

軟體及服務 | 中華資安 (7765 TT, 未評等)

中華電信資安小金雞，強化企業資安免疫力

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2021	2022	2023	1H24
營業收入	1,139	1,412	1,696	856
營業毛利	416	519	660	406
營業利益	208	258	343	239
稅後淨利	167	201	270	193
調整後EPS (元)	5.40	6.15	7.80	5.35
YoY (%)				
營業收入	20%	24%	20%	5%
營業利益	35%	24%	33%	29%
稅後淨利	35%	20%	34%	35%
獲利比率 (%)				
毛利率	36.5%	36.8%	38.9%	47.4%
營業利益率	18.3%	18.3%	20.2%	27.9%
稅後淨利率	14.7%	14.3%	15.9%	22.6%

魏建發 合格證券投資分析人員

Calvin.Wei@yuanta.com

余羚華

liz.yu@yuanta.com

元大觀點

◆ 中華資安為中華電信旗下小金雞，營運穩健，是國內唯一連續五年獲得資安廠商評鑑五A評價，資安專業服務來自公部門營收比重超過 5 成。

◆ 2018-2023 年營收 CAGR 高達 34.8%，高於整體資安產業 CAGR 11.8%，2024 年營收、獲利有望延續 2-3 成的高成長力道。

◆ 資安意識抬頭、法規強化資安要求，持續帶動資安需求成長，中華資安營收、獲利成長優於同業，支撐本益比落於同業區間 16-32 倍之上緣。

中華電信的資安小金雞，連續五年獲得資安廠商評鑑五A評價

中華資安國際為中華電信旗下子公司，母公司持股 66%，股權集中，主要向政府和企業提供資安服務，公司資安實力堅強，為國內唯一一家連續五年獲得行政院資安廠商評鑑五A評價的廠商，旗下主要有三大產品線：上網資安、資安專業服務，以及商品銷售。2023 年產品別營收占比：上網資安 26%、資安專業服務 51%、商品銷售 22%；以產業別來看，資安專業服務中來自公部門的營收比重超過 5 成，金融業 16%，高科技製造業 8%，醫療業佔 6%。

資安意識提升、法規強化資安要求，催化中華資安營運成長

中華資安 2018 年營運初期營收僅約 4 億元，然藉由中華電信的品牌信譽與自身的資安專業能力，持續切入公部門與民間客戶專案，2023 年營收已快速成長到 17 億元，每年營收都維持 2-3 成的高成長，2018-2023 年營收 CAGR 高達 34.8%，高於整體資安產業 CAGR 11.8%；隨著資安威脅日益增加、法規對企業資安要求趨嚴，企業資安意識逐漸提升，整體產業趨勢預期將持續催化中華資安的成長，管理層預期 2024 年營收動能將有望延續。

營收、獲利成長優於同業，支撐本益比落於同業區間上緣

受惠政府機關、企業對資安防護的需求持續增加，中華資安自 2018 年營運以來，每年營收都維持 2-3 成的高成長，2023 年營收 17 億元，年增 20%，高於整體產業平均成長率 8.2%，毛利率年增 2.1ppts 至 38.9%主要是產品組合轉佳。2024 年營收、獲利成長動能延續，1H24 營收 8.6 億元，年增僅 5%，主因商品銷售專案遞延，然產品組合佳帶動毛利率年增 9.2ppts 至 47%，稅後獲利 1.9 億元，年增 35%，維持強勁成長態勢，EPS 5.35 元；2024 全年營收預估將延續成長態勢，營收、獲利有望維持歷年來 2-3 成以上的高成長力道，成長幅度優於同業，有望支撐本益比評價位於同業區間 16-32 倍上緣，預期合理本益比區間介於 25-32 倍。

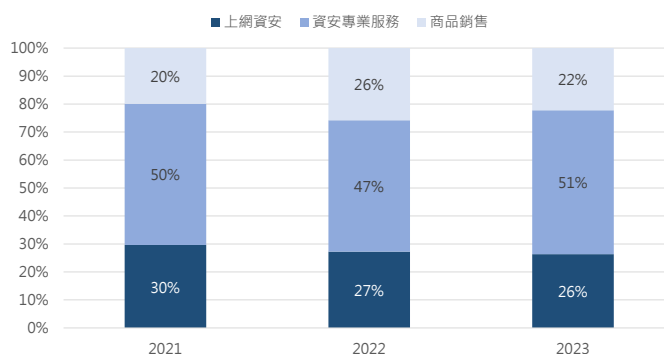
中華資安為中華電信的資安小金雞

中華資安國際為中華電信旗下子公司，原為中華電信內部的資安處，對內提供資安服務，2017 年中華電信鼓勵內部員工創業，而在全球數位網路發展趨勢下，中華電信看好資安業務發展潛力，所以獨立出子公司中華資安國際。

中華資安國際主要向政府和企業提供資安服務，旗下主要有三大產品線：1) 上網資安，為中華電信的客戶提供上網資安防護服務，穩定獲取月租收入；2) 資安專業服務，提供客戶事前檢測、事中監控應變、事後鑑識等資安檢測與顧問服務；以及 3) 商品銷售，除了協助客戶架設入侵防禦系統，在網路上達到防毒、防駭、防詐等目的，公司也網羅資安技術人才，自行研發資安產品並推出自有品牌。

