

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 140.5 元

目標價

3 個月 170 元

12 個月 170 元

近期報告日期、評等及前日股價

昕奇雲端(7747 TT)

Buy

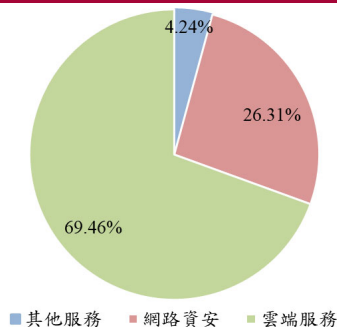
營運動能持續向上，投資建議 Buy。

投資建議 Buy：受惠於獨特商業模式，預估昕奇雲端 2024~2025 年營運獲利持續增長，EPS 分別為 4.06 元、5.68 元。考量相關同業本業比，伊雲谷(6689 TT)、日本業者 Serverworks (4434 JP) 分別為 31 倍、37 倍。昕奇雲端的投資建議為 Buy，目標價 170 元(以 2025 年 EPS 及 PE 30 倍評價)。

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	236
市值(億元)	33.16
目前每股淨值(元)	21.99
外資持股比(%)	
投信持股比(%)	
董監持股比(%)	
融資餘額(張)	
現金股息配發率(%)	

產品組合



獨特商業模式：1.昕奇雲端業務定位主要為雲端服務運營商，不將業務重心放在雲端搬遷的技術服務、Resell 及 MS 管理服務。AWS 為昕奇雲端主要的雲端供應商，占約 90%，其次為 GCP，占約 10%。此營運模式優勢在於營收將隨著客戶數/需求持續提升，但營運費用不會過度膨脹。2. 主要客群為新創業者：新創業者的特性包含偏好公有雲、可接受的價格彈性高、對於技術服務的依賴程度低、有融資需求及擴張壓力。且新創業者為用雲大戶，若營運順利，營收大幅增長也會帶動雲使用量同步提升。昕奇雲端除了提供雲端服務外，因擁有母公司上奇人脈資源，且與創投 AC Ventrues、Headline Asia 策略結盟，可提供新創業者 F2SU 價值服務，在不同階段給予協助。3.快速擴展海外市場：根據調查，日本新創企業多集中於東京，且以澀谷為主。日本新創企業用量相對較高，但多直接與 AWS 對接，享有折扣有限。此外，日本新創對昕奇雲端所提供的 F2SU 價值認同度高，因此市場特性有利於拓展業務，昕奇雲端於 2023 年成立日本子公司，2024 年級開始貢獻營收，05/2024 已占到營收比重 7%。下一步，公司預計拓展到韓國、澳洲市場，長期目標為美國市場。

預估 2024、2025 年營運快速增長：受惠於雲端服務持續增長、AWS 客戶 ARPU 提升，且持續拓展日本市場，預估昕奇雲端 2024 年、2025 年營運將快速增長。2024 年方面，預估營收 13.99 億元，YoY+32.99%，毛利率略降至 17.39%，營業利益 YoY+47.02%，營業利益率拉升至 9.18%。稅後純益 YoY+41.91%，以股本 2.36 億元計算，EPS 4.06 元。2025 年方面，預估營收 18.92 億元，YoY+35.29%，稅後純益 YoY+40.06%，EPS 5.68 元。公司預計 11/2024 送件，希望能於 1Q25 掛牌上市櫃。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	1,052	1,399	1,892	278	295	305	346	364	384	399
營業毛利淨額	186	243	323	50	58	55	58	64	67	69
營業利益	87	128	176	24	33	30	29	34	36	37
稅後純益	68	96	134	20	24	22	22	26	26	29
稅後 EPS(元)	2.86	4.06	5.68	0.85	1.02	0.93	0.94	1.09	1.10	1.21
毛利率(%)	17.66%	17.39%	17.06%	17.96%	19.49%	18.00%	16.69%	17.49%	17.45%	17.41%
營業利益率(%)	8.31%	9.18%	9.31%	8.73%	11.18%	9.74%	8.44%	9.32%	9.29%	9.34%
稅後純益率(%)	6.42%	6.86%	7.10%	7.25%	8.20%	7.20%	6.42%	7.06%	6.78%	7.18%
營業收入 YoY/QoQ(%)	20.04%	32.99%	35.29%	14.97%	6.09%	3.16%	13.61%	5.29%	5.29%	3.89%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	7.23%	41.91%	40.06%	80.01%	20.05%	-9.41%	1.25%	15.95%	1.02%	9.97%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 2.36 億元計算。

