

研究員：劉宜和 yih.liu@capital.com.tw

前日收盤價	156.00 元
目標價	
3 個月	180.00 元
12 個月	180.00 元

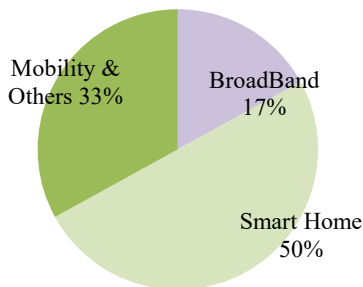
近期報告日期、評等及前日股價

07/29/2024	Neutral	143.50
05/02/2024	Neutral	172.00
03/20/2024	達目標價	205.50
02/26/2024	Trading Buy	183.50
11/03/2023	Trading Buy	159.00

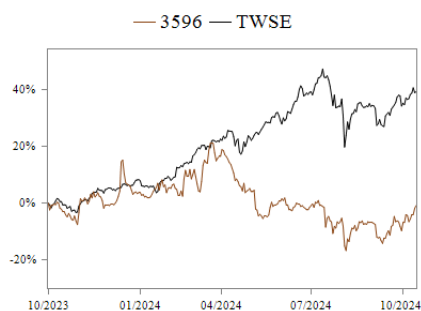
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,204
市值(億元)	344
目前每股淨值(元)	66.31
外資持股比(%)	20.87
投信持股比(%)	10.44
董監持股比(%)	18.81
融資餘額(張)	1,800
現金股息配發率(F)(%)	63.75

產品組合



股價相對大盤走勢



智易(3596 TT)

Buy

2025 年展望轉佳，投資建議調升為 Buy。

投資建議：受惠於歐洲標案挹注，以及印度寬頻網路基礎建設帶動，已見到 2025 年網通產業復甦的曙光，以 2025 年獲利輔以 15 倍本益比，將投資建議上調至 Buy，目標價 180 元。

預期整體需求穩定，預估 4Q24 營收 121.19 億元，QoQ-0.39%，EPS2.54 元：展望 4Q24，北美電信商進入年底需求淡季，預期 5G FWA 需求將進一步下滑；印度寬頻網路基礎建設持續進行，帶動 5G FWA 與 PON 出貨增加，歐洲 PON 進一步回補庫存，預期歐洲與印度需求精彌補北美需求衰退，整體需求穩定，預估 4Q24 營收 121.19 億元，QoQ-0.39%，稅後淨利 5.60 億元，QoQ-0.57%，EPS2.54 元。

北美需求放緩壓抑營收表現，預估 2024 年營收 489.99 億元，YoY-4.22%，EPS10.58 元：展望 2024 年，由於北美電信營運商放緩對 5G 基礎建設投資步調，且預期未來新增 5G FWA 用戶數將少於 2023 年，Mobility 營收放緩；Smart Home 則受惠於二大運動賽事帶動 STB 出貨成長，但因 WiFi-6 即將轉換至 WiFi-7，拖累部分帶 WiFi 網通設備的出貨動能；Broadband 則受惠於亞洲國家的寬頻網路升級趨勢帶動營收成長，預估 2024 年營收 489.99 億元，YoY-4.22%，稅後淨利 23.32 億元，YoY-3.65%，EPS10.58 元。

歐洲、印度需求提升，預估 2025 年營收 539.61 億元，YoY+10.13%，EPS12.00 元：展望 2025 年，取得德國電信固網標案，以及印度寬頻基礎建設持續進行，有利 5G FWA 與 PON 出貨進一步增加，尤其德國電信標案多以 10G PON 及 WiFi-7 的組合，先進技術出貨單價較高，推升營收成長，預估 2025 年營收 539.61 億元，YoY+10.13%，稅後淨利 26.44 億元，YoY+13.38%，EPS12.00 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	51,158	48,999	53,961	13,872	14,127	12,547	12,167	12,167	12,119	11,156	13,199	14,148
營業毛利淨額	7,385	7,293	8,081	2,001	2,092	1,860	1,823	1,807	1,803	1,662	1,975	2,120
營業利益	3,164	2,961	3,615	827	957	758	681	761	761	614	880	988
稅後純益	2,421	2,332	2,644	688	661	622	586	563	560	442	643	725
稅後 EPS(元)	10.98	10.58	12.00	3.12	3.00	2.82	2.66	2.56	2.54	2.01	2.92	3.29
毛利率(%)	14.44%	14.88%	14.98%	14.42%	14.81%	14.82%	14.98%	14.85%	14.88%	14.90%	14.97%	14.98%
營業利益率(%)	6.19%	6.04%	6.70%	5.96%	6.77%	6.04%	5.60%	6.25%	6.28%	5.50%	6.67%	6.98%
稅後純益率(%)	4.73%	4.76%	4.90%	4.96%	4.68%	4.96%	4.82%	4.63%	4.62%	3.97%	4.87%	5.12%
營業收入 YoY/QoQ(%)	8.46%	-4.22%	10.13%	14.28%	1.84%	-11.19%	-3.03%	0.00%	-0.39%	-7.95%	18.31%	7.19%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	20.24%	-3.65%	13.38%	19.53%	-3.91%	-5.82%	-5.80%	-3.90%	-0.57%	-21.01%	45.41%	12.63%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 22.04 億元計算

