

CHINA
DEVELOPMENT
FINANCIAL

是方電訊

(6561.TWO/6561 TT)

增加持股 · 維持

收盤價 February 22 (NT\$)	341.5
12 個月目標價 (NT\$)	462.0
前次目標價 (NT\$)	497.0
調降 (%)	7.0
上漲空間 (%)	35.3

焦點內容

- 是方電訊 4Q23 獲利成長 8%，優於凱基預估。
- IDC 為是方電訊的主力業務，IDC 擴產確保未來三年營收 2 位數成長。
- 2023-25 營收 CAGR 仍可達 12%，高於 2017-22 的 7.7%。

交易資料表

市值：(NT\$/bn/US\$mn)	26.59 / 843
流通在外股數 (百萬股)：	77.87
外資持有股數 (百萬股)：	6.95
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.08
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	317.5 - 414.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6.7	-5.5	3.3
相對表現 (%)	-2.2	-20.2	-19

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	2.79A	2.86A	2.91A	3.29A
2023	3.17A	3.06A	2.94A	3.23A
2024	2.95F	2.65F	2.99F	3.54F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

曾繁仁
886 2 2181 8734
victort@kgi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

未來三年營收維持 2 位數成長

重要訊息

是方電訊 2 月 22 日召開線上法說，4Q23 合併營收年增 3.3%，稅後盈餘年增 8%，EPS 為 3.23 元，獲利優於預期。

評論及分析

4Q23 獲利優於預期。是方電訊 4Q23 合併營收達 8.25 億元，年增 3.3%，營收成長主要仍來自 IDC 及雲端業務。而在產品組合佳帶動毛利率上升及縮減行銷費用，使營業利益率季增 4.9ppts 至 38.8%，也帶動稅後盈餘年增 8% 至 2.5 億元。是方電訊 2023 年合併營收為 32.4 億元，年增 3.3%，稅後盈餘為 9.2 億元，年增 10.1%，EPS 為 11.84 元。是方電訊預計配發 10.6 元現金股利，股利配發率高達 90%，現金殖利率約 3.2%。

IDC 擴產確保未來三年營收 2 位數成長。IDC 為是方電訊的主力業務，占營收比重達 31%，也是帶動數據服務及雲端服務成長的重要來源。在現在三棟機房已滿租的情況下，是方電訊第四棟 IDC 大樓即將於 2Q24 啓用，電力容量設計為 20MW，相較現有三棟相加共 15MW，增加幅度達 130%。凱基預估，產能滿載可帶來每年至少 9 億營收貢獻。目前 LYS 新大樓簽約已達 50%，隨著 2Q24 客戶逐年搬入，將帶來一次性建設收入及租用營收，也將帶動 2024、2025 年營收年增 11.3% 及 12.8%。

2024-25 營收成長加速。由於新機房營收貢獻於 2Q24 逐季顯現，我們下修 2024 年營收 3% 至 36.1 億元，但我們預估公司 2023-25 營收 CAGR 仍可達 12%，高於 2017-22 的 7.7%。由於 2Q24 將開始攤新機房折舊，將使 2024 年毛利率降至 45%，我們下修 2024 年獲利僅成長 2.6% 至 9.45 億元，EPS 為 12.1 元。而 2025 年在營收成長帶動規模經濟的情況下，獲利可成長 17.7% 至 11.1 億元，EPS 可達 14.3 元。

投資建議

是方電訊具備在東亞的網路樞紐地位不可取代，加上新機房帶動未來三年營收 2 位數成長，我們維持「增加持股」投資建議。一年目標價修正至 462 元，基於 35 倍 2024-2025 平均 EPS 得出。

投資風險

新機房營收貢獻不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	2,801	3,080	3,243	3,609	4,072
營業毛利 (NT\$百萬)	1,256	1,469	1,586	1,632	1,858
營業利益 (NT\$百萬)	871	1,039	1,149	1,174	1,381
稅後淨利 (NT\$百萬)	687	837	921	945	1,112
每股盈餘 (NT\$)	9.75	11.85	11.84	12.13	14.28
每股現金股利 (NT\$)	9.30	9.00	10.60	10.92	12.85
每股盈餘成長率 (%)	12.4	21.5	(0.1)	2.5	17.7
本益比 (x)	35.0	28.8	28.9	28.1	23.9
股價淨值比 (x)	7.8	7.3	7.4	7.2	7.0
EV/EBITDA (x)	21.0	17.2	17.9	16.7	14.5
淨負債比率 (%)	Net cash				
殖利率 (%)	2.7	2.6	3.1	3.2	3.8
股東權益報酬率 (%)	22.7	26.2	26.6	25.9	29.6

資料來源：公司資料，凱基

4Q23 法說會概要

- 是方 4Q23 營收 8.25 億元，年增 3.3%，毛利率因產品組合改善提升至 49.8%，稅後淨利達 2.51 億元，年增 8%，EPS 為 3.23 元，優於凱基預估的 2.92 元。是方 2023 年營收 32.4 億元，年增 5.3%，稅後淨利達 9.2 億元，年增 10.1%，EPS 為 11.84 元。
- 是方 2023 年產品別營收占比：雲端應用服務 16%，IDC 機房服務 31%，數據網路服務 44%，語音通信服務 9%。
- 公司預估 2024 年營收年增率大於 10%。全年 LY2 折舊費用約 1-1.5 億元，於 2Q24 開始認列，將對毛利率產生衝擊。2Q24-4Q24 毛利率預期將先蹲後跳。
- 公司預期 2024 年底 LY2 即可達損益兩平。

圖 1: 是方電訊 4Q23 財務結果&1Q24 財務預估

百萬元	4Q23					1Q24F				
	實際數	凱基預估	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	825	830	(0.6)	0.3	3.3	827	914	(9.6)	0.2	2.8
毛利	411	408	0.9	3.8	3.6	409	426	(4.1)	(0.5)	2.7
營業利益	320	284	12.7	14.8	8.2	286	302	(5.0)	(10.6)	1.8
稅後淨利	251	228	10.4	9.7	8.0	229	240	(4.5)	(8.7)	2.2
每股盈餘(元)	3.23	2.92	10.4	9.7	(1.9)	2.95	3.09	(4.5)	(8.8)	(7.1)
毛利率(%)	49.8	49.1	0.7 ppts	1.7 ppts	0.1 ppts	49.5	46.6	2.9 ppts	(0.3)ppts	(0.0)ppts
營業利益率(%)	38.8	34.3	4.6 ppts	4.9 ppts	1.8 ppts	34.7	33.0	1.7 ppts	(4.2)ppts	(0.3)ppts
淨利率(%)	30.5	27.4	3.0 ppts	2.6 ppts	1.3 ppts	27.7	26.3	1.5 ppts	(2.7)ppts	(0.2)ppts

資料來源：凱基

圖 2: 是方電訊 2024&2025 財務預估

百萬元	2023				2024F				2025F	
	實際數	凱基預估	差異(%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	3,243	3,233	0.3	5.3	3,609	3,719	(3.0)	11.3	4,072	12.8
毛利	1,586	1,589	(0.2)	8.0	1,632	1,749	(6.7)	2.9	1,858	13.8
營業利益	1,149	1,109	3.6	10.6	1,174	1,236	(5.0)	2.2	1,381	17.6
稅後淨利	921	889	3.6	10.1	945	989	(4.5)	2.6	1,112	17.7
每股盈餘(元)	11.84	11.42	3.6	(0.1)	12.13	12.71	(4.5)	2.5	14.28	17.7
毛利率(%)	48.9	49.2	(0.2)ppts	1.2 ppts	45.2	47.0	(1.8)ppts	(3.7)ppts	45.6	0.4 ppts
營利率(%)	35.4	34.3	1.1 ppts	1.7 ppts	32.5	33.2	(0.7)ppts	(2.9)ppts	33.9	1.4 ppts
淨利率(%)	28.4	27.5	0.9 ppts	1.2 ppts	26.2	26.6	(0.4)ppts	(2.2)ppts	27.3	1.1 ppts

資料來源：凱基

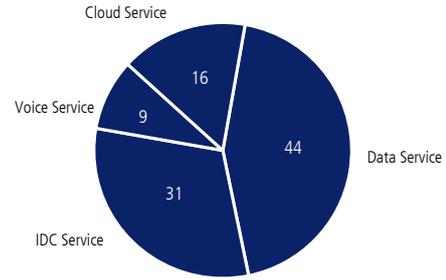
圖 3: 公司概況

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閘口，對於台灣及東亞網路通信的重要性不言而喻。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 4: IDC 及數據服務為大宗

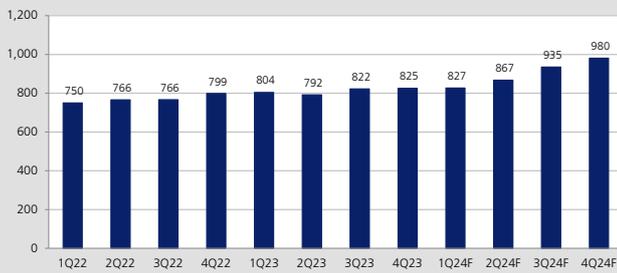
2023 年營收比重，百分比



資料來源：凱基

圖 5: 季營業收入

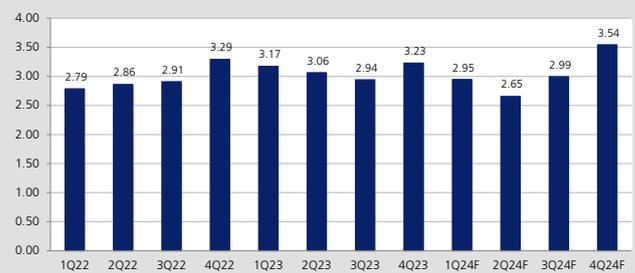
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 6: 每股盈利

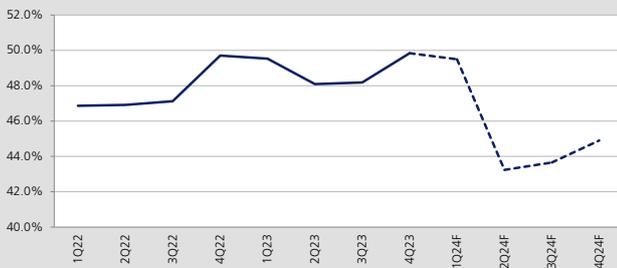
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 7: 毛利率

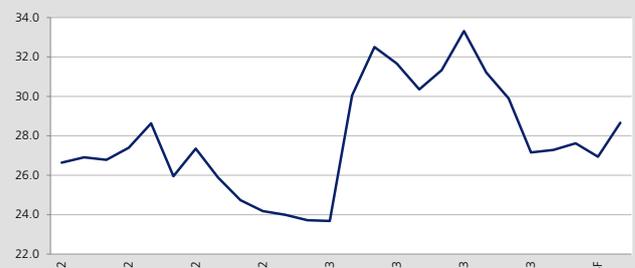
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 8: 本益比

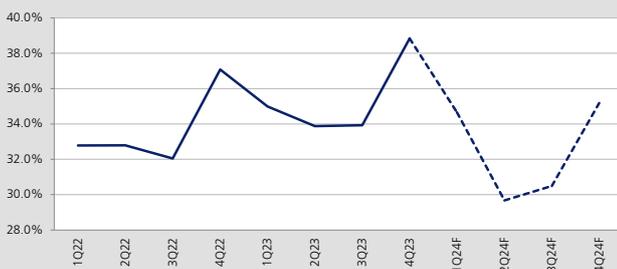
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 9: 營業利潤率

