



美國網通產業

AI 展望樂觀，企業與電信需求復甦仍緩

焦點內容

1. Arista 4Q23 營收 15.4 億美元，符合公司指引，全年營收為 58.6 億美元，年增 33.8%則略優於公司指引。公司表示來自雲端巨頭客戶的營收貢獻明顯，亦表示審慎樂觀看待 2025 年 AI 及 Campus 相關營收，營收達 7.5 億美元的目標並未改變。
2. Cisco 財報符合預期，指引低於預期。公司持續看到電信商和有線服務供應商客戶的需求疲軟，並表示原本預計電信客戶在 FY2H24 回復投資，但現在只能期待 FY25。而公司仍持續看好 AI 與網路安全相關發展，並表示先前提及之 10 億美元 AI 相關訂單中多數將在 FY25 轉為營收。
3. 相較於服務供應商與企業用戶，交換器廠商對於 AI 展望更加明確，而綜合其他網通相關公司於農曆春節期間之展望，我們更為偏好在資料中心中受惠 AI 驅動規格升級之公司，首選為 Arista。

重要訊息

我們整理美國交換器代表廠商 Arista (美)與 Cisco (美)於近期之財報會議重點。兩家公司皆持續看好 AI 將持續於 2024-25 年驅動交換器需求，而 Cisco 則對於服務供應商前景更為保守。

評論與分析

Arista 4Q23 財報優於預期，1Q24 指引符合預期。 Arista Networks 公告 4Q23 營收 15.4 億美元，年增 20.8%，符合公司預期之 15-15.5 億美元區間，全年營收為 58.6 億美元，年增 33.8%則略優於公司於 3Q23 上調後的指引(約 33%)。而 4Q23 non-GAAP EPS 為 2.08 美元，優於市場預期之 1.71 美元，主因產品組合及稅率影響。公司維持 2024 全年營收年增約 11% (10-12%)之看法，全年毛利率為 62-64%，並預期 1Q24 營收將落於 15.2-15.6 億美元間，中值略高於市場預期之 15.3 億美元，而毛利率則將為全年最低。公司表示來自雲端巨頭客戶的營收貢獻明顯，2023 年結算 Meta (美)佔營收比重約 21%，而 Microsoft (美)則佔約 18%。管理層亦表示審慎樂觀看待 2025 年 AI 及 Campus 相關營收，營收達 7.5 億美元的目標並未改變，此外 800GbE 交換器產品預期將於 2025 年開始起量。

Cisco 財報符合預期，指引低於預期。 Cisco FY2Q24(財年止於 7 月)營收 128 億美元，符合市場預期之 127 億美元；EPS 為 0.87 美元，則略優於市場預期的 0.84 美元，管理層表示(1)近期觀察客戶對總體經濟更加謹慎，因客戶嚴格審視其資本支出，Cisco 在未來展望上也更加保守；(2)觀察 2024 年客戶消化庫存狀況較最初預期的時間來得更久；(3)持續看到電信商和有線服務供應商客戶的需求疲軟，並表示原本預計電信客戶在 FY2H24 回復投資，但現在只能期待 FY25。而公司仍持續看好 AI 與網路安全相關發展，並表示先前提及之 10 億美元 AI 相關訂單中多數將在 FY25 轉為營收。基於對電信商與企業用戶的保守觀點，公司對 FY3Q24 指引為營收將落於 121-123 億美元區間，低於市場預期的 131 億美元；non-GAAP EPS 位於 0.84-0.86 美元區間，低於市場預期的 0.92 美元。公司並下調 FY2024 全年指引，營收自 538-550 億美元區間下調約 4%至 515-525 億美元(市場預期為 544 億美元)；non-GAAP EPS 自 3.87-3.93 美元區間下調約 5%至 3.68-3.74 美元區間，市場預期為 3.88 美元。

投資建議

相較於服務供應商與企業用戶，交換器廠商對於 AI 展望更加明確，而綜合其他網通相關公司於農曆春節期間之展望，我們更為偏好在資料中心中受惠 AI 驅動規格升級之公司，首選為 Arista，我們並依據近期財報結果調整 Arista 與 Cisco 目標價為 298 美元(基於 35 倍 2025 年每股盈餘預估)，與 59 美元(基於 15 倍 2025 年每股盈餘預估)，皆維持「增加持股」評等。

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 CY4Q23 財報及 CY1Q24/CY2024 指引與市場共識比較

