

網通產業

2024 下半年展望—AI 抬頭看晴天，電信低頭見谷底

焦點內容

1. 電信商終端需求近落底，基建需求仍低迷。
2. AI 需求維持強勁，1.6T 時代將至。
3. 我們在網通產業的台灣公司中以智邦作為資料中心升級趨勢的首選。
4. 電信商與企業需求回溫則較為偏好啓碁。

評論及分析

電信商終端需求近落底，基建需求仍低迷。 Ericsson (瑞典)與 Nokia (芬蘭)於 1Q24 財報中分別提及對於 2024 年展望，Nokia 表示固網業務 4Q23 起開始回溫，並預期 2024 年網路基礎建設業務將恢復成長，而行動網路市場則預期 2024 年將維持低迷。而 Ericsson 則與 Nokia 持相同看法，預期 2024 年全球 RAN 需求保持低迷且將劣於市場預期之年減 4%。而 Cisco (美)則表示電信跟消費者客戶需求仍低迷，但已見回溫跡象，校園與資料中心需求則較為樂觀，並預期客戶庫存於 2024 財年結束(7 月)前調整完畢，此看法與 Broadcom (美)表示 2Q24 接近谷底看法一致，而電信商包括 Verizon (美)、AT&T (美)、T-Mobile (美)與 Comcast (美)等皆將持續加強固網相關業務，因此我們認為電信商固網相關之產品庫存調整已接近尾聲。

AI 需求維持強勁，1.6T 時代將至。 在資料中心部分，Cisco 維持看法預期 2025 年 AI 相關訂單達 10 億美元之展望，並表示將持續與客戶討論更多訂單，而 Arista (美)則表示其雲端客戶已從專注 AI 發展逐漸延伸至傳統雲端建置，電信與企業需求則開始轉佳，並提及公司 2025 年 AI 相關營收目標為 7.5 億美元(其 1Q24 營收為 15.7 億美元)，以及 2025 年連接達 1-10 萬個 GPU 之目標。在交換器部分，Arista 與 Celestica (美)皆表示 2025 年 800GbE 產品將成為資料中心高階交換器之主流規格，而 Coherent (美)與 Lumentum (美)則同步表示 1.6T 相關產品將於 2025 年開始挹注營收。因此我們認為資料中心網通產品除了 AI 相關需求維持樂觀之外，對於傳統資料中心需求也逐漸復甦中，而規格升級則將持續，2025 年 800GbE 產品將成為高階交換器主流規格，並準備朝向 1.6TbE 升級。

投資建議

我們在網通產業的台灣公司中仍以智邦(2345 TT，NT\$537，增加持股)作為資料中心升級趨勢的首選，而電信商與企業需求回溫則較為偏好具 FWA (Fixed wireless access)、充電樁、低軌道衛星等多樣題材的啟碁(6285 TT，NT\$165.5，增加持股)。我們並依據 1Q24 財報與展望調整 Arista 與 Cisco 目標價為 372 美元(基於 35 倍 2025 年每股盈餘預估)，與 53 美元(基於 15 倍 2025 年每股盈餘預估)，皆維持「增加持股」評等。而 Comcast 則維持「持有」之評等，目標價調整至 40 元，基於 2024 年每股盈餘預估 4 美元換算得出。

