

全球光刻机龙头，四季度订单大幅增长

投资要点

- 事件:**公司2025年四季度实现营收97.2亿欧元,同比增长4.9%;毛利率52.2%,同比提升0.5个百分点;净利润28.4亿欧元,同比增长5.4%。2025年全年实现收入326.7亿欧元,同比增长15.6%;毛利率52.8%,同比提升1.6个百分点;净利润96亿欧元,同比增长26.9%。
- 25Q4订单大幅增长,支撑公司后续业绩上行。**1) 25Q4设备系统收入75.8亿欧元,同比增长6.6%。其中,EUV收入36.4亿欧元,同比增长21.8%,占设备收入比重为48%。2) 2025Q4总共交付光刻机102台,环比增长41.7%,其中EUV交付了14台。3)中国大陆市场销售表现亮眼,四季度有36%的销售来自于中国大陆市场。4) 应用方面,25Q4逻辑市场销售收入53亿欧元,存储市场销售收入22.8亿欧元。5) 2025全年设备系统业务实现收入244.7亿欧元,同比增长12.5%;服务与设备管理业务实现收入81.9亿欧元,同比增长26.2%。6)公司在2025年四季度获得132亿欧元的订单,同比大幅增长86%,其中EUV的订单额为74亿欧元,存储相关订单占比达到了56%。下游台积电加大对2nm先进制程的投放,AI推理带动存储需求爆发,三星、海力士、美光等存储大厂对HBM和高端DRAM/NAND的需求激增,订单大幅增长,为公司后续的业绩提供有力支撑。
- High-NA EUV量产有望提升ASP水平。**先进制程节点进入到2nm及以下,现有的Low-NA EUV光刻机面临分辨率极限;High-NA EUV通过增大的数值孔径,推进了分辨率极限,从而减少2nm以下节点的曝光次数。2024年,ASML向英特尔交付了业界首台High-NA系统;2025-2026年,随着台积电和三星的跟进,High-NA系统将过渡到量产阶段。EUV的ASP从2017年的0.99亿欧元上涨至2025年的2.4亿欧元,High-NA EUV渗透率的提升有望持续提振EUV系统的ASP和利润水平,夯实公司的盈利能力。
- 盈利预测与评级。**预计公司未来三年净利润年复合增速为18.4%。公司是全球光刻机和半导体设备龙头企业,考虑到其订单大幅增长,给予公司2027年35xPE,目标价1568.08美元(汇率按1欧元兑1.196美元计算)。首次覆盖,给予“持有”评级。
- 风险提示:**下游晶圆厂资本支出或不及预期;EUV需求或不及预期;竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万欧元)	28262.90	32667.30	38790.87	45019.46	48310.08
增长率	2.56%	15.58%	18.75%	16.06%	7.31%
净利润(百万欧元)	7571.60	9609.40	11984.24	14512.25	15996.58
增长率	-3.41%	26.91%	24.71%	21.09%	10.23%
每股收益EPS(欧元)	19.54	24.80	30.94	37.46	41.29
净资产收益率	40.98%	49.00%	37.93%	31.47%	25.76%
PE	60.90	47.99	38.48	31.78	28.83

数据来源:公司公告,西南证券

西南证券研究院

分析师:王湘杰
执业证号:S1250521120002
电话:0755-26671517
邮箱:wxj@swsc.com.cn

分析师:杨镇宇
执业证号:S1250517090003
电话:023-67563924
邮箱:yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:Wind

