

網通產業

2Q25 美股網通產業財報焦點：迎接高速頻寬升級浪潮

焦點內容

1. 交換器廠商對 AI 需求維持樂觀看法，且 AI 滲透至企業與校園市場亦將帶來相關網通與資安需求。
2. 光通訊廠商看好頻寬升級趨勢，且除了資料中心間互連(DCI)需求持續成長外，資料中心內的互連需求亦有待滿足。

重要訊息

我們整理歐美網通公司 2Q25 財報會議重點，本季財報中投資人主要關注包括(1) AI 相關需求與展望；(2) 800GbE 與 1.6TbE 的光收發模組及交換器升級趨勢。

評論與分析

交換器廠商對 AI 需求維持樂觀看法。 交換器相關公司包括 Cisco (美)、Arista (美)及 Celestica (加)等在投資人會議上皆提及 AI 需求仍相當強勁，其中 Cisco 本季 AI 相關訂單超過 8 億美元，使 2025 財年 AI 相關總訂單超過 20 億美元，為 4Q24 財年時設定 10 億美元目標的 2 倍以上；而 Arista 則基於 AI、雲端運算和企業領域需求強勁而上調 2025 年展望，自先前的約 82 億美元上調至 87.5 億美元，相當於年增 25%，原本 2028 年實現 100 億美元營收的目標則提前至 2026 年，並預期未來將維持約 15% (mid-teens)長期營收成長。Arista 目前在討論的企業及許多雲端新秀(neocloud)客戶數量已經自 1Q25 的 15 家增加到 25-30 家，維持 2025 年 15 億美元 AI 相關營收目標，並看好 scale-up 帶來後端交換器需求；而 Celestica 則表示超大規模客戶積極擴展資料中心基礎建設以支援新的 AI 應用，帶動對網路產品之需求。並表示 1.6TbE 交換器已開始研發，預計 2H26 小量貢獻營收，2027 年放大。

光通訊廠商看好升級趨勢。 本季 Lumentum (美)與 Coherent (美)皆表示 400GbE 光收發模組目前需求穩定，而 800GbE 光收發模組需求則增加迅速，且將於 2026 年進一步成長。而 1.6TbE 用的 200G EML 部分目前則持續開發中，其中 Lumentum 表示 1.6TbE 光收發模組業務將在 2026 年快速發展，同時提及近期取得 200G EML 晶片大單，預計將在 12 月季度完成。而 Coherent 則表示 1.6TbE 光收發模組已於本季開始出貨，預計在 2025 年持續成長，並在 2026 年帶來更顯著的營收貢獻。公司並將持續開發未來用於 3.2TbE 光收發模組的 400G EML 產品，且與多家公司合作 CPO 相關技術。兩間公司並持續看好未來矽光或 CPO 用的 CW-Laser 與 EML 都將驅動 InP 需求，亦對超長距離之 ZR 光收發模組成長性感到樂觀。值得一提的是，兩間公司在本季都特別提到光電路交換器(OCS, optical circuit switches)相關產品正在快速成長，顯示資料中心間的互連(DCI)之外，資料中心內的互連需求亦有待滿足。

投資建議

我們在資料中心交換器中較為看好 Cisco 受惠 AI 滲透至企業與校園市場帶來之相關網通與資安需求，並預期 Lumentum 與 Coherent 將持續受惠資料中心對光通訊升級之需求，首評 Lumentum 為「增加持股」評等，目標價為 127 元，而 Coherent 為「增加持股」評等，目標價為 110 元。