2024 年 10 月 18 日

智易 ESG：

智易每年盤查主要營運據點溫室氣體排放量，並檢討溫室氣體管理目標，新竹總部與中國昆山生產中心於 2021 年度取得 TUV 認證 ISO 14064-1:2018 溫室氣體盤查報告，智易全球廠區溫室氣體總排放量為 31,215.469 (Ton CO₂e)。因 2021 年智易新增台北辦公室以及上海廣智辦公室，造成溫室氣體排放總量較 2020 年增加。未來智易將大幅縮短低碳導入規劃時程，2022 年導入 ISO 50001 能源管理系統，提升廠區能源效率，並於越南生產中心建置太陽能，同時於智易總部也進行採購綠電評估，提高再生能源使用率，以及增進能源使用效率，進而減少溫室氣體排放。

歐美需求回穩， 3Q24 營收 121.67 億元，QoQ+0.00%，預估 EPS2.56 元：

3Q24，歷經 2 季的庫存調整後，歐洲客戶庫存已來到低水位，對寬頻產品回補庫存，北美地區客戶對寬頻產品需求維持穩定，故寬頻產品營收呈現季增；亞洲地區客戶在奧運之前大量推出賽事收視方案推高 STB 需求，故在奧運舉行後對 STB 需求放緩，故 Smart Home 營收小幅下滑，受歐美需求回穩帶動，3Q24 營收 121.67 億元，QoQ+0.00%。

雖然 Smart Home 營收季減對毛利率不利，但因毛利率較佳的寬頻產品營收成長，兩相抵銷下預估 3Q24 毛利率將約略持平於 2Q24，因暫不預估業外獲利貢獻，預估稅後淨利 5.63 億元，QoQ-3.90%，EPS2.56 元。

預期整體需求穩定，預估 4Q24 營收 121.19 億元，QoQ-0.39%，EPS2.54 元：

展望 4Q24，北美電信商進入年底需求淡季，預期 5G FWA 需求將進一步下滑；印度寬頻網路基礎建設持續進行，帶動 5G FWA 與 PON 出貨增加，歐洲 PON 進一步回補庫存，預期歐洲與印度需求精彌補北美需求衰退，整體需求穩定，預估 4Q24 營收 121.19 億元，QoQ-0.39%。

因營收穩定，預期毛利率約略持穩，預估稅後淨利 5.60 億元，QoQ-0.57%，EPS2.54 元。

北美需求放緩壓抑營收表現，預估 2024 年營收 489.99 億元，YoY-4.22%，EPS10.58 元：

展望 2024 年，由於北美電信營運商放緩對 5G 基礎建設投資步調，且預期未來新增 5G FWA 用戶數將少於 2023 年，Mobility 營收放緩；Smart Home 則受惠於二大運動賽事帶動 STB 出貨成長，但因 WiFi-6 即將轉換至 WiFi-7，拖累部分帶 WiFi 網通設備的出貨動能；Broadband 則受惠於亞洲國家的寬頻網路升級趨勢帶動營收成長。

北美需求放緩壓抑營收表現，預估 2024 年營收 489.99 億元，YoY-4.22%。

由於越南新廠製造比重提升，且部分零組件價格較 2023 年低，預期毛利率將優於 2023 年的水準，預估稅後淨利 23.32 億元，YoY-3.65%，EPS10.58 元。