Company	Ticker	CY4Q23 Review		CY1Q24/CY2024 Guidance vs. Consensus		Industry View
		Sales (US\$bn)	EPS	Guidance	Consensus	
Nokia	NOK US	6.14	0.11	2024全年營業利益23-29億美元	23.5億美元	2024年北美營業充滿挑戰，因AT&T與競爭對手Ericsson簽訂O-RAN訂單。 預期2024年印度投資將正化，相關營收將自2023年的28億美元降至15-20億美元。 BEAD法案預期2H24發售，2025年開始有較顯著貢獻。
Ericsson	ERICB SS	6.75	0.16	1Q24網通前月營收季減25%至337億瑞典克朗 1Q24雲端軟體及服務部門季增34%至129億瑞典克朗	1Q24網通營收387億瑞典克朗 1Q24雲端軟體及服務營收136億瑞典克朗	2024年中國以外5G基礎建設市場將減速，主因客戶較謹慎支出且印度投資正化。 預期企業客戶成長將因通脹而趨緩。 北美市場市占率可達於2H24擴張，主要受惠於AT&T訂單增加。
Verizon	VZ US	35.1	1.08	2024年調整後EPS 4.5-4.7美元	4.58美元	4Q23 5G FWA新增用戶數為37.5萬，2023全年新增用戶約300萬戶。 原先於2025年達成400-500萬FWA用戶的目標可望提前達成並趨於上線。 2024年資本支出指引170-175億美元，低於2022/2023年的230/188億美元。
T-Mobile	TMUS US	20.5	1.67	2024年調整後EBITDA 313-319億美元	316億美元	5G FWA新增54.1萬用戶，總用戶達約480萬戶。 2024年資本支出指引86-94億美元，低於2022/2023年的140/98億美元。 管理層表示5G網絡資本支出有部份已提前於2022-23年拉動。
AT&T	T US	32	0.54	2024年調整後EPS 2.15-2.25美元	2.2美元	2024年資本投資指引210-220億美元，低於2022/2023年的249/236億美元。 4Q23新增27.4萬光纖用戶，與光纖服務互補的FWA截至2023年底則達9.3萬名用戶。 與Ericsson簽訂O-RAN訂單後，未來將有部份資本投資轉向O-RAN採購及建置。
Juniper Networks	JNPR US	1.36	0.61	由於HPE收購，未舉行財報會議及提供指引。	NA	HPE(美)以140億美元收購Juniper，目標為擴大資料中心和雲端供應商的盈利解決方業務。 網通事業有望成為HPE混合雲和AI解決方案的核心理業務和架構基礎。 預期交易完成後第一年HPE的non-GAAP EPS和自由現金流將是正面影響。
Celestica	CLS US	2.14	0.76	2024年調整後EPS 2.7美元	2.69美元	來自大型雲端服務供應商的營收於2023年年增32%。 預期1Q24企業雲端營收年增60%，由大型雲端服務供應商AI/ML專案帶動。 2024年400G交換器需求維持強勁，800G交換器產品於1H24開始放量，2025年將持續成長。
Comcast	CMCSA US	31.3	0.84	未提供指引	2024全年營收1,243億美元	失去3.4萬寬頻用戶，雙ARPU值提升帶動寬頻營收增加，但用戶流失於1Q24仍未見改善。 Connectivity & Platforms 2024年資本支出占營收比重預期維持約10%，加推推動DOC'S 4.0。 4Q23新增31萬無線用戶，目前無線用戶總數占其寬頻用戶滲透率約11%。
Coherent	COHR US	1.13	0.36	3Q23-2Q24CY(相當於FY24)營收455-470億美元 調整後EPS 1.3-1.7美元	營收458億美元 調整後EPS 1.29美元	800G產品之4Q23營收季增超過100%，由AI/ML之Datacom需求帶動。 目前已與客戶持續開發1.6T產品，預期將於FY25財年於2024年7月開始商用。 2023-28年Datacom光收發模組CAGR由18%上修至25%。 預期2028年800G以上光收發模組產品市場滲透率達65%以上。
Lumentum	LITE US	0.37	0.32	1Q24CY (3Q24FY)營收3.5-3.8億美元 調整後EPS 0.2-0.35美元	營收3.79億美元 調整後EPS 0.32美元	1Q24CY出貨量將更加強勁。 因最大資料中心客戶於2Q-3Q24CY進行產品過渡，資料中心光收發模組營收將暫時下降。 計畫完成成產產能擴張，有望在泰國為多雲客戶生產首批1.6T光收發模組。 預期CSF客戶庫存消化將持續至FY24結束財年止於2024年6月。
Arista	ANET US	1.54	2.03	1Q24營收15.2-15.6億美元	15.2億美元	2023全年營收58.6億美元，年增33.8%，符合管理層於3Q23財報會議的指引。 2023全年大型雲端服務供應商貢獻43%營收，其中Meta及Microsoft分別貢獻21%及18%。 管理層對2025年AI網通相關營收達7.5億美元的目標審慎樂觀，400G/800G產品為主要動能。
Cisco	CSCO US	12.8	0.87	2024FY財年止於7月/營收519-525億美元 調整後EPS 3.68-3.74美元	營收544億美元 調整後EPS 3.88美元	觀察2024年客戶消化庫存狀況較最初預期的時間來得更久。 持續看到電信商和有線服務供應商客戶需求疲軟，並表示原本預計電信客戶在2H24FY回復投資，但現在只能期待FY25。 公司仍持續看好AI與網路安全相關發展，並表示先前提及之10億美元AI相關訂單中多數將在FY25轉為營收。

