

## ARM Holding (ARM.O/ARM US)

### CPU 晶片首發，但仍有待市場驗證

#### 持有 · 維持

收盤價 March 24 (US\$)	134.96
3 個月目標價 (US\$)	140.0
12 個月目標價 (US\$)	155.0
前次目標價 (US\$)	155.0
維持 (%)	N/A
上漲空間 (%)	14.8

#### 焦點內容

1. 發布首款專為 Agentic AI 設計的 CPU 產品。
2. AI 資料中心營收將大幅成長。
3. 實際投片量仍需觀察。

#### 交易資料表

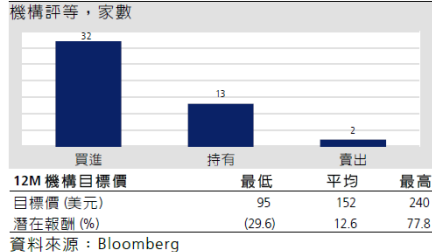
市值 (US\$bn):	143.3
流通在外股數 (百萬股):	1,062
機構持有比例 (%):	8.2
3M 平均成交量 (百萬股):	5.9
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	80-183.2

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	21.0	(4.0)	8.6
相對表現 (%)	26.4	(3.3)	(4.9)

#### 股價圖



#### 市場綜合評等



#### 重要訊息

ARM 舉辦 ARM Everywhere 大會，會中展示首款 AGI CPU 產品。

#### 評論及分析

**發布首款 AGI CPU 產品。**與過往授權 IP 不同，該 CPU 晶片將直接銷售給客戶，Meta 與 Open AI 等成為首批客戶。該晶片採用 TSMC 3nm 製程，內含 136 顆核心，並支援 96 條 PCIe Gen 6 通道與 CSL 3.0。單核效能約 300W (對比傳統 x86 CPU 約 350-500w)。機櫃效能有望達到 x86 同級產品的 2 倍，節省每 GW US\$100 億資本支出，並承諾將持續開發後續兩代產品。

**AI 資料中心營收將大幅成長。**過去資料中心調度每 GW 約需要 3,000 萬顆核心，但到了 Agentic AI，受惠於運行腳本、任務調度等，核心數量上升到每 GW 約 1.2 億顆。管理層預計 AI 資料中心相關業務將帶來約 US\$1,000 億潛在市場規模，並表示預估該晶片營收將在 2031 年貢獻 US\$150 億，總營收達 US\$250 億 (對比 2025 年營收 US\$40 億)，每股盈餘達 US\$9.0 元。

**實際投片量仍需觀察。**我們認同 Agentic AI 推動伺服器 CPU 需求大幅成長，但 ARM CPU 仍有待市場考驗，例如：1) 目前大型 CSP 業者均具有 CPU 設計能力；2) ARM 架構伺服器難以相容 x86 伺服器；3) 台積電 3nm 產能吃緊，新客戶爭取產能不易。此外，晶片業務將稀釋公司獲利率 (長期毛利率約 50%，營利率 30%)，我們仍需看到供應鏈更大規模的投片，才會反轉我們對 ARM 公司估值過高的疑慮。

#### 投資建議

預估晶片業務將在 2026 年底 (FY27) 開始貢獻營收，短期雖衝擊獲利率，但預估 2028 財年每股盈餘有望超過 US\$3.0 元，高於市場預估 US\$2.7 元。我們認為短期題材雖正向，但中長期仍有待市場考驗，維持「持有」評等與目標價 US\$155 元。

#### 投資風險

投片量大幅提升、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 26E	Mar 27E	Mar 28E
營業收入 (US\$百萬)	2,679	3,233	4,007	4,881	5,976	7,943
營業毛利 (US\$百萬)	2,579	3,131	3,920	4,796	5,780	7,184
營業利益 (US\$百萬)	782	1,375	1,871	2,059	2,293	3,490
稅後淨利 (US\$百萬)	656	1,308	1,737	1,876	2,191	3,329
每股盈餘 (US\$)	0.64	1.25	1.63	1.75	2.05	3.11
每股現金股利 (US\$)	-	-	-	-	-	-
營收成長率 (%)	(0.9)	20.7	23.9	21.8	22.4	32.9
每股盈餘增長率 (%)	22.1	96.0	30.6	7.2	17.0	51.9
毛利率 (%)	96.3	96.8	97.8	98.3	96.7	90.4
營業利益率 (%)	29.2	42.5	46.7	42.2	38.4	43.9
EBITDA Margin (%)	35.4	47.4	51.3	47.0	42.5	47.6
淨負債比 (%)	69.5	49.7	30.6	41.4	52.1	52.3
股東權益報酬率 (%)	16.19	24.71	25.40	23.22	20.92	23.73

