

台灣：通信設備

2023 年 4 月 25 日

智易(3596 TT)

Arcadyan

持有-超越同業(調降評等)

目標價(12 個月)

NT\$106.0

隱含漲/跌幅

6.0%

前次目標價

NT\$115.0

收盤價(2023/04/25)

NT\$100.0

營收組成(4Q22)：Mobility 33%、Smart Home 30%、Broadband 37%。

52 週股價(高/低)：NT\$135.5/83.2



市值	NT\$	22,040 百萬元
三個月平均日成交值	NT\$	123 百萬元
自由流通股數比例		56.4%
外資持股比率		21.3%
董監事持股比率		18.8%
調整後每股淨值(2023F)	NT\$	74.33
股價淨值比(2023F)		1.4 倍
負債比		65.2%
ESG 評級(Sustainalytics)	中(曝險程度共 5 級)	

簡明損益表(NT\$百萬元)

年初至 12 月	2021A	2022A	2023F	2024F
營業收入	38,240	47,168	49,591	51,842
營業利益	2,199	2,200	2,376	2,562
稅後純益	1,788	2,013	2,021	2,139
調整後 EPS(元)	8.60	9.20	9.24	9.78
稀釋後 EPS(元)	8.16	9.19	9.24	9.78
營收 YoY(%)	13.3	23.4	5.1	4.5
營業利益 YoY(%)	-3.7	0.0	8.0	7.8
調整後 EPS YoY(%)	2.9	7.0	0.4	5.8
毛利率	13.9	14.0	14.0	14.1
營業利益率	5.8	4.7	4.8	4.9
本益比(倍)	11.6	10.9	10.8	10.2
股價淨值比(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2
ROE(%)	13.7	14.3	12.4	11.4
現金殖利率(%)	6.7	6.5	6.8	7.3
現金股利(元)	6.7	6.5	6.8	7.3

黃政維

vincent.cw.huang@yuanta.com

洪肇偉

Michael.JW.Hung@yuanta.com

內憂外患，成長備受挑戰

- ▶ 供應鏈恢復正常，遞延訂單不再，加上終端客戶需求下滑，導致智易 1Q23 營收季減 17%，而逐季表現將回歸季節性變化。
- ▶ Sub-6G FWA CPE 進入門檻低，在供應鏈恢復正常下，客戶採購策略將可能改為價格取向，智易恐面臨同業搶單競爭。
- ▶ 基於終端需求下滑以及產品競爭力受到威脅，故調降評等至持有，目標價係根據 2H23-1H24 EPS 9.61 元、11 倍本益比推得。

遞延訂單不再，季節性因素導致 1Q23 營收季減 17%

1Q23 營收為 110 億元，季減 17%、年增 7%，主係因 1) 供應鏈恢復正常，訂單滿足率已提高至九成以上，遞延訂單貢獻逐漸消失；2) 終端客戶上半年需求不佳，營收動能也回到過往具季節性變化；毛利率將因為工廠稼動率下滑，預估將季減 0.3 ppt 至 13.9%；費用部分考量 1Q23 沒有 4Q22 員工分紅及空運轉為海運比例持續增加下，將減少近兩億元，預估 EPS 為 1.86 元，季減 35%、年增 3%。

5G FWA 恐受競爭對手搶單，成長性將趨緩

智易 Mobility 產品線營收佔比由 2021 年的 8%成長至 2022 年的 37%，成長幅度為各產品線之最，該客戶主要以 Sub-6G 頻段擴張其 5G 覆蓋率，雖然該客戶的 5G 覆蓋率及 5G FWA 用戶數皆為全美龍頭，但因為 Sub-6G 技術門檻低，使得此類 5G FWA CPE 開始進入削價競爭的態勢，本中心認為該狀況將對智易毛利率產生壓力，甚而面臨被搶單狀況。Broadband 及 Smart Home 產品因主晶片廠商於 3Q22 將製程由 28 奈米改為 16 奈米並開始交貨，營收才逐步回溫，預期 2023 年在亞洲新興國家政策推動下，Broadband 營收成長率將會最大，預估 2023 年產品組合為：Broadband 30%、Mobility 37%、Smart Home 33%，成長性排序為 Broadband > Mobility > Smart Home。

調降智易投資評等至持有，目標價由 115 元下修至 106 元

本中心考量 Sub-6G FWA CPE 進入門檻低，智易於北美市場的 5G FWA CPE 產品將受到同業削價競爭威脅，加上客戶端一改去年積極補足庫存使用空運的模式，4Q22 開始改成運輸時間為期一到三個月的大海運，說明客戶庫存已高且終端需求下滑，故本中心調降智易投資評等至持有，並將 2023/2024 年獲利預估分別由 9.63 元/10.27 元下修至 9.24 元/9.78 元，分別下修 4%/5%。參考過往五年智易處於獲利上升循環時的本益比區間為 7-14 倍，本中心給予區間中值 11 倍，並以 2H23-1H24 EPS 做為評價基礎，目標價為 106 元。

營運分析

4Q22 EPS 為 2.86 元，符合預期

智易 4Q22 營收 132 億元，季增 3%、年增 38%，續創歷史新高，營收達成率 99%，符合本中心預期，主因料況緩解，訂單滿足率持續上升所致；毛利率 14.2%，季增 0.1 ppt、年增 0.2 ppt，雖然受到台幣升值等匯率負面因素干擾，但公司營運規模增加得以抵銷該影響；研發費用因投入新產品研發及增聘人員而上升 1.2 億元，銷售費用則因運輸由過去空運逐步改為海運而下降 1 億元，使營業利益率達 4.7%，EPS 為 2.86 元，季增 10%、年增 28%，符合本中心預期。

