

Lam Research (LRCX.O/LRCX US)

營運超預期，年底動能放緩待觀察

增加持股 · 維持

收盤價 July 31 (US\$)	94.84
3 個月目標價 (US\$)	97.38
12 個月目標價 (US\$)	105.00
前次目標價 (US\$)	100.00
調升 (%)	5.00
上漲空間 (%)	10.7

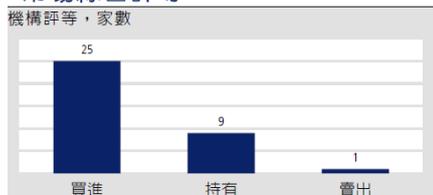
焦點內容

- 4Q25 財報與 1Q26 展望優於市場預期
- 上調 2025 年 WFE 展望，但 2026 年前景不明
- 仍看好 GAA 製程與記憶體升級趨勢。

交易資料表

市值 (US\$bn):	121.3		
流通在外股數 (百萬股):	1,279		
機構持有比例 (%):	89.4		
3M 平均成交量 (百萬股):	10.3		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	56.3-102.6		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	32.2	17.0	14.2
相對表現 (%)	19.1	12.1	(2.2)

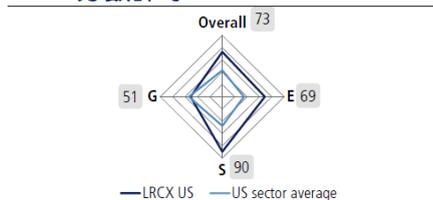
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	80	111	135
潛在報酬 (%)	(15.6)	16.6	42.3

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

Lam Research 公告 4Q25 財報與 1Q26 展望，儘管優於市場預期，但對於年底季度展望平淡。

評論及分析

4Q25 財報與 1Q26 展望優於市場預期。4Q25 營收 US\$51.71 億，季增 9.6%，年增 33.6%，優於市場預期的 US\$50.0 億元，受惠於先進設備業務成長及中國成熟製程持續拉貨；毛利率 50.3% 為歷史新高，反映高價設備佔比提高。每股盈餘 US\$1.33 元，優於市場預期的 US\$1.21 元。展望 1Q26，營收預期 US\$49-55 億，以營收中值計算，季持平，年增 24.7%，優於市場共識的 US\$46.6 億；毛利率預估 49-51%，亦優於市場共識的 48.5%。

上調 2025 年 WFE 展望，但 2026 年前景不明。公司雖上調 2025 年 WFE 支出自 US\$1,000 億至 US\$1,050 億，反映中國支出的持續增加，非中國地區則保持不變，下半年支出與上半年基本持平，但受限於能見度不足，公司並未給出 2026 年的 WFE 市場預估，僅表示公司年增速將優於產業成長。同時，公司也表示中國地區的拉貨動能將在年底暫歇，使得公司營收將回到 US\$48 億的常態區間，毛利率亦將回落至 48%。

仍看好 GAA 製程與記憶體升級趨勢。公司是目前唯一擁有 ALD Moly 工具並在 GAA 邏輯製程中投產的公司，我們仍看好記憶體產業中 HBM 以及 NAND 層數升級對蝕刻設備的需求，公司表示當前仍有 2/3 的 NAND 廠商停留在 100 層水準，預期未來幾年內將有約 400 億美元升級支出，並有望取得新增可服務市場的超過 50% 的市佔率。

