ARM Holding (ARM.O/ARM US)

研發轉型初期，短線估值過高

持有・維持

收盤價 July 30 (US$)	163.33
3 個月目標價 (US$)	162.49
12 個月目標價 (US$)	160.00
前次目標價 (US$)	115.00
調升 (%)	39.13
上漲空間 (%)	(2.0)

焦點內容

1. 2Q26 展望因研發費用增加低於市場預期
2. 公司不排除開發自研晶片。
3. 權利金費用隨 CSS 滲透率提高具增長空間。

交易資料表

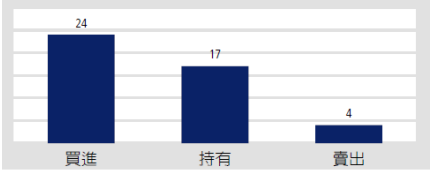
市值 (US$bn) :	173.0
流通在外股數 (百萬股) :	1,059
機構持有比例 (%) :	8.0
3M 平均成交量 (百萬股) :	5.0
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	80-182.9

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	43.2	2.4	13.3
相對表現 (%)	29.0	(3.0)	(1.9)

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	150	210
潛在報酬 (%)	(51.0)	(8.4)	28.6

資料來源：Bloomberg

重要訊息

ARM 公告 1Q26 財報與市場預期一致，惟研發費用增加致使 2Q26 業績展望低於市場預期。

評論及分析

2Q26 展望因研發費用增加低於市場預期。1Q26 營收 US$10.53 億，季減 15%，年增 12%，位於公司指引 US$10-11 億中值，並與市場共識的 US$10.5 億相近。毛利率 97.9%、營益率 39.1%、每股盈餘 US$0.35，均與市場一致。2Q26 營收展望 US$10.1-11.1 億，以營收中值計算，季增 0.7%，年增 25.6%，與市場共識一致，惟 R&D 支出將進一步提高，每股盈餘預估 US$0.29-0.37，中值低於市場共識的 US$0.35 元。

公司不排除開發自研晶片。公司研發費用持續上升，將用於設計、實施和製造小晶片所需的專業知識和技術，並表示正持續探索將業務從現有平台擴展完整解決方案(full-end solutions) 的可能性，即市場所期待的 ASIC 業務。我們認為由於軟銀對比其他 CSP 業者並無設計晶片的案例，因此倘諾開展 Stargate 計畫，自研晶片需仰賴 ARM 作為設計服務商，但應僅限在 ARM-Based CPU，預估營收貢獻落在 2027-28 年，其中仍有諸多變數。

權利金費用隨 CSS 滲透率提高具增長空間。儘管公司營收結構仍舊以手機為主(40%)，手機市場的需求疲軟影響到全年營收的成長性，但隨著 CSS 平台滲透率持續提高，量產晶片的權利金約為 ARM v9 架構的兩倍(10%)，客戶亦有意願隨平台迭代而支付更高的權利金費用，因此我們正向看待 ARM 在權利金的增長率優於手機市場增速。

投資建議

反映財報與展望，我們下調 2026-27 年 EPS 至 US$1.65/2.07 元，儘管 ARM 架構具結構性成長趨勢，但股價與基本面成長性脫鉤，我們維持「持有」評等，上調目標價至 US$160 元。

投資風險

CSS 滲透率大幅提升、消費性電子需求提升、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$百萬)	2,704	2,679	3,233	4,007	4,739	5,575
營業毛利 (US$百萬)	2,582	2,579	3,131	3,920	4,644	5,491
營業利益 (US$百萬)	731	782	1,375	1,871	1,909	2,424
稅後淨利 (US$百萬)	536	656	1,308	1,737	1,757	2,201
每股盈餘 (US$)	0.52	0.64	1.25	1.63	1.65	2.07
每股現金股利 (US$)	-	-	-	-	-	-
營收成長率 (%)	33.3	(0.9)	20.7	23.9	18.3	17.6
每股盈餘增長率 (%)	946.0	22.1	96.0	30.6	1.0	25.2
毛利率 (%)	95.5	96.3	96.8	97.8	98.0	98.5
營業利益率 (%)	27.0	29.2	42.5	46.7	40.3	43.5
EBITDA Margin (%)	33.6	35.4	47.4	51.3	45.0	47.5
淨負債比 (%)	83.5	69.5	49.7	30.6	43.3	48.0
股東權益報酬率 (%)	15.11	16.19	24.71	25.40	23.20	29.07