2023 年產品別營收占比：上網資安 26%、資安專業服務 51%、商品銷售 22%。

圖 1：2023 年資安服務營收占比逾 5 成

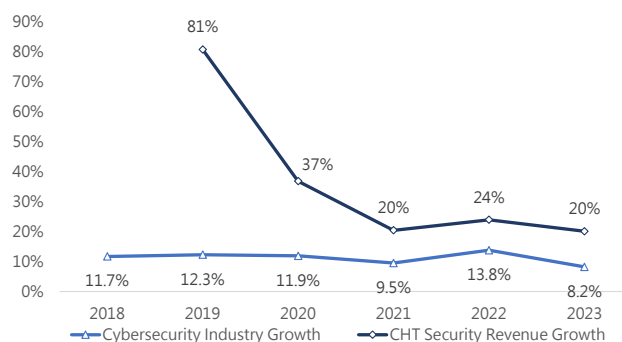


資料來源：公司資料、元大投顧整理

資安意識提升，2024 年營收有望維持兩成以上高成長

中華資安 2018 年營運初期營收僅約 4 億元，不過藉由母公司中華電龐大的集團資源，持續切入公部門與民間客戶專案，2023 年營收已快速成長到 17 億元，每年營收都維持 2-3 成的高成長，2018-2023 年營收 CAGR 高達 34.8%，高於整體資安產業 CAGR 11.8%；隨著資安威脅日益增加、法規對企業資安要求趨嚴，企業資安意識逐漸提升，整體產業趨勢預期將持續催化中華資安的成長，管理層預期 2024 年營收成長動能將有望延續，預期整體營收將維持兩成以上的高成長。

圖 2：中華資安自營運以來，成長幅度連年優於產業成長



資料來源：工研院、公司資料、元大投顧整理

投入 CAPEX 擴容，上網資安服務加速成長

上網資安防護服務是對中華電信的客戶的寬頻網路及行動網路的消費家庭客戶、行動上網客戶及企業客戶等提供上網資安防護服務，穩定獲取月租收入，過往平均每年都維持雙位數成長。因 2023 年投入 CAPEX 擴充容量，可以 1) 收納更多客戶，擴容後公司會強化銷售力道；2) 增加服務項目，公司將與國際大廠合作新的產品項目，擴大網路資安防護產品線的服務內容，預期將帶動上網資安服務 2024 年營收成長優於以往。

資安威脅頻傳、法規政策要求提升，資安專業服務維持高成長

資安專業檢測與管理服務則是以資安技術專家對客戶提供資安服務，包含資安檢測、SOC、資安監控、MDR、資安事件應變與鑑識等等，過往資安專業服務每年會有 10-20%成長，雖市場持續有新的競爭者加入，但隨近年企業遭受的資安威脅日益增加，再加上政府法規政策對資安防護的要求提升下，整體市場需求也持續上升，中華資安 2023 年資安專業服務營收大增 32%，以行業別來看，政府機關公營事業佔比約 52%，金融業 16%，科技製造業 8%，醫療業 6%，其中成長最高是科技業和醫療體系。研究中心預期在市場需求持續成長下，2024 年營收仍有望維持高成長。

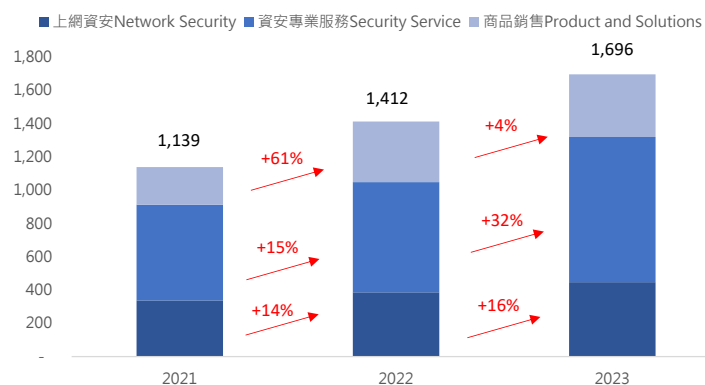
資安產品銷售動能佳，2024 年將著重推廣自有資安產品

資安產品銷售服務則主要是協助客戶規劃資安架構，建置與安裝資安軟硬體產品，中華資安因具備資安專業，所以與國際大廠議價空間較高，有機會替客戶爭取到較優惠的價格。2022 年因接獲大單，營收強勢年增 61%，成長動能強勁，2023 年面臨高基期仍微幅成長 4%，顯示資安產品銷售成長動能佳，2024 年公司將持續強化資安產品銷售。

持續累積資安服務實力，有利觸角延伸海外市場

跨境資安服務重視客戶與公司間的信任基礎，中華資安透過提升資安服務實力獲取信任，團隊擁有數百張國際資安證照，包括 OSCE3、OSDA、CRT 等高階少見的資安證照，提供不同等級資安實戰教育訓練，並鼓勵同仁挖掘 CVE (Common Vulnerabilities and Exposures，重大公共漏洞和暴露漏洞)，累積團隊資安實力，目前中華資安已挖掘超過 100 個國內外重要系統軟體、網站、物聯網設備的 CVE，研發紅隊協作戰情平台作為情蒐工具並加速協同作業，提升檢測執行效率。海外市場目標將以日本和東南亞為主，公司將強化自有產品研發(軟體或系統)，並尋找當地落地夥伴(當地 SI 或資服業者)進行合資或策略聯盟，以利推廣海外市場。