投資風險

AI 需求不如預期，總體經濟風險。

圖 1：歐美網通相關公司 CY2Q25 財報及 CY3Q25/CY2025 指引與市場共識比較

Company	Ticker	CY2Q25 Review		CY3Q25/CY2025 Guidance vs. Consensus		Industry View
		Sales (US\$bn)	EPS	Guidance	Consensus	
Nokia	NOK US	5.16	0.05	2025全年營業利益 16-21億美元	19.6億美元	2025營收獲利不如預期主因匯率及關稅影響，其中關稅影響約2,000-3,000萬歐元 2025網通基礎設施營收年增8%，其中以光網網增6%及固網網增7%較為強勁 3Q25取得hyperscaler 800G ZR訂單並與大型美系通訊服務供應商達成協議，2025 hyperscaler營收占比達5%；併購Infina後光網網整體EBITDA高於1 區域部分，北美行動網通因2024年加速認列1.5億歐美元合約導致達成較高而出現營收年減 印度行動網通下滑，但固網及雲端網路服務業務成長，相互抵銷 歐洲自過去幾年較為疲弱，目前看到整體出現改善 管理層將2025前年營業利益展望下調至16-21億美元(前次為19-24億元)，主要為匯率影響2.3億美元(含歐美元對基金之9,000萬影響)及關稅影響5,000-8,000萬歐元
Ericsson	ERIC SS	5.81	0.14	3Q25網通部門營收低於 過往3年平均年增2.9% (367億瑞典克朗)	390億瑞典克朗	Ericsson 2025營收低於預期主因匯率影響營收約47億元瑞典克朗，毛利率優於預期則受惠於智慧財產權收入、較有利的產品組合以及成本控管 公司雖表示自2020年起在美國已逐步建立產能，將努力平衡產地，但無法保證完全不受關稅影響 3Q25網通部門展望為季節性將低於過往3年平均水準，過去3年平均為季增2.9%，換算為低於約367億元瑞典克朗，低於市場預期之390億元瑞典克朗 3Q25雲端軟體及服務部門展望為季節性將接近過往3年平均水準，過去3年平均為季增1%，換算為約145億元瑞典克朗，符合市場預期之149億元瑞典克朗 公司表示目前印度基礎建設投資需求仍存熱度中，雖認為高次放緩為暫時性，但無法預期何時恢復 管理層並表示RAN市場在2H25需求穩定，但若要恢復長期成長，顯然需要新的機會
Verizon	VZ US	34.5	1.22	2025年調整後EPS 4.69-4.73美元	4.67美元	資本支出指引維持中位數180億美元 維持2025年底C-band覆蓋80-90%的動向，且C-band部署區域之用戶流失率較低 Postpaid phone用戶流失率仍較高主因定價向上，公司正透過A/B測試消費者體驗以降低流失率 FWA用戶2025淨增27.8萬(對1Q25淨增30.8萬)，總用戶達500萬，維持2028年達成8-900萬用戶目標 維持Fios(光纖)新部署於2025年達成65萬目標，Frontier收購則預計2026年初完成
T-Mobile	TMUS US	21.1	2.84	2025年調整後 EBITDA 333-337億美元	335億美元	2025 FWA淨增45.4萬用戶達730萬戶，企業FWA用戶則創下單季淨增最多紀錄 資本支出指引維持95億美元 管理層上調全年postpaid淨增用戶指引至610-640萬(前次為550-600萬)，其中postpaid phone淨增295-310萬，對比前次275-300萬區間同樣上修
AT&T	T US	30.8	0.54	2025年調整後EPS 1.97-2.07美元	2.08美元	3Q25資本支出預期50-55億美元，2025全年上調至220-225億美元 2025 FWA用戶數淨增加20.3萬(對1Q25為18.1萬)，達約100萬用戶 3Q25光纖服務淨增24.3萬用戶，管理層預期3Q25將持續向上 postpaid phone用戶新增40.1萬，優於公司預期，管理層認為關稅可能導致手機提前銷售，2H25具不確定性 公司策略仍維持光纖優先，並將透過FWA擴展光纖服務地區
Comcast	CMCSA US	30.3	1.25	未提供指引	3Q25營收306億美元 EPS 1.1美元	Connectivity & Platforms業務相關營收年增0.7%至204億美元，其中Residential Connectivity營收為178億美元，年持平，管理層表示公司正致力於應對光纖與FWA等服務競爭，除了優化寬頻服務定價外，同時也提供1年與5年不漲價以及使用Xfinity網路等方案 本季在促銷下新增37.8萬無線用戶；管理層並表示隨著客戶將訂閱費用速率網際一體化，預期寬頻業務之ARPU值成長將在短期放緩 Peacock方面，2025付費用戶在真人實境秀Love Island USA熱潮下，維持在約4,100萬，公司並宣布Peacock價格將上漲3%
Celestica	CLS US	2.89	1.39	3Q25 EPS 1.37-1.53美元	1.31美元	財報優於預期主因客戶對AI需求強勁，CCS部門占2025總營收72%，年增75%並優於公司預期之50%高成長，主要受惠於客戶積極擴展資料中心基礎建設以及 AI相關的AI應用，帶來對網路產品需求 2025 400GbE與800GbE交換器出貨占比約為50：50，管理層表示800GbE交換器正在加速發展而400GbE需求維持強勁；3大主要客戶中都有800GbE專案，2025其中1 個客戶的需求加速成長，並預期2H25客戶對800GbE交換器需求持續向上 1.6TbE交換器部分，管理層表示6月收到Tomahawk 6的樣品並展開研發，Tomahawk 6相關與1.6TbE專案，將在2H26開始小量貢獻出貨，2027年放大 關稅部分，公司表示對財務影響微乎其微，因為對等關稅的暫停以及對包括資料中心硬體在內的電子產品的豁免，使大部分產品組合不受影響 管理層上調3Q25與2025全年展望，3Q25營收28.9-31.3億美元，優於市場預期之28億美元；調整後EPS 1.37-1.53美元，優於市場預期之1.31美元。2025全年營收116億 美元，優於市場預期之110億美元；調整後EPS 5.5美元，優於市場預期之5.1美元
Coherent	COHR US	1.53	1.00	3Q25營收14.6-16億美元 EPS 0.93-1.13美元	營收15.3億美元 EPS 1.03美元	管理層表示1.6TbE光收發模組已於本季開始出貨，並預計1.6TbE產品出貨量將在2025年持續成長，並在2026年帶來更顯著的營收貢獻 公司將持續開發未來用於3.2TbE光收發模組的400G EML產品，目前與多家客戶合作CPO相關技術 800GbE光收發模組需求亦在成長，預期2025-26年需求將持續增加，400GbE光收發模組仍有部分客戶大量使用，公司預期短期內需求強勁 OC光電路交換器業務部分在本季首次取得營收，並看到ZR、2R及用於DC之超長距離產品的需求非常強勁 WP產能方面，公司表示8月將開始在德州工廠生產60TbP，並表示WP作為CW與EML關鍵技術，產能增加3倍，隨時WP進入量產，將進一步提高公司的產品競爭力 公司並表示已與Apple(美)達成一項新的多年期協議，將生產支援iPhone和iPad的新一代VCSL產品，預計營收將於2H26開始貢獻 公司公告將以4億美元出售每季貢獻約5,000萬美元營收的航太和國防產品線，並將減少約550名員工及約10個工廠；管理層表示航太與國防產品線毛利率低於公司 平均，並預期此次出售對股東而言為正面影響
Lumentum	LITE US	0.48	0.88	3Q25營收5.1-5.4億美元 EPS 0.95-1.1美元	營收5億美元 EPS 0.89美元	管理層表示公司持續受惠於強大的AI需求，訂單能见度比預期多6-9個月 用於800GbE光收發模組的100G EML出貨量持續攀升，目前產能滿載，並開始向1.6TbE光收發模組早期需求 公司認為1.6TbE接線業務將在2026年快速發展，同時將及近期取得200G EML晶片大單，預計將在12月季度完成 ZR產品主要驅動力來自電信市場，管理層預測其出貨量年增率約30%，800GbE ZR近期開始受多家超大型企業客戶用於DC的需求 公司並將持續對美國運籌進行額外投資，預期投資將有助於在2H26顯著貢獻CPO相關營收 長期目標為2026年6月季度出貨量達到每季營收總額以上，並維持毛利率40%以及20%以上營業利率率展望 WP產能部分將持續擴張並自3Q起向4Q發展，自持續布局光電路交換器相關產品
Arista	ANET US	2.2	0.73	3Q25營收22.5億美元	21.3億美元	2025營收22.1億美元，年增20.4%，優於市場預期主因所有部門強勁成長 毛利率65.6%優於市場預期主因庫存管理改善與庫存呆滯迴轉 管理層上調2025年展望，自先前的81.9億美元上調至81.5億美元，相當於年增25%，主要基於AI、雲端運算和企業領域需求，亦包含將圓圈收入上調至7.5-8億美元， 以及包括收購VeloCloud後的最低預期收入 管理層本次除上調2025年展望外，也將原2028年實現100億美元營收的目標提前至2026年，並預期未來將維持約15%(mid-teens)長期營收成長 目前在討論的企業及許多雲端新案(neodoud)客戶數量已經自1Q25的15家增加到25-30家，維持2025年15億美元A相關營收目標 管理層看好其scale up後端網路需求，認為以連接埠(port)及單位來說，scale up約為scale out的8-10倍，但由於功能較複雜，因此價格也較為低廉 持續樂觀看待包括UAI連接可助GPU互連以及InfiniBand未來將逐漸轉至Ethernet之看法
Cisco	CSCO US	14.7	0.99	3Q25營收146.5-148.5億美元 EPS 0.97-0.99美元	營收146億美元 EPS 0.97美元	毛利率為68.4%位於公司指引之67.5-68.5%區間上緣，主因生產效率提升 管理層表示大部分產品組合均較去年年增，其中網路基礎設施和企業路由業務為雙位數百分比成長，交換器業務亦維持成長，但伺服器業務下滑，因此有部份 抵消 本季A相關訂單超過8億美元，使2025財年A相關總訂單超過20億美元，為2024財年時設定10億美元目標的2倍以上 A相關訂單的產品組合中超過3分之2為系統產品，其餘為光學產品 管理層表示過去6個月內並未見到客戶因關稅而延遲採購的狀況 預期AI發展將逐漸從雲端轉移至企業，未來企業需求將持續增加，在產品銷售增加後，服務相關營收也將對應上升 在網通部分，與幾個主權國家的合作仍在規劃階段，預期未來取得GPU授權後相關營收將逐漸發生
APPLIED OPTOELECTR	AAOI US ONICS	0.1	-0.16	3Q25營收1.15-1.27億美元 LPS 0.1-LPS 0.03美元	營收1.19億美元 LPS 0.01美元	管理層表示1Q25部分獲利低於預期，主因營運費用比預期來的低，費用多數用於對800G和1.6TbE發射器新客戶認證工作 100GbE產品需求意外顯著增加，公司認為可能與關鍵客戶有關，目前在滿足客戶需求上仍受原料供應限制，目前為2025持續改善，3Q25完全恢復供應 2025為高產單機400G資料中心發射器首次大量出貨，客戶是近期簽約的超大型客戶 2025營收組成中44%來自資料中心產品，其中資料中心70%來自100G產品，20%來自200G和400G產品，9%來自10G和40G產品 2025 CATV營收有線電視收入5,600萬美元，年增接近700%，但季減約13%，主要受惠於1.8GHz放大器產品訂單持續增長並進行產品轉換，除Charter外，還有6家MSO 客戶已開始訂購，2026年CATV相關營收預計落在3-3.5億美元區間 公司維持2H25產能800GbE光收發模組之預期，並表示受限制於建和驗證產能進度；德州產能擴張如期，目標每月4萬顆產能，佔未來800GbE光收發模組 產能的約40% 客戶接單1.6TbE產品在2026年6-7月開始生產，持續擴大產能，預期6月高功率雷射產能將提高至每月250顆 獲利結構上，收發器目前毛利率低於30%、中端接近40%、1.6TbE毛利率應在40%以上，800G則應接近40%，並預期有線電視毛利率逐漸提高並超過40%，預 期2026年底毛利率目標為35-40%，長期目標為40%以上

