

研究員：顏兆祥 [mike.yen@cim.capital.com.tw](mailto:mike.yen@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	76.90 元
目標價	
3 個月	85.00 元
12 個月	85.00 元

## 宇峻 (3546 TT)

### Trading Buy

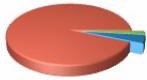
#### 近期報告日期、評等及前日股價

10/11/2023	Trading Buy	79.5
08/11/2023	Buy	73.7
05/23/2023	Trading Buy	90.0
03/28/2023	Buy	75.8
01/11/2023	Buy	75.8

#### 公司基本資訊

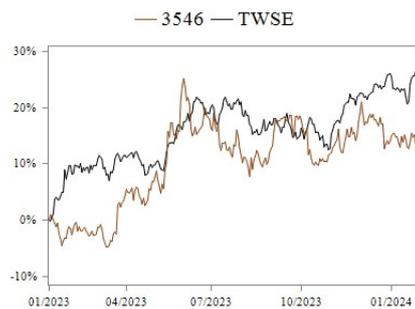
目前股本(百萬元)	506
市值(億元)	39
目前每股淨值(元)	27.99
外資持股比(%)	9.25
投信持股比(%)	0.01
董監持股比(%)	10.65
融資餘額(張)	955
現金股息配發率(F)(%)	80.04

#### 產品組合



- 線上遊戲: 93.89%
- 權利金: 4.33%
- 單機遊戲: 0.01%
- 其他: 1.77%

#### 股價相對大盤走勢



(百萬元)	2023F	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	1,367	1,475	1,533	368	381	313	293	380	373	358	381	364
營業毛利淨額	1,324	1,430	1,485	348	370	302	283	368	361	347	370	353
營業利益	245	327	337	97	67	72	7	98	86	82	82	78
稅後純益	228	269	277	79	54	80	39	55	68	73	65	62
稅後 EPS(元)	4.50	5.31	5.47	1.57	1.07	1.58	0.76	1.08	1.35	1.43	1.29	1.23
毛利率(%)	96.80%	96.96%	96.87%	94.77%	97.09%	96.60%	96.44%	96.96%	96.95%	97.02%	96.90%	96.98%
營業利益率(%)	17.92%	22.19%	22.00%	26.42%	17.62%	23.05%	2.54%	25.87%	23.13%	22.92%	21.39%	21.36%
稅後純益率(%)	16.64%	18.21%	18.04%	21.59%	14.17%	25.57%	13.19%	14.43%	18.33%	20.29%	17.15%	17.14%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.66%	7.88%	3.94%	-3.35%	3.71%	-17.95%	-6.21%	29.43%	-1.91%	-4.01%	6.65%	-4.65%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-29.70%	18.04%	3.00%	-7.27%	-31.91%	48.03%	-51.62%	41.59%	24.63%	6.27%	-9.86%	-4.75%

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 5.06 億元計算。

考量其成長性和高配息，維持 Trading Buy 的投資建議

**投資建議：**2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，不過因有不少遊戲推出，故預估 2024 年營收仍會有個位數成長。考量其成長性和高配息，維持 Trading Buy 的投資建議。

**4Q23 因《三國群英傳-戰略版》營收是整季認列，《閃之軌跡-北方戰役》於日本上市，以及遊戲福袋貢獻，營收 QOQ +29.43%：**4Q23 營收成長，主要是因為《三國群英傳-戰略版》營收是整季認列，《閃之軌跡-北方戰役》於 12/06/2023 在日本上市，以及 11/2023 推出多款遊戲的福袋所貢獻。

**1Q24 為休閒類遊戲旺季，不過沒有新遊戲推出，預估營收 QOQ -1.91%：**1Q24 雖沒有新遊戲推出，但為休閒類遊戲的旺季，特別是《Let 's Vegas》有投入較多的行銷費用，整體營收有望維持在高檔。

**2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，不過因有不少遊戲推出，故預估 2024 年營收仍會有個位數成長：**展望 2024 年，《閃之軌跡》全球版預計 2Q24 推出；01/25/2024 《世紀群英傳(諸國爭霸)》拿到中國版號，尚無上市時間表，台港澳則預計 4Q24 推出；《三國群英傳 M》在中國名稱為《三國群英傳 M 國戰版》，預計 05~07/2024 上市；改版後的《搓麻將 M》預計 08/2024 台港澳上市；《三國群英傳 鴻鵠霸業》授權給祖龍(9990 HK)，預計 1H24 在中國上市，台港澳的部分則由宇峻代理，預計 3Q24 上市。2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，不過因有不少遊戲推出，故預估 2024 年營收仍會有個位數成長。股利的部分，公司 2021 年和 2022 年的現金股利發放率都超過 80%，若以發放率 80% 來計算，2023 年預計發放現金股利為 3.6 元，以股價 77 元來計算，現金殖利率達 4.7%。預估 2024 年營收為 14.75 億元，YOY +7.88%；稅後純益為 2.69 億元，YOY +18.04%；稅後 EPS 5.31 元。