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	4Q23					1Q24F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (Midpoint)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,540	1,536	0.3	2.1	20.8	1,540	1,525	1.0	(0.0)	14.0
Breakdown										
Product	1,310	1,307	0.2	1.9	19.5		1,307			
Service	230	228	1.0	2.8	28.8		220			
Gross profits	1,007	968	4.0	5.8	29.5		955			
Product	814	785	3.8	6.8	30.3		779			
Service	185	183	0.7	2.8	28.9		175			
Product_cost	496	522	(5.1)	(5.2)	5.1		527			
Service_cost	45	44	2.4	2.7	28.5		44			
Total expenses	901	880	2.3	10.7	23.0		883			
Operating income	640	655	(2.4)	(8.1)	17.8		641			
EBITDA	654	672	(2.6)	(8.3)	19.5		652			
Pretax income	694	688	0.9	7.7	24.7		670			
Net income	664	545	22.0	14.3	49.2		532			
EPS (US\$)	2.08	1.71	22.0	13.7	47.5		1.67			
Gross margin (%)	65.4	63.1	2.3 ppts	2.3 ppts	4.4 ppts	62.0	62.6	(0.6)ppts	(3.4)ppts	2.5 ppts
Product	62.2	60.0	2.1 ppts	2.8 ppts	5.2 ppts		59.7			
Service	80.3	80.5	(0.3)ppts	0.0 ppts	0.0 ppts		79.8			
OP margin (%)	41.5	42.7	(1.1)ppts	(4.6)ppts	(1.0)ppts	42.0	42.1	(0.1)ppts	0.5 ppts	0.8 ppts
EBITDA margin (%)	42.5	43.8	(1.3)ppts	(4.8)ppts	(0.5)ppts		42.8			
Net margin (%)	43.1	35.5	7.7 ppts	4.6 ppts	8.2 ppts		34.9			

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

主要財務數據及估值	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24A	Dec-25F
營業收入 (US\$百萬)	2,948	4,381	5,860	6,603	7,561
營業毛利 (US\$百萬)	1,910	2,711	3,648	4,145	4,765
營業利益 (US\$百萬)	1,141	1,796	2,499	2,852	3,290
EBITDA (US\$百萬)	1,191	1,859	2,570	2,876	3,293
稅後淨利 (US\$百萬)	915	1,448	2,199	2,383	2,761
每股盈餘 (US\$)	2.87	4.58	6.92	7.48	8.50
營業收入成長率 (%)	27.2	48.6	33.8	12.7	14.5
每股盈餘成長率 (%)	27.0	59.6	51.1	8.0	13.7
毛利率 (%)	64.8	61.9	62.3	62.8	63.0
營業利益率 (%)	38.7	41.0	42.7	43.2	43.5
EBITDA margin (%)	40.4	42.4	43.9	43.6	43.6
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	26.1	26.6	24.5

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	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
Product	1,172	1,262	1,286	1,310	1,321	1,378	1,434	1,489	1,496	1,583	1,656	1,730	5,029	5,623	6,464
Service	179	197	224	230	225	238	253	264	261	265	281	290	831	980	1,097
比重 (%)															
Product	87	86	85	85	85	85	85	85	85	86	85	86	86	85	85
Service	13	14	15	15	15	15	15	15	15	14	15	14	14	15	15
年增率 (%)															
Product	62	42	27	19	13	9	12	14	13	15	15	16	35	12	15
Service	18	19	33	29	26	20	13	15	16	11	11	10	25	18	12

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 5 : Cisco 2Q24 財年財報暨市場共識比較

US\$m	2Q24						Guidance (mid-point)	Diff. (%)
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)			
Total revenue	12,791	12,711	0.6	(12.8)	(5.9)	12,700	0.7	
Product	9,232	9,517	(3.0)	(17.1)	(9.1)			
Services	3,559	3,195	11.4	0.9	3.5			
Gross profits	8,532	8,389	1.7	(13.3)	(1.8)	8,319	2.6	
Operating income	4,215	4,054		(21.6)	(4.5)	3,937	7.1	
EBITDA	4,637	4,364	6.3	(19.7)	(3.6)			
Pretax Income	4,368	4,229	3.3	(7.3)	(2.8)			
Net income	3,538	3,443	2.7	(21.9)	(2.8)			
EPS (US\$)	0.87	0.84	3.9	(21.6)	(1.1)	0.83	4.8	
Gross margin (%)	66.7	66.0	0.7 ppts	(0.4)ppts	2.8 ppts	65.5	1.2 ppts	
OP margin (%)	33.0	31.9	1.1 ppts	(3.7)ppts	0.5 ppts	31.0	2.0 ppts	
EBITDA margin (%)	36.3	34.3	1.9 ppts	(3.1)ppts	0.9 ppts			
Net margin (%)	27.7	27.1	0.6 ppts	(3.2)ppts	0.9 ppts			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於七月

