	22.1	96.0	30.6	8.3	19.6	47.2
毛利率 (%)	96.3	96.8	97.8	98.2	97.6	92.1
營業利益率 (%)	29.2	42.5	46.7	43.0	42.6	44.3
EBITDA Margin (%)	35.4	47.4	51.3	47.8	46.8	47.9
淨負債比 (%)	69.5	49.7	30.6	42.9	46.3	49.9
股東權益報酬率 (%)	16.19	24.71	25.40	23.34	21.40	23.57

資料來源: 公司資料; 凱基

圖 1: 4Q26 財報與 1Q27 預估修正暨市場共識比較

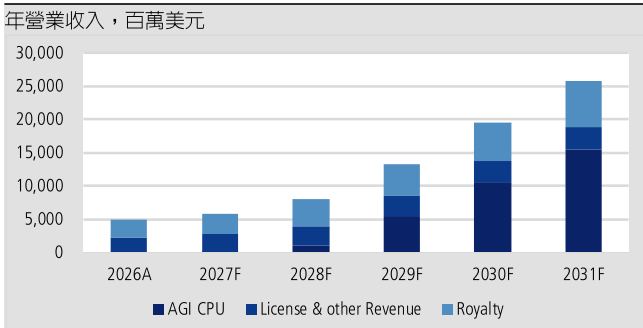
Non-GAAP 百萬美元	4Q26							1Q27F						
	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	1,490	1,451	2.7	20.0	20.1	1,471	1.3	1,273	1,282	(0.7)	(14.6)	20.9	1,246	2.1
毛利	1,465	1,429	2.5	20.0	20.0	1,443	1.5	1,251	1,263	(0.9)	(14.6)	21.4	1,221	2.5
營業利益	731	675	8.4	44.8	11.6	697	4.9	494	436	13.4	(32.4)	19.9	428	15.4
稅後淨利	641	624	2.8	40.3	9.8	624	2.7	451	414	9.0	(29.7)	20.6	389	16.0
每股盈餘 (美元)	0.60	0.58	2.9	40.4	9.5	0.58	2.8	0.42	0.39	9.1	(29.7)	20.2	0.37	15.7
毛利率 (%)	98.3	98.5	(0.2)ppts	0.0 ppts	(0.1)ppts	98.2	0.2 ppts	98.3	98.5	(0.2)ppts	0.0 ppts	0.4 ppts	98.0	0.4 ppts
營利率 (%)	49.1	46.5	2.6 ppts	8.4 ppts	(3.7)ppts	47.4	1.7 ppts	38.8	34.0	4.9 ppts	(10.2)ppts	(0.3)ppts	34.3	4.5 ppts
淨利率 (%)	43.0	43.0	0.0 ppts	6.2 ppts	(4.0)ppts	42.5	0.6 ppts	35.4	32.3	3.2 ppts	(7.6)ppts	(0.1)ppts	31.2	4.2 ppts

