



【中泰电子】AI全视角-科技大厂财报专题 | ASML 24Q3点评：需求放缓拖累订单，AI创新推动成长

分析师：王芳 S0740521120002，杨旭 S0740521120001，游凡 S0740522120002

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

目录

一、Q3收入超指引，订单显著不及预期

1.1 业绩表现：24Q3营收创历史新高，业绩同环比增长超预期

1.2 业绩指引：24Q4营收环增21%，下修25年营收指引上限

1.3 新增订单：复苏放缓&EUV需求推迟等因素拖累表现

1.4 营收结构：预计25年来自中国区营收占比下滑至20%

二、24Q3业绩交流会要点

三、全球唯一EUV供应商，仍受益AI强劲需求

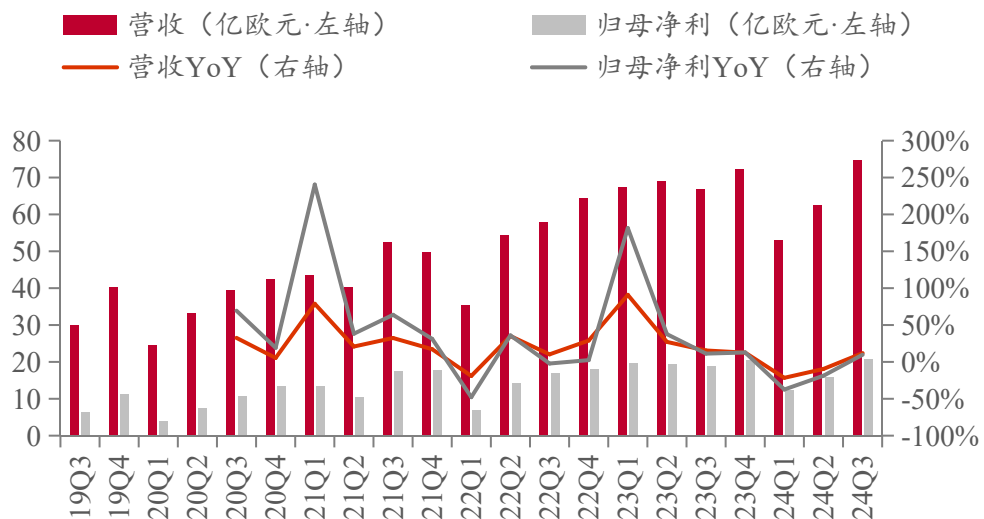
四、投资建议&风险提示



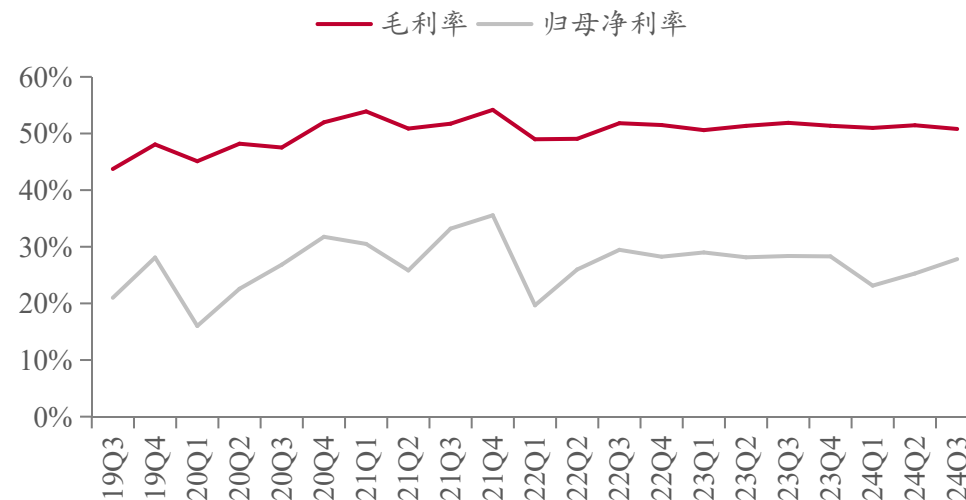
1.1 业绩表现：24Q3营收创历史新高，业绩同环比增长超预期

单位：亿欧元	24Q3				
	实际	YoY	QoQ	此前指引	是否超预期
营收	74.7	11.9%	19.6%	67-73	超预期
一、设备销售	59.3	11.6%	24.5%	53-59	超预期
二、安装管理业务	15.4	12.9%	4.0%	14	超预期
毛利率	50.8%	-1.1pcts	-0.7pcts	50%-51%	符合预期
净利润	20.8	9.7%	31.6%	-	-