投資風險

AI 需求不如預期，電信與企業客戶需求回升放緩，總體經濟風險。

圖 1：歐美網通相關公司 CY1Q24 財報及 CY2Q24/CY2024 指引與市場共識比較

Company	Ticker	CY1Q24 Review Sales (US\$bn)	EPS	CY2Q24/CY2024 Guidance vs. Consensus Guidance	Consensus	Industry View
Nokia	NOK US	5.07	0.1	2024全年營業利益23-29億歐元	24.6億歐元	- 固網業務4Q23有所改善，也是最先復甦的市場，預期2024年網路基礎建設業務將恢復成長 - 行動網路部分，印度於2H23需求轉弱，加上北美地區持續低迷，預期2024年將維持低迷 - 公司維持2024年行動網路業務年減10-15%之預期，對比市場機構預期RAN市場年減4%
Ericsson	ERICB SS	5.13	0.07	1Q24網通部門營收季增8%至364億瑞典克朗	381億瑞典克朗	- 預計2024年全球RAN需求保持低迷，並表示市場機構預期RAN市場需求年減4%仍稍微樂觀 - 北美部分，庫存水準逐漸正常化和AT&T訂單取得成果將於2H24顯現 - 印度市場隨著投資正常化以及客戶對支出保持謹慎，2H24預期將年減 - 2024全年因AT&T 2024-25年140億美元Open RAN相關訂單，將有助於維持北美市場營收
Verizon	VZ US	33	1.15	2024年調整後EPS 4.5-4.7美元	4.58美元	- FWA新增35.4萬用戶，過去為每季新增38-40萬用戶 - 1Q24 FWA用戶數已達343萬戶，公司維持可儘早達成400-500萬用戶並趨於上緣的目標 - 將投資9.5億美元與2024年資本支出指引170-175億美元 - ACP(Affordable Connectivity Program)終止影響營收約在0.5%以內
T-Mobile	TMUS US	19.6	2	2024年調整後EBITDA 314-319億美元	315億美元	- FWA用戶新增40.5萬至518萬，淨增加數較4Q23之54萬減少，過去為每季新增50-55萬戶，公司計畫為2025年FWA用戶達700-800萬戶 - 將投資9.5億美元與2027-2028年追加5億美元與EQT共同收購光纖網路供應商Lumos，目標為2027-28年覆蓋350萬個家庭 - 公司維持其2024年資本支出86-94億美元的指引
AT&T	T US	30	0.55	2024年調整後EPS 2.15-2.25美元	2Q24營收301億美元 2Q24 EPS 0.57美元	- 資本支出指引維持全年210-220億元 - 1Q24新增25.2萬光纖用戶，管理層表示其光纖網絡仍是主要成長動能，目前已覆蓋2,710萬個站點，計劃在2025年底擴大到3,000萬個站點 - 1Q24 FWA用戶新增11萬名，總數達至20萬
Celestica	CLS US	2.21	0.86	2Q24調整後EPS 0.75-0.85元	0.77美元	- 1Q24企業終端營收年增72%至6.85億美元，優於前次財報會議預期之60%，由AI/M需求驅動 - 預期2024年來自大型雲端服務供應商的營收佔比將較2023年的62%提高 - 投資人問到400G/800G產品價格與毛利率差異，管理層認為800G產品單價不到400G產品兩倍，且主要仍取決於出貨量，而2025年400G出貨將放緩並由800G產品替代
Comcast	CMCSA US	30.1	1.04	未提供指引	2Q24營收314億美元	- 1Q24國內寬頻客戶失去6.5萬用戶，管理層認為在ACP即將結束下短期用戶下滑改善機會不高 - 無線客戶年增21%至700萬，管理層表示無線業務仍有很大拓展空間，目前佔其住宅寬頻用戶滲透率僅11% - 主營業務調整後EBITDA衰退3.9%至6.32億美元，主因營運費用增加，管理層仍對其長期成長機會持樂觀態度 - 串流服務Peacock本季付費用戶增加300萬達3,400萬，調整後EBITDA虧損持續縮窄，巴黎奧運會為潛在動能
Coherent	COHR US	1.21	0.53	2Q24CY (4Q24FY)營收12.3-13.2億 調整EPS預計0.52-0.68元	營收12.7億美元 調整後EPS 0.58美元	- 800G產品營收季增80%至2億美元，預期FY4Q24(財年至6月)相關營收超越2.5億美元 - 1.6T產品預期於FY1Q25試產，CY25商用 - 一般網通資本支出需求受到AI與800G產品出貨排擠 - 電信業務需求疲軟，復甦較預期緩慢
Lumentum	LITE US	0.37	0.29	1Q24CY (3Q24FY)營收2.9-3.15億美元 調整後EPS 0.05-0.1美元	營收3.1億美元 調整後EPS 0.06美元	- 100G EML營收季增200%，主因日本擴廠產能開出；100G VCSEL預期2H24推出 - 200G EML在800G/1.6T應用將貢獻CY25成長 - 1.6T產品預期後續會在泰國廠生產 - EML/CW雷射/VCSEL等資料中心應用產品可望每年貢獻3億美元以上(約佔FY23營收17%)
Arista	ANET US	1.57	1.99	2Q24營收16.2-16.5億美元	16.2億美元	- 近期cloud-titan客戶已從專注AI發展逐漸延伸至傳統雲端建置，看到SP與enterprise需求轉佳 - 訂單能見度自3個月提高至6個月以上，全年營收預期自10-12%年增上調至12-14% - 公司2025年AI營收目標為7.5億美元，並預期2025年連接達1-10萬億GPU - 800GbE交換器生態系於2025年較成熟，2025-26年起量 - 公司將跨足Enterprise產品，將優先著重於網安相關
Cisco	CSCO US	12.7	0.88	4Q24FY營收134-136億美元 調整後EPS 0.84-0.86美元	營收135.4億美元 調整後EPS 0.84美元	- 電信跟消費者客戶需求仍低但已經見到回溫跡象，校園與資料中心需求則較為樂觀 - 期待客戶庫存於2024財年結束前(7月)調整完畢 - 維持看法預期2025年AI相關訂單達10億美元並將持續與客戶討論更多相關訂單 - 持續看好Splunk併購後有助於提高公司獲利能力與滿足企業客戶需求。