資料來源：公司資料；凱基

圖 1: 1Q26 財報與 2Q26 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP	1Q26							2Q26F						
百萬美元	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	1,053	1,273	(17.3)	(15.1)	12.1	1,053	0.0	1,090	1,240	(12.1)	3.5	29.1	1,059	2.8
毛利	1,031	1,252	(17.6)	(15.6)	12.7	1,030	0.1	1,062	1,212	(12.3)	3.0	29.6	1,037	2.4
營業利益	412	660	(37.5)	(37.1)	(8.0)	412	(0.0)	409	604	(32.4)	(0.8)	25.3	415	(1.4)
稅後淨利	374	591	(36.7)	(36.0)	(10.7)	371	0.9	382	547	(30.1)	2.3	20.7	373	2.5
每股盈餘 (美元)	0.35	0.56	(36.8)	(36.0)	(11.2)	0.35	0.3	0.36	0.51	(30.1)	2.3	20.4	0.35	2.6
毛利率 (%)	97.9	98.3	(0.4)ppts	(0.5)ppts	0.5 ppts	97.9	0.1 ppts	97.5	97.7	(0.3)ppts	(0.4)ppts	0.3 ppts	97.9	(0.4)ppts
營利率 (%)	39.1	51.8	(12.7)ppts	(13.7)ppts	(8.6)ppts	39.2	(0.0)ppts	37.5	48.7	(11.3)ppts	(1.6)ppts	(1.1)ppts	39.1	(1.6)ppts
淨利率 (%)	35.5	46.4	(10.9)ppts	(11.5)ppts	(9.1)ppts	35.2	0.3 ppts	35.1	44.1	(9.0)ppts	(0.4)ppts	(2.5)ppts	35.2	(0.1)ppts

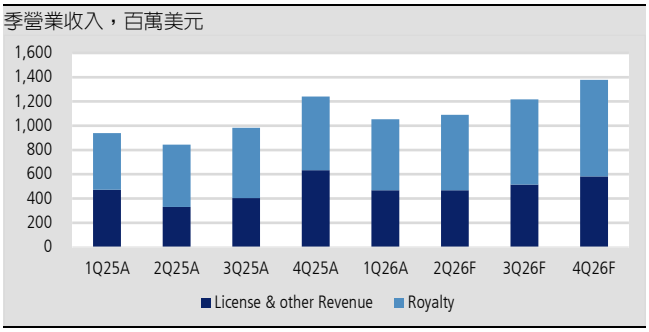
資料來源：凱基預估；Bloomberg

圖 2: 2026-27 年財測修正與市場共識

Non-GAAP	2026F						2027F					
百萬美元	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	4,739	4,915	(3.6)	18.3	4,766	(0.6)	5,575	5,699	(2.2)	17.6	5,811	(4.1)
毛利	4,644	4,824	(3.7)	18.5	4,672	(0.6)	5,491	5,649	(2.8)	18.2	5,701	(3.7)
營業利益	1,909	2,381	(19.8)	2.0	2,130	(10.4)	2,424	3,028	(19.9)	27.0	2,876	(15.7)
稅後淨利	1,758	2,173	(19.1)	1.2	1,899	(7.4)	2,201	2,680	(17.9)	25.2	2,523	(12.8)
每股盈餘 (美元)	1.65	2.04	(19.2)	1.0	1.79	(7.8)	2.07	2.52	(17.9)	25.2	2.35	(12.1)
毛利率 (%)	98.0	98.2	(0.2)ppts	0.2 ppts	98.0	(0.0)ppts	98.5	99.1	(0.7)ppts	0.5 ppts	98.1	0.4 ppts
營利率 (%)	40.3	48.4	(8.2)ppts	(6.4)ppts	44.7	(4.4)ppts	43.5	53.1	(9.7)ppts	3.2 ppts	49.5	(6.0)ppts
淨利率 (%)	37.1	44.2	(7.2)ppts	(6.2)ppts	39.8	(2.7)ppts	39.5	47.0	(7.6)ppts	2.4 ppts	43.4	(3.9)ppts