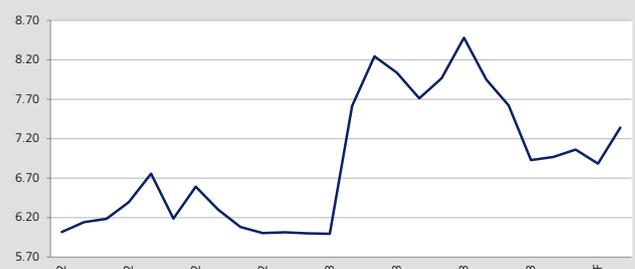
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 10: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	804	792	822	825	827	867	935	980	3,243	3,609	4,072
營業成本	(406)	(411)	(426)	(414)	(417)	(492)	(527)	(540)	(1,657)	(1,977)	(2,214)
營業毛利	398	381	396	411	409	375	408	440	1,586	1,632	1,858
營業費用	(117)	(113)	(117)	(91)	(123)	(118)	(123)	(95)	(437)	(459)	(477)
營業利益	281	268	279	320	286	257	285	345	1,149	1,174	1,381
折舊	(43)	(44)	(45)	(44)	(66)	(66)	(66)	(66)	(176)	(263)	(290)
攤提	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(6)	(6)	(6)
EBITDA	326	313	326	366	354	324	352	412	1,331	1,442	1,677
利息收入	8	9	9	7	8	9	9	8	32	34	35
投資利益淨額	-	-	5	-	-	-	5	-	5	5	5
其他營業外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
總營業外收入	8	9	14	8	8	9	14	8	38	39	41
利息費用	(7)	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(39)	(48)	(48)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(0)	3	5	(5)	4	4	4	4	2	16	16
總營業外費用	(7)	(5)	(7)	(17)	(8)	(8)	(8)	(8)	(37)	(32)	(31)
稅前純益	282	272	285	311	287	258	291	345	1,150	1,181	1,390
所得稅費用[利益]	(57)	(57)	(56)	(59)	(57)	(52)	(58)	(69)	(229)	(236)	(278)
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	216	229	251	229	207	233	276	920	945	1,112
非常項目	0	1	0	0	0	0	0	-	1	0	-
稅後淨利	224	217	229	251	229	207	233	276	921	945	1,112
每股盈餘 (NT\$)	3.17	3.06	2.94	3.23	2.95	2.65	2.99	3.54	11.84	12.13	14.28
獲利率 (%)											
營業毛利率	49.5	48.1	48.2	49.8	49.5	43.2	43.7	44.9	48.9	45.2	45.6
營業利益率	35.0	33.9	33.9	38.8	34.7	29.7	30.5	35.2	35.4	32.5	33.9
EBITDA Margin	40.5	39.6	39.6	44.4	42.8	37.4	37.7	42.0	41.1	40.0	41.2
稅前純益率	35.0	34.4	34.7	37.7	34.7	29.8	31.2	35.2	35.5	32.7	34.1
稅後純益率	27.9	27.4	27.8	30.5	27.7	23.8	24.9	28.1	28.4	26.2	27.3
季成長率 (%)											
營業收入	0.7	(1.6)	3.9	0.3	0.2	4.9	7.8	4.8			
營業毛利	0.3	(4.4)	4.1	3.8	(0.5)	(8.4)	8.9	7.8			
營業收益增長	(5.0)	(4.7)	4.0	14.8	(10.6)	(10.2)	10.8	21.0			
EBITDA	(4.4)	(3.8)	3.9	12.4	(3.4)	(8.2)	8.6	17.0			
稅前純益	(2.9)	(3.4)	4.9	8.9	(7.7)	(9.9)	12.8	18.3			
稅後純益	(3.5)	(3.5)	5.7	9.7	(8.7)	(9.9)	12.8	18.3			
年成長率 (%)											
營業收入	7.3	3.4	7.3	3.3	2.8	9.5	13.7	18.9	5.3	11.3	12.8
營業毛利	13.3	6.0	9.7	3.6	2.7	(1.5)	3.0	7.1	8.0	2.9	13.8
營業收益	14.5	6.8	13.6	8.2	1.8	(4.0)	2.2	7.7	10.6	2.2	17.6
EBITDA	11.7	5.7	12.1	7.4	8.5	3.5	8.1	12.5	9.1	8.3	16.3
稅前純益	15.0	7.9	11.6	7.1	1.8	(5.0)	2.1	11.0	10.3	2.7	17.7
稅後純益	14.2	7.1	11.3	8.0	2.2	(4.6)	1.8	9.8	10.1	2.6	17.7