資料來源：公司資料, Bloomberg, 凱基

備註：綠色為優於預期，紅色為低於預期，白色為符合預期

圖 2 : Arista 4Q23 財報與 1Q24 公司財測暨市場共識比較

US\$mn	1Q24					2Q24F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (Midpoint)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,571	1,551	1.3	2.0	16.3	1,635	1,618	1.0	4.0	12.1
Breakdown										
Product	1,329	1,323	0.4	1.4	13.4		1,380			
Service	243	226	7.5	5.4	35.3		235			
Gross profits	1,001	962	4.1	(0.6)	24.5		1,014			
Product	807	782	3.2	(0.9)	21.7		826			
Service	194	180	8.0	5.1	37.5		188			
Product_cost	522	541	(3.6)	5.2	2.5		554			
Service_cost	48	46	5.5	6.5	27.2		47			
Total expenses	827	890	(7.1)	(8.1)	4.1		928			
Operating income	744	660	12.7	16.3	33.6		690			
EBITDA	760	669	13.5	16.1	31.5		697			
Pretax income	723	703	2.8	4.1	27.6		738			
Net income	638	552	15.6	(4.0)	40.9		580			
EPS (US\$)	1.99	1.73	15.0	(4.3)	39.2		1.81			
Gross margin (%)	63.7	62.0	1.7 ppts	(1.7)ppts	4.2 ppts	64.0	62.7	1.3 ppts	0.3 ppts	3.4 ppts
Product	60.7	59.1	1.6 ppts	(1.4)ppts	4.2 ppts		59.8			
Service	80.1	79.7	0.4 ppts	(0.2)ppts	1.3 ppts		80.2			
OP margin (%)	47.4	42.6	4.8 ppts	5.8 ppts	6.1 ppts	44.0	42.7	1.3 ppts	(3.4)ppts	2.4 ppts
EBITDA margin (%)	48.3	43.1	5.2 ppts	5.9 ppts	5.6 ppts		43.1			
Net margin (%)	40.6	35.6	5.0 ppts	(2.5)ppts	7.1 ppts		35.8			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 3 : Arista 2021-25 年主要財務數據與財測

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (US\$百萬)	2,948	4,381	5,860	6,711	7,702
營業毛利 (US\$百萬)	1,910	2,711	3,667	4,256	4,984
營業利益 (US\$百萬)	1,141	1,796	2,257	2,978	3,558
EBITDA (US\$百萬)	1,191	1,859	2,328	2,999	3,742
稅後淨利 (US\$百萬)	915	1,448	2,199	2,517	3,423
每股盈餘 (US\$)	2.87	4.58	6.94	7.88	10.62
營業收入成長率 (%)	27.2	48.6	33.8	14.5	14.8
每股盈餘成長率 (%)	27.0	59.6	51.5	13.5	34.9
毛利率 (%)	64.8	61.9	62.6	63.4	64.7
營業利益率 (%)	38.7	41.0	38.5	44.4	46.2
EBITDA margin (%)	40.4	42.4	39.7	44.7	48.6
淨負債比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	23.0	29.6	24.9	26.7	23.7

