

美國科技產業

網通產業 – 首選為受惠零組件供給紓緩與資料中心需求者

Dow Jones 指數



資料來源: Bloomberg

Nasdaq 指數



資料來源: Bloomberg

SOX 指數



資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Arista Networks	ANET US	63	62	54	73
Cisco Systems	CSCO US	87	71	94	90
Comcast	CMCSA US	79	85	83	64

資料來源: Refinitiv, 凱基

重要訊息

我們維持對電信商需求較保守之看法，並保持對資料中心交換器需求較樂觀之觀點。凱基首選仍為年增維持強勁之 Arista (美)，並基於 4Q22/2Q FY23 財報與 2023/FY23 年預估，分別調整追蹤公司之新目標價。

評論及分析

北美無線電信商放緩 5G 建置，著眼資本支出回收。 Verizon (美) 表示隨著 C-Band 建置逐漸完善，2023 年資本支出將顯著減少(2022 年為 231 億美元，2023 年預計年減約 20% 至中位數 190 億美元，而 2024 年預計再年減 10% 至約 170 億美元)，但仍看好 FWA 相關需求，而 AT&T (美) 與 T-Mobile (美) 亦提及，2022 年達高峰後，2023 年將開始降低資本支出。另一方面，基地台供應商 Ericsson (瑞典) 與 Nokia (芬蘭) 則一致預期 2023 年北美基礎建設將放緩，並較為看好印度市場。因此，我們認為 2023 年電信基礎建設需求成長將以印度市場較為強勁，北美市場在建置告一段落之後，將轉向回收資本支出之階段，並以推廣 FWA 使用者計畫，或更加吸引用戶之電信服務為主。

多系統運營商(Multiple-system operator, MSO)受用戶活動降低影響。 Charter (美) 表示近期使用者活動仍維持低迷，我們認為在疫情擴散帶動網路升級潮之後，自 2H21 開始之使用者增速放緩一事目前仍在持續，而 Comcast (美) 亦於財報會議上提及用戶活動低迷，雖預期 2023 年用戶將較 2022 年增加，但也表示自 4Q22 開始之拉貨限縮將於 2023 年全年持續。我們持續保守看待 2023 年 MSO 業者之寬頻升級需求。基於 Comcast 仍將受惠於疫情解封後對主題樂園與電影院的消費提升，我們調整 Comcast 2023-24 年營收預估至 1,239 億美元與 1,241 億美元，每股盈餘為 4.11 美元與 4.46 美元。

網通設備商更看好資料中心與企業需求。 Netgear (美) 提到公司之中低階展品受總體經濟情勢影響較大，消費通路通設備庫存水位仍處高檔，並將持續努力去化庫存。而包括 Juniper (美)、Arista 與 Cisco (美) 等業者則持續看好原物料紓緩將助益營收，並維持對企業與資料中心之正向看法，及對電信商需求之保守態度。其中，Juniper 將 2023 年營收財測自年增至少 7% 上修至年增至少 8%。而 Cisco 則是將 2023 財年(財年止於 7 月)營收年增率自 4.5-6.5% 上調至 9-10.5%，並提及近期電信商幾乎沒有下單給予自己與同業，公司推測後續應會逐漸恢復正常。Arista 則維持年增 25% 之預期。隨著近期 ChatGPT 問世，我們認為不論是在使用者的訪問次數增加，亦或是需要更多的 GPU 協作運算上，都將有助於資料中心頻寬需求增加，因此我們維持對網通產業資料中心交換器需求較為正面看法，並基於 Arista 4Q22 與 Cisco 2Q23 財年財報調整 Arista 與 Cisco 之 2023-24 財年營收預估分別至 55.1 億美元與 61.5 億美元，及 559 億美元與 575 億美元，每股盈餘 5.79 元與 6.47 元，及 3.74 元與 4.02 元。

