

## ASML Holding (ASML.AS/ASML US)

### 2Q25 財報優於預期，但難掩成長壓力

#### 持有・維持

收盤價 July 16 (US\$)	754.45
3 個月目標價 (US\$)	769.59
12 個月目標價 (US\$)	815.00
前次目標價 (US\$)	815.00
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	8.0

#### 焦點內容

- 2Q25 營運表現優於市場預期
- 但全年營收目標略具挑戰
- 在手訂單雖優於預期，但 2026 年成長動能不足

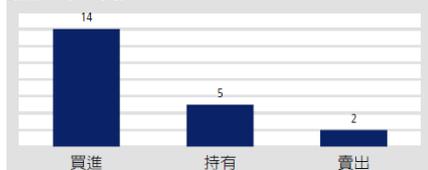
#### 交易資料表

市值 (US\$bn):	297.1
流通在外股數 (百萬股):	394
機構持有比例 (%):	19.9
3M 平均成交量 (百萬股):	1.5
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	578.5-980.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	17.9	(0.2)	(19.1)
相對表現 (%)	(0.7)	(4.7)	(31.1)

#### 市場綜合評等

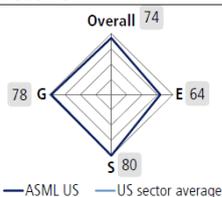
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	600	829	957
潛在報酬 (%)	(20.5)	9.9	26.8

資料來源: Bloomberg

#### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

ASML 公告 2Q25 營收與 3Q25 展望，儘管營運表現優於預期，但 2026 年成長動能不足。

#### 評論及分析

**2Q25 營運表現優於市場預期。** 2Q25 營收 EUR€76.92 億，季減 0.65%，年增 23.2%，位於公司指引 EUR€71-77 億上緣，且優於市場共識的 EUR€75 億。其中系統銷售營收 EUR€56 億元，季減 2.5%，年增 18%，優於市場預估的 EUR€53.9 億；Installed base 營收 EUR€20.95 億，季增 4.7%，年增 23.2%。毛利率達 53.7% 優於公司指引 50-53%，受惠於 Installed Base 業務增加、一次性的成本抵減及關稅 90 天抵免期。

**但全年營收目標略具挑戰。** 3Q25 營收展望 EUR€74-79 億，以營收中值計算季減 0.5%，低於市場共識 EUR€82.1 億；毛利率預估 50-52%。公司於本季度給出更加明確的全年指引，預估營收年增 15%，毛利率達 52%。我們認為按照公司給出的全年展望，4Q25 需季增 23% 略具挑戰，毛利率 2H25 受 High NA 機台認列以及關稅的不確定性因素，將開始有所下滑。

**在手訂單雖優於預期，但 2026 年成長動能不足。** 受惠於 2nm 需求旺盛以及記憶體持續往高階 HBM/DDR5 邁進，在手訂單較上季新增 EUR€16 億，達 EUR€55 億，其中包含 EUR€23 億的 EUV 訂單，但公司未正面回應 2026 年營運能見度，我們認為受到出口禁令，中國營收將持續下滑(1H25 營收已下滑 28%，但營收占比仍有 27%)、大客戶的議價能力持續增加，以及 High NA 機台商用化進程緩滿，預估未來 3-4 個季度缺乏股價增長動能。

#### 投資建議

根據財報結果，我們略微調整 2025-26 年每股盈餘至 US\$25.3/27.6，維持 ASML 「持有」評等與目標價 US\$815 元。

#### 投資風險

光刻機出口禁令緩解、High NA 機台滲透率加速、大客戶持續擴產。

#### 主要財務數據及估值

	Dec '22A	Dec '23A	Dec '24A	Dec '25E	Dec '26E
營業收入 (US\$百萬)	22,301	29,805	30,574	34,256	35,974
營業毛利 (US\$百萬)	11,270	15,289	15,677	17,990	19,104
營業利益 (US\$百萬)	6,888	9,820	9,799	11,454	12,346
稅後淨利 (US\$百萬)	5,955	8,508	8,220	9,819	10,551
每股盈餘 (US\$)	14.88	21.51	20.81	25.28	27.66
每股現金股利 (US\$)	6.11	6.60	6.92	7.56	9.02
營收成長率 (%)	1.3	33.6	2.6	12.0	5.0
每股盈餘增長率 (%)	(12.3)	44.6	(3.3)	21.5	9.4
毛利率 (%)	50.5	51.3	51.3	52.5	53.1
營業利益率 (%)	30.9	32.9	32.1	33.4	34.3
EBITDA Margin (%)	33.5	35.5	35.2	35.4	35.9
淨負債比 (%)	34.7	43.8	17.7	49.1	33.8
股東權益報酬率 (%)	57.7	63.8	58.3	41.0	45.1