2024 年 1 月 30 日

## ESG(Environment, Social, Governance) :

節能減碳的部分：1.2017 年全面替換節能燈具。2.電子表單累計已達 45 款，大幅減省紙張耗損。3. 室內冷氣調溫政策 26 度以上、隨手關燈。4. 增貼大樓玻璃幃幕隔熱紙，降低熱幅射效應，減省冷氣耗能。

## 公司簡介：

宇峻成立於 1995 年，以單機遊戲起家，像是《超時空英雄傳說系列》、《三國群英傳系列》、《幻想三國志系列》和《新絕代雙驕系列》等等。2004 年宇峻科技股份有限公司、奧汀科技股份有限公司及宇奧科技股份有限公司合併，宇峻為存續公司，改名為宇峻奧汀科技股份有限公司。表現亮眼的端遊《三國群英傳 Online》，則於 03/2005 上市，兩岸三地會員人數高達 2,000 萬人，並授權至中國、日本、韓國、東南亞、北美及俄羅斯等 8 國。2011 年起陸續推出《搓麻將系列》、《Let's Vegas Slots》、《寶島娛樂城》、《曉之軌跡 M》、《三國群英傳 M》和《sin 七大罪~魔王崇拜~》等手遊，其中《搓麻將系列》、《Let's Vegas Slots》和《寶島娛樂城》等博奕類遊戲亦有推出電腦版。宇峻具備跨平台研發實力與豐富多元的遊戲 IP，從單機遊戲、網頁遊戲、手遊、AR/VR 與 Console 遊戲等平台皆具備開發經驗，4Q23 營收比重為手遊佔 45%、端遊佔 22%、休閒類(博奕相關遊戲)佔 32%。

## 4Q23 因《三國群英傳-戰略版》營收是整季認列，《閃之軌跡-北方戰役》於日本上市，以及遊戲福袋貢獻，營收 QOQ +29.43%：

4Q23 營收為 3.80 億元，QOQ +29.43%，YOY +3.31%；因為台幣升值，預估匯兌損失約有 3,000 萬元；稅後純益為 5,480 萬元，QOQ +41.59%，YOY -30.96%；稅後 EPS 1.08 元。4Q23 營收成長，主要是因為《三國群英傳-戰略版》營收是整季認列，《閃之軌跡-北方戰役》於 12/06/2023 在日本上市，以及 11/2023 推出多款遊戲的福袋所貢獻。

## 1Q24 為休閒類遊戲旺季，不過沒有新遊戲推出，預估營收 QOQ -1.91%：

1Q24 雖沒有新遊戲推出，但為休閒類遊戲的旺季，特別是《Let 's Vegas》有投入較多的行銷費用，整體營收有望維持在高檔。預估 1Q24 營收為 3.73 億元，QOQ -1.91%，YOY -2.29%；稅後純益為 6,829 萬元，QOQ +24.63%，YOY +26.36%；稅後 EPS 1.35 元。

## 2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，不過因有不少遊戲推出，故預估 2024 年營收仍會有個位數成長：

展望 2024 年，《閃之軌跡》全球版預計 2Q24 推出；01/25/2024 《世紀群英傳(諸國爭霸)》拿到中國版號，尚無上市時間表，台港澳則預計 4Q24 推出；《三國群英傳 M》在中國名稱為《三國群英傳 M 國戰版》，預計 05~07/2024 上市；改版後的《搓麻將 M》預計 08/2024 台港澳上市；《三國群英傳 鴻鵠霸業》授權給祖龍(9990 HK)，預計 1H24 在中國上市，台港澳的部分則由宇峻代理，預計 3Q24 上市。2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，不過因有不少遊戲推出，故預估 2024 年營收仍會有個位數成長。

股利的部分，公司 2021 年和 2022 年的現金股利發放率都超過 80%，若以發放率 80%來計算，2023 年預計發放現金股利為 3.6 元，以股價 77 元來計

2024 年 1 月 30 日

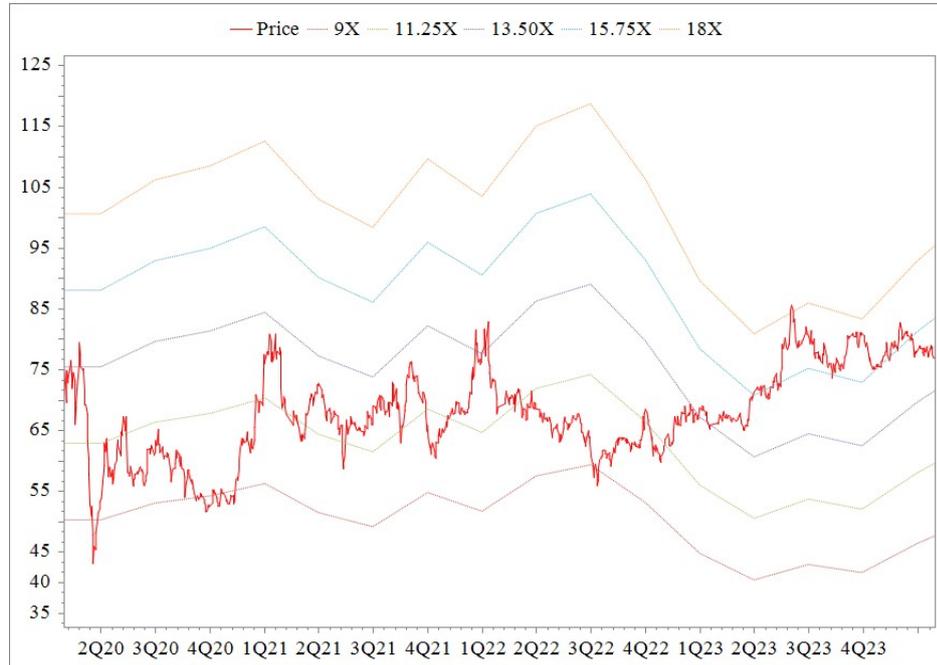
算，現金殖利率達 4.7%。

綜合以上，2023 年營收為 13.67 億元，YOY -13.66%；預估稅後純益為 2.28 億元，YOY -29.70%；稅後 EPS 4.50 元。預估 2024 年營收為 14.75 億元，YOY +7.88%；稅後純益為 2.69 億元，YOY +18.04%；稅後 EPS 5.31 元。

### 投資建議：

2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，不過因有不少遊戲推出，故預估 2024 年營收仍會有個位數成長。考量其成長性和高配息，維持 Trading Buy 的投資建議。

## 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

2024年1月30日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	1,921	1,917	1,881	1,984	1,998
流動資產	1,736	1,751	1,755	1,843	1,897
現金及約當現金	631	406	522	488	533
應收帳款與票據	270	166	211	196	250
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	0	7	3	5	1
不動產、廠房設備	96	101	96	91	82
<b>負債總計</b>	465	404	406	422	412
流動負債	460	390	418	409	412
應付帳款及票據	45	53	19	35	12
非流動負債	5	14	21	30	41
<b>權益總計</b>	1,456	1,513	1,476	1,562	1,586
普通股股本	482	482	506	506	506
保留盈餘	638	723	661	748	772
母公司業主權益	1,456	1,513	1,475	1,562	1,585
<b>負債及權益總計</b>	1,921	1,917	1,881	1,984	1,998

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	1,698	1,584	1,367	1,475	1,533
營業成本	80	118	44	45	48
<b>營業毛利淨額</b>	1,619	1,465	1,324	1,430	1,485
營業費用	1,273	1,147	1,079	1,103	1,148
<b>營業利益</b>	346	319	245	327	337
<b>EBITDA</b>	374	420	420	420	420
業外收入及支出	-8	78	32	2	2
稅前純益	346	396	277	329	339
所得稅	56	73	49	61	63
稅後純益	290	324	228	269	277
稅後 EPS(元)	5.73	6.40	4.50	5.31	5.47
完全稀釋 EPS**	5.73	6.40	4.50	5.31	5.47

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 5.06【最新股本】億元計算

註3：完全稀釋 EPS 以股本 5.06 億元計算

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	355	389	450	232	357
稅前純益	346	396	277	329	339
折舊及攤銷	36	36	34	32	25
營運資金變動	-34	112	-78	30	-77
其他營運現金	7	-155	217	-161	70
<b>投資活動現金</b>	6	-365	-324	-374	-328
資本支出淨額	-7	-10	-10	-10	-10
長期投資變動	35	-346	-345	-345	-345
其他投資現金	-22	-10	32	-18	28
<b>籌資活動現金</b>	-225	-252	-11	108	15
長借/公司債變動	0	0	6	9	10
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-215	-241	-265	-182	-253
其他籌資現金	-10	-11	247	281	258
<b>淨現金流量</b>	135	-225	116	-34	45
<b>期初現金</b>	497	631	406	522	488
<b>期末現金</b>	631	406	522	488	533