圖 1 : Comcast 4Q22 財報暨市場共識比較

(百萬美元)	4Q22				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	30,552	2.4	0.7	30,665	(0.4)
毛利	20,745	(0.7)	1.4	21,153	(1.9)
毛利率 (%)	67.9	(2.1) ppts	0.5 ppts	69.0	(1.1) ppts
營業利益	4,530	(26.3)	(6.0)	5,273	(14.1)
營業利益率 (%)	14.8	(5.8) ppts	(1.1) ppts	17.2	(2.4) ppts
稅前獲利	3,748	(23.9)	(3.5)	4,443	(15.6)
稅前獲利率 (%)	12.3	(4.2) ppts	(0.5) ppts	14.5	(2.2) ppts
所得稅	797	(21.4)	(11.9)	1,141	(30.2)
稅率 (%)	21.3	0.7 ppts	(2.0) ppts	25.7	(4.4) ppts
淨利	3,520	(16.6)	(0.4)	3,700	(4.9)
淨利率 (%)	11.5	(2.6) ppts	(0.1) ppts	12.1	(0.5) ppts
調整後每股盈餘 (US\$)	0.82	(14.6)	6.5	0.85	(3.0)

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 2 : Comcast 2021-25 年主要財務數據與財測

主要財務數據及估值	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (US\$百萬)	116,385	121,427	123,938	124,081	127,666
營業毛利 (US\$百萬)	79,273	83,206	86,121	87,020	90,600
營業利益 (US\$百萬)	20,895	22,615	24,064	24,816	27,126
EBITDA (US\$百萬)	34,708	36,459	37,907	38,956	41,234
稅後淨利 (US\$百萬)	15,044	16,147	16,132	16,625	18,136
每股盈餘 (US\$)	3.24	3.65	4.11	4.46	5.29
營業收入成長率 (%)	12.4	4.3	2.1	0.1	2.9
每股盈餘成長率 (%)	24.1	12.7	12.5	8.7	18.6
毛利率 (%)	68.1	68.5	69.5	70.1	71.0
營業利益率 (%)	18.0	18.6	19.4	20.0	21.2
EBITDA margin (%)	29.8	30.0	30.6	31.4	32.3
淨負債比率 (%)	88.5	89.6	88.9	88.6	130.3
股東權益報酬率 (%)	15.2	15.9	16.6	18.2	15.6

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 3 : Arista 4Q22 財報與 1Q23 公司財測暨市場共識比較

百萬美元	4Q22					1Q23F				
	實際值	市場共識	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測 (中位數)	市場共識	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	1,276	1,199	6.3	8.4	54.7	1,300	1,307	(0.5)	1.9	48.2
產品別營收										
產品	1,097	1,015	8.0	8.7	64.2		1,123			
服務	179	184	(2.9)	6.3	14.2		181			
毛利	778	734	5.9	8.1	46.7		786			
產品	625	627	(0.2)	8.5	57.4		639			
服務	143	148	(3.0)	7.1	14.2		145			
營業費用	732	716	2.2	7.0	46.4		781			
營業利益	543	483	12.4	10.4	67.6		526			
EBITDA	548	499	9.8	7.5	62.7		541			
稅前獲利	486	486	(0.1)	14.5	81.8		480			
淨利	445	382	16.5	13.6	69.6		425			
調整後每股盈餘(US\$)	1.41	1.21	16.5	12.8	72.0		1.34			
毛利率 (%)	61.0	61.2	(0.2)ppts	(0.2)ppts	(3.3)ppts	60.0	60.1	(0.1)ppts	(1.0)ppts	(3.9)ppts
產品	57.0	61.7	(4.7)ppts	(0.1)ppts	(2.5)ppts		56.9			
服務	80.2	80.3	(0.0)ppts	0.6 ppts	(0.0)ppts		79.8			
營業利益率 (%)	42.6	40.3	2.3 ppts	0.8 ppts	3.3 ppts	40.0	40.2	(0.2)ppts	(2.6)ppts	1.7 ppts
EBITDA margin (%)	42.9	41.6	1.4 ppts	(0.3)ppts	2.1 ppts		41.4			
淨利率 (%)	34.9	31.9	3.0 ppts	1.6 ppts	3.1 ppts		32.5			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 4 : Arista 2021-25 年主要財務數據與財測