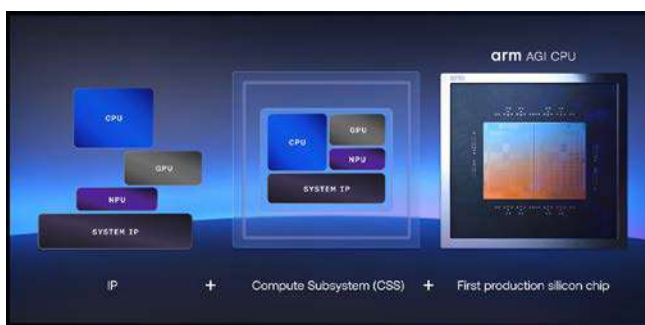
資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 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	4,881	0.0	21.8	4,857	0.5	5,976	5,876	1.7	22.4	5,916	1.0
毛利	4,796	4,796	0.0	22.3	4,747	1.0	5,780	5,788	(0.1)	20.5	5,802	(0.4)
營業利益	2,059	2,059	0.0	10.0	2,044	0.7	2,293	2,357	(2.7)	11.4	2,694	(14.9)
稅後淨利	1,872	1,872	0.0	7.7	1,839	1.8	2,191	2,241	(2.2)	17.1	2,450	(10.6)
每股盈餘 (美元)	1.75	1.75	0.0	7.2	1.72	1.9	2.05	2.10	(2.4)	17.0	2.28	(10.1)
毛利率 (%)	98.3	98.3	0.0 ppts	0.4 ppts	97.7	0.5 ppts	96.7	98.5	(1.8)ppts	(1.5)ppts	98.1	(1.3)ppts
營利率 (%)	42.2	42.2	0.0 ppts	(4.5)ppts	42.1	0.1 ppts	38.4	40.1	(1.8)ppts	(3.8)ppts	45.5	(7.2)ppts
淨利率 (%)	38.3	38.3	0.0 ppts	(5.0)ppts	37.9	0.5 ppts	36.7	38.1	(1.5)ppts	(1.7)ppts	41.4	(4.8)ppts

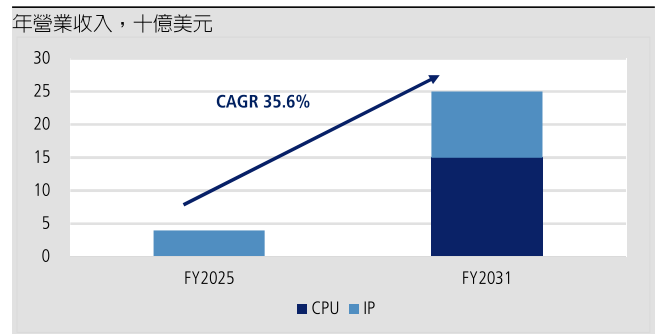
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2: ARM 新增 AGI CPU 作為營收貢獻



