



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	Net cash	Net cash	Net cash	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，微軟在台灣的第一個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、精誠軟體及雲護

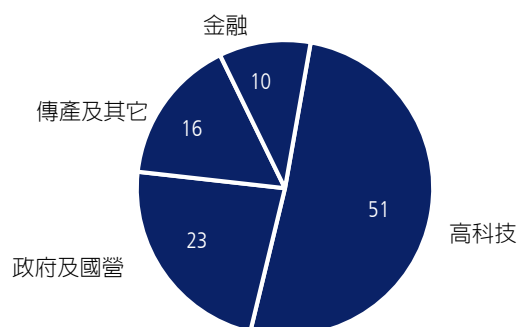
資料來源：公開說明書

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%。

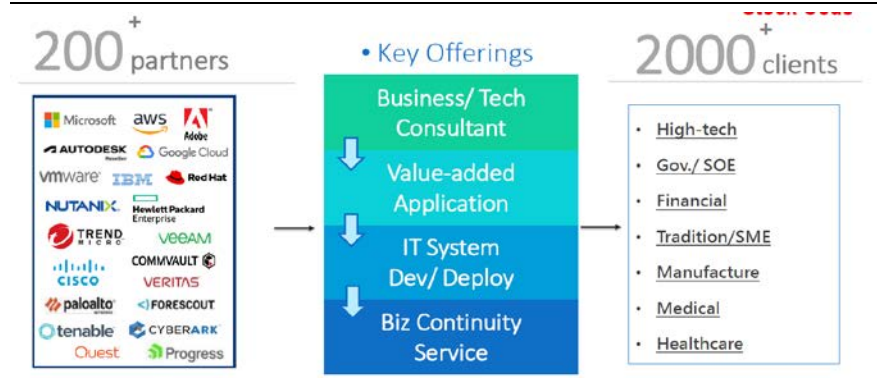
圖 2：宏碁資訊客戶結構涵蓋高科技、政府、傳產及金融業

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

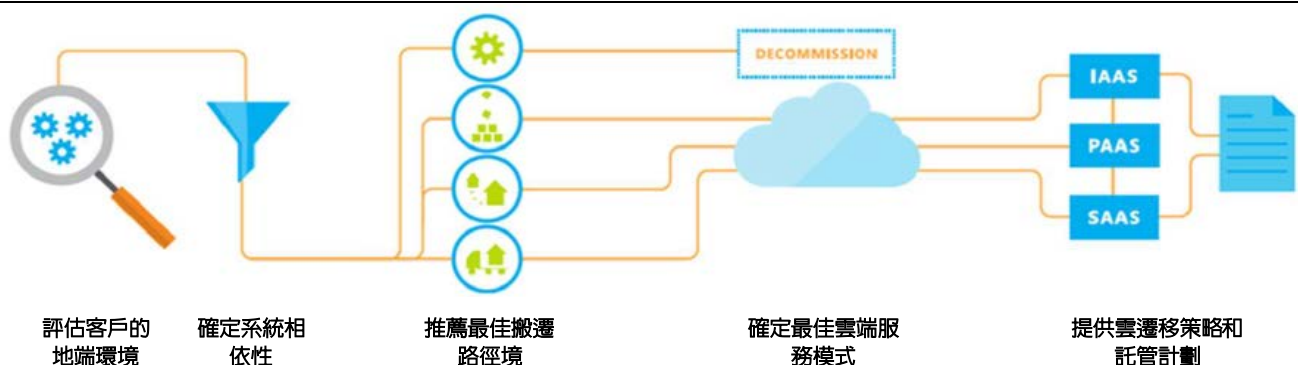
微軟首座台灣資料中心於 2023 年底至 2024 年初將完工。該中心的開設將使企業轉向 Azure 雲端服務時更無障礙，尤其在政策鬆綁下，對資料保護需求高的行業上雲的意願將提高。這將進一步帶動宏碁資訊的雲端業務成長。