图表：ASML营业收入和归母净利情况（亿欧元）



图表：ASML毛利率和归母净利率情况





1.2 业绩指引：24Q4营收环增21%，下修25年营收指引上限

- 指引24Q4营收同环比上升，毛利率下降。ASML预计24Q4营收为88~92亿欧元，中值为90亿欧元，YoY+24.4%，QoQ+20.5%，其中安装管理收入约19亿欧元，设备销售收入约69~73亿欧元；预计24Q4毛利率为49%~50%，中值为49.5%，YoY-1.87pcts，QoQ-1.3pcts。预计Q4将对一些客户端EUV设备升级，安装管理收入将提升，并推动毛利率上升，但有两台High NA光刻机将在Q4确认营收，预计将对毛利率的摊薄影响约3.5%，综合影响下，毛利率预计同环比下降。
- 24年全年营收毛利指引不变。ASML预计24年营收为280亿欧元，同比+1.4%（此前24Q2指引全年营收同比持平），毛利率50.6%，同比-0.7pcts（此前24Q2指引全年毛利率同比略低）。
- 25年指引下修。ASML预计25年营收为300-350亿欧元，此前预计为300-400亿欧元，下修指引中值，主要系预计Low NA EUV光刻机出货量将减少，25年将低于50台；毛利率为51%-53%，此前指引54%-56%，主要系25年EUV出货量指引下修以及中国区浸没式光刻机业务受到压力导致。

图表：ASML 业绩指引

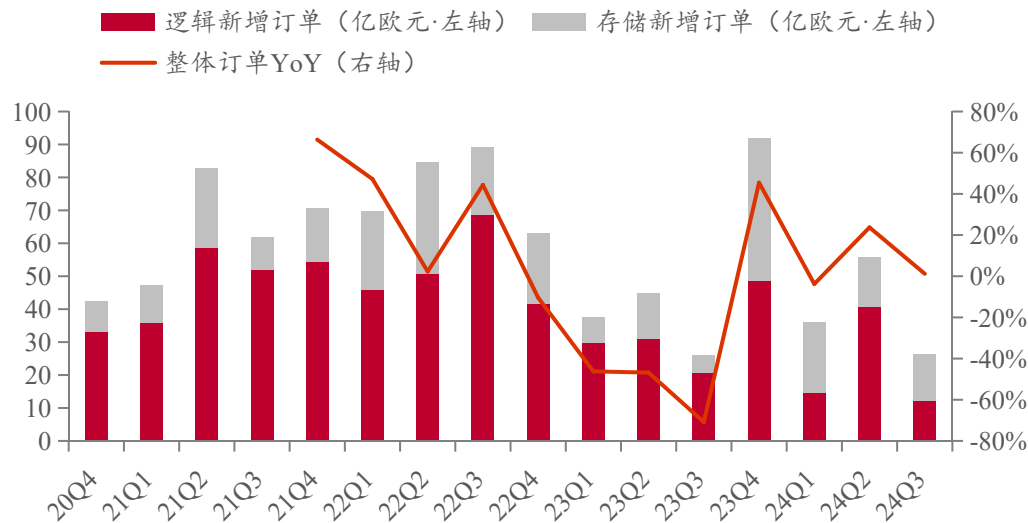
单位：亿欧元		24Q4指引			
	下限	上限	中值	yoy	qoq
营收	88	92	90	24.4%	20.5%
一、设备销售	69	73	71	24.9%	19.8%
二、安装管理业务	-	-	19	22.2%	23.3%
毛利率	49%	50%	49.5%	-1.87pcts	-1.3pcts
2024年指引					
营收	280（24Q2指引同比相近）			1.4%	-
毛利率	50.6%（24Q2指引同比略低）			-0.7pcts	-
2025年指引					
营收	300-350亿欧元（此前指引300-400亿欧元）				
毛利率	51%-53%（此前指引54%-56%）				