投資建議

反映優於市場預期的財報，我們調整 2026-27 年 EPS 至 US\$4.6/5.2 元，並維持「增加持股」評等，並上調目標價至 US\$105 元。

投資風險

總體需求疲弱、出口管制措施升級、全球地緣政治風險升溫。

主要財務數據及估值

	Jun '22A	Jun '23A	Jun '24A	Jun '25A	Jun '26E	Jun '27E
營業收入 (US\$百萬)	17,227	17,429	14,905	18,436	20,062	21,731
營業毛利 (US\$百萬)	7,868	7,886	7,184	9,000	9,785	10,648
營業利益 (US\$百萬)	5,357	5,298	4,314	5,915	6,611	7,463
稅後淨利 (US\$百萬)	4,577	4,602	3,858	5,310	5,875	6,652
每股盈餘 (US\$)	3.25	3.39	2.92	4.12	4.60	5.21
每股現金股利 (US\$)	(0.58)	(0.67)	(0.77)	(0.89)	(0.92)	(0.92)
營收成長率 (%)	17.8	1.2	(14.5)	23.7	8.8	8.3
每股盈餘增長率 (%)	23.5	4.1	(13.7)	40.8	11.8	13.2
毛利率 (%)	45.7	45.3	48.2	48.8	48.8	49.0
營業利益率 (%)	31.1	30.4	28.9	32.1	33.0	34.3
EBITDA Margin (%)	33.0	32.4	31.4	34.2	34.9	36.1
淨負債比 (%)	(16.3)	17.5	(7.5)	(10.2)	(6.9)	(7.0)
股東權益報酬率 (%)	73.4	54.9	44.8	54.9	60.3	62.9

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

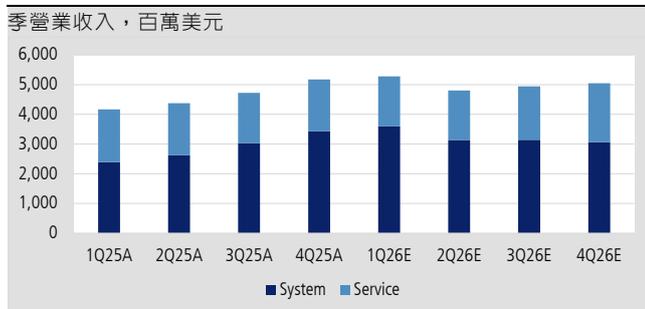
Non-GAAP 百萬美元	4Q25								1Q26F							
	實際值	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)		
營收	5,171	5,015	3.1	9.6	33.6	5,003	3.4	5,275	4,814	9.6	2.0	26.6	4,661	13.2		
毛利	2,601	2,508	3.7	12.5	38.6	2,478	5.0	2,637	2,354	12.0	1.4	31.3	2,260	16.7		
營業利益	1,779	1,710	4.0	14.8	56.4	1,679	5.9	1,829	1,551	17.9	2.9	45.9	1,478	23.8		
稅後淨利	1,698	1,547	9.7	27.1	65.4	1,543	10.0	1,622	1,328	22.2	(4.4)	46.7	1,288	26.0		
每股盈餘 (美元)	1.33	1.21	10.0	28.2	69.9	1.21	9.9	1.27	1.05	21.6	(4.4)	49.8	1.01	25.8		
毛利率 (%)	50.3	50.0	0.3 ppts	1.3 ppts	1.8 ppts	49.5	0.8 ppts	50.0	48.9	1.1 ppts	(0.3)ppts	1.8 ppts	48.5	1.5 ppts		
營利率 (%)	34.4	34.1	0.3 ppts	1.6 ppts	5.0 ppts	33.6	0.8 ppts	34.7	32.2	2.5 ppts	0.3 ppts	4.6 ppts	31.7	3.0 ppts		
淨利率 (%)	32.8	30.8	2.0 ppts	4.5 ppts	6.3 ppts	30.8	2.0 ppts	30.8	27.6	3.2 ppts	(2.1)ppts	4.2 ppts	27.6	3.1 ppts		

