

研究員：陳執中 tc.chen@capital.com.tw

前日收盤價 87.30 元

目標價

3 個月 100 元

12 個月 100 元

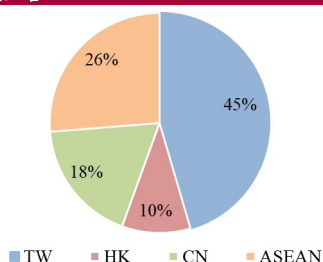
近期報告日期、評等及前日股價

07/03/2024 Trading Buy 101.50

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	680
市值(億元)	59
目前每股淨值(元)	44.03
外資持股比(%)	8.48
投信持股比(%)	1.01
董監持股比(%)	16.61
融資餘額(張)	1,164
現金股息配發率(%)	88.50

產品組合



股價相對大盤走勢



伊雲谷(6689 TT)

Trading Buy
隨著雲端市場持續增長，建議 Trading Buy。

投資建議 Trading Buy：隨著全球雲端市場需求持續增長，且公司聚焦於提升獲利率，預估 2025 年營運有望轉佳。雖美國關稅對公司營運無直接影響，但若全球經濟走弱，或將連帶影響企業支出幅度，但亦有可能促使企業加速數位轉型，利用雲端、AI 應用來控制及降低成本。投資建議 Trading Buy，目標價 100 元(以 2025 年 EPS 及 PE 31.5 倍評價)。

全球雲端服務市場需求持續增長：根據 Statista 與 IDC 研究資料顯示，雖全球與亞太區雲端服務市場成長率逐漸收斂，但市場規模仍快速擴大，且產業數位轉型深化、AI 技術持續導入。(1) 從 Statista 數據來看，2017 年~2024 年全球雲端服務市場規模年均複合成長率(CAGR)達 23.9%，呈現高速成長。預估 2024 年~2029 年均複合成長率(CAGR)下降至 18.5%，雖成長速度相對放緩，但整體市場規模將由 2024 年的 7,734.1 億美元擴大至 2029 年的 18,062.8 億美元。(2) 從 IDC 亞太(不含日本、中國)地區資料來看，2023 年市場規模為 415 億美元，至 2028 年預估將成長至 1,030 億美元，年均複合成長率(CAGR)為 19.9%。

2025 年營運動能有望向上：2025 年方面，除了隨著雲端市場規模持續增長。伊雲谷將於 2Q25 推出 AI agent 相關產品，有助於自身及協助客戶降低營運成本；初期將以台灣市場為主，後續逐步拓展至海外市場。以各市場表現來看，東南亞市場成長動能將相對較佳，台灣市場則需視 AI agent 推行狀況。中國市場因 2024 年營收基期已高，2025 年成長性將相對較小。公司營運重心將由衝刺營收轉向提升獲利率，預估 2025 年營收 146.69 億元，YoY+15.62%。毛利率有望由底部翻揚，提升至 11.12%，且在營業費用率略降帶動下，預估營業利益 YoY+98.59%。若業外淨收入、稅率影響相對有限，預估稅後純益 2.16 億元，YoY+40.28%，EPS 3.17 元。

(百萬元)	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F
營業收入淨額	12,687	14,669	16,801	2,712	3,094	3,338	3,545	3,199	3,543	3,798	4,130	3,791
營業毛利淨額	1,359	1,631	1,964	313	349	341	356	324	384	430	493	413
營業利益	85	169	332	2	20	32	31	-3	29	55	88	41
稅後純益	154	216	347	28	31	60	35	18	43	64	90	53
稅後 EPS(元)	2.26	3.17	5.10	0.41	0.46	0.88	0.51	0.27	0.64	0.94	1.33	0.78
毛利率(%)	10.71%	11.12%	11.69%	11.54%	11.27%	10.23%	10.04%	10.13%	10.85%	11.31%	11.95%	10.90%
營業利益率(%)	0.67%	1.15%	1.98%	0.08%	0.65%	0.95%	0.88%	-0.09%	0.81%	1.44%	2.13%	1.07%
稅後純益率(%)	1.21%	1.47%	2.06%	1.03%	1.02%	1.79%	0.98%	0.56%	1.22%	1.69%	2.19%	1.39%
營業收入 YoY/QoQ(%)	29.22%	15.62%	14.53%	-2.11%	14.08%	7.89%	6.20%	-9.74%	10.73%	7.21%	8.73%	-8.20%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-16.33%	40.28%	60.65%	-56.87%	12.39%	90.49%	-42.29%	-47.80%	140.06%	47.91%	41.19%	-41.65%