圖 1：2022 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q21A	3Q22A	4Q22A	季增率	年增率	4Q22		預估差異	
						元大預估	市場預估	元大	市場
營業收入	9,586	12,784	13,196	3%	38%	13,271	11,912	-1%	11%
營業毛利	1,341	1,799	1,869	4%	39%	1,849	1,677	1%	11%
營業利益	568	593	623	5%	10%	708	587	-12%	6%
稅前利益	611	713	712	0%	17%	727	592	-2%	20%
稅後淨利	465	571	625	10%	34%	623	465	0%	34%
調整後 EPS(元)	2.24	2.60	2.86	10%	28%	2.85	2.13	0%	34%
重要比率 (%)				百分點	百分點			百分點	百分點
營業毛利率	14.0%	14.1%	14.2%	0.1	0.2	13.9%	14.1%	0.2	0.1
營業利益率	5.9%	4.6%	4.7%	0.1	-1.2	5.3%	4.9%	-0.6	-0.2
稅後純益率	4.9%	4.5%	4.7%	0.3	-0.1	4.7%	3.9%	0.0	0.8

資料來源：公司資料、元大投顧預估、Bloomberg、CMoney

遞延訂單不再，季節性因素導致 1Q23 營收季減 17%

智易 1Q23 營收為 110 億元，季減 17%、年增 7%，主係因供應鏈逐漸恢復正常，訂單滿足率已提高至九成以上，遞延訂單貢獻逐漸消失，營收動能也回到過往具季節性變化，且智易近年著重發展北美市場，2022 年北美地區營收貢獻已達 39% (歐洲 39%、亞洲 22%)。而北美地區旺季主要在第三季，第一季毛利率將因為工廠稼動率下滑，預估將季減 0.3 ppt 至 13.9%；費用部分考量 1Q23 沒有 4Q22 員工分紅及空運轉為海運比例持續增加下，將減少近兩億元，預估 EPS 為 1.86 元，季減 35%、年增 3%。

圖 2：季度財報與預估差異

百萬元	1Q23F		2Q23F		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	1Q23	2Q23
營業收入	11,021	11,926	12,245	12,279	-8%	0%
營業毛利	1,536	1,645	1,719	1,704	-7%	1%
營業利益	467	512	544	550	-9%	-1%
稅前利益	502	522	572	560	-4%	2%
稅後淨利	406	425	464	456	-4%	2%
調整後 EPS (元)	1.86	1.94	2.12	2.08	-4%	2%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	13.93%	13.79%	14.04%	13.88%	0.1	0.2
營業利益率	4.23%	4.29%	4.44%	4.48%	-0.1	0.0
稅後純益率	3.69%	3.56%	3.79%	3.71%	0.1	0.1

資料來源：公司資料、元大投顧預估

5G FWA 恐受競爭對手搶單，成長性將趨緩

智易 2022 年產品組合為：Broadband 28%、Mobility 37%、Smart Home 35%，近年智易積極進攻北美市場，並成功打進北美三大電信商之一的 5G FWA 供應鏈，使其以 FWA CPE 為主要產品的 Mobility 產品線營收佔比由 2021 年的 8% 成長至 2022 年的 37%，成長幅度為各產品線之最，該客戶主要以 Sub-6G 頻段擴張其 5G 覆蓋率，雖然該客戶的 5G 覆蓋率及 5G FWA 用戶數皆為全美龍頭，但因為 Sub-6G 技術門檻低，使得此類 5G FWA CPE 開始進入削價競爭的態勢，本中心認為該狀況將對智易毛利率產生壓力，甚而面臨被搶單狀況。

Broadband 及 Smart Home 產品 1H22 因面臨主晶片缺料，1H22 營收都呈現雙位數的年衰退，3Q22 主晶片廠商將製程由 28 奈米改為 16 奈米並開始量產，營收才開始逐步回溫，預期 2023 年在亞洲新興國家政策推動下，Broadband 營收成長率將會最大，預估 2023 年產品組合為：Broadband 30%、Mobility 37%、Smart Home 33%；成長性排序為 Broadband > Mobility > Smart Home；毛利率排序則為 Broadband > Smart Home > Mobility。

本中心認為在 2022 年最大成長動能 Mobility 業務將於 2023 年趨緩，加上客戶運輸模式開始由空運轉成運輸時間需一到三個月的海運，隱含客戶需求不若 2022 年強勁，庫存也開始堆高，因此將智易 2023 年營收預估由 503 億元下修 1% 至 496 億元，年增 5%；EPS 由 9.63 元下修 4% 至 9.24 元，年增 0.4%。

圖 3：台系主要網通廠 5G FWA CPE 比較

	智易 (3596 TT)	中磊 (5388 TT)	啟碁 (6285 TT)
預估 2023 年市占率	15-20%	6-10%	6-10%
預估 2023 年營收占比	25-30%	5-7%	8-10%
主要客戶群	北美三大電信商	北美三大電信商	北美三大電信商
mmWave 比重	<5%	<5%	50-60%