資料來源：公司資料；凱基

圖 3: FY2031 營收預估達 US\$250 億

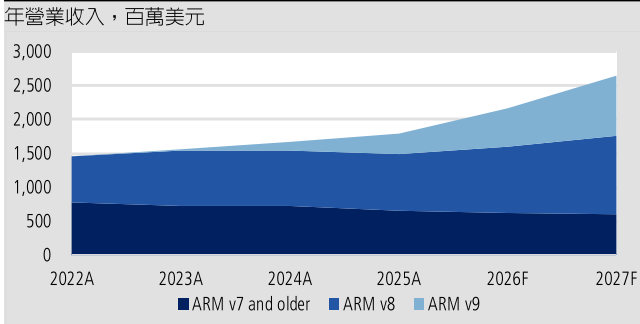


資料來源：公司資料；凱基

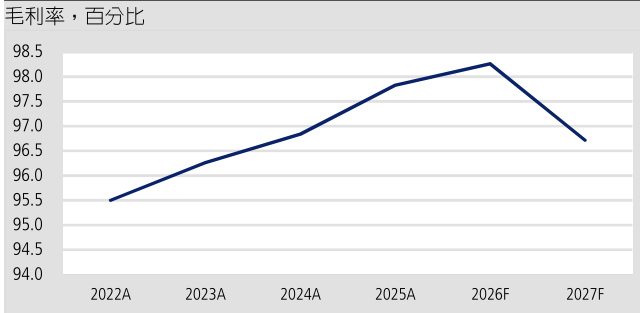
**圖 4: 公司概況**

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)。

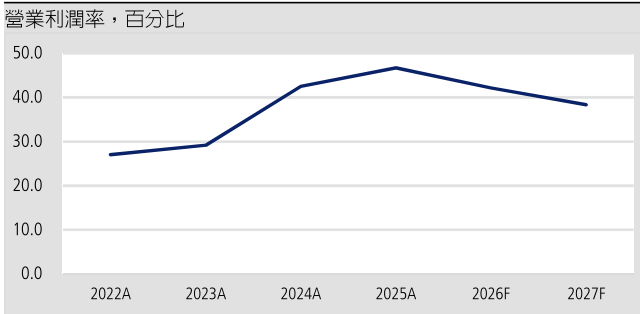
資料來源：公司資料；凱基

**圖 6: ARM 架構營收**


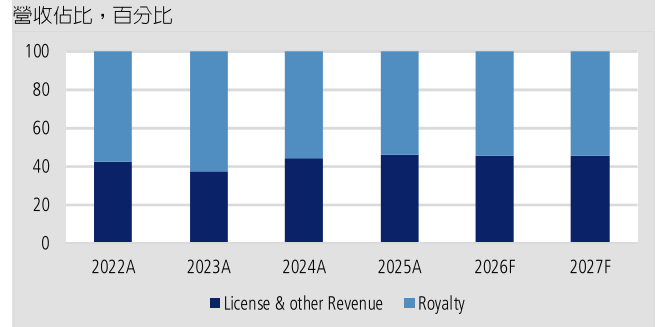
資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 毛利率**


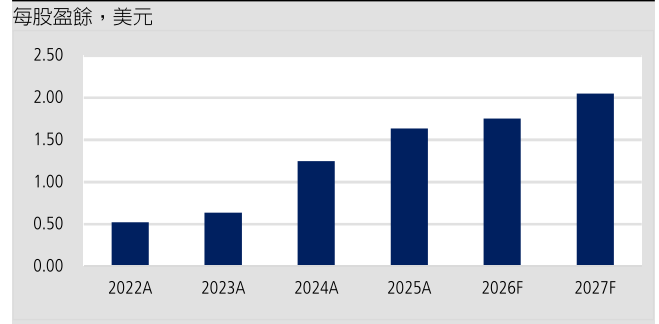
資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 營業利潤率**


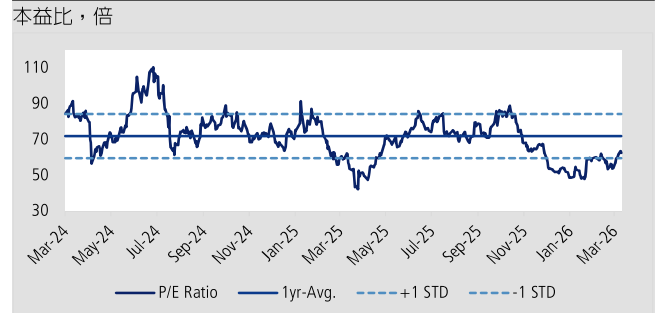
資料來源：公司資料；凱基

**圖 5: 各類產品營收佔比**


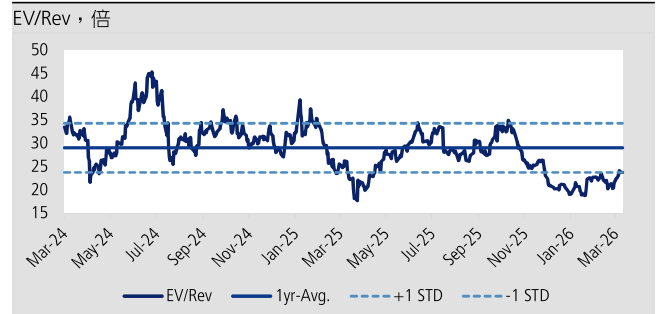
資料來源：公司資料；凱基

**圖 7: 每股盈餘**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 未來 12 個月預估本益比**


資料來源：彭博；凱基

**圖 11: 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
2026-02-05	持有	155	105

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](http://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，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有。