昕奇雲端(7747 TT) ESG：

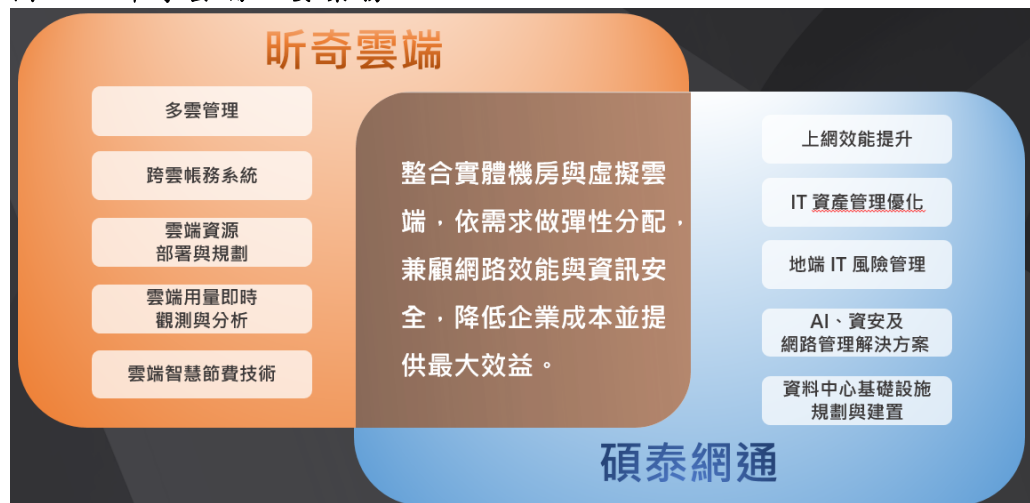
為確保公司能以最高倫理誠信標準從事營運活動，昕奇雲端科技制定了「誠信經營守則」及「道德行為守則」作為公司誠信經營的指導政策。這些守則明確規定了反貪污及賄賂、保密機制、反壟斷及不公平競爭行為、內線交易禁止及監督舉報等不誠信行為的禁止與防範措施，並建立了不誠信行為風險的評估機制。為落實誠信經營政策，公司鼓勵內部及外部人員檢舉不誠信或不當行為，並提供多元的檢舉管道。為確保供應商在品質、成本、交期、服務品質、環境安全衛生和生產等方面達到一致的標準，公司與供應商共同致力於環保、勞工權益維護和永續發展，以實踐社會責任並建立完善的供應鏈。昕奇雲端制定「供應商行為準則」，以確保供應商符合這些標準，並共同朝著可持續發展和社會責任的目標努力。昕奇雲端認為，企業社會責任包括重視公司治理和落實精實管理。公司通過持續經營創新，落實照顧員工的社會責任，制定了員工管理政策與程序，並遵循政府相關法規，保障員工的合法權益。

公司概況：

昕奇雲端成立於 2017 年，母公司為軟硬體代理商上奇(6123 TT)(上奇持股 74.33%)。昕奇雲端為雲端服務運營商(Cloud Service Operator)，總部位於台灣，目前海外據點遍及香港、馬來西亞、新加坡、印尼及日本等地。旗下子公司包含 100%持有的昕奇雲端(日本)、昕奇雲端(香港)，及碩泰網通(持股 63.25%)。

昕奇雲端業務主要包含雲端服務、網通資安兩大類，以 2023 年營收比重來看，雲端服務占 69.46%、網通資安占 26.31%、其他服務占 4.24%。雲端服務方面，昕奇雲端不走傳統業務型態，商業模式專注於雲聚合及雲分享，以 AWS 原廠服務為基礎，透過自有 FinOps 平台 ARMIN、ARGUS 提供服務，主要客源為新創業者。網通資安方面，由子公司碩泰網通負責，主要代理 Juniper、A10 等國際知名品牌，屬於地端業務。但可與雲端服務相輔相成，提供客戶完整的雲地整合方案。

