

2024 年 3 月 8 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	73.80 元
目標價	
3 個月	89.00 元
12 個月	89.00 元

橘子(6180 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

01/11/2024	Buy	73.90
11/20/2023	Buy	70.00
07/13/2023	Neutral	77.60
03/20/2023	Neutral	74.10
12/23/2022	Buy	65.20

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,755
市值(億元)	130
目前每股淨值(元)	30.64
外資持股比(%)	27.77
投信持股比(%)	0.19
董監持股比(%)	18.62
融資餘額(張)	5,486
現金股息配發率(%)	100.00

產品組合



- 遊戲及點數儲值收入:83.00%
- 勞務及其他營業收入:17.00%

股價相對大盤走勢



2024 年營收有望呈現高成長，維持 Buy 的投資建議

投資建議：橘子 2024 年因《新楓之谷》推出六轉，加上《波拉西亞戰記》和《救世者之樹 M》陸續推出，有望帶動 2024 年營收呈現雙位數成長，故維持 Buy 的投資建議，目標價 89 元。

1Q24 為橘子的旺季，《新楓之谷》六轉上線，營收維持旺季水準：

1Q24 為橘子的旺季，主力遊戲《新楓之谷》六轉於 01/10/2024 上線，01/2024 雖有成功吸引玩家回流，但扣點付費狀況不如預期，依照往年來看，《新楓之谷》1Q 旺季的營收高峰，是落在農曆過年那個月，故 02/2024 營收有望較 01/2024 高。新職業「森林之子琳恩」則於 03/2024 登場，有望帶動 03/2024 營收維持高檔。

2024 年因《新楓之谷》推出六轉，加上《波拉西亞戰記》和《救世者之樹 M》陸續推出，有望帶動 2024 年營收呈現雙位數成長：

展望 2024 年，《新楓之谷》的部分，01/2024 雖不如預期，但 02/2024 扣點狀況優於 01/2024，且 03/2024 有新職業「森林之子琳恩」登場，有望帶動 03/2024 營收維持高檔，《新楓之谷》營收有望較 2023 年成長，是否能回到 2022 年水準，則需看暑假改版的力道。《天堂 M》的部分，雖該款遊戲推出已六年，但公司有積極與遊戲開發商 NCSoft(036570.KS)合作，希望能透過行銷策略和改版內容讓營收能夠止跌回升。代理遊戲的部分，《波拉西亞戰記》是公司較寄予厚望的遊戲，為 PC、手機跨平台大型戰鬥 MMORPG，該款遊戲已於 03/2023 在韓國上市，上市初期即斬獲雙平台下載榜、App Store 營收榜第一的佳績，經過一年後，該遊戲仍在韓國 App Store 營收榜 30~60 名左右，故群益認為《波拉西亞戰記》推出後，可望帶動整體營收成長，目前預計該款遊戲應該會在 2Q24 季末左右推出，每月營收貢獻則希望能與主力遊戲《天堂 M》或《新楓之谷》相當，成為公司營收的第三大支柱。代理手遊的部分，《救世者之樹 M》為了要讓玩家有更好的遊戲體驗，預計延至 2H24 推出。自研手遊的部分，《櫻桃小丸子-元氣版》於 04/2023 在台港澳推出，《便利商店口袋版》則預計於 2H24~1H25 推出。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	9,791	12,118	13,780	2,154	3,034	2,086	2,672	1,999	2,890	2,516	3,724	2,988
營業毛利淨額	3,795	4,821	5,687	865	1,267	760	1,088	680	1,205	937	1,595	1,084
營業利益	640	1,286	1,887	44	451	45	266	-121	320	57	655	254
稅後純益	575	985	1,435	18	336	67	186	-15	245	48	496	196
稅後 EPS(元)	3.28	5.61	8.18	0.10	1.92	0.38	1.06	-0.08	1.40	0.27	2.83	1.11
毛利率(%)	38.76%	39.78%	41.27%	40.17%	41.76%	36.43%	40.74%	34.00%	41.70%	37.25%	42.82%	36.28%
營業利益率(%)	6.53%	10.61%	13.70%	2.03%	14.85%	2.14%	9.95%	-6.07%	11.08%	2.27%	17.58%	8.50%
稅後純益率(%)	5.87%	8.12%	10.42%	0.81%	11.08%	3.22%	6.98%	-0.73%	8.48%	1.90%	13.32%	6.54%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-14.02%	23.77%	13.71%	-36.67%	40.88%	-31.26%	28.12%	-25.19%	44.59%	-12.94%	47.99%	-19.75%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-55.05%	71.18%	45.79%	-96.44%	1,817.22%	-80.04%	177.86%	N.A	N.A	-80.47%	935.41%	-60.58%

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 17.55 億元計算。

ESG(Environment, Social, Governance)：

持續推動ESG

治理面

ESG 委員會

於2019年成立了ESG委員會，其中董事長擔任委員會主席，該委員會每季度至少開會一次。

資訊安全及隱私保護

公司在2022年並未遭遇任何重大的網路攻擊或事件，進而對業務或運營造成重大不良影響，同時公司也未牽涉任何法律紛爭、監管或調查相關事宜。

創新管理

共有 **98** 件專利在台灣獲得核准。(2022)