基础数据

52周区间(美元)	590.08-1454.6
3个月平均成交量(百万)	1.63
流通股数(亿)	3.94
市值(亿美元)	5640

相关研究

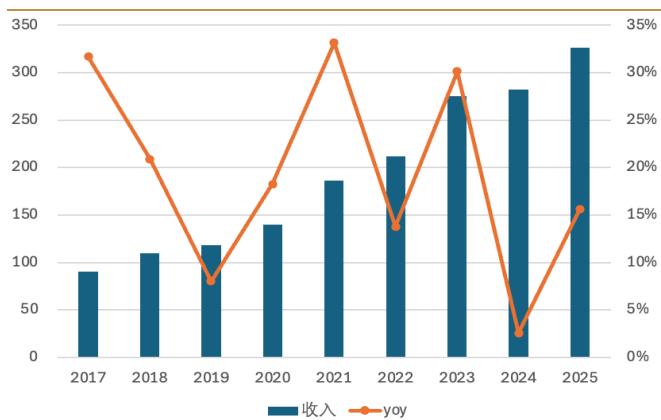
1 全球光刻机龙头，25Q4订单大幅增长

ASML 作为全球半导体设备龙头企业，通过其在极紫外光刻 (EUV) 技术上的近乎垄断地位，成为维持摩尔定律延续的核心物理通道。随着 AI、高性能计算 (HPC)、自动驾驶技术的爆发式增长，全球算力需求正在经历从线性增长向指数级增长的范式转移。在此背景下，ASML 不仅是先进光刻技术的核心提供者，更是全球数字基础设施的关键节点。

ASML 成立于 1984 年，总部位于荷兰 Veldhoven。从最初在飞利浦起步，到 1995 年独立上市，再到收购 Cymer (光源技术)、Mapper (电子束技术) 和 HMI (量测技术)，ASML 完成了一次次蜕变。特别是对 Cymer 的收购，解决了 EUV 光源功率不足的瓶颈；而对德国光学巨头卡尔蔡司 (Carl Zeiss SMT) 的长期战略参股，则确保了全球精密光学镜头的供应。这种通过资本纽带深度整合供应链核心环节的战略，是 ASML 护城河的重要组成部分。

公司 2017-2025 年收入从 90.5 亿欧元增长至 326.7 亿欧元，CAGR 17.4%；净利润 2017-2025 年从 21.2 亿欧元增长至 96 亿欧元，CAGR 20.8%。公司毛利率 2017-2025 年从 45% 提升至 52.8%，主要在于利润率更高的 EUV 系统占比提升；净利率从 23.4% 提升至 29.4%。公司净利润仅在 2022 年后疫情需求透支和 2024 年受晶圆厂资本支出下滑的影响而下降。

图 1：ASML 营收（亿欧元）及增速



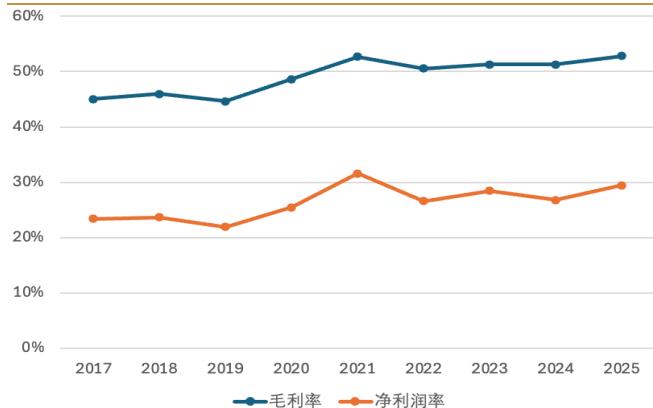
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：ASML 净利润（亿欧元）及增速

