

ASML Holding (ASML.AS/ASML US)

邏輯先進製程與記憶體需求旺盛，訂單能見度提高

增加持股・調升

| | |
|-----------------------|---------|
| 收盤價 January 14 (US\$) | 1,263.7 |
| 3 個月目標價 (US\$) | 1,301.5 |
| 12 個月目標價 (US\$) | 1,415.0 |
| 前次目標價 (US\$) | 845.0 |
| 調升 (%) | 67.5 |
| 上漲空間 (%) | 12.0 |

焦點內容

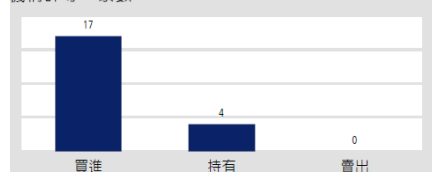
1. 大客戶資本支出展望優於預期
2. 中國 DUV 積台需溫和成長
3. 邏輯/記憶體等大客戶訂單能見度提升

交易資料表

| | | | |
|------------------------|---------------|------|------|
| 市值 (US\$bn): | 490.5 | | |
| 流通在外股數 (百萬股): | 388.1 | | |
| 機構持有比例 (%): | 18.44 | | |
| 3M 平均成交量 (百萬股): | 1.44 | | |
| 52 週股價 (低 \ 高) (US\$): | 578.5-1,291.5 | | |
| 股價表現 | 3M | 6M | 12M |
| 絕對表現 (%) | 25.1 | 53.5 | 74.0 |
| 相對表現 (%) | 21.3 | 42.6 | 57.6 |

市場綜合評等

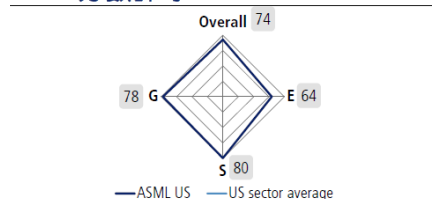
機構評等，家數



| | | | |
|-----------|-------|---------|---------|
| 12M 機構目標價 | 最低 | 平均 | 最高 |
| 目標價 (美元) | 845.0 | 1,334.9 | 1,667.0 |
| 潛在報酬 (%) | 64.3 | 159.5 | 224.1 |

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

隨台積電釋出樂觀資本支出展望，ASML 將在台灣時間 1 月 28 日公告 4Q25 財報，我們上調 ASML 的評等。

評論及分析

大客戶資本支出展望優於市場預期。隨著台積電給出優於市場預期的 2026 年資本支出 (US\$520-560 億)，我們預期所有美國半導體設備商將有所受惠。此外，隨著先進製程的需求增加，台積電將持續釋出成熟製程等獲利率相對較低的業務，轉換並加速擴張先進製程的產能。雖然無論是產能擴張或製程轉換皆會受到無塵室建置進度，以及設備拉貨時程影響 ASML 的營收認列，但 EUV 機台的訂單能見度提高，將支撐公司中長期成長。

中國 DUV 機台需求溫和成長。儘管中國營收仍受到出口禁令所影響，但對比公司 3Q25 法說會上預期中國營收將大幅減(預估年減 30%)，但根據我們的供應鏈調查，受惠於記憶體與成熟製程的需求持續，我們預估 DUV 機台數量將年持平或小幅增長 1-3%，反映中國營收上應年減 10-15%。

邏輯/記憶體等大客戶訂單能見度提升。除了台積電之外，Intel 已宣布全面投產 18A 製程(雖然目前尚未有正式客戶下單)，三星則在 2nm 製程上成功取得 Tesla、AMD 與高通等投片訂單。在記憶體超級循環的推動下，三星與 SK Hynix 預計於 2026 至 2027 年間逐步將製程由 1b 轉向 1c。儘管我們尚未觀察到 High NA 機台的出貨數量有顯著增加，但先進製程、記憶體需求加速釋放，對相關設備的採購動能有望在未來幾季逐步顯現。

投資建議

我們將公司評等上調至「增加持股」，上調 2026-27 年每股盈餘至 US\$31.4/\$35.3，並給予目標價至 US\$1,415 元，以 2027 年每股盈餘與 40 倍本益比得出。