圖 3：2023 年各產品線維持成長



資料來源：公司資料、元大投顧整理

一站式服務滿足客戶需求，客戶橫跨政府機關與一般企業

中華資安具備豐富的資安服務經驗，並擁有多年的資訊安全攻防實戰經驗，可提供客戶事前檢測、事中監控應變、事後鑑識回復的資安產品及服務，一站式滿足政府及企業的資安需求。目前公司提供的資安專業服務客戶橫跨政府機關、金融、醫療等不同產業，其中來自於台灣政府機關等公部門的營收比重超過 5 成，其次為金融業佔 16%、高科技製造業佔 8%、醫療業佔 6%。

資安實力堅強，連續五年獲得資安廠商評鑑五 A 評價

公司已針對 90 萬家庭及行動客戶提供資安防護及過濾不良網站，協助 4 萬多家中小企業防禦網路威脅，協助逾 100 家大型企業進行資安監控與緊急應變，同時協助上百家政府機關建置資安防護機制、提供資安檢測、監控及鑑識服務，累積了豐富的資安防護經驗。在 2023 年行政院資安服務廠商評鑑中，取得「SOC 服務」、「資安健診」、「滲透測試」、「弱點掃描」及「社交工程演練」五項資安服務全數「A 級」之評價，也是國內唯一連續五年獲得全數 A 級評價之資安服務廠商；2022 年更是唯一獲得五 A 評價的資安廠商，顯示公司的資安防護實力堅強。

借助中華電信通路，有效拓展中華資安服務版圖

中華資安的服務與產品，除了自身的通路與業務經理外，也借助中華電信的通路進行銷售推廣，可以為個人家庭、企業用戶提供上網資安服務，替企業客戶提供專業資安服務與資安商品銷售。中華資安與母公司中華電信專業分工，協力推廣資安業務，公司專注於提供技術服務及研發資安產品，借助中華電信的行銷與通路優勢，拓展資安服務版圖，在與母公司協力推廣下，中華資安 2023 年營收約 17 億元，在台灣資安服務市場中市占率達 10.2%。

圖 4：中華資安於 2023 年行政院資安服務廠商評鑑中獲得 5A 評價

	SOC 服務	資安健診	弱點檢測	滲透測試	社交工程演練
中華資安	A	A	A	A	A
安碁資訊	A	A	A	A	A
果核數位	C				
凌羣電腦	B	B	B	B	B
智慧資安	C	C	C	C	B
漢昕科技	B	B	B	B	B
數聯資安	A	A	B	B	B
關貿網路	C	B	B	B	B
三甲科技		B	A	B	B
中芯數據		B	B	B	
白帽犀牛		B	B	B	
光盾資訊		B	B	B	B
策略數位		C	C		
精誠軟體		B	B		
網達先進		C		C	
德欣寰宇		B	B	B	B
華電聯網			B	B	
關鍵智慧			B	B	

資料來源：國家資通安全研究院、元大投顧預估

圖 5：中華資安自成立以來，是國內唯一連續五年獲得五 A 評鑑的廠商

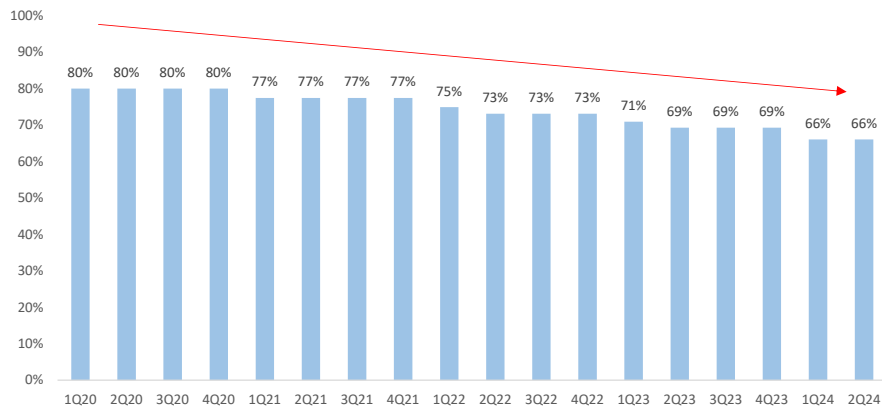
	中華資安					安碁資訊				
	SOC 服務	資安健診	弱點檢測	滲透測試	社交工程演練	SOC 服務	資安健診	弱點檢測	滲透測試	社交工程演練
2023	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
2022	A	A	A	A	A	-	-	-	-	-
2021	A	A	A	A	A	-	-	-	-	-
2020	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
2019	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
2018	-	-	-	-	-	A	B	-	B	B