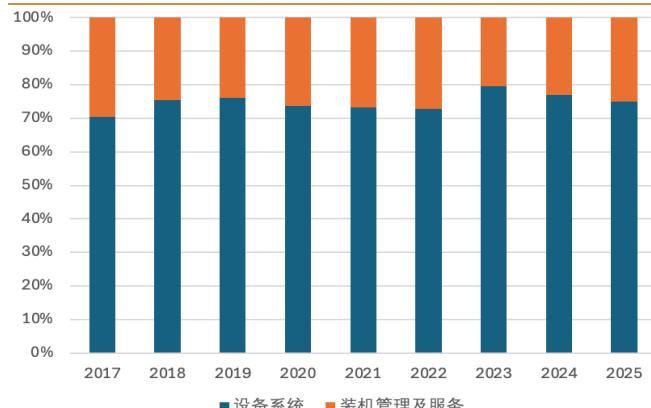


数据来源：公司公告，西南证券整理

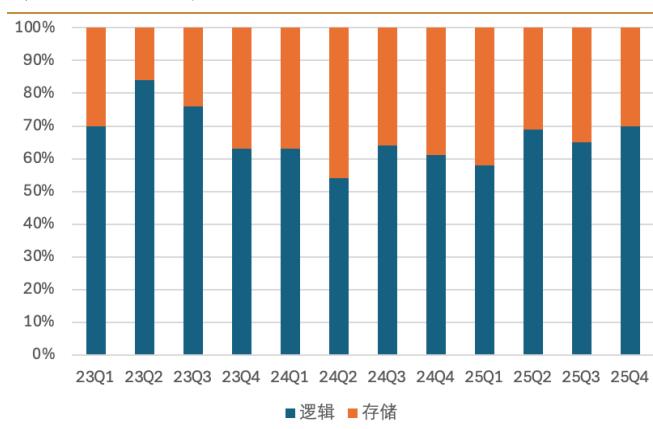
ASML 主要分为两大业务板块：设备系统，装机管理及服务。设备系统板块包括了 EUV (极紫外光刻系统)、DUV (深紫外光刻系统)、量测检测等设备的销售，2017-2025 年收入 CAGR 为 18.3%。装机管理及服务业务主要包括设备维护、升级服务和二手设备销售，随着全球装机量的累积，该业务已为公司每年贡献 20%-30% 的收入来源。

图 3: ASML 利润率水平


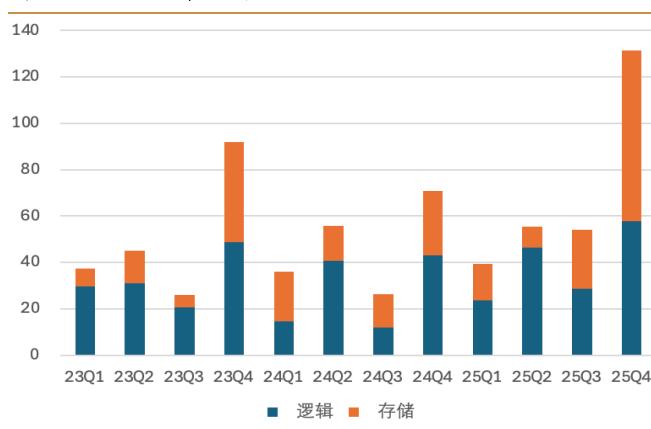
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4: ASML 业务结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5: ASML 设备终端应用比例


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6: ASML 订单结构 (亿欧元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