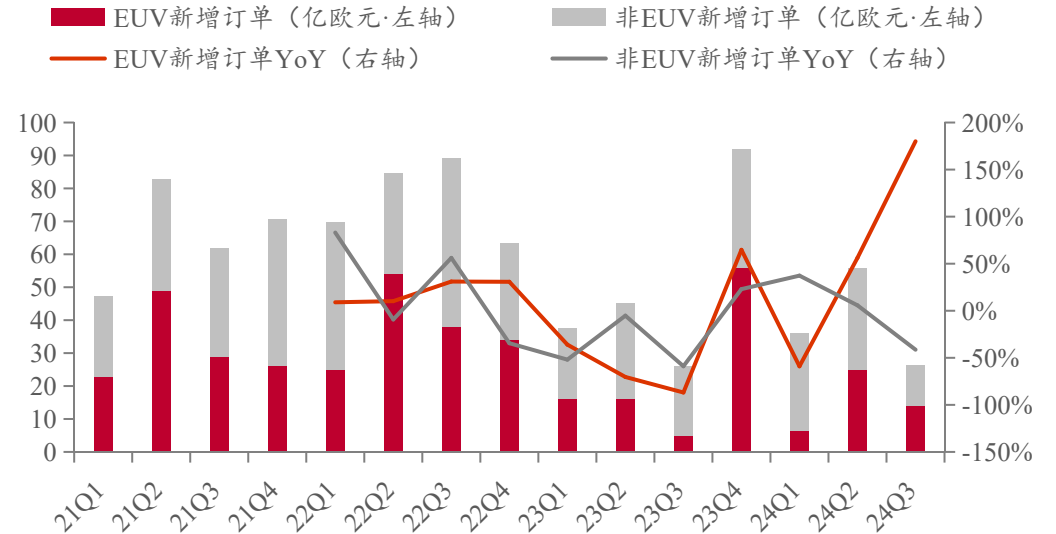
1.3 新增订单：EUV需求推迟&复苏放缓等因素拖累表现

- 新增订单环比大幅下降。ASML24Q3新增订单26.33亿欧元，YoY+1.2%，QoQ-52.7%；在手订单为360亿欧元，YoY+2.9%，QoQ-7.7%。公司表示AI仍有强劲的发展和潜力；其他细分市场复苏慢于预期，客户持有谨慎态度；晶圆厂竞争态势使得某些客户新节点进程放缓，光刻机（尤其EUV）需求放缓；存储方向新增产能有限，重点在HBM和DDR5等领域。
- 逻辑新增订单环比下降7成。24Q3逻辑新增订单12.1亿欧元（占比46%），YoY-41.8%，QoQ-70.2%；24Q2存储新增订单14.2亿欧元，占比54%，YoY+173.2%，QoQ-5.4%。
- 按产品：24Q3 EUV新增订单14亿欧元，YoY+180%，QoQ-44%；非EUV新增订单12.3亿欧元，YoY-41%，QoQ-60%。