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	5,494	5,751	7,135	7,279	7,563
流動資產	2,944	2,784	2,426	2,152	2,003
現金及短期投資	1,023	2,362	1,982	1,682	1,499
存貨	2	4	3	4	4
應收帳款及票據	215	230	232	258	292
其他流動資產	1,704	189	209	209	209
非流動資產	2,550	2,967	4,709	5,126	5,559
長期投資	119	121	116	116	116
固定資產	572	1,099	2,202	2,619	3,052
什項資產	1,860	1,746	2,391	2,391	2,391
負債總額	2,401	2,424	3,520	3,565	3,733
流動負債	603	700	1,137	1,182	1,350
應付帳款及票據	115	109	125	149	167
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	488	591	1,012	1,034	1,183
長期負債	1,798	1,724	2,383	2,383	2,383
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	76	93	82	82	82
股東權益總額	3,093	3,328	3,615	3,714	3,829
普通股本	705	707	779	779	779
保留盈餘	688	835	975	1,073	1,189
少數股東權益	14	15	10	10	10
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	9.2%	10.0%	5.3%	11.3%	12.8%
營業收益增長	12.4%	19.3%	10.6%	2.2%	17.6%
EBITDA	10.8%	15.6%	9.1%	8.3%	16.3%
稅後純益	13.0%	21.9%	10.1%	2.6%	17.7%
每股盈餘成長率	12.4%	21.5%	(0.1%)	2.5%	17.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	44.8%	47.7%	48.9%	45.2%	45.6%
營業利益率	31.1%	33.7%	35.4%	32.5%	33.9%
EBITDA Margin	37.7%	39.6%	41.1%	40.0%	41.2%
稅後純益率	24.5%	27.2%	28.4%	26.2%	27.3%
平均資產報酬率	13.4%	14.9%	14.3%	13.1%	15.0%
股東權益報酬率	22.7%	26.2%	26.6%	25.9%	29.6%
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)	32.2	36.3	30.8	25.6	30.2
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	27.1	25.2	29.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	32.4	36.3	27.1	25.2	29.2
流動比率 (x)	4.9	4.0	2.1	1.8	1.5
速動比率 (x)	4.9	4.0	2.1	1.8	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(1,020)	(2,362)	(1,982)	(1,682)	(1,498)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	9.75	11.85	11.84	12.13	14.28
每股現金盈餘 (NT\$)	12.60	15.17	13.39	15.56	17.88
每股淨值 (NT\$)	43.68	46.83	46.30	47.57	49.05
調整後每股淨值 (NT\$)	43.72	46.90	46.33	47.57	49.05
每股營收 (NT\$)	39.78	43.60	41.67	46.35	52.30
EBITDA/Share (NT\$)	14.99	17.27	17.11	18.52	21.54
每股現金股利 (NT\$)	9.30	9.00	10.60	10.92	12.85
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.55	0.55	0.50	0.50	0.55
應收帳款周轉天數	28.0	27.2	26.1	26.1	26.1
存貨周轉天數	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
應付帳款周轉天數	27.2	24.7	27.5	27.5	27.5
現金轉換周轉天數	1.3	3.3	(0.7)	(0.7)	(0.7)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	2,801	3,080	3,243	3,609	4,072
營業成本	(1,545)	(1,612)	(1,657)	(1,977)	(2,214)
營業毛利	1,256	1,469	1,586	1,632	1,858
營業費用	(385)	(430)	(437)	(459)	(477)
營業利益	871	1,039	1,149	1,174	1,381
總營業外收入	16	20	38	39	41
利息收入	11	15	32	34	35
投資利益淨額	4	5	5	5	5
其他營業外收入	1	1	0	0	0
總營業外費用	(31)	(16)	(37)	(32)	(31)
利息費用	(27)	(30)	(39)	(48)	(48)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(4)	14	2	16	16
稅前純益	855	1,043	1,150	1,181	1,390
所得稅費用[利益]	(168)	(206)	(229)	(236)	(278)
少數股東損益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
非常項目	0	0	1	0	-
稅後淨利	687	837	921	945	1,112
EBITDA	1,056	1,220	1,331	1,442	1,677
每股盈餘 (NT\$)	9.75	11.85	11.84	12.13	14.28