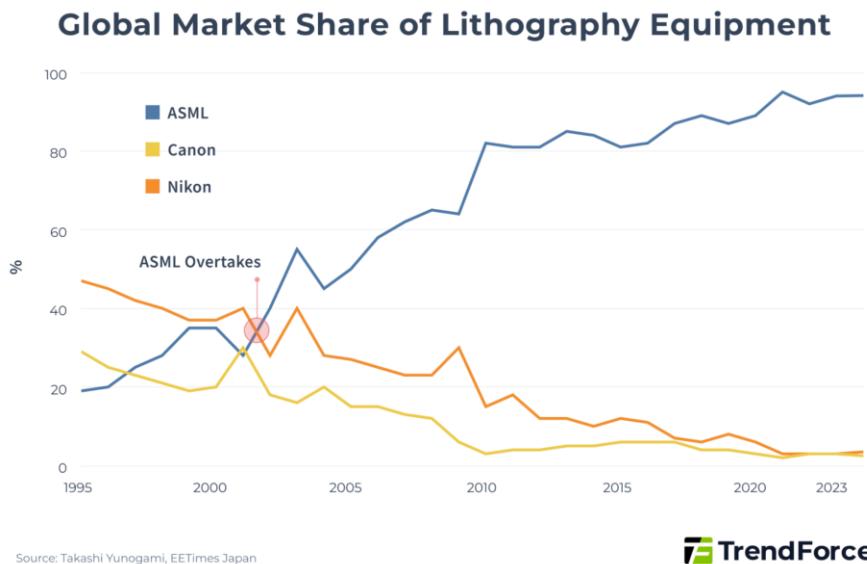
2 高端光刻机技术垄断，EUV 向 High-NA 系统升级

2.1 半导体制造的皇冠明珠，ASML 引领全球光刻市场

光刻（Lithography）是芯片制造过程中核心、成本高且技术难度极大的环节，其原理是利用光线将掩模版上的复杂电路图案投射并缩小至涂有光刻胶的硅晶圆上。ASML 长达 40 年的奋斗史，本质上就是一部不断缩小光源波长（从汞灯的 g-line/i-line 到激光的 KrF/ArF，再到等离子体的 EUV）和增大光学系统的数值孔径（从干式的 0.93 到浸没式的 1.35，再到 EUV 的 0.33 和 0.55）的物理学征程。

全球光刻机市场曾经是日本尼康和佳能的天下，但在过去二十年中，ASML凭借两次关键的技术超车——浸没式光刻（Immersion Lithography）和极紫外光刻（EUV）——重塑了竞争格局。全球光刻机市场的竞争态势呈现出 ASML 独大的局面，尤其是在高端 EUV 领域目前仅 ASML 一家。根据 TrendForce 数据，ASML 在整体光刻设备市场的份额已超过 90%，尼康和佳能的份额不足 10%，且主要集中在中低端市场。

图 7：全球光刻机市场份额变化



数据来源：TrendForce，西南证券整理

ASML 在高端市场的垄断地位并非偶然，而是通过独特的“客户联合投资计划”（Customer Co-Investment Program）巩固的。2012 年，英特尔、台积电和三星通过购买 ASML 股权并资助研发的方式，与 ASML 建立了深度绑定的利益共同体。这种商业模式使得竞争对手难以获得关键客户的工艺反馈，从而在技术迭代中逐渐掉队。

2.2 极紫外光刻系统 (EUV)：公司的增长引擎

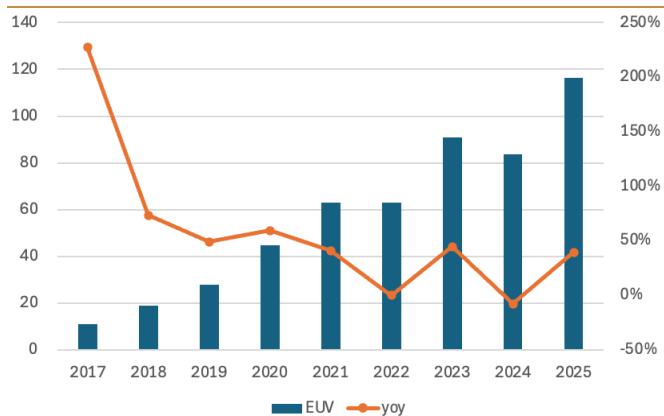
ASML 的光刻机产品主要分为 EUV 和 DUV 两种。EUV 系统利用波长为 13.5nm 的极紫外光，能够直接刻画 5nm、3nm 乃至更先进的电路图案，是当前逻辑芯片和高端 DRAM 制造的高端设备。

EUV 系统 2017-2025 年收入从 10.8 亿欧元增长至 116.5 亿欧元，CAGR 高达 34.6%。EUV 成为公司业绩增长的重要来源，占整体收入比重也从 2017 年的 12% 提升至 2025 年的 35.7%。

当制程节点进入 2nm 及以下时，现有的 Low-NA (0.33 NA) EUV 光刻机面临分辨率极限。为了打印更精细的线条，Low-NA 光刻机需要采用“双重曝光”甚至“多重曝光”技术，这不仅大幅增加了生产时间和成本，还引入了复杂的对准误差风险。High-NA EUV (0.55 NA) 通过增大的数值孔径，将分辨率极限从 13nm 直接推进至 8nm，从而减少 2nm 以下节点的曝光次数。2024 年，ASML 向英特尔交付了业界首台 High-NA 系统。2025-2026 年，随着台积电和三星的跟进，High-NA 系统将过渡到量产阶段。