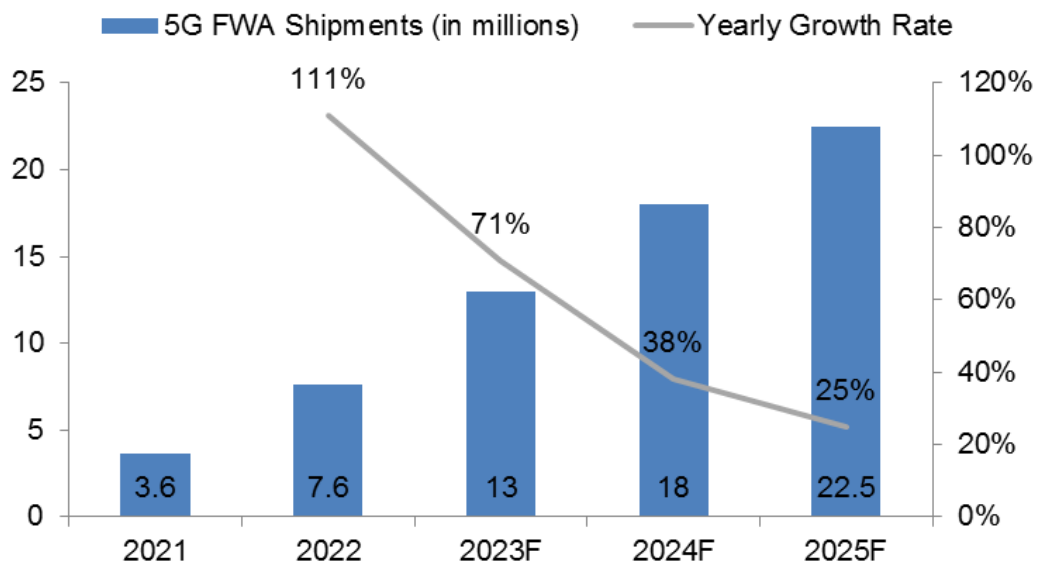
資料來源：公司資料、元大投顧預估整理

產業概況

5G FWA-電信商搶攻家用寬頻市場武器，2019-2025 年 CAGR 達 57%

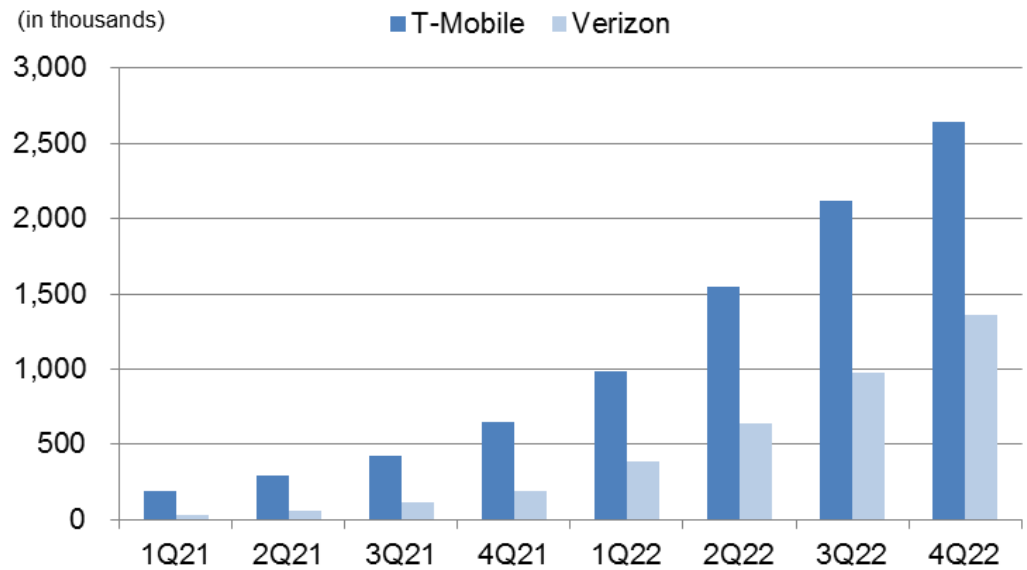
5G FWA CPE 因其布建成本低、安裝方便以及提供服務的基地台覆蓋範圍較大等優勢，讓許多政府開始採用 FWA 作為偏鄉地區的寬頻網路替代方案，且同時提出各項寬頻基礎建設的補助與政策以彌平城鄉數位差距及增加國家競爭力。目前不論是從 5G FWA 訂閱數或是出貨量來看，北美市場皆占 50%以上，其中進度最快的當屬美國的電信營運商，5G FWA 提供了他們在行動通訊市場外，搶攻家用寬頻網路市場的利器。以目前領先的 T-Mobile 為例，最新公告的 4Q22 5G FWA 用戶數已達 264.6 萬，優於本中心先前預估 2022 年底將達 250 萬，Verizon 也符合預期，突破 80 萬。根據 TrendForce 研究顯示 2022 年 5G FWA 設備出貨量達 760 萬台，年增 111%；2023 年 5G FWA 設備出貨量預估為 1,300 萬台，2019-2025 年 CAGR 達 57%，至 2025 年止，市場規模將達 40 億美元。

圖 4：2021-2025 年 5G FWA CPE CAGR 達 58.1%



資料來源：TrendForce、元大投顧整理

圖 5：Verizon、T-Mobile 5G FWA 用戶數攀升



資料來源：T-Mobile、Verizon、元大投顧整理

無線通訊需求提升，加速 Wi-Fi 產品升級，帶動 RFFE 市場規模放大

2020 年受 Covid-19 疫情影響，遠距作業帶動聯網需求，其中就包含了 Wi-Fi 需求提升，進而促使升級加速，以滿足遠端視訊的需求。Wi-Fi 5 最高能提供 3.5 Gbps；Wi-Fi 6 重新導入 2.4 GHz 頻段，以及升級到正交頻分多工，最大輸送量達 9.6 Gbps。隨著 5G 的發展，Wi-Fi 6/6E 技術也成為聯網的主流規格，加上遠距工作的推波助瀾，手機、筆電、平板、寬頻終端產品出現換機潮，2021 年 Wi-Fi 6 占整體 Wi-Fi 晶片出貨滲透率將超越 50%，且根據 Strategy Analytics 資料，Wi-Fi 6 產品出貨量 2020-2024 年 CAGR 高達 57.8%，滲透率最終可上升至 2024 年之 81.4% (圖 5)，長期成長趨勢明確。

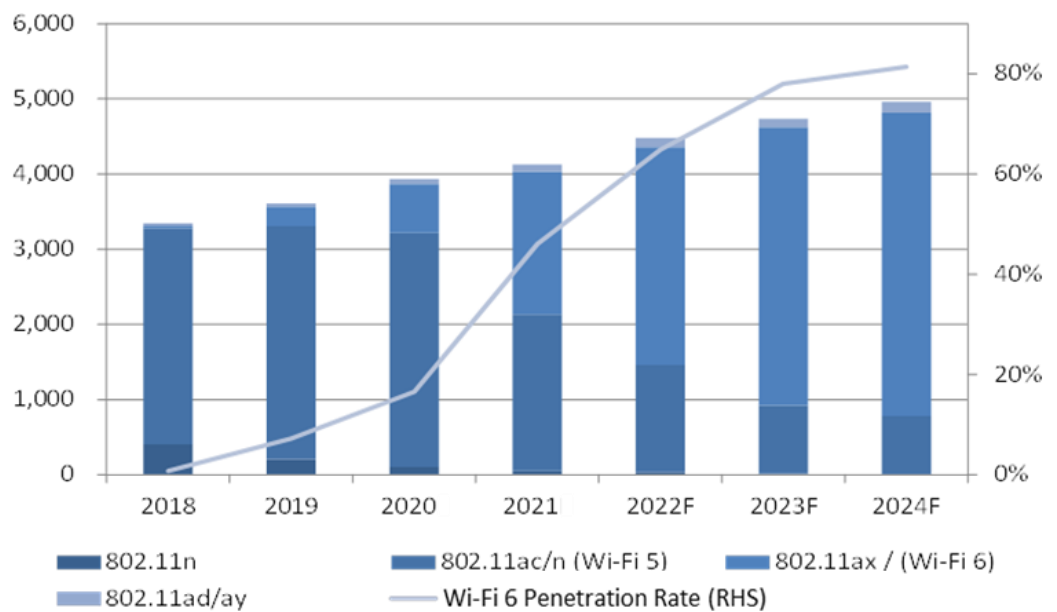
TP Link 於 2022 年 11 月發表全球首款 Wi-Fi 7 路由器，雖然認為該產品單價較高，且短期內一般消費市場需用到 46 Gbps 傳輸量的機會並不高，因此認為此舉主要還是宣示意味較大，但卻也代表著包含 Wi-Fi 晶片廠、網通品牌廠都正磨刀霍霍朝下一代 Wi-Fi 技術發展。預計最快將於 4Q23 小批量產，正式起量時間需到 2024 年。