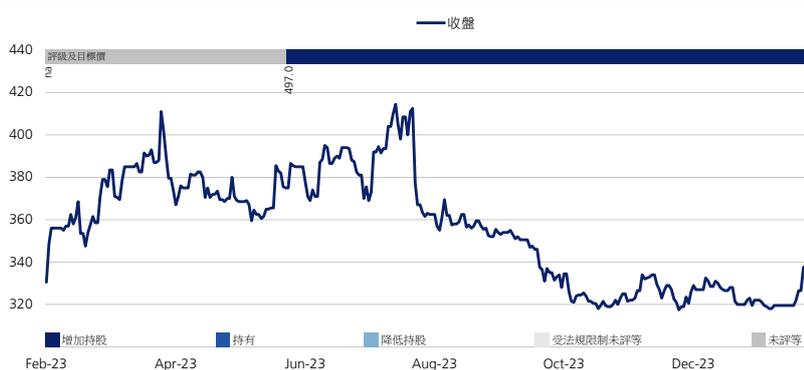
現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	887	1,071	1,042	1,211	1,392
本期純益	687	837	921	945	1,112
折舊及攤提	185	182	183	269	296
本期運用資金變動	6	(23)	16	(2)	(16)
其他營業資產及負債變動	9	76	(78)	0	0
投資活動之現金流量	(105)	954	(687)	(686)	(729)
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)	(766)	(680)	(723)
其他資產變動	278	1,550	79	(6)	(6)
自由現金流	524	388	347	519	656
融資活動之現金流量	(674)	(696)	(735)	(825)	(847)
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)	(642)	(825)	(847)
其他融資現金流	(54)	(39)	(93)	0	0
匯率影響數	0	12	0	0	0
本期產生現金流量	108	1,342	(380)	(300)	(183)

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	13.7%	14.0%	13.5%	12.7%	11.7%
= 營業利益率	31.1%	33.7%	35.4%	32.5%	33.9%
1 / (營業運用資金/營業收入	0.5	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.4	0.7	0.7	0.7
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.5	3.6	2.1	1.9	1.8
營業利益率	31.1%	33.7%	35.4%	32.5%	33.9%
x 資本周轉率	1.5	3.6	2.1	1.9	1.8
x (1 - 有效現金稅率)	80.3%	80.3%	80.0%	80.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	36.2%	97.4%	59.6%	48.4%	49.3%

資料來源：公司資料，凱基

是方電訊 – 以往評級及目標價


日期	評級	目標價	收盤價
2023-06-17	增加持股	497.0	375.0

資料來源：TEJ，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。