

行业研究

FY25Q3 业绩超预期，期待更多授权协议签署和 CSS 收入放量

——ARM (ARM.O) FY2025Q3 业绩点评

要点

事件：FY25Q3 业绩超预期，略下调 FY2025 全年指引上限。1) **FY25Q3 业绩超预期。**FY25Q3 营收 9.83 亿美元，YoY+19%，QoQ+17%，超过此前公司 9.2~9.7 亿美元指引区间上限，较市场预期的 9.47 亿美元高逾 4%；其中授权收入 4.03 亿美元，YoY+14%；版税收入 5.8 亿美元，YoY+23%，系 CSS+v9 架构渗透、物联网业务改善。**盈利方面**，FY25Q3 Non-GAAP EPS 0.39 美元，YoY+26%，超过此前公司 0.32~0.36 美元指引区间上限，较市场预期的 0.34 美元高逾 15%。**2) 略下调 FY2025 全年指引上限。**公司指引 FY25Q4 营收 11.75~12.75 亿美元，中值对应 YoY+32%，QoQ+25%，市场预期 12.28 亿美元；Non-GAAP EPS 指引 0.48~0.56 美元，中值较市场预期的 0.526 美元低 1%。公司缩窄 FY25 指引区间，指引营收 39.4-40.4 亿美元(此前指引 38-41 亿美元)，指引 Non-GAAP EPS 1.56~1.64 美元(此前指引 1.45-1.65 美元)，营收和 EPS 指引区间中值均超市场预期，但指引区间上限较此前略有下调。

授权业务：V9+CSS 需求带动协议签署，FY25Q4 指引授权收入同比增长 60%。AI 时代下芯片复杂性提升，推动客户在采用 Armv9 架构和计算子系统(CSS)上定制芯片，带来更多高价值协议签订。FY25Q3 新签署 1 项 ATA 协议、累计达 40 项；AFA 新签 26 项 AFA 协议、累计达 295 项。FY25Q3 年化合同价值(ACV)12.7 亿美元，YoY+9%，QoQ+1%；剩余履约义务(RPO)23.25 亿美元，YoY-4%，QoQ-3%，系部分 RPO 积压收入已释放。公司指引 FY25Q4 授权收入 YoY+60%，系四季度将按照公司预期发生多项重大协议的签署。

版税业务：云+边缘 AI 算力需求均利好 Arm 技术，V9+CSS 提升版税费率长期上限。AI 算力向定制化转型，Arm 作为定制 CPU 架构的适配度提升，带来更强客户需求和更高溢价权：1) **V9 架构：**V9 架构版税费率较 V8 架构翻倍，但公司 FY25Q1~FY25Q3 持续三个季度 V9 渗透率 25%，主要系 V8 等老版架构需求较预期强劲。考虑到 V9 性能强大，公司仍预计 V9 长期渗透率可达 67%-70%，版税收入长期增长空间广阔；2) **CSS 平台：**CSS 通过整合 CPU、GPU、NPU 资源，提供 AI 性能强劲的完整解决方案，其版税费率较 V9 架构翻倍。FY25Q3 公司首次实现可观的 CSS 收入，系联发科新款天玑 9400 SoC 出货。FY25Q4 和 FY26 期间，基于 Neoverse CSS 的微软 Cobalt 也将逐步出货，带来更大规模 CSS 收入。公司指引 FY25 末 CSS 的版税收入占比达中高个位数、FY26 末达双位数；3) **Arm 成为云+边缘重要项目的技术合作方。**① Arm 加入“Stargate”项目，建立 AI 云端基础设施；②Arm 加入“Cristal Intelligence”，建立企业级 AI 整合解决方案，将 AI Agent 带入边缘场景。

高通诉讼：Arm 已撤回对高通的违反许可协议诉讼，公司表示业绩不受影响。**盈利预测、估值与评级：**AI 算力需求同时带动 Arm 授权和版税业务，我们调整 FY25~FY27 Non-GAAP 净利润为 17.0/21.4/25.7 亿美元(较上次预测 +3%/+1%/-2%)，对应 YoY+29%/+26%/+20%。当前股价对应 FY25/26 100x/79x PE，因 Arm 受益于边缘 AI 趋势，且看好“Stargate”和“Cristal Intelligence”等重点项目有望进一步利好其业绩和估值，**维持“买入”评级。**

风险提示：消费电子复苏不及预期；AI 算力需求不及预期；半导体复苏缓慢。
公司盈利预测与估值简表

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入 (百万美元)	2,679	3,233	4,001	4,951	5,759
同比增长率 (%)	(0.9)	20.7	23.8	23.7	16.3
Non-GAAP 净利润 (百万美元)	657	1324	1703	2138	2572
同比增长率 (%)	(0.9)	101.5	28.6	25.5	20.3
Non-GAAP 每股收益 (美元)	0.64	1.29	1.63	2.05	2.46
Non-GAAP 市盈率	254	126	100	79	66
P/S	62	52	42	34	29

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-02-07；财年范围是从上一财年的 4 月 1 日至当年的 3 月 31 日（如 FY25 起止范围是 2024-4-1 至 2025-3-31）；Non-GAAP 每股收益为基本每股收益