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



Lumentum

(LITE.US/LITE US)



增加持股 · 首次評等

收盤價 August 15 (US\$)	115.9
3 個月目標價 (US\$)	118.6
12 個月目標價 (US\$)	127.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 (%)	N/A
上漲空間 (%)	9.6

焦點內容

1. 光通訊領導廠商。
2. 受惠 AI 強勁需求。
3. 持續擴產，獲利能力向上。

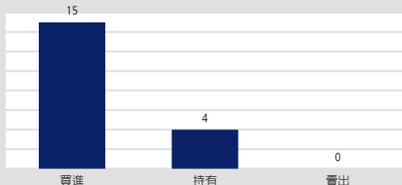
交易資料表

市值：(US\$bn)	8.0
流通在外股數 (百萬股)：	69
機構持有比例 (百分比)：	130.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.3
52 週股價 (低 \ 高)(NT\$)：	45.7-130

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	48.6	44.4	122.9
相對表現 (%)	40.4	39.2	106.8

市場綜合評等

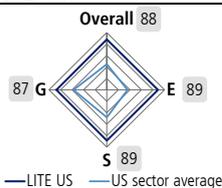
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	83	136	165
潛在報酬 (%)	(28.4)	17.7	42.4

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

持續引領光通訊產業發展

重要訊息

我們首次評等 Lumentum (LITE US)。看好其受惠於 AI 發展帶來的強大光通訊需求，而公司深耕雷射領域，EML 及矽光相關之雷射規格提升與未來 CPO 發展亦將有利於公司。

評論及分析

光通訊領導廠商。Lumentum 作為光通訊領導廠商，產品種類眾多，其產品應用領域包括資料中心、電信、工業、車用等，其中雷射為其強項，產品線包括工業用的 VCSEL、資料中心用的 CW-Laser 與 EML 等雷射與放大器、而除了零組件之外，公司也有提供完整的收發器解決方案，可應對資料中心大量資料吞吐量 and 低延遲等要求。而公司總部位於加州聖荷西，並於全球設有研發、製造和銷售據點。

受惠 AI 強勁需求。我們看好 Lumentum 的 Cloud & Networking 產品線(佔 4Q25 財年 88% 營收佔比，財年止於 6 月)顯著受惠於 AI 發展帶來的強勁光通訊產品需求，包括既有 100G EML 與下一代之 200G EML 及 CW-Laser 等。由於目前產能供不應求，公司自合作夥伴購買 CW-Laser，以保障 EML 產能。並預期隨電信前景改善及數據通訊雷射出貨量增加，將驅動其毛利率持續向上。