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 4 : Arista 關鍵營運指標與比重

營收 (百萬美元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
Product	1,172	1,262	1,286	1,310	1,329	1,401	1,451	1,499	1,518	1,612	1,680	1,745	5,029	5,680	6,555
Service	179	197	224	230	243	251	263	276	277	279	292	298	831	1,032	1,146
比重 (%)															
Product	87	86	85	85	85	85	85	84	85	85	85	85	86	85	85
Service	13	14	15	15	15	15	15	16	15	15	15	15	14	15	15
年增率 (%)															
Product	62	42	27	19	13	11	13	14	14	15	16	16	35	13	15
Service	18	19	33	29	35	27	17	20	14	11	11	8	25	24	11

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 5 : Cisco 3Q24 財年財報暨市場共識比較

US\$m	3Q24					Guidance (mid-point)	Diff. (%)
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)		
Total revenue	12,702	12,656	0.4	(13.4)	(6.5)	12,200	4.1
Product	9,024	8,969	0.6	(19.0)	(11.1)		
Services	3,678	3,688	(0.3)	4.2	7.0		
Gross profits	8,675	8,430	2.9	(11.9)	(0.1)	8,319	4.3
Operating income	4,349	4,168	4.3	(19.1)	(1.5)	3,937	10.5
EBITDA	5,210	4,494	15.9	(9.8)	8.4		
Pretax Income	4,386	4,165	5.3	(6.9)	(2.4)		
Net income	3,553	3,347	6.2	(21.5)	(2.4)		
EPS (US\$)	0.88	0.82	7.3	(20.7)	0.0	0.85	3.5
Gross margin (%)	68.3	66.6	1.7 ppts	1.2 ppts	4.4 ppts	66.5	1.8 ppts
OP margin (%)	34.2	32.9	1.3 ppts	(2.4)ppts	1.8 ppts	34.0	0.2 ppts
EBITDA margin (%)	41.0	35.5	5.5 ppts	1.7 ppts	5.6 ppts		
Net margin (%)	28.0	26.4	1.5 ppts	(2.9)ppts	1.2 ppts		

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於七月

圖 6 : Cisco 4Q24 財年與 2024 財年公司財測暨市場共識比較

US\$m	4Q24F					2024F			
	Guidance (mid-point)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (mid-point)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Total revenue	13,500	13,250	1.9	6.3	(11.2)	53,700	54,294	(1.1)	(5.8)
Product		9,522					39,928		
Services		3,607					14,366		
Gross profits	9,045	8,850	2.2	4.3	(9.7)		36,423		
Operating income	4,320	4,398	(1.8)	(0.7)	(18.8)		18,315		
EBITDA		4,893					20,655		
Pretax Income		4,327					18,450		
Net income		3,505					14,942		
EPS (US\$)	0.85	0.87	(2.3)	(3.4)	(25.4)	3.70	3.67	0.8	(4.9)
Gross margin (%)	67.0	65.8	1.2 ppts	(1.3)ppts	1.1 ppts		67.1		
OP margin (%)	32.0	33.5	(1.5)ppts	(2.2)ppts	(3.0)ppts		33.7		
EBITDA margin (%)		35.9					38.0		
Net margin (%)		28.6					27.5		