資料來源：公司資料；凱基

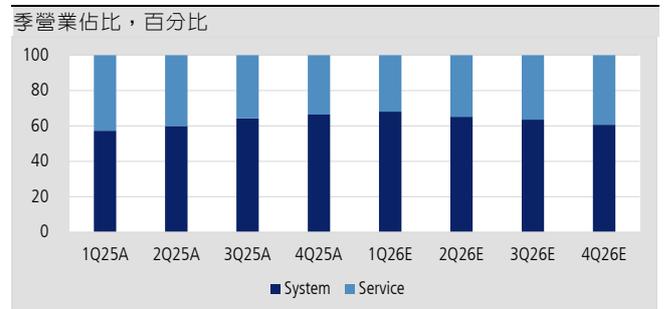
圖 2：2026-27 年財測修正與市場共識

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	20,062	18,279	9.8	8.8	19,763	1.5	21,731	19,542	11.2	8.3	21,580	0.7
毛利	9,785	8,906	9.9	8.7	9,648	1.4	10,648	9,583	11.1	8.8	10,564	0.8
營業利益	6,611	5,888	12.3	11.8	6,308	4.8	7,463	6,286	18.7	12.9	7,065	5.6
稅後淨利	5,875	5,180	13.4	10.6	5,495	6.9	6,652	5,394	23.3	13.2	6,179	7.7
每股盈餘 (美元)	4.60	4.02	14.6	11.6	4.39	4.8	5.21	4.28	21.6	13.2	4.99	4.4
毛利率 (%)	48.8	48.7	0.1 ppts	(0.0)ppts	48.8	(0.0)ppts	49.0	49.0	(0.1)ppts	0.2 ppts	49.0	0.0 ppts
營利率 (%)	33.0	32.2	0.8 ppts	0.9 ppts	31.9	1.0 ppts	34.3	32.2	2.2 ppts	1.4 ppts	32.7	1.6 ppts
淨利率 (%)	29.3	28.3	1.0 ppts	0.5 ppts	27.8	1.5 ppts	30.6	27.6	3.1 ppts	1.3 ppts	28.6	2.0 ppts

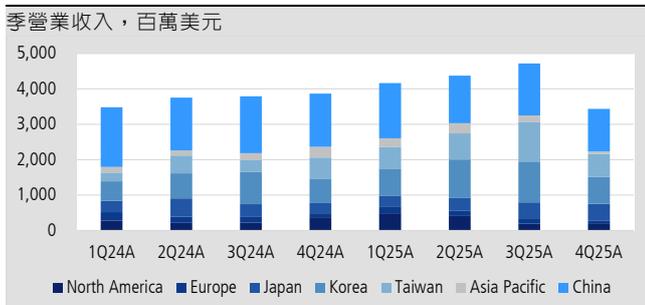
資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營收(按業務)


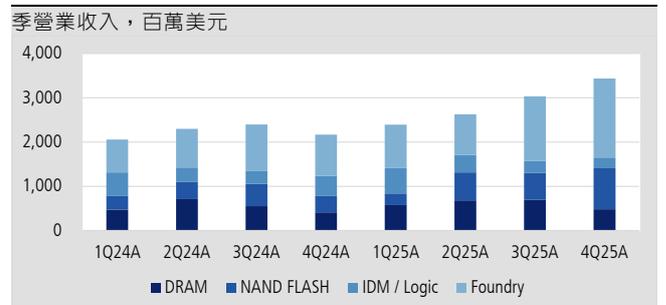
資料來源：凱基

圖 4：季營收比重(按業務)


資料來源：公司資料；凱基

圖 5：季營收(按地區)


資料來源：公司資料；凱基

圖 6：季營收(按客戶)