图表：ASML订单情况（按下游）



图表：ASML订单情况（按产品）

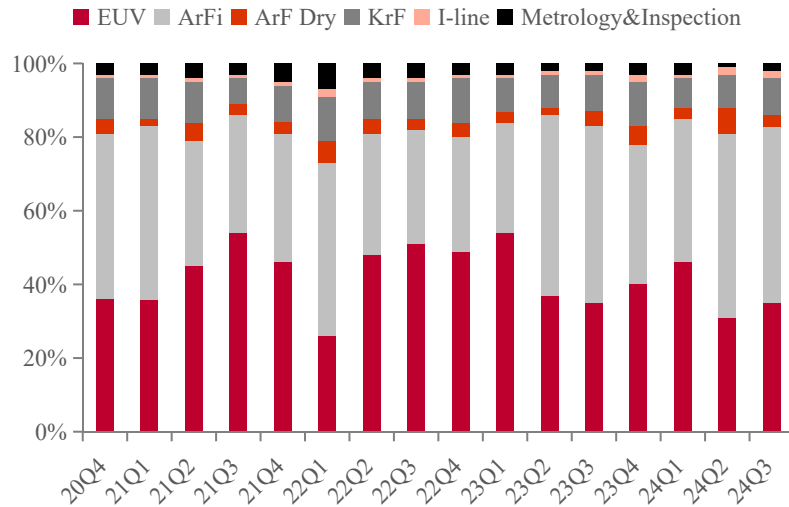




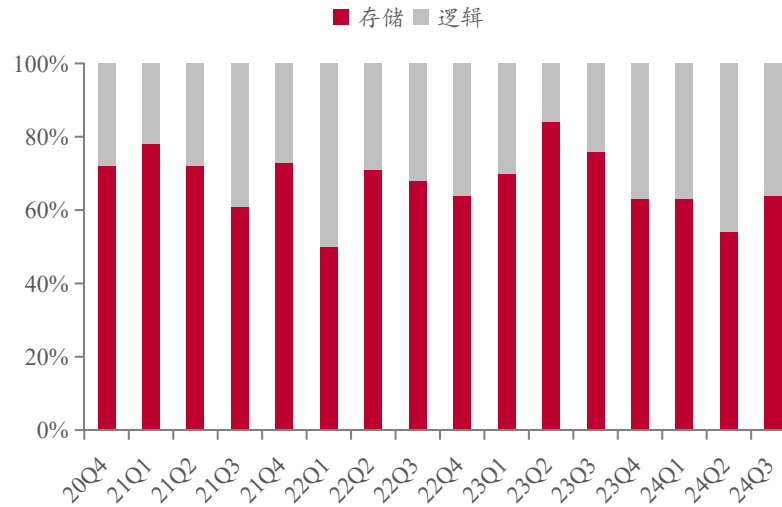
1.4 营收结构：预计25年来自中国区营收占比下滑至20%

- 24Q3 ArFi营收占比最高，达48%，预计25年下滑。24Q3来自EUV的营收占比为35%，同比持平，环比+4pcts；ArFi的营收占比为48%，同比持平，环比-2pcts。预计25年随着中国区（主要是ArFi）营收的占比的下降，来自ArFi的营收占比将下滑。
- 按终端看，来自逻辑营收占比环比增长。24Q3来自逻辑的营收占比为64%，YoY-12pcts，QoQ+10pcts；来自存储的营收占比为36%，YoY+12pcts，QoQ-10pcts。
- 预计25年来自中国区营收占比下滑至20%。ASML 23Q3-24Q3来自中国大陆的营收占比为46%/39%/49%/49%/47%。预计25年中国区营收占比将下滑至20%左右，与24Q3末在手订单中的比例相符。

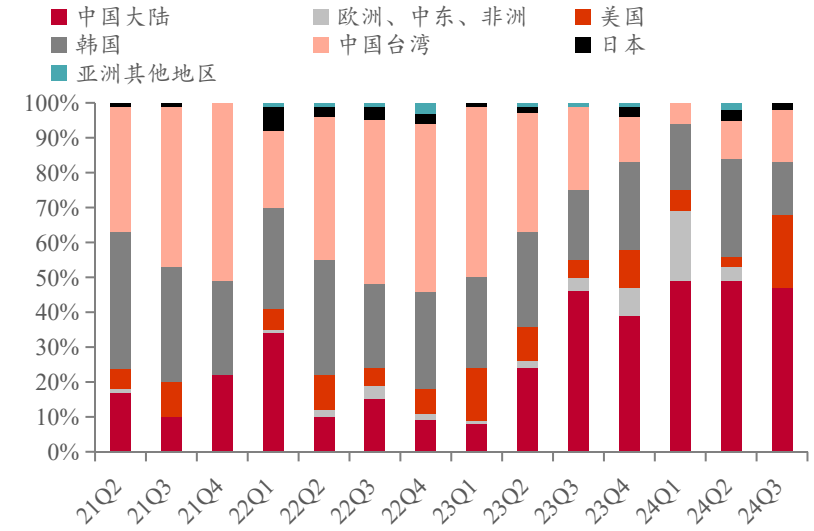
图表：ASML营业结构（按产品）



图表：ASML营业结构（按终端）



图表：ASML营业结构（按地区）



目录

一、Q3收入超指引，订单显著不及预期

1.1 业绩表现：24Q3业绩同环比增长，超出此前指引

1.2 业绩指引：下修25年营收指引中值

1.3 新增订单：复苏放缓&EUV需求推迟等因素拖累表现

1.4 营收结构：预计25年来自中国区营收占比下滑至20%

二、24Q3业绩交流会要点

三、全球唯一EUV供应商，仍受益AI强劲需求

四、投资建议&风险提示

■ 【景气度展望】

- 1) AI依然有强劲的发展势头和上升潜力；2) 逻辑方面，移动、个人电脑和汽车领域等终端市场复苏缓慢，不及预期；同时，晶圆厂激烈竞争使得某些客户新的制程节点发展趋缓；3) 存储方面，市场复苏放缓导致产能增加有限，客户仍聚焦在AI相关的存储升级需求如HBM和DDR5。