資料來源：CMoney、群益

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	9.54%	-6.75%	-13.66%	7.88%	3.94%
營業毛利淨額	10.50%	-9.48%	-9.66%	8.06%	3.84%
營業利益	3.94%	-7.91%	-23.13%	33.63%	3.01%
稅後純益	2.39%	11.69%	-29.70%	18.04%	3.00%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	95.31%	92.52%	96.80%	96.96%	96.87%
EBITDA(%)	22.05%	26.52%	30.72%	28.47%	27.39%
營益率	20.38%	20.12%	17.92%	22.19%	22.00%
稅後純益率	17.06%	20.44%	16.64%	18.21%	18.04%
總資產報酬率	15.08%	16.88%	12.09%	13.54%	13.85%
股東權益報酬率	19.90%	21.39%	15.42%	17.19%	17.44%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	24.19%	21.09%	21.57%	21.26%	20.63%
負債/淨值比(%)	31.91%	26.72%	27.50%	27.00%	26.00%
流動比率(%)	377.34%	448.76%	420.00%	450.00%	460.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
應收帳款天數	53.01	50.29	50.29	50.29	53.01

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	380	368	381	313	293	380	373	358	381	364	381	375
營業成本	67	19	11	11	10	12	11	11	12	11	12	12
營業毛利淨額	314	348	370	302	283	368	361	347	370	353	369	363
營業費用	253	251	303	230	276	270	275	265	288	275	290	280
營業利益	60	97	67	72	7	98	86	82	82	78	79	83
業外收入及支出	47	-11	2	19	41	-29	1	1	1	1	1	1
稅前純益	108	87	69	91	48	69	87	82	82	78	80	84
所得稅	22	7	15	11	9	14	18	10	17	16	17	10
稅後純益	86	79	54	80	39	55	68	73	65	62	63	74
最新股本	506	506	506	506	506	506	506	506	506	506	506	506
稅後EPS(元)	1.69	1.57	1.07	1.58	0.76	1.08	1.35	1.43	1.29	1.23	1.24	1.46
<b>獲利能力(%)</b>												
毛利率(%)	82.49%	94.77%	97.09%	96.60%	96.44%	96.96%	96.95%	97.02%	96.90%	96.98%	96.89%	96.91%
營業利益率(%)	15.86%	26.42%	17.62%	23.05%	2.54%	25.87%	23.13%	22.92%	21.39%	21.36%	20.83%	22.23%
稅後純益率(%)	22.50%	21.59%	14.17%	25.57%	13.19%	14.43%	18.33%	20.29%	17.15%	17.14%	16.51%	19.69%
<b>QoQ(%)</b>												
營業收入淨額	-10.98%	-3.35%	3.71%	-17.95%	-6.21%	29.43%	-1.91%	-4.01%	6.65%	-4.65%	4.85%	-1.66%
營業利益	-52.68%	61.02%	-30.84%	7.38%	-89.66%	1217.50%	-12.27%	-4.91%	-0.46%	-4.78%	2.25%	4.96%
稅前純益	-25.95%	-19.46%	-20.26%	31.68%	-47.18%	43.14%	26.09%	-4.88%	-0.46%	-4.75%	2.24%	4.93%
稅後純益	-25.53%	-7.27%	-31.91%	48.03%	-51.62%	41.59%	24.63%	6.27%	-9.86%	-4.75%	1.05%	17.23%
<b>YoY(%)</b>												
營業收入淨額	-19.79%	-6.30%	-6.65%	-26.78%	-22.85%	3.31%	-2.29%	14.30%	29.97%	-4.25%	2.35%	4.85%
營業利益	-51.86%	141.76%	98.58%	-43.42%	-87.64%	1.16%	28.31%	13.63%	993.93%	-20.94%	-7.84%	1.72%
稅前純益	-16.72%	102.68%	21.50%	-37.39%	-55.33%	-20.61%	25.53%	-9.32%	70.88%	13.72%	-7.80%	1.71%
稅後純益	-16.82%	69.70%	23.57%	-30.40%	-54.79%	-30.96%	26.36%	-9.29%	69.03%	13.71%	-7.80%	1.71%

註1：稅後EPS以股本5.06億元計算

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 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 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。