持續擴產，獲利能力向上。公司持續擴大產能以因應未來包括 CW-Laser 以及 100/200G EML 之強勁需求，並增加磷化銻晶圓生產的設備產能，且自 3 吋朝向 4 吋發展以支援 EML 晶片製造。我們看好 Lumentum 受惠 800GbE 與 1.6TbE 之光收發模組需求強勁，而光迴路交換器(OCS, optical circuit switches)客戶需求將持續增加，CPO 產品則於 2H26 後開始貢獻營收。

投資建議

我們首評並給予「增加持股」評等，目標價 127 美元，以 20 倍本益比，2027 財年(財年止於 6 月)預估每股盈餘 6.35 美元換算得出。

投資風險

零組件供給短缺；AI 資料中心需求不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	1,767	1,359	1,645	2,300	2,724
營業毛利 (US\$百萬)	763	449	571	893	1,102
營業利益 (US\$百萬)	339	38	160	426	580
EBITDA (US\$百萬)	432	141	264	580	766
稅後淨利 (US\$百萬)	315	69	146	367	496
每股盈餘 (US\$)	4.56	1.01	2.06	4.86	6.35
營業收入成長率 (%)	3.2	(23.1)	21.0	39.8	18.4
每股盈餘成長率 (%)	(24.6)	(77.9)	104.0	135.7	30.8
毛利率 (%)	43.2	33.0	34.7	38.8	40.5
營業利益率 (%)	19.2	2.8	9.7	18.5	21.3
EBITDA margin (%)	24.4	10.3	21.5	25.2	28.1
淨負債比率 (%)	35.9	129.4	148.5	101.6	60.2
股東權益報酬率 (%)	23.3	5.8	12.9	27.1	26.0

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於六月

圖 1：4Q25 財年與 1Q26 財年公司財測暨市場共識比較

US \$mn	4Q25							1Q26F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Midpoint)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	481	468	2.7	13.1	55.9	455	5.6	525	499	5.3	9.2	55.8
Cloud & Networking	424	416	2.0	16.1	66.5				440			
Industrial Tech	57	52	8.2	(5.7)	5.6				59			
Gross profits	182	170	7.0	21.4	83.0				180			
Total expenses	109	104	5.5	5.6	9.3				106			
Operating income	72	66	9.4	56.8	-				75			
EBITDA	99	100	(0.9)	39.0	281.1				105			
Pretax income	76	70	8.3	54.7	1,547.8				78			
Net income	63	58	9.0	54.8	1,482.5				65			
EPS (US\$)	0.88	0.80	10.0	54.4	1,366.7	0.75	17.3	1.03	0.89	15.7	17.0	472
Gross margin (%)	37.8	36.3	1.5 ppts	2.6 ppts	5.6 ppts				36.2			
OP margin (%)	15.0	14.1	0.9 ppts	4.2 ppts	15.3 ppts	13.5	1.5 ppts	16.8	15.0	2.5 ppts	2.5 ppts	14.5 ppts
EBITDA margin (%)	20.5	21.3	(0.7)ppts	3.8 ppts	12.1 ppts				21.0			
Net margin (%)	13.2	12.4	0.8 ppts	3.5 ppts	11.9 ppts				13.0			

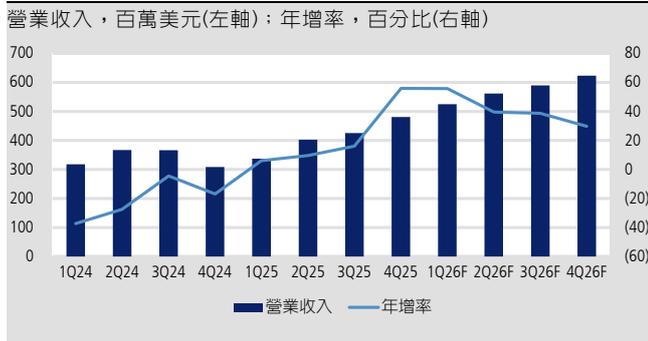
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於六月

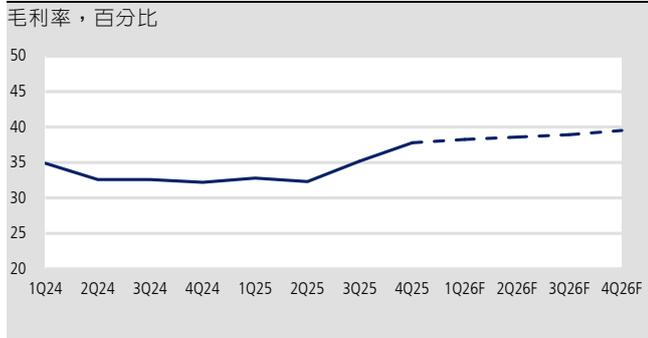
圖 2：公司概況

Lumentum 於 2015 年由 JDS Uniphase Corporation 分拆後獨立上市，總部位於美國加州，並於全球設有研發、製造和銷售辦事處。其光學元件和子系統幾乎涵蓋所有類型電信、企業和資料中心網路相關場景。商用雷射亦支援先進製造技術和多樣化應用，包括下一代成像和感測功能。4Q25 財年(財年止於 6 月)產品組合為 Cloud & Networking 佔比 88%，Industrial Tech 佔比 12%。

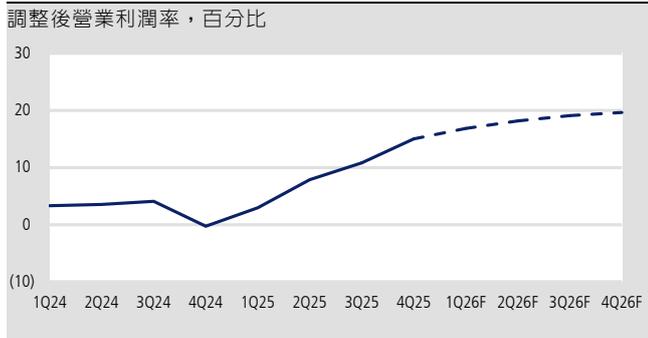
資料來源：公司資料，凱基

圖 4：季營業收入與年增率


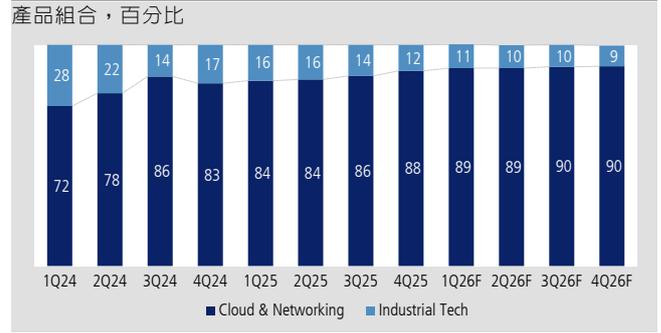
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 6：毛利率