圖 6 : Cisco 3Q24 財年與 2024 財年公司財測暨市場共識比較

US\$mn	3Q24F					2024F			
	Guidance (mid-point)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (mid-point)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Total revenue	12,200	13,128	(7.1)	(4.6)	(16.3)	52,000	54,419	(4.4)	(8.8)
Product		9,729					40,949		
Services		3,399					13,470		
Gross profits	8,113	8,636	(6.1)	(4.9)	(12.1)		35,990		
Operating income	4,148	4,400	(5.7)	(1.6)	5.1		18,709		
EBITDA		4,709					19,876		
Pretax Income		4,603					19,398		
Net income		3,754					15,757		
EPS (US\$)	0.85	0.92	(7.6)	(2.3)	(15.0)	3.71	3.88	(4.4)	(4.6)
Gross margin (%)	66.5	65.8	0.7 ppts	(0.2)ppts	3.1 ppts		66.1		
OP margin (%)	34.0	33.5	0.5 ppts	1.0 ppts	6.9 ppts		34.4		
EBITDA margin (%)		35.9					36.5		
Net margin (%)		28.6					29.0		

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

主要財務數據及估值					
	Jul-21A	Jul-22A	Jul-23A	Jul-24F	Jul-25F
營業收入 (US\$百萬)	49,818	51,557	56,998	53,174	53,471
營業毛利 (US\$百萬)	32,914	33,326	36,788	35,397	35,550
營業利益 (US\$百萬)	16,702	17,345	19,071	18,430	18,973
EBITDA (US\$百萬)	18,564	18,824	20,930	19,807	20,681
稅後淨利 (US\$百萬)	13,636	14,094	15,979	15,492	15,628
每股盈餘 (US\$)	3.22	3.36	3.89	3.80	3.89
營業收入成長率 (%)	1.0	3.5	10.6	(6.7)	0.6
每股盈餘成長率 (%)	0.3	4.3	15.8	(2.3)	2.3
毛利率 (%)	66.1	64.6	64.5	66.6	66.5
營業利益率 (%)	33.5	33.6	33.5	34.7	35.5
EBITDA margin (%)	37.3	36.5	36.7	37.2	38.7
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	33.4	31.6	28.7

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

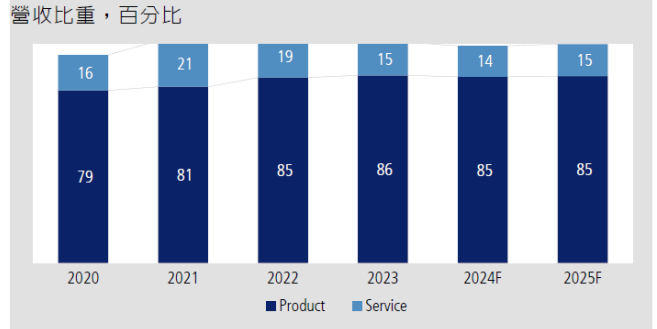
Arista Networks (ANET US)

圖 8：公司概況

Arista Networks 於 2014 年 6 月在紐約證券交易所上市，透過其自行研發的網絡操作系統 CloudVision 和 EOS 提供包括可用性、敏捷性、自動化、分析和安全性等獨特且開放之功能。主要市場包括大型數據中心、校園和中小企業。客戶類別則包含大型資料中心、金融與服務供應商。2023 年其客戶組成為 Microsoft 約 18%、企業與金融客戶約 36%、服務供應商約 21% 與 Meta 約 21%。

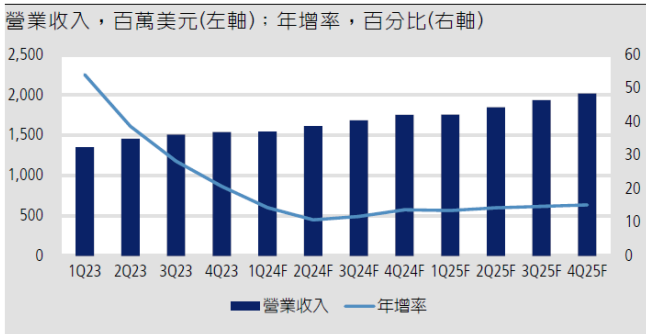
資料來源：公司資料，凱基

圖 9：2020-25 年產品組合



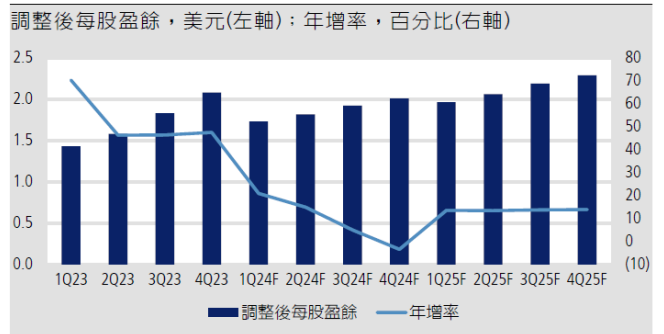
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 10：季營業收入



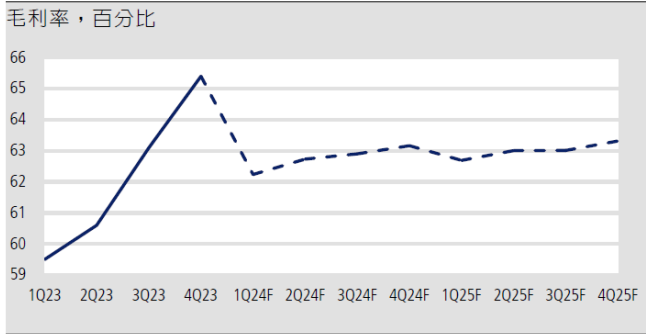
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 11：每股盈利