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 6.80 億元計算。

伊雲谷(6689 TT) ESG：

伊雲谷(6689 TT)為了建構永續發展框架，積極參照聯合國永續發展目標(SDGs)的指引，以其為指南，制定了明確的永續發展願景、五大永續焦點、策略方向，並明確設定了在環境、社會、公司治理(ESG)各方面的短中長期目標。(1)誠信治理方面，完善公司治理制度，強化董事會運作及資訊透明。~2025年的短中期目標為設立永續發展暨風險管理委員會，強化永續策略與執行成果追蹤。維持零重大違法情事。(2)創新雲端生態系方面，提供整合創新雲端服務，嚴謹要求服務品質。~2025年的短中期目標為維持客戶滿意度95%+。(3)員工關懷方面，建立人才發展地圖，建構友善高效工作環境。~2025年的短中期目標包含維持員工待遇，保持同工同酬。0重大傷害與職業病發生。推動多元化教育訓練課程，增進員工職能。推動各項員工健康促進活動，建構安心幸福職場。(4)社會賦能方面，持續推動雲端專業知識，結合社會公益推行參與。~2025年的短中期目標包含提升大專院校合作觸及率。實習生計畫持續執行。持續拓展免費雲端知識普及行動。氣候治理與環境方面。(5)氣候治理與環境方面，推廣企業上雲減碳與落實自身碳管理，建立氣候風險機制與員工環保觀念。~2025年的短中期目標包含溫室氣體排放盤查，取得ISO14064-1認證。綠電使用達10%或以上。總部導入ISO14001環境管理系統並取得認證。

公司概況：

伊雲谷(6689 TT)為亞馬遜網路服務公司(Amazon Web Services, AWS)大中華區的頂尖雲端託管服務商(Cloud Managed Services Provider, Cloud MSP)，擁有核心級服務合作夥伴(AWS Premier Tier Services Partners)認證。伊雲谷於2019年開始與多家國際軟體公司展開合作，包括思愛普(SAP)、Salesforce、甲骨文(Oracle)、微軟(Microsoft)以及Google Cloud等，以深化雲端服務，提供多樣性的服務和產品組合。除提供雲端基礎架構服務與資訊安全(Security)、物聯網(IoT)、人工智慧(AI)、大數據(Big Data)等專業增值服務外，伊雲谷擁有獨家開發的創新解決方案平台，如Atlas雲端管理平台、NeoEdge次世代AIoT邊緣設備協作管理平台、AI Agent相關應用，可協助企業實現數位轉型，並在資訊安全、AIoT、AI Agent方面提供全面性解決方案。