資料來源: 公司資料、凱基

圖 1: 2Q25 財報與 3Q25 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬歐元	2Q25							3Q25F						
	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	7,692	7,120	8.0	(0.6)	23.2	7,505	2.5	7,650	8,228	(7.0)	(0.5)	2.4	8,210	(6.8)
毛利	4,130	3,507	17.7	(1.2)	28.6	3,895	6.0	3,861	4,215	(8.4)	(6.5)	1.8	4,220	(8.5)
營業利益	2,665	2,007	32.7	(2.7)	45.2	2,378	12.0	2,351	2,604	(9.7)	(11.8)	(3.7)	2,652	(11.3)
稅後淨利	2,291	1,681	36.3	(2.7)	45.2	2,044	12.1	2,015	2,176	(7.4)	(12.1)	(3.0)	2,262	(10.9)
每股盈餘 (歐元)	5.90	4.30	37.3	(1.7)	47.0	5.19	13.7	5.20	5.58	(6.7)	(11.8)	(1.4)	5.79	(10.1)
毛利率 (%)	53.7	49.3	4.4 ppts	(0.3)ppts	2.2 ppts	51.9	1.8 ppts	50.5	51.2	(0.8)ppts	(3.2)ppts	(0.3)ppts	51.4	(0.9)ppts
營利率 (%)	34.6	28.2	6.4 ppts	(0.7)ppts	5.3 ppts	31.7	3.0 ppts	30.7	31.6	(1.0)ppts	(3.9)ppts	(2.0)ppts	32.3	(1.6)ppts
淨利率 (%)	29.8	23.6	6.2 ppts	(0.6)ppts	4.5 ppts	27.2	2.5 ppts	26.3	26.4	(0.2)ppts	(3.4)ppts	(1.5)ppts	27.6	(1.2)ppts

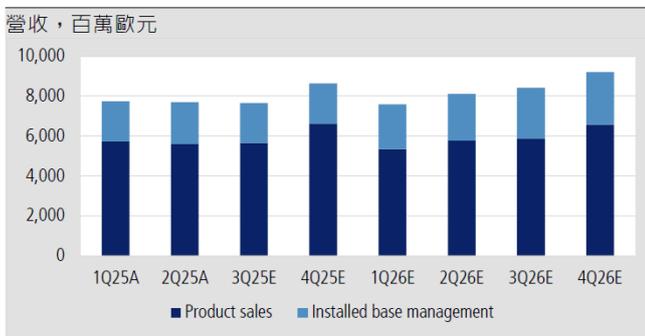
資料來源: Bloomberg, 凱基預估

圖 2: 2025 財報與 2026 預估修正暨市場共識比較

Non-GAAP 百萬歐元	2025F						2026F					
	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	31,718	31,216	1.6	12.2	32,375	(2.0)	33,309	33,712	(1.2)	5.0	34,892	(4.5)
毛利	16,657	16,312	2.1	14.9	16,861	(1.2)	17,689	17,830	(0.8)	6.2	18,496	(4.4)
營業利益	10,605	10,124	4.8	17.5	10,771	(1.5)	11,431	11,432	(0.0)	7.8	12,025	(4.9)
稅後淨利	9,091	8,530	6.6	20.1	9,139	(0.5)	9,769	9,664	1.1	7.5	10,248	(4.7)
每股盈餘 (歐元)	23.41	21.84	7.2	21.6	23.20	0.9	25.61	25.13	1.9	9.4	26.44	(3.1)
毛利率 (%)	52.5	52.3	0.3 ppts	1.2 ppts	52.1	0.4 ppts	53.1	52.9	0.3 ppts	0.6 ppts	53.0	0.1 ppts
營利率 (%)	33.4	32.4	1.1 ppts	1.5 ppts	33.3	0.2 ppts	34.3	33.9	0.5 ppts	0.9 ppts	34.5	(0.1)ppts
淨利率 (%)	28.7	27.3	1.4 ppts	1.9 ppts	28.2	0.4 ppts	29.3	28.7	0.7 ppts	0.7 ppts	29.4	(0.0)ppts