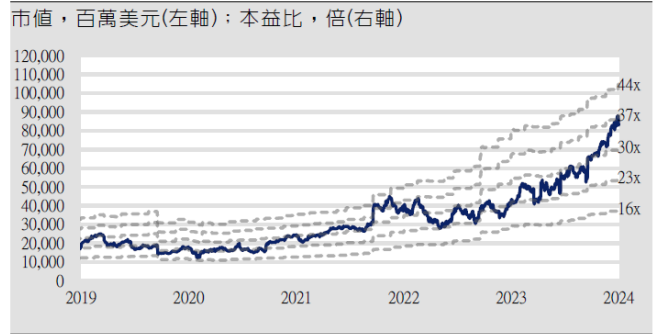
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 12：毛利率



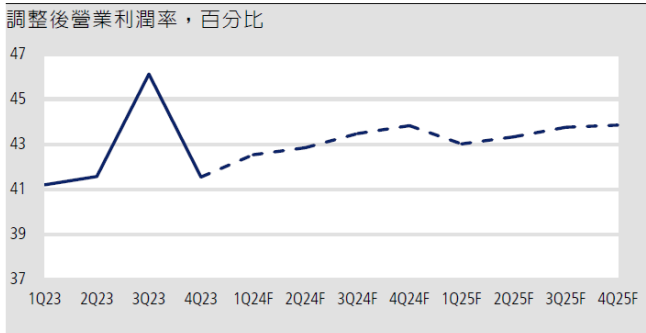
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 13：未來一年預估本益比區間



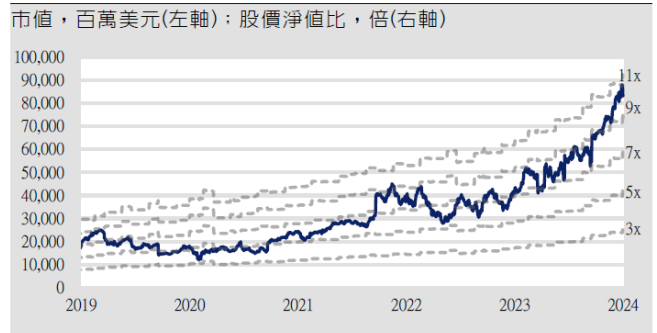
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 14：營業利潤率



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 15：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：Bloomberg，凱基

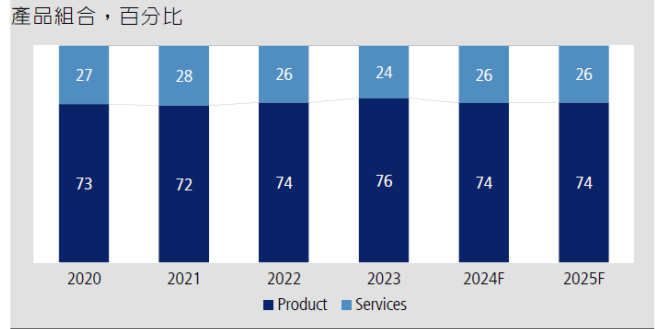
Cisco (CSCO US)

圖 16：公司概況

Cisco 成立於 1984 年，作為全球最大的網路設備業者，主要負責製造和銷售網路通訊相關產品。市場包括資料中心、政府與公共機構、電信商，及一般企業客戶與消費者，該公司業務分為美洲(約佔營收 60%)；歐洲、中東與非洲(EMEA，約佔營收 25%)，及亞太地區、日本與中國(APJC，約佔營收 15%)。主要產品分為 Product (約佔營收 70-80%)與 Services (約佔營收 20-30%)。

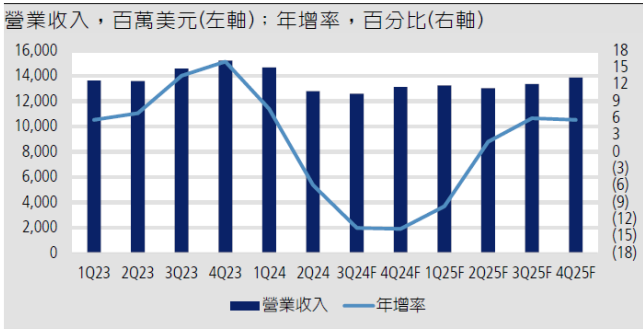
資料來源：公司資料，凱基

圖 17：2020-25 年產品組合



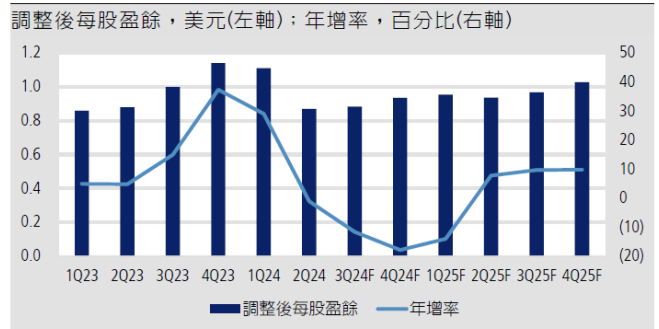
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 18：季營業收入與年增率