主要財務數據及估值	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (US\$百萬)	2,948	4,381	5,510	6,145	6,645
營業毛利 (US\$百萬)	1,910	2,711	3,388	3,881	4,265
營業利益 (US\$百萬)	1,141	1,796	2,253	2,512	2,657
EBITDA (US\$百萬)	1,191	1,859	2,301	2,526	2,695
稅後淨利 (US\$百萬)	915	1,448	1,831	2,046	2,184
每股盈餘 (US\$)	2.87	4.58	5.79	6.47	6.91
營業收入成長率 (%)	27.2	48.6	25.8	11.5	8.1
每股盈餘成長率 (%)	27.0	59.6	26.4	11.7	6.8
毛利率 (%)	64.8	61.9	61.5	63.2	64.2
營業利益率 (%)	38.7	41.0	40.9	40.9	40.0
EBITDA margin (%)	40.4	42.4	41.8	41.1	40.6
淨負債比率 (%)	Net Cash				
股東權益報酬率 (%)	23.0	29.6	31.4	29.0	25.3

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 5 : Cisco 2Q23 財年財報及 3Q23 與 2023 財年公司財測暨市場共識比較

百萬元	2Q23						3Q23F						2023F			
	實際值	市場共識	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測 (中位數)	公司財測 (中位數)	市場共識	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測 (中位數)	市場共識	差異 (%)	YoY (%)	
營收	13,592	13,449	1.1	(0.3)	6.9	13,420	14,375	14,302	0.5	5.8	12.0	56,584	53,837	5.1	9.8	
產品	10,155	10,016	1.4	(0.9)	8.6			10,699				40,605				
服務	3,437	3,432	0.1	1.5	2.1			3,508				13,232				
毛利	8,685	8,529	1.8	1.1	4.3	8,521	9,200	9,157	0.5	5.9	9.7	34,351				
營業利益	4,414	4,303	2.6	1.8	1.1	4,294	4,816	4,778	0.8	9.1	8.2	18,588				
EBITDA	4,808	4,715	2.0	1.2	0.6			5,227				20,198				
稅前淨利	4,493	4,348	3.3	10.3	2.6			4,881				18,790				
淨利	3,639	3,522	3.3	2.5	2.6			3,944				15,170				
調整後每股盈餘 (US\$)	0.88	0.86	2.8	2.3	4.8	0.85	0.97	0.96	1.1	10.2	11.5	3.76	3.71	1.2	11.8	
毛利率 (%)	63.9	63.4	0.5 ppts	0.9 ppts	(1.6)ppts	63.5	64.0	64.0	(0.0)ppts	0.1 ppts	(1.3)ppts		63.8			
產品	62.1	61.9	0.2 ppts	1.1 ppts	(2.2)ppts			62.7					60.4			
服務	69.1	68.7	0.4 ppts	0.3 ppts	0.3 ppts			68.8					68.7			
營業利益率 (%)	32.5	32.0	0.5 ppts	0.7 ppts	(1.8)ppts	32.0	33.5	33.4	0.1 ppts	1.0 ppts	(1.2)ppts		34.5			
EBITDA margin (%)	35.4	35.1	0.3 ppts	0.5 ppts	(2.2)ppts			36.5					37.5			
淨利率 (%)	26.8	26.2	0.6 ppts	0.7 ppts	(1.1)ppts			27.6					28.2			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

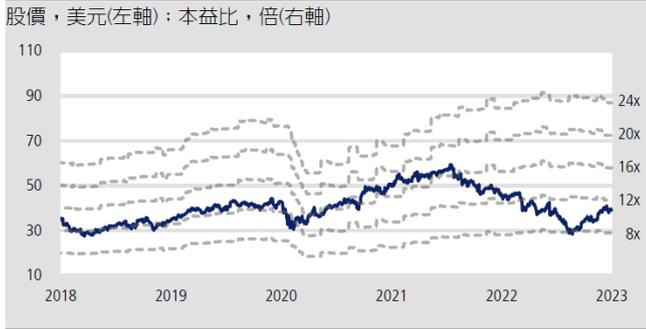
備註：財年止於七月

圖 6 : Cisco 2021-25 年主要財務數據與財測

主要財務數據及估值	Jul-21A	Jul-22A	Jul-23F	Jul-24F	Jul-25F
營業收入 (US\$百萬)	49,818	51,557	55,949	57,546	61,083
營業毛利 (US\$百萬)	32,914	33,326	35,712	37,202	39,868
營業利益 (US\$百萬)	16,702	17,345	18,716	19,945	21,212
EBITDA (US\$百萬)	18,564	20,251	20,422	21,711	22,653
稅後淨利 (US\$百萬)	13,636	14,094	15,405	16,436	17,589
每股盈餘 (US\$)	3.22	3.36	3.74	4.02	4.28
營業收入成長率 (%)	1.0	3.5	8.5	2.9	6.1
每股盈餘成長率 (%)	0.6	4.3	11.2	7.7	6.4
毛利率 (%)	66.1	64.6	63.8	64.6	65.3
營業利益率 (%)	33.5	33.6	33.5	34.7	34.7
EBITDA margin (%)	37.3	39.3	36.5	37.7	37.1
淨負債比率 (%)	Net Cash				
股東權益報酬率 (%)	33.9	33.8	33.4	32.0	28.5

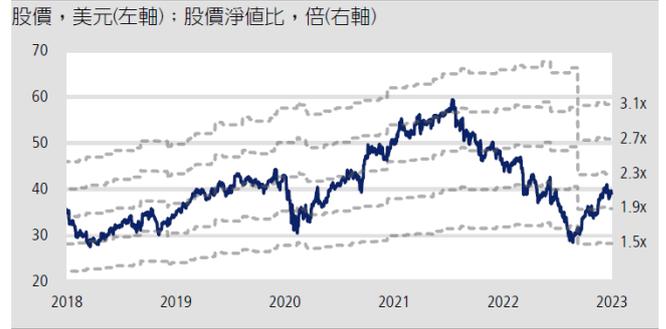
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 7 : Comcast 未來一年預估本益比區間



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 8 : Comcast 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 9 : Arista 未來一年預估本益比區間



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 10 : Arista 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 11 : Cisco 未來一年預估本益比區間



資料來源: Bloomberg, 凱基

圖 12 : Cisco 未來一年預估股價淨值比區間



資料來源: Bloomberg, 凱基

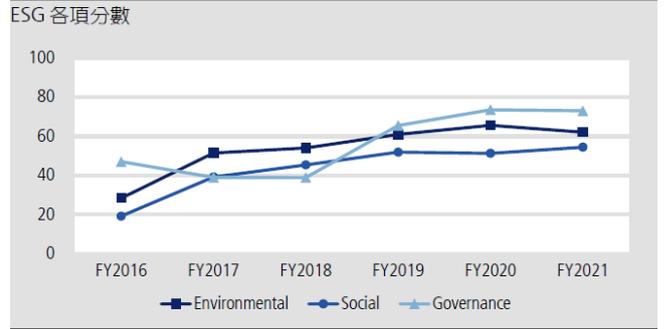
Arista Networks (ANET US)

圖 13：ESG 整體分數



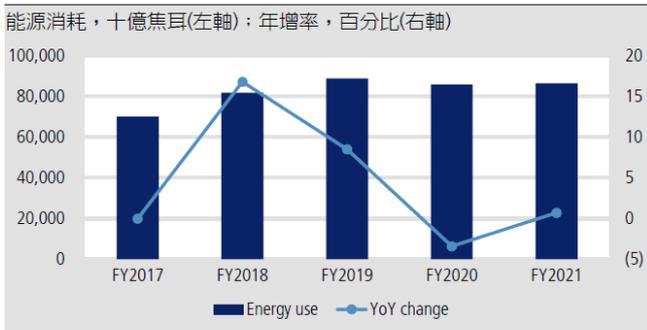
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：ESG 各項分數



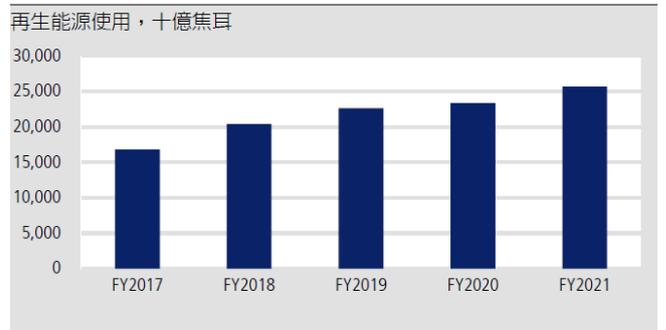
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：能源消耗



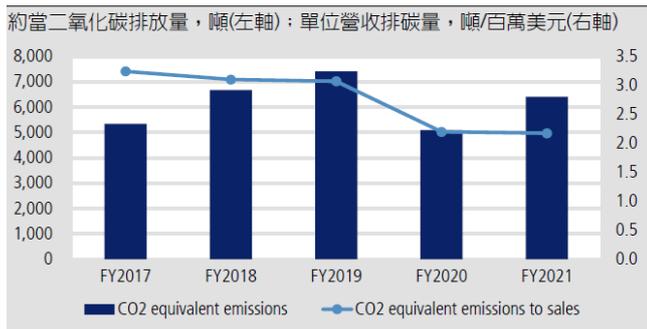
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：再生能源使用



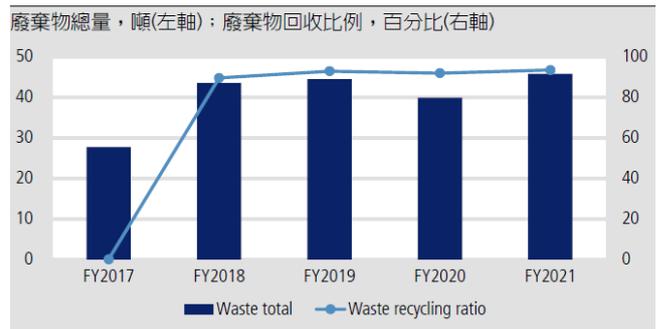
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：碳排放量



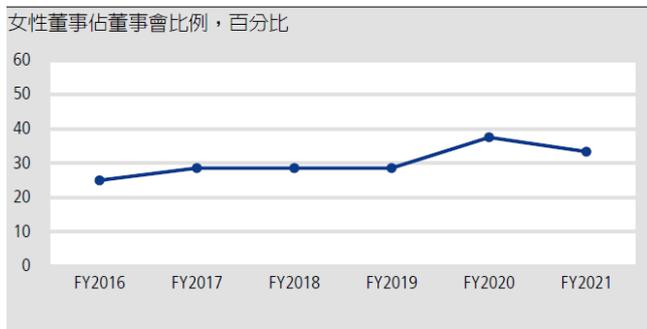
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：廢棄物總量



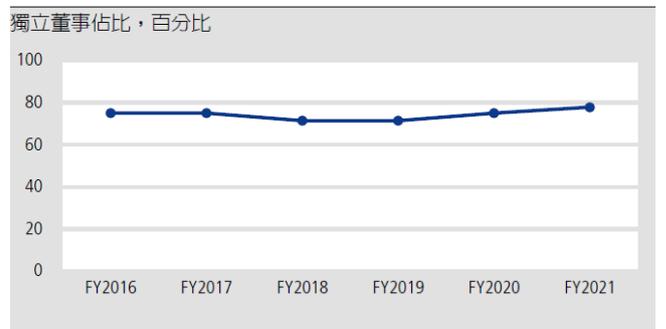
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 19：獨立董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 20：獨立董事



資料來源：Refinitiv，公司資料

Cisco (CSCO US)

圖 21：ESG 整體分數



圖 22：ESG 各項分數

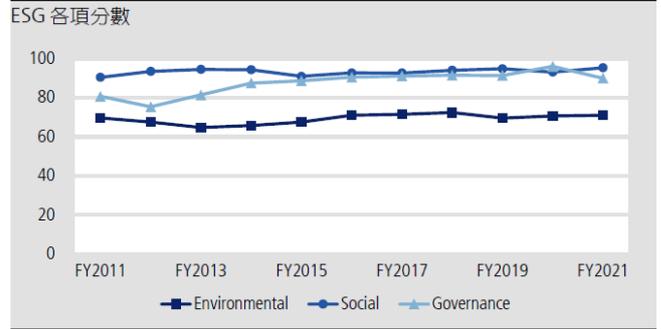


圖 23：能源消耗

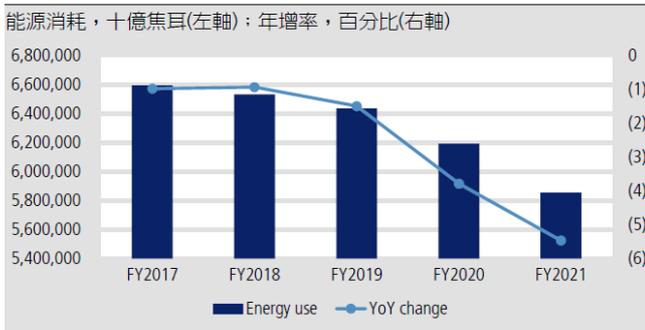


圖 24：再生能源使用



圖 25：碳排放量

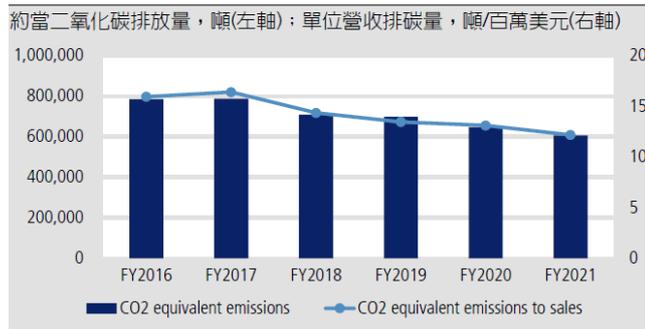


圖 26：廢棄物總量



圖 27：耗水量

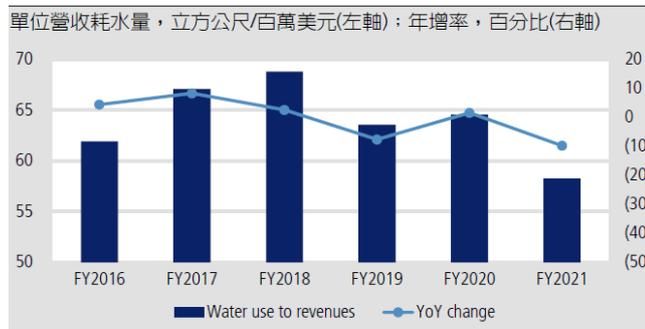
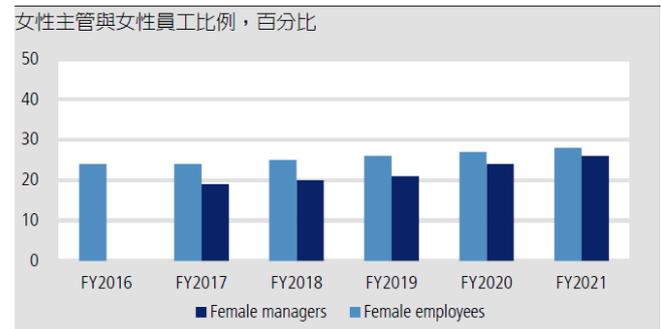