資料來源：Bloomberg，凱基

圖 8：營業利潤率


資料來源：Bloomberg，凱基

圖 3：1Q24-4Q26 年產品組合


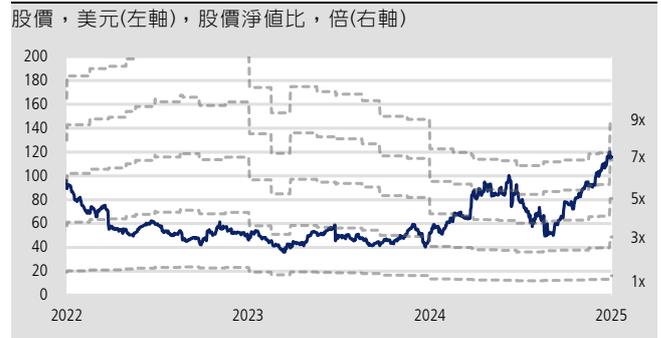
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 5：每股盈餘與年增率


資料來源：Bloomberg，凱基

圖 7：未來一年預估本益比區間

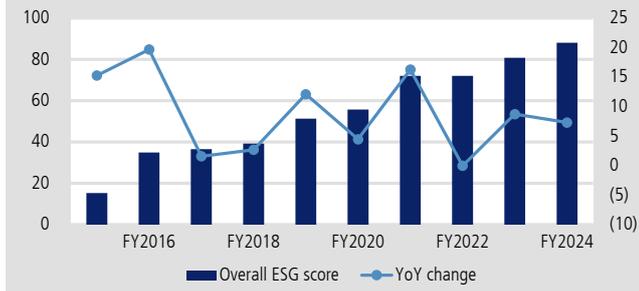

資料來源：Bloomberg，凱基

圖 9：未來一年預估股價淨值比區間


資料來源：Bloomberg，凱基

圖 10：ESG 整體分數

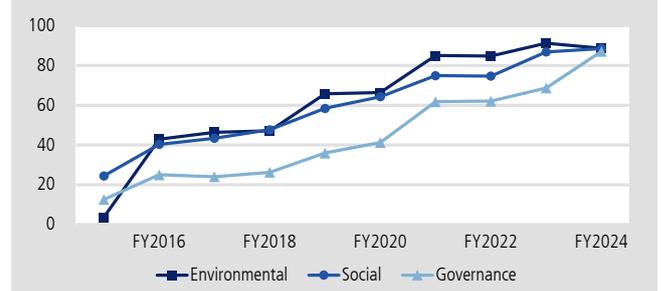
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 11：ESG 各項分數

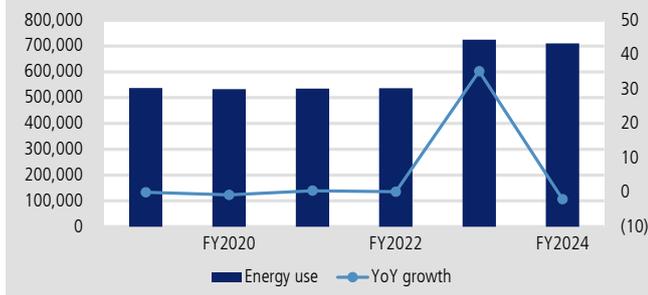
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：能源消耗

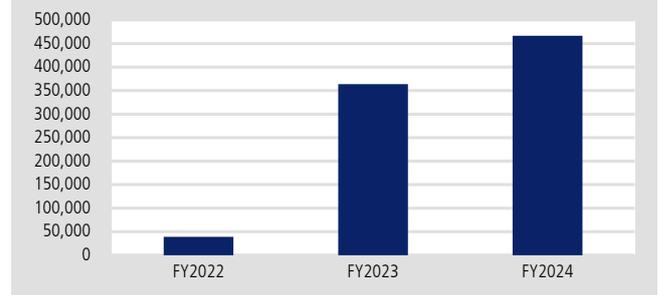
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：再生能源使用

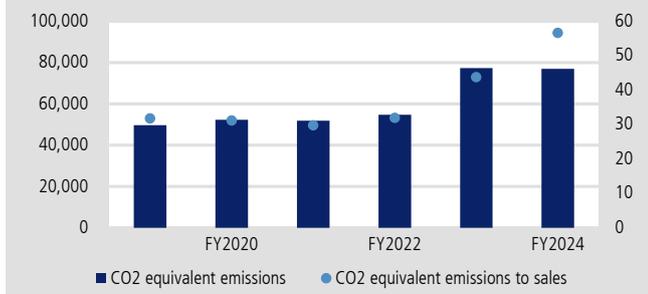
再生能源使用，十億焦耳



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排放量

約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量

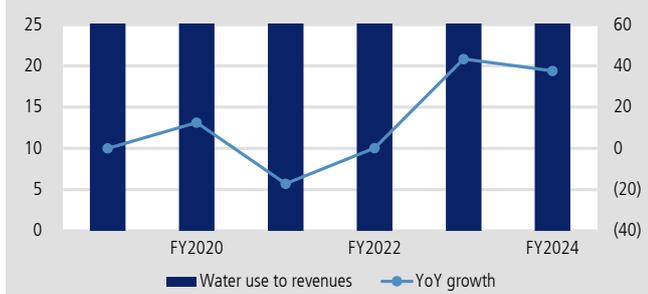
廢棄物總量，噸(左軸)：廢棄物回收比例，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：耗水量