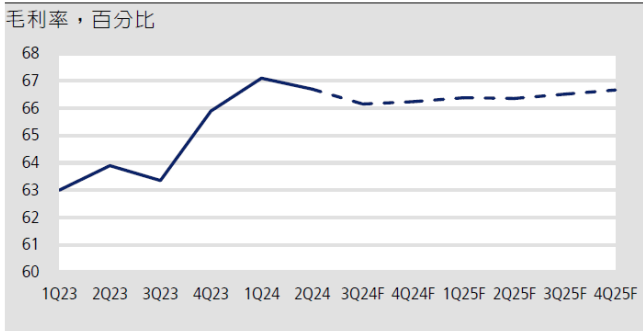
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 19：每股盈餘與年增率



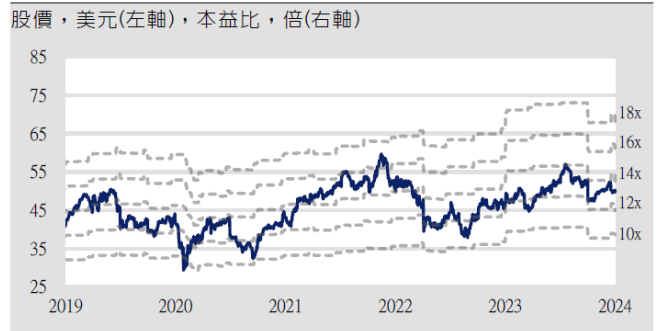
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 20：毛利率



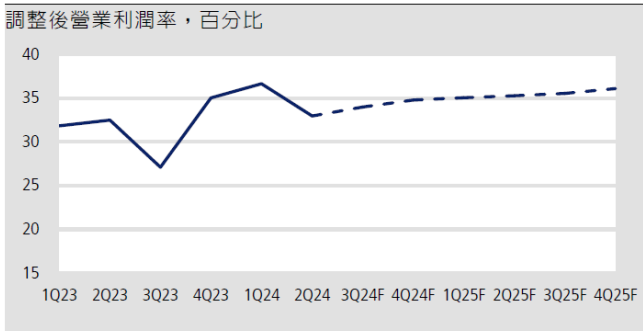
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 21：未來一年預估本益比區間



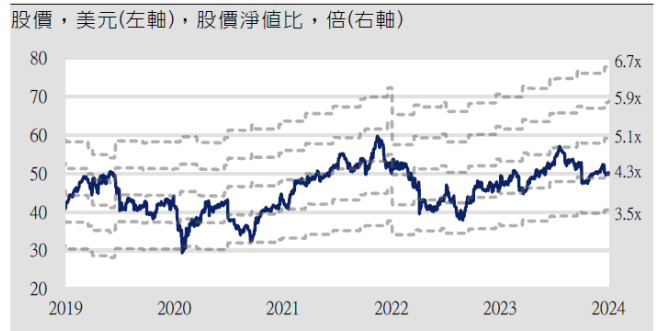
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 22：營業利潤率



資料來源：Bloomberg，凱基

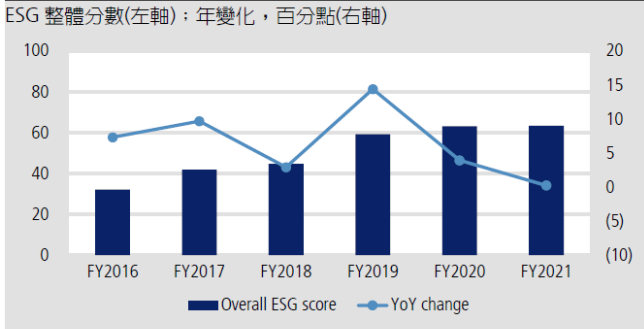
圖 23：未來一年預估股價淨值比區間



資料來源：Bloomberg，凱基

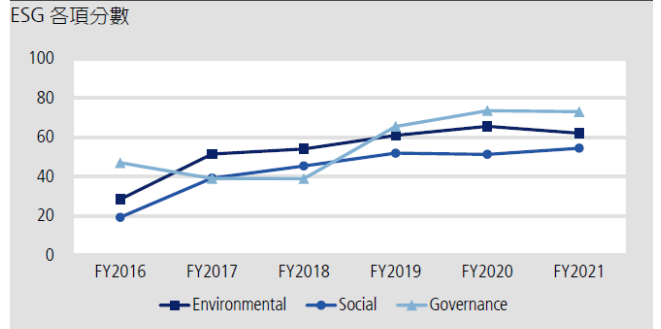
Arista Networks (ANET US)

圖 24：ESG 整體分數



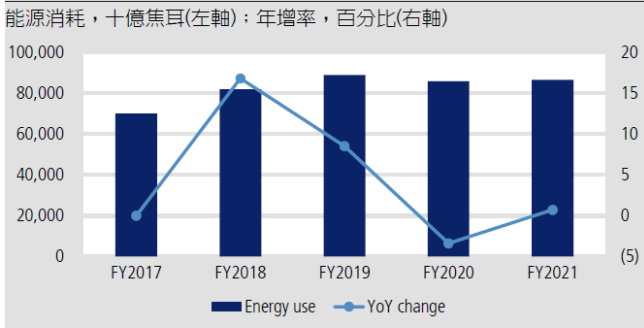
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 25：ESG 各項分數