資料來源：國家資通安全研究院、元大投顧預估

股權結構集中，中華電信持股逾六成

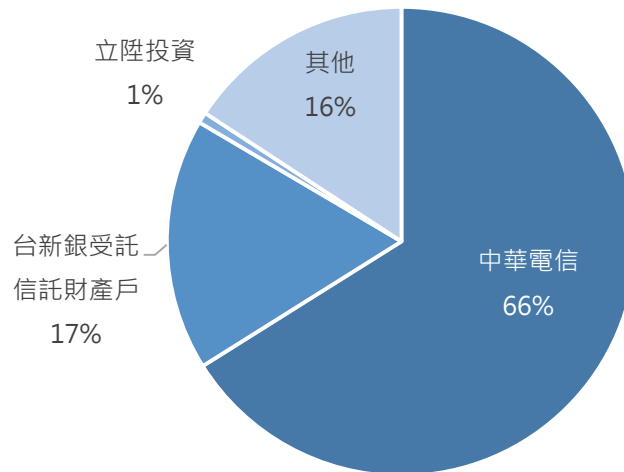
中華資安股權結構穩定，以中華電信為主要大股東，總經理洪進福原為中華電信數據通信分公司副總工程師，於 2017 年離職並創立中華資安國際，成立初期由中華電信及員工共同出資，實收資本額約 3 億元，其中 2 成(約 6000 萬元)開放員工認股，其餘 8 成由母公司中華電信持有。為留住優秀資安人才，公司施行員工認股計畫，員工持股分 4 年執行(每年 25%)，爾後需信託兩年，目前中華資安國際股本約 3.6 億元，因持續釋股給員工，中華電信持股比重降至 66.08%。

圖 6：中華電信持股比例因員工釋股逐漸下降至 66%



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 7：中華資安股東結構



資料來源：公司資料；資料日期截至 2024/06。

資安議題漸受重視，台灣資安產業成長動能高

近年來全球網路攻擊事件頻傳，全球資安產業迎來復甦，需求逐漸增溫，根據 Gartner 統計，全球資安產業規模 2022 年約 1,647 億元美元，預估 2027 年將成長至 2,885 億美元，2022-2027 年 CAGR 11.9%。2022 年台灣資安產業總產值達 688.3 億，擺脫疫情影響，年成長率回升至 13.8% (2021 年成長僅 9.3%)，高於全球平均成長率 7.2%；2017-2022 年台灣資安產業 CAGR 為 11.8%，高於全球平均 CAGR 9.2%，顯示台灣資安產業仍具備高成長動能。

在資安即國安的政策與法規的推動下，台灣企業資安需求日益成長，將持續增加資安相關投資，預估 2025 年台灣資安產業規模將逾 900 億元。金管會為強化台灣企業資安管理機制，兩階段要求上市(櫃)公司設立資安部門，上市(櫃)公司應適當評估所面臨的資訊安全風險及需求，儘早規劃安排需投入之設備資源及配置資訊安全專責人力。金管會將台灣上市櫃公司區分成三個等級，其中，符合第一級規定的企業有 113 家，依法在 2022 年底前要設立資安長，並成立至少兩名資安專責人員的資安專責單位。此外，只要有獲利的公司，2023 年底前都必須依法設立資安長以及設置至少一名資安專責人員。

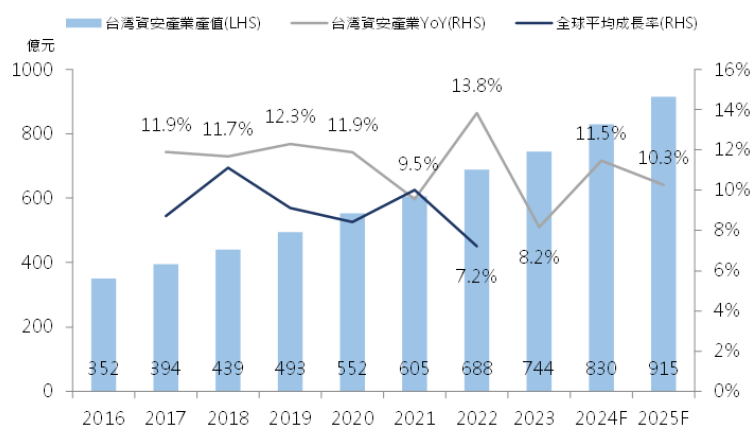
台灣資安廠商以硬體產值最高，資安服務成長動能最佳

在台灣資安廠商中，以硬體產值最高，硬體安全模組廠商佔了台灣資安產業的多數，包括 IC 信任安全模組和指紋辨識等。2022 年硬體貢獻資安產值 352.6 億，占比高達 51%，台灣資安業者早期主要切入網路安全設備市場，長期累積了硬體設計和製造等優勢，國際大廠的網路安全設備多交由台灣製造。硬體廠商產值穩定成長，2018-2022 年 CAGR 約 11.2%。

軟體產值則貢獻約 70 億，占比雖僅 10%，2018-2022 年 CAGR 11.9%，2022 年成長率則高達 27%。台灣軟體資安業者以發展威脅防護軟體、資料安全為主。近年來，在政府資安政策的推動輔導下，培養出具備自主研發能力的廠商，搭配 AI、機器學習等新技術，精準分析威脅情資，為使用者提供更完善的資料安全防護服務。此外，目前國內業者主要聚焦在提供資料外洩防護解決方案，過往以 Windows 系統為主，目前已發展行動裝置之資料安全技術，包括 Andorid、iOS 及各種物聯網設備上的資料外洩防護方案。

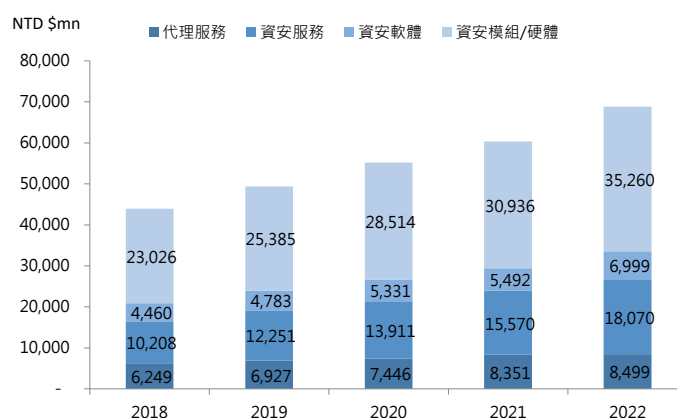
在資安服務的部分，資安專業服務及代理服務均持續成長，由於國內企業面臨的資安威脅日益增加，促使企業對資安系統建置與服務需求上升，SI、代理商等資安業者皆為企業提供資安監控中心 SOC 服務、資安事件反應、調查、鑑識等服務，政府機關對於資安防護程度的規範也越來越多，帶動國內滲透測試、弱點掃描、攻防演練測試、程式原碼檢測、威脅情資等資安專業服務市場成長。整體而言，2022 年資安服務市場產值 180.7 億元，2018-2022 年 CAGR 15.3%，代理服務產值則約 85 億元，2018-2022 年 CAGR 8.0%，顯示資安服務需求成長動能仍強。

圖 8：台灣資安產業成長優於全球平均，預估 2025 年將達 900 億



資料來源：工研院、元大投顧整理

圖 9：台灣資安產業以硬體為主，資安服務居次

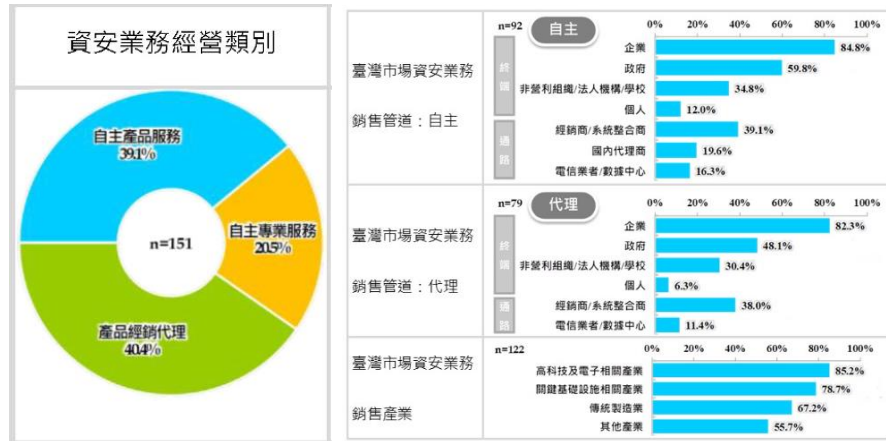


資料來源：工研院、元大投顧整理

國內資安廠商多為中小企業，高科技、電子產業為主要客戶

國內資安產業廠商規模以中小企業居多，59.6%的廠商提供自主資安產品與服務，剩餘 40.4%則以經銷代理模式經營。國內自主廠商以提供「網路安全防護產品」與「資安顧問服務」最多，顯示國內自主研發廠商的資安解決方案以單點布局為主，較難因應其各類垂直場域之整合與客製化需求。不論是自主或代理產品/服務，直接銷售給企業的比例最高(約 8 成)，銷售給「政府單位」則居次(約 5 成)。因高科技及電子相關產業因較易遭受網路攻擊事件，對於資安防護的需求持續成長，故資安廠商的企業客戶中，以「高科技及電子相關產業」為最主要銷售對象，其次為「關鍵基礎設施相關產業」及「傳統製造業者」。

圖 10：近 8 成資安服務廠商直接銷售給企業，近 5 成廠商銷售給政府



網路攻擊頻繁，台灣為惡意威脅攻擊熱區

依據國際資安大廠 Check Point 的《2022 年網路攻擊趨勢》報告，4Q22 全球網路攻擊量創新高，各組織平均每週遭受網路攻擊 1,168 次，年增 38%，其中亞太地區的年增率 22%，每週遭受 1,691 次網路攻擊，高於全球平均。而台灣平均每週各組織遭受高達 3,118 次攻擊，為全球平均值的 3 倍，其中遭攻擊次數最多的產業分別為金融與銀行業(達 4,664 次)、製造業(3,705 次)及政府與軍事機構(2,884 次)。

據 Fortinet 統計，1H23 台灣遭受惡意威脅次數高達 2,248 億次，佔亞太地區遭受的惡意威脅次數 55%，居亞太之冠，更較 1H22 大增 81.6%，最常遭受到的威脅手法包含分散式阻斷服務(DDoS)攻擊、濫用雙倍脈衝星(Double Pulsar)漏洞等。依據各資安大廠的調查顯示，台灣近期仍為網路惡意威脅的熱區，資安防護成為重要議題。