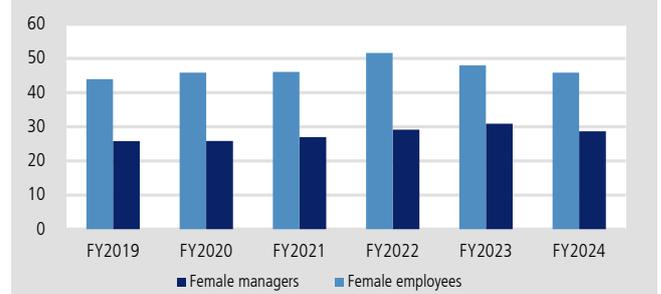
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：性別多樣性

女性主管與女性員工比例，百分比



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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 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，凱基



Coherent

(COHR.US/COHR US)



增加持股 · 首次評等

收盤價 August 15 (US\$)	93.4
3 個月目標價 (US\$)	97.6
12 個月目標價 (US\$)	110.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 (%)	N/A
上漲空間 (%)	17.8

焦點內容

1. 持續受惠 AI 產業發展。
2. 工業產品線客戶需求穩固。
3. 獲利能力逐漸向上。

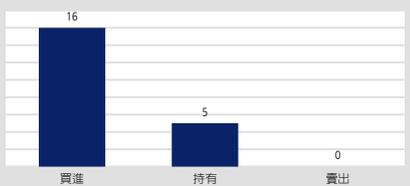
交易資料表

市值 : (US\$bn)	14.6
流通在外股數 (百萬股) :	156
機構持有比例 (百分比) :	101.5
3M 平均成交量 (百萬股) :	3.5
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$) :	45.6-123.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	18.8	5.3	21.9
相對表現 (%)	10.6	0.1	5.8

市場綜合評等

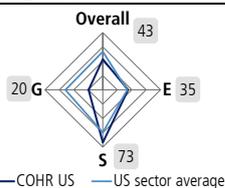
機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	64	110	135
潛在報酬 (%)	(31.5)	18.2	44.5

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv

需求強勁，優化獲利

重要訊息

我們首次評等 Coherent (COHR US)。Coherent 的產品線應用多元，包括工業、通訊、電子和儀器儀表市場等，在全球擁有研發、製造、銷售、服務和分銷機構。我們看好其業務 2025-26 年受惠 AI 產業發展。

評論及分析

持續受惠 AI 產業發展。我們看好 Coherent 之資料中心與通訊產品線 (Datacenter & Comms, 依據 2026 財年重新分類) 於 2025-26 年將持續受惠 AI 產業發展, 其中包括(1)用於資料中心互連的 400GbE 與 800GbE 的 ZR/ZR+ 將逐漸放量; (2) 1.6TbE 光收發模組產品將於 2025 年數量穩定增加, 並於 2026 年顯著成長, 而公司持續研發包括 CW-Laser、200/400Gbps SerDes 及 CPO 等相關產品。我們看好 Coherent 技術領先將有助於驅動其市場份額提升, 並帶動 Networking 產品線於 2025-26 年顯著成長。

工業產品線客戶需求穩固。Coherent 的工業產品線 (Industry) 於 2023 與 2024 財年 (財年止於 6 月) 佔比分別為 28 與 32%, 應用上除了資料中心與電信市場相關外, 也包含工業用雷射與部分材料 (Material) 業務, 應用則涵蓋雷射切割、鑽孔、雕刻、焊接、亦有包括可用於機器視覺用的 3D 雷射掃描等相關技術。2H24 起電信市場相關客戶開始去化庫存, 我們認為 2025 年庫存將去化完畢並開始回復成長, 而工業產品則需求穩固。

獲利能力逐漸向上。除了營收將受惠 AI 需求爆發的產業趨勢而持續成長外, Coherent 本身也致力於改善獲利能力, 公司過去 2 年持續降低製造成本並提高產量, 以提升毛利率, 同時也優化定價, 並持續減少毛利率較低的產品線以改善獲利。近期亦以 4 億美元出售每季貢獻約 5,000 萬美元營收的航太和國防 (Aerospace and Defense) 產品線。目標為將 35-40% 的毛利率提高到 40% 以上。而在營業費用部分則持續嚴格管制, 目標將占營收比重自目前的 20% 以上降至約 18%。

投資建議

我們首評並給予「增加持股」評等, 目標價 110 美元, 以 20 倍本益比與 2027 財年 (財年止於 6 月) 預估每股盈餘 5.53 美元換算得出。

投資風險

零組件供給短缺; AI 資料中心需求不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	5,160	4,708	5,810	6,305	6,825
營業毛利 (US\$百萬)	1,984	1,695	2,202	2,446	2,785
營業利益 (US\$百萬)	967	710	1,037	1,220	1,420
EBITDA (US\$百萬)	1,239	1,001	1,365	1,510	1,924
稅後淨利 (US\$百萬)	567	710	693	845	1,071
每股盈餘 (US\$)	3.00	1.67	3.53	4.51	5.53
營業收入成長率 (%)	55.6	(8.8)	23.4	8.5	8.3
每股盈餘成長率 (%)	(19.4)	(44.3)	111.4	27.8	22.6
毛利率 (%)	38.4	36.0	37.9	38.8	40.8
營業利益率 (%)	18.7	15.1	17.8	19.4	20.8
EBITDA margin (%)	24.0	21.3	25.0	23.9	28.2
淨負債比率 (%)	47.1	20.2	31.9	18.3	10.4
股東權益報酬率 (%)	7.8	7.9	8.5	9.2	10.5