資料來源：凱基預估；Bloomberg

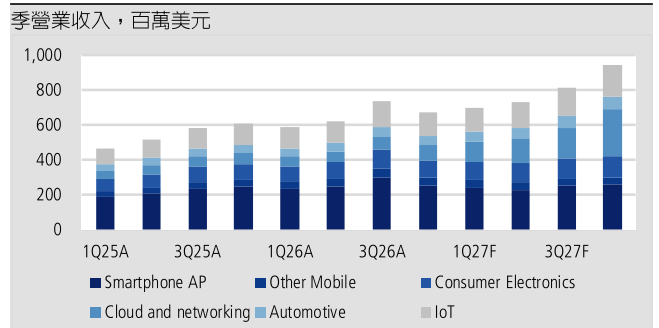
圖 2: 2027-28 年財測修正與市場共識

Non-GAAP 百萬美元	2027F						2028F					
	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	5,865	5,976	(1.9)	19.2	5,960	(1.6)	7,991	7,943	0.6	36.2	7,585	5.3
毛利	5,722	5,780	(1.0)	18.4	5,820	(1.7)	7,362	7,184	2.5	28.7	7,159	2.8
營業利益	2,496	2,293	8.9	18.0	2,528	(1.3)	3,536	3,490	1.3	41.7	3,415	3.5
稅後淨利	2,259	2,191	3.1	19.6	2,301	(1.8)	3,327	3,329	(0.1)	47.2	3,109	7.0
每股盈餘 (美元)	2.12	2.05	3.2	19.6	2.16	(1.9)	3.11	3.11	0.0	47.2	2.94	5.8
毛利率 (%)	97.6	96.7	0.9 ppts	(0.6)ppts	97.7	(0.1)ppts	92.1	90.4	1.7 ppts	(5.4)ppts	94.4	(2.3)ppts
營利率 (%)	42.6	38.4	4.2 ppts	(0.4)ppts	42.4	0.1 ppts	44.3	43.9	0.4 ppts	1.7 ppts	45.0	(0.8)ppts
淨利率 (%)	38.5	36.7	1.9 ppts	0.1 ppts	38.6	(0.1)ppts	41.6	41.9	(0.3)ppts	3.1 ppts	41.0	0.6 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

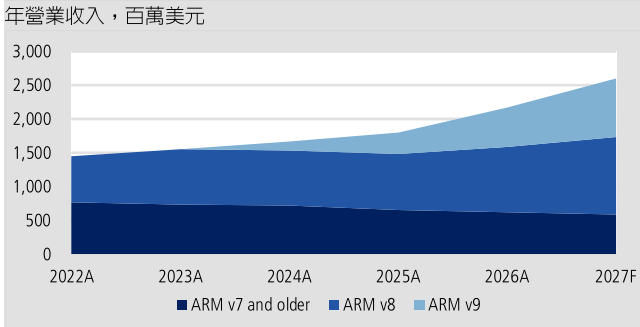
圖 4: 權利金營收(按應用別)


資料來源：公司資料；凱基

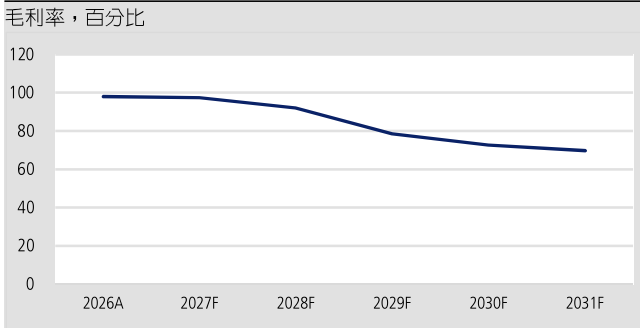
圖 5: 公司概況

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)。

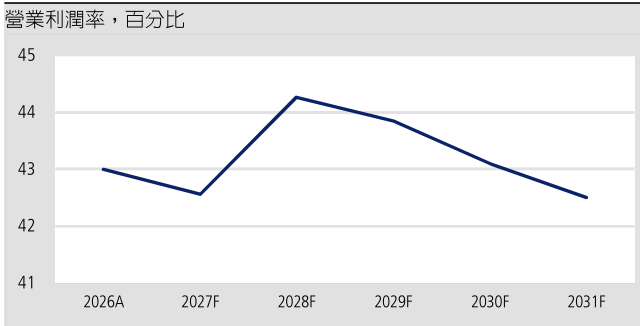
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: ARM 架構營收


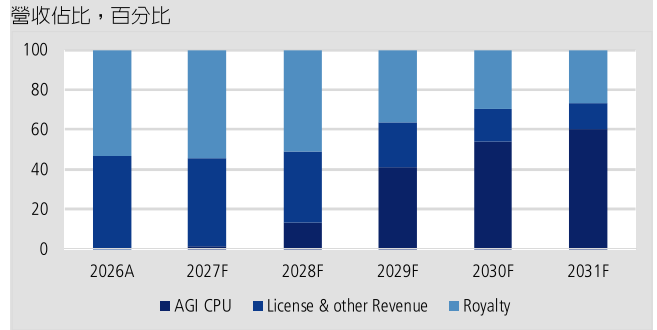
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率