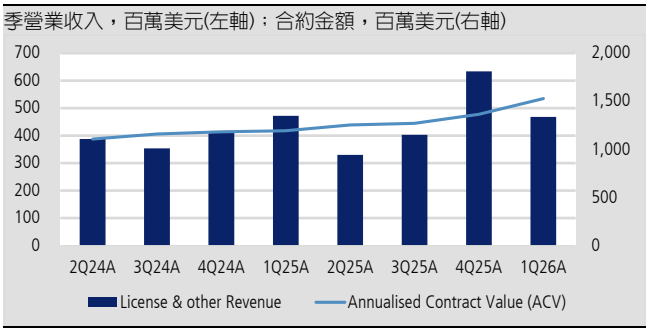
資料來源：凱基預估；Bloomberg

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



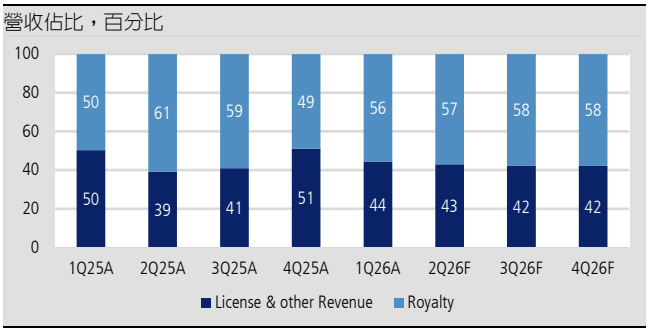
資料來源：公司資料；凱基

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)。

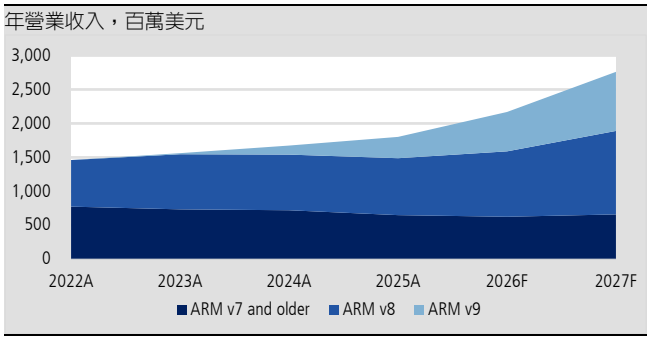
資料來源：公司資料；凱基

圖 6: 各類產品營收佔比



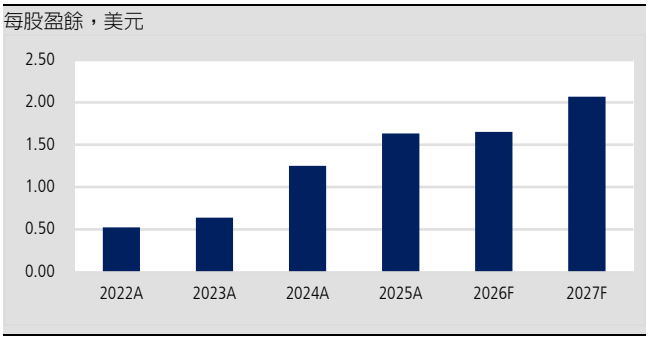
資料來源：公司資料；凱基

圖 7: ARM 架構營收



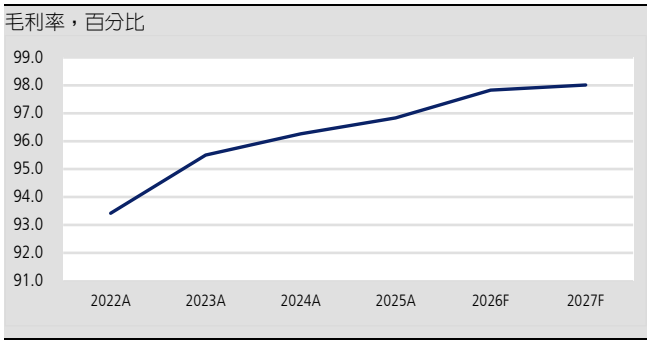
資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 每股盈餘



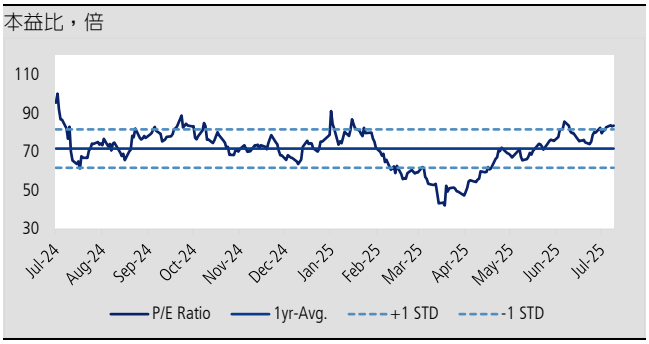
資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 毛利率



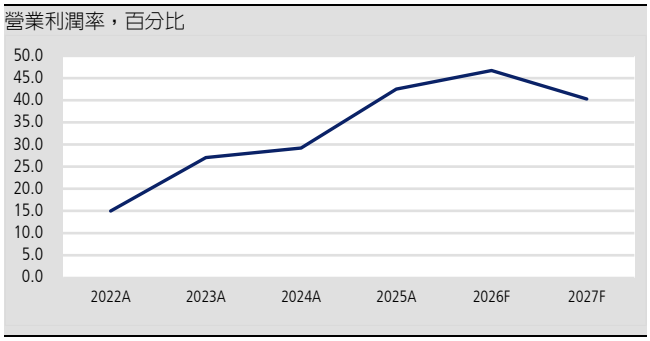
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 未來 12 個月預估本益比



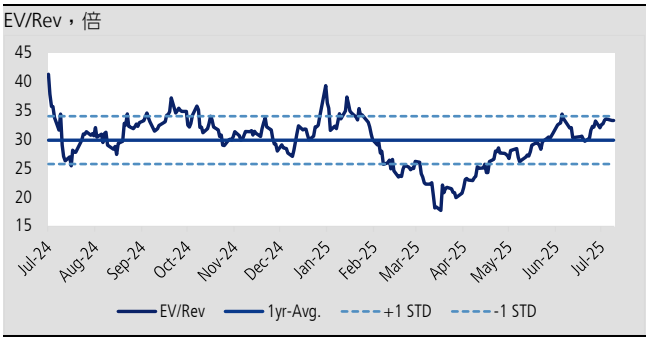
資料來源：彭博；凱基

圖 11: 營業利潤率



資料來源：公司資料；凱基

圖 12: 未來 12 個月預估 EV/Rev



資料來源：公司資料；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

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。