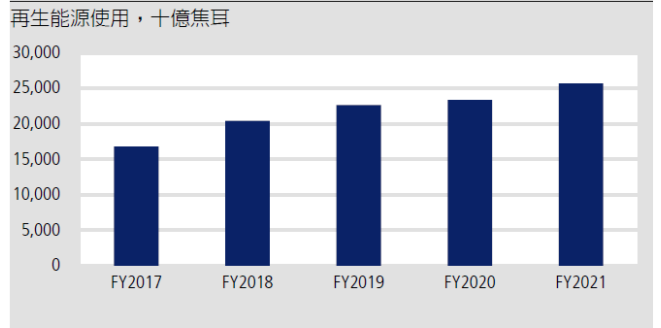
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 26：能源消耗



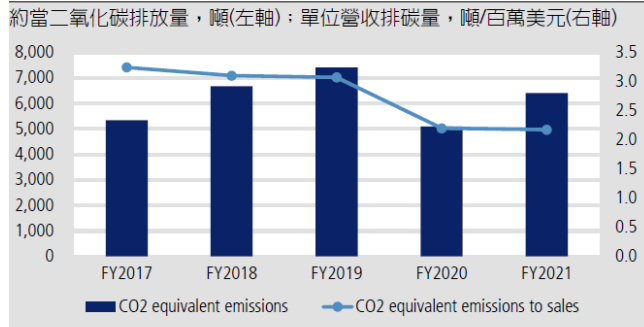
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 27：再生能源使用



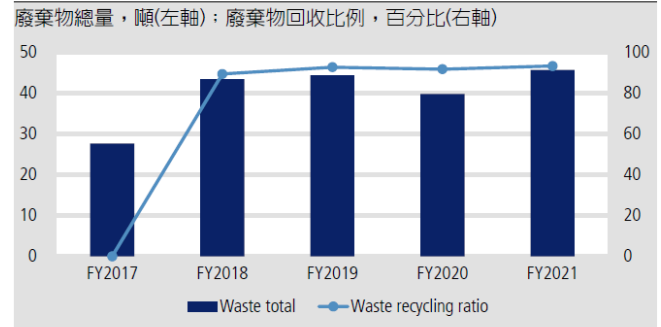
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 28：碳排量



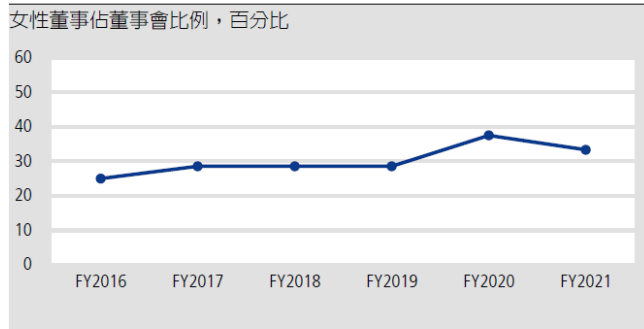
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 29：廢棄物總量



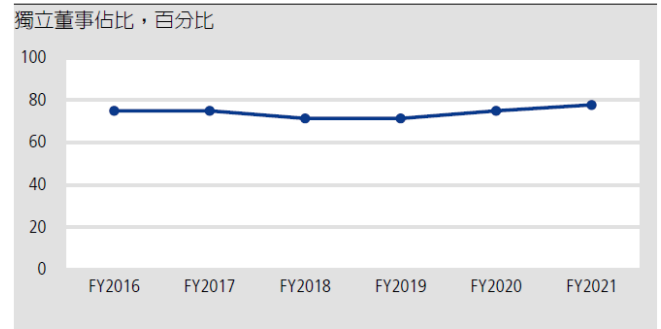
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 30：獨立董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

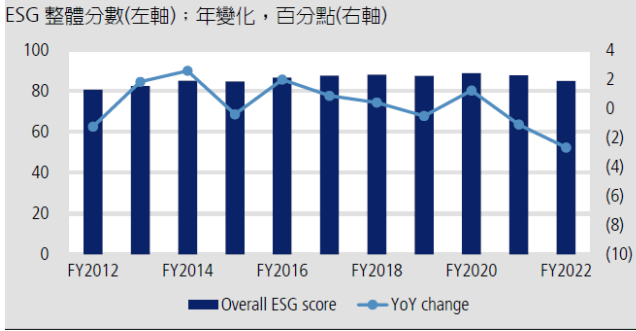
圖 31：獨立董事



資料來源：Refinitiv，公司資料

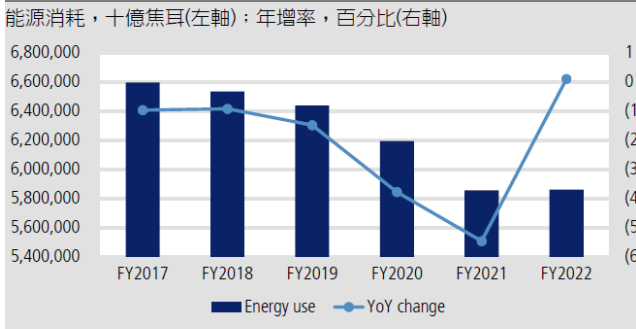
Cisco (CSCO US)

