



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，營業利率率將在 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，營業利率率將分別提升至 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率率提昇不如預期。

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	Net cash	Net cash	Net cash	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

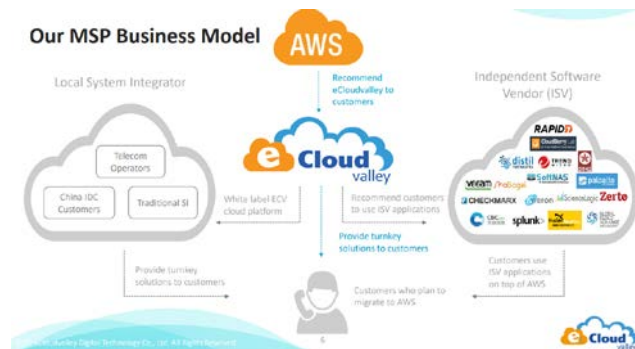
我們認為伊雲谷在雲端服務市場具備多項競爭優勢：先進者優勢及客戶來源多元化、客戶產業廣泛且成功海外擴展，以及整合四大雲將開始成長第二階段。

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。

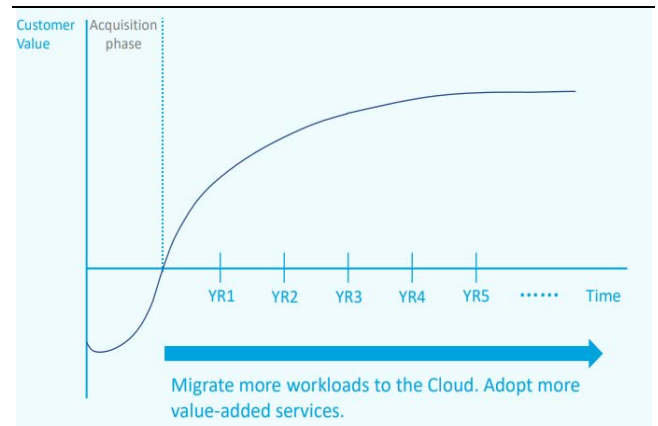
在 Channel E2E 的 2022 排行中，伊雲谷被列為全球 250 大 MSP 中排名第 18，台灣第一。

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



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

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。

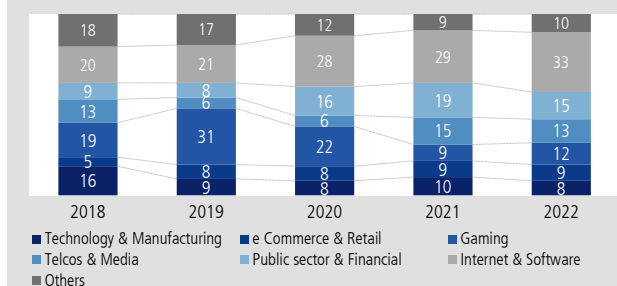
2、客戶產業分佈廣且有擴展海外成功經驗。伊雲谷為 AWS 在大中華及東南亞區域的指標性 MSP，目前已經累積服務超過 2,000 家企業客戶，客戶涵蓋公部門、金融產業、製造業、傳播媒體業、網路遊戲、高科技、電商與零售等多元產業，當企業客戶在選擇 MSP 時，往往會視 MSP 是否有服務過同產業客戶之經驗，以確保因應數位轉型而上雲的過程是平順的。因此，擁有廣大且分散的客戶基礎的伊雲谷，在加速上雲的趨勢下通常是客戶首選。