■ 【Q3订单不及预期原因】

- 1) 复苏缓慢；2) 晶圆厂激烈竞争下，部分客户推迟了先进制程节点的扩产节奏（公司没说具体客户名称，但提到近期媒体上会报道相关客户，合理推测为三星与英特尔）；3) 存储市场复苏偏慢导致扩产受限。

■ 【中国大陆】

- 预计25年收入来自中国大陆的比重在20%左右，这一比重一方面朝中国区历史占比水平回归，一方面也符合目前在手订单中中国区的占比水平。1) 过去两年公司拿了中国大陆很多的订单，这也是为什么23-24年中国区销售占比如此高的原因；2) 中国区数量高了之后自然会面临往平均水平的回归，此外由于担心出口管制、公司对中国区的销售也变得更谨慎。
- 25年非中国区的DUV销售会增长，主要是跟随先进制程EUV的需求一起放量。
- 浸没式占比高的中国区销售的减少，导致毛利率承压。

■ 【25年指引】

- 复苏节点将推迟到25年，导致客户变得更谨慎、一些投资推迟。
- 公司原本预计25年收入是300到400亿欧元的预期，但结合近期市场变化，公司现在预计25年收入预期在300到350亿欧元预期。这种下修，很大程度上是low NA EUV交付量减少到50台以下造成的。公司最新对25年营收的指引，是考虑了两个大客户的最新变动的。但其实整个25年的情况，跟公司一年前的预测并没有发生根本性的变化。
- 预计25年毛利率在51%到53%之间（此前在22年投资者日上预期25年毛利率在54%到56%），毛利率预期改变的影响因素：有利：1) low NA EUV需求量整体提升，并且向高毛利的3800E机台升级；不利：2) EUV25年交付量较预期的减少；3) 毛利相对高的中国区销售的减少，导致毛利率承压。
- 25年客户delay的发货，26年是观察这些delay产品交付的时间点。客户拉货delay，多大程度上是反映终端需求不好，还是反映客户只是遇到工艺制程问题，公司认为两方面原因都有。
- 安装管理业务25年有望迎来健康增长。