买入（维持）

当前价：162.51 美元

作者

分析师：付天姿，CFA，FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：董馨悦

021-52523858

dongxinyue@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.54
总市值(亿美元):	1713
一年最低/最高(元):	46.50/188.75
近 3 月换手率:	35.29%

股价相对走势



资料来源：同花顺 iFind

相关研报

FY25Q1 业绩超预期，FY25 指引保守，关注 AI 终端和数据中心自研进展——ARM (ARM.O) FY2025Q1 业绩点

评……2024-08-03

深度探究 IP 核霸主 ARM，AI 时代的机会与挑战——ARM (ARM.O) 投资价值研究报告……2024-05-07

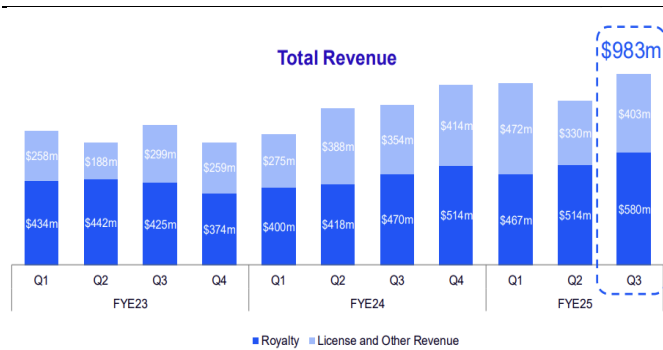
ARM：FY24Q3 业绩和 Q4 指引超预期，强劲 AI 需求提供增长新动力——AI 算力产业链跟踪报告(七)……2024-02-09

表 1: ARM FY25Q3 业绩超预期, FY25Q4 指引略低于预期, FY2025 全年指引区间上限被略下调

	FY25Q3			FY25Q4		FY2025 全年		
	实际业绩	此前公司指引	市场预期	公司指引	市场预期	此前公司指引	本次公司指引	市场预期
营收 (亿美元)	9.83	9.2~9.7	9.47	11.75~12.75	12.28	38~41	39.4~40.4	39.6
EPS (美元)	0.39	0.32~0.36	0.34	0.48~0.56	0.526	1.45~1.65	1.56~1.64	1.563

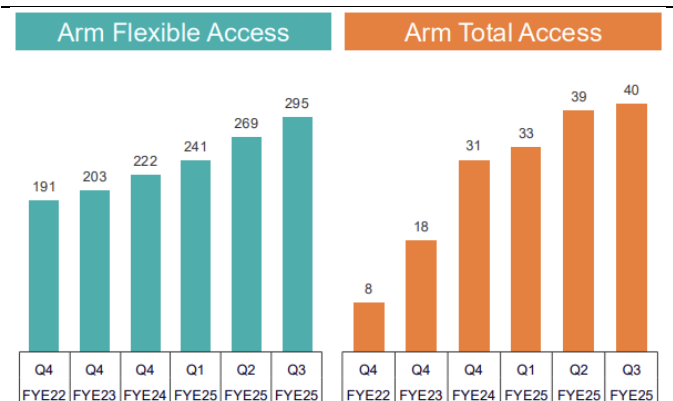
资料来源: ARM FY25Q3 财报, ARM FY25Q3 业绩会 PPT, Bloomberg, 光大证券研究所整理;
注: 其中每股收益 EPS 是在 Non-GAAP 情况下的稀释每股受益

图 1: FY23Q1-FY25Q3 Arm 业绩拆分 (单位: 百万美元)



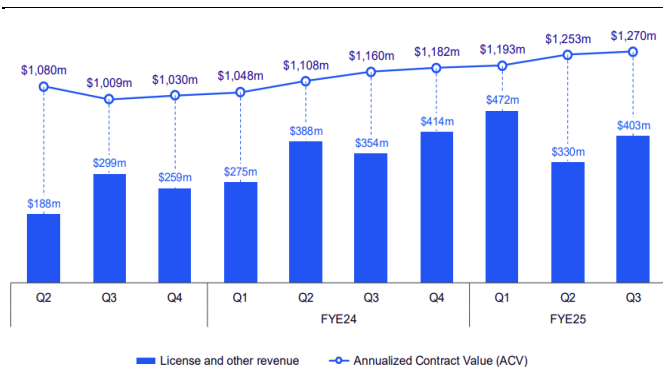
资料来源: ARM FY25Q3 业绩会 PPT

图 2: FY25Q3 期间, ATA/AFA 累计许可数分别增至 40/295 个



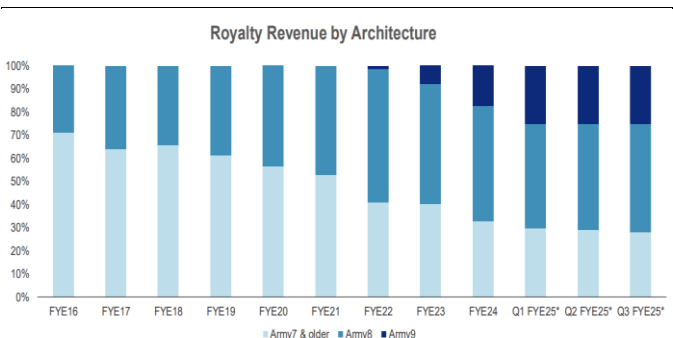
资料来源: ARM FY25Q3 业绩会 PPT

图 3: FY23Q2-FY25Q3 年化合同价值(ACV)金额(单位: 百万美元)