投資風險

光刻機出口禁令加劇、大客戶擴廠進度遞延、訂單需求不如預期。

主要財務數據及估值

| | Dec '22A | Dec '23A | Dec '24A | Dec '25E | Dec '26E | Dec '27E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 (US\$百萬) | 22,301 | 29,805 | 30,574 | 35,198 | 40,211 | 43,677 |
| 營業毛利 (US\$百萬) | 11,270 | 15,289 | 15,677 | 18,488 | 21,500 | 23,682 |
| 營業利益 (US\$百萬) | 6,888 | 9,820 | 9,799 | 12,181 | 14,345 | 15,934 |
| 稅後淨利 (US\$百萬) | 5,955 | 8,508 | 8,220 | 10,422 | 12,162 | 13,450 |
| 每股盈餘 (US\$) | 14.88 | 21.51 | 20.81 | 26.81 | 31.40 | 35.28 |
| 每股現金股利 (US\$) | 6.11 | 6.60 | 6.92 | 7.38 | 8.82 | 9.78 |
| 營收成長率 (%) | 1.3 | 33.6 | 2.6 | 15.1 | 14.2 | 8.6 |
| 每股盈餘增長率 (%) | (12.3) | 44.6 | (3.3) | 28.8 | 17.1 | 12.3 |
| 毛利率 (%) | 50.5 | 51.3 | 51.3 | 52.5 | 53.5 | 54.2 |
| 營業利益率 (%) | 30.9 | 32.9 | 32.1 | 34.6 | 35.7 | 36.5 |
| EBITDA Margin (%) | 33.5 | 35.5 | 35.2 | 37.4 | 37.1 | 37.8 |
| 淨負債比 (%) | 34.7 | 43.8 | 17.7 | 49.1 | 16.3 | 55.7 |
| 股東權益報酬率 (%) | 57.7 | 63.8 | 58.3 | 41.0 | 45.8 | 44.7 |

資料來源: 公司資料、凱基

圖 1: 4Q25 財報與 1Q26 預估修正暨市場共識比較

| Non-GAAP 百萬歐元 | 4Q25F | | | | | | | 1Q26F | | | | | | |
|------------------|-------|-------|----------|-----------|-----------|-------|-----------|-------|-------|----------|----------|-----------|-------|----------|
| | 預估值 | 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 | 9,641 | 9,641 | 0.0 | 28.3 | 4.1 | 9,564 | 0.8 | 9,134 | 8,487 | 7.6 | (5.3) | 18.0 | 7,972 | 14.6 |
| 毛利 | 4,929 | 4,929 | 0.0 | 27.0 | 2.9 | 4,967 | (0.8) | 4,893 | 4,531 | 8.0 | (0.7) | 17.1 | 4,178 | 17.1 |
| 營業利益 | 3,409 | 3,409 | 0.0 | 38.1 | 1.6 | 3,436 | (0.8) | 3,250 | 2,912 | 11.6 | (4.7) | 18.7 | 2,618 | 24.1 |
| 稅後淨利 | 2,880 | 2,880 | 0.0 | 35.6 | 6.9 | 2,904 | (0.8) | 2,753 | 2,474 | 11.3 | (4.4) | 16.9 | 2,269 | 21.3 |
| 每股盈餘 (歐元) | 7.44 | 7.44 | 0.0 | 35.6 | 8.6 | 7.53 | (1.2) | 7.11 | 6.39 | 11.3 | (4.4) | 18.4 | 5.83 | 21.9 |
| 毛利率 (%) | 51.1 | 51.1 | 0.0 ppts | (0.5)ppts | (0.6)ppts | 51.9 | (0.8)ppts | 53.6 | 53.4 | 0.2 ppts | 2.4 ppts | (0.4)ppts | 52.4 | 1.2 ppts |
| 營利率 (%) | 35.4 | 35.4 | 0.0 ppts | 2.5 ppts | (0.9)ppts | 35.9 | (0.6)ppts | 35.6 | 34.3 | 1.3 ppts | 0.2 ppts | 0.2 ppts | 32.8 | 2.7 ppts |
| 淨利率 (%) | 29.9 | 29.9 | 0.0 ppts | 1.6 ppts | 0.8 ppts | 30.4 | (0.5)ppts | 30.1 | 29.2 | 1.0 ppts | 0.3 ppts | (0.3)ppts | 28.5 | 1.7 ppts |