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

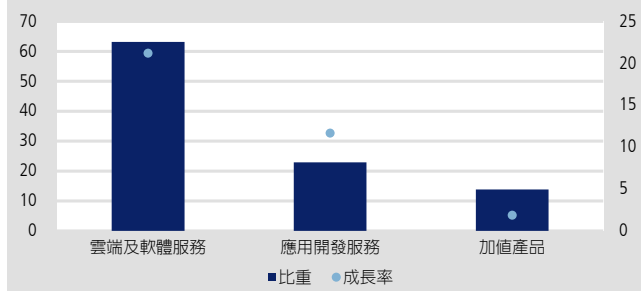
預估 2023-2025 年宏碁資訊營收 CAGR 達 13.5%，由佔營收 60%以上的雲端業務驅動，因舊新客戶軟體需求、Azure 在台設資料中心、及宏碁資訊開發 PaaS 商機，使雲端營收有望維持 15%以上成長。

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

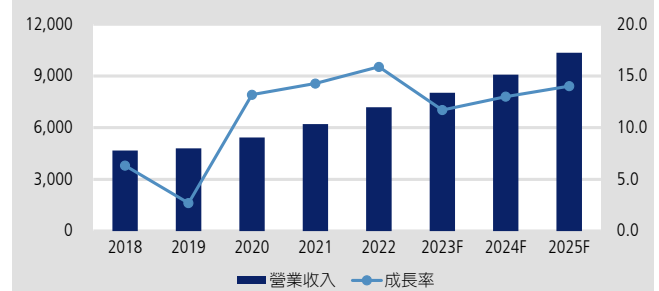
各項營收占比，百萬元(左軸)；各項營收成長率，百分比(右軸)



資料來源：凱基

圖 6：宏碁資訊 2023-2025 年營收 CAGR 可達 13.5%

營收，百萬元(左軸)；成長率，百分比(右軸)



資料來源：凱基

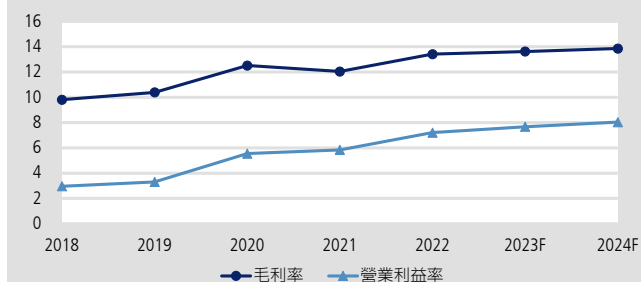
預估 2023-2025 年宏碁資訊獲利 CAGR 達 20%，源於雲端業務毛利率提升，以及應用開發業務高毛利率。雖營收穩定增長，營業費用卻無同步增長，使得規模經濟效應凸顯，營業利益率預計將逐年提高。

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

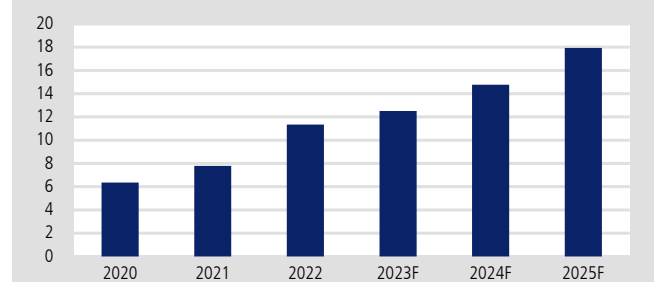
毛利率及營業利益率，百分比



資料來源：凱基

圖 8：2023-2025 年獲利 CAGR 可達 20%

EPS，元



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「資保儲存」，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

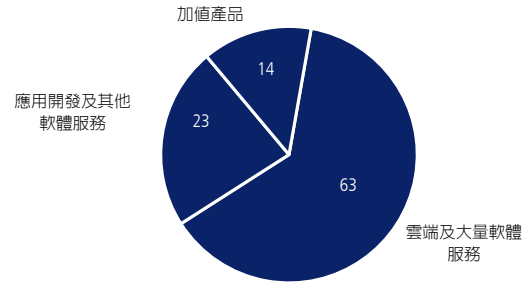
圖 13: 公司概況

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

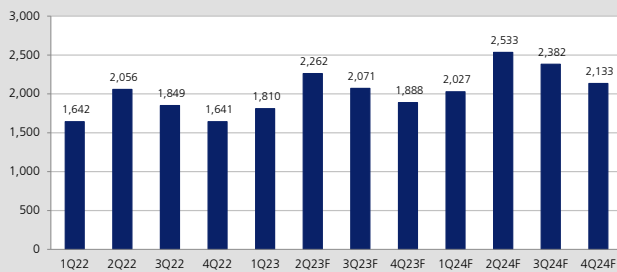
營收結構，百分比



資料來源：凱基

圖 15: 季營業收入

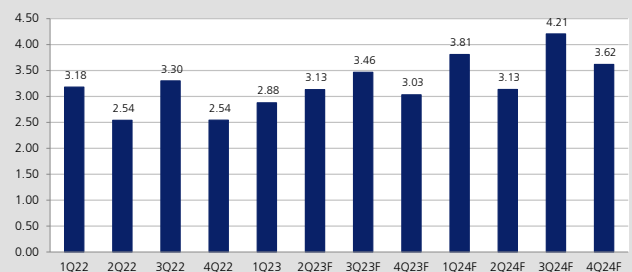
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 16: 每股盈利

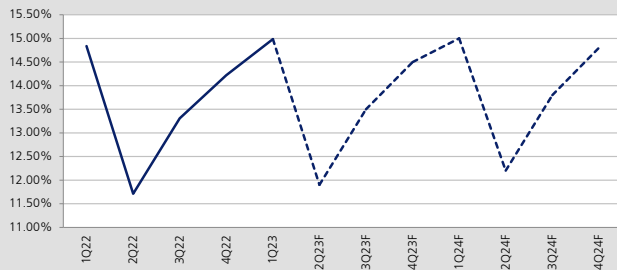
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 17: 毛利率

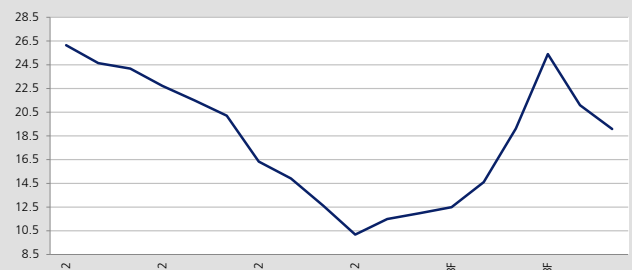
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 18: 本益比

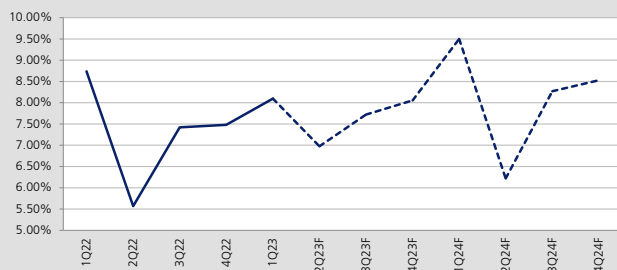
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 19: 營業利潤率

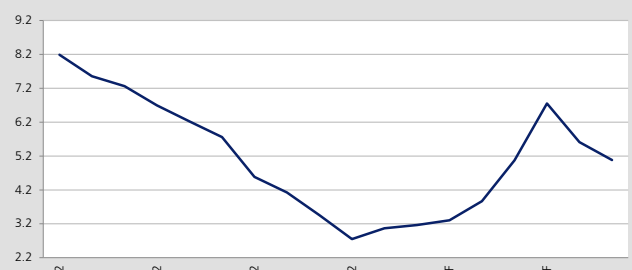
營業利潤率，百分比



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	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	2,754.4	1,098.0			
利息及短期償保障倍數 (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

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	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。
未評等 (R)	
*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。