

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

雲端數位產業

雲端投資：未來金礦

重要訊息

凱基啟動雲端產業買進評等，並預見台灣雲端產業未來 2-3 年將進入 28-34% 的高速成長期，首要受惠的為雲原生企業以及相關軟體/服務商。

評論與分析

台灣公有雲市場加速崛起：2022-27 年 CAGR 27% 超越全球及亞太。根據 Gartner 的預測，2022 年全球公有雲終端用戶市場將達 4,900 億美元，預估 2022-2027 年 CAGR 達 19%。相對於此，亞太地區（除日本外）的成長速度更是超越歐美，其 CAGR 達到 24%。而在這之中，台灣的表現尤其突出，同期的 CAGR 更高達 27%，更值得一提的是，在 2023 至 2025 年間，其每年的市場成長率預計將加速到 28-34%，主因台灣過去公有雲支出落後全球平均、法規鬆開啓新頁、地理優勢吸引三大公有雲落地及生成式 AI 普及，將帶動企業、政府、及金融業等運用雲端的網路資源、龐大運算能力及存儲服務等。

多重成長引擎驅動 3-5 年榮景。我們預估台灣公有雲產業接下來 3-5 年將被多重引擎推動快速成長：(1) 台灣過去公有雲支出大幅落後全球平均，2022 年雲端佔 IT 支出僅 4.9% vs 全球平均 11.2%，成長潛力巨大，預計未來五年成長將超越亞洲平均；(2) 3Q23 金管會上雲法規鬆綁開啓新頁，政府、金融及醫療產業上雲加速。政府與金融業為大型產業，但上雲比例均低，法規鬆綁將為台灣公有雲服務商及軟體創造更多機會；(3) 地理優勢吸引三大雲落地，繼 Google 的第一座資料中心，Amazon AWS (2022.10) 及 Microsoft Azure (預計 4Q23) 開始更重視台灣在東亞網路樞紐的地理優勢，加速建置資料中心；(4) 生成式 AI 的普及將帶來大量運算及軟體服務需求，促進企業上雲意願及購買加值服務與軟體，將更倚賴關鍵服務商。這四大趨勢將使台灣的公有雲產業長期跟隨全球潮流成長，並讓台灣在未來 3-5 年內雲端產業需求爆發，成為亞太地區的亮點。

投資建議

強力看好台灣雲端產業，首評買進伊雲谷 (6689TT, NT\$155.5, 增加持股)、宏碁資訊 (6811 TT, NT\$227.5, 增加持股)、是方電訊 (6561 TT, NT\$375, 增加持股) 及 91-app (6741 TT, NT\$123.5, 增加持股)。伊雲谷及 91-app 為雲原生企業，將因加速上雲、D2C 趨勢及資安衍生之附加價值需求暴增而受惠，宏碁資訊受惠於 Microsoft Azure 市占增加及 Copilot 上市帶來之附加軟體需求，另外，是方電訊在東亞扮演不可替代之網路樞紐，也將因三大雲落地而實現長期獲利增長。

投資風險

雲端資本支出成長低於預期、嚴重資安問題。



焦點內容

凱基啟動雲端產業買進評等，並預見台灣未來 2-3 年將進入 28-34% 的高速成長期，超越全球及亞太。成長引擎包括：台灣雲支出遠低於全球平均、法規鬆綁、台灣地理優勢吸引三大雲加速建置資料中心及生成式 AI 普及帶動運算及軟體需求。此四大趨勢將帶動台灣雲端相關業務成長，首評買進伊雲谷、91-app、宏碁資訊及是方電訊

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com

賴敏敏
886 2 2181 8720
tammy.lai@kgi.com

重要負責聲明，詳見最終頁

個股評價

公司	代號	市值 (US\$mn)	股價 (元)	目標價 (元)	漲幅 (%)	毛利率(%)			營業利益率(%)			EPS (元)			本益比 (倍)			股東權益報酬率 (%)		
						2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
Chief Telecom	6561	865	375.0	497.0	32.5	47.7	49.2	47.0	33.7	34.3	33.2	11.8	11.4	12.7	31.7	32.8	29.5	26.2	26.0	27.2
Ecloudvalley	6689	345	155.5	232.0	49.2	12.7	12.1	12.4	1.4	1.2	2.7	1.6	2.0	4.5	96.6	76.0	34.8	4.4	5.0	11.8
Acer E-Enabling	6811	307	227.5	369.0	62.2	13.4	13.6	13.9	7.2	7.7	8.0	11.4	12.5	14.8	20.0	18.2	15.4	33.0	33.6	34.1
91App Inc	6741	486	123.5	173.0	40.1	75.1	75.4	76.1	32.5	34.9	38.7	2.8	3.6	4.9	43.6	34.0	25.0	13.8	16.1	19.1

資料來源：Bloomberg，凱基

個股摘要

凱基預測，未來 3-5 年間，台灣雲端數位產業將展現四大趨勢：1) 由於過去台灣在公有雲支出上大幅落後全球，將有潛力大幅成長；2) 法規的鬆綁為上雲開啓新的機會；3) 台灣的地理位置優勢將加速公有雲的落地；4) AI 技術將進一步驅動對雲端 SaaS 軟體產品與服務的需求。在多重成長引擎推動下，產業鏈上將有主要廠商勝出：

伊雲谷 (6689 TT, OP, TP: NT\$232)

伊雲谷為「一站式多雲服務」雲端託管服務商(MSP)，且為 AWS 大中華區首間高級諮詢顧問，東南亞最有競爭力 MSP 之一。伊雲谷在雲端市場的競爭優勢來自於它的先行者優勢、多元化的客戶來源、跨產業的客戶基礎、成功的海外擴展以及與四大公有雲 (AWS、Azure、Google Cloud、Oracle Cloud) 的深度整合。我們預測伊雲谷 2023-25 營收 CAGR 將達 24.5%，隨著規模經濟的體現，同期間獲利 CAGR 更攀升至 87%。我們首評給予伊雲谷「增加持股」評等，目標價為 232 元 (以 2024-25 年 EPS 的 40 倍本益)。

宏碁資訊 (3811 TT, OP, TP: NT\$369)

宏碁資訊擁有微軟在台最緊密的合作關係、龐大的客戶群以及長期訂閱合約，加上微軟在台設立的第一座資料中心將於 4Q23/1Q24 年落成，預計會刺激宏碁資訊的營收和利潤增長。我們預估 2023-2025 年宏碁資訊的營收 CAGR 將達 13.5%，主要推動力是占總營收超過 60% 的雲端業務。規模經濟的效益將使營業利潤率從 2022 年的 7.2% 逐年提升至 2025 年的 8.6%，2023-2025 年的利潤 CAGR 可達 20%。我們對宏碁資訊的初步評級為「增加持股」，一年目標價為 369 元，根據 2024 年的 EPS 並假設 25 倍的本益比。

是方 (6561 TT, OP, TP: NT\$497)

是方電訊是台灣最大的國際中立機房、網際網路交換中心和公有雲交換平台供應商，同時也是東亞重要的網路樞紐和國際海纜開口，具有無可取代的競爭優勢。隨著台灣雲端和數據需求即將進入高速成長期，是方 IDC 機房也將擴產以應對強勁需求。我們預估公司 2023-25 營收 CAGR 達 14.7%，高於 2017-22 的 7.7%，EBITDA 2023-25 CAGR 為 21%，也較 2018-23 的 13% 加速增長。我們首評是方電訊「增加持股」投資評等，目標價 NT\$497，基於 35 倍 2024-25 EPS 得出。考慮是方在東亞的網路樞紐地位不可取代，及台灣未來雲端需求的快速增長，加上公司穩健的獲利增長，我們預期公司的獲利將長期穩健成長，PE 將持續提升。

91APP (6741 TT, OP, TP: NT\$173)

91APP 專注於提供雲端軟體加值服務，並專精於電商與虛實融合 (OMO) 的領域。它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主力在幫助零售業者完成數位轉型。所有的解決方案，包括商務雲和行銷雲，均由公司自行開發並維護。我們看好 91APP 2023-25 獲利皆達 20% 以上成長，主因 1、D2C 及實體零售網路滲透率目前被低估，未來成長潛力高；2、91APP 在零售 SaaS 領域具顯著競爭優勢。我們預估 2023-25 營收成長皆達 15% 以上，其中經常性營收占比達 90% 以上，成本穩定 (75% 來自工程師薪資)，有助毛利率提升。在營收及毛利率雙重成長下，我們預估 2023-25 獲利成長都達 20% 以上。我們給予「增加持股」投資評等，以 2024 預估 EPS 4.94 元及本益比 35 倍計算，目標價為 173 元。

圖 1: 同業比較

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	本益比 (x)			股價營收比 (x)			股東權益報酬率 (%)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
IaaS/PaaS															
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	31.7	32.8	29.5	12.2	11.6	10.1	26.2	26.0	27.2	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	47.4	21.3	15.6	0.0	0.0	0.0	(1.9)	11.9	16.0	(95.9)	122.5	36.7
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	35.9	36.2	31.7	0.2	0.2	0.1	47.2	36.3	33.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	27.3	21.8	18.4	0.0	0.1	0.0	23.6	25.6	25.1	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	32.8	22.2	20.3	1.1	1.1	1.0	N.A.	N.A.	109.8	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	50.8	25.1	22.9	0.3	0.3	0.2	N.A.	(423.6)	211.8	(46.7)	102.3	9.6
MSP															
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	96.6	76.0	34.8	1.8	1.5	1.2	4.4	5.0	11.8	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	20.0	18.2	15.4	3.2	2.8	2.5	33.0	33.6	34.1	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	29.8	28.0	26.0	0.5	0.5	0.5	33.0	30.3	28.4	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	0.1	0.1	0.1	(82.3)	(21.5)	87.2	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	N.A.	21.7	19.6	0.1	0.1	0.1	29.1	31.5	32.3	N.A.	N.A.	10.3
SaaS															
91App Inc	6741 TT	486	123.5	43.6	34.0	25.0	9.8	8.3	6.8	13.8	16.1	19.1	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	N.A.	195.0	119.5	1.2	1.0	0.8	(35.7)	(0.2)	4.0	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	N.A.	36.0	27.4	9.0	7.0	6.4	N.A.	(51.4)	(125.1)	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	4.4	3.5	(152.1)	(54.1)	6.6	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	48.5	31.4	27.8	3.8	3.1	2.8	33.0	41.6	39.2	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	140.3	43.0	28.5	1.2	1.0	0.8	2.9	8.2	10.6	(66.3)	226.5	50.6

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 2: 同業比較

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	營收 (百萬當地貨幣)			營收年增率 (%)			毛利率 (%)			營業利益率 (%)			每股盈餘 (當地貨幣)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
IaaS/PaaS																					
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	3,080	3,233	3,719	10.0	5.0	15.0	47.7	49.2	47.0	33.7	34.3	33.2	11.8	11.4	12.7	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	513,983	561,029	627,302	9.4	9.2	11.8	43.8	45.6	46.2	2.4	3.8	5.3	(0.3)	2.7	3.7	N.A.	N.A.	38.5
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	198,270	211,282	235,349	18.0	6.6	11.4	68.4	68.7	68.5	42.1	41.6	42.3	9.7	9.6	11.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	282,836	247,493	283,357	9.8	(12.5)	14.5	55.4	64.3	62.9	26.5	32.3	33.1	4.6	5.7	6.8	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	12,851	13,291	14,046	9.2	3.4	5.7	82.3	83.4	83.7	18.6	27.8	26.9	4.3	6.4	7.0	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	42,440	49,855	54,026	4.8	17.5	8.4	79.1	74.2	74.3	25.7	41.9	42.9	2.5	5.0	5.5	(46.7)	102.3	9.6
MSP																					
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	8,618	10,139	12,558	(15.1)	17.7	23.9	12.7	12.1	12.4	1.4	1.2	2.7	1.6	2.0	4.5	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	7,190	8,031	9,076	15.9	11.7	13.0	13.4	13.6	13.9	7.2	7.7	8.0	11.4	12.5	14.8	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	61,594	64,311	68,289	21.9	4.4	6.2	32.0	32.1	32.1	15.2	15.0	15.3	10.9	11.6	12.5	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	3,122	2,952	2,960	3.7	(5.4)	0.3	27.4	23.0	23.6	(21.7)	6.0	6.6	(3.8)	(0.2)	(0.1)	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	1,216,410	1,502,486	1,602,912	21.1	23.5	6.7	32.6	30.3	31.4	23.0	21.1	21.5	N.A.	59.4	65.5	N.A.	N.A.	10.3
SaaS																					
91App Inc	6741 TT	486	123.5	1,263	1,480	1,809	14.7	17.2	22.3	75.1	75.4	76.1	32.5	34.9	38.7	2.8	3.6	4.9	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	5,600	6,733	7,940	21.4	20.2	17.9	49.2	49.0	49.7	(14.7)	4.5	8.1	N.A.	0.3	0.6	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	989	1,270	1,388	29.9	28.4	9.3	62.1	67.1	67.7	(20.6)	9.2	12.2	(7.3)	2.5	3.3	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	152	220	279	35.9	44.3	26.9	74.9	77.3	77.7	(50.4)	(5.5)	2.0	(1.9)	(0.2)	(0.1)	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	12,868.0	15,785.0	17,606.0	15.2	22.7	11.5	87.7	89.1	89.1	34.6	45.1	44.6	10.1	15.6	17.6	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	17,098.0	21,252.0	26,492.0	28.7	24.3	24.7	73.5	77.5	78.2	2.1	20.7	28.0	1.5	4.9	7.4	(66.3)	226.5	50.6

資料來源: Bloomberg; 凱基

台灣 2022-2027 雲端需求成長 CAGR 高達 27.3%，遠高於全球與亞太區；未來 2-3 年增幅更高達 28-34%。

台灣公有雲市場加速崛起: 2022-27 年 CAGR 27.3% 超越全球及亞太

根據 Gartner 的預測，2022 年全球公有雲終端用戶市場的規模將超過 4,900 億美元，並預計在 2022 至 2027 年間的複合年增長率 (CAGR) 達 19.5%。從地區角度來看，亞太地區 (日本除外) 的成長速度高於歐美，其 CAGR 達到 24.3%。

而台灣的成長更是引人矚目，同期間的 CAGR 高達 27.3%，尤其在 2023-2025，每年市場成長高達 28-34%，主因台灣過去公有雲支出落後全球平均、法規鬆綁開啓新頁、地理優勢吸引三大公有雲落地及生成式 AI 普及，將帶動企業、政府、及金融業等運用雲端的網路資源、龐大運算能力及存儲服務等 (詳見下章)。

IaaS 成長最高，全球成長 CAGR 達 25.2%

以全球服務模式來看，以硬體資源擴充彈性高之 IaaS 同期 CAGR 達 25.2% 最為強勁，PaaS 成長 21.8% 次之，SaaS 則為 16.7%。以下將簡介各服務模式之市場概況及成長性。

圖 3: 台灣公有雲市場成長性高於全球及亞太

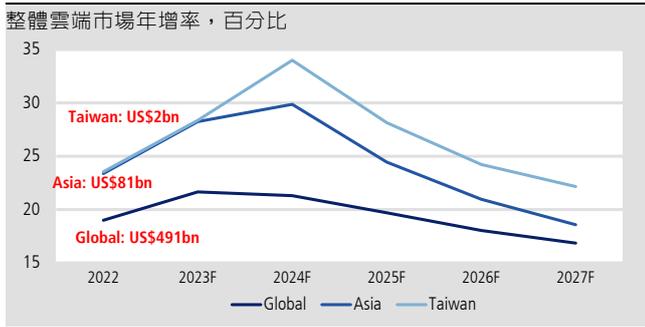
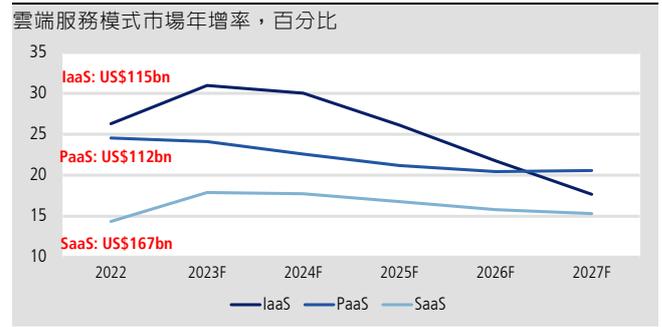


圖 4: 全球 IaaS 成長性優於 PaaS 及 SaaS

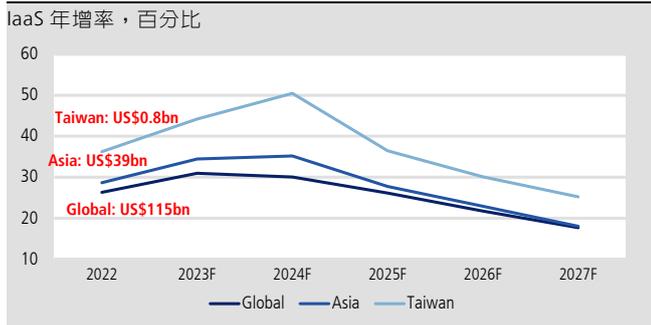


IaaS 仍為大廠主導，例如 Amazon 的 AWS、Google 的 Google Cloud、Microsoft 的 Azure 等。

Gartner 預估台灣 2022-2027 CAGR 更高達 37%，為三種模式之冠，主因各大公有雲將加入投資台灣。

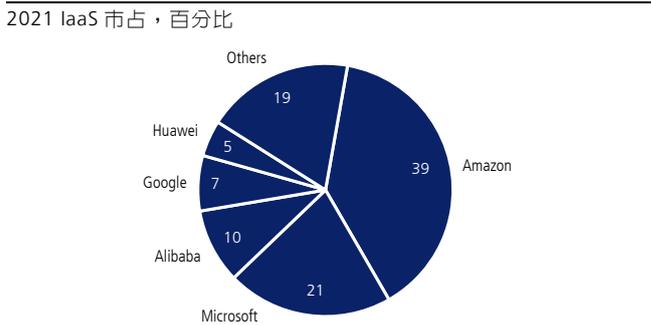
IaaS (Infrastructure as a Service, 基礎架構式服務) 提供虛擬化的硬體資源，如同伺服器、儲存空間、網路資源等，企業可租用這些資源，因不同需求擴充或縮減，彈性極高。這種模式的優點是可以根據需求來增減資源，不必擔心過度或不足的投資。主要的 IaaS 提供商包括 Amazon 的 AWS、Google 的 Google Cloud、Microsoft 的 Azure 等。Gartner 預估全球 IaaS 市場規模 2022-27 CAGR 達 25.2%，其中台灣區同期 CAGR 更高達 37%，為三種服務模式中最高，主因各大公有雲將加入投資台灣 (詳見下章)。2021 年全球 IaaS 服務供應商中，以 Amazon 市占 38.9% 居領導地位，Microsoft 21.1% 次之，阿里巴巴及 Google 分別為 9.5% 及 7.1%。

圖 5: 台灣區 IaaS 成長率大幅高於全球平均成長率



資料來源：Gartner, 凱基整理

圖 6: Amazon 為全球 IaaS 領導者



資料來源：Gartner, 凱基整理

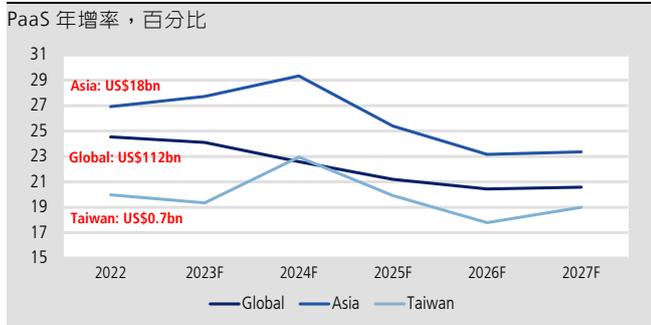
PaaS (Platform as a Service, 平台即服務) 則為在 IaaS 基礎架構上提供一個平台，提供客戶更多功能，例如作業系統、資料庫管理及應用程式開發工具等。PaaS 可幫助企業降低成本（無須創建及維護基礎設施）、更快速開發及佈署應用程式且兼顧靈活運用性，但缺點是客戶更加依賴供應商提供的平台和工具、數據安全和隱私，以及較少的客製化。

Paas 市場規模 2022-27 CAGR 達 22%，台灣則成長 20%，因市場及資金規模有限而成長落後。

Gartner 預估全球 PaaS 市場規模 2022-27 CAGR 達 21.8%，台灣同期 CAGR 則為 19.8%，略低於全球成長性，主因台灣業者資金及規模較小，較少著墨 PaaS 市場。而 2021 年全球 PaaS 服務供應商中仍以 Amazon 市占 25.3% 居首，其次為 Microsoft 14.5%，Salesforce 及 Google 分別為 8.5% 及 7.5%。

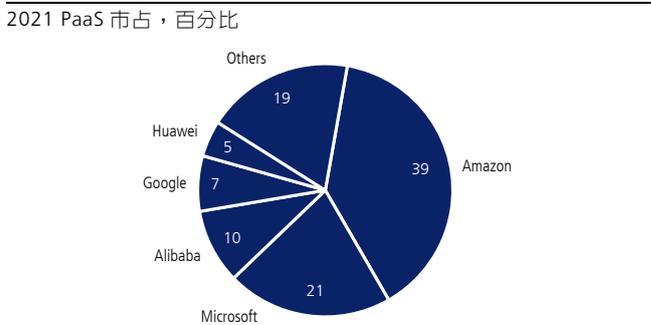
2021 年全球 PaaS 服務供應商以 Amazon 市占 25% 為最高，其次為 Microsoft 及 Salesforce。

圖 7: 台灣區 PaaS 成長率略低於全球



資料來源：Gartner, 凱基整理

圖 8: Amazon 於 PaaS 服務也處於領導地位



資料來源：Gartner, 凱基整理

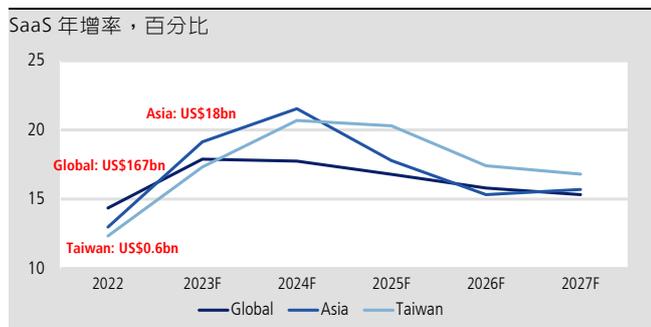
SaaS 市場規模 2022-27 CAGR 達 16.7%，台灣則成長 18.5%，微幅高於平均。

SaaS (Software as a Service, 軟體即服務) 是雲端型軟體交付模型，其中雲端供應商可以開發並維護雲端應用程式軟體、提供自動軟體更新，並透過網際網路以隨用隨付的方式提供軟體給客戶。在這種模式下，軟體和相關的數據都被托管在雲端。使用者通過網路，通常是網頁瀏覽器，來訪問這些軟體。SaaS 提供完整的應用程式堆疊基礎架構，除基礎架構外也包含應用程式軟體本身，使用者不需要為購買和維護硬體，軟體或相關 IT 基礎設施付出成本，且簡化了 IT 管理；其缺點為：現有工具和應用程式的整合問題、數據安全、完全依賴網路連接、客製化程度低，以及長期訂閱可能總成本更高等。

2021 年全球 SaaS 服務供應商以 Microsoft 市占 16% 為最高，其次為 Salesforce 及 SAP。

Gartner 預估全球 SaaS 市場規模 2022-27 CAGR 達 16.7%，台灣區則達 18.5%，為三大雲端服務模式中最低。而 2021 年全球 SaaS 服務供應商以 Microsoft 市占 16% 為最高，其次為 Salesforce 及 SAP，分別為 12.7% 及 5.3%。

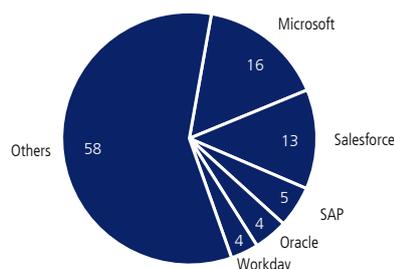
圖 9: 台灣區 SaaS 成長率高於全球，為三種服務模式中最低



資料來源：Gartner, 凱基整理

圖 10: Microsoft 於 SaaS 服務中居首，其次為 Salesforce 及 SAP

2021 SaaS 市占，百分比



資料來源：Gartner, 凱基整理

台灣公有雲產業接下來 3-5 年將被多重引擎推動成長：(1) 過去公有雲支出大幅落後，(2) 法規鬆綁，(3) 地理優勢吸引三大雲加速投資，以及 (4) AI 提升雲端 SaaS 軟體產品與服務的需求。

過去台灣公有雲支出嚴重落後全球，未來 3-5 年將加速追趕。預計 2022-2027 年 CAGR 將達 27%，超過全球平均 20%。

台灣企業混和雲需求從 2021 年的 36% 大幅成長到 2022-23 的 69%。隨著企業增加使用混合雲和多雲策略，軟體服務商和管理服務供應商 (MSP) 面臨新的機遇與挑戰。這種趨勢促使他們必須提供更廣泛、更靈活、適應性強且更安全的解決方案，以符合各種雲環境的需求。

多重引擎驅動 3-5 年榮景

我們預估台灣公有雲產業接下來 3-5 年將被多重引擎推動快速成長：(1) 過去公有雲支出大幅落後全球平均，顯示有大成長潛力，(2) 法規鬆綁開啓新頁，為台灣公有雲服務商及軟體創造更多機會，(3) 地理優勢吸引三大雲落地，提供並使用更多雲端資源、頻寬與服務以及 (4) 生成式 AI 的普及將帶來大量運算及軟體服務需求，促進企業上雲意願。這四大趨勢將使台灣的公有雲產業長期跟隨全球潮流成長，並讓台灣在未來 3-5 年內雲端需求爆發，成為亞太地區的亮點。

1. 台灣公有雲支出落後全球，正進行大幅追趕

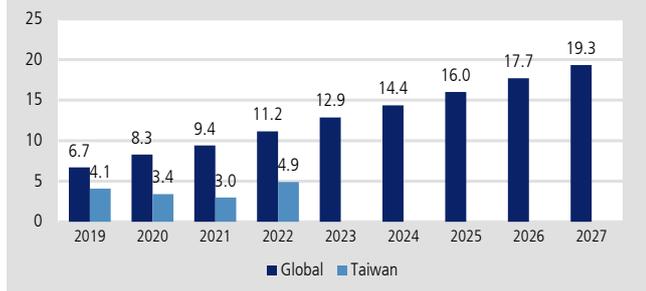
儘管台灣的公有雲支出嚴重落後全球平均，佔 IT 比重僅 4.9%，且近年與全球平均的落後幅度拉大，然而，根據 iThome 和 Gartner 的預測，由於多重因素推動，台灣公有雲市場將在未來 3-5 年大幅度追趕，其 2022 至 2027 年的複合年增長率 (CAGR) 將達 27.3%，超越全球與亞太的 19.5% 與 24.3%。特別是在 2023 至 2025 年，預期台灣的雲端市場年增長率能高達 28-34%。

企業雲端策略朝向混合雲及多雲發展。 Ikala 的「2022 產業雲端應用趨勢大調查」中，提及台灣企業雲端部署策略，在公有雲、混合雲及地端環境的布局中，69% 的企業規劃在近 2 年採用混合雲部署，此比例從 2021 年的 36% 大幅躍昇，相對地，地端的比例從 2021 年的 32% 減少到 2022-23 的 6%，有意採用混和雲的企業亦高達 94%，呼應我們台灣公有雲大幅成長趨勢的看法。企業轉型投資重心逐漸從最佳化地端與採用單一雲端，邁入多雲與混合雲應用。

隨著企業增加使用混合雲和多雲策略，軟體服務商和雲端託管商(MSP)面臨新的機遇與挑戰。這種趨勢促使他們必須提供更廣泛、更靈活、適應性強且更安全的解決方案，以符合各種雲環境的需求。廠商必須提供能夠無縫整合多雲和混合雲環境的服務，並確保數據的一致性和安全性。此外，MSP 需要擴展其技能，包括管理多種雲平台的專業知識，以及為客戶提供適應混合雲和多雲環境的諮詢服務。更嚴格的要求將使原本有技術及客戶優勢的 MSP，例如伊雲谷，有更多增進市佔的機會。

圖 11: 台灣公有雲支出佔 IT 比重仍低

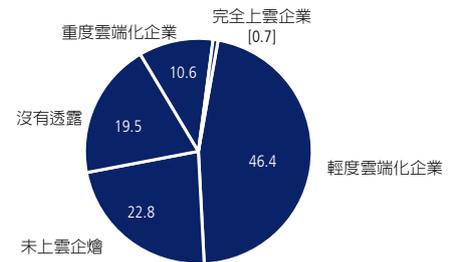
全球及台灣公有雲支出佔 IT 比重，百分比



資料來源：Gartner, iThomei

圖 12: 2022 年底台灣企業上雲比例仍低

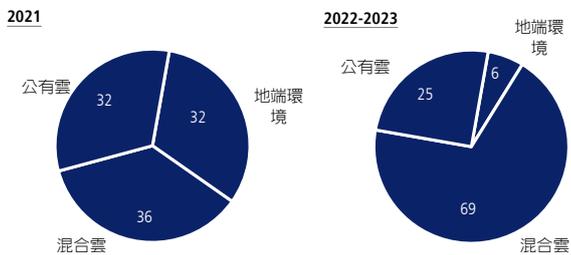
企業上雲成熟度分佈，百分比



資料來源：iThome

圖 13: 台灣企業混合雲成長快速，地端大幅下降

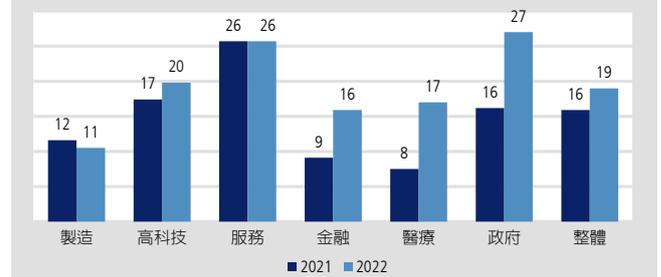
雲端使用比重，百分比



資料來源：Ikala

圖 14: 台灣金融、政府及醫療企業加速混合雲佈局

產業混合雲比例，百分比



資料來源：iThome

2. 法規鬆綁為產業上雲開啓新的篇章。台灣過去雲端用戶多以中小企業、網路原生公司為主，如遊戲、電商、影音串流、直播等產業，大多追求流量而非雲端服務附加價值。

過去因為考量資訊安全及數據隱私，政府公部門鮮少上雲，金管會對於金融企業上雲的管制也較為嚴格。例如過去銀行委外使用雲端服務時，若涉及重大性委外作業（如客戶資料）或是將作業委託到境外公有雲，都得事先向金管會申請核准，處理上需耗費較多時間，且金管會要求銀行必須對委外機構進行實地查核。由於公有雲服務業者的機房大多位於海外，導致實地查核的執行困難，進而限制了政府部門和金融業對上雲的意願。

最快 3Q23 金管會法規大鬆綁，將為台灣雲端產業開展新頁，促使政府、金融業及其他產業加速上雲。

然而，此情況將因金管會法規鬆綁而有巨大轉變：金管會於 2023/3/7 宣布金融業委外辦法將有重大鬆綁，尤其對金融企業上雲規範大幅放寬。金管會修正「金融機構作業委託他人處理內部作業制度及程序辦法」，未來銀行業者使用境內雲端服務，處理一般性事務或辦公應用，已不須事先申請核准，可直接使用境內公有雲服務來儲存資料。對於境外雲端服務使用，也只有屬於重大性消費金融業務系統或主管機關指定類型才須向金管會申請取得核准，其他業者免申請就能將各自業務資訊系統上到境外公有雲。此外，金管會對於上雲申請核准的程序進行了大幅簡化。在第一個案例獲得批准之後，其他的金融業者在使用相同的公有雲服務，如 Microsoft 365 等，就不再需要重新申請。這項法規的鬆綁將使金融業上雲的操作變得更加便捷，進一步推動公有雲服務在金融業的使用率。

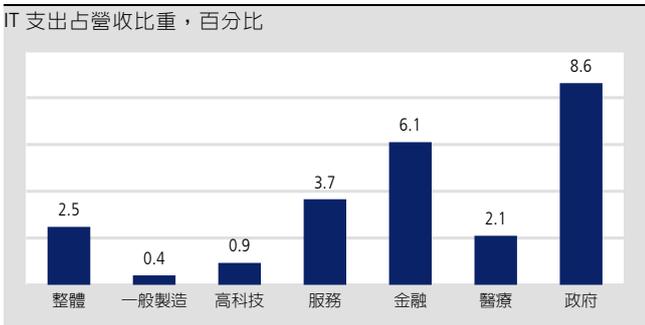
圖 15: 金融業上雲規範鬆綁，最快於 3Q23 上路

作業項目	修正前	修正後
其他經主管機關核定得委外之作業項目	應申請核准	首案經金管會核定後，其他金融機構得逕行辦理
信用卡發卡及消費性貸款之行銷	應申請核准	免申請核准
應收債權催收作業	應申請核准	免申請核准
跨境委外	應申請核准	重大性消費金融業務資訊系統委託至境外處理，應申請核准
使用雲端服務	應申請核准或備查	重大性消費金融業務資訊系統委託至境外處理，應申請核准

資料來源：金管會，凱基整理

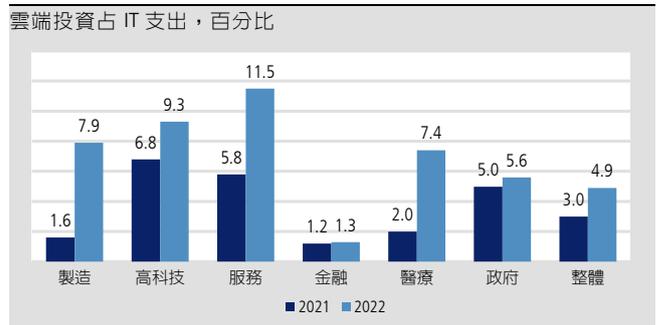
法規的鬆綁對於台灣整體雲端需求影響極大，由圖 15 可知，政府與金融是台灣 IT 支出比重最高的產業之一，但其雲端佔 IT 投資卻相對低，尤其是金融業。因此，預計在 3Q23 實施的法規鬆綁將在未來 1-2 年間推動金融業對公有雲的使用明顯加速。

圖 16: 2022 年政府、金融業 IT 支出大



資料來源：Gartner, iThomei

圖 17: 2022 年金融及政府雲端支出比重仍低



資料來源：iThome

2020 年美國提出「乾淨網路」計畫，從電信、雲端系統，到海底電纜，都必須確保數據不受中共監控。自此，台灣的優異地理位置在亞太網絡的重要性大幅提升。

3. 地理優勢加速公有雲落地。對資料傳輸速度來說，資料中心和終端的「距離」是關鍵因素之一。過去科技公司大多選擇香港作為中心點，但 2020 年美國提出「乾淨網路」計畫，從電信、雲端系統，到海底電纜，都必須確保數據不受中共監控。計畫公布幾周後，矽谷巨頭 Google、Meta 都宣布放棄連結美國和香港的海底電纜建設，選擇台灣作為節點，如今已有 14 條海底電纜通過台灣，我們相信未來更多歐美海底電纜及雲端相關投資將更加看重台灣在區域中扮演的重要角色。

三大公有雲開始在台加大投資。台灣如今的雲端服務皆建立在三大公有雲上，Amazon AWS 在公有雲市場長期位於主導地位，其產品及服務多元，且價位為三大雲中最實惠，吸引許多新創、中小企業客戶；Microsoft Azure 則為 AWS 主要競爭者，其 Windows、Office 365 等系統在大企業客戶間黏著度高，轉換使用 Azure 上雲順暢。因此，Azure 主要客戶即為大型企業；Google Cloud 則最晚進入市場，產品類別較少，然其強勁的機器學習、數據分析優勢，能夠提供高彈性的軟體解決方案，其未來成長速度快且潛力高。

2022 年起，Google Cloud, AWS 及 Azure 三大公有雲陸續展現加速台灣投資的野心：AWS 2022 首次設立台灣第一座本地雲 (Local Zone)、GCP 加速第二、三家資料中心建設、Azure 第一座資料中心即將在 4Q23-1Q24 完工。

Google 是最早落地的三大雲，且即將在台蓋起第二(南科工)、三座(雲科)資料中心，積極推出解決方案，來守住地端應用市場；市占率最高的亞馬遜 AWS 在美國之外的首批「本地區域」(Local Zone) 選擇在 2022 年 10 月落腳台灣，為企業支援超低延遲應用，如線上遊戲、AR/VR 應用，我們認為這亦是為了配合醫療、金融等法遵需求。這不僅是 AWS 在台灣設立的第一朵本地雲，也是繼 Google Cloud 之後，終於有另一家公雲巨頭在臺灣啓用雲端機房。更令人振奮的是，根據凱基的調研，未來增長性及影響度最高的微軟 Azure 也將在台建起資料中心，預計 4Q23-1Q24 成立，並投資數百億元衝刺軟、硬體研發。以上證據一再顯示台灣的優異地理位置與供應鏈競爭力，讓三大雲加入提高投資與落地計畫；IaaS 在台灣的本地的投資也將漸少企業上雲的顧慮。

台灣在東亞網路地理優勢進一步提升，再加上三大雲加速落地，將提升獨立機房、頻寬、網路/海底電纜交換中心需求，有利於 IDC 業者如是方電訊 (6561 TT) 的未來前景。

台灣因 2020 年美國提出「乾淨網路」計畫，在東亞網路地理優勢進一步提升，再加上三大雲加速落地，台灣獨立機房、頻寬需求、網路/海底電纜交換中心等需求，甚至直連雲等將看到明顯成長，有利於 IDC 業者如是方電訊 (6561 TT) 的未來前景。

圖 18: 三大公有雲在台落地計劃

	AWS	Azure	GCP
項目	Local Zone (本地區域)	資料中心	資料中心
地點	台北	北台灣	彰濱 (已建成)、台南、雲林
宣布時間	Jun-22	2020	2019 (台南)、2020 (雲林)
啓用時間	Oct-22	4Q23-1Q24F	2013 (彰濱)

資料來源：凱基整理

圖 19: 三大公有雲比較

	Amazon AWS	Microsoft Azure	Google Cloud Platform
成立時間	2014	2010	2012
資料中心數量	27個區域、87個可用區域	35個區域	28個區域
證照等級	Select、Advance、Premier	CSP、LSP、MSP	Member、Partner、PremierPartner
可銷售區域	全球	限制銷售區域	全球
競爭優勢	主導的市場地位 廣泛而成熟的產品 對大型組織的支持 廣泛的培訓	與Microsoft工具和軟體結合 廣泛的功能集 混合雲 支持開源	專為雲原生業務設計 致力於開源和可移植性 大幅折扣和靈活的合同 DevOps專業知識
在地領導MSP	伊雲谷	宏碁資訊、精城軟體	無

資料來源：凱基整理

4. AI 加速雲端 SaaS 軟體產品與服務，以及資安的需求。凱基預估 AI 的興起將會增加對雲端服務的需求，這主要表現在以下幾個方面：

AI 因 ChatGPT 問世，將大幅增加軟體開發及應用的速度及廣度。

數據儲存、計算能力、雲服務及資安考量將給予企業更多上雲的誘因。

(1) 數據儲存與管理：AI 應用通常需要大量數據來訓練和運行。這就需要大量的儲存空間，而雲端提供的彈性和可擴展的儲存方案能夠很好地滿足這種需求。未來僅是靠地端或私有雲儲存，恐怕無法跟上數據分析與管理需要的儲存空間，或是不敷成本效益。因此，企業將更有使用公有雲的誘因。

(2) 計算能力：AI 應用（特別是深度學習）通常需要大量的計算資源，雲端服務提供者如 Amazon Web Services, Google Cloud, Microsoft Azure 等提供了具有高性能 GPU 的虛擬機器，能夠有效地進行大規模並行運算。由於 ChatGPT 的出現激發了大量的運算需求，NVIDIA 的 A100/H100 GPU 的訂單成長出現爆發性增長。值得注意的是，AI 伺服器價格是一般伺服器的 10-15 倍，且面臨可能的產能短缺問題。因此，若企業想要建立自家的 AI 運算能力並追上運算速度的要求，那麼挑戰將會是相當艱巨。

(3) 服務可用性和擴展性：雲端能夠提供即用型的計算資源，這對於需要應對波動需求的 AI 應用來說非常重要。另外，雲服務也能實現快速擴展，以支持全球範圍內的服務。

(4) 資安需求上升：資安為未來 5-10 年最重要雲端趨勢之一。根據 2022 iThome CIO 大調查，強化資安為 CIO 年度十大重點，在 2021 年，金管會亦修訂法規，強調上市櫃公司必須配備一定比例的資安人才，以增強各產業的資訊安全防護能力。在所有產業中，又以金融業對於「符合公司安全政策」這項指標的要求最高。

資安為各大 CIO 最重視因素之一。AI 快速發展帶來的資安複雜性，將推動公有雲對資安設備與軟體的大幅投資。這將帶動 SaaS 軟體訂閱以及 MSP 資安監控與防禦服務的需求，進而有利於 MSP 服務商如伊雲谷及軟體代理商宏碁資訊等廠商的業務增長。

隨著 AI 應用的快速發展，資安議題即將變得更複雜。對於地端來說，傳統觀念認為地端儲存較雲端安全的想法，可能因 AI 促使駭客軟體快速變種，混和雲的比例增加，資料傳輸的過程更複雜且更脆弱。不再比公有雲更安全；在 iKala 的報告中，「雲平台安全性」及「符合公司安全政策」被列為企業選擇公有雲供應商時的前三名重要指標，僅次於總成本，資安在雲端趨勢中的重要性可見一斑。

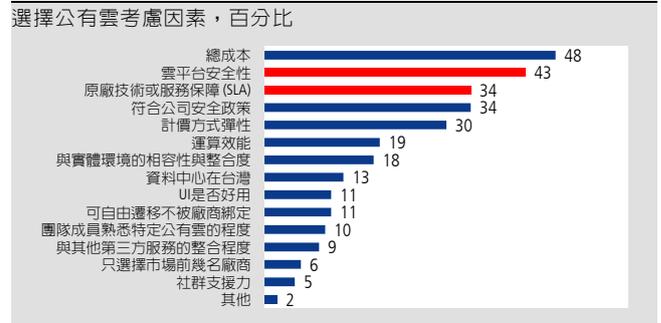
我們預計在 AI 浪潮下，公有雲也將大幅投資資安相關設備與軟體，帶動 SaaS 軟體訂閱以及 MSP 資安監控與防禦服務，這將有助於 MSP 服務商如伊雲谷及軟體代理商宏碁資訊等廠商的業務增長。

圖 20: 2022 年資安議題為 CIO 年度首要目標



資料來源：2022 iThome CIO 大調查

圖 21: 資安為企業除了總成本以外最重視的項目



資料來源：ikala

附錄

雲端服務有三大模組及三種服務模式

雲端服務三大應用模式

「雲端」指的是藉由網際網路存取遠端的伺服器，並透過伺服器所提供的作業環境，執行軟體應用程式。而所謂雲端服務（Cloud Service）則是結合雲端運算（Cloud Computing）、雲端儲存（Cloud Storage）、網路連線，以及商業管理需求的網路服務。雲端服務共有 3 種應用模組：公有雲、私有雲、混合雲。

公有雲(Public Cloud)：公有雲是由第三方雲端服務（如 AWS、Azure、Google 等）公司架設，提供網路的開放資源空間，使用者向雲端服務公司租用如儲存空間、程式應用等服務。公有雲擁有大量數據與空間，以及資訊存取的高度彈性，且雲端服務公司會負責系統維護，降低企業的維護成本。

私有雲(Private Cloud)：私有雲是組織內部使用的私人雲端服務，自行架設雲端主機，透過使用者權限設定，以便控管資料調閱及存取，安全性比公有雲高，且不受網路頻寬與法規限制，然而，維護雲端主機的コスト也會跟著增加。

混合雲(Hybrid Cloud)：混合雲兼具公有雲與私有雲的優勢，可將資訊分開處理，機密性較高的資訊在私有雲中存取、一般資訊則透過公有雲進行作業，如此一來便能有高彈性及高運算效率的優勢。

圖 22: 雲端服務三種應用模式

	公有雲	私有雲	混合雲
優點	運算資源多	安全與隱密性高	能夠兼具公有雲與私有雲的優點
	容易取得資源	可掌控雲端環境	可掌握雲端環境
	初始成本及維護成本低	資源調度彈性高	擴張性佳
	易於規模化	穩定性較佳	運算效率高
缺點	相較私有雲來的不安全	需要IT投資及維護成本高	資管管理難度高
	有延遲的風險	資源無法快速擴張	公、私雲相容性問題

資料來源：凱基整理

雲端服務三大服務模式

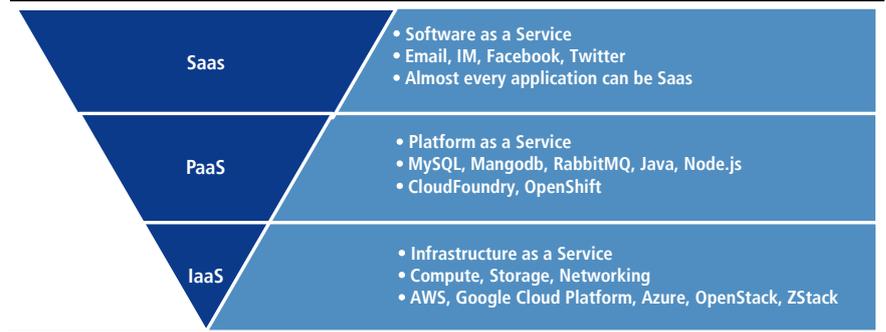
雲端服務模式共有 SaaS、PaaS、IaaS 3 種，依序是雲端作業環境的 3 個層次：雲端作業系統、雲端作業平台、雲端基礎建設。

SaaS (Software as a Service)：SaaS 是由雲端服務公司設計開發的雲端作業系統，使用者透過月租方式使用雲端資源與應用程式，而不需安裝軟體在自己的電腦上，如 VMware、Microsoft CRM 等服務。

PaaS (Platform as a Service)：PaaS 雲端運算模式提供中層平台，讓使用者可透過雲端平台的運算資源、工具和軟體，開發、測試、管理及建置自己的應用程式，主要提供給應用程式開發者使用，需具備一定的技術能力。PaaS 廠商負責管理、維護雲端基礎架構及安全性。

IaaS (Infrastructure as a Service)：IaaS 雲端服務模式是提供使用者所需運算資源、虛擬機器、儲存空間及網路環境，有別於 SaaS 及 PaaS 模式，使用者需自行設置與維護雲端系統，並購買工具軟體，IaaS 公司則負責管理底層基礎架構。

圖 23: 雲端服務三種服務模式



資料來源：凱基整理

雲端託管服務(Managed Service Provider)

雲端託管服務商以持續、週期性的支援與主動管理方式，提供企業網路、應用程式、基礎架構與資訊安全等服務。主因隨著企業雲端進行數位轉型時，開始搬遷上雲並使用各大公有雲 (AWS, GCP, Azure)執行應用程式，卻面臨企業無專業的雲端技術人員協助處理在雲端環境上所遇到的任何問題亦或緊急狀況。雲端託管服務商提供的服務，包括雲端諮詢、遷移、部署管理和優化等，以幫助企業充分利用雲技術。

圖 24: 雲端託管服務模式



資料來源：凱基整理



伊雲谷

(6689.TW/6689 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 16 (NT\$)	155.5
12 個月目標價 (NT\$)	232.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	49.2

焦點內容

伊雲谷為「一站式多雲服務」雲端託管服務商(MSP)，且為 AWS 大中華區首間高級諮詢顧問，東南亞最有競爭力 MSP 之一。其為凱基認為雲端四大趨勢下主要受益者，預計 2023-25 EPS CAGR 高達 87%

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	10.57 / 342.2
流通在外股數 (百萬股)	68.00
外資持有股數 (百萬股)	10.99
3M 平均成交量 (百萬股)	2.09
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	80.00 -177.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	32.9	82.5	N.A.
相對表現 (%)	19.3	63.5	N.A.

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.64A	0.34A	0.18A	0.50A
2023	0.32A	0.51F	0.54F	0.67F
2024	0.84F	1.03F	1.09F	1.51F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

[請即投票](#)

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com
許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com
重要免責聲明，詳見最終頁

多雲趨勢大贏家

重要訊息

伊雲谷為「一站式多雲服務」雲端託管服務商(MSP)，且為 AWS 大中華區首間高級諮詢顧問，東南亞最有競爭力 MSP 之一。在雲端四大趨勢下，伊雲谷將為主要受益者，我們預期 2023-2025 年獲利 CAGR 高達 87%，市場將進一步提高評價。

評論及分析

伊雲谷於雲端市場具備卓越的競爭力：**(1) 先進者優勢與多元客戶來源**。作為 AWS 大中華區首席高級諮詢顧問及其代管合作夥伴(MSP)，伊雲谷的客戶來源多元，包括 AWS 推薦、自我開發，以及系統整合廠商的貼牌服務及 AWS 的獨立軟體供應商(ISV)推薦，客戶數從 2020 年的 1,000 家預計將於 2025 年達到 4,000 家。**(2) 客戶產業廣泛且成功海外擴展**。起初以網路及遊戲公司為主的成長產業，未來將聚焦於政府、金融及企業客戶。伊雲谷已成功將經驗擴展至中國、香港及東南亞，並計劃於 2H23 進軍澳洲市場。**(3) 深化四大公有雲整合** (AWS、Azure、Google Cloud、Oracle Cloud)。儘管伊雲谷的雲端服務營收主要來自 AWS (占 80%)，但在企業、政府及金融產業增加微軟 Azure、Google Cloud 的服務，將成為伊雲谷的新成長引擎。

規模經濟將使獲利加速成長：我們預測伊雲谷在 2023 至 2025 年間，營收 CAGR 將達 24.5%，主要成長動力包括隨台灣 IaaS 市場的擴大、海外市場開拓以及多雲服務的提供。隨著規模經濟的體現，2023-2025 年的利潤 CAGR 將攀升至 87%。然而，由於 1H23 儲存業務固定費用仍高，營業利益率將在 2H23 才會穩定在 1% 以上，該年度的 EPS 將僅達 2.05 元。然而在 2024 和 2025 年，受益於營收增長和毛利率提升，營業利益率將分別提升至 2.7% 和 3.7%，而這兩年的 EPS 將分別成長 118% 及 60%，達到 4.5 元和 7.1 元。

投資建議

我們看好伊雲谷在雲端營收成長，及規模經濟顯現帶動獲利高速成長。我們首評給予伊雲谷「增加持股」評等，目標價為 232 元 (以 2024-25 年 EPS 的 40 倍本益比)。任何因短期財報的修正將提供長線買點。

投資風險

雲端營收成長、儲存業務費用下降及營業利益率提昇不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	10,149	8,618	10,139	12,558	15,724
營業毛利 (NT\$百萬)	1,076	1,095	1,225	1,561	1,986
營業利益 (NT\$百萬)	247	117	121	335	577
稅後淨利 (NT\$百萬)	204	101	139	304	485
每股盈餘 (NT\$)	3.40	1.61	2.05	4.47	7.14
每股現金股利 (NT\$)	2.50	2.80	1.43	3.13	5.00
每股盈餘成長率 (%)	9.9	(52.6)	27.1	118.2	59.8
本益比 (x)	45.8	96.6	76.0	34.8	21.8
股價淨值比 (x)	5.4	3.7	3.9	4.4	5.3
EV/EBITDA (x)	25.3	41.8	39.3	16.8	9.8
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	1.6	1.8	0.9	2.0	3.2
股東權益報酬率 (%)	12.1	4.4	5.0	11.8	21.9

資料來源：公司資料，凱基

伊雲谷為大中華首家 AWS 高級諮詢及代管服務夥伴。先進者優勢讓公司得以多元化策略獲得客戶，包括 AWS 推薦、自行開發及貼牌服務等。近年客戶數增長快速，且續約率高達 90% 以上。

台灣最佳雲端 MSP，具備多項競爭優勢

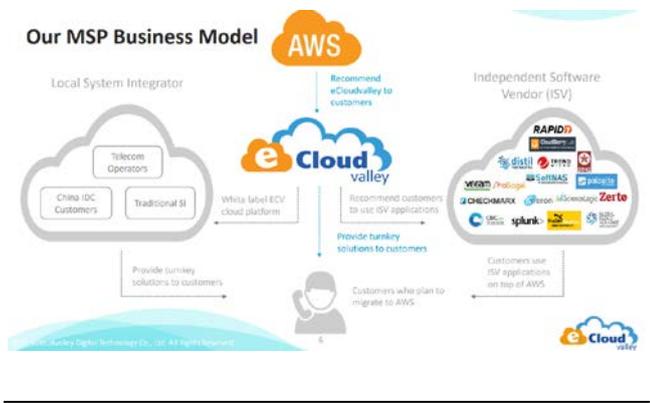
我們認為伊雲谷在雲端服務市場具備多項競爭優勢：先進者優勢及客戶來源多元化、客戶產業廣泛且成功海外擴展，以及整合四大雲將開始成長第二階段。

1、 **先進者優勢及客戶來源多元化。** 伊雲谷自 2014 年起在台灣提供亞馬遜 AWS 的雲端服務，成為大中華區首家 AWS 高級諮詢顧問（Premier Consulting Partner）及代管服務夥伴（Managed Service Partner, MSP）。作為全球雲端服務領導者 AWS 的 MSP，伊雲谷將與 AWS 同步成長並擴張至海外地區。

藉著先進者優勢，伊雲谷的營運策略是以先佔領再擴張，以爭取續約後的技術服務涵量提高。客戶來源主要來自 AWS 推薦及自行開發客戶外，還有來自當地系統整合廠商貼牌伊雲谷服務及在 AWS 的獨立軟體供應商(ISV)推薦的客戶。客戶數已由 2020 年的 1000 家成長至 2022 年的 2,400 家，預計 2025 年將達 4,000 家，且客戶續約率均維持在 90% 以上。

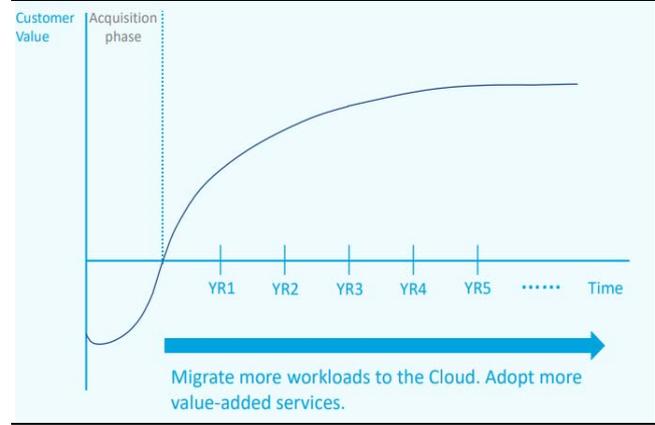
在 Channel E2E 的 2022 排行中，伊雲谷被列為全球 250 大 MSP 中排名第 18，台灣第一。

圖 1: 伊雲谷雲端服務模式



資料來源：公司提供

圖 2: 積極擴大客戶數驅動營收成長



資料來源：公司提供

圖 3: 伊雲谷在全 250 大 MSP 中排 18

We are **Born in the Cloud** and continue **Investing** in emerging Cloud technologies

We have advantages to capture the growth opportunity in **Greater China** and **Southeast Asia**

資料來源：Top 20 of ChannelE2E' MSP 250, Public Cloud Edition for 2022

六月 17, 2023 研究網站: <https://www.kgsia.com.tw/Portal/Report/Index/En/R> 15

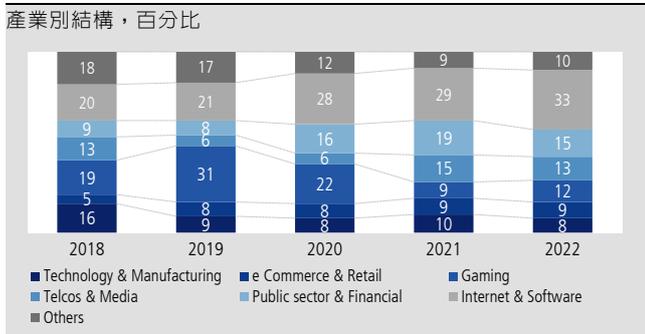
作為大中華及東南亞區域的 AWS 指標 MSP，伊雲谷已服務超過 2000 家客戶，涵蓋多元產業。2023 年目標提升企業、政府、金融單位之服務以提高毛利率。且已成功擴展至中國、香港及東南亞，計劃於 2H23 進軍澳洲市場。

2、客戶產業分佈廣且有擴展海外成功經驗。伊雲谷為 AWS 在大中華及東南亞區域的指標性 MSP，目前已經累積服務超過 2,000 家企業客戶，客戶涵蓋公部門、金融產業、製造業、傳播媒體業、網路遊戲、高科技、電商與零售等多元產業，當企業客戶在選擇 MSP 時，往往會視 MSP 是否有服務過同產業客戶之經驗，以確保因應數位轉型而上雲的過程是平順的。因此，擁有廣大且分散的客戶基礎的伊雲谷，在加速上雲的趨勢下通常是客戶首選。

伊雲谷 2022 年營收成長主要來源為網路及遊戲產業，占營收比重達 45%，但上述產業流量需求大，但附加服務相對少，毛利率也相對低；2023 年目標為提高企業、政府及金融單位，因這些產業要求雲端環境穩定及安全，附加服務要求相對多，有助毛利率提昇。凱基預估伊雲谷營業利益率將由 2022 年的 1.36% 提高至 2025 年的 3.7%，帶動同區間獲利成長 68.4%。

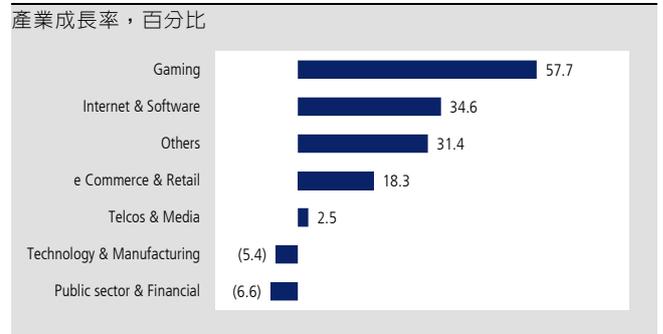
且伊雲谷已成功將臺灣經驗複製到中國、香港及東南亞等地，2H23 還將擴展至澳洲市場。而海外地區，2022 年以東南亞及台灣地區成長最大，分別達 59%及 31%，中國地區因 FinTec 產業、直播產業及製造業客戶展望不佳而有應收帳款風險，伊雲谷已不再續約，2023 年營收成長地區仍以東南亞及台灣為主，中國地區則保持持平。

圖 4：雲端營收以網路公司、政府及企業為主



資料來源：公司提供

圖 5：2022 年成長以遊戲及網路公司為主



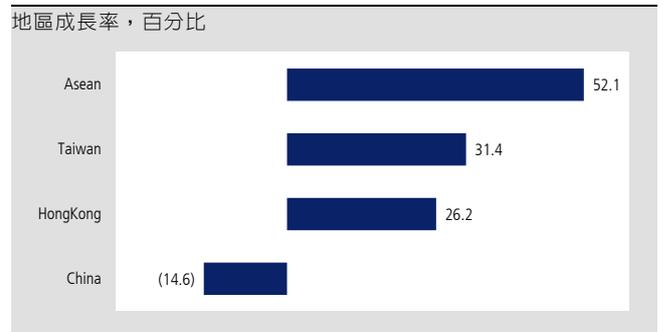
資料來源：公司提供

圖 6：雲端營收來源以台灣及中國地區為主



資料來源：公司提供

圖 7：2022 成長以東南亞及台灣為主



資料來源：公司提供

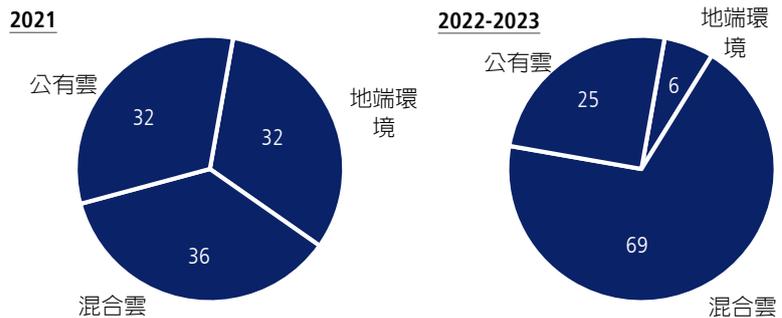
疫情加速數位轉型，69%企業計劃採用混合雲部署。伊雲谷已具有 AWS、Azure 合作資格，並取得 Google Cloud 合作夥伴雲動力 80% 股權，打造多雲布局，擴大整合四大公有雲。雖 AWS 營收占 80%，但企業、政府及金融對 Azure 和 Google Cloud 的需求將成為伊雲谷第二大成長動力。