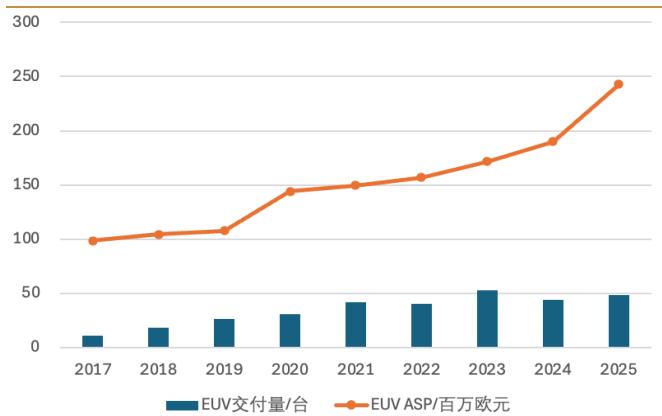
台积电、三星、英特尔等先进制程晶圆厂是 EUV 的需求主力，在几家晶圆厂先进制程的竞争下，EUV 的出货从 2017 年 11 台增长至 2025 年的 48 台，八年时间翻了三倍多；同时，规格的提升也提升了 EUV 的平均单价水平，从 2017 年的 0.99 亿欧元上涨至 2025 年的 2.4 亿欧元。

图 8：EUV 收入（亿欧元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：EUV 交付量及单价趋势



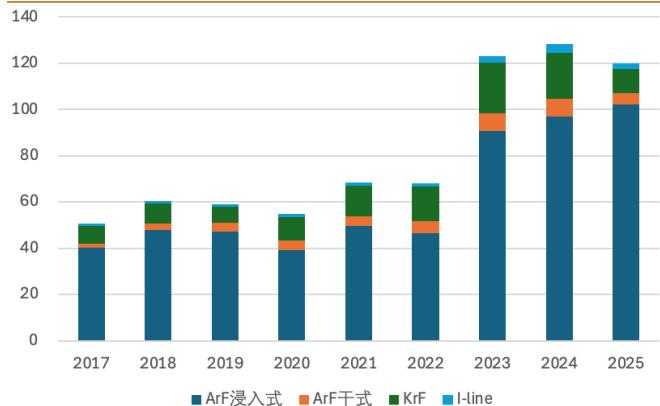
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 深紫外光刻系统 (DUV)：公司的现金奶牛

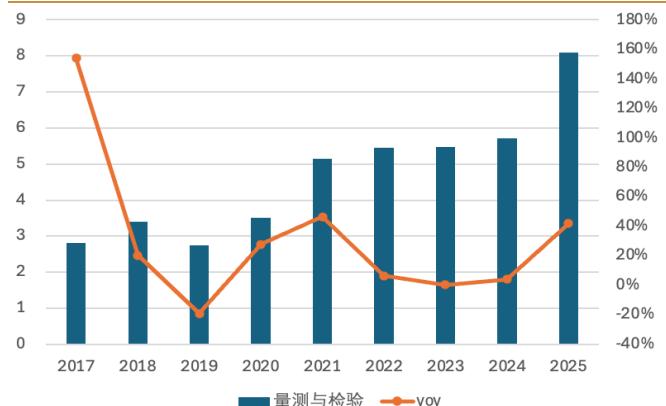
DUV 系统涵盖了 ArF 浸没式、ArF 干式、KrF 和 i-line，构成了公司营收的基石，尤其是在成熟制程市场。DUV 系统 2017-2025 年收入从 50.6 亿欧元增长至 120 亿欧元，CAGR 达 11.4%。