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

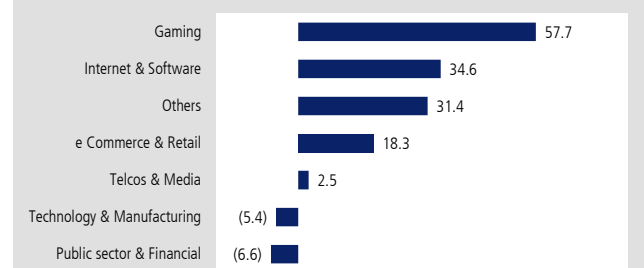
產業別結構，百分比



資料來源：公司提供

圖 5：2022 年成長以遊戲及網路公司為主

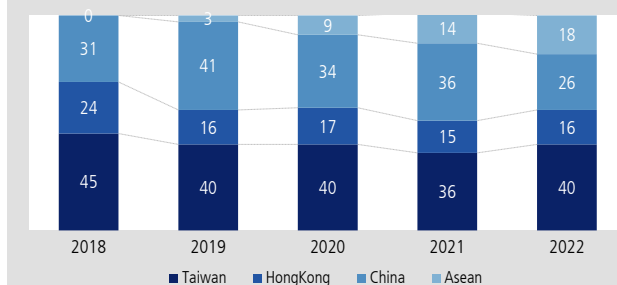
產業成長率，百分比



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

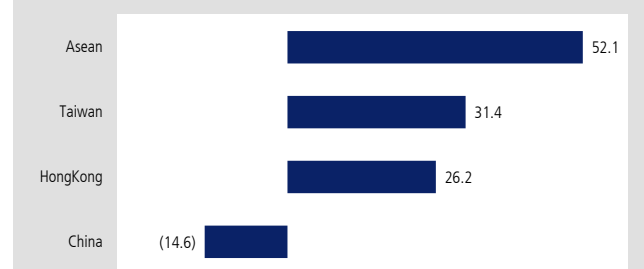
2022 年地區結構，百分比



資料來源：公司提供

圖 7：2022 成長以東南亞及台灣為主

地區成長率，百分比



資料來源：公司提供

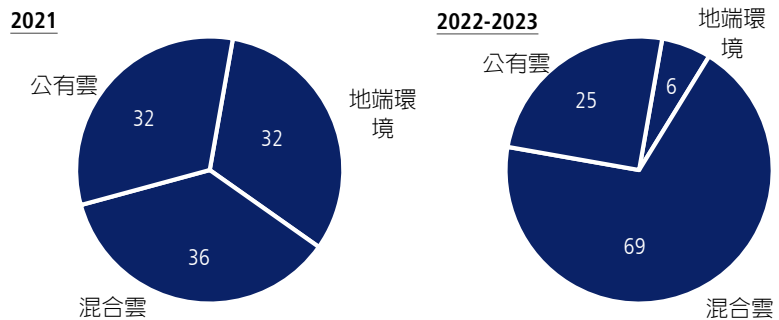
疫情加速數位轉型，69%企業計劃採用混合雲部署。伊雲谷已具有 AWS、Azure 合作資格，並取得 Google Cloud 合作夥伴雲動力 80%股權，打造多雲布局，擴大整合四大公有雲。雖 AWS 營收占 80%，但企業、政府及金融對 Azure 和 Google Cloud 的需求將成為伊雲谷第二大成長動力。