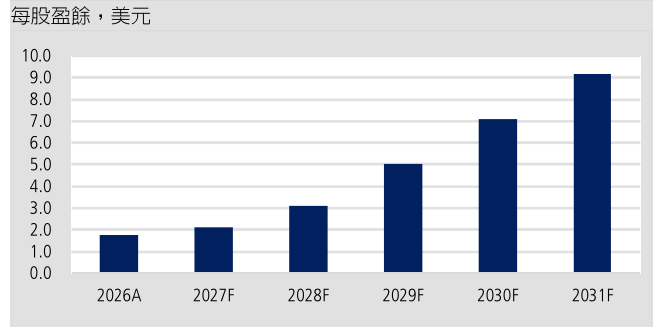
資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 營業利潤率


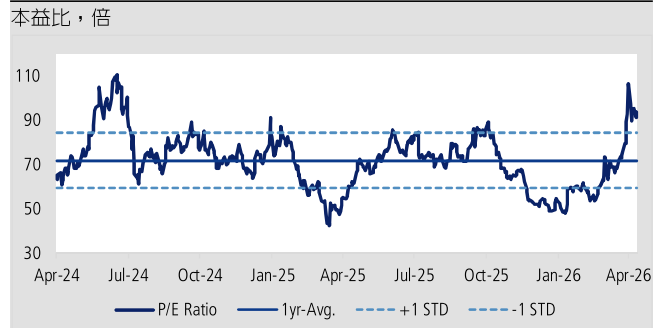
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 各類產品營收佔比


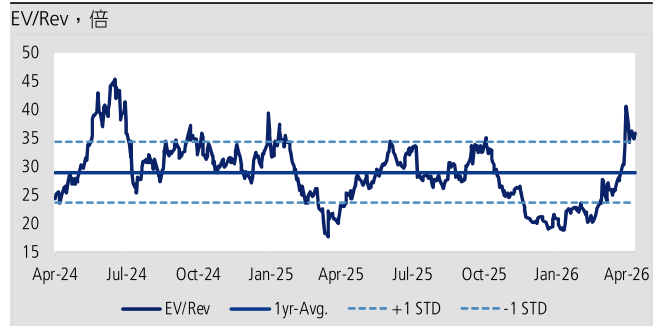
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈餘


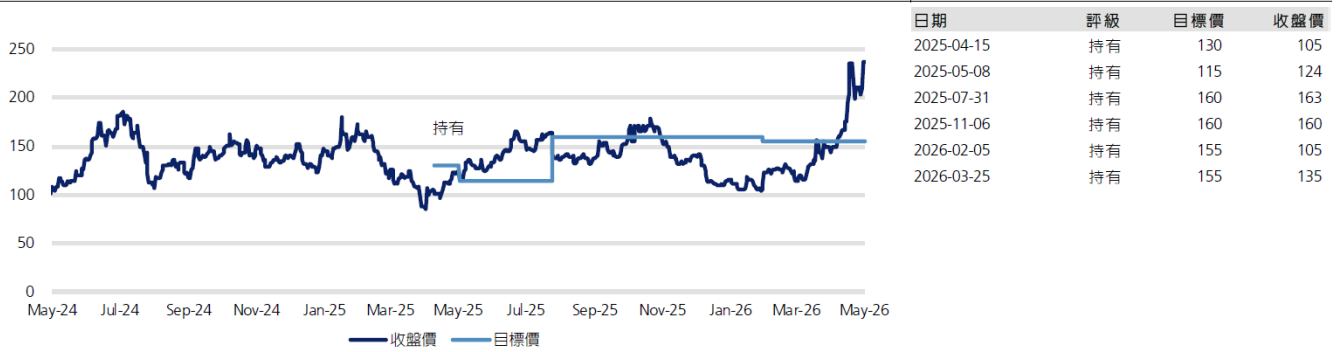
資料來源：公司資料；凱基

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


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内部研究活動。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，并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。