圖 32：ESG 整體分數



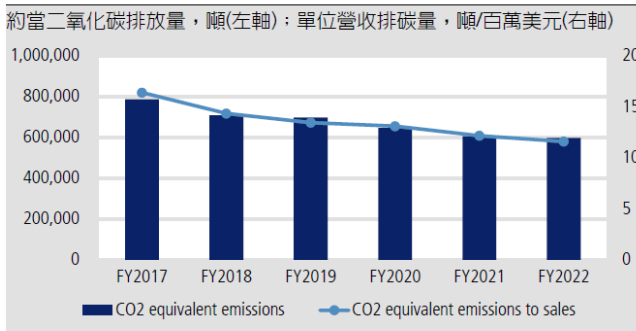
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 34：能源消耗



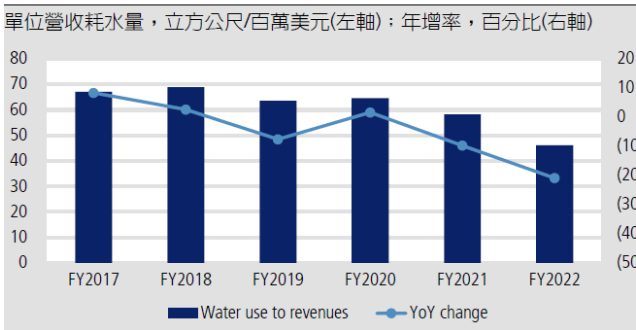
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 36：碳排量



資料來源：Refinitiv，公司資料

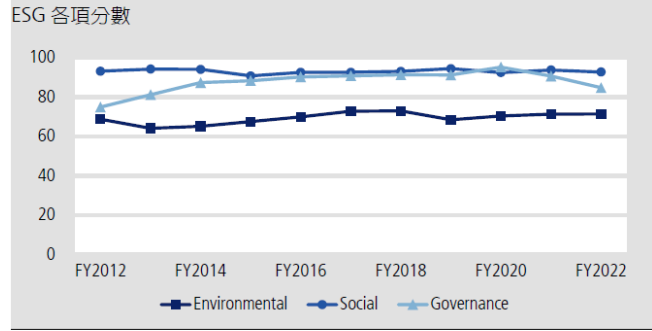
圖 38：耗水量



資料來源：Refinitiv，公司資料

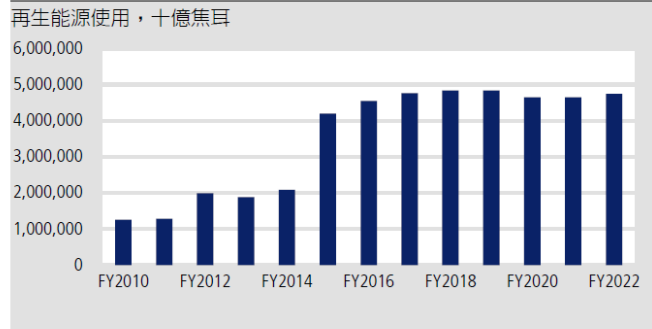
上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

圖 33：ESG 各項分數



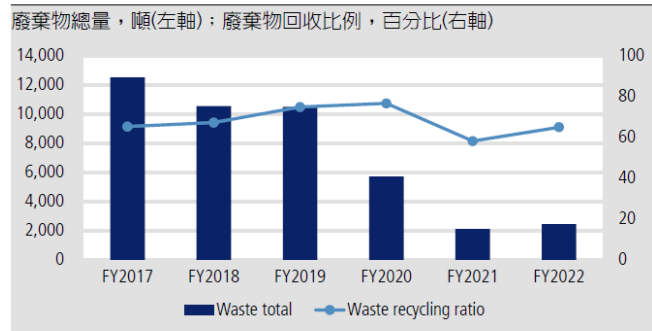
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 35：再生能源使用



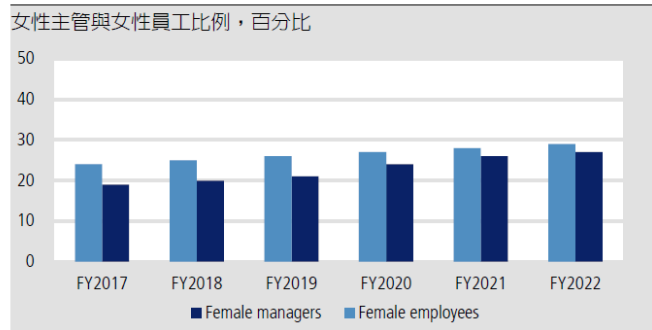
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 37：廢棄物總量



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 39：性別多樣性



資料來源：Refinitiv，公司資料

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內部研究活動。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，並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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。