圖 6：Wi-Fi 規格演進表

傳輸規格	Wi-Fi 5 (11 ac)	Wi-Fi 6 (11 ax)	Wi-Fi 7 (11 be)
發佈時間	2014 年	2019 年	2024 年(預計)
最高傳輸速率	3.5Gbps	9.6Gbps	46Gbps
頻段	5GHz	2.4GHz、5GHz	2.4GHz、5GHz、6GHz
調變技術	256-QAM	1024-QAM	4096-QAM
預估模組成本	<5USD	-10USD	>25USD
傳輸距離	短	中	長
延遲時間	高	中	低
空間流	4	8	16
耗電	高	中	低
產品量產時程	已成熟	2H19	2H24 (預計)
應用領域	手機、PC、NB、家用/企業路由器、小型基地台等		

資料來源：Wi-Fi Alliance、元大投顧

圖 7：2023 年全球 Wi-Fi 6 滲透率預估達 77%



資料來源：Strategy Analytics、Qualcomm、元大投顧整理

光進銅退、固網寬頻升級帶動換機潮

2020 年 COVID-19 疫情的爆發，大幅改變了人們的生活型態，也讓各國意識到網路將不再只是單純僅用於聯網、資料搜尋等，而是人們生活的一部分，不論是在工作亦或是休閒娛樂都捨棄不了網路的應用，因此多國政府都將網路頻寬建置納為重要政策及預算。為提升網路資料傳輸量，光進銅退已成趨勢，在以 DSL 為主要固網的歐洲國家也開始以光纖布建來提升全國網速。

美國主要固網寬頻則是 Cable 為主，光纖布局僅在都會區，因此提升網速仍是以升級固網設備為策略，Cable 規格由 DOCSIS 3.0 提升至 DOCSIS 3.x，光纖則是由 GPON 提升至 XGPON。

圖 8：歐洲國家對光纖政策

國家	內容
法國	法國政府要求 2025 年要完成全國 FTTH 覆蓋目標
英國	英國 OpenReach 暫停 DSL 建置，加速光纖建設
德國	德國 DT 計畫在 2030 年達到光纖覆蓋 100%並提供光纖到戶服務

資料來源：MIC、元大投顧

獲利調整及股票評價

調降智易投資評等至持有，目標價由 115 元下修至 106 元

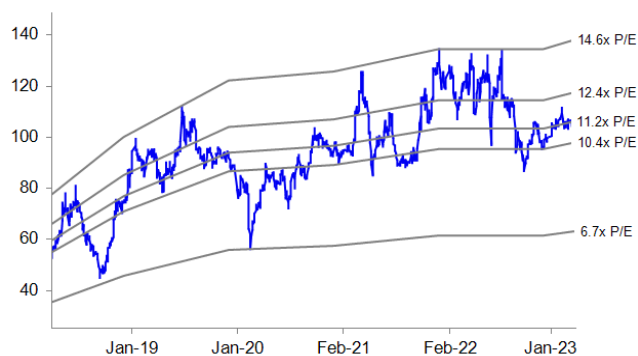
本中心考量 Sub-6G FWA CPE 進入門檻低，智易於北美市場的 5G FWA CPE 產品將受到同業削價競爭威脅，加上客戶端一改去年積極補足庫存使用空運的模式，逐步改成運輸時間為期一到三個月的海運，說明客戶庫存已高且終端需求下滑，故本中心調降智易投資評等至持有，並將 2023/2024 年獲利預估分別由 9.63 元/10.27 元下修至 9.24 元/9.78 元，分別下修 4%/5%。參考過往五年智易處於獲利上升循環時的本益比區間為 7-14 倍，本中心給予區間中值 11 倍，並以 2H23-1H24 EPS 做為評價基礎，目標價為 106 元。

圖 9：2023 和 2024 年財務預估調整

百萬元	2023 估		2024 估		預估差異	
	調整後	調整前	調整後	調整前	2023	2024
營業收入	49,591	50,322	51,842	52,378	-1%	-1%
營業毛利	6,950	7,007	7,314	7,324	-1%	0%
營業利益	2,376	2,513	2,562	2,707	-5%	-5%
稅前利益	2,494	2,551	2,662	2,726	-2%	-2%
稅後淨利	2,021	2,109	2,139	2,249	-4%	-5%
調整後 EPS (元)	9.24	9.63	9.78	10.27	-4%	-5%
重要比率 (%)					百分點	百分點
營業毛利率	14.0%	13.9%	14.1%	14.0%	0.1	0.1
營業利益率	4.8%	5.0%	4.9%	5.2%	-0.2	-0.2
稅後純益率	4.1%	4.2%	4.1%	4.3%	-0.1	-0.2