- ArF Immersion (浸没式，波长 193nm)：DUV 家族的旗舰，利用水作为介质提高折射率。在 EUV 问世前，ArF 浸没式 DUV 是最先进的设备；在 EUV 时代，它依然通过多重曝光技术用于制造次关键层，并且是成熟制程 (28nm-45nm) 的核心设备。
- ArF Dry (干式，波长 193nm)：用于相对成熟的逻辑和存储节点。
- KrF (氟化氪，波长 248nm)：主要用于 3D NAND 的堆叠层制造。随着 3D NAND 层数向 300 层以上发展，对 KrF 设备的需求量极其巨大且稳定。
- i-line (i 线，波长 365nm)：用于功率器件、模拟芯片、传感器等极成熟领域。ASML 通过 XT:260 等新机型持续刷新这一市场的生产力标准。

量测与检测：ASML 不仅卖光刻机，还提供用于检测晶圆图案质量的光学量测和电子束检测 (HMI) 设备。这部分业务虽然仅占整体收入的 2%-3%，但对于提升 EUV 工艺良率至关重要，是绑定客户的重要手段。量测与检测设备 2017-2025 年收入从 2.8 亿欧元增长至 8.1 亿欧元，CAGR 达 14%。

图 10：各类 DUV 的收入（亿欧元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：量测与检测设备收入（亿欧元）及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：下游晶圆厂的先进制程需求提升，推动 EUV 加速出货，未来三年设备系统收入复合增速达 15%；

假设 2：随着全球装机量的累积，预计未来三年服务与设备管理业务收入复合增速达 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万欧元		2025A	2026E	2027E	2028E
设备系统	收入	24,474.00	29,368.80	34,655.18	37,427.60
	增速	12.49%	20.00%	18.00%	8.00%
服务与设备管理	收入	8,193.10	9,422.07	10,364.27	10,882.49
	增速	26.16%	15.00%	10.00%	5.00%
合计	收入	32667.30	38790.87	45019.46	48310.08
	增速	15.58%	18.75%	16.06%	7.31%

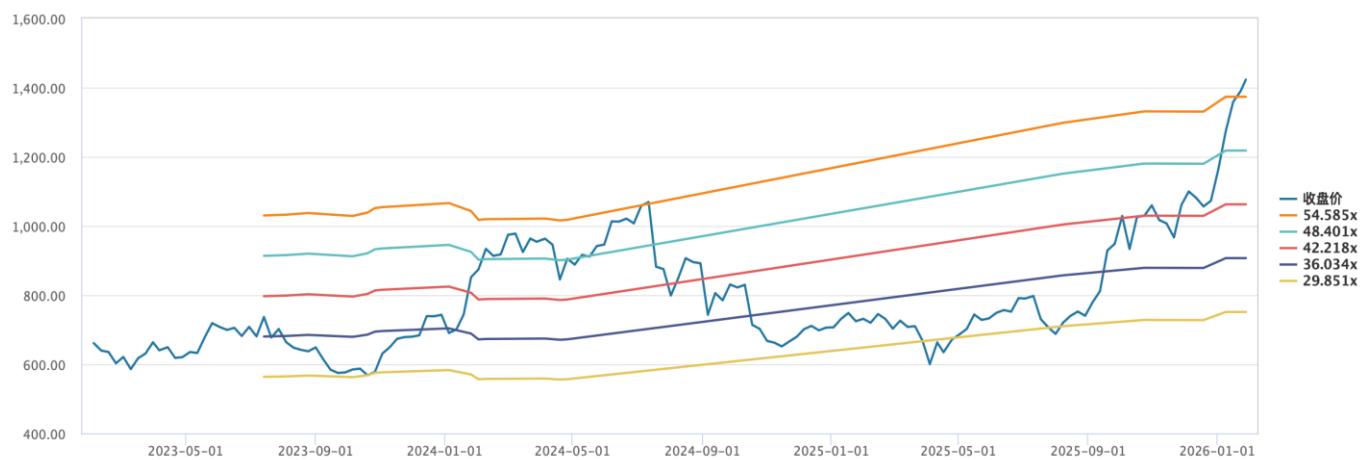
数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了 3 家半导体领域的可比公司，2026-2027 年平均估值分别为 45xPE 和 39xPE。预计公司未来三年净利润年复合增速 18.4%。公司 2026-2027 年估值为 38xPE、32xPE，低于行业平均水平。公司是全球光刻机和半导体设备龙头企业，考虑到订单大幅增长，给予公司 2027 年 35xPE，目标价 1568.08 美元（汇率按 1 欧元兑 1.196 美元计算）。首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值情况