2024 年 10 月 18 日

歐洲、印度需求提升，預估 2025 年營收 539.61 億元，YoY+10.13%，EPS12.00 元：

展望 2025 年，取得德國電信固網標案，以及印度寬頻基礎建設持續進行，有利 5G FWA 與 PON 出貨進一步增加，尤其德國電信標案多以 10G PON 及 WiFi-7 的組合，先進技術出貨單價較高，推升營收成長。

在寬頻產品方面，公司已爭取到德國電信寬頻固網標案，預期 2025~2027 年新增光纖用戶 250 萬戶，採用 10G PON 搭配 WiFi-7 先進技術的組合，由於先進技術 CPE 價格較高，將進一步推升營收。

在 Mobility 產品方面，瑞典電信商財報會議上特別提及，北美 5G 基地台設備需求回復成長動能，Tier-1 電信商為提升 5G 訊號覆蓋，擴增 5G 基地台資本支出，因 5G 基地台擴增容量，預期北美 5G FWA 將重啟拉貨動能，此外，印度持續建設寬頻網路，採用 5G 與 FTTH 方式並行，智易同時供貨印度客戶 5G FWA 與 PON，且 2025 年印度出貨量將高過 2024 年，有利推動營收進一步成長。

歐洲、印度需求提升，預估 2025 年營收 539.61 億元，YoY+10.13%。

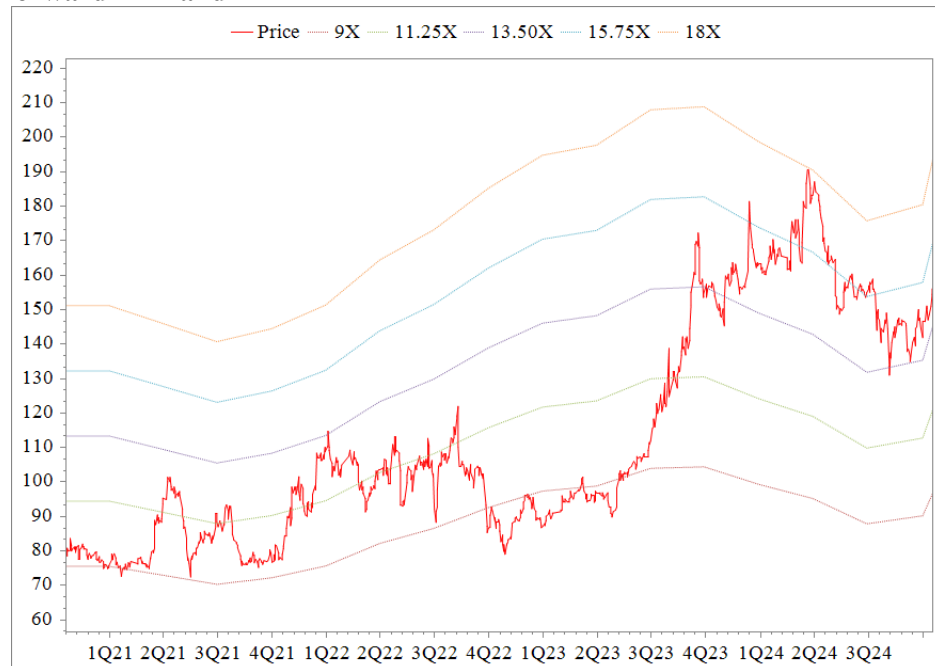
雖然歐洲大型標案採用先進技術，毛利率較佳，但因毛利率較低的印度市場出貨進一步放大，兩相抵銷後，預期毛利率約略持穩於 2024 年，稅後淨利 26.44 億元，YoY+13.38%，EPS12.00 元。

投資建議：

受惠於歐洲標案挹注，以及印度寬頻網路基礎建設帶動，已見到 2025 年網通產業復甦的曙光，以 2025 年獲利輔以 15 倍本益比，將投資建議上調至 Buy，目標價 180 元。