3、代理三大公有雲因應客戶多雲策略。數位轉型的步伐在疫情下加速，而「2022 產業雲端應用趨勢大調查」顯示，將有 69% 的企業在未來兩年內計劃採用混合雲部署。企業轉型投資重心逐漸從最佳化地端、採用單一雲端，進而邁入多雲與混合雲應用。

伊雲谷原本已有亞馬遜 AWS 業務及微軟 Azure 的授權解決方案合作夥伴 LSP (Licensing Solution Partner) 資格，以及持股 10% 的雲馥有取得微軟 MSP 資格；另外，2022 年又取得雲動力資訊 80% 股權，雲動力為 Google Cloud 的合作夥伴，未來雲動力將成為伊雲谷 100% 投資之子公司。伊雲谷將加速推進多雲布局，進一步擴大整合四大公有雲（亞馬遜 AWS、微軟 Azure、Google Cloud、甲骨文 Oracle Cloud），以多雲服務為基礎，加乘雲端託管、資安、減碳、大數據分析等雲端應用服務，加速開拓海內外企業客戶。目前，雖然伊雲谷的雲端服務營收中，AWS 占 80%，但企業、政府及金融產業對微軟 Azure 和 Google Cloud 的需求，有望成為伊雲谷的第二大成長動力。

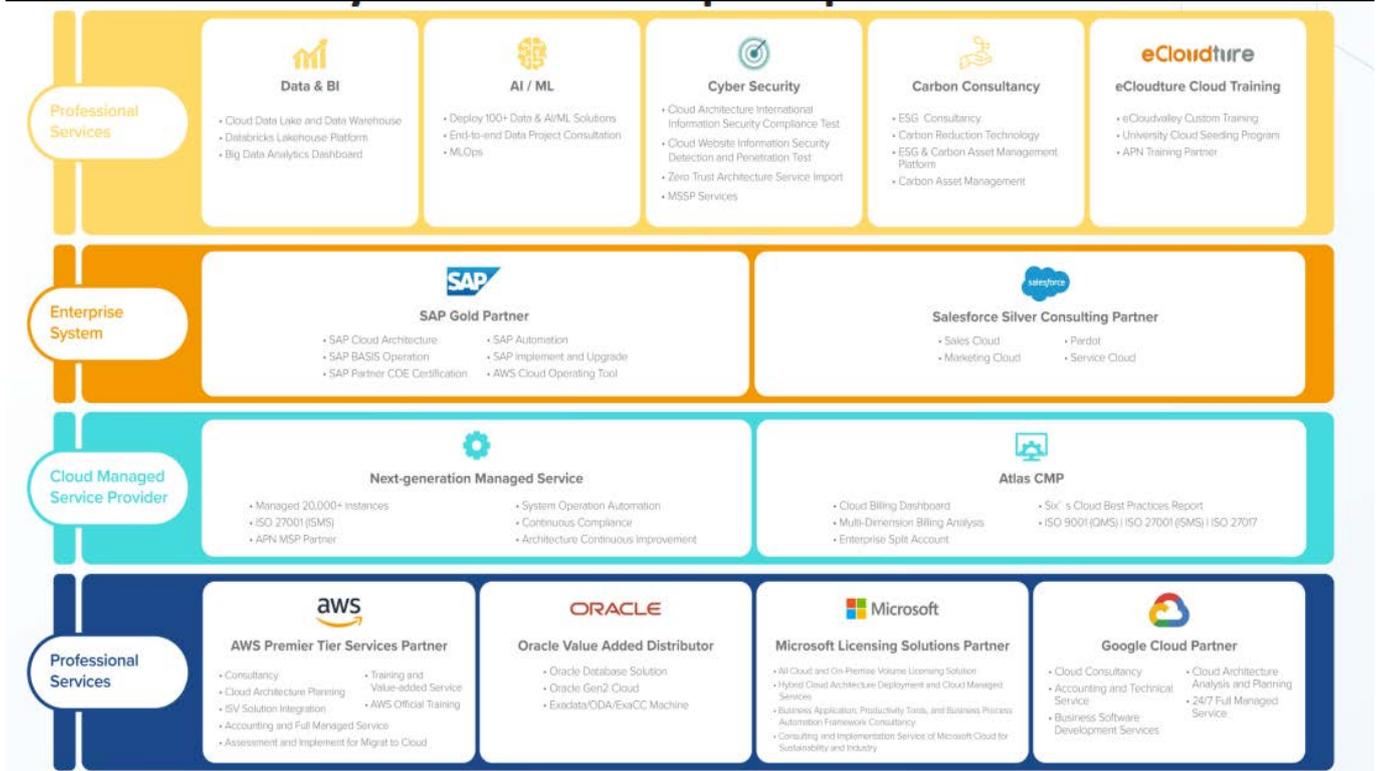
圖 8：企業 IT 支出提高公有雲及混合雲比重

企業於雲端占 IT 比重，百分比



資料來源：ikala

圖 9: 伊雲谷提供三大雲一站式雲端解決方案



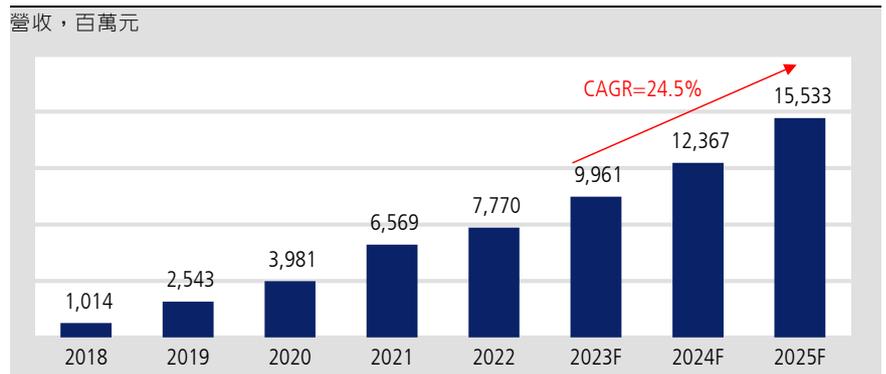
資料來源：公司提供

雲端營收預計將在 2023 年占總營收 90% 以上，使其 2023-2025 年營收年複合成長率(CAGR)可達 24.5%。這種成長主要來自全球 IaaS 市場的擴大，台灣和東南亞地區的業務增長，以及伊雲谷獲得三大公有雲 MSP 資格，進一步推進多雲策略。

2023-2025 年營收 CAGR 可達 24.5%

伊雲谷 2023 年開始雲端營收將占 90% 以上，儲存業務將降至 5% 左右，我們認為伊雲谷 2023-2025 年營收 CAGR 可達 24.5%，且營收在 2023/2024/2025 年成長率分別可達 17.7%/23.9%/25.2%，主要原因：1、Gartner 預估全球 IaaS 市場規模 2022-27 CAGR 達 25.2%，其中台灣區同期 CAGR 更高達 37%，伊雲谷 MSP 業務將隨台灣 IaaS 市場成長而成長。2、近幾年拓展海外市場，雖 2023 年占營收比重第二高的中國地區因經濟復甦力道不強而無成長，但在台灣及東南亞地區成長仍可達 30% 以上。3、企業雲端策略朝混合雲及多雲發展，伊雲谷透過入股及投資子公司，已具備三大公有雲的 MSP 資格，將增加多雲的營收及獲利來源。

圖 10: 伊雲谷 2022-2025 年營收 CAGR 可達 22%



資料來源：凱基

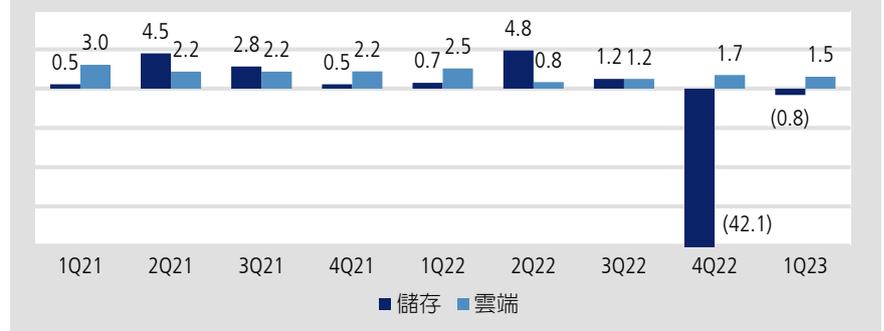
客戶結構改變及加值服務增加的趨勢下，伊雲谷將見到毛利逐年提升，2023-25 EPS CAGR 高達 87%。

規模經濟顯現，2023-2025 年獲利 CAGR 將達 87%

伊雲谷的雲端營收來自 AWS 約 80%，技術服務及其它公有雲營收約占 20%，成本主要支付給三大公有雲。而隨著伊雲谷在產業結構改變，在要求安全、穩定的企業、政府及金融業的比重逐年提高下，將增加技術服務營收，也有助毛利率逐年提昇。在規模經濟顯現下，我們預估 2023-2025 年獲利 CAGR 將達 87%。但 1H23 在儲存業務固定費用仍高，導致營業利益偏低，2H23 營業利益才會穩定在 1% 以上，2023 年的 EPS 僅達 2.05 元。但 2024 及 2025 年在營收成長、毛利率提昇及儲存業務固定費用下降，營業利益率將提高至 2.7% 及 3.7%。2024-2025 的 EPS 將分別成長 118% 與 60%，達 4.5 元及 7.1 元。

圖 11: 儲存業務固定費用高，將影響 2023 營業利益率

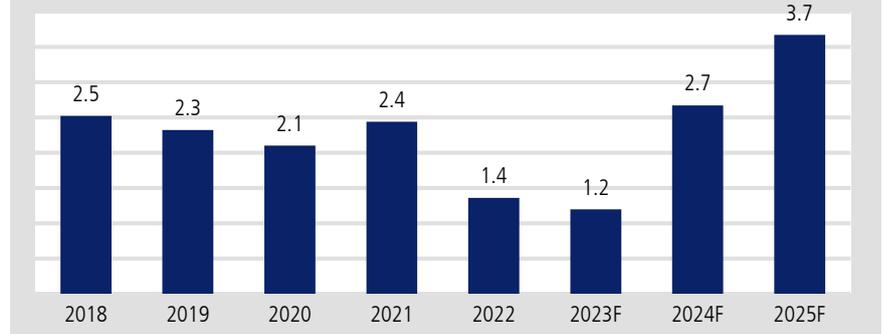
儲存及雲端營業利益率，百分比



資料來源：凱基

圖 12: 規模經濟顯現，營業利益率逐年提高

營業利益率，百分比



資料來源：凱基

圖 13: 伊雲谷 2Q23&3Q23 財務預估

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	2,448	12.2	13.7	2,584	5.6	20.1
毛利	294	13.6	14.7	313	6.4	11.2
營業利益	30	94.8	12.3	32	8.1	22.4
稅後淨利	35	62.4	72.2	37	5.8	242.1
每股盈餘 (元)	0.51	62.4	51.9	0.54	5.8	205.2
毛利率 (%)	12.0	0.2 ppts	0.1 ppts	12.1	0.1 ppts	(1.0)ppts
營業利率 (%)	1.2	0.5 ppts	(0.0)ppts	1.2	0.0 ppts	0.0 ppts
淨利率 (%)	1.4	0.4 ppts	0.5 ppts	1.4	0.0 ppts	0.9 ppts

資料來源：凱基預估, Bloomberg

圖 14: 伊雲谷 2023-2025 財務預估

百萬元	2023F		2024F		2025F	
	修正後	YoY (%)	修正後	YoY (%)	修正後	YoY (%)
營收	10,139	17.7	12,558	23.9	15,724	25.2
毛利	1,225	11.9	1,561	27.5	1,986	27.2
營業利益	121	3.8	335	176.4	577	72.0
稅後淨利	139	38.3	304	118.2	485	59.8
每股盈餘 (元)	2.05	27.1	4.47	118.2	7.14	59.8
毛利率 (%)	12.1	(4.9)ppts	12.4	0.4 ppts	12.6	0.2 ppts
營利率 (%)	1.2	(11.8)ppts	2.7	1.5 ppts	3.7	1.0 ppts
淨利率 (%)	1.4	17.5 ppts	2.4	1.0 ppts	3.1	0.7 ppts

資料來源：凱基預估, Bloomberg

圖 15: 同業比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	本益比 (x)			股價營收比 (x)			股東權益報酬率 (%)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
IaaS/PaaS															
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	31.7	32.8	29.5	12.2	11.6	10.1	26.2	26.0	27.2	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	47.4	21.3	15.6	0.0	0.0	0.0	(1.9)	11.9	16.0	(95.9)	122.5	36.7
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	35.9	36.2	31.7	0.2	0.2	0.1	47.2	36.3	33.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	27.3	21.8	18.4	0.0	0.1	0.0	23.6	25.6	25.1	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	32.8	22.2	20.3	1.1	1.1	1.0	N.A.	N.A.	109.8	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	50.8	25.1	22.9	0.3	0.3	0.2	N.A.	(423.6)	211.8	(46.7)	102.3	9.6
MSP															
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	96.6	76.0	34.8	1.8	1.5	1.2	4.4	5.0	11.8	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	20.0	18.2	15.4	3.2	2.8	2.5	33.0	33.6	34.1	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	29.8	28.0	26.0	0.5	0.5	0.5	33.0	30.3	28.4	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	0.1	0.1	0.1	(82.3)	(21.5)	87.2	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	N.A.	21.7	19.6	0.1	0.1	0.1	29.1	31.5	32.3	N.A.	N.A.	10.3
SaaS															
91App Inc	6741 TT	486	123.5	43.6	34.0	25.0	9.8	8.3	6.8	13.8	16.1	19.1	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	N.A.	195.0	119.5	1.2	1.0	0.8	(35.7)	(0.2)	4.0	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	N.A.	36.0	27.4	9.0	7.0	6.4	N.A.	(51.4)	(125.1)	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	4.4	3.5	(152.1)	(54.1)	6.6	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	48.5	31.4	27.8	3.8	3.1	2.8	33.0	41.6	39.2	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	140.3	43.0	28.5	1.2	1.0	0.8	2.9	8.2	10.6	(66.3)	226.5	50.6

資料來源：Bloomberg, 凱基預估

伊雲谷於 2013 年成立，並在短短四年內率先在大中華區獲得「AWS 核心級服務合作夥伴」認證。

公司主要提供雲端服務解決方案及硬碟相關銷售業務，前者成長快速，佔營收比重 2016 年的 85%，提高至 1Q23 的 95%。

全球化為伊雲谷一大優勢。除台灣在未來 1-3 年加速成長之外，東南亞也將為伊雲谷獲利提供中長期成長動能。

公司概況

伊雲谷數位科技 (eCloudvalley Digital Technology Co., Ltd.) 於 2013 年在台北成立，為雲原生科技公司。2014 年起開始與 AWS (Amazon Web Services) 合作，並於三年內年率先在大中華區獲得「AWS 核心級服務合作夥伴」(AWS Premier Tier Service Partner) 的認證，截至 2022 年，伊雲谷已成功累計超過 1000 張雲端專業證照，公司於 2022 年 9 月 13 日於台灣上市。

公司主要提供 AWS 之雲端服務、SAP (US)、Salesforce (US)、Microsoft (US) 與 Oracle (US) 之解決方案，並於 2022 年正式將 Google Cloud Platform (GCP) 納入旗下公有雲服務，另外，伊雲谷亦為客戶規劃適合之企業級硬碟、SSD 存儲商品，並就系統安裝與系統檢測提供諮詢、售後保固及混合雲解決方案等相關資訊服務。營收比重來說，雲端業務成長快速，佔比已從 2016 年的 85%，提高至 1Q23 的 95%，營收複合成長率高達 88%，凱基預估未來硬碟相關業務營收將占營收比重在 5% 以下，對獲利影響將微乎其微。

伊雲谷為台灣雲端服務商之中營收最為分散的業者，此為公司競爭力與長期成長能見度之主要基石之一。其據點已橫跨全球，包含台灣、中國、香港/澳門、菲律賓、新加坡、美國、馬來西亞、泰國、印尼、越南等，並將於 2023 年進軍澳洲。總的來說，台灣佔 2022 年營收 40%，中國的 26%，香港的 16% 及東南亞的 18%。伊雲谷的未來成長勢能除了將受益於台灣雲端產業未來 1-3 年的加速成長之外，東南亞地區（特別是馬來西亞和菲律賓）也將為其中期利潤提供重要的推動力。

圖 16: 儲存營收將降至 5% 以下



資料來源：公司提供

圖 17: 2022 年銷售地區以台灣及中國為主



資料來源：公司提供

伊雲谷為 AWS 全球最頂尖合作夥伴之一，且於 2023 年獲得為東南亞最多獎項之服務商。

除了 AWS 之外，公司已拓展至 Azure 及 GCP，以及 SAP、Salesforce 與 Oracle 等頂尖軟體合作夥伴並取得認證。

伊雲谷於 2022 年正式被國際權威組織雲端安全聯盟 (Cloud Security Alliance) 納入會員，並已成為台灣首家獲得 AWS MSSP 資安認證廠商 (目前全球僅 24 家通過認證)。

台灣競爭優勢最佳之雲端服務商

伊雲谷成立四年內即取得最高等級 AWS (Amazon Web Services) 之核心諮詢合作夥伴 (AWS Premier Consulting Partner) 榮譽，該認證全球總數僅約為一百多家 (僅占全球 AWS 全球諮詢合作夥伴的 3%)。2023 年 5 月最新頒發的 AWS Partner Award 名單中，伊雲谷為東南亞最大贏家，總共獲得三個獎項，包括 Partner of the Year – Malaysia 及 Partner of the Year – Philippines，以及 ASEAN Services Partner of the Year，其餘所有服務商均只獲得一個獎項。這足以證明長期耕耘 AWS 以及擴展海外市場，已為伊雲谷建立了強大的競爭優勢，東南亞雲端需求正要邁入高成長期，將為伊雲谷未來 3-5 年提供成長燃料。

除了與 AWS 緊密合作關係之外，伊雲谷亦拓展其他有潛力之平台與產品，例如 Azure 與 GCP (透過其投資 - 雲動力資訊)。公司亦在 2020 年首度取得 Salesforce 的 “Registered Consulting Partner” 及 Oracle 的 “Value Added Distributor” 資格，並於 2021 年首度與 Microsoft 簽訂「Channel Partner Authorization Form (Reseller)」。

與 SAP 的合作將進一步強化伊雲谷客戶黏著度與新客戶開發- 伊雲谷在 2020 年 01 月榮獲 AWS SAP Competency 認證，同年 4 月又取得 SAP Gold Partner 資格，此為僅次於 SAP Pinnacle Awards 頂級獎項的殊榮。SAP 並於 2023 年 5 月宣布在高雄亞灣區成立全球 ESG 研創中心，鎖定扣件產業的碳盤查商機。SAP 提供碳盤查平台，但導入、顧問服務，以及客戶開發等，由系統整合夥伴伊雲谷與東捷資訊與負責。由於台灣金屬扣件產品有 30% 外銷至歐洲車用大廠及航太產業，扣件業者正面臨 2026 年需符合 CBAM 規範的壓力，SAP 提供碳盤查平台，但導入、顧問服務，以及客戶開發等，主要皆需仰賴伊雲谷的服務。因為資料機房中心本來就是企業最重度耗電的地方，如果將資料改放在雲端業者，這部分的電力耗能就轉嫁計算在雲端服務平台，可以預見雲端業者也是這波 ESG 風潮的受害者之一。

隨著上雲、混合雲以及多雲的需求增長，以及 AI 應用的爆炸式成長，資訊安全的關鍵性顯然日益提升。這些趨勢進一步凸顯出保護數據和維護系統安全的重要性，並對雲端服務供應商提出更高的要求。伊雲谷於 2022 年正式被國際權威組織雲端安全聯盟 (Cloud Security Alliance) 納入會員，並於 2023 年 5 月首次通過 Amazon Web Services MSSP (AWS Managed Security Service Provider) 資安能力認證，為全台首家獲得該指標性資安認證的資訊服務商，目前全球超過 7000 家的 AWS 合作夥伴，僅 24 家合作夥伴通過該認證，其雲端資安能力及競爭優勢再次受到肯定。

圖 18: 公司重要歷程

年度	公司重要歷程
Jul-16	獲得 Amazon Web Services (AWS) China Region Partner 資格。
Dec-16	成為 AWS 受管服務合作夥伴 (Managed Service Provider)。
Apr-17	升級成為 AWS 首家大中華區核心級諮詢合作夥伴 (APN Premier Consulting Partner)，同時獲得 AWS 培訓合作夥伴 (Training Partner) 的資格。
Dec-17	榮獲 2017 年最新 AWS Premier Consulting Partner 獎項
Jan-18	於 AWS Partner ConneXions 大會榮獲「Most Valuable Partner(MVP) of the Year」及「Mountain Mover」兩大殊榮。
Apr-18	Gartner 評選為亞太區指標性 MSP 廠商。
Oct-18	榮登 ChannelE2E 2018 年全球公有雲 MSP 100 強名單第 25 名。
Dec-18	榮登 Deloitte 亞太區高科技、高成長 500 強臺灣區第 1 名。
Jan-19	榮獲 AWS Migration Competency 認證。
Jun-19	榮獲 AWS Data & Analytics Competency 認證。
Nov-19	第四季度榮獲 AWS MSP Partner 資格。
Dec-19	榮登 ChannelE2E 2019 年全球公有雲 MSP 200 強名單第 15 名。
Dec-19	榮登 Deloitte 亞太區高科技、高成長 500 強臺灣區第 4 名。
Jan-20	榮獲 AWS SAP Competency 認證。
Feb-20	榮獲 AWS Security Competency 認證。
Apr-20	取得 SAP Gold Partner 資格。
Apr-20	榮登 Financial Times 2020 年亞太區 500 大高成長公司的臺灣區第 1 名
Jun-20	取得 Salesforce Registered Consulting Partner 資格。
Oct-20	榮登 Gartner 亞太地區公有雲託管服務商 (Managed Services Provider) 調查 16 家推薦指標性服務商，且為臺灣唯一入榜之業者。
Oct-20	取得 Oracle Value Added Distributor 資格。
Nov-20	榮獲 AWS Consulting Partner of the Year in the ASEAN 獎項。
Nov-20	榮登 ChannelE2E 2020 年全球公有雲 MSP 250 強名單第 20 名。
Dec-20	成為 Check Point 二星合作夥伴。
Feb-21	跨足 OT 領域，取得國家儀器 (NI) Partner 資格。
Apr-21	榮登 Financial Times 2021 年亞太區 500 大高成長公司的臺灣區第 1 名
May-21	與 Microsoft 簽訂「Channel Partner Authorization Form (Reseller)」。
Jun-21	榮獲 AWS Machine Learning Competency 認證。
Jul-21	榮獲 AWS Consulting Partner of the Year in Philippines 獎項。
Aug-21	榮獲 AWS Consulting Partner of the Year、AWS SAP Partner of the Year 獎項
Oct-21	榮獲 2021 年 TSAA 臺灣永續行動獎「銅獎」。
Nov-21	榮獲 2021 年 TCSA 臺灣企業永續獎「永續報告書金獎」。
Nov-21	榮登 ChannelE2E 2021 年全球公有雲 MSP 250 強名單第 19 名。
Jan-22	經 Gartner 評選為亞太區公有雲託管與專業服務市場指南之代表性服務商 (representative vendor)。
Feb-22	榮獲 AWS Financial Services Competency 認證。
Apr-22	榮登 ChannelE2E 2022 年全球垂直市場雲端託管服務商 100 強第 6 名
Jun-22	正式成為全球雲端資安領導組織「雲端安全聯盟 (Cloud Security Alliance)」正式會員。為該聯盟在台首家雲原生會員，以會員身分將可第一時間獲取國際資安示警。

資料來源：公司提供

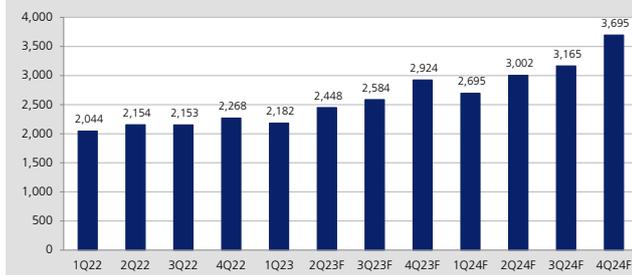
圖 19: 公司概況

伊雲谷於 2014 年初開始在臺灣提供 AWS 的雲端服務，為 AWS 大中華區首間高級諮詢顧問 (Premier Consulting Partner)，也是 AWS 的代管合作服務夥伴 (Managed Service Partner, MSP)。而在 併購雲動力資訊後，整合四大公有雲 (AWS、Azure、GCP、Oracle Cloud)，成為「一站式多雲服務」雲端託管服務商 (MSP)。

資料來源：凱基

圖 21: 季營業收入

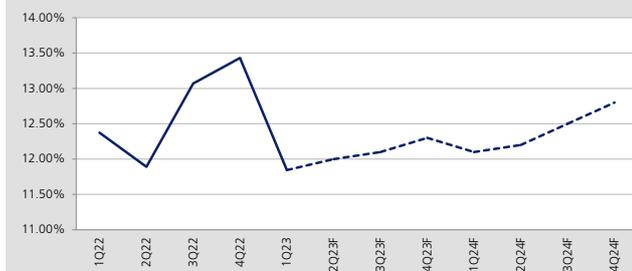
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 23: 毛利率

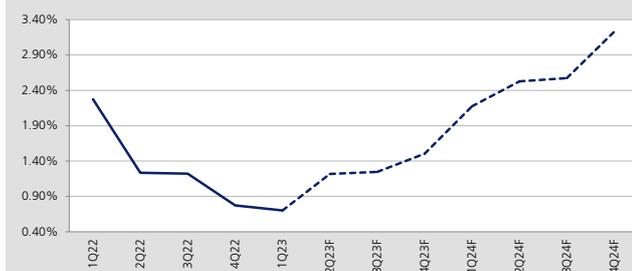
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 25: 營業利潤率

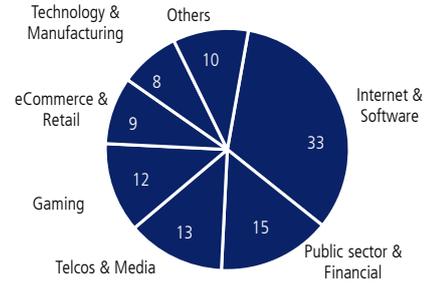
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 2022 營收來源以網路公司、政府及企業為主

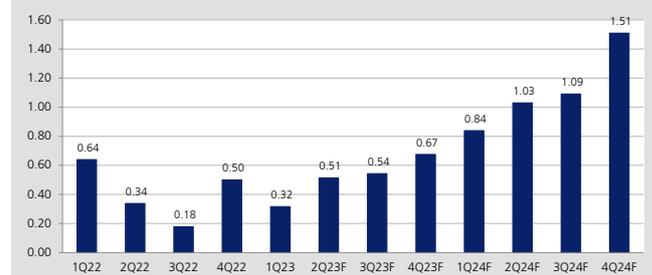
雲端營收產業結構，百分比



資料來源：凱基

圖 22: 每股盈利

每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 24: 本益比

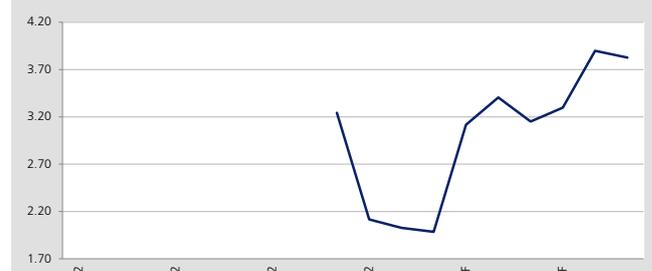
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 26: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	2,182	2,448	2,584	2,924	2,695	3,002	3,165	3,695	10,139	12,558	15,724
營業成本	(1,924)	(2,155)	(2,272)	(2,565)	(2,369)	(2,636)	(2,769)	(3,222)	(8,915)	(10,997)	(13,737)
營業毛利	259	294	313	360	326	366	396	473	1,225	1,561	1,986
營業費用	(243)	(264)	(280)	(316)	(268)	(290)	(314)	(354)	(1,103)	(1,226)	(1,410)
營業利益	15	30	32	44	59	76	81	119	121	335	577
折舊	(11)	(14)	(14)	(17)	(15)	(15)	(15)	(15)	(56)	(58)	(61)
攤提	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)	(2)	(2)
EBITDA	27	44	47	61	74	91	97	134	179	396	640
利息收入	-	18	18	38	19	19	19	19	74	75	76
投資利益淨額	-	-	-	0	-	-	-	-	0	-	-
其他營業外收入	20	(1)	(1)	(22)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)	(2)	(2)
總營業外收入	20	18	18	17	18	18	18	18	71	73	74
利息費用	(2)	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(3)	(3)
總營業外費用	(3)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(4)	(3)	(3)
稅前純益	32	47	49	61	76	93	99	137	189	405	647
所得稅費用[利益]	(11)	(12)	(12)	(15)	(19)	(23)	(25)	(34)	(50)	(101)	(162)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	21	35	37	46	57	70	74	103	139	304	485
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	21	35	37	46	57	70	74	103	139	304	485
每股盈餘 (NT\$)	0.32	0.51	0.54	0.67	0.84	1.03	1.09	1.51	2.05	4.47	7.14
獲利率 (%)											
營業毛利率	11.8	12.0	12.1	12.3	12.1	12.2	12.5	12.8	12.1	12.4	12.6
營業利益率	0.7	1.2	1.2	1.5	2.2	2.5	2.6	3.2	1.2	2.7	3.7
EBITDA Margin	1.2	1.8	1.8	2.1	2.7	3.0	3.1	3.6	1.8	3.2	4.1
稅前純益率	1.5	1.9	1.9	2.1	2.8	3.1	3.1	3.7	1.9	3.2	4.1
稅後純益率	1.0	1.4	1.4	1.6	2.1	2.3	2.3	2.8	1.4	2.4	3.1
季成長率 (%)											
營業收入	(3.8)	12.2	5.6	13.2	(7.8)	11.4	5.4	16.7			
營業毛利	(15.1)	13.6	6.4	15.0	(9.3)	12.3	8.0	19.6			
營業收益增長	(12.7)	94.8	8.1	36.5	33.3	29.6	7.3	46.5			
EBITDA	(9.2)	64.4	5.4	31.2	20.2	23.5	6.1	39.2			
稅前純益	(16.4)	44.1	5.8	24.3	24.2	22.8	6.0	38.3			
稅後純益	(31.3)	62.4	5.8	24.3	24.2	22.8	6.0	38.3			
年成長率 (%)											
營業收入	6.8	13.7	20.1	29.0	23.5	22.6	22.5	26.4	17.7	23.9	25.2
營業毛利	2.2	14.7	11.2	18.1	26.1	24.7	26.5	31.5	11.9	27.5	27.2
營業收益	(67.1)	12.3	22.4	150.9	282.7	154.6	152.9	171.5	3.8	176.4	72.0
EBITDA	(52.1)	19.2	24.0	106.4	173.4	105.4	106.8	119.4	11.4	120.8	61.6
稅前純益	(29.9)	83.3	157.7	58.4	135.4	100.6	100.9	123.6	46.5	114.0	59.8
稅後純益	(44.0)	72.2	242.1	46.7	165.3	100.6	100.9	123.6	38.3	118.2	59.8