圖一、昕奇雲端主要業務

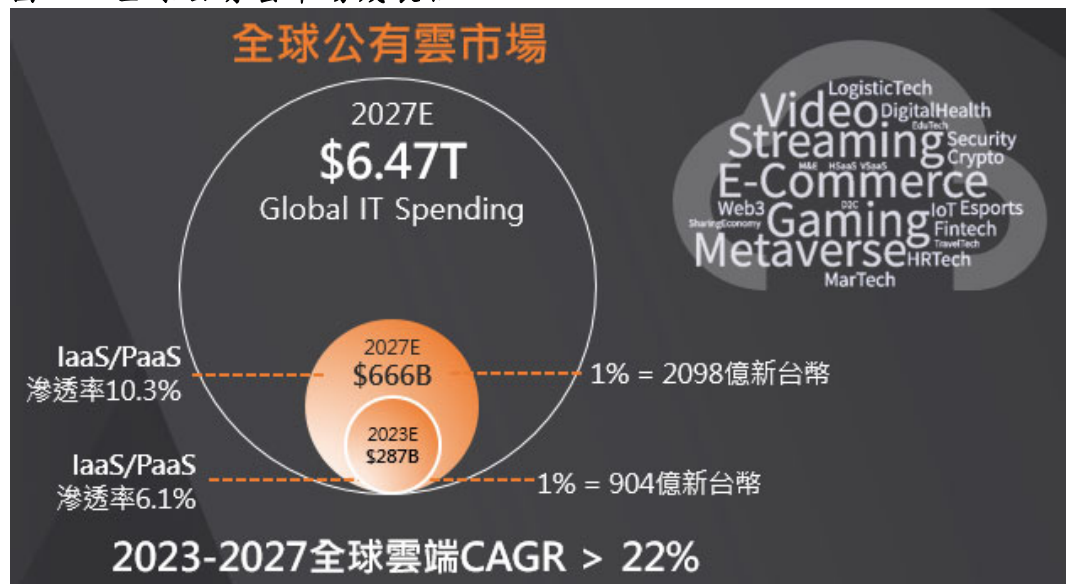


資料來源：昕奇雲端

公有雲市場展望：

研究機構 Gartner 預估全球整體 IT 支出將由 2023 年的 4.7 兆美元成長至 2027 年的 6.5 兆美元。而以和公有雲高度相關的 IaaS 與 PaaS 市場來看，2023 年規模為 2,870 億美金，占整體 IT 支出的滲透率僅 6.1%。2027 年 IaaS/PaaS 市場規模將來到 6,660 億美元，滲透率提升至 10.3%；2023 年到 2027 年全球雲端市場年複合增長率超過 22%。公有雲市場呈現高速成長趨勢，且昕奇雲端 2023 年雲端服務營收 7.31 億元來看，具備龐大成長空間。

圖二、全球公有雲市場成長性



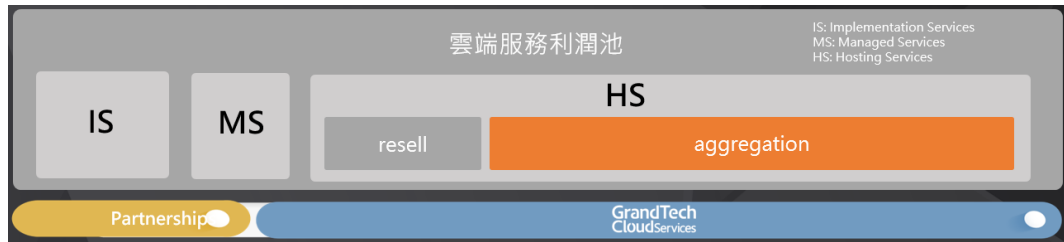
資料來源：昕奇雲端

雲端產業結構分析：

雲端服務可分為 IS (Implementation Services)、MS (Managed Services)、HS (Hosting Services) 三類。(1) IS 技術服務，主要是幫助企業將本地端的設備或應用程式搬到雲端。屬於專案模式，以人工小時數計費，由於需要訓練、招募大量工程師來應對專案量的成長，營收、營業費用多同步增長。(2) MS 管理服務，在企業上雲後提供雲端資料維運服務。通常為長期合約，穩定但增長相對緩慢，且在台灣市場通常收費較為困難。(3) HS 託管服務，包含 Resell 和 Aggregation 兩種模式。

- Resell 模式：屬於代理商/經銷商模式。以昕奇雲端的主要雲端供應商 AWS 為例。AWS 會給予代理商一定比例的折扣，如果取得更多認證資格，折扣比例會隨之提升。代理商也會給予企業客戶折扣來吸引客戶，然後從中賺取價差。但因為企業客戶容易找多家代理商進行報價，導致可賺的價差空間持續萎縮。
- Aggregation 模式：屬於雲端運營商模式。AWS 提供客戶兩種節費方案，分別為 RI(Reserved Instances)與 Saving Plan。因提前預訂算力，AWS 會因為風險轉嫁而給予雲端運營商折扣，雲端運營商根據客戶的需求、使用模式來預測未來用量並進行預購，並通過優化雲資源使用來降低成本。