资料来源: ARM FY25Q3 业绩会 PPT

图 4: 版税收入按架构拆分, V9 渗透率连续三个季度维持在 25%



资料来源: ARM FY25Q3 业绩会 PPT

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
主营收入	2,679	3,233	4,001	4,951	5,759
授权和其他收入	1,141	1,004	1,431	1,868	2,194
版税收入	1,562	1,675	1,802	2,133	2,757
营业成本	-106	-154	-120	-141	-161
毛利	2,573	3,079	3,881	4,810	5,597
其它收入	-42	-9	716	506	290
营业开支	-1,895	-2,962	-3,701	-4,159	-4,405
营业利润	636	108	896	1,157	1,482
财务成本净额	35	104	-8	-16	-5
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	671	212	888	1,140	1,477
所得税开支	-147	94	-12	-50	-86
税后经营利润	524	306	876	1,091	1,391
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	524	306	876	1,091	1,391
Non-GAAP 净利润	657	1,324	1,703	2,138	2,572
调整后每股收益(美元)	0.64	1.29	1.63	2.05	2.46

现金流量表(百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	739	1,090	70	659	1,245
净利润	524	306	876	1,091	1,391
折旧与摊销	125	125	137	152	167
营运资本变动	-8	5	-1,158	-207	-303
其它	98	654	215	-377	-9
投资活动现金流	-138	-516	-202	-225	-245
资本性支出净额	-93	-143	-175	-195	-215
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	13	-18	0	0	0
其它资产变化	-58	-355	-27	-30	-30
自由现金流	679	118	-1,335	-460	275
融资活动现金流	-42	-208	-190	-54	-29
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变化	0	0	414	-228	-186
派发红利	0	0	-750	0	0
其它长期负债变化	-42	-208	146	174	157
净现金流	559	366	-323	380	971

资产负债表(百万美元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总资产	6,866	7,927	8,708	9,907	11,584
流动资产	3,537	4,197	5,012	6,132	7,779
现金及短期投资	1,554	1,923	1,600	1,980	2,952
有价证券及短期投资	661	1,000	1,000	1,000	1,000
应收账款	999	781	1,600	1,980	2,303
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	323	493	811	1,171	1,523
非流动资产	3,329	3,730	3,696	3,775	3,805
长期投资	723	741	741	741	741
固定资产净额	185	215	268	316	359
其他非流动资产	2,421	2,774	2,688	2,718	2,705
总负债	2,815	2,632	3,287	3,395	3,681
流动负债	1,363	1,505	1,943	1,892	2,001
应付账款	184	726	387	560	580
短期借贷	0	0	414	186	0
其它流动负债	1,179	779	1,142	1,146	1,421
长期负债	1,452	1,127	1,344	1,502	1,680
长期债务	0	0	0	0	0
其它	1,452	1,127	1,344	1,502	1,680
股东权益合计	4,051	5,295	5,421	6,512	7,903
股东权益	4,051	5,295	5,421	6,512	7,903
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债及股东权益总额	6,866	7,927	8,708	9,907	11,584
净现金/(负债)	102	796	-157	292	1,272
营运资本	815	55	1,213	1,420	1,723
长期可运用资本	5,503	6,422	6,765	8,014	9,583
股东及少数股东权益	4,051	5,295	5,421	6,512	7,903

主要指标

盈利能力 (%)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
毛利率	96%	95%	97%	97%	97%
EBITDA 率	30%	8%	27%	27%	29%
EBIT 率	25%	4%	23%	24%	26%
税前净利润率	25%	7%	22%	23%	26%
税后净利润率 (归属母公司)	20%	9%	22%	22%	24%
ROA	8%	4%	10%	11%	12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13%	6%	16%	17%	18%
经营性 ROIC	24%	6%	3%	11%	19%

偿债能力	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
资产负债率	41%	33%	38%	34%	32%
流动比率	2.60	2.79	2.58	3.24	3.89
速动比率	2.60	2.79	2.58	3.24	3.89

费用率	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
管理费用率	28.4%	30.4%	30.0%	27.0%	24.5%
研发费用率	42.3%	61.2%	62.5%	57.0%	52.0%
所得税率	21.9%	-44.3%	1.4%	4.3%	5.8%

每股指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股红利	0.00	0.72	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.71	1.04	0.07	0.63	1.19
每股净资产	3.88	5.07	5.19	6.24	7.57
每股销售收入	2.57	3.10	3.83	4.74	5.52

估值指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
PE	254	126	100	79	66
PB	41.1	31.5	31.3	26.1	21.5
EV/EBITDA	13.9	43.1	3.8	2.9	1.8
股息率	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP