

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價	149.50 元
目標價	
3 個月	165.00 元
12 個月	165.00 元

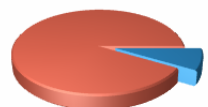
近期報告日期、評等及前日股價

07/02/2024 Buy 110.5

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	354
市值(億元)	53
目前每股淨值(元)	35.34
外資持股比(%)	3.46
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	18.90
融資餘額(張)	886
現金股息配發率(%)	60.26

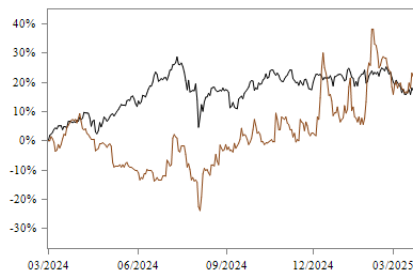
產品組合



■ 技術服務收入:91.81%
■ 銷貨收入:8.19%

股價相對大盤走勢

— 6752 — TWSE



叡揚(6752 TT)

Trading Buy

2025 年營運穩健增長，投資建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy：公司營運逐年穩健增長，預估 2025 年將維持此一趨勢不變。而 1Q25 將為年度谷底，2Q25~4Q25 營收、獲利有望逐季提升，投資建議 Trading Buy，目標價 165 元(以 2025 年 EPS 及 PE 23 倍評價)。

營運呈現穩定增長態勢，且訂閱制營收占比續揚，AI 應用將提供未來成長動能：叡揚資訊產品多元、應用產業相當廣泛，故不易受到單一產業波動影響。且於銀行、行政院及所屬部會、縣市、政府、醫學中心等產業擁有高覆蓋率(分別為 97%、97%、82%、95%)，雲端服務客戶數超過 40,000 個。因此，近年營收呈現穩定增長態勢。叡揚收入模式可分為 1.產品永久授權+維護模式。2.訂閱模式(經銷產品期間授權、雲端服務)。2024 年產品銷貨收入占比持續下降至 5.0%，主要因銷貨模式逐漸轉為期間授權。穩定收入包含產品期間授權(訂閱式)收入、維護收入、委外服務收入，2024 年營收占比持續提升至 61.9%。專業服務收入則是維持 33% 左右水準。訂閱制營收方面，受惠於資訊治理及資訊安全經銷產品大幅提升，且雲端服務持續拓展中小企業客群，訂閱制營收逐年攀升，2024 年佔營收比重由 2023 年的 30.77% 續升至 34.86%。叡揚表示，未來 AI 應用發展演進方向包含專用中小型語言模型興起、大型模型與中小型模型協同運作；且 GPU 需求將持續增加，AI 訓練與推論架構將更強調效能與成本的平衡。隨著 AI 硬體成本持續下降，AI 應用普及將加速，企業及個人皆能以更低成本獲取高效率 AI 服務，叡揚將可受惠此趨勢發展。

預估 2025 年營運動能續揚：2025 年方面，預估營收 19.26 億元，YoY+10.96%，維持穩定增長態勢。毛利率與 2023 年相當，營業利益 2.98 億元，YoY+16.94%。若業外淨收入、稅率表現平穩，預估稅後純益 2.52 億元，YoY+16.55%，EPS 7.11 元。以季度表現來看，因受工作天數影響，1Q25 將為年度營收低點，且公司多於年初進行人力資源布局，故 1Q 毛利率通常也為當年度低點。隨著營收規模持續提升，且政府訂單多於下半年認列，預估 2Q25~4Q25 營收、獲利有望逐季走揚。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,736	1,926	2,141	459	376	410	447	503	420	461	486	560
營業毛利淨額	908	1,008	1,126	252	183	215	227	282	207	240	245	315
營業利益	255	298	350	88	35	57	60	102	47	68	69	113
稅後純益	216	252	298	72	27	58	60	71	42	59	61	90
稅後 EPS(元)	6.10	7.11	8.41	2.04	0.75	1.63	1.70	2.02	1.20	1.66	1.71	2.54
毛利率(%)	52.28%	52.33%	52.58%	54.81%	48.79%	52.30%	50.85%	56.16%	49.43%	52.17%	50.39%	56.32%
營業利益率(%)	14.68%	15.47%	16.34%	19.12%	9.26%	13.97%	13.53%	20.33%	11.27%	14.81%	14.28%	20.18%
稅後純益率(%)	12.44%	13.07%	13.91%	15.72%	7.07%	14.04%	13.49%	14.22%	10.09%	12.78%	12.46%	16.08%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.18%	10.96%	11.13%	17.39%	-18.17%	9.15%	9.03%	12.43%	-16.52%	9.74%	5.49%	15.24%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	8.64%	16.55%	18.26%	58.35%	-63.19%	116.69%	4.75%	18.51%	-40.79%	39.01%	2.90%	48.69%

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 3.54 億元計算。

叡揚 (6752 TT) ESG：

企業 e 化，環境優化：1.提供資訊科技及服務有效解決問題，促成商業夥伴組織數位化的重要推手。2.不斷在綠色能源效率方面努力，協助提升能源、資源使用效率，落實綠色產品規範，並倡導自身養成環境保育的企業人格，期許綠色採購申報開創新高紀錄，為生態發展與地球環境盡一份心力。

落實責任，回饋社會：1.秉持追求員工、顧客、公司共同成長的初心並持續回饋與奉獻社區，攜手三方合作，積極參與社區營造，善盡叡揚人與社會共同邁進的願景，充分發揮正向能量，創作更大的社會效益。2.透過人才培育、創新、建教合作、公益合作等活動，落實企業社會責任，回饋社會造福更多有需要的人，深耕企業價值。3.以「誠實與正直地追求利潤，同時堅持利潤須來自於對社會有益的工作」為企業理念，並秉持「品質與價值，承諾必實現」的承諾，訂定高標準時刻要求自我，並重視利害關係人權益，聆聽各面向洞見並回應需求，攜手利害關係人成長。

公司概況：

叡揚資訊成立於 1987 年，為台灣資訊軟體產業的領導廠商，也是區域級資訊軟體與雲端 SaaS 服務供應商。叡揚資訊引進全球領導品牌的工具軟體，並持續引入資訊治理與資訊安全管理工具。透過軟體工程、協同、行動通訊與雲端等資訊科技，開發出各種流程電子化與創新應用系統。叡揚資訊產品線主要可分為企業 e 化應用軟體、資訊治理及資訊安全、運帷服務、雲端及巨量資料服務。公司將上述產品與服務提供給政府、金融、醫療、製造與流通等各產業，同時因應客戶營運需求進行調整。服務範圍涵蓋系統規劃、設計、開發、整體專案管理、顧問諮詢服務、整合資訊系統服務與運帷服務等。

圖一、叡揚資訊服務主要服務



資料來源：叡揚資訊

2025 年 3 月 26 日

- **企業 e 化應用軟體**：主要包括人資系統、公文管理系統、企業知識社群平台。此外，應用系統對話機器人的開發與運作平台，提供企業內部訊息平台與對話機器人建構引擎的整合性解決方案，可以解決企業針對不同應用系統常有開發手機 APP 需求的問題。推出金融業徵授信與風險管理解決方案，提供銀行線上審核流程，且蒐集企業金融業務資料以預防風險發生，並導入智慧化邏輯應用，整合 End-to-End 作業流程與系統平台，以提升銀行授信作業品質、作業效率與生產力。
- **資訊治理及資訊安全**：歡揚資訊提供系統作業面管理優化的工具與服務，如跨平台系統批次作業與資料交換自動化、系統效能監控與優化工具、建構開放式服務生態的應用程式介面（API）管理等。以及資訊安全的管控與服務，包含程式碼漏洞掃描、行動 APP 防竄改、安全碼撰寫的顧問諮詢與服務等。
- **運帷服務**：由於資通訊技術不斷進步及網路應用興盛，企業與政府的資訊部門可能面臨人力不足的挑戰，長期維護高度複雜且技術多元的應用系統更是困難。歡揚資訊承接客戶資訊系統管理的委託，除了穩定的運營服務外，還提供各項專業諮詢服務及商務運轉系統建置，並進行技術移轉。對於核心或特殊作業，歡揚資訊採用專案方式提供系統開發服務。
- **雲端與巨資服務**：主要針對中小企業客群。線上自助採購及供裝平台，可不受地域與時區限制地獲得客戶關係管理、物聯網、智慧表單、協同知識管理、公文管理、人力資源管理、會計與財務管理等各方面的電子化服務。巨量資料服務方面，歡揚資訊提供大數據分析解決方案，包括巨量資料處理架構設計及大數據應用系統的規劃開發。利用視覺化工具建立互動式數據分析。而因應淨零碳排趨勢，歡揚資訊協助客戶運用雲端數位工具(零碳雲)，落實碳管理，內容包含能源管理系統、組織型溫室氣體盤查、ESG 永續報告書，以及新推出產品碳足跡。

營運呈現穩定增長態勢，且訂閱制營收占比續揚，AI 應用將提供未來成長動能：

歡揚資訊產品多元、應用產業相當廣泛，故不易受到單一產業波動影響。且於銀行、行政院及所屬部會、縣市政府、醫學中心等產業擁有高覆蓋率(分別為 97%、97%、82%、95%)，雲端服務客戶數超過 40,000 個。因此，近年營收呈現穩定增長態勢。

歡揚收入模式可分為 1.產品永久授權+維護模式。2.訂閱模式(經銷產品期間授權、雲端服務)。2024 年產品銷貨收入占比由 2023 年的 8.2%持續下降至 5.0%，主要因銷貨模式逐漸轉為期間授權。穩定收入包含產品期間授權(訂閱式)收入、維護收入、委外服務收入，2024 年營收占比由 2023 年的 58.5%持續提升至 61.9%。專業服務收入則是維持 33%左右水準。

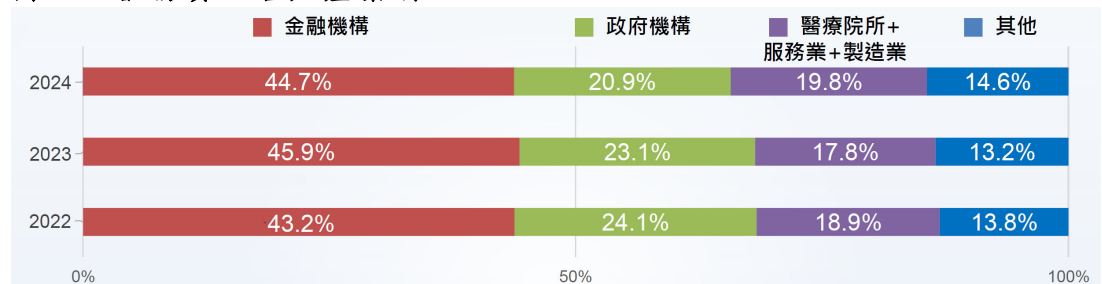
訂閱制營收方面，受惠於資訊治理及資訊安全經銷產品大幅提升，且雲端服務持續拓展中小企業客群，訂閱制營收逐年攀升，2024 年佔營收比重由 2023 年的 30.77%續升至 34.86%。由於訂閱服務可創造穩定及可預期的收入，有利於公司預估規劃未來營運方向，且訂閱制營收利潤率相對較佳，將有助於公司長期獲利能力逐步向上。

歡揚於法說會上表示，未來 AI 應用發展演進方向包含專用中小型語言模型

2025 年 3 月 26 日

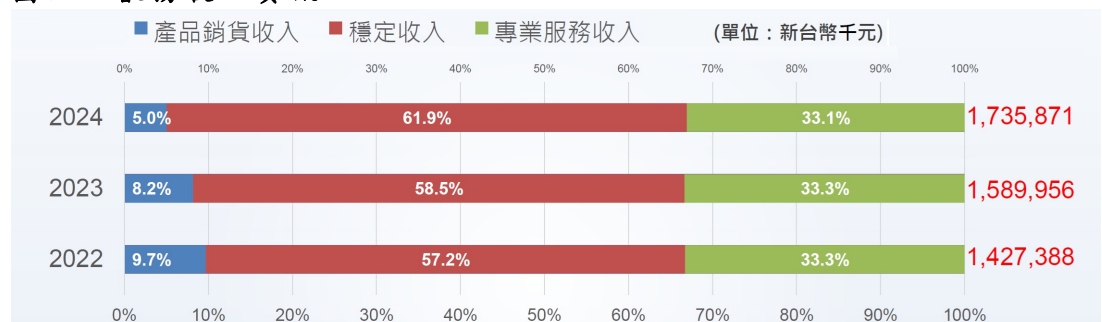
興起、大型模型與中小型模型協同運作；且 GPU 需求將持續增加，AI 訓練與推論架構將更強調效能與成本的平衡。在此趨勢下，叡揚發展出 LLM Gateway，並提供核心能力包含：1.語言模型集中管理。2.規格統一的 API。3.集中的模型權限管理。4.Prompt 紀錄與查詢。5.Token 量統計與費用預估。而隨著 AI 硬體成本持續下降，AI 應用普及將加速，企業及個人皆能以更低成本獲取高效率 AI 服務，叡揚將可受惠此趨勢發展。

圖二、叡揚資訊客戶產業別



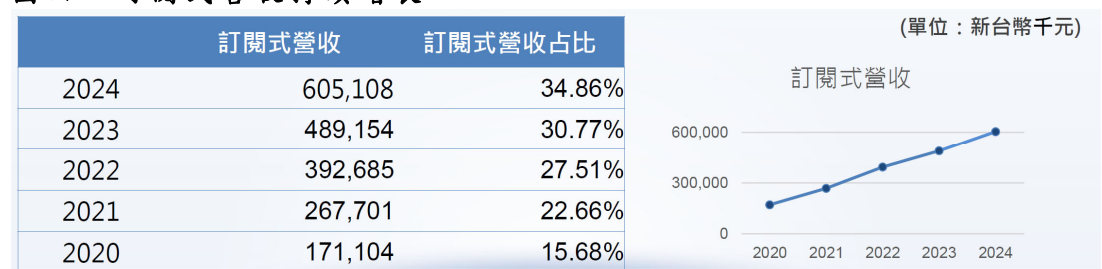
資料來源：叡揚資訊

圖三、叡揚收入資訊



資料來源：叡揚資訊

圖四、訂閱式營收持續增長



資料來源：叡揚資訊

預估 2025 年營運動能續揚：

2025 年方面，預估營收 19.26 億元，YoY+10.96%，維持穩定增長態勢。預估毛利率 52.33%，與 2023 年相當，營業利益 2.98 億元，YoY+16.94%。若業外淨收入、稅率表現平穩，預估稅後純益 2.52 億元，YoY+16.55%，以股本 3.54 億元計算，EPS 7.11 元。

以季度表現來看，因受工作天數影響，1Q25 將為年度營收低點，且公司多於年初進行人力資源布局，故 1Q 毛利率通常為當年度低點。隨著後續營收規模持續提升，且政府訂單多於下半年認列，預估 2Q25~4Q25 營收、獲利有望逐季走揚。

2025 年 3 月 26 日

投資建議：

投資建議方面，公司營運逐年穩健增長，預估 2025 年將維持此一趨勢不變。而 1Q25 將為年度谷底，2Q25~4Q25 營收、獲利有望逐季提升，投資建議 Trading Buy，目標價 165 元(以 2025 年 EPS 及 PE 23 倍評價)。

Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2025 年 3 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	2,199	2,501	2,575	2,738	2,849
流動資產	1,053	1,315	1,333	1,520	1,651
現金及約當現金	557	640	695	766	845
應收帳款與票據	210	305	235	314	331
存貨	15	26	32	33	36
採權益法之投資	0	4	3	2	2
不動產、廠房設備	957	964	952	954	956
負債總計	1,258	1,406	1,308	1,348	1,317
流動負債	886	1,059	1,102	1,170	1,179
應付帳款及票據	38	50	58	63	65
非流動負債	371	347	206	173	131
權益總計	942	1,095	1,268	1,390	1,532
普通股股本	300	328	354	371	390
保留盈餘	434	555	680	784	908
母公司業主權益	926	1,079	1,251	1,371	1,513
負債及權益總計	2,199	2,501	2,575	2,738	2,849

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	1,427	1,590	1,736	1,926	2,141
營業成本	730	758	828	918	1,015
營業毛利淨額	698	832	908	1,008	1,126
營業費用	505	601	653	710	776
營業利益	192	231	255	298	350
EBITDA	222	264	280	325	378
業外收入及支出	5	2	8	3	4
稅前純益	199	239	258	301	354
所得稅	26	39	41	48	56
稅後純益	172	199	216	252	298
稅後 EPS(元)	4.87	5.62	6.10	7.11	8.41
完全稀釋 EPS**	4.87	5.62	6.10	7.11	8.41

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 3.54【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 3.54 億元計算

比率分析

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	20.83%	11.39%	9.18%	10.96%	11.13%
營業毛利淨額	20.07%	19.24%	9.11%	11.06%	11.66%
營業利益	34.78%	20.38%	10.16%	16.94%	17.37%
稅後純益	29.66%	15.38%	8.64%	16.55%	18.26%

獲利能力分析(%)

毛利率	48.87%	52.31%	52.28%	52.33%	52.58%
EBITDA(%)	15.59%	16.61%	16.13%	16.87%	17.64%
營益率	13.46%	14.55%	14.68%	15.47%	16.34%
稅後純益率	12.07%	12.50%	12.44%	13.07%	13.91%
總資產報酬率	7.83%	7.95%	8.39%	9.19%	10.45%
股東權益報酬率	18.30%	18.15%	17.04%	18.11%	19.44%

償債能力檢視

負債比率(%)	57.18%	56.21%	50.78%	49.24%	46.24%
負債/淨值比(%)	133.55%	128.35%	103.16%	97.00%	86.00%
流動比率(%)	118.83%	124.17%	121.01%	130.00%	140.00%

其他比率分析

存貨天數	8.14	9.66	12.77	13.00	12.50
應收帳款天數	45.28	59.02	56.75	52.00	55.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	320	208	338	277	336
稅前純益	199	239	258	301	354
折舊及攤銷	21	24	24	24	24
營運資金變動	-51	-94	71	-74	-19
其他營運現金	151	39	-15	26	-22
投資活動現金	-138	-42	-37	1	-4
資本支出淨額	-97	-23	-6	-10	-10
長期投資變動	0	-6	-15	-15	-15
其他投資現金	-40	-13	-16	26	21
籌資活動現金	-27	-83	-245	-207	-253
長借/公司債變動	39	-4	-145	-32	-42
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-62	-78	-98	-131	-156
其他籌資現金	-3	-1	-3	-43	-55
淨現金流量	156	82	55	71	79
期初現金	401	557	640	695	766
期末現金	557	640	695	766	845

資料來源：CMoney、群益

2025 年 3 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F
營業收入淨額	391	459	376	410	447	503	420	461	486	560	471	514
營業成本	183	208	192	196	220	220	212	220	241	245	238	245
營業毛利淨額	208	252	183	215	227	282	207	240	245	315	233	269
營業費用	152	164	149	157	167	180	160	172	175	202	175	188
營業利益	56	88	35	57	60	102	47	68	69	113	59	81
業外收入及支出	-1	1	-5	10	9	-10	1	1	1	1	1	1
稅前純益	55	89	29	67	69	93	48	69	70	114	59	82
所得稅	10	15	4	9	9	19	6	10	9	23	8	12
稅後純益	46	72	27	58	60	71	42	59	61	90	52	71
最新股本	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354	354
稅後EPS(元)	1.29	2.04	0.75	1.63	1.70	2.02	1.20	1.66	1.71	2.54	1.46	2.00

獲利能力(%)

毛利率(%)	53.24%	54.81%	48.79%	52.30%	50.85%	56.16%	49.43%	52.17%	50.39%	56.32%	49.52%	52.39%
營業利益率(%)	14.43%	19.12%	9.26%	13.97%	13.53%	20.33%	11.27%	14.81%	14.28%	20.18%	12.42%	15.81%
稅後純益率(%)	11.66%	15.72%	7.07%	14.04%	13.49%	14.22%	10.09%	12.78%	12.46%	16.08%	10.99%	13.76%

QoQ(%)

營業收入淨額	1.85%	17.39%	-18.17%	9.15%	9.03%	12.43%	-16.52%	9.74%	5.49%	15.24%	-15.90%	9.12%
營業利益	18.65%	55.52%	-60.36%	64.65%	5.58%	68.97%	-53.72%	44.24%	1.71%	62.86%	-48.23%	38.84%
稅前純益	4.93%	60.47%	-66.95%	127.61%	3.27%	34.12%	-48.12%	43.52%	1.69%	62.16%	-47.72%	38.19%
稅後純益	3.58%	58.35%	-63.19%	116.69%	4.75%	18.51%	-40.79%	39.01%	2.90%	48.69%	-42.51%	36.60%

YoY(%)

營業收入淨額	6.39%	6.82%	5.69%	6.79%	14.32%	9.49%	11.70%	12.30%	8.65%	11.37%	12.20%	11.57%
營業利益	10.93%	37.17%	-11.85%	20.43%	7.16%	16.42%	35.94%	19.09%	14.73%	10.58%	23.69%	19.06%
稅前純益	11.84%	40.27%	-30.28%	26.66%	24.65%	4.18%	63.56%	3.13%	1.56%	22.79%	23.74%	19.15%
稅後純益	6.26%	30.01%	-28.16%	30.83%	32.31%	-0.97%	59.26%	2.17%	0.37%	25.93%	22.28%	20.16%

註1：稅後EPS以股本3.54億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

【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。