圖三、雲端服務類型



資料來源：昕奇雲端

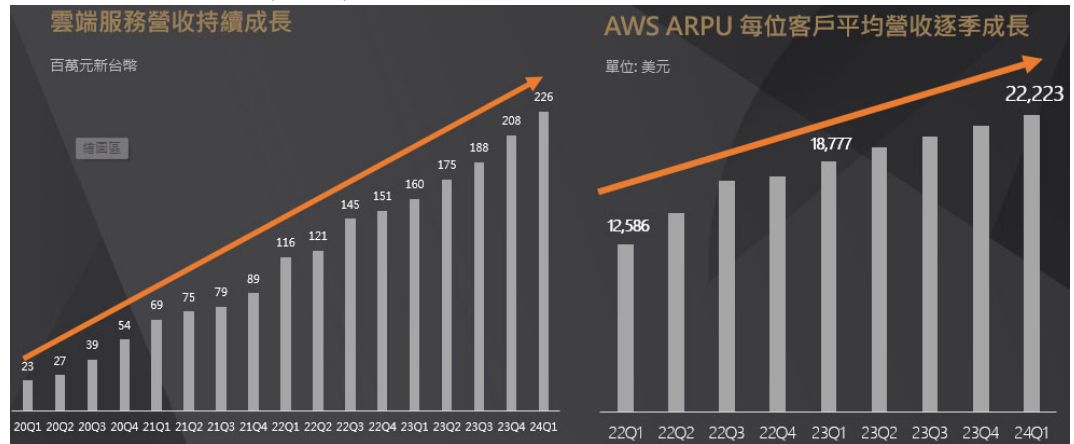
昕奇雲端獨特商業模式：

1. 昕奇雲端業務定位主要為雲端服務運營商(Operator)，不將業務重心放在雲端搬遷的技術服務、Resell 及 MS 管理服務。AWS 為昕奇主要的雲端供應商，占約 90%，其次為 GCP，占約 10%。昕奇雲端透過妥善建置的自動化運作體系服務客戶，帳務系統每月出帳。且使用演算法並輔以 AI 預測客戶使用量以進行有效採購(Aggregation)。此營運模式優勢在於營收將隨著客戶數/需求持續提升，但營運費用不會過度膨脹。
2. 主要客群為新創業者：以 AWS 來看，2023 年客戶群中 76% 為新創業者，且成長性較高(2020 年~2023 年複合成長率達 37.4%)。由於新創業者的特性包含偏好公有雲(較無設備、資產包袱，為雲端原住民)、可接受的價格彈性高、對於技術服務的依賴程度低、有融資需求及擴張壓力。且新創業者為用雲大戶，若營運順利，營收大幅增長也會帶動雲使用量同步提升。因此，昕奇雲端以新創業者為主要客群，除了提供雲端服務外，因擁有母公司上奇人脈資源，且與創投 AC Ventures、Headline Asia 策略結盟，可提供新創業者 F2SU (Friend to Startups) 價值服務，在不同階段給予協助。對此，昕奇雲端透過雙軌道運行，以 FinOps 平台 ARMIN 來服務自身新創客戶，並以 FinOps 平台 ARGUS 來協助戰略合作夥伴服務客戶。而隨著 AWS 預購規模持續擴大，即使新創業者長大後，可提供的價格折扣仍具優勢。
3. 快速擴展海外市場：根據調查，因 1.日本新創企業多集中於東京(約有 60%)，其中半數以東京區的澀谷為主。2.日本新創企業多直接與 AWS 對接，享有折扣有限。3.日本新創企業用量較高。此外，日本新創對昕奇雲端所提供的 F2SU 價值認同度高，因此市場特性有利於拓展業務，昕奇雲端於 2023 年成立日本子公司，2024 年級開始貢獻營收，05/2024 已占到營收比重 7%。下一步，公司預計拓展到韓國、澳洲市場，長期目標為美國市場。

預估 2024、2025 年營運快速增長：

受惠於雲端服務持續增長、AWS 客戶 ARPU 提升，且持續拓展日本市場，預估昕奇雲端 2024 年、2025 年營運將快速增長。2024 年方面，預估營收 13.99 億元，YoY+32.99%，毛利率略降至 17.39%，營業利益 YoY+47.02%，營業利益率拉升至 9.18%。稅後純益 YoY+41.91%，以股本 2.36 億元計算，EPS 4.06 元。2025 年方面，預估營收 18.92 億元，YoY+35.29%，稅後純益 YoY+40.06%，EPS 5.68 元。昕奇雲端已於 05/27/2024 於興櫃掛牌，公司預計 11/2024 送件，希望能於 1Q25 掛牌上市櫃。

圖四、雲端服務持續增長



資料來源：昕奇雲端

投資建議：

投資建議方面，受惠於獨特商業模式，預估昕奇雲端 2024~2025 年營運獲利持續增長，EPS 分別為 4.06 元、5.68 元。考量相關同業本業比，伊雲谷 (6689 TT)、日本業者 Serverworks (4434 JP) 分別為 31 倍、37 倍。昕奇雲端的投資建議為 Buy，目標價 170 元(以 2025 年 EPS 及 PE 30 倍評價)。

【投資評等說明】

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

【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

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

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

停止推薦情境：

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

【免責聲明】

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