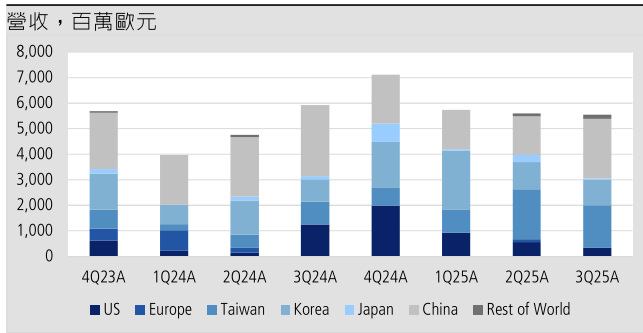
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 2: 2026 財報與 2027 預估修正暨市場共識比較

| Non-GAAP 百萬歐元 | 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 | 37,232 | 32,590 | 14.2 | 14.2 | 34,892 | 6.7 | 40,442 | 40,442 | 0.0 | 8.6 | 40,120 | 0.8 |
| 毛利 | 19,907 | 17,118 | 16.3 | 16.3 | 18,496 | 7.6 | 21,928 | 21,928 | 0.0 | 10.2 | 21,703 | 1.0 |
| 營業利益 | 13,282 | 11,279 | 17.8 | 17.8 | 12,025 | 10.5 | 14,754 | 14,754 | 0.0 | 11.1 | 14,930 | (1.2) |
| 稅後淨利 | 11,261 | 9,650 | 16.7 | 16.7 | 10,248 | 9.9 | 12,454 | 12,454 | 0.0 | 10.6 | 12,694 | (1.9) |
| 每股盈餘 (歐元) | 29.08 | 24.83 | 17.1 | 17.1 | 26.44 | 10.0 | 32.67 | 32.67 | 0.0 | 12.3 | 33.80 | (3.4) |
| 毛利率 (%) | 53.5 | 52.5 | 1.0 ppts | 0.9 ppts | 53.0 | 0.5 ppts | 54.2 | 54.2 | 0.0 ppts | 0.8 ppts | 54.1 | 0.1 ppts |
| 營利率 (%) | 35.7 | 34.6 | 1.1 ppts | 1.1 ppts | 34.5 | 1.2 ppts | 36.5 | 36.5 | 0.0 ppts | 0.8 ppts | 37.2 | (0.7)ppts |
| 淨利率 (%) | 30.2 | 29.6 | 0.7 ppts | 0.6 ppts | 29.4 | 0.9 ppts | 30.8 | 30.8 | 0.0 ppts | 0.5 ppts | 31.6 | (0.8)ppts |

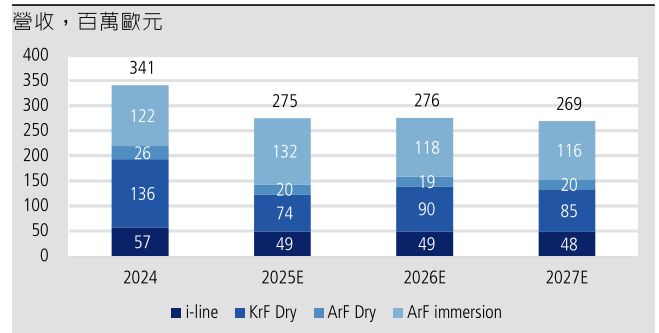
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 3: 產品營收(按地區)