資料來源：公司資料；凱基

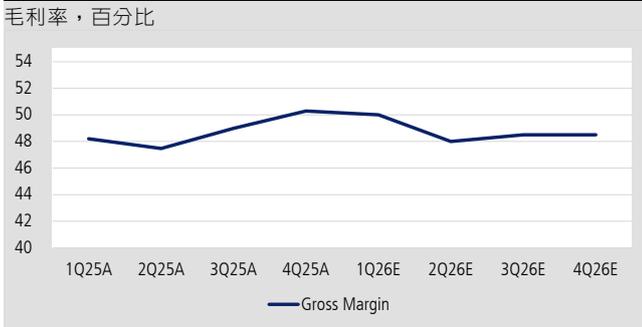
圖 7: 公司概况

Lam Research 是全球半導體設備領導廠，專精於蝕刻 (Etch)、薄膜沉積 (Deposition) 與清洗製程技術。隨著製程邁入 GAA、3D NAND 與先進封裝世代，Lam 憑藉其在高深寬比蝕刻、原子層沉積 (ALD)、低溫蝕刻 (Cryo Etch) 等差異化平台，成為先進邏輯與記憶體製程的關鍵推動者。公司亦積極發展服務與成熟製程市場，維持穩健成長動能。

資料來源：公司資料；凱基

圖 9: 季營收與年增率

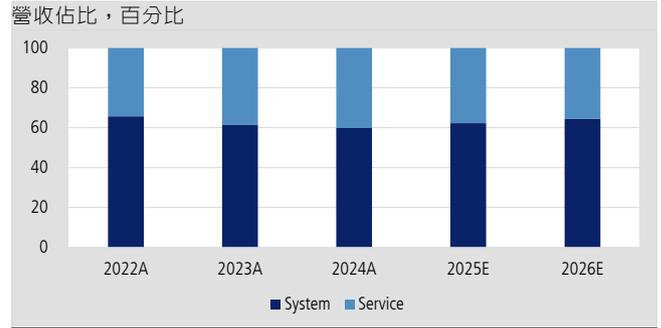

資料來源：公司資料；凱基

圖 11: 毛利率


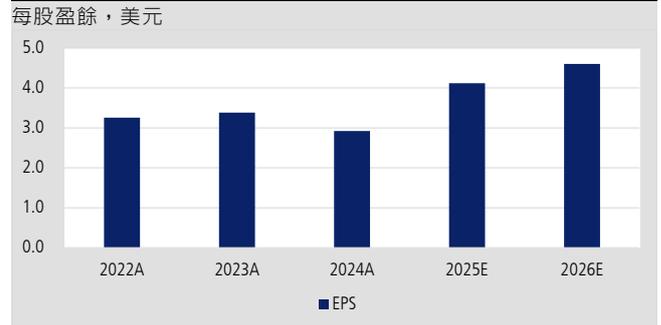
資料來源：公司資料；凱基

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

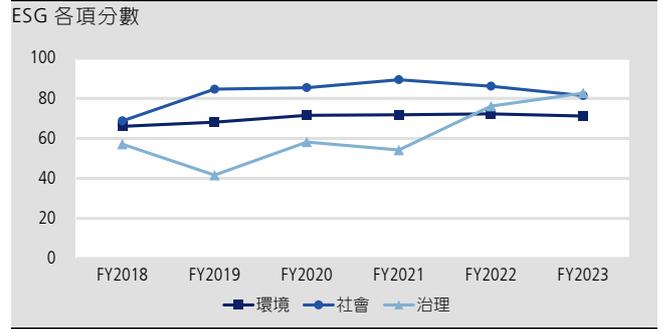

資料來源：彭博；凱基

圖 14: 未來 12 個月預估 EV/EBIT

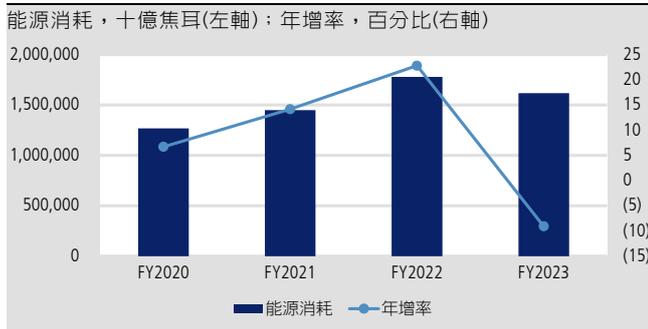

資料來源：公司資料；凱基

圖 15 : ESG 整體分數

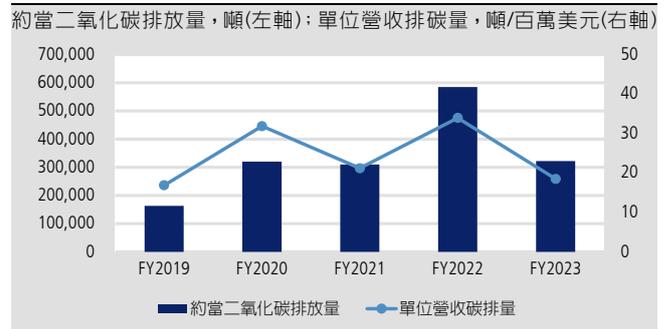

資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : ESG 各項分數


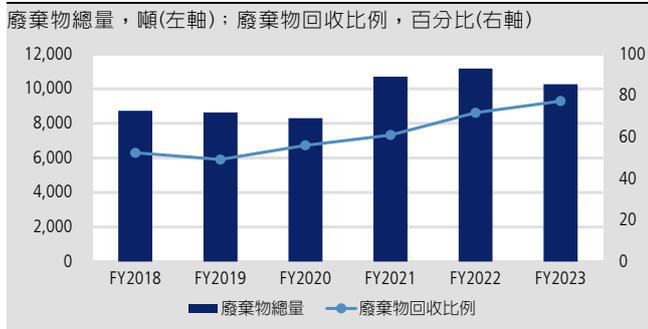
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : 能源消耗


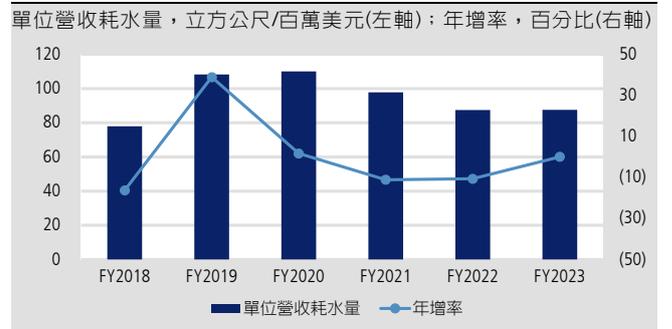
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : 碳排量


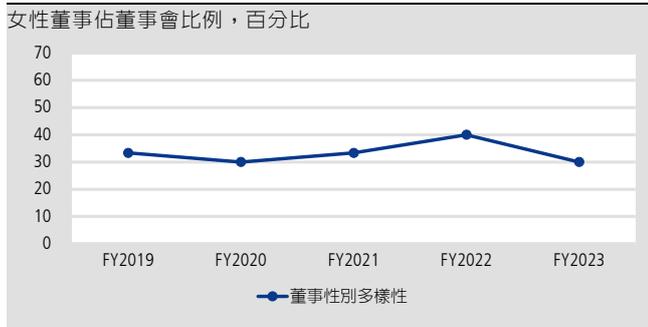
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : 廢棄物總量


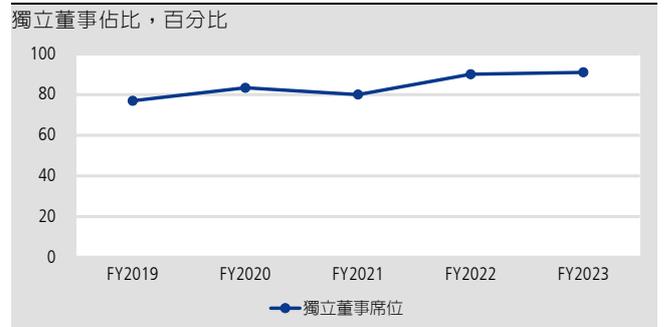
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : 耗水量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : 董事會性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : 獨立董事


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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 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

Lam Research- 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2025-06-26	增加持股	100	96

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有。