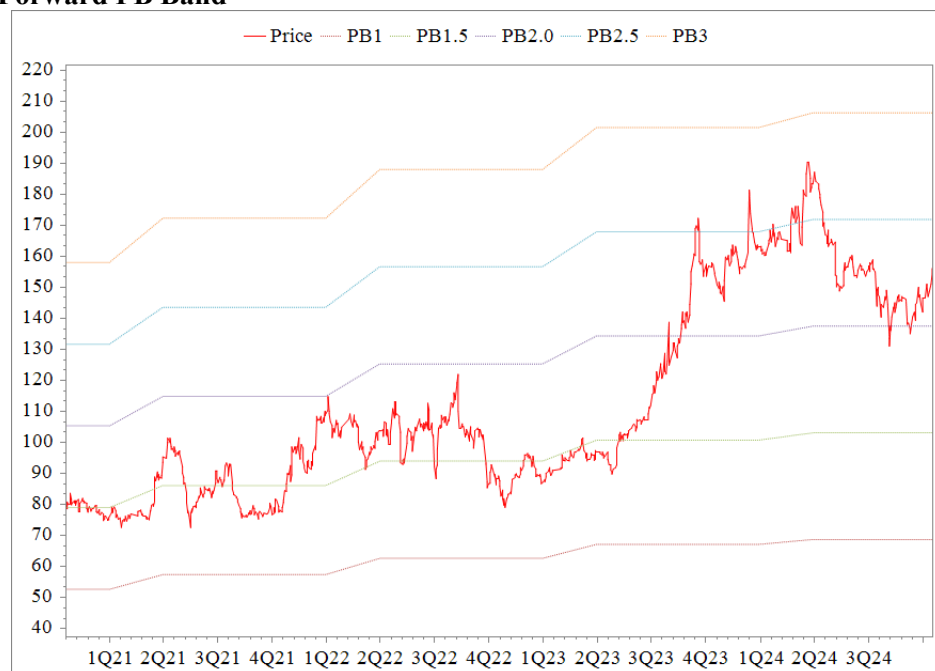
2024 年 10 月 18 日

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 10 月 18 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	33,901	40,021	38,549	39,787	41,509
流動資產	28,533	33,544	31,359	25,950	37,162
現金及約當現金	7,971	7,580	7,857	6,172	9,097
應收帳款與票據	7,692	10,797	9,786	8,203	11,607
存貨	12,496	14,564	12,377	7,047	14,321
採權益法之投資	324	305	232	1,313	253
不動產、廠房設備	3,763	4,907	5,439	3,939	2,439
負債總計	20,978	26,081	23,649	24,543	25,605
流動負債	20,477	25,841	23,478	16,118	23,082
應付帳款及票據	9,786	14,181	12,315	5,738	14,122
非流動負債	501	240	171	15,001	716
權益總計	12,923	13,939	14,900	15,244	15,904
普通股股本	2,165	2,204	2,204	2,204	2,204
保留盈餘	6,739	7,514	8,722	9,066	9,725
母公司業主權益	12,656	13,807	14,802	15,151	15,790
負債及權益總計	33,901	40,021	38,549	39,787	41,509

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	-1,524	2,529	5,590	438	2,840
稅前純益	2,273	2,466	3,200	3,089	3,553
折舊及攤銷	568	734	843	985	610
營運資金變動	-5,799	-776	1,331	336	-2,295
其他營運現金	1,434	105	216	-3,973	972
投資活動現金	-1,790	-1,416	-1,267	-9,066	4,929
資本支出淨額	-1,687	-1,454	-1,222	-2,000	-2,000
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他投資現金	-102	38	-45	-7,066	6,929
籌資活動現金	2,240	-1,577	-4,049	6,943	-4,845
長借/公司債變動	0	-7	484	14,830	-14,285
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-1,354	-1,478	-1,432	-1,983	-2,005
其他籌資現金	3,595	-92	-3,100	-5,905	11,446
淨現金流量	-1,109	-391	277	-1,685	2,925
期初現金	9,080	7,971	7,580	7,857	6,172
期末現金	7,971	7,580	7,857	6,172	9,097

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	38,240	47,168	51,158	48,999	53,961
營業成本	32,931	40,582	43,773	41,706	45,880
營業毛利淨額	5,310	6,586	7,385	7,293	8,081
營業費用	3,110	4,386	4,221	4,333	4,466
營業利益	2,199	2,200	3,164	2,961	3,615
EBITDA	2,811	3,223	4,018	3,946	4,225
業外收入及支出	7	191	-84	129	-62
稅前純益	2,273	2,466	3,200	3,089	3,553
所得稅	571	551	810	762	888
稅後純益	1,788	2,013	2,421	2,332	2,644
稅後 EPS(元)	8.11	9.13	10.98	10.58	12.00
完全稀釋 EPS**	8.11	9.13	10.98	10.58	12.00

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 22.04【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 22.04 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	13.25%	23.35%	8.46%	-4.22%	10.13%
營業毛利淨額	5.07%	24.04%	12.14%	-1.24%	10.80%
營業利益	-3.70%	0.03%	43.85%	-6.43%	22.09%
稅後純益	4.29%	12.62%	20.24%	-3.65%	13.38%