圖一、伊雲谷多元解決方案

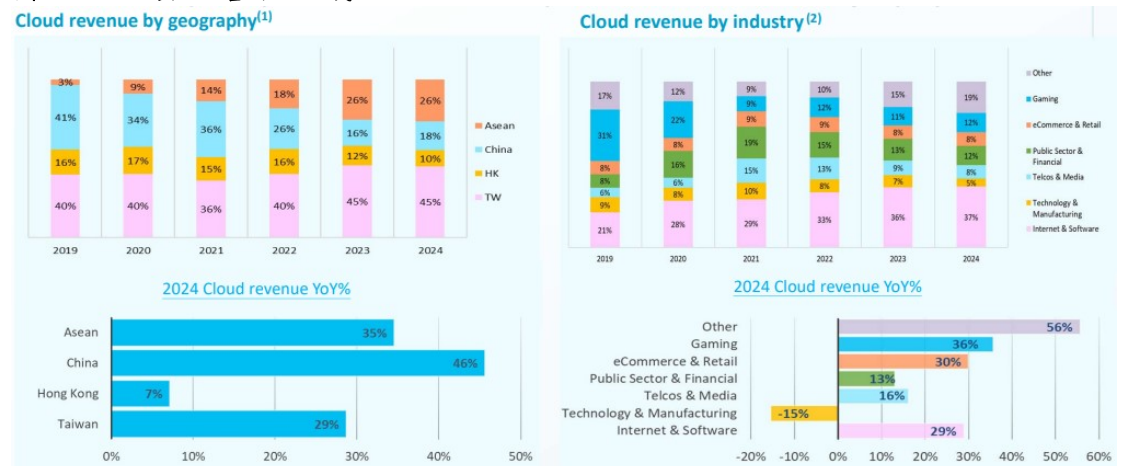


資料來源：伊雲谷

2025 年 4 月 16 日

伊雲谷據點遍及台灣、中國、香港、澳門、菲律賓、美國、新加坡、馬來西亞、泰國、印尼、越南與澳洲等海內外各地。以 2024 年區域營收來看，台灣占營收比重 45%、中國占 18%、香港占 10%、東南亞占 26%，成長性分別為 YoY+29%、YoY+46%、YoY+7%、YoY+35%。若以 2024 年產業別營收來看，Internet & Software 占 37%、Technology & Manufacturing 占 5%、Telcos & Media 占 8%、Public Sector & Financial 占 12%、eCommerce & Retail 占 8%、Gaming 占 12%、Other 占 19%。

圖二、伊雲谷營收組成



資料來源：伊雲谷

2024 年營收續揚，但獲利下滑；2025 年營運有望向上：

根據 Statista 與 IDC 研究資料顯示，雖全球與亞太區雲端服務市場成長率逐漸收斂，但市場規模仍快速擴大，且產業數位轉型深化、AI 技術持續導入。(1) 從 Statista 數據來看，2017 年~2024 年全球雲端服務市場規模年均複合成長率(CAGR)達 23.9%，呈現高速成長。預估 2024 年~2029 年均複合成長率(CAGR)下降至 18.5%，雖成長速度相對放緩，但整體市場規模將由 2024 年的 7,734.1 億美元擴大至 2029 年的 18,062.8 億美元。(2) 從 IDC 亞太(不含日本、中國)地區資料來看，2023 年市場規模為 415 億美元，至 2028 年預估將成長至 1,030 億美元，年均複合成長率(CAGR)為 19.9%。

2024 年方面，受惠於雲端市場規模持續增長，且伊雲谷為中華區最大的 AWS MSP 業者，並成功將營運經驗複製到東南亞。台灣、東南亞市場營運能向上。中國市場因新獲新訂單，營運能優於原先展望。香港市場因受經濟狀況、政府控管等因素影響，營運表現相對持平。除了 AWS 雲服務外，伊雲谷也透過子公司雲動力(持股 100%)、雲馥(持股 40.91%)拓展 Google、Microsoft 雲服務，以達到一站式多雲多解決方案。2024 年營運維持高速增長，營收 126.87 億元，YoY+29.22%。獲利能力方面，雖營收規模明顯增長，但因公司拓展多雲平台，且加大資安、AI 相關服務開發、推廣力道，影響短期獲利能力，毛利率由 2023 年的 12.92%下降至 10.71%，營業利益 YoY-36.06%。稅後純益 1.54 億元，YoY-16.33%，EPS 2.26 元。

2025 年方面，除了隨著雲端市場規模持續增長。伊雲谷將於 2Q25 推出 AI agent 相關產品，有助於自身及協助客戶降低營運成本；初期將以台灣市場為主，後續逐步拓展至海外市場。以各市場表現來看，東南亞市場成長動能將相對較佳，台灣市場則需視 AI agent 推行狀況。中國市場因 2024 年營

2025 年 4 月 16 日

收基期已高，2025 年成長性將相對較小。公司營運重心將由衝刺營收轉向提升獲利率，預估 2025 年營收 146.69 億元，YoY+15.62%。毛利率有望由底部翻揚，提升至 11.12%，且在營業費用率略降帶動下，預估營業利益 YoY+98.59%。若業外淨收入、稅率影響相對有限，預估稅後純益 2.16 億元，YoY+40.28%，EPS 3.17 元。

投資建議：

投資建議方面，隨著全球雲端市場需求持續增長，且公司聚焦於提升獲利率，預估 2025 年營運有望轉佳。雖美國關稅對公司營運無直接影響，但若全球經濟走弱，或將連帶影響企業支出幅度，但亦有可能促使企業加速數位轉型，利用雲端、AI 應用來控制及降低成本。投資建議 Trading Buy，目標價 100 元(以 2025 年 EPS 及 PE 31.5 倍評價)。

2025 年 4 月 16 日

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 4 月 16 日

資產負債表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
資產總計	5,774	5,686	6,320	6,449	6,756
流動資產	5,553	4,579	5,238	5,431	5,770
現金及約當現金	3,254	2,149	1,631	2,091	2,013
應收帳款與票據	1,605	1,715	2,168	2,334	2,361
存貨	207	72	52	80	82
採權益法之投資	31	0	38	35	34
不動產、廠房設備	9	22	14	14	14
負債總計	2,949	2,570	3,106	3,176	3,291
流動負債	2,790	2,435	2,988	2,858	3,037
應付帳款及票據	1,709	1,393	1,803	1,984	1,919
非流動負債	159	136	118	136	138
權益總計	2,825	3,116	3,214	3,274	3,465
普通股股本	680	680	680	680	680
保留盈餘	267	320	338	398	589
母公司業主權益	2,825	2,874	2,994	3,074	3,284
負債及權益總計	5,774	5,686	6,320	6,449	6,756

損益表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業收入淨額	8,618	9,819	12,687	14,669	16,801
營業成本	7,523	8,550	11,329	13,038	14,837
營業毛利淨額	1,095	1,268	1,359	1,631	1,964
營業費用	978	1,136	1,274	1,463	1,632
營業利益	117	133	85	169	332
EBITDA	155	196	185	246	410
業外收入及支出	-8	-4	3	76	76
稅前純益	129	209	167	245	408
所得稅	29	34	49	49	82
稅後純益	101	184	154	216	347
稅後 EPS(元)	1.48	2.70	2.26	3.17	5.10
完全稀釋 EPS**	1.48	2.70	2.26	3.17	5.10

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 6.80【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.80 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	-15.09%	13.93%	29.22%	15.62%	14.53%
營業毛利淨額	1.72%	15.86%	7.13%	20.06%	20.38%
營業利益	-52.72%	13.68%	-36.06%	98.59%	96.99%
稅後純益	-50.61%	82.74%	-16.33%	40.28%	60.65%

獲利能力分析(%)

毛利率	12.70%	12.92%	10.71%	11.12%	11.69%
EBITDA(%)	1.80%	1.99%	1.46%	1.68%	2.44%
營益率	1.36%	1.35%	0.67%	1.15%	1.98%
稅後純益率	1.17%	1.87%	1.21%	1.47%	2.06%
總資產報酬率	1.74%	3.23%	2.44%	3.35%	5.13%
股東權益報酬率	3.56%	5.90%	4.79%	6.59%	10.01%

償債能力檢視

負債比率(%)	51.07%	45.20%	49.14%	49.24%	48.72%
負債/淨值比(%)	104.39%	82.50%	96.64%	97.00%	95.00%
流動比率(%)	199.06%	188.09%	175.28%	190.00%	190.00%

其他比率分析

存貨天數	9.44	5.95	1.99	1.85	2.00
應收帳款天數	61.86	61.71	55.85	56.00	51.00

現金流量表

(百萬元)	2022	2023	2024	2025F	2026F
營業活動現金	-28	-233	242	384	171
稅前純益	129	209	167	245	408
折舊及攤銷	44	62	94	1	1
營運資金變動	-156	-291	-23	-13	-95
其他營運現金	-45	-213	4	151	-144
投資活動現金	5	-460	-740	-239	-269
資本支出淨額	-7	-9	0	0	0
長期投資變動	29	-196	-662	-300	-300
其他投資現金	-17	-255	-78	61	31
籌資活動現金	927	-404	-127	315	19
長借/公司債變動	0	0	33	18	2
現金增資	1,027	0	0	0	0
發放現金股利	-150	-190	-136	-136	-136
其他籌資現金	50	-214	-24	433	153
淨現金流量	1,024	-1,105	-518	460	-78
期初現金	2,231	3,254	2,149	1,631	2,091
期末現金	3,254	2,149	1,631	2,091	2,013

資料來源：CMoney、群益

2025 年 4 月 16 日

季度損益表

(百萬元)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F
營業收入淨額	2,770	2,712	3,094	3,338	3,545	3,199	3,543	3,798	4,130	3,791	4,050	4,304
營業成本	2,391	2,399	2,745	2,996	3,188	2,875	3,158	3,368	3,636	3,378	3,591	3,787
營業毛利淨額	379	313	349	341	356	324	384	430	493	413	459	517
營業費用	345	311	329	310	325	327	355	375	406	373	395	416
營業利益	35	2	20	32	31	-3	29	55	88	41	64	101
業外收入及支出	29	22	18	32	10	19	19	19	19	19	19	19
稅前純益	63	24	38	64	41	16	48	74	107	60	83	120
所得稅	7	8	15	11	15	3	10	15	21	12	17	24
稅後純益	65	28	31	60	35	18	43	64	90	53	72	101
最新股本	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680	680
稅後EPS(元)	0.95	0.41	0.46	0.88	0.51	0.27	0.64	0.94	1.33	0.78	1.05	1.49

獲利能力(%)

毛利率(%)	13.69%	11.54%	11.27%	10.23%	10.04%	10.13%	10.85%	11.31%	11.95%	10.90%	11.34%	12.01%
營業利益率(%)	1.25%	0.08%	0.65%	0.95%	0.88%	-0.09%	0.81%	1.44%	2.13%	1.07%	1.59%	2.35%
稅後純益率(%)	2.34%	1.03%	1.02%	1.79%	0.98%	0.56%	1.22%	1.69%	2.19%	1.39%	1.77%	2.35%

QoQ(%)

營業收入淨額	12.14%	-2.11%	14.08%	7.89%	6.20%	-9.74%	10.73%	7.21%	8.73%	-8.20%	6.83%	6.28%
營業利益	-27.44%	-93.35%	769.68%	57.89%	-1.46%	N.A	N.A	89.86%	60.18%	-53.64%	58.16%	57.38%
稅前純益	10.18%	-61.98%	57.43%	69.10%	-35.19%	-60.60%	193.74%	54.16%	44.68%	-44.08%	39.63%	44.29%
稅後純益	35.91%	-56.87%	12.39%	90.49%	-42.29%	-47.80%	140.06%	47.91%	41.19%	-41.65%	35.88%	41.20%

YoY(%)

營業收入淨額	22.17%	24.26%	29.14%	35.10%	27.95%	17.98%	14.51%	13.79%	16.50%	18.49%	14.32%	13.33%
營業利益	97.17%	-84.98%	-43.53%	-33.71%	-9.98%	N.A	44.38%	73.61%	182.21%	N.A	123.00%	84.85%
稅前純益	63.34%	-25.70%	-33.23%	11.51%	-34.40%	-32.02%	26.84%	15.63%	158.11%	266.33%	74.14%	62.99%
稅後純益	107.49%	30.24%	-36.90%	25.49%	-46.72%	-35.51%	37.75%	6.95%	161.66%	192.53%	65.58%	58.07%

註1：稅後EPS以股本6.80億元計算

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。