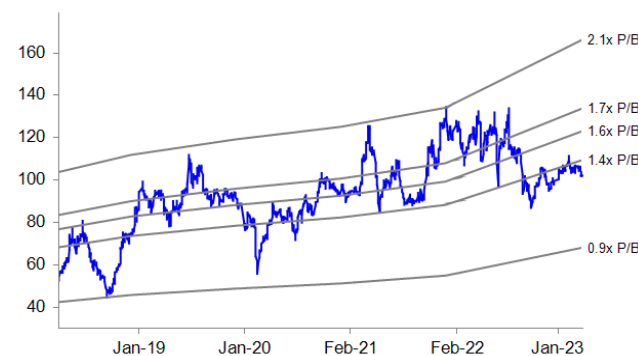
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 10：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 11：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 12：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比(倍)			調整後每股盈餘成長率(%)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
智易	3596 TT	持有-超越 同業	100.0	719	9.2	9.2	9.8	10.9	10.8	10.2	7.0	0.4	5.8
國外同業													
Cisco	CSCO	未評等	47.4	194,101	3.4	3.8	4.0	14.1	12.6	11.8	33.6	12.1	7.3
Commscope	COMM	未評等	4.6	965	1.7	1.9	2.3	-	2.4	2.0	-	-	19.9
Juniper	JNPR	未評等	31.3	10,042	1.9	2.3	2.6	16.0	13.5	12.1	150.0	18.7	11.5
ZTE	000063 SZ	未評等	36.9	24,471	1.8	2.0	2.3	20.4	18.0	15.7	23.0	13.3	14.8
Fiberhome	600498 SZ	未評等	21.3	3,786	0.3	0.5	0.6	70.2	44.8	36.1	21.4	57.0	24.1
國外同業平均								30.2	18.3	15.5	57.0	25.3	15.5
國內同業													
明泰	3380 TT	未評等	34.8	615	2.1	2.4	-	16.5	14.6	-	164.0	12.5	-
正文	4906 TT	未評等	30.8	396	1.4	1.7	-	21.5	17.9	-	(24.5)	20.6	-
啟碁	6285 TT	買進	90.0	1,189	7.9	9.2	10.5	11.3	9.8	8.6	152.1	15.6	14.3
中磊	5388 TT	持有-超越 同業	80.3	678	7.6	8.9	9.6	10.6	9.0	8.3	121.2	17.5	7.7
智邦	2345 TT	持有-超越 同業	287.5	5,255	14.1	15.0	18.4	20.4	19.2	15.7	66.8	6.5	22.3
國內同業平均								16.1	14.1	10.9	95.9	14.6	14.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 13：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
					2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
智易	3596 TT	持有-超越 同業	100.0	719	14.3	12.4	11.4	62.7	74.3	85.9	1.6	1.4	1.2
國外同業													
Cisco	CSCO	未評等	47.4	194,101	32.9	34.9	33.3	10.0	10.9	12.7	4.7	4.3	3.7
Commscope	COMM	未評等	4.6	965	76.3	(189.6)	38.5	(0.6)	(4.1)	(4.8)	(7.8)	(1.1)	(1.0)
Juniper	JNPR	未評等	31.3	10,042	14.6	16.1	16.8	13.8	14.8	16.3	2.3	2.1	1.9
ZTE	000063 SZ	未評等	36.9	24,471	14.8	14.8	15.1	12.5	14.2	16.2	2.9	2.6	2.3
Fiberhome	600498 SZ	未評等	21.3	3,786	2.8	4.7	5.6	10.0	10.6	11.2	2.1	2.0	1.9
國外同業平均					28.3	(23.8)	21.8				0.9	2.0	1.8
國內同業													
明泰	3380 TT	未評等	34.8	615	4.3	9.7	-	18.8	19.9	-	1.8	1.7	-
正文	4906 TT	未評等	30.8	396	15.6	4.7	-	34.2	35.3	-	0.9	0.9	-
啟碁	6285 TT	買進	90.0	1,189	15.1	13.9	13.0	52.7	66.1	80.7	1.7	1.4	1.1
中磊	5388 TT	持有-超越 同業	80.3	678	21.2	16.7	14.5	37.9	53.6	66.4	2.1	1.5	1.2
智邦	2345 TT	持有-超越 同業	287.5	5,255	38.9	37.0	40.4	36.2	40.6	45.4	7.9	7.1	6.3
國內同業平均					19.0	16.4	22.6				2.9	2.5	2.9

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 14：季度及年度簡明損益表 (合併)

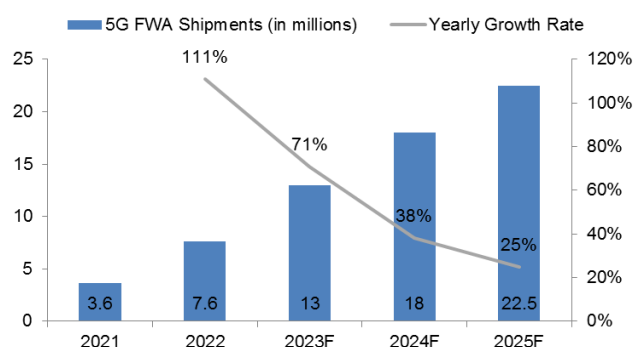
(NT\$百萬元)	1Q2023F	2Q2023F	3Q2023F	4Q2023F	1Q2024F	2Q2024F	3Q2024F	4Q2024F	2023F	2024F
營業收入	11,021	12,245	13,088	13,237	11,820	12,701	13,375	13,945	49,591	51,842
銷貨成本	(9,485)	(10,526)	(11,250)	(11,380)	(10,178)	(10,920)	(11,476)	(11,953)	(42,641)	(44,527)
營業毛利	1,536	1,719	1,838	1,857	1,642	1,781	1,899	1,992	6,950	7,314
營業費用	(1,069)	(1,176)	(1,165)	(1,165)	(1,111)	(1,169)	(1,217)	(1,255)	(4,574)	(4,752)
營業利益	467	544	674	692	531	612	682	737	2,376	2,562
業外利益	35	28	29	25	25	26	27	22	118	100
稅前純益	502	572	703	717	556	638	709	759	2,494	2,662
稅後淨利	387	440	541	552	422	485	546	585	1,920	2,038
少數股東權益	(19)	(23)	(30)	(27)	(19)	(25)	(28)	(30)	(100)	(102)
所得稅費用	(116)	(132)	(162)	(165)	(133)	(153)	(163)	(175)	(574)	(624)
歸屬母公司稅後純益	406	464	571	580	442	509	574	614	2,021	2,139
調整後每股盈餘(NT\$)	1.86	2.12	2.61	2.65	2.02	2.33	2.62	2.81	9.24	9.78
調整後加權平均股數(百萬股)	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219
重要比率										
營業毛利率	13.9%	14.0%	14.1%	14.0%	13.9%	14.0%	14.2%	14.3%	14.0%	14.1%
營業利益率	4.2%	4.4%	5.2%	5.2%	4.5%	4.8%	5.1%	5.3%	4.8%	4.9%
稅前純益率	4.6%	4.7%	5.4%	5.4%	4.7%	5.0%	5.3%	5.4%	5.0%	5.1%
稅後純益率	3.7%	3.8%	4.4%	4.4%	3.7%	4.0%	4.3%	4.4%	4.1%	4.1%
有效所得稅率	23.1%	23.1%	23.0%	23.0%	23.9%	24.0%	23.0%	23.1%	23.0%	23.4%
季增率(%)										
營業收入	-16.5%	11.1%	6.9%	1.1%	-10.7%	7.5%	5.3%	4.3%		
營業利益	-25.0%	16.5%	23.9%	2.7%	-23.3%	15.3%	11.4%	8.1%		
稅後純益	-35.1%	14.3%	23.1%	1.6%	-23.8%	15.2%	12.8%	7.0%		
調整後每股盈餘	-35.0%	14.0%	23.1%	1.5%	-23.8%	15.3%	12.4%	7.3%		
年增率(%)										
營業收入	7.0%	12.5%	2.4%	0.3%	7.2%	3.7%	2.2%	5.3%	5.1%	4.5%
營業利益	-1.9%	7.2%	13.6%	11.1%	13.7%	12.5%	1.2%	6.5%	8.0%	7.8%
稅後純益	4.1%	8.6%	0.1%	-7.2%	8.9%	9.7%	0.5%	5.9%	0.3%	6.1%
調整後每股盈餘	3.3%	8.7%	0.4%	-7.3%	8.6%	9.9%	0.4%	6.0%	0.4%	5.8%