製造業轉型智慧製造，供應鏈風險威脅增加

製造業轉型智慧工廠已成趨勢，然智慧工廠將面臨 OT (Operation Technology)資安威脅，1) 以往 OT 環境側重在嚴密、封閉式的實體與網路環境管制，然而隨著產線設備連接物聯網、5G 專網導入，OT 架構逐漸由封閉轉向開放，連接的網路型態、設備也變得多樣而複雜；2) 生產設備大多價格昂貴且工控系統的生命週期長(>15 年)，在設備系統設計製造之初往往未考量資安需求，更新頻率也較低，因而成為駭客最有機會攻擊的角落；3) 資安防護不能影響產線營運，也使產線資安防務難度提升。

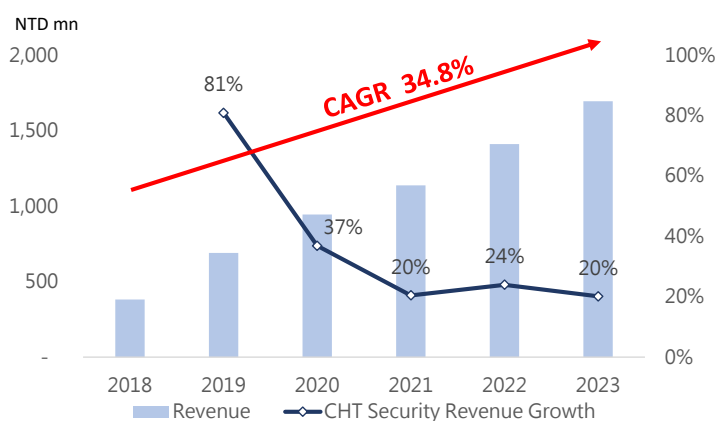
美國透過《網路安全供應鏈風險管理》(Cybersecurity Supply Chain Risk Management, C-SCRM)指南，協助企業了解企業與供應鏈之間的關係，在採購或操作第三方技術時如何確保安全，並且協助企業應對供應鏈的網路風險。而台灣也開始推動軟體供應鏈安全，金管會在 2022 年底公布的金融資安行動方案 2.0，將供應鏈風險管理列入督導金融同業工會修訂資安相關規範，執行期限為 2024 年，將核心資通系統的軟硬體供應商與維運商，以及第三方服務提供者、跨機構合作夥伴的風險評估、邊際防護及委外稽核等都納入資安管理。

資安需求持續提升，營收、獲利成長強勁

受惠政府機關、企業的資安需求持續提升，中華資安自 2018 年起營運以來，每年營收都維持 2-3 成的高成長，營收成長動能維持強勁，2018-2023 年營收 CAGR 34.8%，2023 年營收 17 億元，年增 20%，高於整體產業平均成長率 8.2%，毛利率 38.9% (年增 2.1ppts)，主要因產品組合轉佳，高毛利的資安專業服務營收佔比提升，營業費用則維持穩定，營業利益 3.4 億(年增 33%)，營業利益率 20.2% (年增 1.9ppts)，業外虧損 443 萬元，稅後獲利 2.7 億元(年增 33.9%)，EPS 7.8 元。

1H24 營收 8.6 億元，年增 5%，增幅較緩主因部分商品銷售專案遞延至下半年，然因毛利率較高的資安專業服務成長優於預期、毛利率較低的商品銷售部分專案遞延，使毛利率年增 9.2ppts 至 47%，毛利年增 30%至 4.1 億元，營業費用維持穩定，營業利益 2.4 億(年增 29%)，營業利益率 27.9% (年增 5.3ppts)，稅後獲利 1.9 億元，年增 35%，維持強勁成長態勢，EPS 5.35 元。

圖 11：中華資安營收成長強勁，歷年成長率維持 2-3 成，2018-2023 年 CAGR 34.8%



資料來源：公司資料、元大投顧整理

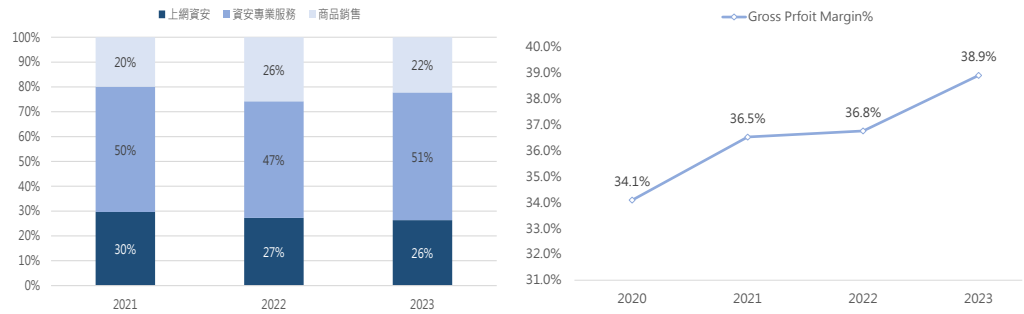
產品組合轉佳，帶動 2023 年毛利率成長

中華資安主要有三大產品線——上網資安服務、資安專業服務以及商品銷售，2023 年上網資安服務/資安專業服務/商品銷售營收佔比分別為 26%/51%/22%，其中以上網資安服務、資安專業服務毛利率較高。2023 年上網資安服務營收年增 16%，維持穩定成長(歷年平均維持 mid-teens 成長)；資安專業服務營收則大幅年增 3 成，使營收佔比年增 4ppts，帶動整體毛利率年增 2.1ppts 至 38.9%；商品銷售營收年增 4%，增幅較緩和主因 2022 年基期較高(2022 年商品銷售營收強勁年增 61%)。

