



網通產業

防堵與暗流

焦點內容

1. 自 2018 年美中貿易戰開始之後，為了因應歐美客戶對地緣政治風險考量，台灣網通下游相關廠商產能轉移早已開始。
2. 由於中國本地需求不佳，因此中系廠商在以庫存變現為首要目標下，以極具競爭力之報價進行產品傾銷，中國供應商於部分歐洲與新興國家暗流湧動。
3. 我們認為台灣網通下游廠商仍將以北美以及歐洲市場為主要發展區域，除了地緣政治影響之外，歐美電信商在面對網通設備新規格升級上的態度也較為積極。

評論及分析

美國共和黨總統候選人、前總統川普接受媒體採訪時暗示其打算對中國大陸部分進口商品徵收的新關稅稅率，可能高於外傳的 60%。並有可能對其他國家的進口產品徵收 10%的全面關稅。

評論與分析

產能轉移因應防堵中國早已開始。自 2018 年美中貿易戰開始之後，為了因應歐美客戶對地緣政治風險考量，台灣網通下游相關廠商已開始進行產能移轉。截至 1H24，台灣網通下游廠商在中國以外的產能佔比，基本上已大於來自美國的營收佔比，顯示台灣廠商之中國以外產能已可支應美國訂單，我們認為此產能移轉趨勢將持續，因此若往後來自歐美的需求持續增加，則非中國之產能也將對應的持續提升。而台灣網通下游相關廠商在受惠於歐美客戶需求提高以及非中國產能提升的同時，由於中國對於中國境內之公司更加保護，並降低對台灣廠商的需求，因此台灣網通下游相關廠商在中國的營收佔比也持續減少。

中國供應商於部分歐洲與新興國家暗流湧動。然而在面對價格更為敏感的新興國家，以及部分並未完全表態支持美國乾淨網路計畫的歐洲區域來說，中系廠商在供貨上仍占一席之地。根據 Ericsson (瑞典) 於 2Q24 財報會議上所述，來自於中國供應商的競爭正迅速加劇。而競爭態勢惡化的區域包括歐洲、拉丁美洲、東南亞、東協和印度等。我們認為其主要原因由於中國本地需求不佳，因此中系廠商在以庫存變現為首要目標下，以極具競爭力之報價進行產品傾銷。雖然 Ericsson 主要為基地台(RAN, Radio Access Network)相關產品，我們認為中系廠商之低價傾銷行為將蔓延至一般消費型網通產品，並將使得台灣網通下游廠商於部分歐洲及新興市場之競爭更加激烈，且對 2H24 營收展望維持保守。

歐美市場仍為台廠發展重點。我們認為台灣網通下游廠商仍將以北美以及歐洲市場為主要發展區域，除了地緣政治影響之外，歐美電信商在面對網通設備新規格升級上的態度也較為積極。基於中國以外的產能持續擴張，我們認為若美國對中國關稅增加，對台廠之獲利影響有限。而若面臨中國以外的全面關稅，則將反應於報價上。我們並認為由於關稅將直接反應於報價，因此將出現營收增加，而毛利率降低，最終獲利能力不變的情況。

投資建議

在產品方面，我們持續維持首選智邦(2345 TT, NT\$511, 增加持股)，係基於受惠 AI 驅動高階交換器需求之看法；而其他廠商則多受惠於固網、行動網路與 Wi-Fi 等相關產品規格升級。而在非中國產能方面，大部分台灣網通下游廠商選擇於越南進行擴廠，而中磊(5388 TT, NT\$114, 增加持股)獨樹一格的選擇菲律賓，使得產地除了「非中」(non-China)、「非台」(non-Taiwan)之外，也「非共」(non-Communist)。

投資風險

全球地緣政治風險升溫，景氣下行。

圖 1：台灣網通下游廠商 2021 年與 2023 年營收佔比

營收佔比，百分比

公司	代碼	2021					2023				
		美洲	亞洲	歐洲	台灣	其他	美洲	亞洲	歐洲	台灣	其他
智邦	2345 TT	60	18	21	1	-	71	16	12	1	-
智易	3596 TT	26	20	53	-	1	44	22	34	-	-
中磊	5388 TT	60	14	26	-	-	67	18	15	-	-
啓碁	6285 TT	50	25	25	-	-	69	19	12	-	-
正文	4906 TT	44	28	24	4	-	48	21	28	3	-
合勤控	3704 TT	25	-	47	-	28	25	-	49	-	26
明泰	3380 TT	57	11	18	12	2	54	12	15	18	1

資料來源：公司資料，凱基

圖 2：台灣網通下游廠商 2021 年與 2023 年產能佔比

產能佔比，百分比

公司	代碼	2021					2023				
		台灣	菲律賓	越南	其他	中國	台灣	菲律賓	越南	其他	中國
智邦	2345 TT	50	-	-	-	50	65	-	20	-	15
智易	3596 TT	-	-	30	-	70	-	-	75	-	25
中磊	5388 TT	15	40	-	5	40	10	40	-	20	30
啓碁	6285 TT	42-48	-	20-25	-	30-35	40	-	40	5	15
正文	4906 TT	5	-	45	-	50	5	-	70	-	25
合勤控	3704 TT	30	-	-	-	60-70	15	-	15	-	70
明泰	3380 TT	25	-	-	-	75	30	-	40	-	30

資料來源：公司資料，凱基

圖 3：同業評價比較

公司	代號	市值 (美金百萬元)	股價 (當地貨幣)	每股盈餘 (當地貨幣)			每股盈餘 複合成長率(%)			本益比 (倍)			股價淨值比 (倍)			股東權益報酬率 (%)			股利殖利率 (%)		
				2023	2024F	2025F	(2023-2025F)	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F		
智邦	2345 TT	8,799	511.0	16.0	19.3	22.1	17.5	32.0	26.5	23.2	11.4	10.0	8.7	39.1	39.9	40.0	2.0	2.5	2.8		
明泰*	3380 TT	566	34.0	1.0	1.9	1.4	17.2	33.6	18.0	24.5	1.8	1.7	N.M.	5.4	9.7	6.9	3.0	5.6	2.9		
智易	3596 TT	951	140.5	11.0	9.6	11.0	(0.1)	12.8	14.6	12.8	2.1	1.8	1.6	16.9	13.4	13.3	5.0	5.0	5.7		
合勤控	3704 TT	469	37.2	3.4	2.1	3.5	1.2	11.0	17.5	10.7	1.4	N.M.	N.M.	12.9	7.8	12.1	4.0	2.7	4.0		
正文	4906 TT	523	41.3	1.5	1.7	3.0	38.3	26.7	24.1	14.0	1.3	1.3	1.3	4.7	5.4	9.3	3.6	3.6	3.6		
中磊*	5388 TT	1,037	114.0	9.2	9.4	11.1	10.1	12.4	12.1	10.3	2.4	2.4	2.1	20.7	20.2	21.2	4.4	5.3	5.9		
啓碁*	6285 TT	2,102	141.0	9.0	10.5	11.5	13.2	15.7	13.4	12.2	2.2	N.M.	N.M.	15.0	16.1	16.1	4.3	4.6	5.4		
同業平均								20.6	18.0	15.4	3.2	3.4	3.4	16.4	16.1	17.0	3.7	4.2	4.3		

資料來源：Bloomberg，凱基預估(標註*者 2025 年為市場共識)

上述凱基分析員為證監會持牌人，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 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述之目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基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的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、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，凱基並不另行通知。凱基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，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。