資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標“A”為歷史數據；調整後每股盈餘為根據加權平均股數計算。

公司簡介

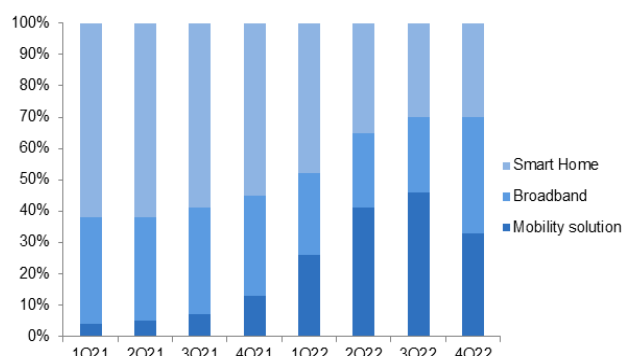
智易科技成立於 2003 年，隸屬仁寶集團，為國內整合寬頻、多媒體、無線以及網際網路通訊協定之專業、智慧型網路終端設備公司。目前專注於研發用戶端設備之接取 / 路由產品，並結合語音及多媒體等技術，提供整合性數位家庭、行動寬頻、無線影音產品與多媒體閘道器等解決方案。2022 年營收為 472 億元，各項產品線營收比重分別為 Smart Home 35%、Broadband Solution 28%、Mobility Solution 37%。

圖 15：2021-2025 年全球 5G FWA 出貨量預估



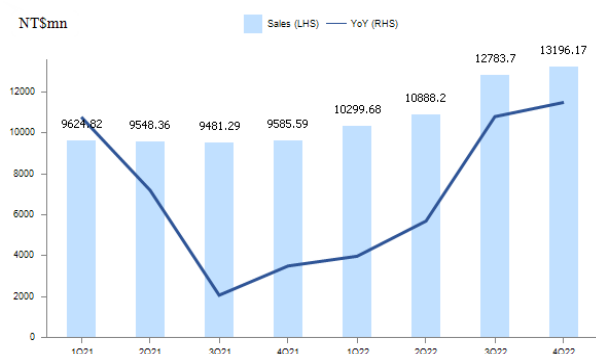
資料來源：TrendForce、元大投顧整理

圖 16：營收組成



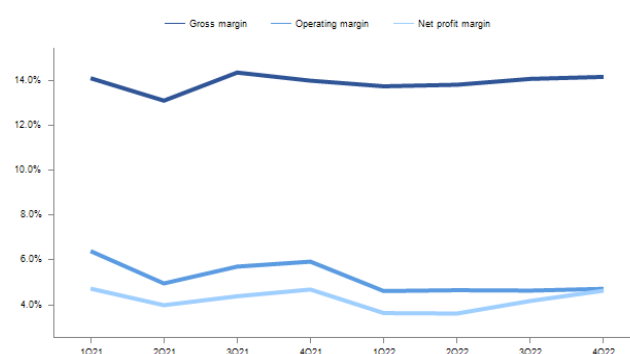
資料來源：公司資料

圖 17：營收趨勢



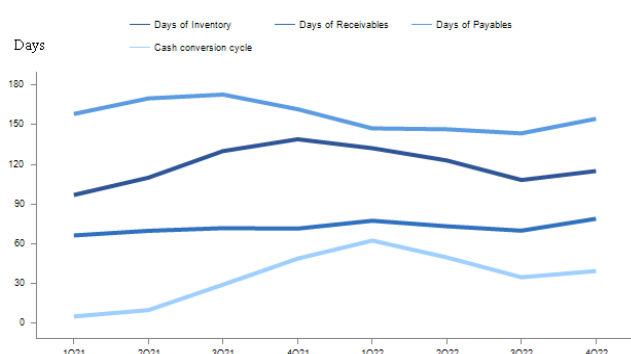
資料來源：CMoney、公司資料

圖 18：毛利率、營益率、淨利率



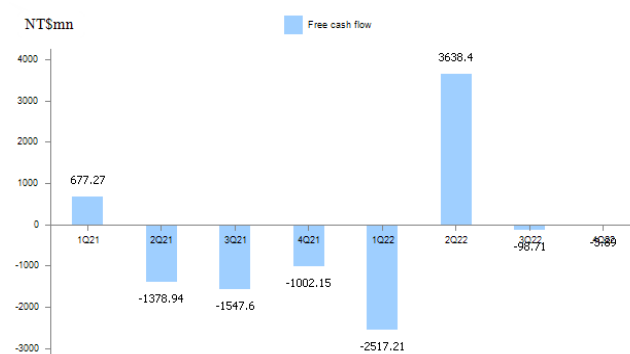
資料來源：CMoney、公司資料

圖 19：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 20：自由現金流量



資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。

- **ESG 總分：**智易科技整體的 ESG 風險評級屬於中等風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排名亦排行於略微領先的位置，在網通設備行業的公司中亦排名略微領先同業。
- **在 ESG 議題上的曝險：**智易科技的整體曝險屬於較低水準，同時略優於網通設備行業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含商業道德、人力資源、公司數據安全等。
- **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**智易科技在針對重大 ESG 議題的管理水準和執行力屬中等。公司擁有完整對 ESG 的揭露，包含成立 CSR 委員會及發布 CSR 報告書以及制定能源管理的目標，並制定了「智易科技人權宣言」，展現了對企業社會責任的實踐。

圖 21：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	24.8
在 ESG 議題上的曝險 (A)	31.7
個別公司在 ESG 議題上的執行力(B)	23.2
風險評級	中
同業排行(1~100，1 為最佳)	77

資料來源：Sustainalytics (2023/4/25)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

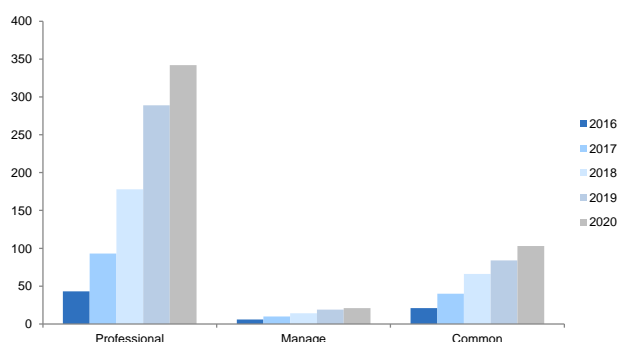
註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：極低 (0-10) 低 (10-20) 中 (20-30) 高 (30-40) 極高 (40+)

註 3：曝險分數評級：低 (0-35) 中 (35-55) 高 (55+)

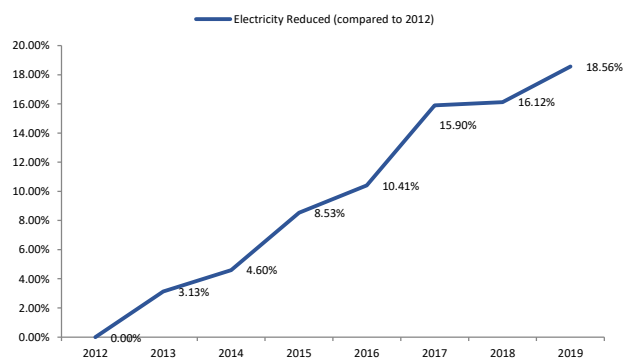
註 4：執行力分數評級：弱 (0-25) 中 (25-50) 強 (50-100)

圖 22：人才培訓累計課程數



資料來源：公司資料、Reuters

圖 23：中國廠電量降低比例(和 2012 年相比)



資料來源：公司資料、Reuters

資產負債表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
現金與短期投資	9,080	7,971	7,580	10,387	13,448
存貨	8,027	12,496	14,564	14,274	13,991
應收帳款及票據	6,912	7,692	10,797	11,687	12,650
其他流動資產	703	373	604	604	604
流動資產	24,722	28,533	33,544	36,952	40,693
長期投資	381	362	351	351	351
固定資產	2,518	3,763	4,907	4,986	5,034
無形資產	75	115	93	93	93
其他非流動資產	1,111	1,129	1,125	1,125	1,125
非流動資產	4,085	5,368	6,477	6,555	6,604
資產總額	28,807	33,901	40,021	43,507	47,297
應付帳款及票據	10,335	9,786	14,181	15,350	16,615
短期借款	708	4,364	4,387	4,387	4,387
什項負債	4,327	6,328	7,274	7,274	7,274
流動負債	15,369	20,477	25,841	27,010	28,276
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	1,476	501	240	240	240
長期負債	1,476	501	240	240	240
負債總額	16,845	20,978	26,081	27,250	28,516
股本	2,084	2,165	2,204	2,204	2,204
資本公積	3,662	4,032	4,092	4,092	4,092
保留盈餘	6,106	6,739	7,514	11,034	14,789
什項權益	(243)	(280)	(2)	(1,073)	(2,303)
歸屬母公司之權益	11,609	12,656	13,807	16,257	18,782
非控制權益	353	267	132	(27)	(30)
股東權益總額	11,962	12,923	13,939	16,230	18,752
資料來源：公司資料、元大投顧					

現金流量表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
本期純益	1,631	1,702	1,915	1,920	2,038
折舊及攤提	518	568	734	722	751
本期營運資金變動	1,104	(5,800)	(793)	1,770	1,945
其他營業資產 及負債變動	99	2,006	673	(574)	(624)
營運活動之現金流量	3,352	(1,524)	2,529	3,938	4,212
資本支出	(537)	(1,727)	(1,510)	(800)	(800)
本期長期投資變動	(11)	(20)	(10)	0	0
其他資產變動	(336)	(43)	105	0	0
投資活動之現金流量	(885)	(1,790)	(1,416)	(800)	(800)
股本變動	(1)	81	39	0	0
本期負債變動	189	3,656	16	1,169	1,265
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(980)	(1,354)	(1,478)	(1,500)	(1,615)
其他調整數	(182)	(142)	(153)	0	0
融資活動之現金流量	(974)	2,240	(1,577)	(331)	(350)
匯率影響數	(21)	(35)	73	0	0
本期產生現金流量	1,472	(1,109)	(391)	2,807	3,061
自由現金流量	2,815	(3,251)	1,019	3,138	3,412
資料來源：公司資料、元大投顧					