資料來源: 公司資料, Bloomberg, 凱基

備註: 財年止於六月

圖 1：4Q25 財年與 1Q26 財年公司財測暨市場共識比較

US \$mn	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Midpoint)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,529	1,512	1.1	2.1	16.3	1,500	2	1,530	1,539	(0.6)	0.1	13.5
Networking	945	931	1.5	5.3	63.0				964			
Materials	236	235	0.7	(0.2)	(15.4)				237			
Lasers	348	361	(3.7)	(4.4)	(23.6)				363			
Gross profits	583	576	1.1	1.0	19.1				591			
Total expenses	308	300	2.5	3.3	15.7				417			
Operating income	275	277	(0.5)	(1.4)	23.2				174			
EBITDA	410	350	17.0	19.9	36.8				355			
Pretax income	245	233	5.3	4.0	41.8				245			
Net income	192	166	15.9	8.5	51.7				194			
EPS (US\$)	1.00	0.92	8.7	9.9	63.9	0.91	9.9	1.03	1.03	-	3.0	39.2
Gross margin (%)	38.1	38.1	(0.0)ppts	(0.4)ppts	0.9 ppts	38.0	0.1 ppts	38.5	38.4	0.1 ppts	0.4 ppts	0.8 ppts
OP margin (%)	18.0	18.3	(0.3)ppts	(0.6)ppts	1.0 ppts				11.3			
EBITDA margin (%)	26.8	23.2	3.6 ppts	4.0 ppts	4.0 ppts				23.1			
Net margin (%)	12.6	11.0	1.6 ppts	0.7 ppts	2.9 ppts				12.6			

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

備註：財年止於六月

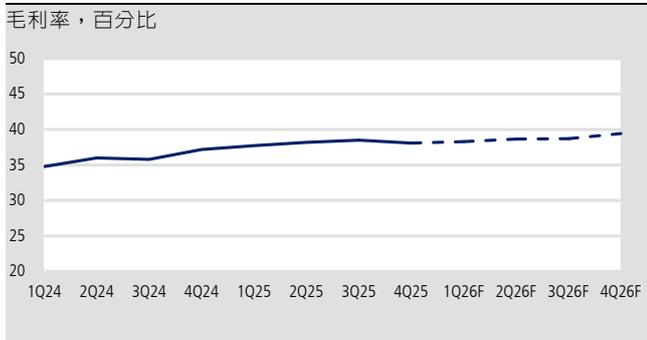
圖 2：公司概況

Coherent Corp 原名 II-VI Incorporated，成立於 1971 年，總部位於美國賓州，於 2022 年收購 Coherent 公司後改名。Coherent 為光電與光子技術領先企業，在工業，光通訊，軍事，生命科學，半導體設備和消費市場等多種應用場景皆有著墨。Coherent 為少數具備矽光、EML、相干收發模組與光放大器等完整產品線之廠商。4Q25 財年(財年止於 6 月)產品組合為 Networking 62%、Lasers 23%以及 Materials 15%。

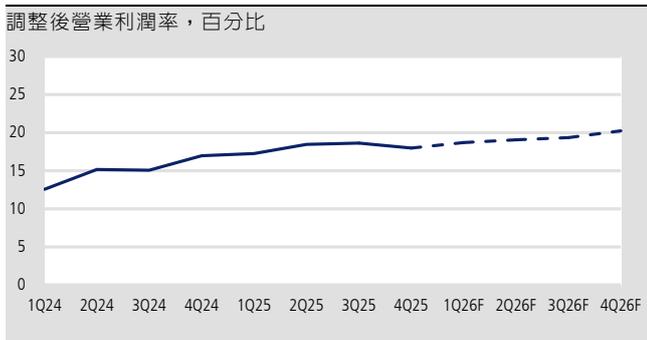
資料來源：公司資料，凱基

圖 4：季營業收入與年增率

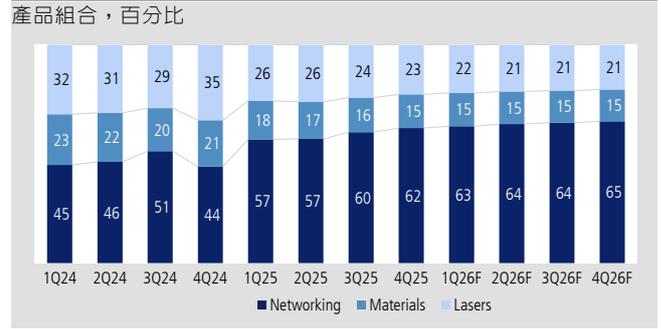

資料來源：Bloomberg，凱基

圖 6：毛利率


資料來源：Bloomberg，凱基

圖 8：營業利潤率


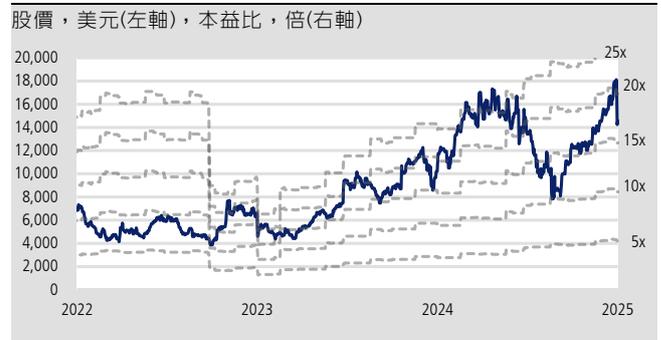
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 3：1Q24-4Q26 年產品組合


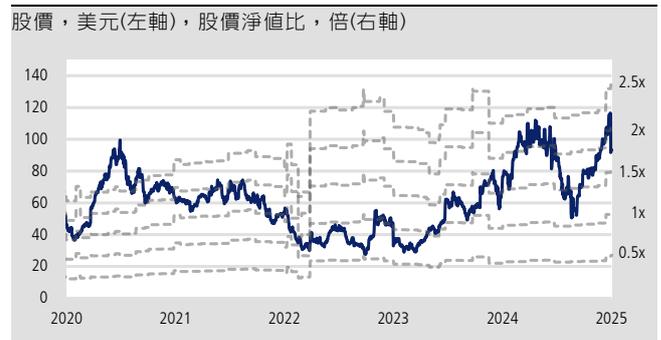
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 5：每股盈餘與年增率