股票代码	证券简称	股价(美元)	市值 (亿美元)	PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E
AMAT.O	应用材料	322.32	2555	26.04	32.36	28.16	26.72
LRCX.O	泛林集团	233.46	2915	23.20	43.23	33.64	27.63
TER.O	泰瑞达	241.05	378	71.17	58.80	53.91	43.95
平均值				40.14	44.80	38.57	32.77
ASML.O	ASML	1423.00	5604	47.99	38.48	31.78	28.83

数据来源: Wind, Bloomberg, 西南证券整理。注: 股价日期为 2026 年 1 月 30 日收盘价

图 12: ASML PE-BAND


数据来源: Wind, 西南证券整理

附：财务报表

资产负债表 (百万欧元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万欧元)	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13321.90	19816.50	33705.45	49012.48	销售收入	32667.30	38790.87	45019.46	48310.08
应收账款	3636.50	5521.38	6407.94	6876.32	销售成本	15409.30	18259.77	20823.95	22131.71
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00	销售和管理费用	1257.80	1357.68	1575.68	1690.85
存货	11429.30	13341.92	15215.50	16171.05	研发费用	4698.80	5159.19	5852.53	6280.31
其他流动资产	2228.40	4054.09	4705.04	5048.95	投资收益	216.70	227.54	241.19	263.86
流动资产总计	30616.10	42733.89	60033.93	77108.80	营业利润	11518.10	14168.37	16970.76	18484.44
长期股权投资	2143.30	2370.84	2612.03	2875.89	其他非经营损益	104.70	55.23	59.91	73.28
固定资产	8234.80	8631.35	9136.23	9671.11	税前利润	11622.80	14223.61	17030.68	18557.72
无形资产	540.10	533.42	510.07	470.05	所得税	2013.40	2239.37	2518.42	2561.14
其他非流动资产	9032.30	9032.30	9032.30	9032.30	净利润	9609.40	11984.24	14512.25	15996.58
非流动资产合计	19950.50	20567.90	21290.63	22049.35	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	50566.60	63301.79	81324.55	99158.15	归属于母公司股东的净利润	9609.40	11984.24	14512.25	15996.58
应付账款	0.00	2611.56	2978.29	3165.33	EBITDA	12648.70	16007.14	19186.87	21149.48
其他流动负债	24263.90	22403.30	25547.07	27197.05	NOPLAT	9522.84	11999.49	14493.39	15922.06
流动负债合计	24263.90	25014.86	28525.36	30362.38	EPS(欧元)	24.80	30.94	37.46	41.29
长期债务	2709.00	2709.00	2709.00	2709.00					
其他非流动负债	3981.50	3981.50	3981.50	3981.50					
非流动负债合计	6690.50	6690.50	6690.50	6690.50					
负债合计	30954.40	31705.36	35215.86	37052.88					
归属母公司权益	19612.20	31596.44	46108.69	62105.27					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	19612.20	31596.44	46108.69	62105.27					
负债和股东权益合计	50566.60	63301.79	81324.55	99158.15					
现金流量表 (百万欧元)	2025A	2026E	2027E	2028E					
税后经营利润	9343.68	11710.30	14220.14	15669.69					
折旧与摊销	1025.90	1710.14	2118.47	2605.14					
财务费用	0.00	73.39	37.72	-13.37					
其他经营资金	2288.92	-4872.23	99.42	69.18					
经营性现金净流量	12658.50	8621.60	16475.75	18330.64					
投资性现金净流量	-3777.80	-2053.60	-2549.08	-3036.98					
筹资性现金净流量	-8670.50	-73.39	-37.72	13.37					
现金流量净额	210.20	6494.60	13888.95	15307.03					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn