

網通產業

資料中心需求仍較電信市場樂觀；中國手機需求影響 PA 供應鏈

焦點內容

1. 2H24 電信商終端需求落底。
2. AI 需求仍最為樂觀。
3. 2H24 手機 PA 供應鏈展望分歧，iPhone 備貨動能強勁，中國 Android 需求保守。

重要訊息

我們整理歐美網通公司 2Q24 財報會議重點，相關公司看法顯示電信商需求於 2H24 落底，AI 相關需求則維持樂觀。

評論與分析

2H24 電信商終端需求落底。 Broadcom (美)、Cisco (美)、Lumentum (美)提及 2H24 電信商需求近落底，訂單逐漸回升。電信商 Verizon (美)、AT&T (美)、T-Mobile (美)與 Comcast (美)表示將加強固網寬頻與 FWA 業務；美國政府提供平價連接計劃(ACP, affordable connectivity program)於 2Q24 逐漸終止影響有限，將協助客戶轉移至合適方案。Ericsson (瑞典)與 Nokia (芬蘭)表示印度自 2Q23 對 RAN 投資達高峰後至今已正常化。Ericsson 則特別表示於東北亞、中東和非洲市場營收均下降，並見到自中系廠商的競爭壓力。

AI 需求仍最為樂觀。 Arista (美)表示 2Q24 已連接數千個 GPU 並維持 2025 年連結 10 萬個目標以及 AI 相關收入達 7.5 億美元目標。Cisco 則持續看好 2025 財年的 10 億美元 AI 訂單，並表示其主要為乙太網路和光通訊產品所組成。Lumentum 與 Coherent (美)一致看好 1.6T 相關產品營收於 2025 年顯著成長，並提及 InP 將為關鍵材料及 VCSEL 與 EML 供給仍需改善的觀點。整體而言，我們整理各 AI 相關廠商釋出的訊息為：AI 需求維持強勁，800G 交換器於 2025 年成為主流，1.6T 光收發模組產品將於 2025 年開始增量。

2H24 手機 PA 供應鏈展望分歧，iPhone 備貨動能強勁，中國 Android 需求保守。 3Q24 iPhone 相關產品拉貨維持旺季，中國 Android 手機需求則於 2H24 出現明顯調整，因此 3Q24 台股 PA 供應鏈營收預期有較大幅度下調(見圖 4-6)。而 Skyworks (美)表示其 Apple (美)營收佔比較上季下滑且幅度大於季節性，6 月拉貨較 3-4 月趨緩，因此我們認為 Skyworks iPhone 新機 RFFE 市佔率由 Qualcomm (美)及 Qorvo (美)取得，此供應鏈變化中全新(2455 TT, NT\$137.5, 增加持股)及穩懋(3105 TT, NT\$130, 增加持股)為受惠者。

投資建議

資料中心交換器供應鏈中智邦(2345 TT, NT\$526, 增加持股)為首選，材料上看好聯亞(3081 TT, NT\$209, 持有) InP 需求增加，聯鈞(3450 TT, NT\$179.5, 未評等)將受惠於 Lumentum 與 Coherent 之 VCSEL 及 EML 短缺。電信商與企業需求回溫則較偏好啟碁(6285 TT, NT\$114, 持有)、中磊(5388 TT, NT\$102.5, 增加持股)、智易(3596 TT, NT\$140.5, 持有)及正文(4906 TT, NT\$40.4, 增加持股)等。砷化鎵產業全新為首選，因其美系手機客戶備貨動能持續，資料中心產品出貨持續暢旺，可望部分抵銷中國 Android 手機需求保守影響。我們並依據 2Q24 財報與展望調整 Arista 與 Cisco 目標價為 389 美元(基於 35 倍 2025 年每股盈餘預估)，與 54 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 42 元，基於 10 倍 2025 年每股盈餘預估換算得出。

投資風險

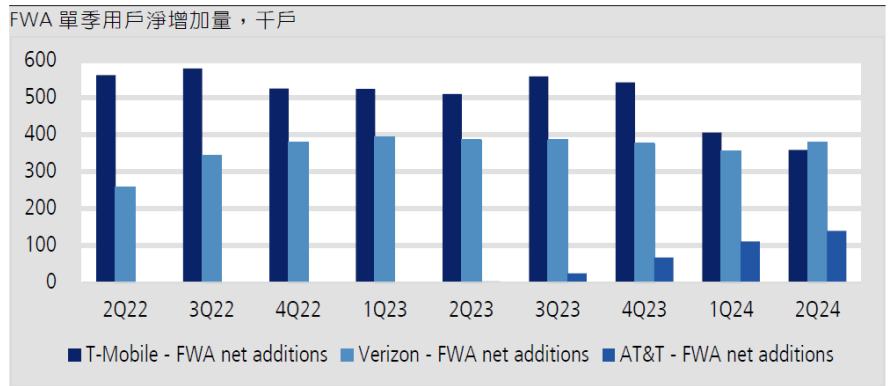
AI 需求不如預期，電信與企業客戶需求回升放緩，總體經濟風險。

圖 1：歐美網通相關公司 CY2Q24 財報及 CY3Q24/CY2024 指引與市場共識比較

Company	Ticker	CY2Q24 Review		CY3Q24/CY2024 Guidance vs. Consensus		Industry View
		Sales (US\$bn)	EPS	Guidance	Consensus	
Nokia	NOK US	4.8	0.063	2024全年營業利益 23-29億歐元	25億歐元	網通基建部門中，除北美外多數市場持續疲軟，印度市場在2023達到5G建置高峰，導致基期較高 預期2H24優於1H24，營收比重則以4Q24較高，但復甦時間晚於原先預期，將於2025年持續復甦 較成熟之市場已有升級至 XGS-PON 或 25G PON趨勢，而併購Infimera可強化Nokia北美光通訊市場布局
Ericsson	ERICB SS	5.6	0.02	3Q24網通部門營收季增 1% 至384億瑞典克朗	400億瑞典克朗	北美是網通部門唯一成長的市場(年增20%)，其中部分受惠AT&T的0-RAN新合約，該合約2H24將有更 顯著營收貢獻 歐洲與拉丁美洲2024營收年減3%，管理層見到來自中國供應商之競爭加劇 東南亞及印度2024營收年減44%，主因印度5G部署趨近於正常化，仍較為疲弱；東北亞、中東、非 洲營運商投資放緩 客戶投資在C band快速建置後走緩，持續的投資需待客戶看到能將網路建置變現成實際營收
Verizon	VZ US	32.8	1.15	2024年調整後 EPS 4.5-4.7美元	4.58美元	FWA用戶新增37.8萬戶(對比1Q24為35.4萬)達381萬 ACP影響無線服務收入約0.3%，並部分影響光纖服務收入，預期3Q24將影響服務收入約0.5% 公司於C-band之建置將有利FWA TAM擴張，管理層表示以先達成4-500萬用戶目標後再討論後續擴張 機會
T-Mobile	TMUS US	19.8	2.49	2024年調整後 EBITDA 315-318億美元	316.7億美元	2024年資本支出指引自86-94億美元調整至87-91億美元區間，主因頻譜重耕及2.5GHz頻段部署，長 期維持一年90-100億美元目標 FWA用戶新增40.6萬至559萬，淨增數與1Q24大約相同 ACP終止對2024年影響約3.5-4.5億美元，自1Q24開始發生，而大部分將發生於2H24(且4Q24影響大於 3Q24) 公司定位為pure-play fiber策略，收購Lumos預計至2028年可達到350萬家戶覆蓋；收購Metronet預計至 2030年可達到650萬家戶覆蓋
AT&T	T US	29.8	0.57	2024年調整後 EPS 2.15-2.25美元	2024年調整後 EPS 2.2美元	2Q24新增23.9萬光纖用戶至880萬，並維持在2025年底擴大到3,000萬個站點之目標；自3Q24季節性 將優於2Q24 FWA新增13.9萬名用戶至34.2萬 ACP計畫終止對寬頻營收雖有影響，但較細微
Celestica	CLS US	2.39	0.91	3Q24調整後 EPS 0.86-0.96元	0.82美元	CCS部門營收年增51%主因企業市場受惠AI/ML運算專案強勁需求以及通訊市場之Hyperscaler客戶之 AI/ML基礎建設投資需求加速 預期2024年Hyperscaler客戶相關專案營收超過46億美元，佔CCS部門營收70%以上，主因400G/800G需 求健康及存儲業務成長，且電力限制將有利分散式區域資料中心網通產品需求 CCS企業部門因單一AI運算專案於2H24進入技術轉換過渡期營收將減少，預期2H25新產品放量後重 回成長 400G產品在2024-25年維持強勢；800G將在進入2025年放量；1.6T可能尚需幾年才會放量，但發展 正在加速 馬來西亞新廠已於3月正式生產，泰國新廠則於2025年啟動，產能足以支援所有客戶需求
Comcast	CMCSA US	29.7	1.21	未提供指引	3Q24營收317億美元	2Q24國內寬頻用戶減少12萬，主因為產業競爭持續加劇、ACP計畫於6月完全終止影響細微；3Q24 將為ACP計畫終止影響最大之季度 3Q24寬頻業務受ACP終止及產業競爭之影響將與季節性順風相抵銷 樂園業務在後疫情反彈後進入正常化、其他替代旅遊方案吸引走人潮，2024年樂園人數低於預期 串流服務業務用戶數年增38%至3,300萬，奧運及NFL為2H24成長動能，2025-26年則開始有NBA播 權之挹注
Coherent	COHR US	1.3	0.61	3Q24CY (1Q25FY) 營收12.7-13.5億 調整EPS預計0.53-0.69元	營收13億美元 調整後EPS 0.65美元	營收季增9%主要由800G資料中心收發模組帶動，且在手訂單持續增加；1.6T產品已初步交付樣品， 將於2025年量產 預期下一季datacom業務持續強勁，部分受工業及電信市場維持疲軟所抵銷 儘管電信市場已出現較大之庫存去化，仍對接下來6-12個月較謹慎看待；100G/400G ZR產品則預期 2H25財年(財年止於7月)放量
Lumentum	LITE US	0.31	0.06	3Q24CY (1Q25FY) 營收3.15-3.35億美元 調整後EPS 0.07-0.17美元	營收3.1億美元 調整後EPS 0.12美元	200G EML已通過多個客戶驗證並導入，將應用於1.6T模組並於2025財年(財年止於7月)逐漸放量 現有磷化鎵產能至2025年底已滿載，將持續擴產且幅度大於市場30-40%之成長；泰國新廠1Q25財 年開始試產光收發模組，未來18個月將擴大生產 預期1Q25財年營收季增3.8%，其中雲端及網通部門因電信需求改善而季增，工業部門則因工業雷 射衰退及3D感測季節性上升抵銷而季持平 4Q24-1Q25財年Datacom業績因產品轉換期較令人失望，預期2Q25財年轉佳 管理層表示2025舊年底單季營收目標5億美元，主要來自光收發模組出貨以及EML轉換至200G單通 道，電信貢獻非常小
Arista	ANET US	1.7	2.1	3Q24營收17.2-17.5億美 元	17.2億美元	維持2025年AI相關營收目標為7.5億美元並預期將連接10-100K之GPU，目前已經連接數千個GPU，而 2024年預計AI相關營收將佔低個位數 維持看好Ethernet技術競爭力之想法，認為未來會看到越來越多後端採用乙太網路 預計Microsoft和Meta都將成為營收佔比超過10%的客戶 公司將受惠於客戶對於2025-26年新建築之數位化之需求
Cisco	CSCO US	13.6	0.87	1Q25FY營收 136.5-138.5億美元 調整後EPS 0.86-0.88美元	營收137億美元 調整後EPS 0.85美元	毛利率67.9%優於預期主因Splunk(軟體收入)營收佔比提升 資料中心交換器產品訂單成長雙位數，企業路由、校園交換及無線訂單同樣穩固 2025財年之10億美元訂單將以乙太網路和光通訊產品為主 1Q25財年當管理層指引區間中點年減6%，主因1Q24有超額積壓訂單導致基期較高，並表示訂單 需求持續正常化
Broadcom	AVGO US	13.1	1.24	4Q24財年 營收140億美元	營收141億美元	客製AI加速器年成長3.5倍；乙太網交換產品年成長4倍；光互連產品年成長3倍帶動，2024財年(財 年止於AI)營收預期自110億美元上修至120億美元 寬頻市場因電信及服務供應商支出仍趨緩而持續疲弱，預期2025財年復甦 整體non-AI業務已觸底，3Q24訂單增加20%，並預期4Q24財年復甦 VMWare營收季增40%，公司將持續降低營業費用以達成2025財年85億美元EBITDA之目標(較原先2026 財年超前) 公司專注hyperscaler ASIC產品而未參與企業GPU市場，尚未提出2025財年AI營收指引

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：T-Mobile 及 Verizon FWA 單季用戶淨增加量成長趨緩；AT&T 開始增加


資料來源：公司資料，凱基

圖 3：歐美 PA 供應鏈相關公司 CY2Q24 財報及 CY3Q24/CY2024 指引與市場共識比較

Company	Ticker	CY2Q24 Review		CY3Q24 Guidance		Industry View
		Sales (US\$m)	EPS (US\$)	Sales (US\$m)	EPS (US\$)	
Qualcomm	QCOM US	9,391	2.33	9.5-10.3	2.45-2.65	- CY2Q24 QCT手機業務符合預期，主要反映中國高階Android手機營收年增超過50% - 預期CY3Q24 QCT手機季增低個位數，主要由Modem客戶拉貨增加及Android營收放緩相互抵消 - 維持預期CY24全球手機出貨量年持平或略微年增 - CY4Q為年度旺季，Android高階晶片為CY4Q24主要動能，部分受華為不再貢獻抵銷，預期營收年增幅度與CY4Q23相當
Skyworks	SWKS US	906	1.21	1-1.04	1.52	- Broad market業務自CY4Q23落底後以連2季季增，接下來將持續季增，其中以Wi-Fi動能較強勁 - 傳統資料中心及無線基礎建設業務庫存水位仍偏高，復甦時程遞延；車用與工業用則持續進行庫存去化 - Apple佔CY2Q24營收約65%，較上季下滑且幅度大於季節性，係因市佔率降低；預期CY3Q24營收占比將超過65%，季增約20%；CY4Q24則將因季節性持續季增 - Android主要與Google及三星合作，專注高階Android機種，中國中低階手機業務持續降低
Qorvo	QRVO US	887	0.87	1-1.05	1.75-1.95	- 營收優於預期主要來自Apple拉貨動能帶動手機相關營收6.42億美元優於預期的5.9億美元。 - 1H24受UTR不足影響毛利率約2%，接下來將持續改善，主要因外包Si/SOI含量提升，不受內部UTR影響 - CY3Q24營收指引年減7%，主因Android手機ramp時點會在季末才開始 - 管理層表示AI得以驅動高資料傳輸速率、低延遲及5G advanced採用，並提高射頻前端的content；且對2024-25年於Apple取得市佔率有信心。

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 4：全新 3Q24 營收預估調整

百萬元	3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	855	1,004	(14.9)	(2.4)	11.2	982	(13.0)
毛利	359	418	(14.1)	3.3	16.7	410	(12.6)
營業利益	216	269	(19.8)	5.3	40.3	253	(14.7)
稅前淨利	210	273	(23.1)	(9.0)	16.9	256	(18.0)
稅後淨利	168	219	(23.3)	(16.4)	16.6	207	(18.9)
每股盈餘(元)	0.91	1.18	(23.3)	(16.4)	16.6	1.13	(19.6)
毛利率 (%)	42.0	41.6	0.4 ppts	2.3 ppts	2.0 ppts	41.8	0.2 ppts
營業利益率 (%)	25.3	26.8	(1.5)ppts	1.8 ppts	5.2 ppts	25.8	(0.5)ppts
稅後淨利率 (%)	19.6	21.8	(2.2)ppts	(3.3)ppts	0.9 ppts	21.1	(1.4)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

備註：於 2024-08-13 更新

圖 5：穩懋 3Q24 營收預估調整

百萬元	3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	4,560	5,591	(18.4)	(8.1)	9.5	5,555	(17.9)
毛利	1,192	1,522	(21.7)	(11.8)	29.6	1,557	(23.5)
營業利益	385	644	(40.3)	(23.2)	448.8	705	(45.5)
稅前淨利	390	541	(27.9)	(14.3)	-	660	(41.0)
稅後淨利	412	533	(22.7)	(15.0)	1,109.6	624	(34.0)
每股盈餘(元)	0.97	1.26	(22.7)	(15.0)	1,109.6	1.50	(35.3)
毛利率(%)	26.1	27.2	(1.1)ppts	(1.1)ppts	4.1 ppts	28.0	(1.9)ppts
營業利益率(%)	8.4	11.5	(3.1)ppts	(1.7)ppts	6.8 ppts	12.7	(4.3)ppts
稅後淨利率(%)	9.0	9.5	(0.5)ppts	(0.7)ppts	8.2 ppts	11.2	(2.2)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估
備註：於 2024-07-30 更新

圖 6：宏捷科 3Q24 營收預估調整

百萬元	3Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	1,165	1,327	(12.2)	(10.9)	48.5	1,349	(13.6)
毛利	278	329	(15.5)	(17.7)	43.8	334	(16.7)
營業利益	185	241	(23.4)	(23.0)	71.0	233	(20.6)
稅前淨利	196	254	(23.0)	(20.1)	55.9	250	(21.6)
稅後淨利	167	209	(20.2)	(20.3)	34.2	217	(23.3)
每股盈餘(元)	0.85	1.06	(20.2)	(20.1)	34.2	0.97	(12.9)
毛利率(%)	23.9	24.8	(0.9)ppts	(2.0)ppts	(0.8)ppts	24.8	(0.9)ppts
營業利益率(%)	15.9	18.2	(2.3)ppts	(2.5)ppts	2.1 ppts	17.3	(1.4)ppts
稅後淨利率(%)	14.3	15.7	(1.4)ppts	(1.7)ppts	(1.5)ppts	16.1	(1.8)ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估
備註：於 2024-08-12 更新

圖 7：Arista 2Q24 財報與 3Q24 公司財測暨市場共識比較

US\$mn	2Q24					3Q24F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (Midpoint)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,690	1,647	2.6	7.6	15.9	1,735	1,714	1.2	2.6	14.9
Breakdown										
Product	1,423	1,400	1.7	7.1	12.8		1,451			
Service	267	247	8.1	10.1	35.3		259			
Gross profits	1,106	1,054	4.9	10.4	25.0		1,083			
Product	883	855	3.2	9.4	21.3		875			
Service	223	198	12.5	14.9	42.8		208			
Product_cost	540	545	(0.8)	3.6	1.3		576			
Service_cost	44	49	(9.7)	(8.9)	6.8		51			
Total expenses	905	912	(0.8)	9.4	6.2		975			
Operating income	786	735	6.8	5.6	29.5		738			
EBITDA	801	741	8.2	5.4	28.2		740			
Pretax income	770	781	(1.4)	6.6	31.4		789			
Net income	673	617	9.0	5.5	34.2		622			
EPS (US\$)	2.10	1.94	8.2	5.5	32.9		1.94			
Gross margin (%)	65.4	64.0	1.4 ppts	1.7 ppts	4.8 ppts	63.5	63.2	0.3 ppts	(1.9)ppts	0.4 ppts
Product	62.0	61.1	0.9 ppts	1.3 ppts	4.3 ppts		60.3			
Service	83.5	80.3	3.2 ppts	3.5 ppts	4.4 ppts		80.2			
OP margin (%)	46.5	44.6	1.8 ppts	(0.9)ppts	4.9 ppts	44.0	43.1	0.9 ppts	(2.5)ppts	(2.1)ppts
EBITDA margin (%)	47.4	45.0	2.4 ppts	(1.0)ppts	4.6 ppts		43.2			
Net margin (%)	39.8	37.5	2.3 ppts	(0.8)ppts	5.4 ppts		36.3			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 8 : 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	6,800	7,919
營業毛利 (US\$百萬)	1,910	2,711	3,667	4,357	5,141
營業利益 (US\$百萬)	1,141	1,796	2,257	3,091	3,700
EBITDA (US\$百萬)	1,191	1,859	2,328	3,135	3,882
稅後淨利 (US\$百萬)	915	1,448	2,199	2,646	3,579
每股盈餘 (US\$)	2.87	4.58	6.94	8.23	11.10
營業收入成長率 (%)	27.2	48.6	33.8	16.0	16.5
每股盈餘成長率 (%)	27.0	59.6	51.5	18.6	34.8
毛利率 (%)	64.8	61.9	62.6	64.1	64.9
營業利益率 (%)	38.7	41.0	38.5	45.5	46.7
EBITDA margin (%)	40.4	42.4	39.7	46.1	49.0
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	24.7	27.9	25.3

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 9 : Arista 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
Product	1,172	1,262	1,286	1,310	1,329	1,423	1,479	1,509	1,544	1,644	1,723	1,781	5,029	5,740	6,692
Service	179	197	224	230	243	267	270	281	300	308	307	312	831	1,060	1,227
比重 (%)															
Product	87	86	85	85	85	84	85	84	84	84	85	85	86	84	85
Service	13	14	15	15	15	16	15	16	16	16	15	15	14	16	15
年增率 (%)															
Product	62	42	27	19	13	13	15	15	16	15	16	18	35	14	17
Service	18	19	33	29	35	35	20	22	24	15	14	11	25	28	16

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 10 : Cisco 4Q24 財年財報暨市場共識比較

US\$mn	4Q24						Guidance (mid-point)	Diff. (%)
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)			
Total revenue	13,642	12,656	7.8	(7.0)	0.4	13,500	1.1	
Product	9,858	8,969	9.9	(11.5)	(2.9)			
Services	3,784	3,688	2.6	7.2	10.1			
Gross profits	9,263	8,430	9.9	(5.9)	6.7	9,045	2.4	
Operating income	4,440	4,168	6.5	(17.4)	0.6	4,320	2.8	
EBITDA	5,263	4,494	17.1	(8.9)	9.5			
Pretax Income	4,235	4,165	1.7	(10.1)	(5.7)			
Net income	3,531	3,347	5.5	(22.0)	(3.0)			
EPS (US\$)	0.87	0.82	6.1	(21.6)	(1.1)	0.85	2.4	
Gross margin (%)	67.9	66.6	1.3 ppts	0.8 ppts	4.0 ppts	67.0	0.9 ppts	
OP margin (%)	32.5	32.9	(0.4)ppts	(4.1)ppts	0.1 ppts	32.0	0.5 ppts	
EBITDA margin (%)	38.6	35.5	3.1 ppts	(0.8)ppts	3.2 ppts			
Net margin (%)	25.9	26.4	(0.6)ppts	(5.0)ppts	(0.9)ppts			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於七月

圖 11 : Cisco 1Q25 財年與 2025 財年公司財測暨市場共識比較

US\$mn	1Q25F					2025F			
	Guidance (mid-point)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (mid-point)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Total revenue	13,750	13,667	0.6	8.3	0.8	55,600	55,670	(0.1)	(2.5)
Product		9,809					40,429		
Services		3,858					15,241		
Gross profits	9,281	9,177	1.1	7.0	0.2		37,800		
Operating income	4,469	4,391	1.8	2.8	0.6		18,244		
EBITDA		4,821					19,788		
Pretax Income		4,324					19,893		
Net income		3,416					14,170		
EPS (US\$)	0.87	0.85	2.5	(1.1)	0.0	3.55	3.56	(0.3)	(8.7)
Gross margin (%)	67.5	67.2	0.3 ppts	(0.8)ppts	(0.4)ppts		67.9		
OP margin (%)	32.5	32.1	0.4 ppts	(1.7)ppts	(0.0)ppts		32.8		
EBITDA margin (%)		35.3					35.5		
Net margin (%)		25.0					25.5		

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基
備註：財年止於七月

圖 12 : Cisco 2021-25 年主要財務數據與財測

	Jul-21A	Jul-22A	Jul-23A	Jul-24A	Jul-25F
營業收入 (US\$百萬)	49,818	51,557	56,998	53,803	55,903
營業毛利 (US\$百萬)	32,914	33,326	36,788	36,312	37,791
營業利益 (US\$百萬)	16,702	17,345	19,071	18,377	18,306
EBITDA (US\$百萬)	18,564	18,824	20,930	20,884	20,587
稅後淨利 (US\$百萬)	13,636	14,094	15,979	15,150	14,389
每股盈餘 (US\$)	3.22	3.36	3.89	3.73	3.56
營業收入成長率 (%)	1.0	3.5	10.6	(5.6)	3.9
每股盈餘成長率 (%)	0.3	4.3	15.8	(4.1)	(4.5)
毛利率 (%)	66.1	64.6	64.5	67.5	67.6
營業利益率 (%)	33.5	33.6	33.5	34.2	32.7
EBITDA margin (%)	37.3	36.5	36.7	38.8	36.8
淨負債比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	3.9	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	33.9	33.8	35.7	33.3	31.3

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 13 : Comcast 2Q24 財年財報暨市場共識比較

(百萬美元)	2Q24				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	29,688	(5.0)	(0.0)	31,666	(6.2)
毛利	21,726	3.5	5.0	21,755	(0.1)
毛利率 (%)	73.2	6.0 ppts	3.5 ppts	68.7	4.5 ppts
營業利益	6,635	48.0	17.5	5,989	10.8
營業利益率 (%)	22.3	8.0 ppts	3.3 ppts	18.9	3.4 ppts
稅前獲利	5,175	20.3	(1.3)	5,059	2.3
稅前獲利率 (%)	17.4	3.7 ppts	(0.2) ppts	16.0	1.5 ppts
所得稅	1,336	49.9	(9.5)	996	34.1
稅率 (%)	25.8	5.1 ppts	(2.3) ppts	19.7	6.1 ppts
淨利	4,735	38.9	22.1	4,063	16.5
淨利率 (%)	15.9	5.0 ppts	2.9 ppts	12.8	3.1 ppts
調整後每股盈餘 (US\$)	1.21	44.0	31.5	1.06	14.6

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 14 : 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	122,921	122,232
營業毛利 (US\$百萬)	79,273	83,206	84,827	86,858	87,686
營業利益 (US\$百萬)	20,895	22,615	23,314	22,756	23,922
EBITDA (US\$百萬)	34,708	36,459	37,633	36,655	38,272
稅後淨利 (US\$百萬)	15,044	16,147	16,493	15,259	15,411
每股盈餘 (US\$)	3.23	3.64	3.98	3.97	4.20
營業收入成長率 (%)	12.4	4.3	0.1	1.1	(0.6)
每股盈餘成長率 (%)	23.8	12.7	9.3	(0.2)	5.7
毛利率 (%)	68.1	68.5	69.8	70.7	71.7
營業利益率 (%)	18.0	18.6	19.2	18.5	19.6
EBITDA margin (%)	29.8	30.0	31.0	29.8	31.3
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	18.6	17.2

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 15 : 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	20,245	20,313	20,545	20,152	20,056	20,007	20,394	81,453	81,378	80,608
Content & experiences	11,075	11,505	10,559	11,499	10,374	9,443	11,353	10,954	9,803	9,780	10,461	11,349	44,638	41,542	41,623
比重 (%)															
Connectivity & platforms	65	64	66	64	66	68	64	65	67	67	66	64	65	66	66
Content & experiences	35	36	34	36	34	32	36	35	33	33	34	36	35	34	34
年增率 (%)															
Connectivity & platforms	-	-	-	-	0.6	(0.6)	0.2	(0.6)	(0.6)	(0.9)	(1.5)	(0.7)	-	(0.1)	(0.9)
Content & experiences	-	-	-	-	(6.3)	(17.9)	7.5	(4.7)	(5.5)	3.6	(7.9)	3.6	-	(6.9)	0.2

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。