獲利能力分析(%)

毛利率	13.88%	13.96%	14.44%	14.88%	14.98%
EBITDA(%)	7.35%	6.83%	7.85%	8.05%	7.83%
營益率	5.75%	4.66%	6.19%	6.04%	6.70%
稅後純益率	4.67%	4.27%	4.73%	4.76%	4.90%
總資產報酬率	5.27%	5.03%	6.28%	5.86%	6.37%
股東權益報酬率	13.83%	14.44%	16.25%	15.30%	16.63%

償債能力檢視

負債比率(%)	61.88%	65.17%	61.35%	61.69%	61.69%
負債/淨值比(%)	162.33%	187.11%	158.71%	161.00%	161.00%
流動比率(%)	139.34%	129.81%	133.57%	161.00%	161.00%

其他比率分析

存貨天數	113.74	121.69	112.32	85.00	85.00
應收帳款天數	69.70	71.54	73.43	67.00	67.00

2024 年 10 月 18 日

季度損益表

(百萬元)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	12,138	13,872	14,127	12,547	12,167	12,167	12,119	11,156	13,199	14,148	15,459	13,194
營業成本	10,412	11,871	12,035	10,687	10,344	10,360	10,315	9,493	11,223	12,028	13,136	11,215
營業毛利淨額	1,726	2,001	2,092	1,860	1,823	1,807	1,803	1,662	1,975	2,120	2,324	1,979
營業費用	1,037	1,174	1,136	1,102	1,142	1,046	1,042	1,049	1,095	1,132	1,190	1,135
營業利益	689	827	957	758	681	761	761	614	880	988	1,133	844
業外收入及支出	65	94	-84	58	95	-10	-14	-17	-15	-15	-15	-15
稅前純益	754	920	872	815	776	751	747	597	865	973	1,118	829
所得稅	184	249	219	196	192	188	187	149	216	243	280	207
稅後純益	575	688	661	622	586	563	560	442	643	725	834	617
最新股本	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204	2,204
稅後EPS(元)	2.61	3.12	3.00	2.82	2.66	2.56	2.54	2.01	2.92	3.29	3.78	2.80

獲利能力(%)

毛利率(%)	14.22%	14.42%	14.81%	14.82%	14.98%	14.85%	14.88%	14.90%	14.97%	14.98%	15.03%	15.00%
營業利益率(%)	5.68%	5.96%	6.77%	6.04%	5.60%	6.25%	6.28%	5.50%	6.67%	6.98%	7.33%	6.40%
稅後純益率(%)	4.74%	4.96%	4.68%	4.96%	4.82%	4.63%	4.62%	3.97%	4.87%	5.12%	5.39%	4.67%

QoQ(%)

營業收入淨額	10.14%	14.28%	1.84%	-11.19%	-3.03%	0.00%	-0.39%	-7.95%	18.31%	7.19%	9.27%	-14.65%
營業利益	-0.47%	19.97%	15.76%	-20.79%	-10.11%	11.67%	0.03%	-19.38%	43.39%	12.32%	14.70%	-25.50%
稅前純益	15.23%	22.09%	-5.17%	-6.54%	-4.84%	-3.20%	-0.57%	-20.11%	44.99%	12.52%	14.89%	-25.86%
稅後純益	15.86%	19.53%	-3.91%	-5.82%	-5.80%	-3.90%	-0.57%	-21.01%	45.41%	12.63%	15.02%	-26.00%

YoY(%)

營業收入淨額	11.48%	8.51%	7.06%	13.84%	0.24%	-12.29%	-14.22%	-11.09%	8.48%	16.28%	27.57%	18.28%
營業利益	35.73%	39.36%	53.60%	9.49%	-1.12%	-7.96%	-20.46%	-19.04%	29.15%	29.90%	48.95%	37.64%
稅前純益	41.14%	29.04%	22.59%	24.69%	2.98%	-18.35%	-14.40%	-26.83%	11.48%	29.58%	49.74%	38.96%
稅後純益	34.62%	20.51%	5.69%	25.32%	1.89%	-18.08%	-15.24%	-28.90%	9.75%	28.63%	48.81%	39.40%

註1：稅後EPS以股本22.04億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為三個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」及「買進」均有 upside 目標價。兩者差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「買進」及「強力買進」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

停止推薦情境：

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。