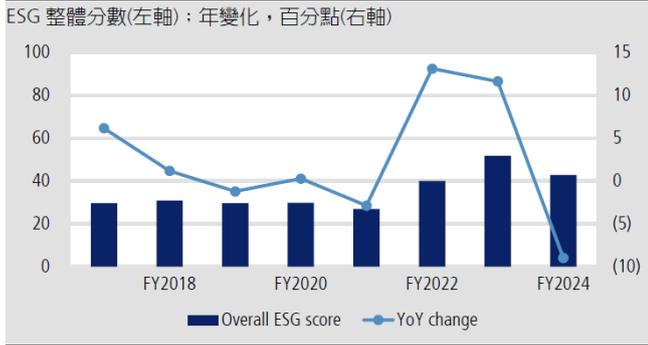

資料來源：Bloomberg，凱基

圖 7：未來一年預估本益比區間


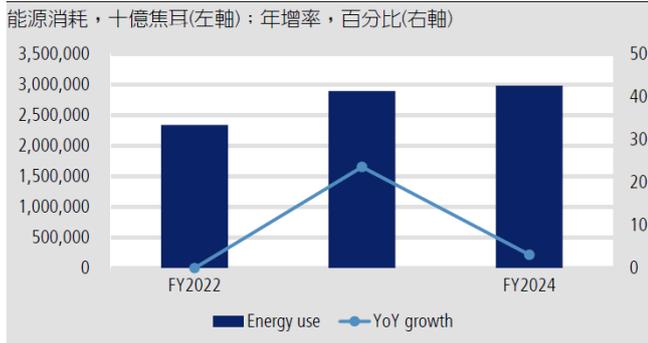
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 9：未來一年預估股價淨值比區間


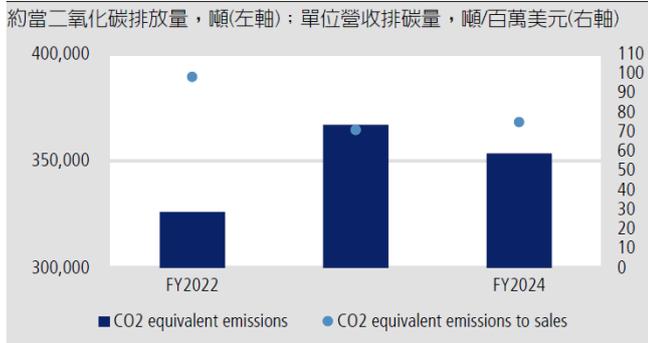
資料來源：Bloomberg，凱基

圖 10：ESG 整體分數


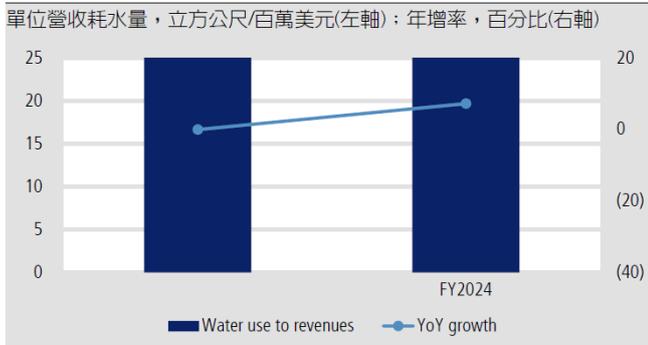
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：能源消耗


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排量


資料來源：Refinitiv，公司資料

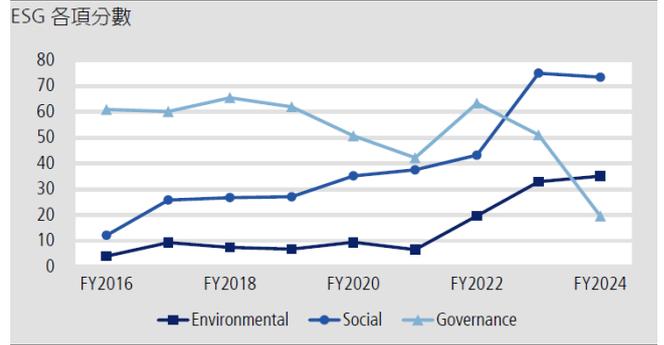
圖 16：耗水量


資料來源：Refinitiv，公司資料

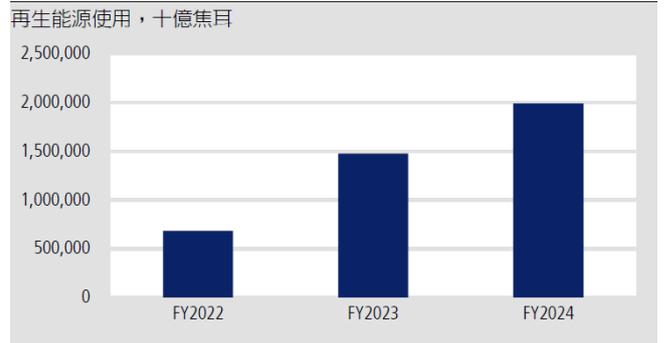
上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及/或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及/或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

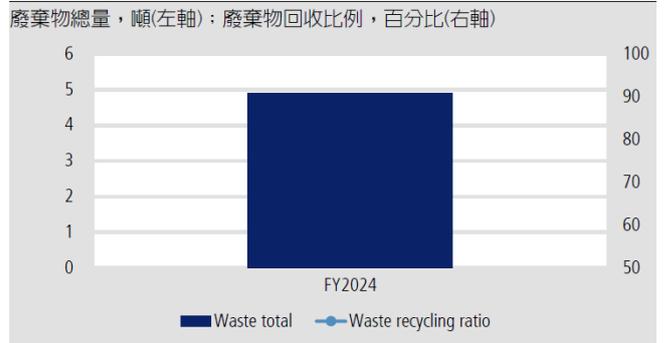
部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提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。

圖 11：ESG 各項分數


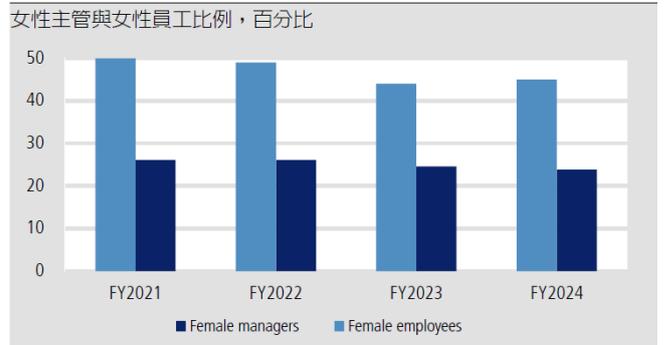
資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：再生能源使用


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：廢棄物總量


資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：性別多樣性


資料來源：Refinitiv，公司資料