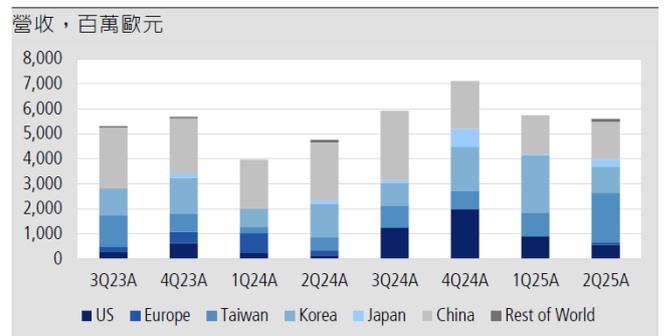
資料來源: Bloomberg, 凱基預估

圖 3: 產品營收(按業務)



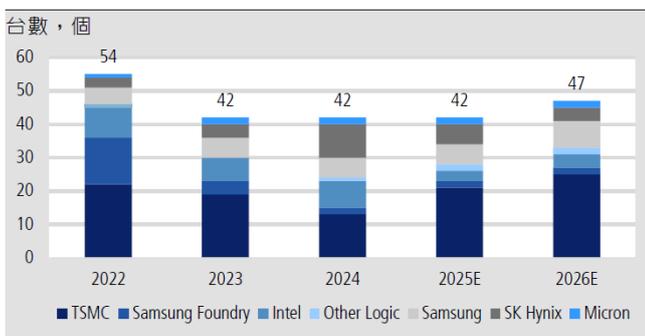
資料來源: 公司資料; 凱基

圖 4: 產品營收(按地區)



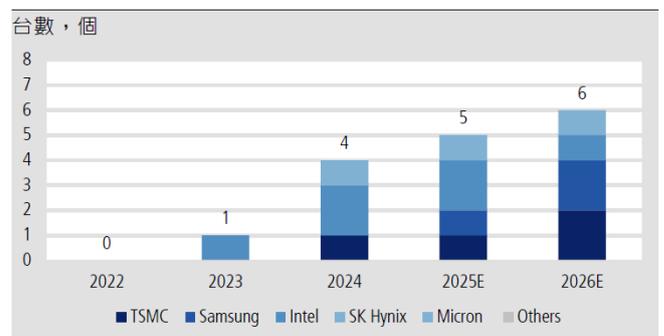
資料來源: 彭博; 凱基

圖 5: 0.33 NA EUV 機台出貨量



資料來源: 公司資料; 凱基

圖 6: 0.55 NA EUV 機台出貨量



資料來源: 彭博; 凱基

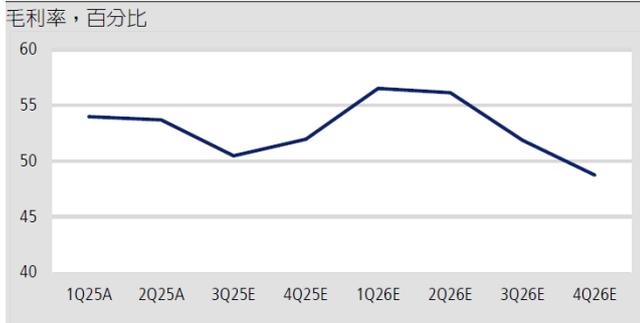
**圖 7: 公司概況**

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。

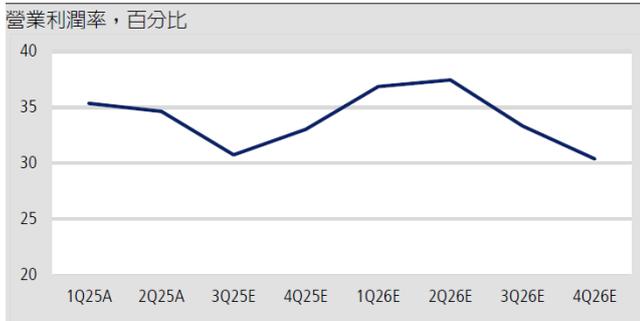
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9: 季營收與年增率**