損益表					
年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
營業收入	33,765	38,240	47,168	49,591	51,842
銷貨成本	(28,712)	(32,931)	(40,582)	(42,641)	(44,527)
營業毛利	5,053	5,310	6,586	6,950	7,314
營業費用	(2,770)	(3,110)	(4,386)	(4,574)	(4,752)
推銷費用	(509)	(675)	(1,306)	(1,263)	(1,308)
研究費用	(1,725)	(1,939)	(2,510)	(2,667)	(2,718)
管理費用	(536)	(496)	(570)	(645)	(726)
其他費用	0	0	0	0	0
營業利益	2,283	2,199	2,200	2,376	2,562
利息收入	46	67	91	64	64
利息費用	(46)	(37)	(114)	(76)	(64)
利息收入淨額	(1)	29	(23)	(12)	0
投資利益(損失)淨額	11	7	(9)	(6)	(9)
匯兌損益	(16)	(161)	391	32	24
其他業外收入(支出)淨額	61	199	(93)	104	84
稅前純益	2,338	2,273	2,466	2,494	2,662
所得稅費用	(708)	(571)	(551)	(574)	(624)
稅後純益	1,631	1,702	1,915	1,920	2,038
少數股權淨利	(83)	(86)	(98)	(100)	(102)
歸屬母公司之淨利	1,714	1,788	2,013	2,021	2,139
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,903	2,878	3,314	3,098	3,314
調整後每股盈餘 (NT\$)	8.36	8.60	9.20	9.24	9.78
資料來源：公司資料、元大投顧					

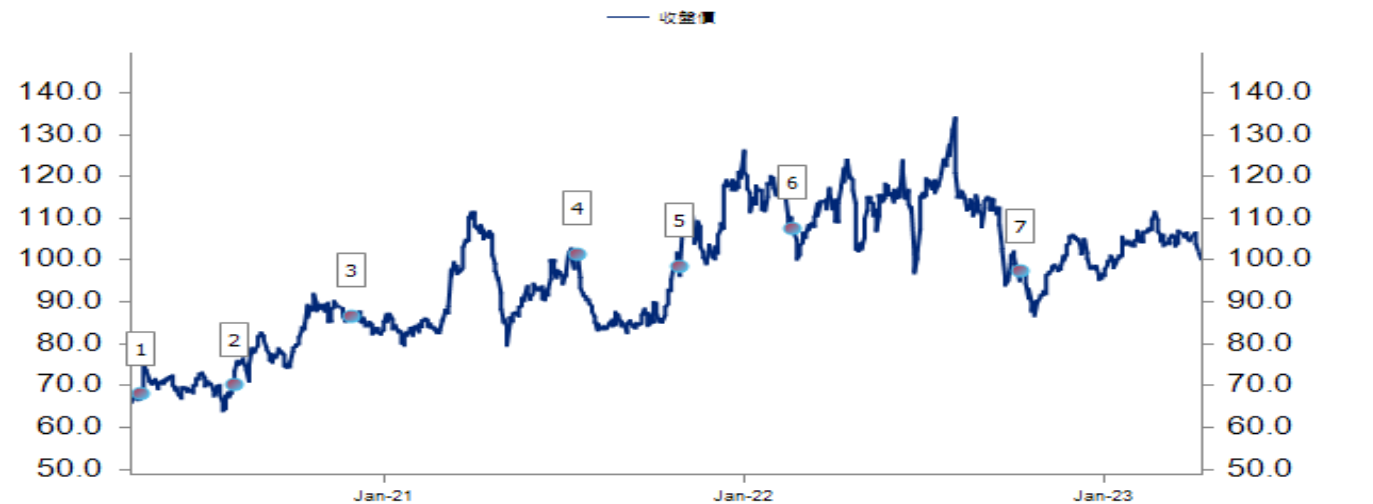
主要財務報表分析					
年初至 12 月	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
年成長率 (%)					
營業收入	2.6	13.3	23.4	5.1	4.5
營業利益	32.2	(3.7)	0.0	8.0	7.8
稅前息前折舊攤銷前淨利	32.7	(0.9)	15.2	(6.5)	7.0
稅後純益	20.2	4.4	12.5	0.3	6.1
調整後每股盈餘	22.0	2.9	7.0	0.4	5.8
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	15.0	13.9	14.0	14.0	14.1
營業利益率	6.8	5.8	4.7	4.8	4.9
稅前息前淨利率	6.8	5.9	5.0	4.8	4.9
稅前息前折舊攤銷前淨利	8.6	7.5	7.0	6.3	6.4
稅前純益率	6.9	5.9	5.2	5.0	5.1
稅後純益率	4.8	4.5	4.1	4.1	4.1
資產報酬率	6.0	5.4	5.2	4.6	4.5
股東權益報酬率	14.0	13.7	14.3	12.4	11.4
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	140.8	162.3	187.1	167.9	152.1
淨負債權益比(%)	(70.0)	(27.9)	(22.9)	(37.0)	(48.3)
利息保障倍數 (倍)	51.4	61.9	22.7	33.8	42.6
流動比率 (%)	160.9	139.3	129.8	136.8	143.9
速動比率 (%)	106.7	77.5	72.6	84.0	94.4
淨負債 (NT\$百萬元)	(8,372)	(3,607)	(3,193)	(6,000)	(9,062)
調整後每股淨值 (NT\$)	55.71	58.46	62.65	74.33	85.87
評價指標 (倍)					
本益比	12.0	11.6	10.9	10.8	10.2
股價自由現金流量比	7.8	--	21.5	7.0	6.4
股價淨值比	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2
股價稅前息前折舊攤銷前	7.5	7.6	6.6	7.1	6.6
股價營收比	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。					

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

智易 (3596 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	20200507	81.00	95.00	79.63	買進	王登城
2	20200806	78.80	97.00	86.13	買進	王登城
3	20201204	97.50	120.00	106.55	買進	黃政維
4	20210628	98.00	110.00	103.17	持有-超越同業	陳柏因
5	20211106	113.50	125.00	117.23	持有-超越同業	陳柏因
6	20220314	113.50	145.00	135.99	買進	黃政維
7	20221026	87.80	115.00	115.00	買進	黃政維

資料來源：CMoney、元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2023 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來

源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓

© {2023} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.