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於七月

圖 7 : Cisco 2021-25 年主要財務數據與財測

	Jul-21A	Jul-22A	Jul-23A	Jul-24F	Jul-25F
營業收入 (US\$百萬)	49,818	51,557	56,998	53,691	55,580
營業毛利 (US\$百萬)	32,914	33,326	36,788	36,131	37,434
營業利益 (US\$百萬)	16,702	17,345	19,071	18,320	18,160
EBITDA (US\$百萬)	18,564	18,824	20,930	20,500	20,050
稅後淨利 (US\$百萬)	13,636	14,094	15,979	15,099	14,330
每股盈餘 (US\$)	3.22	3.36	3.89	3.71	3.53
營業收入成長率 (%)	1.0	3.5	10.6	(5.8)	3.5
每股盈餘成長率 (%)	0.3	4.3	15.8	(4.7)	(4.7)
毛利率 (%)	66.1	64.6	64.5	67.3	67.4
營業利益率 (%)	33.5	33.6	33.5	34.1	32.7
EBITDA margin (%)	37.3	36.5	36.7	38.2	36.1
淨負債比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	33.9	33.8	35.7	32.6	29.9

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 8 : Comcast 1Q24 財年財報暨市場共識比較

(百萬美元)	1Q24				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	30,058	(3.8)	1.2	29,833	0.8
毛利	21,236	1.1	2.6	20,883	1.7
毛利率 (%)	70.7	3.5 ppts	1.0 ppts	70.0	0.7 ppts
營業利益	5,810	29.6	2.9	5,785	0.4
營業利益率 (%)	19.3	5.0 ppts	0.3 ppts	19.4	(0.1) ppts
稅前獲利	5,105	18.7	(2.6)	4,864	5.0
稅前獲利率 (%)	17.0	3.2 ppts	(0.7) ppts	16.3	0.7 ppts
所得稅	1,328	49.0	(10.0)	1,281	3.7
稅率 (%)	26.0	5.3 ppts	(2.1) ppts	26.3	(0.3) ppts
淨利	4,171	22.3	7.6	3,925	6.3
淨利率 (%)	13.9	3.0 ppts	0.8 ppts	13.2	0.7 ppts
調整後每股盈餘 (US\$)	1.04	23.8	13.0	0.99	5.1

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 9 : Comcast 2021-25 年主要財務數據與財測

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (US\$百萬)	116,385	121,427	121,572	123,877	123,230
營業毛利 (US\$百萬)	79,273	83,206	84,827	86,136	86,797
營業利益 (US\$百萬)	20,895	22,615	23,314	23,061	24,346
EBITDA (US\$百萬)	34,708	36,459	37,633	37,046	38,809
稅後淨利 (US\$百萬)	15,044	16,147	16,493	15,425	16,423
每股盈餘 (US\$)	3.23	3.64	3.98	3.98	4.48
營業收入成長率 (%)	12.4	4.3	0.1	1.9	(0.5)
每股盈餘成長率 (%)	23.8	12.7	9.3	0.1	12.5
毛利率 (%)	68.1	68.5	69.8	69.5	70.4
營業利益率 (%)	18.0	18.6	19.2	18.6	19.8
EBITDA margin (%)	29.8	30.0	31.0	29.9	31.5
淨負債比率 (%)	106.5	127.2	120.8	108.0	104.6
股東權益報酬率 (%)	15.3	19.7	19.8	18.8	18.3

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 10 : Comcast 各產品線營收拆分

營收 (百萬美元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
Connectivity & platforms	20,152	20,360	20,271	20,670	20,275	20,288	20,224	20,423	20,051	20,084	19,993	20,160	81,453	81,210	80,288
Content & experiences	11,075	11,505	10,559	11,499	10,374	9,823	11,717	11,280	10,002	10,167	10,719	11,601	44,638	42,667	42,942
比重 (%)															
Connectivity & platforms	65	64	66	64	66	67	63	64	67	66	65	63	65	66	65
Content & experiences	35	36	34	36	34	33	37	36	33	34	35	37	35	34	35
年增率 (%)															
Connectivity & platforms	-	-	-	-	0.6	(0.4)	(0.2)	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(1.1)	(1.3)	-	(0.3)	(1.1)
Content & experiences	-	-	-	-	(6.3)	(14.6)	11.0	(1.9)	(3.6)	3.5	(8.5)	2.8	-	(4.4)	0.6

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

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的目的之資料派發。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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。