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。

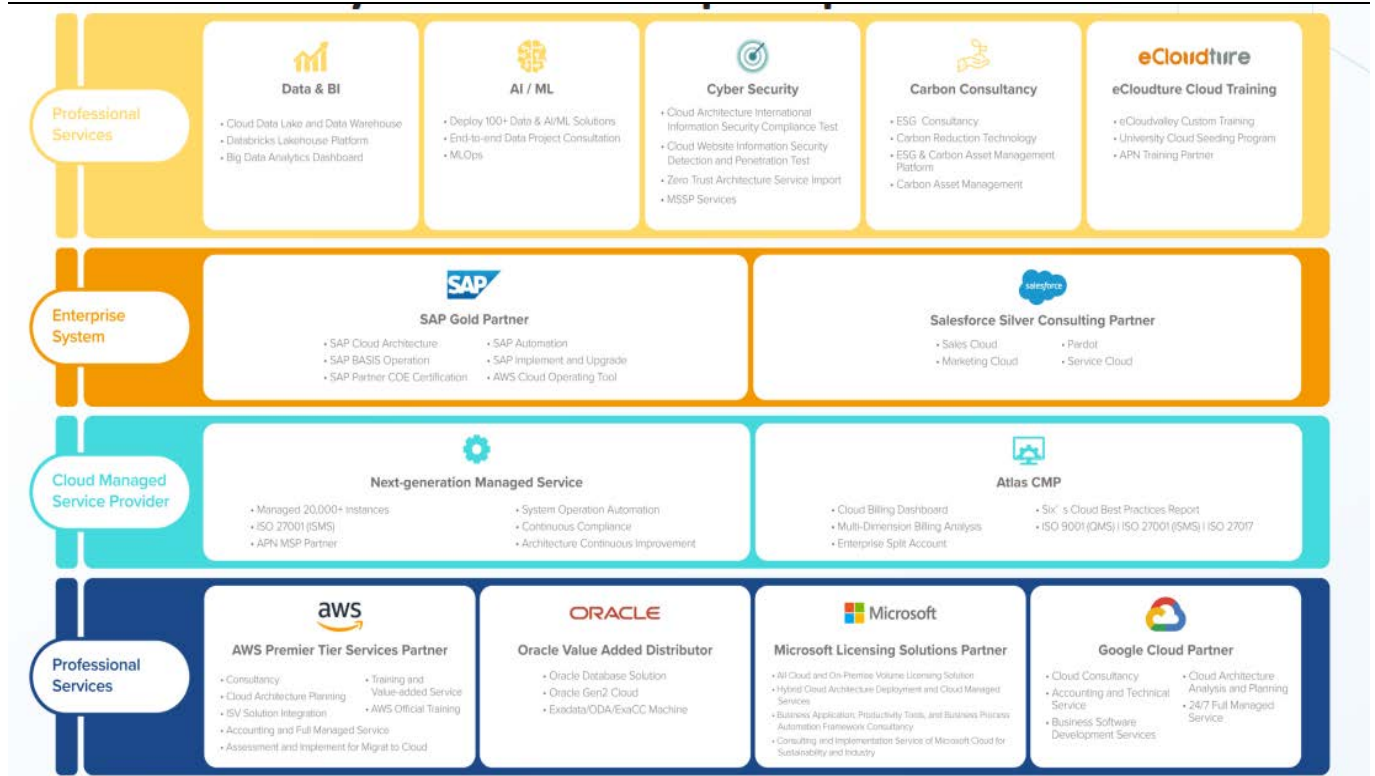
圖 8: 企業 IT 支出提高公有雲及混合雲比重

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

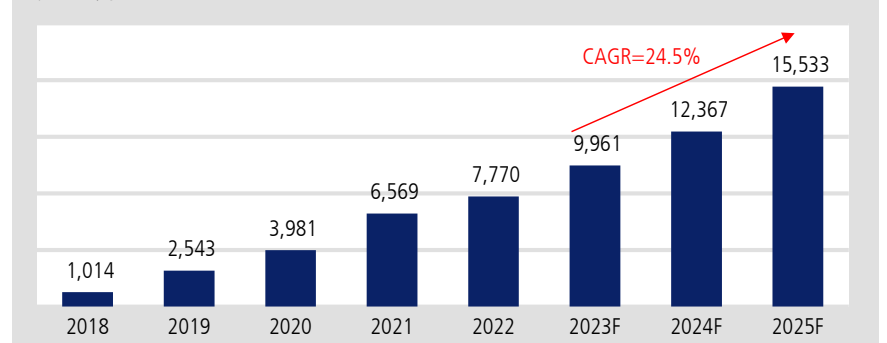
雲端營收預計將在 2023 年占總營收 90% 以上，使其 2023-2025 年營收年複合成長率(CAGR)可達 24.5%。這種成長主要來自全球 IaaS 市場的擴大，台灣及東南亞地區的業務增長，以及伊雲谷獲得三大公有雲 MSP 資格，進一步推進多雲策略。

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%

營收，百萬元



資料來源：凱基

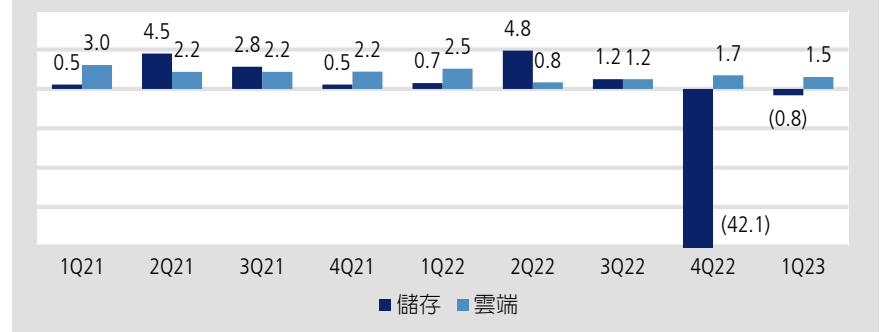
客戶結構改變及加值服務增加的趨勢下，伊雲谷將見到毛利逐年提升，2023-25 EPS CAGR 高達 87%。

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

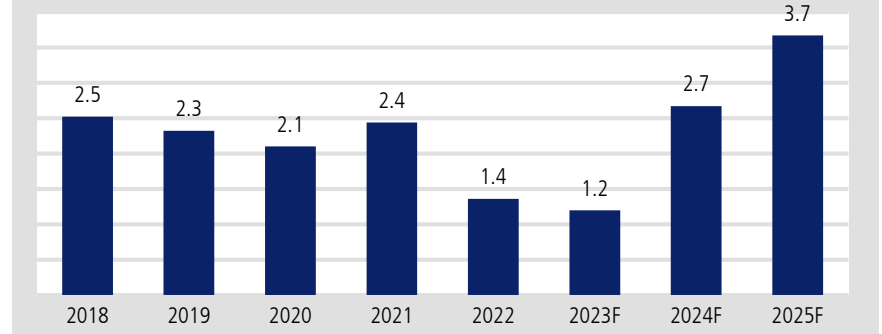
儲存及雲端營業利益率，百分比



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 pts	0.1 pts	12.1	0.1 pts	(1.0)pts
營業利益率 (%)	1.2	0.5 pts	(0.0)pts	1.2	0.0 pts	0.0 pts
淨利率 (%)	1.4	0.4 pts	0.5 pts	1.4	0.0 pts	0.9 pts

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)pts	12.4	0.4 pts	12.6	0.2 pts
營利率 (%)	1.2	(11.8)pts	2.7	1.5 pts	3.7	1.0 pts
淨利率 (%)	1.4	17.5 pts	2.4	1.0 pts	3.1	0.7 pts

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

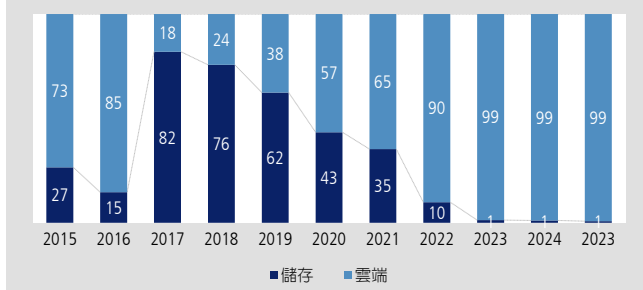
伊雲谷數位科技 (eCloudvalley Digital Technology Co., Ltd.) 於 2013 年在台北成立，為雲原生科技公司。2014 年起開始與 AWS (Amazon Web Services) 合作，並於三年內年率先在大中華區獲得「AWS 核心級服務合作夥伴」(AWS Premier Tier Service Partner) 的認證，截至 2022 年，伊雲谷已成功累計超過 1000 張雲端專業證照，公司於 2022 年 9 月 13 日於台灣上市。

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

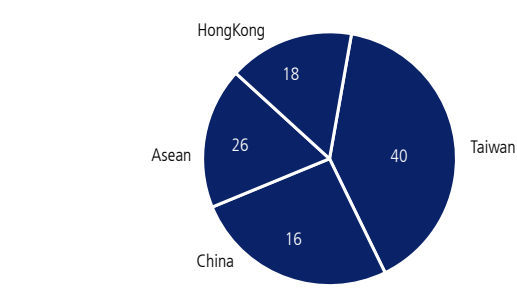
產品結構，百分比



資料來源：公司提供

圖 17: 2022 年銷售地區以台灣及中國為主

銷售地區比重，百分比



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 風潮的受患者之一。

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

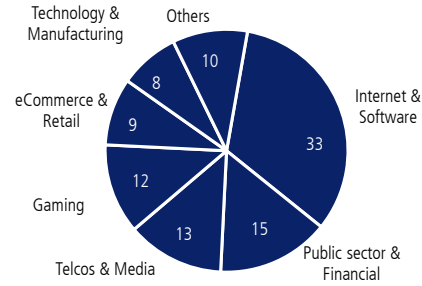
圖 19: 公司概況

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 20: 2022 營收來源以網路公司、政府及企業為主

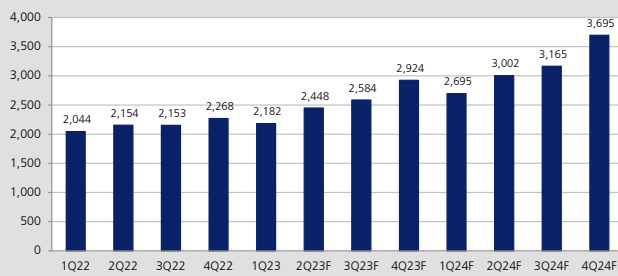
雲端營收產業結構，百分比



資料來源：凱基

圖 21: 季營業收入

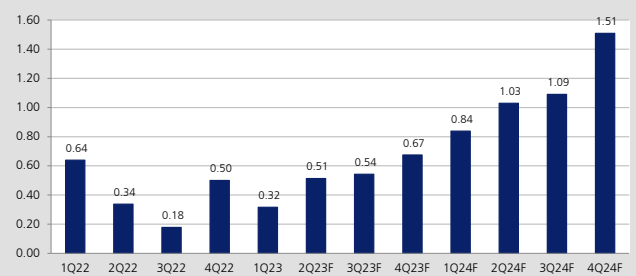
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 22: 每股盈利

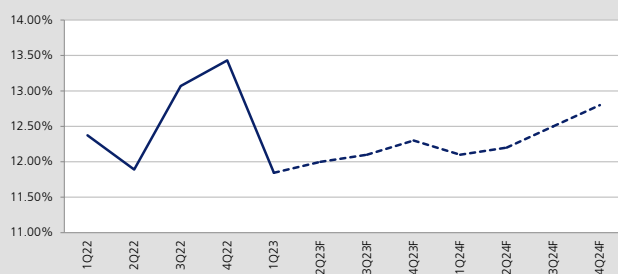
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 23: 毛利率

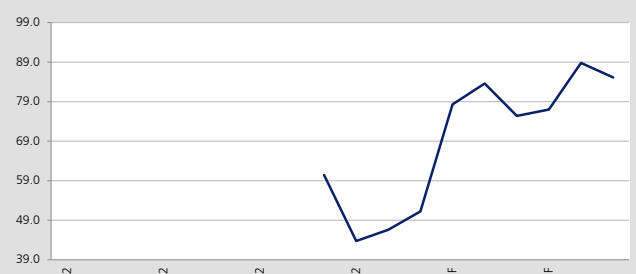
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 24: 本益比

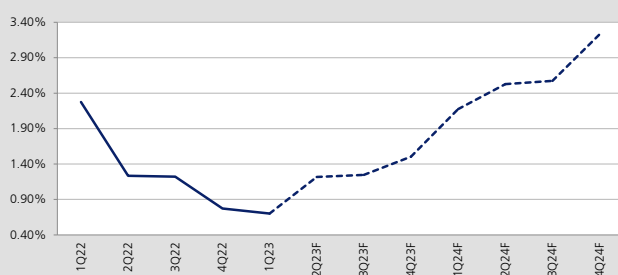
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 25: 營業利潤率

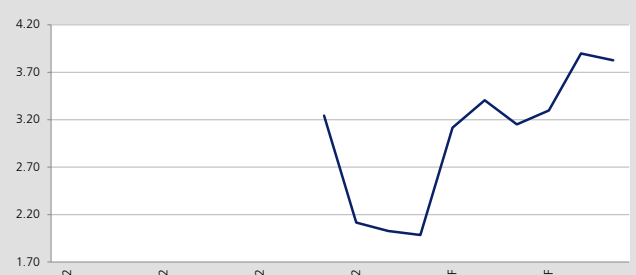
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 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	Net cash	Net cash	Net cash	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

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，遇後若有變更時，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。