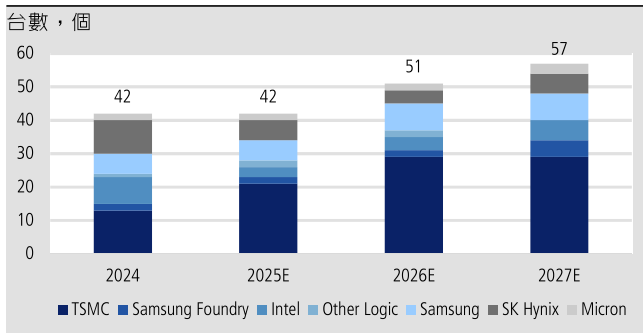
資料來源：公司資料；凱基

圖 4: DUV 機台出貨量預估



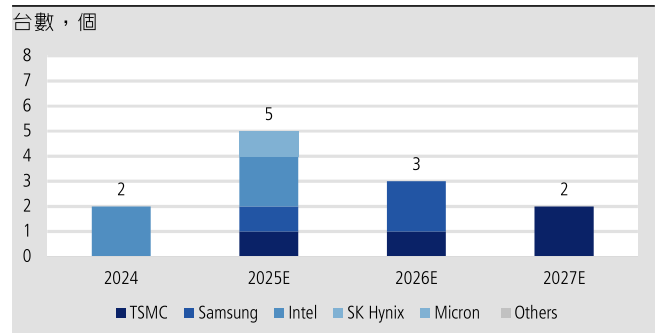
資料來源：彭博；凱基

圖 5: Low NA EUV 機台出貨量預估



資料來源：公司資料；凱基

圖 6: High NA EUV 機台出貨量預估



資料來源：彭博；凱基

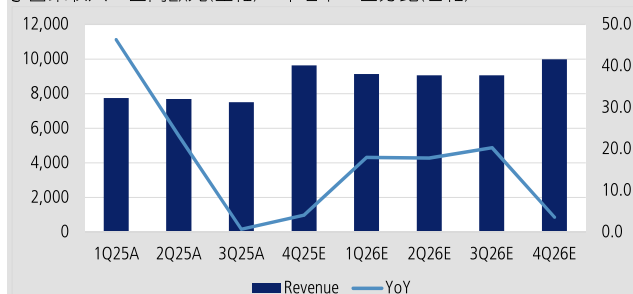
圖 7: 公司概況

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

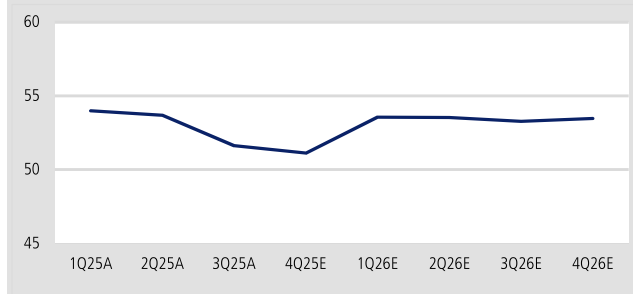
季營業收入，百萬歐元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率

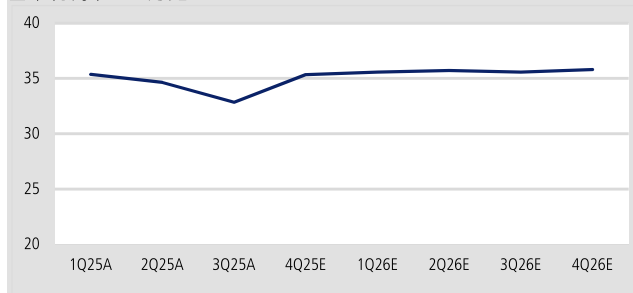
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 13: 營業利潤率

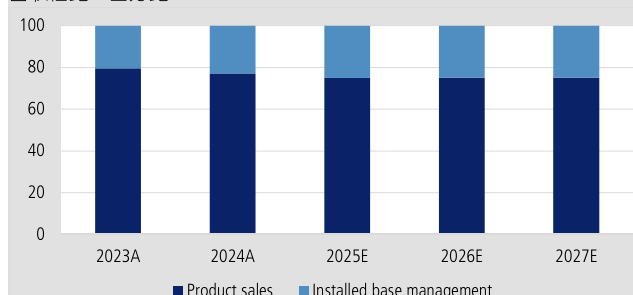
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8: 各類產品營收佔比

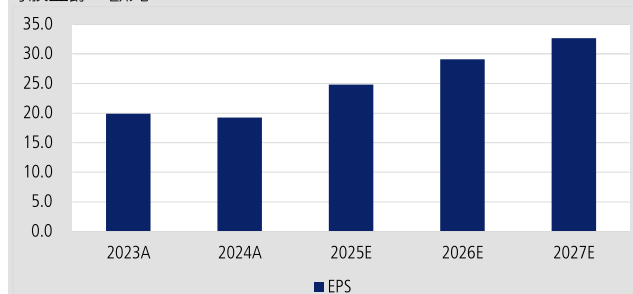
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 每股盈餘