圖 28：性別多樣性



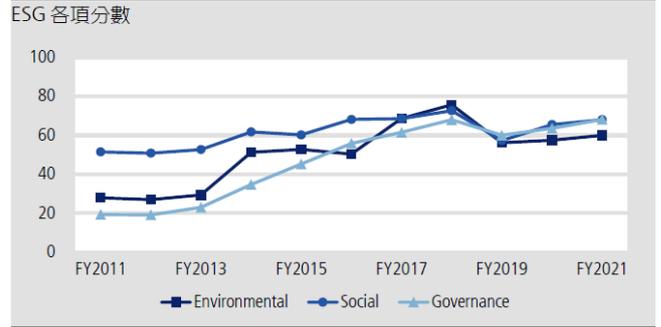
Comcast (CMCSA US)

圖 29 : ESG 整體分數



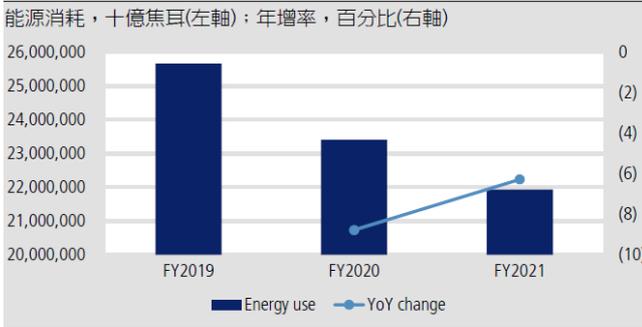
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 30 : ESG 各項分數



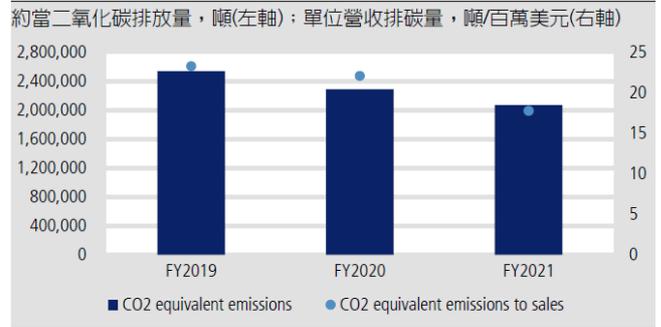
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 31 : 能源消耗



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 32 : 碳排放量



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 33 : 捐款



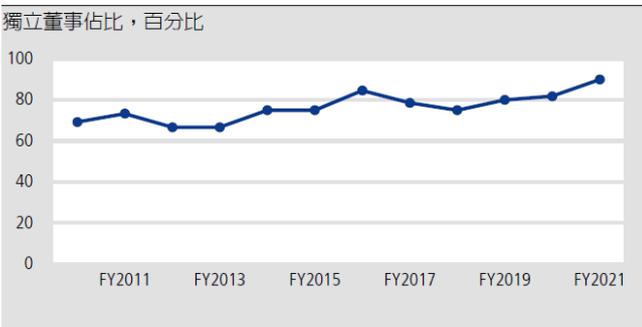
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 34 : 董事會性別多樣性



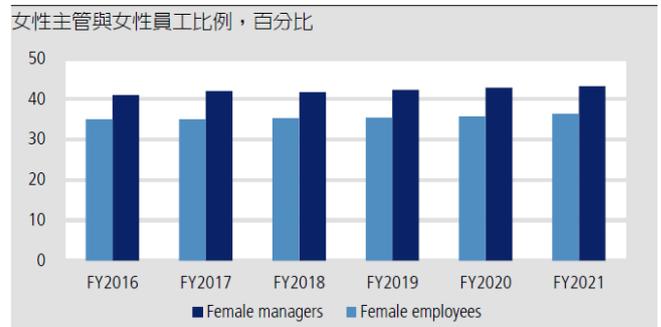
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 35 : 獨立董事



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 36 : 性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，公司資料

上述為證監會持牌人，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 部份凱基亞洲有限公司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證券亞洲有限公司的内部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、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，本行并不另行通知。本行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，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自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行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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。