營收獲利成長動能優於同業，支撐本益比評價達區間中上緣

中華資安受惠資安需求的持續增加，營收連年維持 2-3 成的強勁成長，優於整體產業成長(整體資安產業 2018-2023 年 CAGR 11.8%)，國內同樣提供資安相關服務的同業有安碁資訊、精誠資訊、凌群電腦，國內同業歷史本益比區間介於 16-34 倍，國外資安服務相關同業有 CISCO、Fortinet、Juniper Network、Checkpoint 等，歷史本益比區間介於 15-29 倍。研究中心預期在資安事件頻傳、政府政策催化下，企業對資安防護需求將日益成長，2024 年中華資安營收、獲利有望延續高成長力道，支撐本益比評價落於同業區間中上緣，推估合理本益比區間介於 25-32 倍。

圖 12：中華資安毛利率逐年提升，2023 年受惠產品組合轉佳而年增 2.1ppts



資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 13：中華資安損益表

NTD K	2021	2022	2023	1H24
營業收入	1,139,211	1,412,325	1,696,459	855,923
銷貨成本	723,105	893,139	1,036,479	450,100
營業毛利	416,106	519,186	659,980	405,823
營業費用	208,033	261,094	316,606	167,210
推銷費用	98,341	125,755	152,648	75,413
管理費用	72,907	82,528	89,670	52,053
研發費用	36,785	52,811	74,288	39,744
營業利益	208,073	258,092	343,374	238,613
利息收入淨額	968	1,941	4,731	3,119
利息收入	968	1,948	4,731	3,119
利息費用	0	7	0	0
其他利益及損失	(48)	(6,684)	(9,158)	61
營業外收入(支出)淨額	920	(4,743)	(4,428)	3,180
稅前純益	208,993	253,349	338,946	241,793
所得稅費用	41,799	52,016	69,437	48,420
歸屬母公司稅後純益	167,194	201,333	269,509	193,373
調整後每股盈餘 (元)	5.40	6.15	7.80	5.35
加權平均股數	30,988	32,739	34,541	36,123
獲利率				
營業毛利率	36.5%	36.8%	38.9%	47.4%
營業利益率	18.3%	18.3%	20.2%	27.9%
稅後純益率	14.7%	14.3%	15.9%	22.6%
年增率 (%)				
營業收入	20.5%	24.0%	20.1%	4.8%
營業毛利	29.1%	24.8%	27.1%	30.1%
營業利益	34.9%	24.0%	33.0%	29.3%
稅前純益	34.7%	21.2%	33.8%	33.6%
稅後純益	34.7%	20.4%	33.9%	34.6%
股利發放				
每股現金股利	4.58	5.23	6.68	-
股利配發率*	84.9%	85.0%	85.6%	-

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 14：中華資安資產負債表

NTD K	2021	2022	2023	1H24
現金及約當現金	316,843	466,935	575,555	646,291
存貨	25,310	27,908	23,584	58,917
應收帳款	209,202	267,179	245,916	168,520
其他流動資產	214,714	215,374	259,480	348,205
流動資產	766,069	977,396	1,104,535	1,221,933
固定資產	59,444	90,856	106,930	92,282
其他非流動資產	61,451	141,193	157,411	175,169
長期資產	120,895	232,049	264,341	267,451
資產總額	886,964	1,209,445	1,368,876	1,489,384
應付帳款	114,945	263,523	225,802	136,834
合約負債	74,049	107,496	116,824	137,428
其他流動負債	135,287	163,999	222,359	457,175
流動負債	324,281	535,018	564,985	731,437
長期負債	18,681	39,872	41,297	30,904
負債總額	342,962	574,890	606,282	762,341
股本	309,820	328,370	346,410	363,200
資本公積	24,198	46,183	68,330	83,973
保留盈餘	189,887	240,745	329,055	279,870
其他權益	20,097	19,257	18,799	0
權益總額	544,002	634,555	762,594	727,043
負債與權益總額	886,964	1,209,445	1,368,876	1,489,384
財務比率分析				
負債權益比(%)	63%	91%	80%	105%
總負債資產比(%)	39%	48%	44%	51%
流動比率(倍)	2.4	1.8	2.0	1.7

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 15：中華資安現金流量表

NTD K	2021	2022	2023	1H24
稅前純益	208,993	253,349	338,946	241,793
折舊及攤提	45,450	50,585	64,040	33,356
營運資金變動	28,474	123,227	(13,746)	(136,093)
其他營業資產	(26,708)	(37,206)	(52,711)	(46,620)
營運活動之現金流量	256,209	389,955	336,529	92,436
資本支出	(23,719)	(62,378)	(56,026)	(6,651)
其他資產變動	(13,538)	(45,240)	(498)	(16,658)
投資活動之現金流量	(37,257)	(107,618)	(56,524)	(23,309)
本期負債變動	(14,833)	(16,196)	(22,553)	(11,588)
發放現金股利	(111,743)	(150,475)	(181,199)	0
其他	39,702	34,426	32,367	13,197
融資活動之現金流量	(86,874)	(132,245)	(171,385)	1,609
匯率影響數	0	0	0	0
本期產生現金流量	132,078	150,092	108,620	70,736
期初現金餘額	184,765	316,843	466,935	575,555
期末現金餘額	316,843	466,935	575,555	646,291