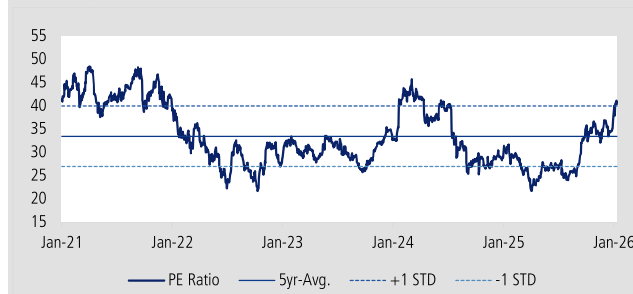
每股盈餘，歐元



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

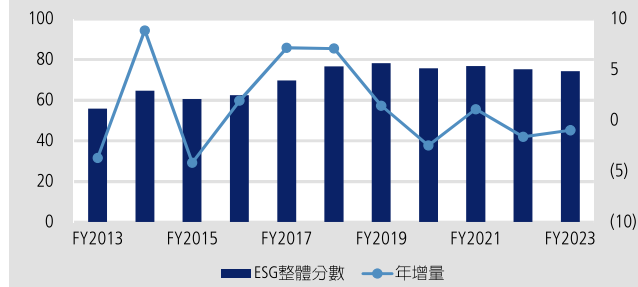
EV/EBIT，倍



資料來源：公司資料；凱基

圖 15：ESG 整體分數

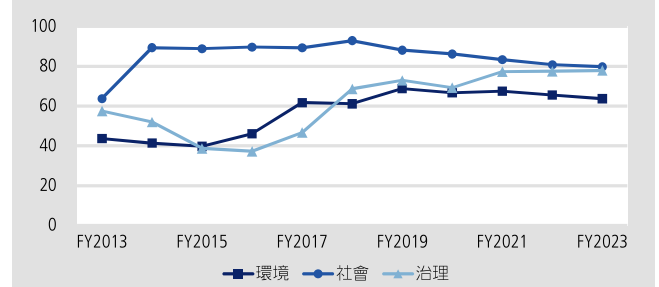
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：ESG 各項分數

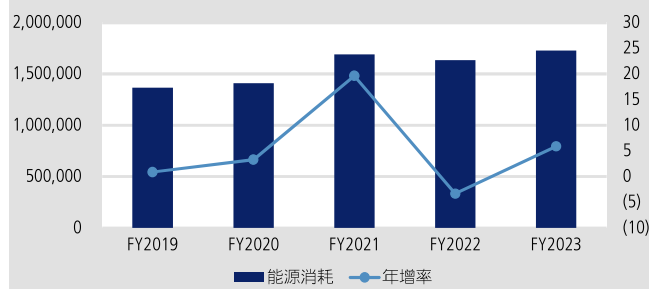
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：能源消耗

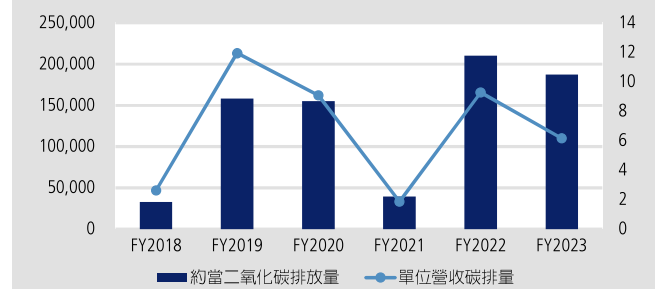
能源消耗，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排量

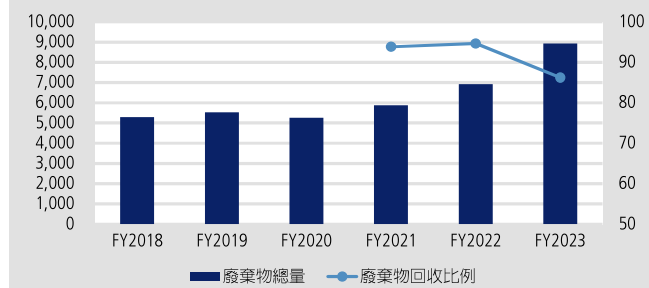
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量