目录

一、Q3收入超指引，订单显著不及预期

1.1 业绩表现：24Q3业绩同环比增长，超出此前指引

1.2 业绩指引：下修25年营收指引中值

1.3 新增订单：复苏放缓&EUV需求推迟等因素拖累表现

1.4 营收结构：预计25年来自中国区营收占比下滑至20%

二、24Q3业绩交流会要点

三、全球唯一EUV供应商，仍受益AI强劲需求

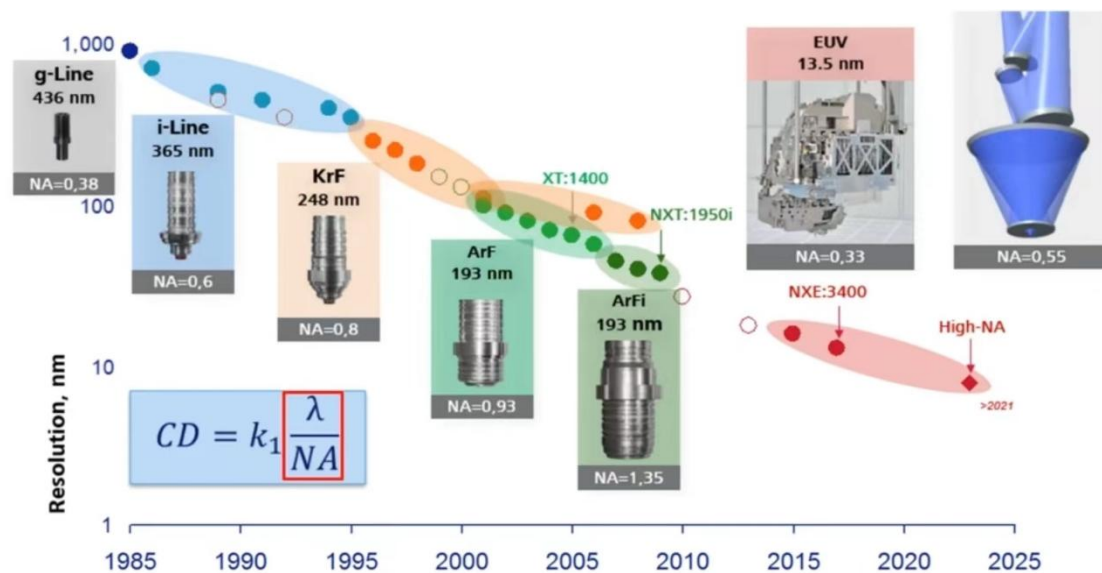
四、投资建议&风险提示

- ASML光刻机种类最齐全，是全球唯一可生产EUV光刻机的公司，制程最小可达3nm。
- 1) 从类型来看，ASML覆盖了干式DUV光刻机、浸没式DUV光刻机及EUV光刻机，是全球唯一可生产EUV光刻机的公司，具有绝对领先优势。
- 2) 从光源来看，ASML覆盖了i-line、KrF、ArF和极紫外光源，最小光源波长为13.5nm。
- 3) 从分辨率来看，ASML覆盖了220nm、110nm、80nm、38nm、13nm等节点，EUV光刻机是目前全球分辨率最小的光刻机，经过多重曝光等工艺叠加制程可达到5nm/3nm。

表：ASML半导体光刻机产品参数

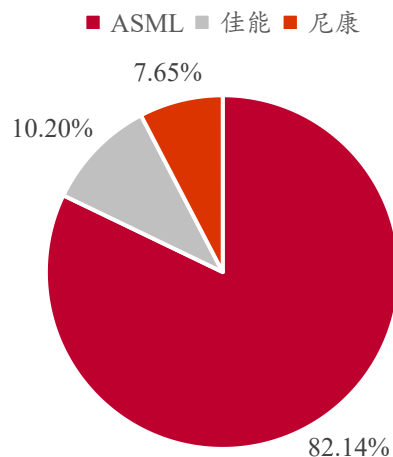
产品系列	产品名	光源	光源波长	数值孔径 NA	最高生产分辨率
Dry systems (干式DUV)	TWINSCAN XT:400L	i-line	365nm	0.65	220nm
	TWINSCAN XT:860M	KrF	248nm	0.8	110nm
	TWINSCAN XT:860N	KrF	248nm	0.8	110nm
	TWINSCAN NXT:870	KrF	248nm	0.8	110nm
	TWINSCAN XT:1060K	KrF	248nm	0.93	80nm
	TWINSCAN XT:1460K	ArF	193nm	0.93	65nm
	TWINSCAN NXT:1470	ArF	193nm	0.93	57nm
Immersion systems (浸没式DUV)	TWINSCAN NXT:1980Di	ArFi	193nm (等效134nm)	1.35	38nm
	TWINSCAN NXT:2000i	ArFi	193nm (等效134nm)	1.35	38nm
	TWINSCAN NXT:2050i	ArFi	193nm (等效134nm)	1.35	38nm
EUV光刻系统	TWINSCAN NXE:3400C	极紫外 EUV	13.5nm	0.33	13nm
	TWINSCAN NXE:3600D	极紫外 EUV	13.5nm	0.33	13nm

图：ASML光刻机发展历程



- **历史转折点：ASML凭借浸润式光刻机垄断市场。**在浸润式光刻技术出现之前，各厂商专注于157nm波长技术的研发，“浸润式微影技术”被提出后，ASML开始与台积电合作开发浸润式光刻机，并于2007年推出浸润式光刻机，成功垄断市场。而同为光刻巨头的日本尼康、日本佳能主推的157nm光源干式光刻机被市场逐渐抛弃，两家公司由盛转衰。
- **ASML一家独大，Nikon和Canon瓜分剩余市场。**
 - 1) 全球光刻机市场的主要竞争公司为ASML、Nikon和Canon。ASML在超高端光刻机领域独占鳌头，旗下产品覆盖面最广。Canon光刻机主要集中在i-line光刻机，Nikon除EUV外均有涉及。
 - 2) 光刻机市场份额主要被ASML、Canon、Nikon包揽，从这三家的占比情况来看，2022年ASML占据82%，Canon占据10%，Nikon占据8%。

图：2022年全球光刻机TOP3市场份额占比情况



表：2022年全球半导体光刻机TOP3厂商出货情况（单位：台）

	类型	ASML	Nikon	Canon
超高端	EUV	40		
高端	ArFi	81	4	
	ArF dry	28	4	
中端/低端	KrF	151	7	51
	i-line	45	15	125
	合计	345	30	176

全球唯一EUV供应商，仍受益AI强劲需求

新品进展：

- **Low NA EUV进展：** NXE:3800E 的产能比 NXE:3600D 提高了 37%，越来越多的客户转向NXE:3800E。
- **High NA EUV进展：** High NA EUV分辨率达 8 nm，与Low NA 系统相比，晶体管密度实际上提高了约 3 倍。High NA EUV 有两台将在Q4确认收入，正在向第二家大客户交付第三套设备；在2025年，将看到第一批EXE:5200（High NA）确认收入。

图表：ASML光刻机路线图



EUV 0.55 NA higher resolution enables 1.7x smaller features and 2.9x increased density

EUV 0.55 NA higher imaging contrast enables 40% improvement in local CDU and improves productivity on critical layers

wafers/hours (wph) are based on 30mJ/cm²
¹ 185wph@20mJ/cm²
² 170wph@20mJ/cm²
³ Throughput upgrade

Product: Matched Machine Overlay (nm) | Throughput(wph)
 Product status: Released Development Definition

Public

公司	AI相关表述	受益于AI扩张的逻辑	订单
LAM	确实看到HBM带来更多设备需求、以及对更复杂设备的需求	整体看，LAM是HBM芯片制造所需设备的核心供应商： 从DDR5向HBM演进过程中，深硅刻蚀和电镀是主要的增量需求，而LAM在刻蚀和电镀领域居全球领先地位；	未来几年在先进封装领域收入有望超过10亿美金
ASML	AI仍有强劲的发展和上升潜力 存储领域在重点支持HBM和DDR5等AI相关领域。	AI相关的DDR5和HBM芯片制程节点升级，需要更高端的光刻机	保守估计，DDR5和HBM等AI相关的存储对EUV的需求，有望占到公司2025年EUV付运量的30%
东京电子	25财年资本开支会投向DRAM、NAND和先进逻辑，其中一大驱动力为AI服务器——其年化增速有望达31%，而且AI的需求不仅在服务器，还有端侧；	AI芯片制造所需的薄膜、涂胶显影设备是东京电子的拳头产品	全球用于AI服务器的半导体设备需求从2023-28年复合增速有望达10%；23-25年服务器CAGR为32%，PC为14%，手机为15%；
Besi	1、可见AI、HPC、光子和CoWoS订单有所增加 2、混合键合、光通信、AI相关2.5D应用持续催化当季营收同环比增长	公司是未来先进封装与3D存储晶圆制造所需混合键合技术的核心供应商	23Q4：混合键合机订单和年底在手订单较2022年底翻倍
DISCO	生成式AI带来的IC需求，已经成为驱动DISCO23Q4收入环增的重要因子	提供AI芯片制造所需的高精度工艺过程设备、切片设备、磨抛设备、	预计2024年需求仍然高涨，主要是来自功率半导体和生成式AI领域的需求

目录

一、Q3收入超指引，订单显著不及预期

1.1 业绩表现：24Q3业绩同环比增长，超出此前指引

1.2 业绩指引：下修25年营收指引中值

1.3 新增订单：复苏放缓&EUV需求推迟等因素拖累表现

1.4 营收结构：预计25年来自中国区营收占比下滑至20%

二、24Q3业绩交流会要点

三、全球唯一EUV供应商，仍受益AI强劲需求

四、投资建议&风险提示

投资建议：

- 大陆订单占ASML积压订单约为20%（主要为DUV），海外EUV需求与国产半导体扩产无关，国产化仍是国内半导体扩产的主要驱动力。从国产代工厂龙头capex及设备公司订单增速预期看，国产半导体扩产仍有望保持较快增长势头。
- 建议关注：
 - 【刻蚀】：北方华创、中微公司
 - 【薄膜】：拓荆科技
 - 【量 / 检测】：中科飞测、精测电子
 - 【CMP/减薄】：华海清科
 - 【涂胶显影/清洗】：盛美上海、芯源微
 - 【离子注入】：万业企业
 - 【HBM】：精智达

风险提示：

- 1) 研报使用的信息更新不及时的风险；
- 2) 计算结果存在与实际情况偏差的风险；
- 3) 行业景气度不及预期；
- 4) 根据ASML官网整理和翻译，未经公司确认，请审慎使用。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。