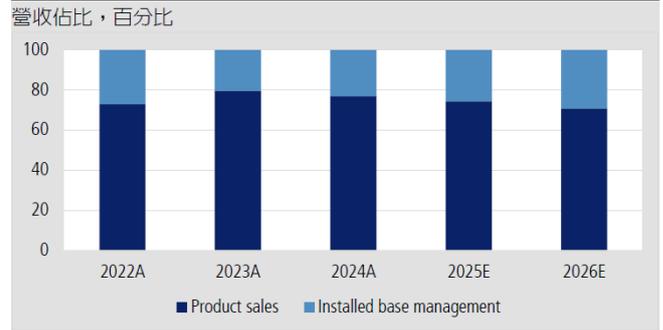

資料來源：公司資料；凱基

**圖 11: 毛利率**


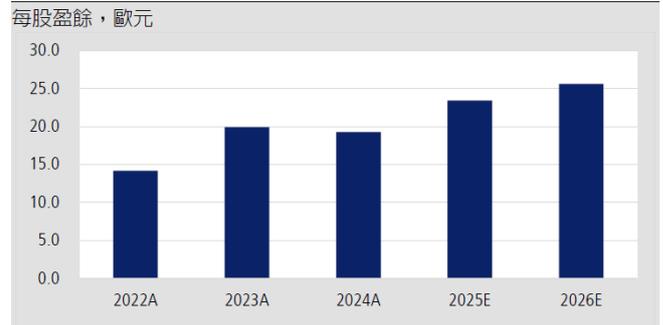
資料來源：公司資料；凱基

**圖 13: 營業利潤率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 8: 各類產品營收佔比**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 10: 每股盈餘**


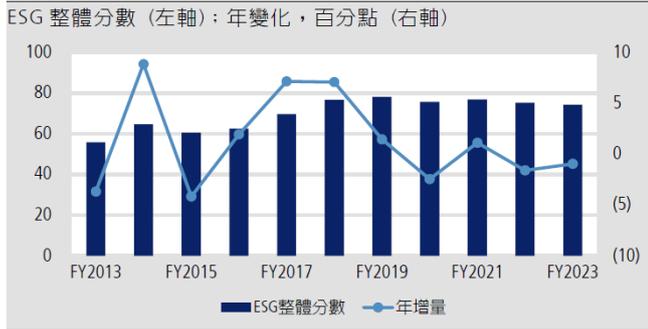
資料來源：公司資料；凱基

**圖 12: 未來 12 個月預估本益比**

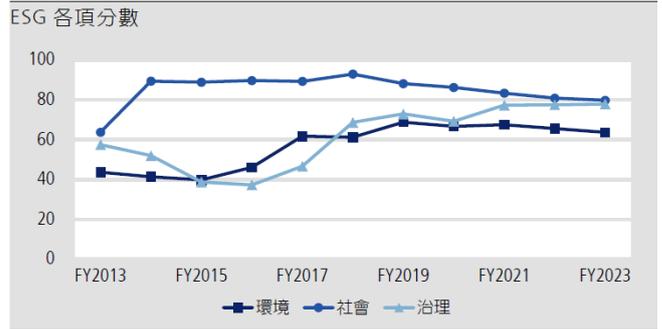

資料來源：彭博；凱基

**圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT**

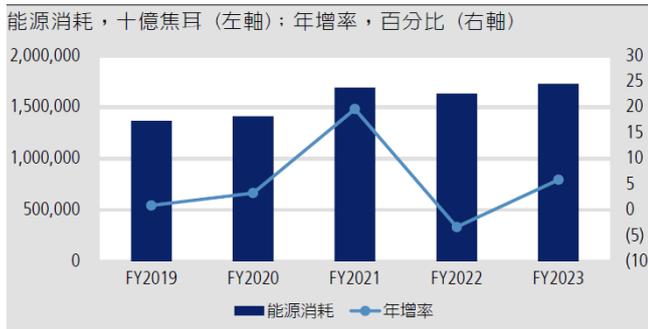

資料來源：公司資料；凱基

**圖 15：ESG 整體分數**


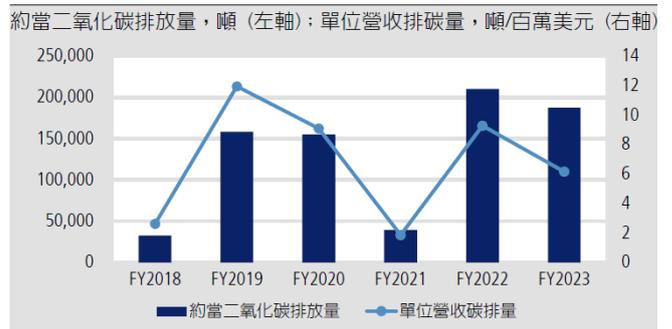
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16：ESG 各項分數**


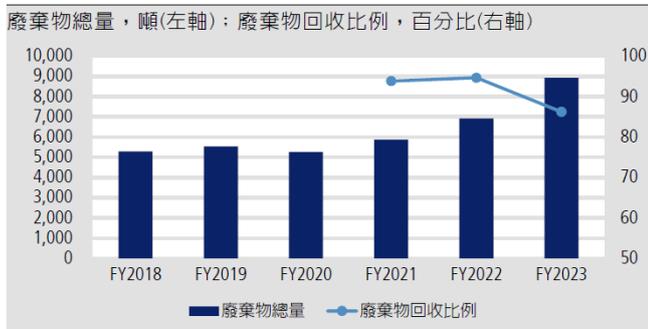
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17：能源消耗**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 18：碳排放量**


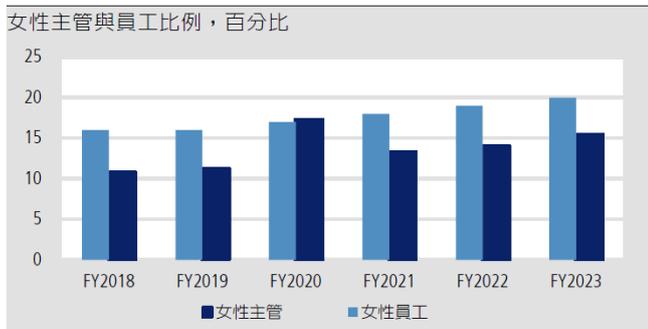
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 19：廢棄物總量**


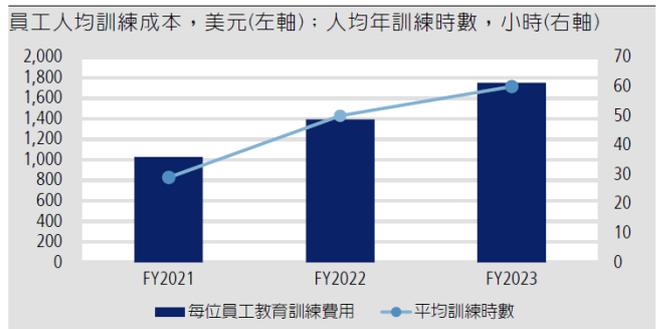
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 20：耗水量**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 21：性別多樣性**


資料來源：Refinitiv、公司資料

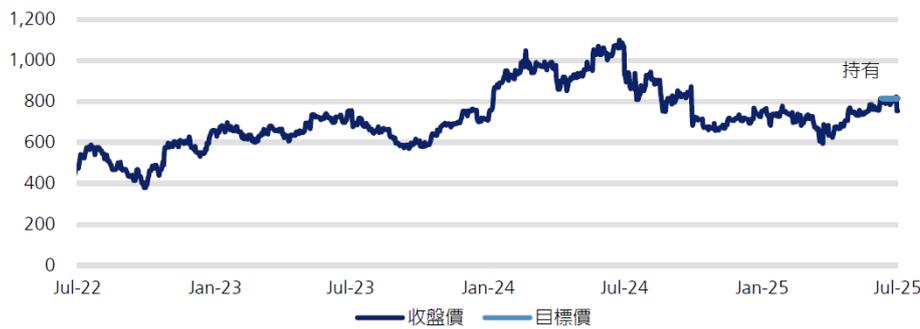
**圖 22：員工訓練**


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](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倉。