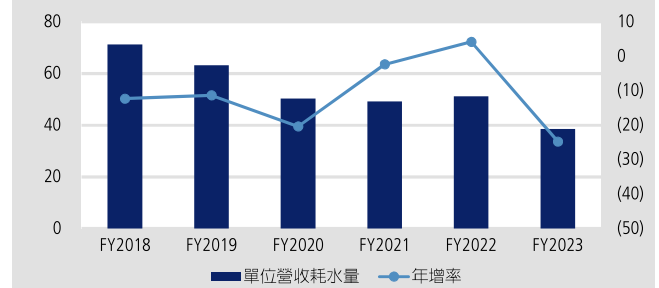
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量

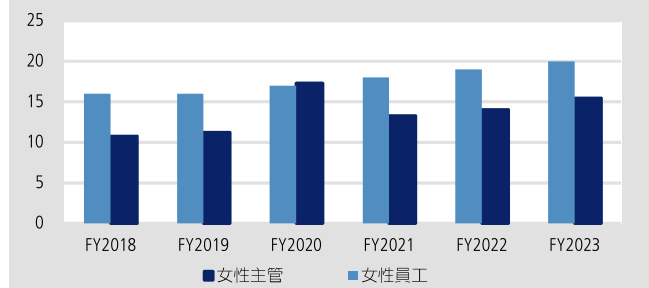
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：性別多樣性

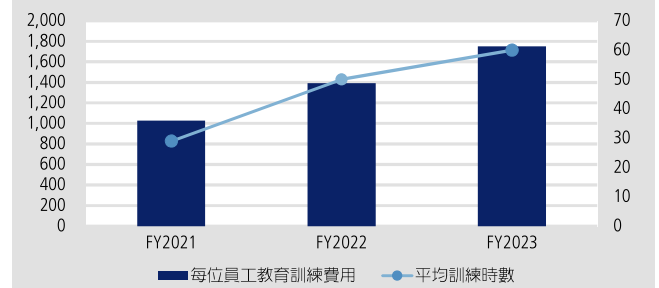
女性主管與員工比例，百分比



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)



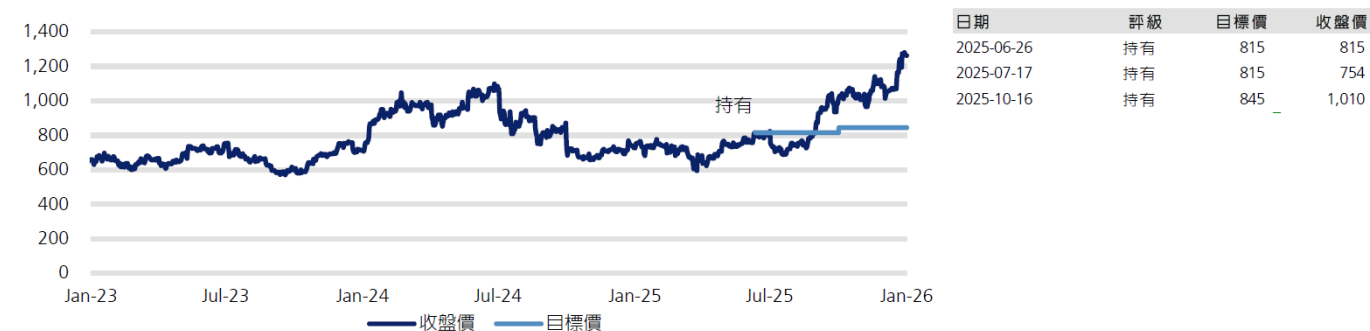
資料來源：Refinitiv、公司資料

ESG 圖表定義

| 項目 | 定義 | 說明 |
|--------------|--|----|
| 能源使用 | 直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下 | |
| 購買之再生能源 | Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源 | |
| 再生能源使用率 | 再生能源占總能源消耗量之比例 | |
| CO2 約當排放量 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCS)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3) | |
| CO2 約當排放量營收比 | 直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCS)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3) | |
| 廢棄物總量 | 廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內 | |
| 廢棄物回收率 | 公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物 | |
| 總取水量 | 總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮 | |
| 環保支出 | 環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出 | |
| 員工流動率 | 員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數 | |
| 女性經理 | 女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100 | |
| 女性員工 | 女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100 | |
| 教育訓練總時數 | 所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作 | |
| 每位員工教育訓練時數 | 平均每年每位員工總教育訓練時數 | |

資料來源：Refinitiv，凱基

ASML – 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倉。