資料來源：公司資料、凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,238	5,774	6,090	6,631	7,131
流動資產	4,108	5,553	5,902	6,473	7,008
現金及短期投資	2,291	3,254	3,503	3,797	3,989
存貨	182	207	245	302	378
應收帳款及票據	1,316	1,605	1,667	1,887	2,154
其他流動資產	319	487	487	487	487
非流動資產	130	221	187	159	123
長期投資	20	43	60	83	103
固定資產	8	9	(41)	(93)	(148)
什項資產	102	168	168	168	168
負債總額	2,494	2,949	3,388	4,201	5,134
流動負債	2,399	2,790	3,229	4,041	4,974
應付帳款及票據	1,551	1,709	2,025	2,491	3,121
短期借款	73	140	190	225	185
什項負債	774	941	1,014	1,325	1,669
長期負債	96	159	159	159	159
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	45	98	98	98	98
股東權益總額	1,743	2,825	2,701	2,430	1,998
普通股本	600	680	680	680	680
保留盈餘	208	112	(12)	(283)	(715)
少數股東權益	0	0	0	0	0
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	44.5%	(15.1%)	17.7%	23.9%	25.2%
營業收益增長	67.9%	(52.7%)	3.8%	176.4%	72.0%
EBITDA	60.0%	(42.4%)	11.4%	120.8%	61.6%
稅後純益	33.9%	(50.6%)	38.3%	118.2%	59.8%
每股盈餘成長率	9.9%	(52.6%)	27.1%	118.2%	59.8%
獲利能力分析					
營業毛利率	10.6%	12.7%	12.1%	12.4%	12.6%
營業利益率	2.4%	1.4%	1.2%	2.7%	3.7%
EBITDA Margin	2.8%	1.9%	1.8%	3.2%	4.1%
稅後純益率	2.0%	1.2%	1.4%	2.4%	3.1%
平均資產報酬率	5.3%	2.0%	2.3%	4.8%	7.1%
股東權益報酬率	12.1%	4.4%	5.0%	11.8%	21.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	4.2%	4.9%	7.0%	9.2%	9.2%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	45.6	46.2			
利息及短期債保障倍數 (x)	0.8	0.5	0.5	0.6	0.8
Cash Flow Int. Coverage (x)	159.1	(9.9)			
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	11.5	(0.2)	2.2	2.5	4.5
流動比率 (x)	1.7	2.0	1.8	1.6	1.4
速動比率 (x)	1.6	1.9	1.8	1.5	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(2,157)	(3,115)	(3,313)	(3,572)	(3,804)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	3.40	1.61	2.05	4.47	7.14
每股現金盈餘 (NT\$)	15.15	(0.45)	6.07	8.14	12.27
每股淨值 (NT\$)	29.05	41.55	39.72	35.74	29.37
調整後每股淨值 (NT\$)	29.05	45.19	39.72	35.74	29.37
每股營收 (NT\$)	169.15	137.84	149.11	184.67	231.23
EBITDA/Share (NT\$)	4.66	2.57	2.64	5.82	9.41
每股現金股利 (NT\$)	2.50	2.80	1.43	3.13	5.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	2.64	1.72	1.71	1.97	2.28
應收帳款周轉天數	47.3	68.0	60.0	55.0	50.0
存貨周轉天數	7.3	10.0	10.0	10.0	10.0
應付帳款周轉天數	62.4	82.9	82.9	82.9	82.9
現金轉換周轉天數	(7.8)	(4.9)	(12.9)	(17.9)	(22.9)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,149	8,618	10,139	12,558	15,724
營業成本	(9,073)	(7,523)	(8,915)	(10,997)	(13,737)
營業毛利	1,076	1,095	1,225	1,561	1,986
營業費用	(829)	(978)	(1,103)	(1,226)	(1,410)
營業利益	247	117	121	335	577
總營業外收入	7	26	71	73	74
利息收入	3	21	74	75	76
投資利益淨額	-	-	0	-	-
其他營業外收入	4	5	(3)	(2)	(2)
總營業外費用	0	(13)	(4)	(3)	(3)
利息費用	(6)	(3)	-	-	-
投資損失	-	(0)	-	-	-
其他營業外費用	6	(10)	(4)	(3)	(3)
稅前純益	255	129	189	405	647
所得稅費用[利益]	(51)	(29)	(50)	(101)	(162)
少數股東損益	(0)	(0)	-	-	-
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	204	101	139	304	485
EBITDA	280	161	179	396	640
每股盈餘 (NT\$)	3.40	1.61	2.05	4.47	7.14

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	909	(28)	413	553	835
本期純益	204	101	139	304	485
折舊及攤提	32	44	58	60	63
本期運用資金變動	417	(183)	216	189	286
其他營業資產及負債變動	256	10	(0)	(0)	-
投資活動之現金流量	(20)	5	(23)	(32)	(28)
投資用短期投資出售[新購]	(10)	61	-	-	-
本期長期投資變動	-	(31)	(16)	(23)	(20)
資本支出淨額	(5)	(7)	(6)	(6)	(6)
其他資產變動	(5)	(17)	(2)	(2)	(2)
自由現金流	641	(57)	355	493	774
融資活動之現金流量	(116)	927	(140)	(228)	(615)
短期借款變動	(52)	61	50	35	(40)
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	1,027	-	-	-
已支付普通股股息	(54)	(150)	(190)	(263)	(575)
其他融資現金流	(10)	(12)	-	-	-
匯率影響數	(31)	120	-	-	-
本期產生現金流量	742	1,024	249	293	192

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	8.2%	11.3%	10.9%	9.8%	9.0%
= 營業利益率	2.4%	1.4%	1.2%	2.7%	3.7%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	(20.9)	(29.9)	(16.2)	(10.6)	(8.4)
營業利益率	2.4%	1.4%	1.2%	2.7%	3.7%
x 資本周轉率	(20.9)	(29.9)	(16.2)	(10.6)	(8.4)
x (1 - 有效現金稅率)	80.0%	77.9%	73.6%	75.0%	75.0%
= 稅後 ROIC	(40.6%)	(31.7%)	(14.2%)	(21.3%)	(23.2%)

資料來源：公司資料，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

宏碁資訊服務

(6811.TWO/6811 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 16 (NT\$)	227.5
12 個月目標價 (NT\$)	369.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	62.2

焦點內容

宏碁資訊與微軟關係密切，微軟即將在台設立資料中心，將提高政府、金融業上雲，且 Azure 增加 AI 功能，帶動宏碁資訊 2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%。

交易資料表

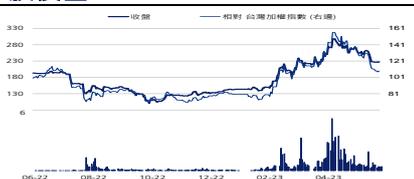
市值：(NT\$bn/US\$mn)	9.43 / 305.1
流通在外股數 (百萬股)	41.45
外資持有股數 (百萬股)	0.848
3M 平均成交量 (百萬股)	0.90
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	100.5 - 298.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	24	72.3	17.9
相對表現 (%)	10.4	53.3	8.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.18A	2.54A	3.30A	2.54A
2023	2.88A	3.13F	3.46F	3.03F
2024	3.81F	3.13F	4.21F	3.62F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

與微軟並肩飛翔

重要訊息

宏碁資訊與微軟關係密切，微軟即將在台設立資料中心，將提高政府、金融業上雲，且 Azure 增加 AI 功能，帶動宏碁資訊 2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%。

評論及分析

宏碁資訊擁有多項競爭優勢：宏碁資訊擁有多項競爭優勢：(1) 為台灣首家具備微軟四大認證資格(CSP、LSP、MSP 及 ASP)及目前唯一獲得 MCPP 六大領域資格的資訊服務廠商，這六大領域分別是 Data & AI (Azure)、Digital & App Innovation (Azure)、Infrastructure (Azure)、Business Applications、Modern Work、Security。微軟在全球 SaaS 市占率最高的優勢下，宏碁資訊將隨著 SaaS 市場成長而成長；(2) 累計服務超過 2 千家客戶，且客戶訂閱軟體時間通常長達 3-5 年，客戶維持率高。另外，微軟 2H23 推出的 Windows Copilot，在企業增加雲端軟體使用時，也帶來技術服務需求，進而增加雲端營收及毛利率提升；(3) 微軟 Azure 即將於 4Q23/1Q24 在台灣建立資料中心，宏碁資訊具備地端上雲的完整解決方案，微軟 Azure 在台灣市占率提高下，有利宏碁資訊雲端業務成長。

雲端業務帶動 2023-2025 年營收 CAGR 可達 13.5%：我們認為宏碁資訊 2023-2025 年營收 CAGR 可達 13.5%，成長來源為營收比重達 60% 以上的雲端業務，主要原因：1、雲端訂閱軟體營收增加來自舊客戶軟體需求增加及持續開拓新客戶。2、微軟 Azure 預計 4Q23/1Q24 在台灣建立資料中心，將提高政府、金融及醫療產業上雲意願，增加雲端營收。3、宏碁資訊也積極拓展 PaaS 商機，可增加雲端營收來源。

2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%：我們認為在營收成長及毛利率逐年提升下，在規模經濟顯現，營業利益率將由 2022 年的 7.2% 逐年提高至 2025 年的 8.6%，2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%，EPS 分別可達 12.5/14.8/17.9 元。

投資建議

雲端業務將持續帶動宏碁資訊營收及獲利成長，我們首評給予宏碁資訊「增加持股」評等，一年目標價為 369 元，係根據 2024 年 EPS 的 25 倍本益比。

投資風險

雲端業務成長及毛利率提升不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	6,204	7,190	8,031	9,076	10,349
營業毛利 (NT\$百萬)	747	964	1,094	1,258	1,447
營業利益 (NT\$百萬)	362	518	616	729	892
稅後淨利 (NT\$百萬)	284	437	518	612	743
每股盈餘 (NT\$)	7.79	11.35	12.51	14.76	17.93
每股現金股利 (NT\$)	5.50	7.50	8.90	10.51	12.76
每股盈餘成長率 (%)	22.5	45.8	10.2	18.0	21.4
本益比 (x)	29.2	20.0	18.2	15.4	12.7
股價淨值比 (x)	9.4	5.3	4.9	4.5	4.1
EV/EBITDA (x)	16.3	11.6	9.8	8.1	6.5
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	2.4	3.3	3.9	4.6	5.6
股東權益報酬率 (%)	34.8	32.8	27.9	30.3	33.6

資料來源：公司資料，凱基

宏碁資訊是微軟在台最緊密的服務商，擁有廣大客戶群和 3-5 年的訂閱合約。預計 2024 年初，微軟在台灣的第一座資料中心將加速宏碁資訊的業績成長。

宏碁資訊作為台灣首家擁有微軟四大認證資格（CSP、LSP、MSP 及 ASP）的資訊服務供應商。隨著微軟 2H23 推出 Copilot，將為公司帶來更多 IT 顧問諮詢及產品加值服務的機會，增進營收與毛利。

宏碁資訊擁有多項競爭優勢

我們認為宏碁資訊擁有多項競爭優勢，包括微軟在台最緊密之軟體服務商、廣大客戶群及 3-5 年訂閱合約，以及 4Q23/1Q24 微軟在台第一座資料中心落地，將促進宏碁資訊營收及獲利增長加速。

微軟在台最緊密軟體服務商。為台灣首家具備微軟四大認證資格(CSP、LSP、MSP 及 ASP)及目前唯一獲得 MCPP 六大領域資格的資訊服務廠商，這六大領域分別是 Data & AI (Azure)、Digital & App Innovation (Azure)、Infrastructure (Azure)、Business Applications、Modern Work、Security，專為政府和企業客戶提供各種雲端與商用軟體服務。微軟在訂閱制作業系統、辦公軟體、資料庫等領域保持領導地位。隨著商業軟體從地端向雲端轉移，SaaS 市場規模也逐漸擴大。而微軟於 2023 年下半年推出的生成式 AI「Copilot」，將融合至 Windows 系統，此將加速企業對公有雲數據儲存管理、計算能力及資安的需求，進而增加客戶使用微軟 Azure 的機會，為宏碁資訊帶來更多 IT 顧問諮詢及產品加值服務的機會。

圖 1：宏碁資訊是台灣率先取得微軟四大認證資格的服務商

項目	區域	取得資格或認證之優勢	具有同資格之台灣同業
CSP (Cloud Solution Provider)	台灣	得直接銷售微軟雲端服務與軟體授權予終端客戶。未有此資格，僅能自代理商取得相關授權	精誠軟體
LSP (Licensing Solution Partner)	台灣	僅有取得LSP資格之廠商能提供大型企業或政府機關完整大量授權解決方案	台灣碩軟、凌群、精誠軟體、緯謙科技及伊雲谷
MSP (Management Solution Provider)	台灣	MSP認證需具備從規劃、遷移上雲到後續維運管理的能力，目前全球僅有一百多家合作夥伴取得MSP認證	中華電、精誠軟體及雲馥

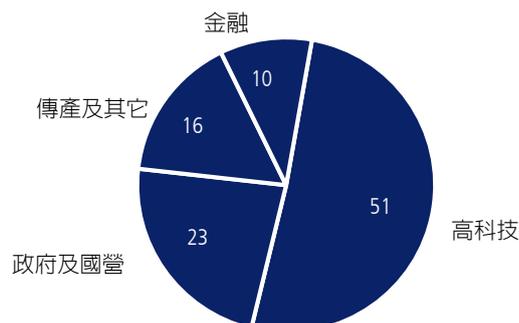
資料來源：公開說明書

擁有廣大客戶群且軟體訂閱期長，將有助於提升公司毛利率。加上微軟於 2023 年下半年推出的 Windows Copilot 將進一步刺激技術服務需求，導致雲端營收和毛利率增加。

廣大客戶群且軟體訂閱期長。宏碁資訊擁有超過 2000 家來自政府部門、高科技、金融、傳統產業等各行各業的客戶。由於這些企業大量使用原廠軟體，且購買過程主要透過當地的系統整合商或資訊服務商，宏碁資訊能更深入了解企業需求，從而使客戶的軟體訂閱期達到 3-5 年。微軟於 2023 年下半年推出的 Windows Copilot 將開放支援外掛，其中包括 Adobe、Canva、Spotify、Trip.com 等知名企業，這將進一步刺激宏碁資訊的技術服務需求，進而增加其雲端營收和毛利率。我們預估上述趨勢加上客製化技術服務的需求，將有助於提升雲端業務的毛利率，從原本的 6% 提高至 8-10%。

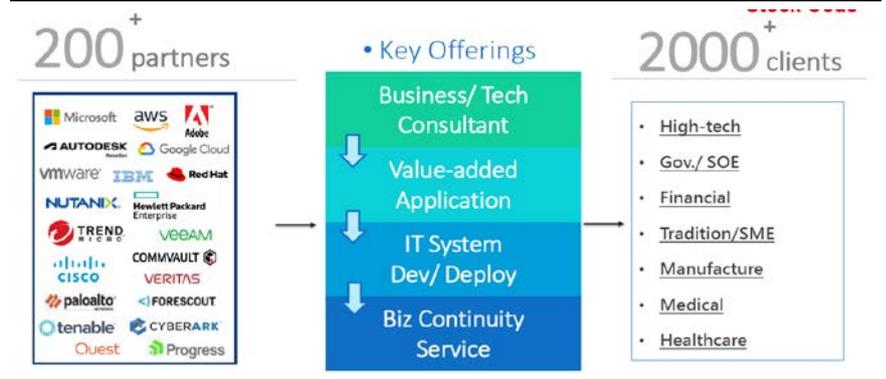
圖 2：宏碁資訊客戶結構涵蓋高科技、政府、傳產及金融業

1Q23 客戶結構，百分比



資料來源：公司提供

圖 3：宏碁資訊企業客戶及合作夥伴多且廣



資料來源：公司提供

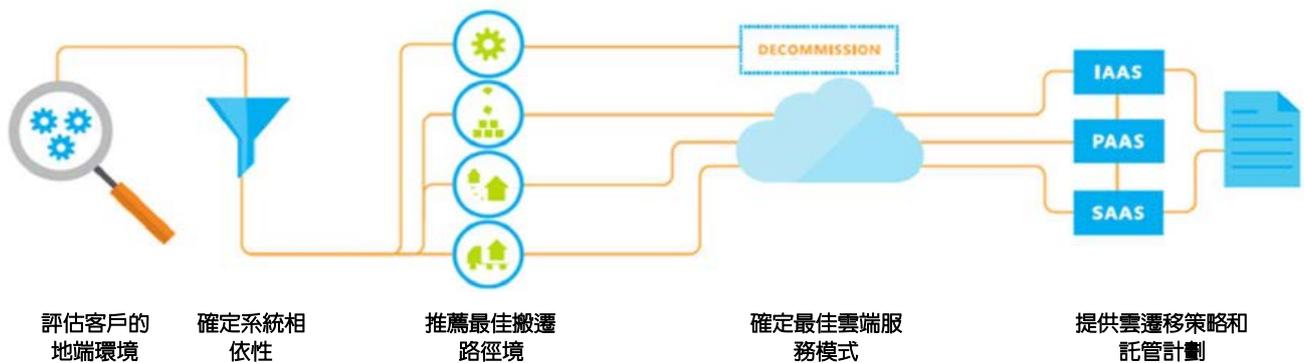
微軟首座台灣資料中心於 2023 年底至 2024 年初將完工。該中心的開設將使企業轉向 Azure 雲端服務時更無障礙，尤其在政策鬆綁下，對資料保護需求高的行業上雲的意願將提高。這將進一步帶動宏碁資訊的雲端業務成長。

微軟 Azure 第一座台灣資料中心將於 4Q23/1Q24 完工。據凱基市調報告，微軟的首座台灣資料中心預計將於 2023 年第四季度至 2024 年第一季度在桃園完工。微軟 Azure 的主要競爭優勢在於其 Windows 和 Office 365 等系統在大型企業客戶中的高黏著度，使得這些企業轉向 Azure 雲端服務時無需面臨轉換問題。

另外，隨著金管會對企業上雲法規的放寬，對資料保護需求高的政府部門、金融業以及醫療業需求將在 3Q23 之後快速增長。尤其是宏碁資訊，其對企業地端資訊架構的深度理解，以及豐富的雲端備援服務、雲端遷移服務和雲端托管服務經驗，都使得它能夠為企業提供完整的雲端解決方案。

微軟 Azure 的台灣資料中心的開設不僅會增強其在當地市場的競爭力，也會帶來更多的商機，特別是對於像宏碁資訊這樣的 IT 服務提供商來說，將有機會獲得更多的業務增長。另外，由於微軟的產品已在企業客戶中具有高度黏著性，因此它們對 Azure 雲端服務的需求將可能持續增長，因此，宏碁資訊的雲端業務將獲得更多成長的機會。

圖 4：宏碁資訊具備企業上雲完整解決方案



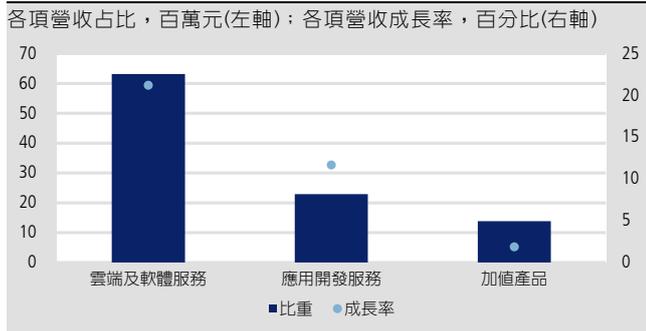
資料來源：公司提供

預估 2023-2025 年宏碁資訊營收 CAGR 達 13.5%，由佔營收 60% 以上的雲端業務驅動，因舊新客戶軟體需求、Azure 在台設資料中心、及宏碁資訊開發 PaaS 商機，使雲端營收有望維持 15% 以上成長。

雲端業務帶動 2023-2025 年營收 CAGR 可達 13.5%

我們認為宏碁資訊 2023-2025 年營收 CAGR 可達 13.5%，成長來源為營收比重達 60% 以上的雲端業務，因未來幾年雲端營收可維持 15% 以上的成長率，主要原因：1、雲端訂閱軟體營收增加來自舊客戶軟體需求增加及持續開拓新客戶。2、微軟 Azure 預計 4Q23/1Q24 在台灣建立資料中心，將提高政府、金融及醫療產業上雲意願，增加雲端營收。3、宏碁資訊也積極拓展 PaaS 商機，除自行開發的雲端管理平台(ICMP)外，也幫客戶建立閱讀平台、金流平台、購票平台等，可增加雲端營收來源。

圖 5：2022 年雲端營收占比高且成長性高



資料來源：凱基

圖 6：宏碁資訊 2023-2025 年營收 CAGR 可達 13.5%



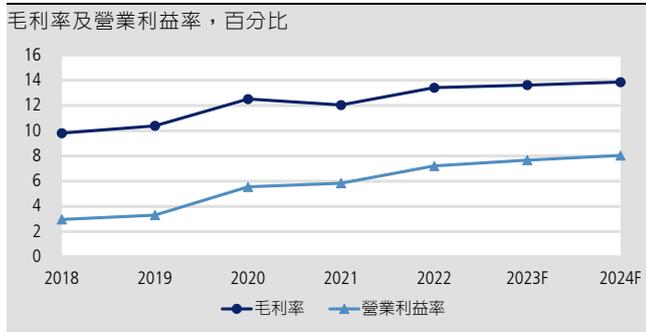
資料來源：凱基

預估 2023-2025 年宏碁資訊獲利 CAGR 達 20%，源於雲端業務毛利率提升，以及應用開發業務高毛利率。雖營收穩定增長，營業費用卻無同步增長，使得規模經濟效應凸顯，營業利益率預計將逐年提高。

2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%

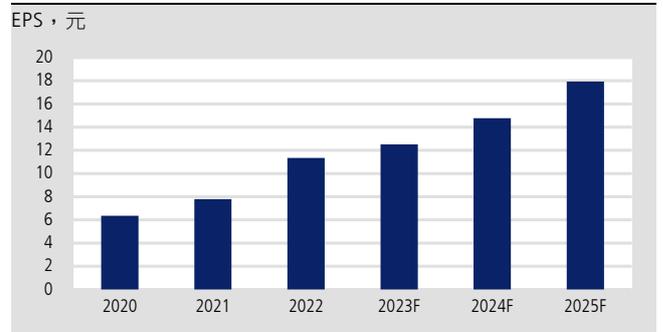
宏碁資訊毛利率也呈現逐年上升趨勢，主要來源：1、在銷售雲端軟體包括技術服務，隨著後續認列技術服務營收，將帶動雲端業務毛利率提升。2、應用開發業務因專案有延續性，營收每年可維持 5-10% 穩定成長。但因客製化及技術含量高，毛利率達 22-28%，高於公司平均 12-14%。宏碁資訊雖維持 10% 以上營收成長及毛利率逐年提升，但營業費用未同步成長下，宏碁資訊規模經濟顯現，營業利益率將由 2022 年的 7.2% 逐年提高至 2025 年的 8.6%，2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%，2023-2025 年 EPS 可達 12.5/14.8/17.9 元。

圖 7：毛利率及營業利益率逐年走高



資料來源：凱基

圖 8：2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%



資料來源：凱基

圖 9：宏碁資訊 2Q23&3Q23 財務預估

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	2,262	25.0	10.0	2,071	(8.4)	12.0
毛利	269	(0.8)	11.8	280	3.9	13.6
營業利益	158	7.6	37.8	160	1.4	16.5
稅後淨利	130	8.8	40.1	144	10.6	10.2
每股盈餘 (元)	3.13	8.8	23.3	3.46	10.6	5.0
毛利率 (%)	11.9	(3.1)ppts	0.2 ppts	13.5	1.6 ppts	0.2 ppts
營業利益率 (%)	7.0	(1.1)ppts	1.4 ppts	7.7	0.7 ppts	0.3 ppts
淨利率 (%)	5.7	(0.9)ppts	1.2 ppts	6.9	1.2 ppts	(0.1)ppts

資料來源：凱基

圖 10：宏碁資訊 2023&2025 財務預估

百萬元	2023F		2024F		2025F	
	修正後	YoY (%)	修正後	YoY (%)	修正後	YoY (%)
營收	8,031	11.7	9,076	13.0	10,349	14.0
毛利	1,094	13.5	1,258	15.0	1,447	15.1
營業利益	616	19.0	729	18.3	892	22.3
稅後淨利	518	18.7	612	18.0	743	21.4
每股盈餘 (元)	12.51	10.2	14.76	18.0	17.93	21.4
毛利率 (%)	13.6	1.6 ppts	13.9	0.2 ppts	14.0	0.1 ppts
營利率 (%)	7.7	6.5 ppts	8.0	0.4 ppts	8.6	0.6 ppts
淨利率 (%)	6.5	6.3 ppts	6.7	0.3 ppts	7.2	0.4 ppts

資料來源：凱基

圖 11：同業比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	本益比 (x)			股價營收比 (x)			股東權益報酬率 (%)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
IaaS/PaaS															
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	31.7	32.8	29.5	12.2	11.6	10.1	26.2	26.0	27.2	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	47.4	21.3	15.6	0.0	0.0	0.0	(1.9)	11.9	16.0	(95.9)	122.5	36.7
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	35.9	36.2	31.7	0.2	0.2	0.1	47.2	36.3	33.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	27.3	21.8	18.4	0.0	0.1	0.0	23.6	25.6	25.1	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	32.8	22.2	20.3	1.1	1.1	1.0	N.A.	N.A.	109.8	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	50.8	25.1	22.9	0.3	0.3	0.2	N.A.	(423.6)	211.8	(46.7)	102.3	9.6
MSP															
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	96.6	76.0	34.8	1.8	1.5	1.2	4.4	5.0	11.8	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	20.0	18.2	15.4	3.2	2.8	2.5	33.0	33.6	34.1	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	29.8	28.0	26.0	0.5	0.5	0.5	33.0	30.3	28.4	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	0.1	0.1	0.1	(82.3)	(21.5)	87.2	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	N.A.	21.7	19.6	0.1	0.1	0.1	29.1	31.5	32.3	N.A.	N.A.	10.3
SaaS															
91App Inc	6741 TT	486	123.5	43.6	34.0	25.0	9.8	8.3	6.8	13.8	16.1	19.1	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	N.A.	195.0	119.5	1.2	1.0	0.8	(35.7)	(0.2)	4.0	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	N.A.	36.0	27.4	9.0	7.0	6.4	N.A.	(51.4)	(125.1)	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	4.4	3.5	(152.1)	(54.1)	6.6	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	48.5	31.4	27.8	3.8	3.1	2.8	33.0	41.6	39.2	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	140.3	43.0	28.5	1.2	1.0	0.8	2.9	8.2	10.6	(66.3)	226.5	50.6

資料來源：Bloomberg, 凱基預估

宏碁資訊於 2012 年成立，並與微軟深度合作，是台灣首家獲得 Microsoft Azure 的四大認證的資訊服務商。以提供企業數位轉型所需的軟體及技術服務為主，且在 2016 年獲得 Microsoft LSP 資格，協助大型客戶最佳化軟體授權達成有效成本管理。

公司不僅提供顧問和維護服務，2021 年更取得 Microsoft Azure Expert MSP 認證，提供完整雲端解決方案。並佈局三大成長動能：雲策略，資安解決方案以及海外布局。

公司簡介

宏碁資訊成立於 2012 年，由其母公司宏碁（2353.TT，NT\$33.35，未評等）透過宏碁智聯網投資控股持有 63.5% 的股權。該公司是全台灣最早提供雲端服務解決方案的廠商之一，並與微軟保持深度合作關係。憑藉著在服務各種產業客戶方面的豐富經驗，宏碁資訊近年來成為了台灣首家取得 Microsoft Azure 的 LSP（授權解決方案）、MSP（專家/託管服務）、CSP（雲端解決方案）以及 ASP（微軟進階專長合作夥伴）四大認證的資訊服務商。

宏碁資訊商業模式，主要提供企業客戶在進行數位轉型所需的軟體及技術服務，2022 年營收組成主要分為「雲端及大量軟體服務」占 63.1%、「應用開發及其它軟體服務」占 23%、「加值產品」占 13.9%。

宏碁資訊在 2016 年取得 Microsoft LSP 資格(Licensing Solution Partner 微軟授權方案合作夥伴)，LSP 著重於提升大型客戶的軟體資產的運用效益，依據企業發展，提供靈活的軟體服務配置及授權方案，除 Microsoft 外，亦為 Adobe、Autodesk 等多家國際大廠企業授權合約之經銷商，能協助客戶最佳化的購買軟體使用授權達到成本預算有效管理。

宏碁資訊並非只是單純的經銷商，而是在原廠軟體基礎上，提供顧問服詢、產品加值及維運服務。而為提供客戶雲端服務，2021 年爭取到微軟最高等的雲端專業技術認證 Microsoft Azure Expert MSP (Azure 專家/託管服務提供者)認證，可提供客戶從地端到雲端的完整解決方案。微軟 Azure Expert MSP 為 Azure 雲端服務提供商最高標準的認證，全球僅遴選百餘家合作夥伴，獲得此認證的服務廠商，目前微軟全球約有 3 萬家合作夥伴，其中約僅超過百家獲得 AE MSP 的資格，宏碁資訊取得 MSP，代表國際原廠對公司技術實力的肯定。

宏碁資訊也佈局三大成長動能：1、持續聚焦雲策略，自行研發了 iCMP 智慧跨雲管理平台(Intelligent Cloud Management Platform)。該平台整合技術人員和流程，同時配合客戶進行公有雲、私有雲、混合雲等跨雲平台的建制或搬移，可結合 Azure、AWS、GCP 擴大營運管理彈性，並提供企業客戶自助管理平台，可衡量運算效能、費用估算並產生監控報表，支援橫向擴充與備援服務。2、深化資安解決方案，投資「資祿儲存」，在服務與技術上深入結合，提供客戶全方位的資料備援方案。3、啟動海外布局，宏碁資訊目前營收 90% 以上仍來自台灣地區，2023 年將設立中國上海子公司服務當地台商和推進海外佈局策略。

圖 12：公司重要歷程

年度	公司重要歷程
2015	成功推出車輛競拍系統(e-Auction) 擴大購票平台服務(eTicketing Platform) 擴大電子書平台服務(eBook Platform)的數位內容 7月取得Microsoft Cloud Solution Provider(CSP)資格
2016	成立雲端技術服務團隊 參與建置「運動健康資訊雲」 成為法國Four JS Genero 開發廠商，大中華區市場唯一代理商 9月取得Microsoft Licensing Solution Partner (LSP) 成為Adobe 白金經銷夥伴
2017	協助台灣大車隊，建立「載客雷達平台服務」 推出Payment Hub 平台服務 贏得微軟大中華區2017 最大規模製造業雲端案 榮獲台灣微軟傑出雲端夥伴「Modern Workplace 頂尖夥伴獎」、 「傑出雲端夥伴 App & Infra 頂尖夥伴獎」
2018	榮獲台灣微軟「FY18 最佳合作夥伴獎」 榮獲國際IT 管理應用軟體大廠 Quest 頒發「卓越銷售合作夥伴獎」 取得 Microsoft Surface Distributor Managed Partner 資格
2019	協助衛福部疾病管制署(CDC)建立 贏得媒體業微軟台灣區第二大Azure 公有雲服務合約 取得國際儲存設備大廠 NetApp Gold Partner 資格 取得Microsoft Consultant Service Partner 資格
2020	金控公司「全球郵件移轉專案」 衛生福利部「中央健保署防疫視訊辦公平台」 台電公司「無人機智慧巡檢專案」 榮獲微軟「2020 最佳Microsoft Teams 服務夥伴」 取得Adobe AEM Solution Partner 資格 獲世界資訊科技暨服務業聯盟頒發全球首獎
2021	臺北市政府「防疫居家辦公虛擬平台專案」 取得Microsoft Azure Expert MSP(專家/託管服務提供者)認證 獲世界資訊科技暨服務業聯盟頒發全球首獎
2022	承接衛福部「數位疫苗護照」專案 取得 Microsoft ASP(微軟進階專長合作夥伴)認證 獲CIO Taiwan 2022 Elite Vendor「傑出服務商」大獎

資料來源：公司提供

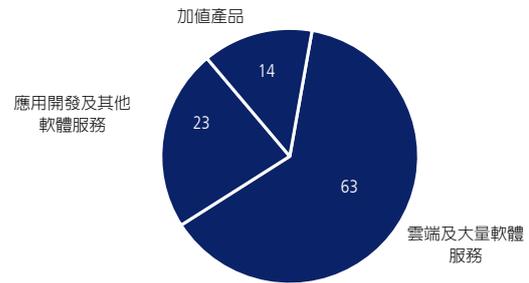
圖 13: 公司概況

宏碁資訊主要提供政府及企業雲端相關解決方案，包括雲端及大量軟體服務、應用開發、加值產品等。為台灣第一家具備微軟四大認證資格(CSP、LSP、MSP及ASP)之資訊服務廠商。目前累積服務超過 2000 家客戶，在百大企業中市佔率 55%、在政府單位中市佔率達 7 成，是台灣最早提供雲端服務解決方案的資訊服務廠商之一。

資料來源：凱基

圖 14: 2022 營收以雲端營收為主

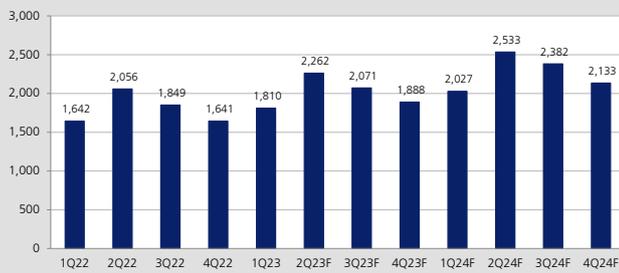
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 季營業收入

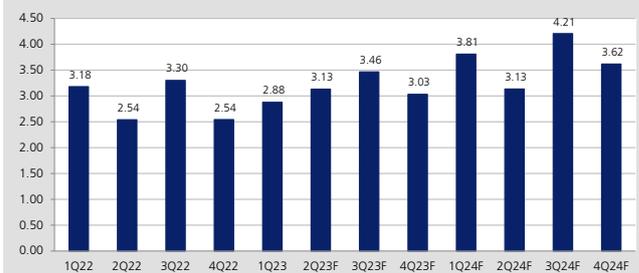
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16: 每股盈利

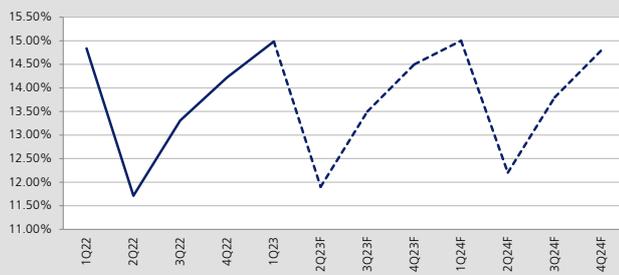
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17: 毛利率

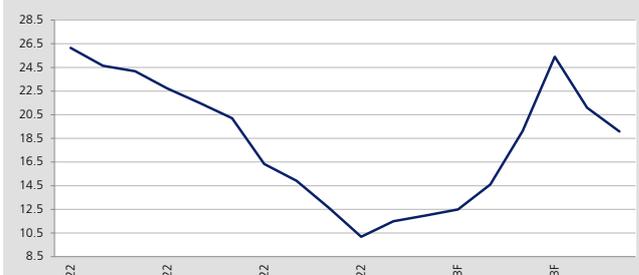
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 本益比

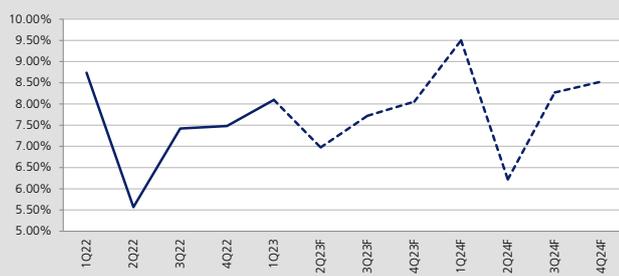
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 19: 營業利潤率

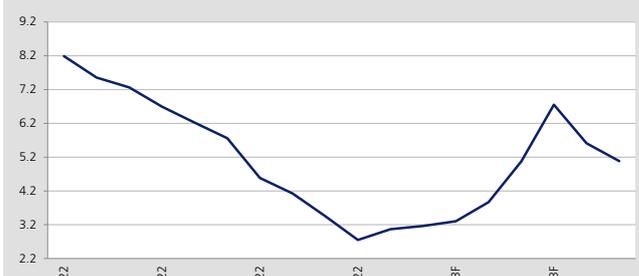
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 20: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	1,810	2,262	2,071	1,888	2,027	2,533	2,382	2,133	8,031	9,076	10,349
營業成本	(1,539)	(1,993)	(1,792)	(1,614)	(1,723)	(2,224)	(2,053)	(1,817)	(6,937)	(7,818)	(8,902)
營業毛利	271	269	280	274	304	309	329	316	1,094	1,258	1,447
營業費用	(125)	(111)	(120)	(122)	(112)	(151)	(132)	(134)	(477)	(528)	(555)
營業利益	147	158	160	152	193	158	197	182	616	729	892
折舊	(6)	(10)	(10)	(15)	(11)	(11)	(11)	(11)	(41)	(42)	(43)
攤提	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(7)	(7)	(7)
EBITDA	154	170	172	169	205	170	209	194	665	779	942
利息收入	-	4	4	7	4	4	4	4	14	15	15
投資利益淨額	1	-	1	1	-	-	1	1	2	2	2
其他營業外收入	4	1	15	(3)	1	1	16	1	17	19	20
總營業外收入	4	5	20	5	5	5	21	5	33	36	37
利息費用	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(3)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-
總營業外費用	(3)	-	-	0	-	-	-	-	(3)	-	-
稅前純益	148	162	180	157	197	162	218	187	646	765	929
所得稅費用[利益]	(28)	(32)	(36)	(31)	(39)	(32)	(44)	(37)	(128)	(153)	(186)
少數股東損益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	119	130	144	126	158	130	174	150	518	612	743
非常項目	0	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	119	130	144	126	158	130	174	150	518	612	743
每股盈餘 (NT\$)	2.88	3.13	3.46	3.03	3.81	3.13	4.21	3.62	12.51	14.76	17.93
獲利率 (%)											
營業毛利率	15.0	11.9	13.5	14.5	15.0	12.2	13.8	14.8	13.6	13.9	14.0
營業利益率	8.1	7.0	7.7	8.1	9.5	6.2	8.3	8.5	7.7	8.0	8.6
EBITDA Margin	8.5	7.5	8.3	8.9	10.1	6.7	8.8	9.1	8.3	8.6	9.1
稅前純益率	8.2	7.2	8.7	8.3	9.7	6.4	9.1	8.8	8.0	8.4	9.0
稅後純益率	6.6	5.7	6.9	6.7	7.8	5.1	7.3	7.0	6.5	6.7	7.2
季成長率 (%)											
營業收入	10.3	25.0	(8.4)	(8.9)	7.4	25.0	(6.0)	(10.4)			
營業毛利	16.2	(0.8)	3.9	(2.1)	11.1	1.6	6.4	(4.0)			
營業收益增長	19.4	7.6	1.4	(4.9)	26.6	(18.2)	25.0	(7.7)			
EBITDA	17.9	10.3	1.3	(1.8)	21.4	(17.1)	23.2	(7.2)			
稅前純益	21.0	10.0	10.6	(12.5)	25.6	(17.7)	34.2	(14.0)			
稅後純益	22.0	8.8	10.6	(12.5)	25.6	(17.7)	34.2	(14.0)			
年成長率 (%)											
營業收入	10.2	10.0	12.0	15.0	12.0	12.0	15.0	13.0	11.7	13.0	14.0
營業毛利	11.3	11.8	13.6	17.3	12.1	14.8	17.6	15.3	13.5	15.0	15.1
營業收益	2.1	37.8	16.5	23.8	31.4	(0.1)	23.2	19.6	19.0	18.3	22.3
EBITDA	1.8	38.6	18.3	29.3	33.2	0.1	21.7	15.0	20.9	17.1	21.0
稅前純益	1.8	37.9	10.2	28.9	33.7	0.1	21.4	19.3	18.1	18.3	21.4
稅後純益	2.9	40.1	10.2	28.5	32.3	0.1	21.4	19.3	18.7	18.0	21.4

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,123	5,393	5,751	6,176	6,717
流動資產	3,828	5,108	5,501	5,959	6,536
現金及短期投資	1,621	2,399	2,747	2,893	3,073
存貨	310	439	489	550	627
應收帳款及票據	1,832	1,985	1,980	2,232	2,552
其他流動資產	66	285	285	285	285
非流動資產	294	285	250	216	180
長期投資	29	36	41	48	55
固定資產	4	2	(38)	(80)	(122)
什項資產	262	248	248	248	248
負債總額	3,240	3,613	3,821	4,069	4,396
流動負債	3,076	3,468	3,676	3,924	4,251
應付帳款及票據	984	1,316	1,466	1,648	1,881
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	2,091	2,152	2,210	2,277	2,370
長期負債	164	145	145	145	145
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	163	145	145	145	145
股東權益總額	883	1,781	1,930	2,106	2,321
普通股本	364	414	414	414	414
保留盈餘	458	640	790	966	1,180
少數股東權益	-	-	-	-	-
優先股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	14.3%	15.9%	11.7%	13.0%	14.0%
營業收益增長	20.2%	43.0%	19.0%	18.3%	22.3%
EBITDA	18.8%	40.4%	20.9%	17.1%	21.0%
稅後純益	22.5%	53.9%	18.7%	18.0%	21.4%
每股盈餘成長率	22.5%	45.8%	10.2%	18.0%	21.4%
獲利能力分析					
營業毛利率	12.0%	13.4%	13.6%	13.9%	14.0%
營業利益率	5.8%	7.2%	7.7%	8.0%	8.6%
EBITDA Margin	6.3%	7.6%	8.3%	8.6%	9.1%
稅後純益率	4.6%	6.1%	6.5%	6.7%	7.2%
平均資產報酬率	7.5%	9.2%	9.3%	10.3%	11.5%
股東權益報酬率	34.8%	32.8%	27.9%	30.3%	33.6%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	2,754.4	1,098.0			
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	2,392.9	1,116.2			
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	2,392.9	1,116.2			
流動比率 (x)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5
速動比率 (x)	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4
淨負債 (NT\$百萬)	(1,620)	(2,399)	(2,747)	(2,893)	(3,073)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	7.79	11.35	12.51	14.76	17.93
每股現金盈餘 (NT\$)	8.73	14.48	16.22	12.81	15.18
每股淨值 (NT\$)	24.23	42.96	46.56	50.82	55.99
調整後每股淨值 (NT\$)	24.23	46.28	46.56	50.82	55.99
每股營收 (NT\$)	170.20	186.86	193.76	218.97	249.67
EBITDA/Share (NT\$)	10.74	14.29	16.04	18.79	22.74
每股現金股利 (NT\$)	5.50	7.50	8.90	10.51	12.76
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.65	1.51	1.44	1.52	1.61
應收帳款周轉天數	107.8	100.8	90.0	90.0	90.0
存貨周轉天數	20.8	25.7	25.7	25.7	25.7
應付帳款周轉天數	65.8	77.1	77.1	77.1	77.1
現金轉換周轉天數	62.7	49.4	38.6	38.6	38.6

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	6,204	7,190	8,031	9,076	10,349
營業成本	(5,457)	(6,226)	(6,937)	(7,818)	(8,902)
營業毛利	747	964	1,094	1,258	1,447
營業費用	(384)	(446)	(477)	(528)	(555)
營業利益	362	518	616	729	892
總營業外收入	1	9	33	36	37
利息收入	1	7	14	15	15
投資利益淨額	-	2	2	2	2
其他營業外收入	-	-	17	19	20
總營業外費用	3	21	(3)	-	-
利息費用	(0)	(0)	-	-	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	3	21	(3)	-	-
稅前純益	366	547	646	765	929
所得稅費用[利益]	(82)	(111)	(128)	(153)	(186)
少數股東損益	-	-	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	284	437	518	612	743
EBITDA	392	550	665	779	942
每股盈餘 (NT\$)	7.79	11.35	12.51	14.76	17.93

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	318	557	672	531	629
本期純益	284	437	518	612	743
折舊及攤提	29	32	48	49	50
本期運用資金變動	(481)	46	105	(130)	(164)
其他營業資產及負債變動	486	43	0	(0)	0
投資活動之現金流量	(45)	(199)	(14)	(16)	(15)
投資用短期投資出售[新購]	(2)	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	(10)	(5)	(8)	(6)
資本支出淨額	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他資產變動	(41)	(189)	(7)	(7)	(7)
自由現金流	(179)	483	639	494	592
融資活動之現金流量	(144)	421	(311)	(369)	(436)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	640	-	-	-
已支付普通股股息	(128)	(200)	(311)	(369)	(436)
其他融資現金流	(16)	(18)	(0)	0	0
匯率影響數	-	-	-	-	-
本期產生現金流量	129	779	348	147	179

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	6.2%	6.2%	5.9%	5.8%	5.4%
= 營業利益率	5.8%	7.2%	7.7%	8.0%	8.6%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	(9.3)	(12.5)	(10.3)	(12.0)	(14.3)
營業利益率	5.8%	7.2%	7.7%	8.0%	8.6%
x 資本周轉率	(9.3)	(12.5)	(10.3)	(12.0)	(14.3)
x (1 - 有效現金稅率)	77.5%	79.8%	80.2%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	(42.3%)	(72.1%)	(63.7%)	(77.4%)	(98.4%)

資料來源：公司資料，凱基

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

是方電訊

(6561.TWO/6561 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 16 (NT\$)	375.0
12 個月目標價 (NT\$)	497.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	32.5

焦點內容

凱基首評是方電訊「增加持股」投資評等，目標價 NT\$497，基於 35 倍 2024-25 EPS 得出。考慮是方在東亞的網路樞紐地位不可取代，及台灣未來雲端需求的快速增長，加上公司穩健的獲利增長，我們預期公司的 PE 將持續提升。

交易資料表

市價：(NT\$/bn/US\$mn)	26.53 / 858
流通在外股數 (百萬股)	70.74
外資持有股數 (百萬股)	9.02
3M 平均成交量 (百萬股)	0.11
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	262.0 -411.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	3.7	29.3	25.8
相對表現 (%)	-9.9	10.3	16.6

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.79A	2.86A	2.91A	3.29A
2023	3.17A	3.08F	2.81F	2.92F
2024	3.09F	3.10F	3.21F	3.32F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

請即投票

凱基投顧

許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

雲端產業中的軍火商

重要訊息

是方電訊為台灣最大國際中立機房、網際網路交換中心以及主要公有雲交換平台業者，亦是主要的國際海纜開口，競爭優勢無可取代。接下來台灣雲端及數據需求將進入高速成長期，是方 IDC 機房亦將擴產因應強勁需求。

評論及分析

無可取代的東亞網路樞紐。台灣位於東亞島鏈中心的地理優勢使得亞洲超過 90% 的海底電纜在台登陸，並吸引海纜服務提供者進駐。是方電訊擁有台灣最大的國際中立機房、網際網路交換中心及公有雲交換平台，提供全方位的雲端服務，是雲端浪潮主要受害者，亦為東亞無可取代的網路樞紐。

IDC 擴產 130% 因應未來 3-5 年強勁需求。IDC 佔是方 2022 年營收 31%，為未來 3-5 年重要成長動力。第四棟 IDC 大樓即將於 1Q24 啓用，電力容量設計為 20MW，相較現有有三棟相加共 15MW，增加幅度達 130%。凱基預估，產能滿載將帶來每年至少 NT\$900mn 營收 (不含客戶進駐初期之一次性建置費)，約當現有 IDC 業務成長將近 100%。我們預估 IDC 2024-25 年營收至少每年成長 25% 以上。

頻寬及速度需求增高，數據服務業務受惠。隨著多雲及混和雲為主流趨勢，台灣企業使用混和雲的比例預估將由 2021 年的 36% 增至 2023 年的 69%，是方雲端及數據服務受惠，預計 2024 年分別成長 17.6% 及 6.8%。

2023-25 營收成長加速。在台灣雲端及數據需求進入高速成長期，且是方電訊增加 IDC 產能的情況下，我們預估公司 2023-25 營收 CAGR 達 15%，高於 2017-22 的 7.7%。2024 年獲利將短暫受到折舊影響，EPS 僅成長 11.3%，然毛利率有望於 2025 年恢復至 49%，EPS 成長 23% 至 15.68。公司 EBITDA 2023-25 CAGR 為 21%，較 2018-23 的 13% 加速增長。惟須注意 2023 年因股票股利發放使得股本膨脹 10%，稀釋前 EPS 為 12.6 元。

投資建議

凱基首評是方電訊「增加持股」投資評等，目標價 NT\$497，基於 35 倍 2024-25 EPS 得出。考慮是方在東亞的網路樞紐地位不可取代，加上公司穩健的獲利增長，我們預期公司的 PE 將持續提升。

投資風險

地緣政治、數據業務價格競爭。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	2,801	3,080	3,233	3,719	4,287
營業毛利 (NT\$百萬)	1,256	1,469	1,589	1,749	2,097
營業利益 (NT\$百萬)	871	1,039	1,109	1,236	1,524
稅後淨利 (NT\$百萬)	687	837	889	989	1,220
每股盈餘 (NT\$)	9.75	11.85	11.42	12.71	15.68
每股現金股利 (NT\$)	9.30	9.00	8.69	9.67	11.93
每股盈餘成長率 (%)	12.4	21.5	(3.6)	11.3	23.3
本益比 (x)	38.5	31.7	32.8	29.5	23.9
股價淨值比 (x)	8.6	8.0	8.3	7.8	7.2
EV/EBITDA (x)	23.2	19.1	18.2	16.3	13.4
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	2.5	2.4	2.3	2.6	3.2
股東權益報酬率 (%)	22.7	26.2	26.0	27.2	31.2

資料來源：公司資料，凱基

是方在台灣雲端產業中扮演重要軍火商角色

無可取代的東亞網路樞紐

台灣位於東亞島鏈中心，成為東亞海纜理想匯聚點，並在中美緊張關係及香港國安法下，變成香港的替代節點，吸引超九成亞洲海底電纜在此登陸。在這背景下，是方電訊積極發展「三環三線」網路架構，提供客戶一站式的網路及雲端服務，成為東南亞無可取代的網路樞紐。

台灣位於東亞島鏈中心，處於東亞海纜最佳匯聚點，尤其在中美關係日趨緊張及香港國安法通過後，台灣成為替代香港的最佳節點，吸引亞洲超過90%海底電纜在台登陸，以及海纜服務提供業者進駐是方機房。

在此基礎上，是方積極發展「三環三線」架構。三個環狀節點包括：1.台北環，透過光纖網路連接四座是方機房；2.台灣環，串聯各大城市的主要工業區和科技園區；3.國際環，透過海底纜線連接香港、日本、新加坡和東南亞國家。三條服務線則包括：1.雲端服務線，直接連接國際五大公有雲服務（Amazon AWS, Microsoft Azure, Google GCP, IBM Cloud, Oracle Cloud）；2.數據服務線，集結寬頻網路與數據交換；3.國際海纜線，透過國內外海纜將數據服務延伸至亞洲周邊國家。

此完整的網路布建為全台唯一，使得是方電訊擁有台灣最大國際中立機房（IDC）、網際網路交換中心（TPIX）及公有雲交換平台（CCX），能夠提供客戶優質、快速且穩定的網路，一站式滿足客戶在數據網路及雲端服務上的需求，是企業進行數位轉型的最佳幫手。

圖 1: 是方電訊「三環三線」架構完整，為東亞網路重要樞紐



資料來源：公司資料

圖 2: 是方在東亞完整布局



資料來源：公司資料

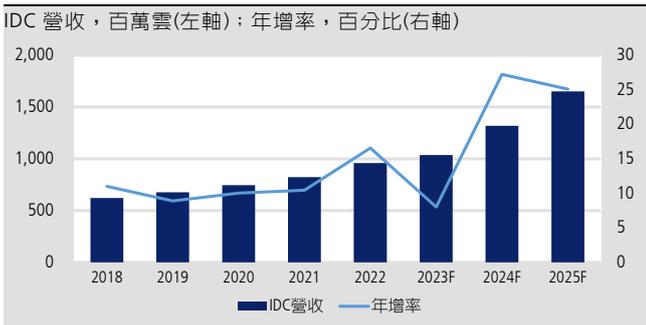
IDC 擴產將帶來近 100% 營收成長

是方電訊在雲端服務上的競爭優勢反映在其強大的 IDC 和頻寬。該公司透過建設全台最大的網路交換中心，吸引全球公有雲服務提供商租用其 IDC。隨著企業對雲端服務需求的提升，是方電訊計劃新增一座 IDC 機房 (LY2)，此舉將使其電力容量供應提升 130%，並有望在五年內到達滿載，貢獻營為現有 IDC 業務將近一倍。

是方電訊在雲端服務的競爭優勢體現在其 IDC 和頻寬上，前者更為未來 3-5 年主要成長動能。無論對於企業地端、私有雲還是公有雲，IDC 都扮演著不可替代的角色。要有效地傳遞雲端服務，首先需要穩定的 IDC，再經由網路交換中心進行數據傳輸。是方電訊匯集了國內國外優質網路資源，擁有全台最大網路交換中心，吸引國際公有雲租用是方 IDC，並運用是方電訊的網路交換中心 (TPIX) 及雲端交換平台 (CCX) 將服務遞送給台灣企業，顯見是方電訊在雲端產業中的獨特地位。

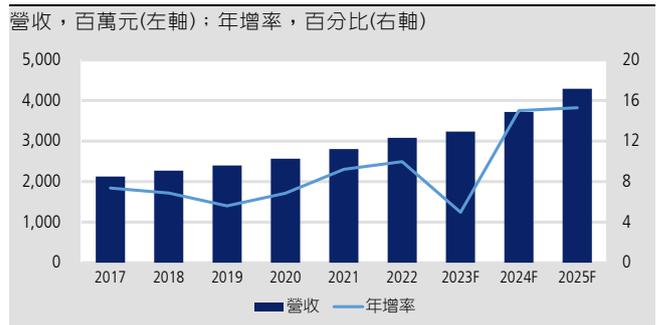
隨著企業對雲端需求的提升，是方電訊規畫建置第四棟 IDC 機房 (LY2)，預計將於 1Q24 開始商用。LY2 機房擁有 5,000 坪樓地板面積 (地上七層) 及 20MW 電力容量設計，而原有三棟 IDC 機房樓地板總面積為 10,000 坪，總電力容量設計約 15MW，LY2 啟用後可供電力提升 130%，2022 年是方 IDC 營收貢獻約 9.6 億元 (占總營收 31%)，我們預估若 LY2 滿租，將帶來約 9 億營收 (不含客戶初期進駐之一次性建置費)，IDC 營收貢獻幾乎翻倍。我們認為公司將在 2-3 年內達到 LY2 80% 以上滿租率，以此推估 IDC 營收 2024-25 至少每年成長 25% 以上。且是方電訊因企業對雲端及網路的需求而新建 IDC 機房，商用後必定帶來雲端服務及數據服務業務同步成長，我們預估是方電訊整體營收在 2024-25 都將達 15% 以上成長，成長幅度優於 2017-22 營收 CAGR 7.7%。

圖 3: 是方 2024-25 IDC 預估營收將達 25% 以上



資料來源：凱基預估

圖 4: 是方 2024-25 預估營收成長幅度優於過去成長率



資料來源：凱基預估

根據 iKala 預估，台灣企業使用混和雲比例將從 2021 年的 36% 提升至 2023 年的 69%，且未來將持續提高，顯示多雲及混和雲為未來雲端主要趨勢。

是方電訊的豐富網路資源使其成為公有雲服務的首選合作夥伴。是方能提供直接與各大公有雲連接的服務，從而避免網路擁塞和資安問題，廣受客戶歡迎。我們預測，是方電訊的雲端業務營收在 2024-25 年保持 15% 以上的增長。

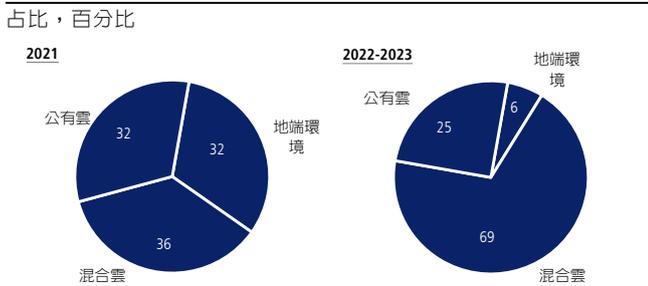
多雲及混和雲趨勢和速度頻寬需求提升

多雲及混和雲為現今企業用雲最大趨勢，前者可讓企業使用到來自各商用雲端供應商各自的優勢，並建立更靈活的應用程式，且避免受限於單一雲端，維持彈性，降低風險；後者則可讓企業針對特定應用程式和資料選擇最適合的地端及雲端環境。根據 iKala 預估，台灣企業使用混和雲比例將從 2021 年的 36% 提升至 2023 年的 69%，且未來將持續提高。

是方電訊網路資源豐富，吸引各大公有雲合作，台灣僅是方電訊能夠提供各大公有雲直連服務，避免網路塞車及資安問題，且客戶只須連到是方電訊機房即可滿足多雲及混和雲需求，一站式服務為客戶節省成本及時間。我們認為此趨勢將帶動是方電訊雲端業務營收 2024-25 維持 15% 以上成長。

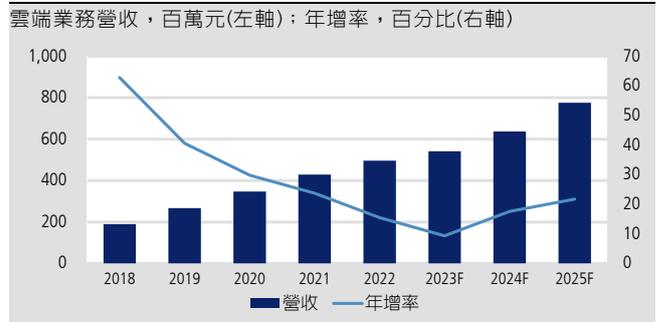
隨著多雲環境的興起和對高速網路的需求增加，數據服務業務有望受益，頻寬需求也將增加。數據服務業務 2022 年占營收比重為 45%，為是方電訊所有業務中最大宗，然網際網路互連批發價逐年下降，2018-23 下降幅度 CAGR 達 21%，雖網際網路互連批發價僅占服務的一部分，另外仍有收取電路費、維運費等，仍使得是方電訊數據服務同期營收 CAGR 仍達 3.1% 成長。我們認為在 (1) 頻寬需求提高、(2) 新 IDC 落成、(3) 網際網路互連批發價年減幅度縮小，以及 (4) 多雲/混和雲以及上雲的趨勢下，2024-25 數據相關營收達到將近 7% 的成長。

圖 5：混合雲為雲端大趨勢



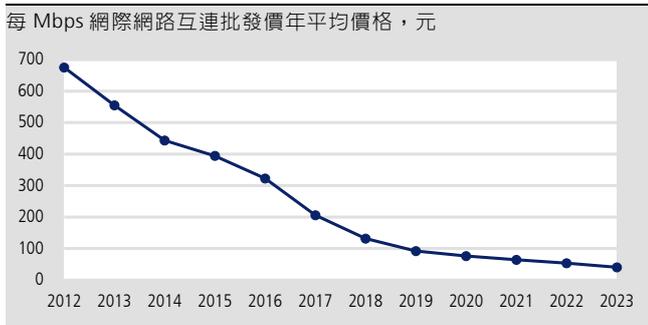
資料來源：iKala

圖 6：2024-25 雲端業務預計可維持 15% 以上成長



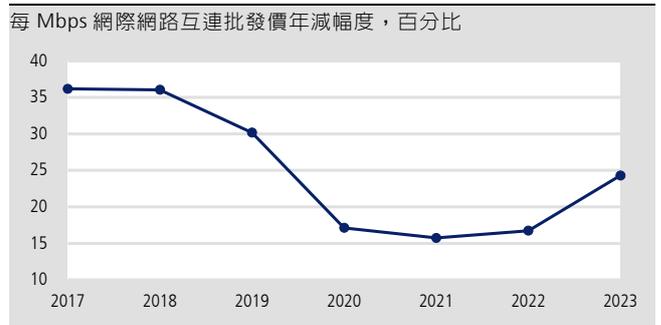
資料來源：凱基預估

圖 7：網際網路互連批發價逐年下降



資料來源：NCC, 凱基整理

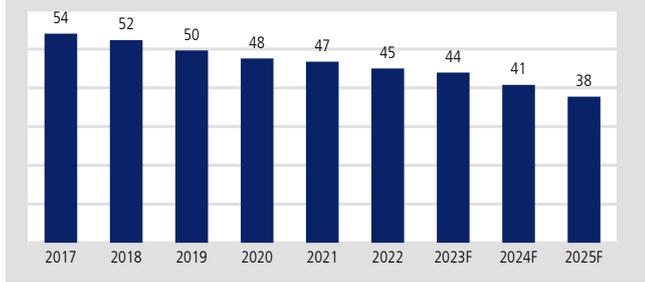
圖 8：網際網路互連批發價年減幅度縮小



資料來源：NCC, 凱基整理

圖 9: 數據服務營收占比逐年下降

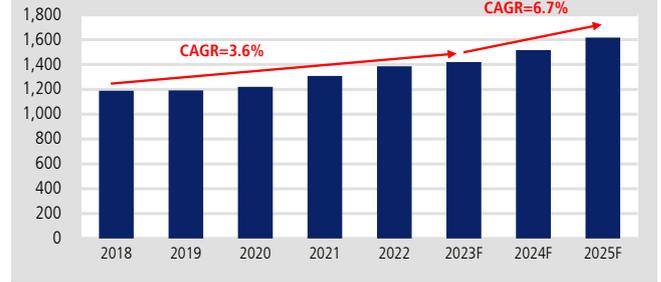
數據服務營收占比，百分比



資料來源：凱基預估

圖 10: 數據服務營收 2024-25 成長將加速

數據服務營收，百萬元



資料來源：凱基預估

隨著多雲環境的崛起和對網速的需求增加，是方電訊的數據服務業務有望獲得益處。儘管網際網路互連批發價格持續下降，我們預期新的 IDC 落成和頻寬需求增長將平穩頻寬價格，營收 2023-25 CAGR 將達 15%，成長率高於過去成長幅度。

2023-25 營收 CAGR 優於過去五年

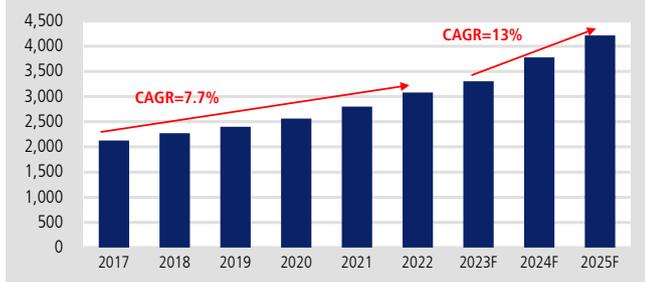
是方電訊於過去營收皆維持個位數穩定成長，2017-2022 營收 CAGR 為 7.7%。然而，隨著 LY2 機房的商業化，我們預測 2024 年將帶來大約 2 億元的營收 (不含客戶進駐初期一次性建置費用)。2024-25 IDC 業務營收年增預計達 25% 以上。而新 IDC 機房也能一併帶來雲端及數據業務成長，在企業積極上雲及多雲和混合雲趨勢下，我們預估 2024-25 雲端及數據業務營收年增分別達 15% 以上及近 7%。整體是方電訊營收 2023-25 CAGR 達 15%，成長率高於過去成長幅度。

是方持續改善產品組合，將有利於毛利逐年往上。雲端業務毛利率最高 (預估達 60% 以上)，且營收占比由 2015 年的 1% 逐步提升至 2022 年的 16%，而毛利率最低的語音服務營收占比降至 2022 年的 8%。產品組合上的改變帶動是方電訊毛利率持續提升，由 2015 年的 30.2% 提升至 2022 年的 47.7%，我們預計此上升趨勢將持續。

然而，由於客戶訂單增長快速，公司新落成之第四棟 IDC 大樓有機會在 2024 年達到損益兩平，折舊費用將在 2024 年產能剛開始起步之下，造成短期毛利壓力。我們預估新的 IDC 大樓每年折舊費用 NT\$200mn，對毛利造成影響 2-3 個百分點，預估 2024-25 毛利率分別為 47% 及 49%。若不考慮折舊，公司 EBITDA 2023-25 CAGR 為 21%，較 2018-23 的 13% 加速增長，EBITDA margin 將由 2022 年的 39.6% 成長到 2025 年的 44.5%。獲利預計 2024-25 分別年增 11.3% 及 23.4%，EPS 分別為 12.7 及 15.7 元。

圖 11: 2023-25 營收 CAGR 優於過去五年

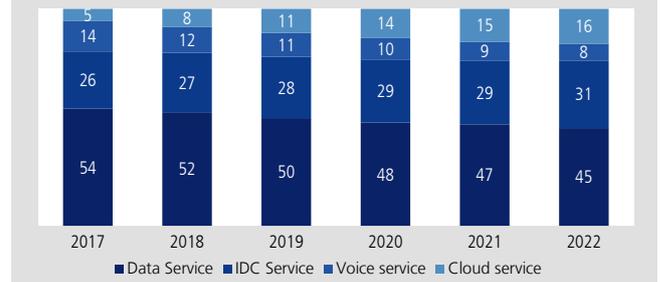
營收，百萬元



資料來源：凱基預估

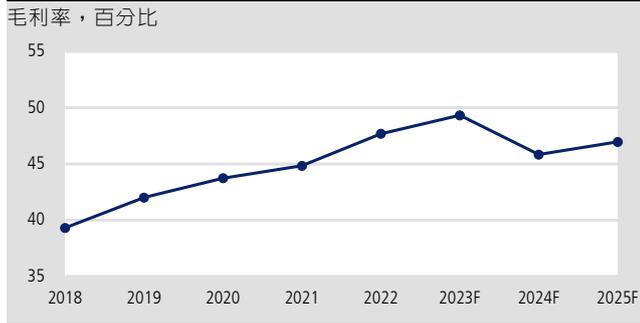
圖 12: 高毛利的雲端服務營收占比逐年提高

營收結構，百分比



資料來源：公司資料

圖 13: 2024-25 毛利率受新 IDC 影響，小幅下降



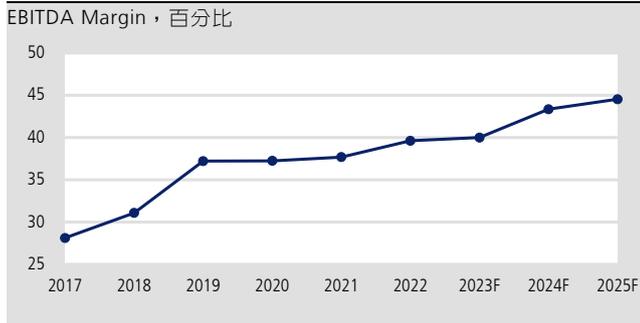
資料來源：凱基預估

圖 14: 獲利成長幅度隨毛利率小幅下降



資料來源：凱基預估

圖 15: EBITDA Margin 持續提升



資料來源：凱基預估

圖 16: 各產品線營收占比及年增率

	2022			2023F		
	Revenue	Sales Mix	YoY	Revenue	Sales Mix	YoY
Data Service	1,386	45	5.9	1,420	44	2.5
IDC Service	960	31	16.6	1,037	32	8.0
Voice service	238	8	-0.4	234	7	-1.9
Cloud service	496	16	15.5	542	17	9.4
	2024F			2025F		
	Revenue	Sales Mix	YoY	Revenue	Sales Mix	YoY
Data Service	1,516	41	6.8	1,617	38	6.6
IDC Service	1,320	35	27.2	1,651	39	25.1
Voice service	246	7	5.0	244	6	-0.8
Cloud service	637	17	17.6	776	18	21.8

資料來源：凱基預估

圖 17: 是方電訊 2Q23&3Q23 財務預估

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	797	(0.8)	4.1	802	0.6	4.7
毛利	391	(1.8)	8.8	392	0.4	8.7
營業利益	271	(3.8)	7.8	272	0.7	11.0
稅後淨利	218	(2.8)	7.8	219	0.4	6.5
每股盈餘 (元)	3.08	(2.8)	7.7	2.81	(8.7)	(3.3)
毛利率 (%)	49.0	(0.5)ppts	2.1 ppts	48.9	(0.1)ppts	1.8 ppts
營業利益率 (%)	33.9	(1.0)ppts	1.1 ppts	34.0	0.0 ppts	1.9 ppts
淨利率 (%)	27.4	(0.6)ppts	0.9 ppts	27.3	(0.1)ppts	0.5 ppts

資料來源：凱基

圖 18: 是方電訊 2023&2025 財務預估

百萬元	2023F		2024F		2025F	
	修正後	YoY (%)	修正後	YoY (%)	修正後	YoY (%)
營收	3,233	5.0	3,719	15.0	4,287	15.3
毛利	1,589	8.2	1,749	10.1	2,097	19.9
營業利益	1,109	6.7	1,236	11.5	1,524	23.3
稅後淨利	889	6.2	989	11.3	1,220	23.3
每股盈餘 (元)	11.42	(3.6)	12.71	11.3	15.68	23.3
毛利率 (%)	49.2	1.5 ppts	47.0	(2.1)ppts	48.9	1.9 ppts
營利率 (%)	34.3	0.6 ppts	33.2	(1.1)ppts	35.5	2.3 ppts
淨利率 (%)	27.5	0.3 ppts	26.6	(0.9)ppts	28.5	1.9 ppts

資料來源：凱基

圖 19: 同業比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	本益比 (x)			股價營收比 (x)			股東權益報酬率 (%)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
IaaS/PaaS															
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	31.7	32.8	29.5	12.2	11.6	10.1	26.2	26.0	27.2	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	47.4	21.3	15.6	0.0	0.0	0.0	(1.9)	11.9	16.0	(95.9)	122.5	36.7
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	35.9	36.2	31.7	0.2	0.2	0.1	47.2	36.3	33.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	27.3	21.8	18.4	0.0	0.1	0.0	23.6	25.6	25.1	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	32.8	22.2	20.3	1.1	1.1	1.0	N.A.	N.A.	109.8	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	50.8	25.1	22.9	0.3	0.3	0.2	N.A.	(423.6)	211.8	(46.7)	102.3	9.6
MSP															
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	96.6	76.0	34.8	1.8	1.5	1.2	4.4	5.0	11.8	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	20.0	18.2	15.4	3.2	2.8	2.5	33.0	33.6	34.1	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	29.8	28.0	26.0	0.5	0.5	0.5	33.0	30.3	28.4	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	0.1	0.1	0.1	(82.3)	(21.5)	87.2	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	N.A.	21.7	19.6	0.1	0.1	0.1	29.1	31.5	32.3	N.A.	N.A.	10.3
SaaS															
91App Inc	6741 TT	486	123.5	43.6	34.0	25.0	9.8	8.3	6.8	13.8	16.1	19.1	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	N.A.	195.0	119.5	1.2	1.0	0.8	(35.7)	(0.2)	4.0	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	N.A.	36.0	27.4	9.0	7.0	6.4	N.A.	(51.4)	(125.1)	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	4.4	3.5	(152.1)	(54.1)	6.6	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	48.5	31.4	27.8	3.8	3.1	2.8	33.0	41.6	39.2	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	140.3	43.0	28.5	1.2	1.0	0.8	2.9	8.2	10.6	(66.3)	226.5	50.6

資料來源：Bloomberg, 凱基預估

是方電訊提供多元化的電信網路及應用服務，包括國際 IDC 機房服務、雲端應用服務、數據網路服務、數據網路服務等。

公司聚集本地及國際電信業者，產生客戶群的磁吸效應。客戶群廣泛分佈於國內外，包括國際電信/電纜業者如 KDDI、TATA，以及雲服務業者如 AWS、GCP 等，且客戶組成分散，降低風險，最大客戶為中華電信，卻只佔 2022 年營收的約 7%。

公司概況

是方電訊為一專業的電信網路及應用服務公司，成立於 1991 年，總部位於台灣。該公司的主要業務包括國際 IDC 機房服務、雲端應用服務、數據網路服務、語音通信服務、交換中心等。此外，該公司還持有電信營運執照，提供 ISP、網際網路接取、VPN、ISR、電路轉售、070 網路電話等業務。

是方電訊以中立的國際電信中心聚集本地及國際電信業者、海纜業者、內容訊息業者、雲端應用業者，完整服務形成客戶群聚磁吸效應。

是方電訊的國際與國內客戶比重約為 50:50，主要客戶包括國內電信業者 (中華電信、遠傳、台灣大等)、企業客戶 (華碩、仁寶、晶碩、彰銀等)、國際電信/電纜業者 (KDDI、TATA、Telstra、PCCW 等)、國際雲服務業者 (AWS、GCP、Azure、Oracle、Alibaba Cloud 等) 以及 TPIX 會員 (Meta、Apple、Microsoft、Amazon、Netflix 等)。最大的客戶為中華電信，僅佔 2022 年營收約 7%，客戶組成相當健全分散。

圖 20: 是方電訊重要客戶分布



資料來源：公司資料

1、 是方電訊業務主要分為以下幾大類:

IDC 機房服務 (佔 2022 營收的 31%，預計 2024-25 成長 25%以上)

是方電訊作為亞洲的電信樞紐，不僅提供超過一萬坪的中立電信及電腦機房，同時也是國際海纜介接中心，提供全球高速頻寬服務。

除了在台北內湖地區的麗源大樓 L.Y.、騰富大樓 T.F.、宏鼎大樓 H.D. 以及第四棟大樓 L.Y.2 提供超高速頻寬外，亦為國際海纜介接中心及提供最豐富的本地電路接入服務。是方電訊與各地的電信業者緊密合作，持續增加各地的電信機房服務據點，包含：日本、新加坡、香港、中國與東南亞地區。除了在國內建立了強大的基礎設施之外，是方電訊 IDC 還與東亞各國業者合作，通過海纜系統串連東亞國家，擴大國際網路。

其第四棟 IDC 大樓 L.Y.2 將在 1Q24 啟用，將增加 50% 的產能。此外，是方電訊還與日本、新加坡、香港、中國及東南亞地區的電信業者緊密合作，持續拓展其全球服務網絡。

是方電訊 IDC 的第四棟新大樓 L.Y.2 即將在 1Q24 啟用，擁有 5,000 坪樓地板面積及 20MW 電力容量設計 (約為現有電力容量增加 130%)，並已開始接受客戶預約產能。

是方電訊提供全面的服務解決方案，包括 IaaS, SaaS, 企業跨雲/CCX 等。其 IaaS 服務包括虛擬專用伺服器 VDS, 虛擬私有雲 VPC, 以及雲端資料中心 CDC, 滿足各類型客戶需求; 是方電訊推出的 SaaS “是方 i 健康”雲平台整合智慧穿戴設備, 運用 AI 和大數據進行分析, 提供健康管理 APP 和專業合作夥伴服務。

是方電訊擁有 30 多個國際網路機房節點, 協助企業建立全球數據網路, 提供多元服務如 VPN、語音整合等。為台灣最大國際中立機房、網路交換中心與公有雲交換平台, 且為重要海纜閘口, 對台灣網路通信極重要。5G 與 AI 時代加速業務成長, 目前三大公有雲及未來資料中心皆需租用其頻寬。

2、 雲服務解決方案 (佔 2022 營收的 16%, 預計 2023 成長 15-20%)

是方電訊提供全方位服務解決方案, 包括 IaaS, Paas, SaaS, 企業跨雲/CCX (雲端交換中心) 混和雲應用、儲存雲、備援備份、資安及客戶自助管理介面等。

在 IaaS 方面, 是方電訊提供虛擬主機運算服務平台, 包括雲端虛擬主機 VDS (Virtual Dedicated Server)、虛擬私有雲服務 VPC (Virtual Private Cloud)、以及雲端資料中心 CDC (Cloud Data Center)。

雲端虛擬主機 (VDS, Virtual Dedicated Server) 專屬主機服務是指把一台虛擬主機租給一個客戶為單位, 讓客戶能充分掌握並利用該虛擬主機的完全運算能力與權限管理。VDS 讓客戶掌握該虛擬主機作業系統的最高管理權限 (root/administrator), 同時享有該主機完整的虛擬硬體和頻寬資源, 客戶可以根據主機應用特性, 隨時調整主機環境以滿足需求。

虛擬私有雲服務(VPC, Virtual Private Cloud) 包含多個 cCPU 運算效能資源池, 主要服務的客戶群包括中型網路增值服務商、SaaS (軟體即服務) 服務提供商、中小型企業以及私有雲應用的企業客戶。它提供一個一站式的雲端服務解決方案, 能夠一次滿足大量 VM (虛擬機器) 虛擬主機群運算架構的需求。透過 VPC, 客戶可以快速而靈活地部署和管理自己的虛擬資源, 使其業務運營更為高效。

雲端資料中心(CDC, Cloud Data Center)是位於 IDC (Internet Data Center) 的雲端資料中心租賃服務。這種服務主要為網路遊戲、娛樂產業、大型網路入口、電子商務服務提供商, 以及中大型企業 (遠端備援機房) 等產業提供解決方案, 尤其適合希望自行建立自主私有雲或混合雲環境的企業。透過 CDC 的專業服務, 客戶能夠大幅降低 IT 設備採購的初期投資和後期維護成本。另外, CDC 還提供的增值服務內容, 例如「是方雲端運算平臺」的優質服務, 使之區別於一般的 IDC。

SaaS 方面, 是方電訊推出“是方 i 健康”雲服務健康平台, 包括智慧穿戴設備的整合、AI 和大數據的分析應用、健康管理的 APP 功能, 以及來自專業合作夥伴的服務。

3、 數據網路及語音通信 (佔 2022 營收的 45%, 預計 2023 成長 5-10%)

是方電訊擁有超過 30 個以上國際網路機房節點, 協助企業建構全球數據網路服務, 提供包括企業私有網路服務/VPN、語音整合、設備代管、機房租用、網際網路連接、資料儲存與資安服務等。公司為台灣最大的國際中立機房、網際網路交換中心(TPIX), 以及主要的公有雲交換平台 (CCX), 亦是主要的國際海纜閘口, 對於台灣網路通信的重要性不言而喻。

5G 及 AI 時代下, 頻寬及速度要求增高, 將持續促進是方電訊的數據網路業務成長。目前, 在台三大公有雲用到的頻寬就要跟是方電訊租用, 未來的資料中心亦然。

圖 21: 是方雲服務解決方案



資料來源：公司資料

4、 交換中心業務

雲端交換平台(CCX)位於台北內湖的國際級 IDC 機房，擁有四重資安認證，成為企業連接國內外公有雲服務的安全選擇。透過 CCX 與國際公有雲直連，企業客戶可以享受更穩定的連線品質，其中的客戶包括 Azure, AWS, GCP, Oracle, IBM 等。

是方雲端交換平台(CCX, Chief Cloud eXchange) 位於是方電訊台北內湖的國際級 IDC 機房內，擁有 ISO 27001/27011/27017/27018 四重資安認證，是企業在選擇連接國內外公有雲服務時安全的選擇。透過 CCX 與國際公有雲直連，可協助企業客戶享有更穩定的連線品質，CCX 已成為台灣公有雲最主要的交換平台閘口，其客戶包括 Azure, AWS, GCP, Oracle, IBM 等。

隨著雲端技術的崛起，許多企業選擇公有雲方案以靈活擴充資料容量並降低高風險資本支出。然而，通過互聯網連接公有雲引發了一個新的挑戰，那就是如何確保網路連線品質的穩定性和資訊安全。這已經成為企業在使用雲應用時必須要面對的關鍵問題。企業必須確保穩定安全與高品質的網路連線，才能安心移轉資料至雲端並有效運用雲端服務。

如何確保網路連線品質的穩定性和資訊安全成了新的挑戰。是方的 CCX 提供直接連接到各大雲平台如 AWS、Azure 和 Google 的服務，避免走公用網際網路，讓客戶以私有連線方式享有高可靠度和最高達 10Gbps 的連線速度，可安心有效率上雲。

是方電訊的雲端交換中心（CCX）提供連接到各大雲平台如 AWS、Azure 和 Google 的雲端直接連線服務，不走公用網際網路，讓客戶能以私有連線方式，享有高可靠度和最高達 10Gbps 的連線速度，解決雲服務使用疑慮。雲端直連的服務讓客戶直接上公有雲，在更安全、高遞送效率的環境下使用雲服務。

台北網際網路交換中心(TPIX)是台灣最大的網路交換樞紐，提供中立且開放的數據交換平台給超過 80 家國內外的網路與內容供應商，訊務交換量超過 200 Gb/s。它結合海底光纜、固網業者等，實現高效的資訊傳輸。

台北網際網路交換中心 (TPIX, (Taipei Internet eXchange)) 是台灣最大的網路交換樞紐，會員總數超過 80 家，訊務交換量超過 200 Gb/s，提供中立且開放的網際網路數據交換服務平台，以供國內外的網路和內容服務供應商使用。這個平台匯聚了大量的國內外網路服務業者、海底光纜業者和固網業者，並提供給成員們多方互連與雙方互連的基礎，構成了國際級的網際網路交換樞紐，為資訊傳輸帶來極高的效率和便利。

台北海纜交換中心 (TPCX) 匯集亞太區主要海底光纜，包含 GCX、Reach、Telstra 等多家公司的海纜系統，透過骨幹網路連接至是方電訊內湖的機房，成為台灣連接國內外頻寬的重要閘口。

台北海纜交換中心 (Taipei Cable eXchange, TPCX) 匯集了亞太區內主要的海底光纜系統，包括 GCX 的「FNAL」、Reach 的「RNAL」、Telstra 的「EAC & C2C」及其他共構海纜系統如 TPE、TSE、Faster、APCN2、Japan-US、China-US、SWM3、SWM4 等。這些海底光纜在各地海岸登陸後，透過骨幹網路連接至位於是方電訊內湖的機房大樓，再接入客戶的網路系統。是

方電訊聚集亞太地區主要私有海纜系統以及各大共構海纜系統，已成為台灣連接國內外頻寬的重要閘口。

是方機房大樓為企業用戶及其他通訊與網路業者可將其設備放於是方機房大樓以便與這些光纜系統介接。藉由樓內的跳線系統，用戶可與各大海纜系統進行接口。在亞太區範疇內，是方機房大樓是少數可以在單一閘口提供如此多海纜系統連接的機房設施。當海纜系統出現問題時，是方電訊的 TPCX 就可以迅速、高品質的切換至其他海纜系統，保障客戶傳輸品質、速度與安全性。

台北語音交換中心 (Taipei Voice Exchange Center ; TPVX) 為國內外的語音通信服務供應商的話務通訊交換中心。它的主要客戶包括國際知名電信業者、國內固網及手機服務業者、以及 ISR 業者等。TPVX 提供了一個相互連接的環境，業者可以直接與是方電訊的專業交換機介接進行訊務交換，或自行進行話務交換。

傑出 ESG 治理

公司在 ESG 方面表現突出，已設立公司治理主管及永續發展委員，並於 2022 年成立風險管理委員會。在 2021 年完成 ISO-14064-1 溫室氣體盤查及驗證、ESG 永續報告驗證並成功提升公司治理評鑑至 TOP 5%。即將啓用的新 IDC 機房也符合智慧建築與綠建築設計。

根據 2021 首份永續報告，是方電訊能源消耗量逐年減少，已完成碳排放範疇 1-3 的盤查，三棟大樓平均年節電率達 1.4%。在員工性別比例上，男女比例為 2:1，但重要主管職務有 8 位由女性擔任。另外，員工訓練時數每年達 29 小時，相較於 2019 年成長了 17%。

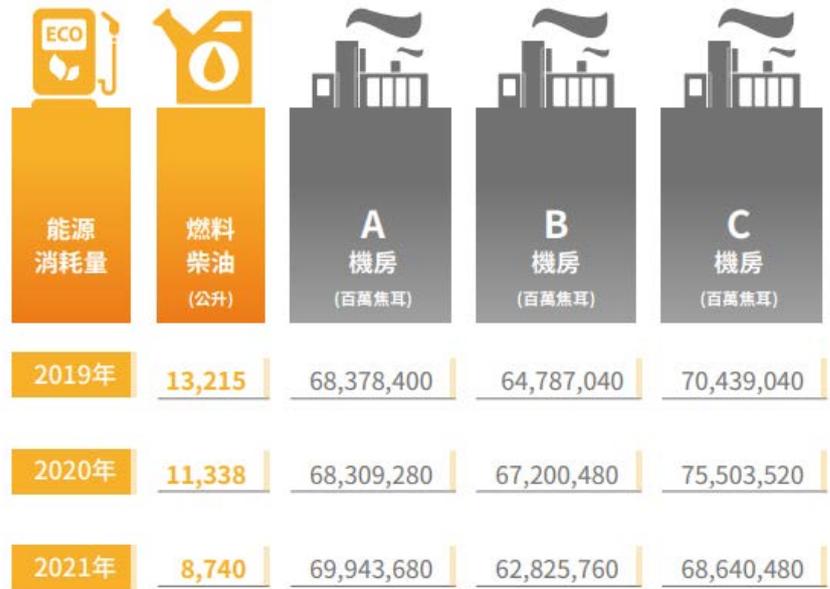
公司並提早四年編製永續報告，展現在 ESG 的積極作為。

是方電訊在 ESG 方面的表現相當突出，公司已設置公司治理主管，成立永續發展委員，並於 2022 年設置風險管理委員會。公司於 2021 年已完成 ISO-14064-1 溫室氣體盤查及驗證、ESG 永續報告書驗證並上傳至公開資訊觀測站，且成功於 2023 年將公司治理評鑑由第三級距提升至第一級距(TOP 5%); 即將啓用的第四棟 IDC 機房，也是智慧建築與綠建築設計。

在 2022 年 3 月 3 日，金管會發布了「上市櫃公司永續發展路徑圖」，該方案旨在分階段鼓勵所有上市櫃公司在 2027 年之前完成溫室氣體排放盤查，並在 2029 年之前完成對溫室氣體排放盤查的確認。為持續強化非財務性之資訊揭露，金管會資本額 20 億以下的公司，將推動自 2025 年起 20 億元以下上市櫃公司編製永續報告書，是方電訊提早四年編制，在 ESG 的作為積極，是為公司在 ESG 領域及公司治理的一大加分。

根據公司 2021 首份永續報告書，是方電訊的能源消耗量逐年減少，且已完成碳排放範疇 1-3 的盤查，2015-2021 三棟大樓平均年節電率高達 1.4%，並詳述 TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures)內容; 員工比例及薪資/福利部分，因主要業務為機房營運，所以男性比例較高，約為 2:1，但全公司 31 位主管中由女性擔任重要主管職務共計 8 位，比例尚屬合理。員工訓練時數每年達 29 小時，較 2019 年成長 17%。

圖 22: 是方能源消耗量逐年減少



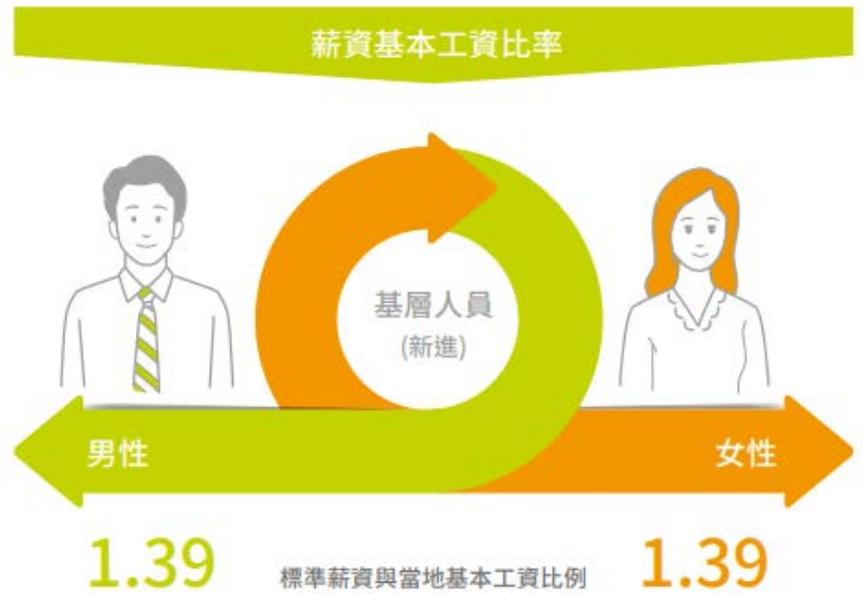
資料來源：公司資料

圖 23: 是方已完成碳排放 1-3 的盤查

排放源類別一至六	排放當量 (公噸 CO2e/年)		活動數據種類	數據等級	係數種類
	排放量	加總			
類別一 (範疇一)					
固定	26.1299	388.6926	財務會計推估	次級	國家排放係數
移動	1.3945		財務會計推估	一級	國家排放係數
逸散	361.1681		自行評估	次級	國家排放係數
類別二 (範疇二)					
外購電力	28,744.7991		定期 (間歇) 量測	一級	國家排放係數
類別三 (範疇三)					
員工差旅及商務旅行	出差 (飛機)	0.0000	財務會計統計	一級	國家排放係數
	出差 (高鐵)	0.1299	財務會計統計	一級	國家排放係數
	出差 (計程車)	0.0365	財務會計推估	次級	國家排放係數
	出差 (自行開車)	0.0423	財務會計推估	次級	國家排放係數
類別四 (範疇三)					
購買商品	影印紙張購買	2.3580	財務會計統計	一級	國家排放係數
購買電力	電力上游開採及輸配碳足跡	57,260.5560	定期 (間歇) 量測	一級	國家排放係數
廢棄處理	一般事業廢棄物產出	31.1873	自行評估	次級	國家排放係數
類別五 (範疇三)			無顯著性間接溫室氣體排放		
類別六 (範疇三)			無顯著性間接溫室氣體排放		

資料來源：公司資料

圖 24: 是方男性與女性享有共同薪資基本工資比率



資料來源：公司資料

圖 25: 是方全體員工每人受訓時數於 2021 年達 29 小時



資料來源：公司資料

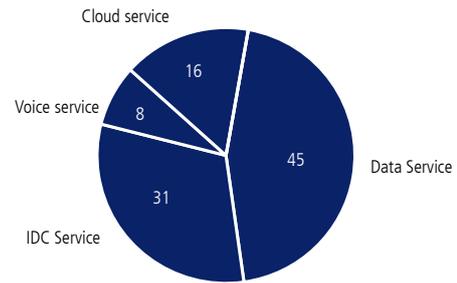
圖 26: 公司概況

是方電訊成立於 1991 年，前身為是方資訊，為第二類電信業者。是方電訊為台灣最大的國際中立機房 (IDC)、網際網路交換中心 (TPIX) 以及主要的公有雲交換平台 (CCX) 業者，亦是主要的國際海纜開口，對於台灣及東亞網路通信的重要性不言可喻。2022 年營收比重為: IDC 31%、數據服務 45%、語音服務 8%、雲端服務 16%。公司擁有三棟國際 IDC 大樓，包含麗源、宏鼎及騰富三棟大樓，占地約 1 萬坪，即將落成之第四棟大樓將增加 130% 電力容量設計。目前中華電信持股約 56%。

資料來源：凱基

圖 27: IDC 及數據服務為大宗

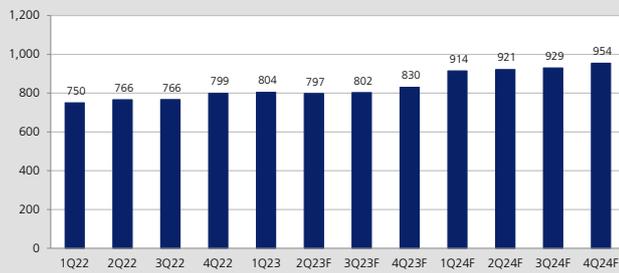
2022 年營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 28: 季營業收入

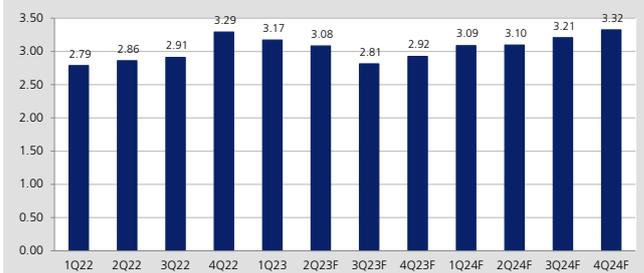
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 29: 每股盈利

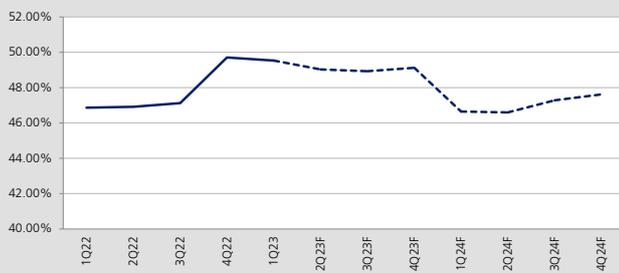
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 30: 毛利率

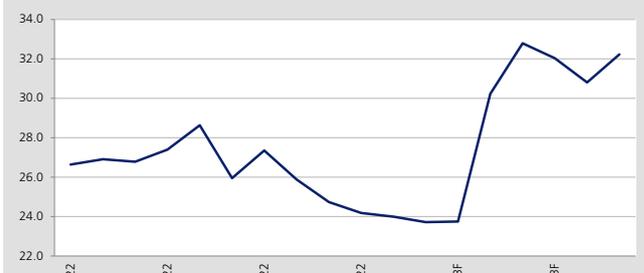
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 31: 本益比

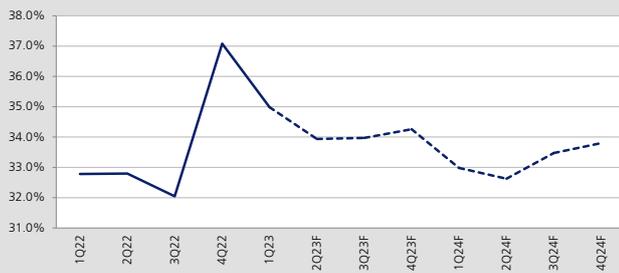
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 32: 營業利潤率

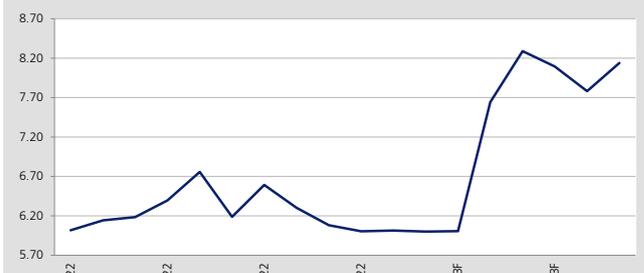
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 33: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	804	797	802	830	914	921	929	954	3,233	3,719	4,287
營業成本	(406)	(406)	(410)	(422)	(488)	(492)	(490)	(500)	(1,644)	(1,969)	(2,190)
營業毛利	398	391	392	408	426	429	439	454	1,589	1,749	2,097
營業費用	(117)	(120)	(120)	(123)	(125)	(129)	(128)	(132)	(481)	(514)	(573)
營業利益	281	271	272	284	302	301	311	322	1,109	1,236	1,524
折舊	(43)	(76)	(76)	(109)	(84)	(84)	(84)	(84)	(304)	(336)	(368)
攤提	(2)	(2)	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	(9)	(9)	(9)
EBITDA	326	349	351	396	388	387	397	409	1,422	1,580	1,901
利息收入	8	7	5	5	3	4	3	3	26	13	13
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	0	(0)	(0)	0	0	0	(0)	1	0	1	1
總營業外收入	8	7	5	6	3	4	3	4	26	14	14
利息費用	(7)	(6)	(6)	(6)	(5)	(4)	(4)	(4)	(25)	(17)	(18)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(0)	1	2	0	1	1	2	1	3	5	5
總營業外費用	(7)	(5)	(3)	(6)	(4)	(3)	(2)	(3)	(22)	(13)	(13)
稅前純益	282	273	274	284	300	301	312	323	1,112	1,237	1,525
所得稅費用[利益]	(57)	(55)	(55)	(57)	(60)	(60)	(62)	(64)	(224)	(247)	(305)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非常項目前稅後純益	224	218	219	228	240	241	250	259	889	989	1,220
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-
稅後淨利	224	218	219	228	240	241	250	259	889	989	1,220
每股盈餘 (NT\$)	3.17	3.08	2.81	2.92	3.09	3.10	3.21	3.32	11.42	12.71	15.68
獲利率 (%)											
營業毛利率	49.5	49.0	48.9	49.1	46.6	46.6	47.3	47.6	49.2	47.0	48.9
營業利益率	35.0	33.9	34.0	34.3	33.0	32.6	33.5	33.8	34.3	33.2	35.5
EBITDA Margin	40.5	43.8	43.7	47.7	42.4	42.0	42.7	42.8	44.0	42.5	44.3
稅前純益率	35.0	34.2	34.1	34.3	32.8	32.7	33.6	33.9	34.4	33.3	35.6
稅後純益率	27.9	27.4	27.3	27.4	26.3	26.2	26.8	27.1	27.5	26.6	28.5
季成長率 (%)											
營業收入	0.7	(0.8)	0.6	3.5	10.2	0.8	0.9	2.7			
營業毛利	0.3	(1.8)	0.4	3.9	4.6	0.7	2.3	3.4			
營業收益增長	(5.0)	(3.8)	0.7	4.3	6.1	(0.3)	3.5	3.7			
EBITDA	(4.4)	7.0	0.5	13.0	(2.1)	(0.2)	2.7	2.9			
稅前純益	(2.9)	(3.2)	0.4	3.8	5.6	0.3	3.6	3.6			
稅後純益	(3.5)	(2.8)	0.4	3.9	5.6	0.3	3.5	3.7			
年成長率 (%)											
營業收入	7.3	4.1	4.7	3.9	13.7	15.5	15.9	15.0	5.0	15.0	15.3
營業毛利	13.3	8.8	8.7	2.7	7.1	9.8	11.9	11.4	8.2	10.1	19.9
營業收益	14.5	7.8	11.0	(4.0)	7.2	11.1	14.2	13.4	6.7	11.5	23.3
EBITDA	11.7	17.6	20.7	16.2	18.9	10.9	13.3	3.1	16.5	11.2	20.3
稅前純益	15.0	8.1	7.1	(2.0)	6.6	10.5	13.9	13.6	6.7	11.2	23.3
稅後純益	14.2	7.8	6.5	(2.1)	7.1	10.5	13.9	13.7	6.2	11.3	23.3

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	5,494	5,751	6,006	6,341	6,823
流動資產	2,944	2,784	2,866	3,001	3,346
現金及短期投資	1,023	2,362	2,433	2,532	2,833
存貨	2	4	4	4	5
應收帳款及票據	215	230	241	276	319
其他流動資產	1,704	189	189	189	189
非流動資產	2,550	2,967	3,139	3,339	3,477
長期投資	119	121	121	121	121
固定資產	572	1,099	1,272	1,471	1,609
什項資產	1,860	1,746	1,746	1,746	1,746
負債總額	2,401	2,424	2,465	2,563	2,754
流動負債	603	700	742	840	1,031
應付帳款及票據	115	109	111	133	148
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	488	591	630	707	882
長期負債	1,798	1,724	1,724	1,724	1,724
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	76	93	93	93	93
股東權益總額	3,093	3,328	3,540	3,777	4,069
普通股本	705	707	778	778	778
保留盈餘	688	835	1,048	1,284	1,576
少數股東權益	14	15	15	15	15
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	9.2%	10.0%	5.0%	15.0%	15.3%
營業收益增長	12.4%	19.3%	6.7%	11.5%	23.3%
EBITDA	10.8%	15.6%	16.5%	11.2%	20.3%
稅後純益	13.0%	21.9%	6.2%	11.3%	23.3%
每股盈餘成長率	12.4%	21.5%	(3.6%)	11.3%	23.3%
獲利能力分析					
營業毛利率	44.8%	47.7%	49.2%	47.0%	48.9%
營業利益率	31.1%	33.7%	34.3%	33.2%	35.5%
EBITDA Margin	37.7%	39.6%	44.0%	42.5%	44.3%
稅後純益率	24.5%	27.2%	27.5%	26.6%	28.5%
平均資產報酬率	13.4%	14.9%	15.1%	16.0%	18.5%
股東權益報酬率	22.7%	26.2%	26.0%	27.2%	31.2%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	32.2	36.3	45.7	71.9	86.8
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	32.4	36.3	47.9	75.7	88.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	32.4	36.3	47.9	75.7	88.2
流動比率 (x)	4.9	4.0	3.9	3.6	3.2
速動比率 (x)	4.9	4.0	3.9	3.6	3.2
淨負債 (NT\$百萬)	(1,020)	(2,362)	(2,433)	(2,531)	(2,832)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.75	11.85	11.42	12.71	15.68
每股現金盈餘 (NT\$)	12.60	15.17	15.33	16.96	20.16
每股淨值 (NT\$)	43.68	46.83	45.30	48.34	52.09
調整後每股淨值 (NT\$)	43.72	46.90	45.30	48.34	52.09
每股營收 (NT\$)	39.78	43.60	41.55	47.79	55.09
EBITDA/Share (NT\$)	14.99	17.27	18.27	20.31	24.43
每股現金股利 (NT\$)	9.30	9.00	8.69	9.67	11.93
資產運用狀況					
資產週轉率 (x)	0.55	0.55	0.55	0.60	0.65
應收帳款週轉天數	28.0	27.2	27.2	27.2	27.2
存貨週轉天數	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
應付帳款週轉天數	27.2	24.7	24.7	24.7	24.7
現金轉換週轉天數	1.3	3.3	3.3	3.3	3.3

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,801	3,080	3,233	3,719	4,287
營業成本	(1,545)	(1,612)	(1,644)	(1,969)	(2,190)
營業毛利	1,256	1,469	1,589	1,749	2,097
營業費用	(385)	(430)	(481)	(514)	(573)
營業利益	871	1,039	1,109	1,236	1,524
總營業外收入	16	20	26	14	14
利息收入	11	15	26	13	13
投資利益淨額	4	5	-	-	-
其他營業外收入	1	1	0	1	1
總營業外費用	(31)	(16)	(22)	(13)	(13)
利息費用	(27)	(30)	(25)	(17)	(18)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	14	3	5	5
稅前純益	855	1,043	1,112	1,237	1,525
所得稅費用[利益]	(168)	(206)	(224)	(247)	(305)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非常項目	0	0	0	-	-
稅後淨利	687	837	889	989	1,220
EBITDA	1,056	1,220	1,422	1,580	1,901
每股盈餘 (NT\$)	9.75	11.85	11.42	12.71	15.68

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	887	1,071	1,193	1,320	1,569
本期純益	687	837	889	989	1,220
折舊及攤提	185	182	313	345	377
本期運用資金變動	6	(23)	(9)	(14)	(28)
其他營業資產及負債變動	9	76	-	0	(0)
投資活動之現金流量	(105)	954	(485)	(545)	(515)
投資用短期投資出售[新購]	(26)	(1)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(358)	(595)	(476)	(536)	(506)
其他資產變動	278	1,550	(9)	(9)	(9)
自由現金流	524	388	704	774	1,053
融資活動之現金流量	(674)	(696)	(637)	(676)	(753)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(620)	(657)	(637)	(676)	(753)
其他融資現金流	(54)	(39)	0	0	0
匯率影響數	0	12	0	0	0
本期產生現金流量	108	1,342	71	99	301

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	13.7%	14.0%	14.9%	13.8%	13.4%
= 營業利益率	31.1%	33.7%	34.3%	33.2%	35.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.5	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本週轉率	1.5	3.6	3.2	3.3	3.8
營業利益率	31.1%	33.7%	34.3%	33.2%	35.5%
x 資本週轉率	1.5	3.6	3.2	3.3	3.8
x (1 - 有效現金稅率)	80.3%	80.3%	79.9%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	36.2%	97.4%	88.7%	87.0%	108.2%

資料來源：公司資料，凱基

91APP

(6741.TW/6741 TT)

增加持股 · 首次評等

收盤價 June 16 (NT\$)	123.5
12 個月目標價 (NT\$)	173.0
前次目標價 (NT\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	40.1

焦點內容

我們看好 91APP 受惠 D2C 大趨勢以及實體零售網路滲透率提高，且公司在實體零售業極具競爭優勢，我們給予「增加持股」投資評等，以 2024 預估 EPS 4.94 元及本益比 35 倍計算，目標價為 173 元。

交易資料表

市值：(NT\$/bn/US\$mn)	14.89 / 481.9
流通在外股數 (百萬股)	120.6
外資持有股數 (百萬股)	73.52
3M 平均成交量 (百萬股)	2.71
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)	72.40 - 156.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6	32.2	-5.7
相對表現 (%)	-7.6	13.2	-14.9

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.55A	0.60A	0.67A	1.00A
2023	0.64A	0.78F	0.81F	1.40F
2024	0.90F	1.03F	1.15F	1.87F

股價圖



資料來源：TEJ

Asiamoney 票選活動

投票時間 6/1-7/28 請將您珍貴的一票投給凱基！

[請即投票](#)

凱基投顧

許芝瑄
886 2 2181 8016
serena.hsu@kgi.com

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

實體零售虛實融合(OMO)的市場領導者

重要訊息

我們看好 91APP 2023-25 獲利皆達 20% 以上成長，主因 1、D2C 及實體零售網路滲透率持續提高；2、91APP 在零售 SaaS 領域具顯著競爭優勢。

評論及分析

D2C 趨勢及網路滲透率持續提高：鑑於 D2C 在成本控制及精確數據取得上都優於 B2C，我們認為 D2C 為現今實體零售之主要趨勢，2023-28 預估 CAGR 為 13-15%，高於 B2C 的 8-10%。此外，2022 年台灣電商滲透率（不含汽車、建材及燃料）僅達 15%，遠低於其他成熟國家的 30% 以上，其中實體零售網路滲透率更只有 5.5%，我們預估在整體電商持續發展，且 D2C 成長大於 B2C 的情況下，2025 年整體電商及實體零售網路滲透率將分別達 18.5% 及 7%。91APP 提供完整 OMO 解決方案，受惠上述兩大趨勢，預估 2023-25 營收成長將高於 D2C 產業成長力道。

91APP 在零售軟體及服務 (SaaS) 的競爭優勢：91APP 的競爭優勢在於：1、專注於 OMO 複雜性高的實體零售業，提供一站式 OMO 解決方案，從幫助客戶建立購物 APP，輔以商務雲及行銷雲創造綜效，到結帳金流、售後服務，為唯一提供完整購物 APP 的軟體服務商。2、能夠串接任何客戶既有 POS/ERP 系統，且擁有高規格資安防護系統。3、性價比高，國外競爭者如 Salesforce、Adobe 等，take rate 都較 91APP 高，91APP 能夠提供原生系統及零售業更完整服務，且價格極具競爭力。

2023-25 預估獲利成長皆在 20% 以上：91APP 不僅受惠於 D2C 整體發展趨勢，客戶數持續累積，也受惠現有客戶在自身營收成長的同時提高網路滲透率，我們預估 2023-25 營收成長皆達 15% 以上，其中經常性營收占比達 90% 以上，成本穩定（75% 來自工程師薪資），有助毛利率提升。在營收及毛利率雙重成長下，我們預估 2023-25 獲利成長都達 20% 以上。

投資建議

我們看好 91APP 受惠 D2C 大趨勢以及實體零售網路滲透率提高，且公司在實體零售業極具競爭優勢，我們給予「增加持股」投資評等，以 2024 預估 EPS 4.94 元及本益比 35 倍計算，目標價為 173 元。

投資風險

D2C 發展不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	1,101	1,263	1,480	1,809	2,176
營業毛利 (NT\$百萬)	830	948	1,116	1,377	1,658
營業利益 (NT\$百萬)	368	411	517	701	847
稅後淨利 (NT\$百萬)	298	338	429	583	703
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.63	4.94	5.95
每股現金股利 (NT\$)	0.49	0.70	1.74	2.37	2.85
每股盈餘成長率 (%)	34.4	9.6	28.2	35.9	20.5
本益比 (x)	47.8	43.6	34.0	25.0	20.8
股價淨值比 (x)	3.1	3.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	30.6	18.9	12.8	8.5	5.9
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	0.4	0.6	1.4	1.9	2.3
股東權益報酬率 (%)	18.3	13.8	16.1	19.1	19.9

資料來源：公司資料，凱基

台灣的網路銷售佔整體零售業銷售額僅為 11.5%，餘下皆為實體零售。D2C 市場規模，也就是實體零售的網路銷售額，總計為 1,589 億元，占整體網路銷售的 32.2%。其中，91APP 的市場占有率為 12%。

D2C 成長潛力高於 B2C 為未來趨勢。2019-22 D2C 的銷售額 CAGR 達 32%，高於 B2C 的 15%，主要原因為 D2C 有較高的營運成本控制彈性，並能直接與消費者建立關係，預計未來將持續領先 B2C 成長。

91APP 為實體零售提供 OMO 服務，分為商務和行銷解決方案。商務方案提供多元消費者購物途徑，處理電商流程，並串聯線上線下數據。

2022 年，台灣的電商滲透率為 15%，低於全球領先的國家。然而在整體電商持續發展，以及 D2C 成長速度超越 B2C 的情況下，2025 年的整體電商及實體零售網路滲透率將分別達 18.5% 及 7%，91APP 將為主要受惠者。

D2C 為實體零售主要趨勢

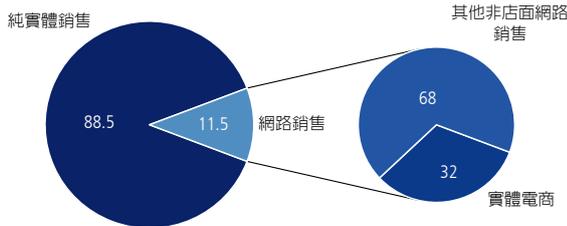
台灣 2022 年整體零售業銷售額高達 4 兆 2,815 億元，其中網路銷售僅占 11.5%，剩餘皆為實體零售。在零售業的網路銷售中，實體零售的網路銷售額（不含非店面、汽車、建材及燃料）總計為 1,589 億元，此為目前台灣 D2C 的市場規模，占整體網路銷售的 32.2%，其中 91APP 2022 年 GMV 約達 193 億元，市占 12%，並以美妝保健、服裝鞋包為大宗。

D2C 成長潛力高於 B2C 為未來趨勢。2019-2022 D2C 銷售額 CAGR 達 32%，遠高於 B2C 的 15%，主因：1、B2C 平台進駐費用及抽成費用較高，壓縮企業利潤，而 D2C 在營運成本掌控上有較高的彈性。2、D2C 可以直接與消費者建立關係並獲取第一手數據，對客戶喜好、行為及購買習慣進行分析，有助於進一步了解目標市場並制定策略。雖然疫情造成的爆發性成長使得基期更高，且疫後消費優先分配至餐飲及旅遊，但我們預估 D2C 銷售額 2023-28 CAGR 仍可達 13-15%，高於 B2C 的 8-10%。

除此之外，2022 台灣整體電商（含 B2C 及 D2C）滲透率（不含汽車、建材及燃料）為 15%，遠低於 eMarketer 統計國際上電商滲透率高的國家：中國 46.3%、英國 36.3% 及南韓 32.2%。而台灣實體零售的網路滲透率（D2C）僅達 5.5%，91APP 也觀察到客戶自身網路滲透率皆只有低個位數。我們預估在整體電商持續發展，D2C 成長速度高於 B2C 的情況下，2025 整體電商及實體零售網路滲透率將分別達 18.5% 及 7%。且在 91APP 持續協助客戶提高網路滲透率以及自身市占率的情況下，我們認為 91APP 2024-25 營收將維持 20% 以上成長。

圖 1: 2022 年台灣 D2C 市場規模

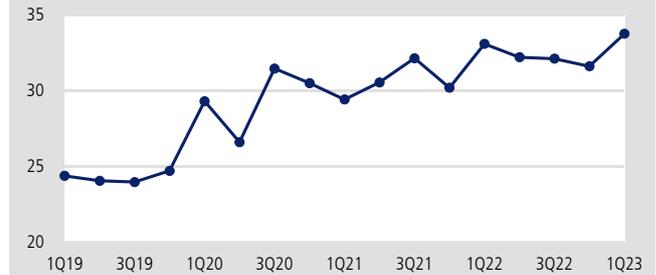
占比，百分比



資料來源：經濟部，凱基整理

圖 2: D2C 占整體網路銷售額比例持續提高

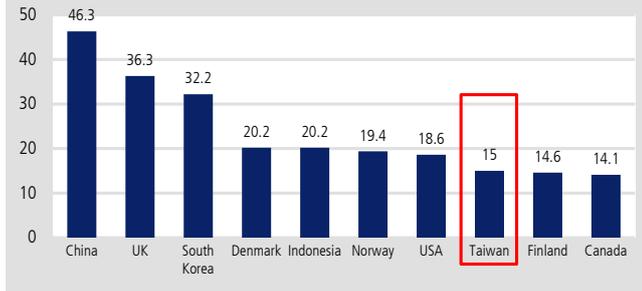
占比，百分比



資料來源：經濟部，凱基整理

圖 3: 台灣電商滲透率低於其他成熟國家

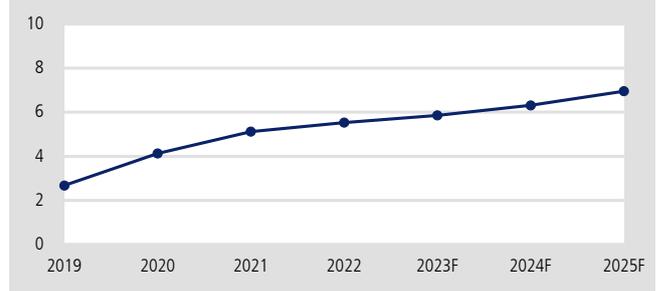
滲透率，百分比



資料來源：eMarketer

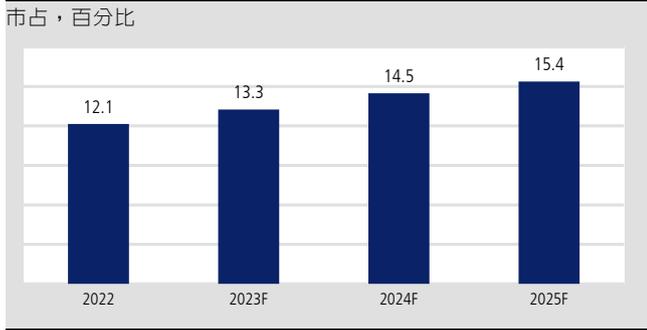
圖 4: 預估 2025 實體零售的網路滲透率將提高至 7%

滲透率，百分比



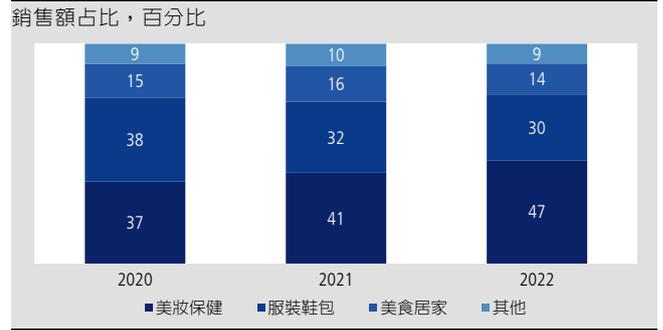
資料來源：凱基預估

圖 5: 91APP 在整體零售網路銷售市占將持續提高



資料來源：凱基預估

圖 6: 美妆保健與服裝鞋包為 91APP 客戶 GMV 主要來源



資料來源：凱基預估

91APP 競爭優勢

提供一站式實體零售 OMO 解決方案

91APP 為實體零售提供 OMO 服務，分為商務和行銷解決方案。商務方案提供多元消費者購物途徑，處理電商流程，並串聯線上線下數據。

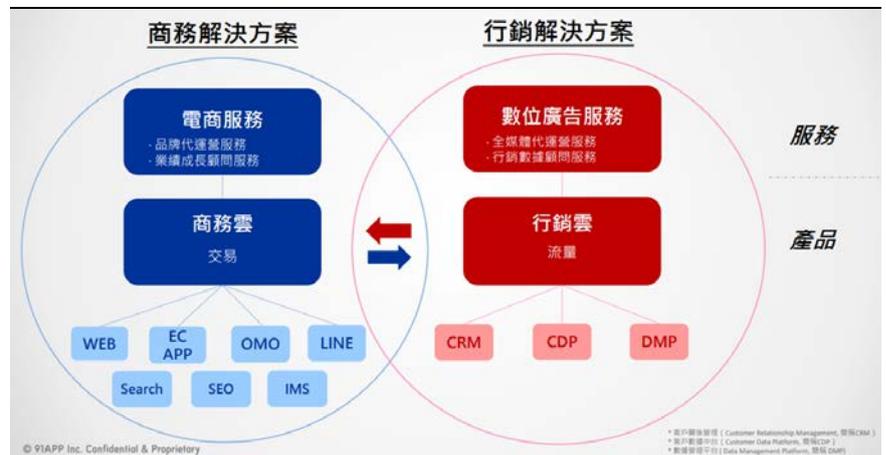
行銷方案則在 2023 年下半年上線，利用 CDP 和 DMP 獲取及整合數據，提供全媒體代運營和數據顧問服務，提升廣告效益。

91APP 為實體零售提供的 OMO 服務具備豐富的經驗，主要分為商務和行銷兩大解決方案。商務解決方案提供四種消費者購物並結帳的管道，包括品牌購物官網、品牌購物 APP、實體通路和 Line。此方案處理複雜的電商交易流程，並提供各種金、物流選項和存貨管理系統等，更進一步串聯線上線下系統和數據，方便客戶累積消費者數據並進行深度分析。91APP 也提供全面的品牌代營運服務和業績成長顧問服務，成為唯一提供完整購物 APP 服務的軟體服務商。

另一方面，預計在 2023 年下半年上線的行銷解決方案，將利用 CDP (Customer Data Platform) 和 DMP (Data Management Platform) 來獲取和整合第一方和第三方數據，並且提供全媒體代運營服務和行銷數據顧問服務，協助客戶找到最適合的受眾進行廣告投放，以提升廣告投資的效益。

行銷雲將為 91APP 中長期另一成長動力，根據凱基調研，1H23 利用現有客戶測試行銷雲方案，ROAS (Return on Advertising Spending) 皆能超越客戶預期，有望為接下來 1-2 年快速成長的動能。

圖 7: 91APP 虛實融合兩大解決方案



資料來源：公司資料

91APP 利用 API 完美串接實體零售客戶的 POS 和 ERP 系統，實現無縫的線上線下整合，節省更換系統成本。

全天候系統維運、自動化管理確保穩定運行。面對巨大流量，如雙 11，依然高效運作。資安達銀行級 SOC 2 標準，確保客戶和消費者資料安全。

能夠串接客戶既有 POS/ERP 系統，並擁有高規格資安防護系統

許多實體零售過去不願意將商品上到網路上，主因需更換 POS/ERP 系統，機器及員工訓練都將增加成本。如今 91APP 透過與台灣 POS/ERP 系統主要廠商鼎新及旌泓合作，能夠完美串接實體零售客戶現有的 POS 與 ERP 系統，實現線上與線下系統及數據的無縫整合，幫助客戶避免改變現有運作模式以及額外的系統替換成本。此外，91APP 配備全天候系統維運支援，大量使用自動化管理工具及監控機制，確保系統運轉不停機，也格外重視瞬間巨量承載，在面對如雙 11 購物節等巨量流量及運算需求時，能夠持續維持高效服務不宕機。最後，91APP 十分重視資安問題，具有銀行金融業者等級的 SOC 2 (Service Organization Controls 2) 國際級最高資安認證，確保客戶及消費者個資都受到嚴密保護。

圖 8：91APP 十分重視資安防護問題

AWS	全面採用亞馬遜全雲端服務，可處理PB/TB級海量資料，達到效能、成本、品質及安全性堅固的技術創新。
GCP	最高效Google安全儲存空間、企業及運算功能及整合式資料分析產品加速拓展品牌業務。
SOC2	目前僅有銀行金融業者具備的Service Organization Controls 2國際級最高資格認證，全天候系統監控維護以支撐瞬間流量和交易，全站資料加密與HTTPS傳輸，定期系統弱掃、資安分析、漏洞修補。
DDoS防護	全面採用Best Practices for DDoS Mitigation on AWS白皮書的建議與作法，研發團隊均制定高規格程式開發標準。在每個新功能及每次異動時透過自動化工具與多位資深工程師審查方式同步檢核，以確定所有功能都符合規格要求與安全標準。
駭客防護	落實國際資訊安全標準建議內容與做法。每年召開資訊安全管理審查會議，並同時跟業界知名資安檢測公司「DEVCORE戴夫寇爾」合作，定期模擬駭客行為以保障產品安全性。
個資保護	所有機敏性資料均有加密防護，透過建立「防禦縱深」來保障客戶與消費者的權益。除了委託資安公司的技術檢測之外，同時請「勤業家信聯合會計師事務所」進行SOC2資訊安全稽核作業。
SLA 99.5%	採用亞馬遜AWS平台來提供服務，透過全球第一的雲端系統商來保障主機服務、網路頻寬與穩定性。同時建立24x7小時全天候維運、監控機制並大量使用自動化工具及監控基礎設施以確保系統持續營運。
7x24x365監控	配備全天候系統維運支援。並大量使用自動化管理工具及監控機制，確保系統持續運轉不停機。
異地備援	參照AWS Using Amazon Web Services for Disaster Recovery白皮書的建議與做法。確保區域性機房發生任何嚴重災難，可持續業務服務。
瞬間巨量承載	強大技術基礎，面對臨時的巨量流量及運算需求如雙11購物節持續維持高效服務，也是眾多大型品牌與91APP合作的主因。

資料來源：公司資料

以客戶 GMV 的 6-7% 作為收費，提供一站式服務，相較於 Salesforce 和 Adobe，91APP 成本效益更高，且更深厚的產業知識和產品細節。強大的客戶黏著度可由近年客戶續約率 (retention rate) 98-99% 可見一斑。

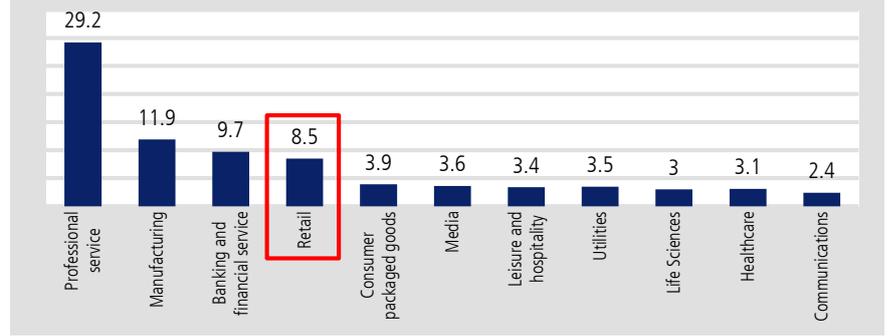
原生系統深耕零售產業，價格競爭力高

91APP 收取客戶系統使用費，方式為客戶交易總額 (GMV) 乘以特定比率 (take rate)，91APP 提供完整一站式解決方案，整體 take rate 大約落在 6-7%。若與國際競爭同業相較，Salesforce 及 Adobe 除初期建置費用較高外，提供之 SaaS 服務雖多元，然需一項一項疊加，整體計算下來 take rate 皆較 91APP 高，對一般零售業者成本負擔較重。且 91APP 提供之軟體為從底層建立之原生系統，不同於 Shopify 與多家夥伴合作，將多項功能湊為產品提供給客戶，若其中一項功能出問題便須尋求合作夥伴解決。91APP 擁有強大工程團隊，所有系統皆自己建，任何環節出問題都能馬上協助客戶解決，效率較高。

另外，國際競爭同業客群較廣，2022 年 Salesforce CRM 客戶中，零售業僅占 8.5%，Adobe 零售業僅占 4.5%，91APP 專注於零售業 SaaS 開發，產業知識及產品細節皆勝過競爭者。在同樣具有企業級規模服務，並對零售業較為熟悉的情況下，91APP 產品性價比高，極具價格競爭力。強大的客戶黏著度可由近年客戶續約率 (retention rate) 98- 99%可見一斑。

圖 9：Salesforce 客群較廣，零售業僅占 8.5%

產業別結構，百分比



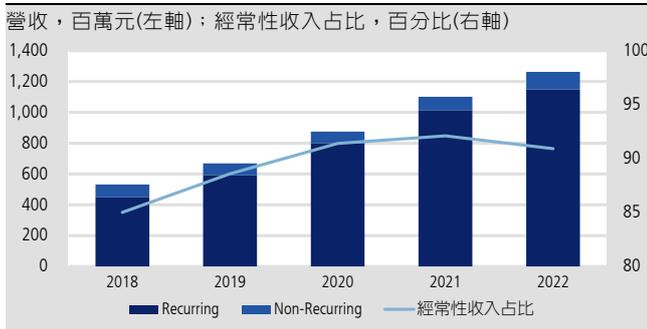
資料來源：Statista

91APP 經常性營收占比達 90%以上

91APP 的主要收入來自系統使用費 (65-70%)、軟體訂閱費 (10-12%)、數據與電商服務 (10-12%) 和一次性專案收入。經常性收入占總收入的 90% 以上，因客戶數量穩步增加而逐年增加，預計 2023-24 年的毛利率將分別為 75.4% 和 76.1%。

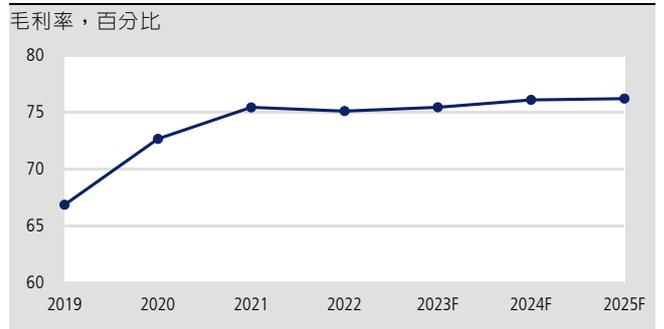
91APP 營收組成主要分成四大項：系統使用費 (占比 65-70%)、軟體訂閱費 (10-12%)、數據 x 電商服務 (10-12%) 及一次性及專案收入。系統使用費來自客戶購物 APP 及官網交易總額 (GMV)* 特定比率，軟體訂閱費為訂閱商務雲和行銷雲產品的年費，數據 x 電商服務為 91APP 在商務雲及行銷雲下提供的代運營服務。以上三種為 91APP 的經常性收入，自 2020 年起穩定維持在總營收的 90% 以上，且隨客戶數穩定累積而上升。在經常性收入占比高，營業成本也相對穩定 (約 75% 來自工程師薪資) 的情況下，我們預估毛利率可穩定小幅提升，2023-24 預估毛利率為 75.4% 及 76.1%。

圖 10: 91APP 經常性收入占比達 90% 以上



資料來源：公司資料，凱基整理

圖 11: 預估毛利率穩定小幅提升



資料來源：公司資料，凱基預估

91APP 2023-25 年受益於 D2C 發展趨勢、新進客戶的增加和現有客戶提高網路滲透率，將帶來三重成長動能，獲利預計成長 27%、36%及 21%，CAGR 高達 28%。

2023-25 預估獲利 CAGR 達 28%

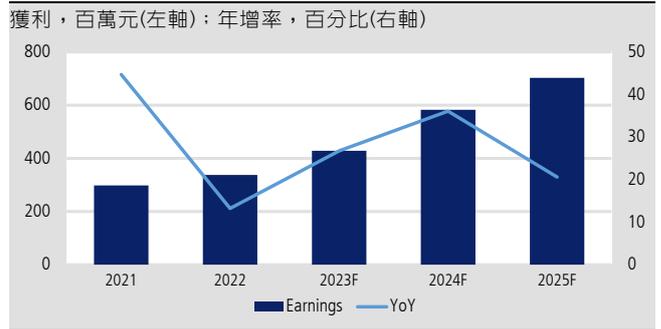
91APP 除受惠 D2C 整體發展趨勢，持續累積新進客戶外，也受惠現有客戶在自身營收成長的同時提高網路滲透率，且行銷雲將於 2H23 上線，三重成長動能下，我們預估 2023-25 營收分別成長 17.2%、22.3%及 20.3%。而在經常性營收占比達 90%以上，成本穩定的情況下，我們預估毛利率小幅提升，2023-25 毛利率分別為 75.4%、76.1%及 76.2%。營收及毛利率雙重成長下，預估 2023-25 獲利分別成長 27%、36%及 21%，CAGR 達 28%，EPS 分別為 3.63、4.94 及 5.95 元。

圖 12: 營收持續維持雙位數成長



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 13: 2023-25 獲利維持 20%以上成長



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 14: 91APP 2Q23&3Q23 財務預估

百萬元	2Q23F			3Q23F		
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)
營收	340	5.2	15.0	350	2.9	18.0
毛利	255	7.2	17.1	264	3.6	20.4
營業利益	106	9.7	20.2	112	5.7	40.0
稅後淨利	92	20.5	26.6	96	4.8	20.5
每股盈餘 (元)	0.78	20.5	28.8	0.81	4.8	20.5
毛利率 (%)	75.0	1.4 ppts	1.3 ppts	75.5	0.5 ppts	1.5 ppts
營業利益率 (%)	31.0	1.3 ppts	1.3 ppts	31.9	0.8 ppts	5.0 ppts
淨利率 (%)	26.9	3.4 ppts	2.5 ppts	27.4	0.5 ppts	0.6 ppts

資料來源：凱基預估, Bloomberg

圖 15: 91APP 2023-2025 財務預估

百萬元	2023F		2024F		2025F	
	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	1,480	17.2	1,809	22.3	2,176	20.3
毛利	1,116	17.7	1,377	23.3	1,658	20.5
營業利益	517	25.9	701	35.5	847	20.9
稅後淨利	429	27.0	583	35.9	703	20.5
每股盈餘 (元)	3.63	28.2	4.94	35.9	5.95	20.5
毛利率 (%)	75.4	0.3 ppts	76.1	0.7 ppts	76.2	0.1 ppts
營利率 (%)	34.9	2.4 ppts	38.7	3.8 ppts	38.9	0.2 ppts
淨利率 (%)	29.0	2.2 ppts	32.2	3.2 ppts	32.3	0.0 ppts

資料來源：凱基預估, Bloomberg

圖 16: 同業比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	本益比 (x)			股價營收比 (x)			股東權益報酬率 (%)			每股盈餘年增率 (%)		
				2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
IaaS/PaaS															
Chief Telecom	6561 TT	865	375.0	31.7	32.8	29.5	12.2	11.6	10.1	26.2	26.0	27.2	21.5	(3.6)	11.3
Amazon	AMZN US	1,304,194	127.1	47.4	21.3	15.6	0.0	0.0	0.0	(1.9)	11.9	16.0	(95.9)	122.5	36.7
Microsoft	MSFT US	2,588,293	348.1	35.9	36.2	31.7	0.2	0.2	0.1	47.2	36.3	33.0	19.5	(1.0)	14.4
Alphabet Inc-A	GOOGL US	1,592,688	125.1	27.3	21.8	18.4	0.0	0.1	0.0	23.6	25.6	25.1	(96.0)	25.0	18.2
Vmware	VMW US	61,274	142.4	32.8	22.2	20.3	1.1	1.1	1.0	N.A.	N.A.	109.8	(11.4)	47.6	9.5
Oracle	ORCL US	341,660	126.6	50.8	25.1	22.9	0.3	0.3	0.2	N.A.	(423.6)	211.8	(46.7)	102.3	9.6
MSP															
Ecloudvalley	6689 TT	345	155.5	96.6	76.0	34.8	1.8	1.5	1.2	4.4	5.0	11.8	(52.6)	27.1	118.2
Acer E-Enabling	6811 TT	307	227.5	20.0	18.2	15.4	3.2	2.8	2.5	33.0	33.6	34.1	45.8	10.2	18.0
Accenture	ACN US	204,698	323.8	29.8	28.0	26.0	0.5	0.5	0.5	33.0	30.3	28.4	16.8	6.3	7.9
Rackspace Techno	RXT US	458	2.1	N.A.	N.A.	N.A.	0.1	0.1	0.1	(82.3)	(21.5)	87.2	N.A.	N.A.	N.A.
Infosys	INFY US	64,821	1,286.2	N.A.	21.7	19.6	0.1	0.1	0.1	29.1	31.5	32.3	N.A.	N.A.	10.3
SaaS															
91App Inc	6741 TT	486	123.5	43.6	34.0	25.0	9.8	8.3	6.8	13.8	16.1	19.1	9.6	28.2	35.9
Shopify Inc - A	SHOP US	84,464	66.1	N.A.	195.0	119.5	1.2	1.0	0.8	(35.7)	(0.2)	4.0	N.A.	N.A.	63.1
Wix.Com Ltd	WIX US	5,062	89.2	N.A.	36.0	27.4	9.0	7.0	6.4	N.A.	(51.4)	(125.1)	N.A.	N.A.	31.8
Bigcommerce-1	BIGC US	721	9.7	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	4.4	3.5	(152.1)	(54.1)	6.6	N.A.	N.A.	N.A.
Adobe	ADBE US	225,180	490.9	48.5	31.4	27.8	3.8	3.1	2.8	33.0	41.6	39.2	0.3	54.2	13.0
Salesforce Inc	CRM US	206,410	211.9	140.3	43.0	28.5	1.2	1.0	0.8	2.9	8.2	10.6	(66.3)	226.5	50.6

資料來源：Bloomberg, 凱基預估

公司概況

創立於 2013 年的 91APP 是一家專精於電商與虛實融合(OMO)的公司，它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主要幫助零售業者完成數位轉型。該公司主要提供商務雲和行銷雲兩大解決方案，並為各種規模的零售商提供一站式的服務。

創立於 2013 年的 91APP，專注於提供雲端軟體加值服務，並專精於電商與虛實融合 (OMO) 的領域。它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主力在幫助零售業者完成數位轉型。所有的解決方案，包括商務雲和行銷雲，均由公司自行開發並維護，且建立在 AWS 上。

公司主要提供商務雲及行銷雲兩大解決方案，並為大型及中型零售商提供 OMO 旗艦方案、門市尊爵方案、門市企業方案及 APP 旗艦方案，提供之產品及服務包含 OMO (虛實融合)、IMS (Inventory Management System, 存貨管理系統)、CDP (Customer Data Platform, 訪客數據平台)、DMP (Data Management Platform, 數據管理平台)、業績成長顧問、品牌及全媒體代運營服務等，從建立購物網站/APP，進行存貨、業績、訪客數據管理，到業績成長及行銷數據顧問服務，91APP 提供一站式完整服務，且深具零售產業經驗。

91APP 的主要客戶包括國內外的實體零售品牌和通路商，如 The North Face、Puma、Levi's、Philips 等國外品牌，以及歐都那、G2000、Stayreal 等國內品牌，都是其客戶。其主要競爭優勢在於對零售業的豐富經驗、高性價比的服務以及與國際同業比較，價格更有競爭力。由於疫情推動了台灣 D2C 的整體發展趨勢，我們預期 91APP 的營收將保持 20% 以上的成長動能。

91APP 主要客戶為國內外實體零售品牌及通路商，KA (key account，每年營業額超過 NT\$360 萬元之客戶) 就將近 500 家，皆為大眾耳熟能詳之商家。國外品牌如 The North Face、Puma、Levi's、Philips 等，國內品牌如歐都那、G2000、Stayreal 等，通路如全聯、寶雅、康是美、全家等皆是 91APP 之客戶。

對零售業的豐富經驗及知識，加上與國際同業相比性價比高的服務，為 91APP 主要競爭優勢。國際同業包含 Salesforce 及 Adobe，服務客群較廣泛且價格較高，Shopify 雖價格部份較低，然針對小型零售，中大型台灣零售業首選仍為 91APP。而台灣 D2C 的整體發展趨勢在疫情期間爆發，將推動 91APP 營收維持 20% 以上成長動能，獲利更因為經常性收入占比高、成本相對穩定下，成長力道高於營收。

圖 17: 公司概況

創立於 2013 年的 91APP，專注於提供雲端軟體增值服務，並專精於電商與虛實融合 (OMO) 的領域。它是最早提供 D2C 解決方案的 SaaS 供應商，主力在幫助零售業者完成數位轉型。91APP 主要提供商務解決方案及行銷解決方案，營收組成分成四大項：系統使用費(占比 65-70%)、軟體訂閱費 (10-12%)、數據 x 電商服務(10-12%)及一次性及專案收入。

資料來源：凱基

圖 18: 91APP 銷售額組成結構

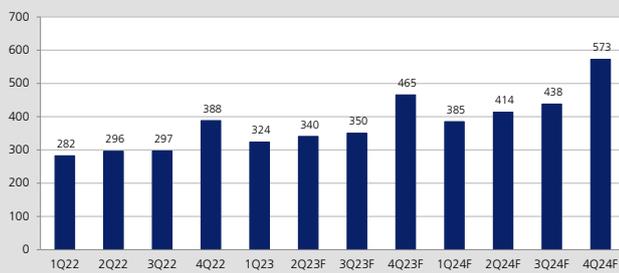
銷售額占比，百分比



資料來源：凱基

圖 19: 季營業收入

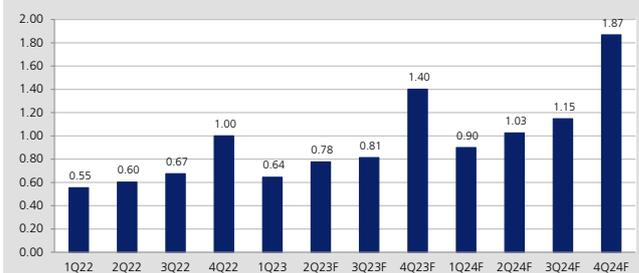
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 20: 每股盈利

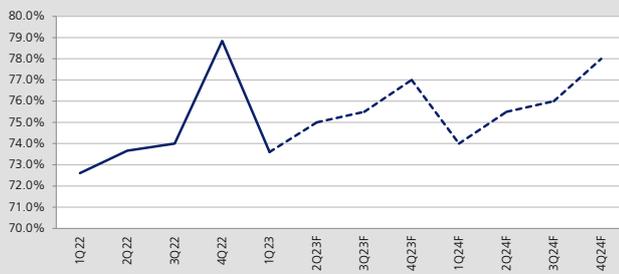
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 21: 毛利率

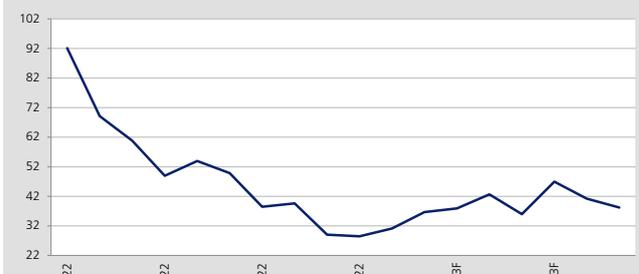
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 22: 本益比

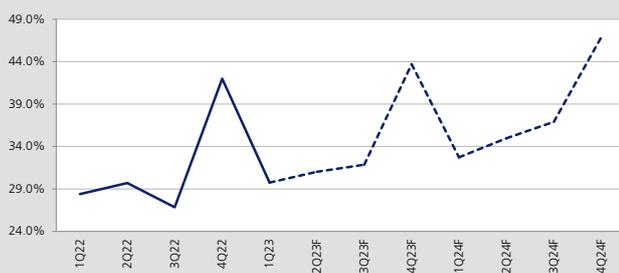
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 23: 營業利潤率

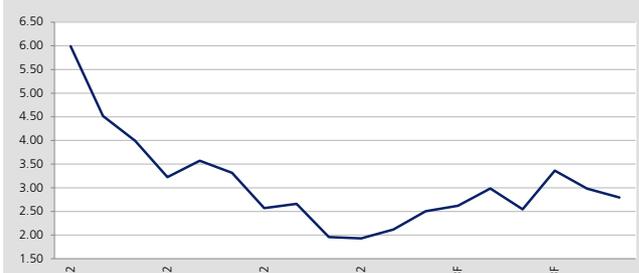
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 24: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23F	Sep-23F	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	324	340	350	465	385	414	438	573	1,480	1,809	2,176
營業成本	(85)	(85)	(86)	(107)	(100)	(101)	(105)	(126)	(363)	(432)	(518)
營業毛利	238	255	264	358	285	312	333	447	1,116	1,377	1,658
營業費用	(142)	(150)	(153)	(155)	(159)	(168)	(171)	(178)	(599)	(676)	(811)
營業利益	96	106	112	203	126	145	162	268	517	701	847
折舊	(10)	(18)	(18)	(26)	(21)	(21)	(21)	(21)	(72)	(83)	(93)
攤提	(0)	-	-	0	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	106	124	130	230	147	165	182	289	589	783	940
利息收入	23	25	27	21	16	16	18	17	97	67	42
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	1	(3)	(8)	(6)	(0)	(2)	(2)	(1)	(17)	(4)	(1)
總營業外收入	24	22	19	14	16	15	16	16	80	63	41
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投資損失	(8)	(5)	(2)	(1)	(4)	(3)	(2)	(1)	(16)	(10)	(2)
其他營業外費用	(9)	(7)	(8)	(10)	(5)	(5)	(6)	(7)	(35)	(23)	(7)
總營業外費用	(17)	(13)	(11)	(11)	(9)	(8)	(8)	(8)	(51)	(33)	(9)
稅前純益	103	115	120	207	133	152	170	276	545	730	879
所得稅費用[利益]	(27)	(23)	(24)	(41)	(27)	(30)	(34)	(55)	(115)	(146)	(176)
少數股東損益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
非常項目前稅後純益	76	92	96	165	106	121	135	221	429	583	703
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	76	92	96	165	106	121	135	221	429	583	703
每股盈餘 (NT\$)	0.64	0.78	0.81	1.40	0.90	1.03	1.15	1.87	3.63	4.94	5.95
獲利率 (%)											
營業毛利率	73.6	75.0	75.5	77.0	74.0	75.5	76.0	78.0	75.4	76.1	76.2
營業利益率	29.7	31.0	31.9	43.7	32.7	35.0	36.9	46.9	34.9	38.7	38.9
EBITDA Margin	32.8	36.3	37.0	49.3	38.1	40.0	41.6	50.5	39.8	43.3	43.2
稅前純益率	31.9	33.7	34.3	44.5	34.6	36.7	38.7	48.2	36.9	40.4	40.4
稅後純益率	23.5	26.9	27.4	35.5	27.6	29.3	30.9	38.5	29.0	32.2	32.3
季成長率 (%)											
營業收入	(16.6)	5.2	2.9	32.9	(17.3)	7.4	5.9	30.8			
營業毛利	(22.1)	7.2	3.6	35.5	(20.5)	9.6	6.6	34.2			
營業收益增長	(40.9)	9.7	5.7	82.3	(38.0)	14.7	11.7	66.1			
EBITDA	(38.5)	16.5	4.9	77.1	(36.1)	12.7	10.3	58.6			
稅前純益	(29.8)	11.1	4.8	72.1	(35.7)	14.0	11.7	62.7			
稅後純益	(36.1)	20.5	4.8	72.3	(35.8)	14.0	11.8	62.9			
年成長率 (%)											
營業收入	14.7	15.0	18.0	20.0	19.0	21.5	25.0	23.0	17.2	22.3	20.3
營業毛利	16.3	17.1	20.4	17.2	19.6	22.3	25.8	24.6	17.7	23.3	20.5
營業收益	20.2	20.2	40.0	24.9	30.9	36.9	44.8	31.9	25.9	35.5	20.9
EBITDA	19.2	27.4	45.6	33.2	38.2	33.7	40.6	25.9	31.6	33.0	20.1
稅前純益	22.0	20.7	21.0	40.6	28.9	32.3	41.1	33.3	27.9	34.0	20.4
稅後純益	13.9	26.6	20.5	38.9	39.6	32.1	41.0	33.3	27.0	35.9	20.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	4,192	3,943	4,291	4,770	5,331
流動資產	3,891	3,612	3,947	4,459	5,035
現金及短期投資	2,201	2,477	2,799	3,292	3,845
存貨	-	-	-	-	-
應收帳款及票據	55	77	90	109	132
其他流動資產	1,635	1,058	1,058	1,058	1,058
非流動資產	301	331	344	311	296
長期投資	187	243	308	339	397
固定資產	25	32	(21)	(84)	(157)
什項資產	89	56	56	56	56
負債總額	1,780	1,434	1,456	1,494	1,523
流動負債	1,761	1,406	1,429	1,466	1,496
應付帳款及票據	0	0	0	0	0
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	1,761	1,406	1,428	1,466	1,495
長期負債	19	28	28	28	28
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	8	9	9	9	9
股東權益總額	2,412	2,510	2,835	3,276	3,808
普通股股本	603	603	603	603	603
保留盈餘	608	858	1,182	1,622	2,153
少數股東權益	5	6	7	9	9
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	25.8%	14.7%	17.2%	22.3%	20.3%
營業收益增長	51.0%	11.5%	25.9%	35.5%	20.9%
EBITDA	48.3%	14.5%	31.6%	33.0%	20.1%
稅後純益	44.7%	13.2%	27.0%	35.9%	20.5%
每股盈餘成長率	34.4%	9.6%	28.2%	35.9%	20.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	75.4%	75.1%	75.4%	76.1%	76.2%
營業利益率	33.4%	32.5%	34.9%	38.7%	38.9%
EBITDA Margin	35.5%	35.4%	39.8%	43.3%	43.2%
稅後純益率	27.1%	26.8%	29.0%	32.2%	32.3%
平均資產報酬率	9.9%	8.3%	10.4%	12.9%	13.9%
股東權益報酬率	18.3%	13.8%	16.1%	19.1%	19.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash				
利息保障倍數 (x)	1,290.5	950.6	1,206.5	1,795.3	2,139.3
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	(926.5)	1,294.1	1,114.1	1,611.5	1,885.1
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(926.5)	1,294.1	1,114.1	1,611.5	1,885.1
流動比率 (x)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.4
速動比率 (x)	2.2	2.6	2.8	3.0	3.4
淨負債 (NT\$百萬)	(644)	(2,467)	(2,789)	(3,281)	(3,834)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.63	4.94	5.95
每股現金盈餘 (NT\$)	(2.33)	4.87	4.27	5.56	6.56
每股淨值 (NT\$)	39.93	41.52	46.90	54.20	63.01
調整後每股淨值 (NT\$)	20.85	21.00	23.95	27.68	32.17
每股營收 (NT\$)	9.54	10.59	12.53	15.32	18.43
EBITDA/Share (NT\$)	3.39	3.75	4.99	6.63	7.96
每股現金股利 (NT\$)	0.49	0.70	1.74	2.37	2.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.37	0.31	0.36	0.40	0.43
應收帳款周轉天數	18.1	22.1	22.1	22.1	22.1
存貨周轉天數	-	-	-	-	-
應付帳款周轉天數	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
現金轉換周轉天數	18.0	22.0	22.0	22.0	22.0

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	1,101	1,263	1,480	1,809	2,176
營業成本	(270)	(315)	(363)	(432)	(518)
營業毛利	830	948	1,116	1,377	1,658
營業費用	(462)	(538)	(599)	(676)	(811)
營業利益	368	411	517	701	847
總營業外收入	11	46	80	63	41
利息收入	5	31	97	67	42
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	6	15	(17)	(4)	(1)
總營業外費用	(5)	(30)	(51)	(33)	(9)
利息費用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投資損失	(5)	(12)	(16)	(10)	(2)
其他營業外費用	1	(17)	(35)	(23)	(7)
稅前純益	374	426	545	730	879
所得稅費用[利益]	(75)	(88)	(115)	(146)	(176)
少數股東損益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
非常項目	-	0	0	-	-
稅後淨利	298	338	429	583	703
EBITDA	391	448	589	783	940
每股盈餘 (NT\$)	2.58	2.83	3.63	4.94	5.95

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	(269)	581	504	656	775
本期純益	298	338	429	583	703
折舊及攤提	23	37	72	83	93
本期運用資金變動	(13)	(22)	(13)	(20)	(23)
其他營業資產及負債變動	(577)	228	16	10	2
投資活動之現金流量	(1,094)	1,525	(101)	(60)	(80)
投資用短期投資出售[新購]	(915)	1,547	-	-	-
本期長期投資變動	(161)	-	(81)	(40)	(61)
資本支出淨額	(20)	(19)	(20)	(20)	(20)
其他資產變動	2	(3)	-	-	-
自由現金流	283	322	447	604	729
融資活動之現金流量	1,257	(415)	(82)	(104)	(142)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	1,270	-	-	-	-
已支付普通股股息	-	(58)	(83)	(105)	(143)
其他融資現金流	(13)	(22)	1	1	1
匯率影響數	(18)	132	-	-	-
本期產生現金流量	(124)	1,823	322	492	553

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	42.0%	42.6%	40.5%	37.4%	37.3%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	33.4%	32.5%	34.9%	38.7%	38.9%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
+ 淨固定資產/營業收入	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)
+ 什項資產/營業收入	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	75.9	(5.4)	(5.0)	(4.8)	(4.8)
營業利益率	33.4%	32.5%	34.9%	38.7%	38.9%
x 資本周轉率	75.9	(5.4)	(5.0)	(4.8)	(4.8)
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	79.4%	78.9%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	2026.4%	(140.2%)	(138.7%)	(149.4%)	(148.9%)

資料來源：公司資料，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 · 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 · 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，邇後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。