資料來源：公司資料、元大投顧整理

圖 16：同業評價比較表

公司	代碼	市值 (百萬 美元)	調整後每股盈餘				歷史本益比 (倍)			營收成長率(%)		
			2021	2022	2023	2024F	2021	2022	2023	2021	2022	2023
國內資安同業												
安碁資訊	6690 TT	141.1	5.11	7.92	8.66	10.01	20.6 - 33.0	20.4 - 32.0	20.0 - 34.8	80.2	10.8	15.1
精誠資訊	6214 TT	973.5	4.90	4.40	6.02	-	20.8 - 57.4	15.7 - 21.4	16.8 - 29.3	24.4	12.2	6.2
凌群電腦	2453 TT	169.8	2.16	2.51	2.78	-	10.8 - 25.2	9.8 - 14.3	10.8 - 33.3	1.94	1.38	7.28
國內同業平均			4.06	4.94	5.82	10.01	17.4 - 38.5	15.3 - 22.6	15.9 - 32.5	35.5	8.1	9.5
國外資安同業												
CISCO	CSCO US	180,732.6	3.22	3.36	3.89	3.72	16.6 - 23.0	14.1 - 22.7	13.8 - 18.6	1.0	3.5	10.6
Juniper Networks	JNPR US	12,765.0	0.78	1.46	0.97	2.24	23.1 - 34.7	25.5 -38.2	15.6 - 28.7	6.5	11.9	5.0
Check Point	CHKP US	20,101.0	7.02	7.40	8.42	9.09	18.1 - 22.9	18.1 - 24.5	17.9 - 21.6	4.9	7.5	3.6
國外同業平均			3.67	4.07	4.43	5.01	19.3 - 26.9	19.2 - 28.5	15.8 - 23.0	3.8	7.7	7.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg、TEJ；市值依 2024/8/12 為準。

圖 17：資安同業營運比較表

公司名稱	簡介	營收組成	2023 年財務表現				
			營收 成長率	毛利率	營業 利益率	淨利率	EPS
中華資安	成立於 2017 年，為中華電信集團旗下子公司，主要提供資安技術服務，包含上網資安服務、資安檢測與顧問服務、資安商品銷售。	上網資安服務 26%、資安專業服務 51%、商品銷售 22%	20.1%	38.9%	20.2%	15.9%	7.80
國內資安同業							
安碁資訊	成立於 2000 年，為宏碁集團旗下子公司，主要提供包括事前預防、事中偵測、事後應變及災變復原的資安相關服務，包含 SOC 營運、資安檢測、數位鑑識與顧問服務等，目前客戶多半為政府部門及金融業者。	資訊安全服務 84.5%、資訊部門營運委外服務 15.5%	15.1%	39.8%	12.6%	10.3%	8.66
精誠資訊	成立於 1997 年，為台灣資訊服務廠商，提供企業建置規劃、諮詢顧問及維護等服務，業務涵蓋金融服務、系統整合與加值服務等，旗下子公司智慧資安科技(uniXecure)由精誠集團的資深資安團隊組成，成立於 2022 年，提供事前預防、事中偵測、事後應處三階段的一站式服務。	SI 21%、行業解決方案 22%、VAD 加值服務 57%	6.2%	22.5%	4.2%	4.5%	6.02
凌群電腦	成立於 1975 年，主要透過電腦軟硬體及通訊技術提供系統整合服務，服務領域包括金融、電信、政府/國防、醫療、製造、交通、教育、零售等。針對資安服務提供「智慧型全方位資安整合服務 Diamond Guard」，以情資驅動為導向，結合終端可視性工具及自動化流程引擎，進行資安(預警)及情資的自動串查、惡意行為防堵與資安事件通報處理，可滿足政府機關及民間企業在資安情資分享(ISAC)、資安服務監控(SOC)及緊急應變通報(CERT)等需求。	系統整合及電腦周邊設備 77%、電腦設備維修 23%	7.3%	26.0%	4.5%	4.3%	2.78
國外資安同業							
CISCO	成立於 1984 年，專門販售適用於網際網路連線，與通訊領域的各式軟硬體設備，並提供客戶雲端資料處理適用解決方案，產品和服務範圍涵蓋了網絡、安全、雲端、數據中心等多個領域。	Secure, Agile Networks 51%、Internet for the future 9%、Collaboration 7%、End-to-end Security 7%、Optimized Application Experience 1%、Service 24%；Product 77%、Service 23%	10.6%	64.5%	33.5%	28.0%	3.89
Juniper Networks	成立於 1996 年，是一家網路通訊設備公司，主要供應 IP 網路及資訊安全解決方案，是 IP 網路及資安解決方案領導品牌。	自動化廣域網路(WAN)方案 33.1%、硬體設備維護與專業服務 28.6%、企業 AI 方案 25%、雲端資料中心方案 13.4%；Product 65%、Service 45%	5.0%	57.5%	8.4%	5.6%	0.97
Check Point	成立於 1993 年，從事軟體的開發與行銷及硬體解決方案，應用於資訊技術安全。	產品與授權 20.6%、安全訂閱 40.6%、軟體更新 38.8%；Products 61%、Service 39%	3.6%	89.2%	44.7%	41.3%	8.42
資料來源：公司資料、元大投顧整理							

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