社會面

人才吸引與留任

連續16年入選Cheers雜誌

新世代最嚮往的

TOP100企業

為遊戲科技產業中唯一上榜

員工支持計畫

Gamania於2015年引進平權休假制度，同性婚姻的伴侶可以享有8天的婚假和陪產假，是台灣上市公司中首家實施此制度的企業。

環境面

積極因應全球 2050 淨零排放

已完成溫室氣體

盤查 & 查驗

用電量大幅降低 用水量大幅降低

13% **34%**

採購環保標準電腦金額增加

69%

國家企業環保獎 銅級獎

第四屆國家最高環保榮譽獎項
連續二年獲銅級獎

資料來源：橘子

公司簡介：

遊戲橘子(6180 TT)成立於 1995 年，以遊戲營運代理與點數銷售起家，2H14 跨足電子商務與第三方支付等其他領域，目標轉型為全生態網路公司。產品組合包括遊戲營運代理、商務、支付和其他，4Q23 營收比重為遊戲營運代理佔 61%、商務佔 12%、支付佔 7%、其他佔 20%。遊戲營運代理包括端遊的《新楓之谷》(全球玩家總數超過 1,800 萬)、《天堂》、《艾爾之光》、《絕對武力》等，手遊如《召喚圖板》和《天堂 M》(累計會員人數達 700 萬)，橘子主要是挑選重量級 IP 遊戲合作，佐以內部團隊經營與龐大社群網路，延長產品生命週期，目前遊戲營運代理的前兩大遊戲為《新楓之谷》和《天堂 M》。商務的部分為「果核數位」，主要服務內容為機房代管、資安服務和雲端平台。支付則分為點數銷售的「樂點 GASH」和行動支付的「橘子支付」，其中「樂點 GASH」佔支付的營收超過 95%。其他的部分則有經營網路新聞的「今日新聞 NOWnews」、經營顧客關係的「蟻力」、串聯媒體行銷資源的「猿聲」、以 Anime、Comics、Games (ACG) 商品為核心的電商平台「有閑 JollyBuy」和提供台灣與跨境電商平台品牌運營服務的「樂利 Jollywiz」等等。2018 年「beanfun!」行動平台上線，串聯旗下事業遊戲橘子、樂點、橘子支付、漫畫星和文學星等等，具備通訊、社群、電商與金流之功能。

4Q23 為橘子的淡季，沒有新遊戲推出，費用亦維持在高檔，故稅後純益呈現小虧：

4Q23 營收為 19.99 億元，QOQ -25.19%，YOY -7.19%；稅後純益為-1,460 萬元，QOQ 由盈轉虧；稅後 EPS -0.08 元。4Q23 為橘子的淡季，且沒有新遊戲推出，營收較 3Q23 下滑，且整體費用因《新楓之谷》投入較多的廣告費用和舉辦許多預熱活動而維持在高檔，影響整體獲利。

1Q24 為橘子的旺季，《新楓之谷》六轉上線，營收維持旺季水準：

2024 年 3 月 8 日

1Q24 為橘子的旺季，主力遊戲《新楓之谷》六轉於 01/10/2024 上線，01/2024 雖有成功吸引玩家回流，但扣點付費狀況不如預期，依照往年來看，《新楓之谷》1Q 旺季的營收高峰，是落在農曆過年那個月，故 02/2024 營收有望較 01/2024 高。新職業「森林之子琳恩」則於 03/2024 登場，有望帶動 03/2024 營收維持高檔。預估 1Q24 營收為 28.90 億元，QOQ +44.59%，YOY -4.74%；稅後純益為 2.45 億元，QOQ 轉虧為盈，YOY -27.05%；稅後 EPS 1.40 元。

2024 年因《新楓之谷》推出六轉，加上《波拉西亞戰記》和《救世者之樹 M》陸續推出，有望帶動 2024 年營收呈現雙位數成長：

展望 2024 年，《新楓之谷》的部分，2024 年須觀察寒假前推出六轉後玩家回流的狀況，01/2024 雖不如預期，但 02/2024 扣點狀況優於 01/2024，且 03/2024 有新職業「森林之子琳恩」登場，有望帶動 03/2024 營收維持高檔，《新楓之谷》營收有望較 2023 年成長，是否能回到 2022 年水準，則需看暑假改版的力道。《天堂 M》的部分，雖該款遊戲推出已六年，但公司有積極與遊戲開發商 NCSOFT(036570.KS)合作，希望能透過行銷策略和改版內容讓營收能夠止跌回升。代理遊戲的部分，《波拉西亞戰記》是公司較寄予厚望的遊戲，為 PC、手機跨平台大型戰鬥 MMORPG，該款遊戲已於 03/2023 在韓國上市，上市初期即斬獲雙平台下載榜、App Store 營收榜第一的佳績，經過一年後，該遊戲仍在韓國 App Store 營收榜 30~60 名左右，故群益認為《波拉西亞戰記》推出後，可望帶動整體營收成長，目前預計該款遊戲應該會在暑假前推出，也就是 2Q24 季末左右，此講法與上次訪談一致，每月營收貢獻則希望能與主力遊戲《天堂 M》或《新楓之谷》相當，成為公司營收的第三大支柱。代理手遊的部分，《救世者之樹 M》為了要讓玩家有更好的遊戲體驗，預計延至 2H24 推出。自研手遊的部分，《櫻桃小丸子-元氣版》於 04/2023 在台港澳推出，《便利商店口袋版》則預計於 2H24~1H25 推出，且公司尚有多款自研手遊正在開發中，以休閒類型的遊戲為主。

2024 年因《新楓之谷》推出六轉，加上《波拉西亞戰記》和《救世者之樹 M》陸續推出，有望帶動 2024 年營收呈現雙位數成長。費用的部分，因公司推出多款遊戲，且自研手遊以及培養 IP 孵育平台的費用提列，2024 年費用會持續成長，然營收成長幅度會高於費用，故整體獲利會較 2023 年明顯提升。

公司決議發放現金股利 3.28 元，現金股利發放率為 100%，以股價 74 元來計算，現金殖利率為 4.4%。

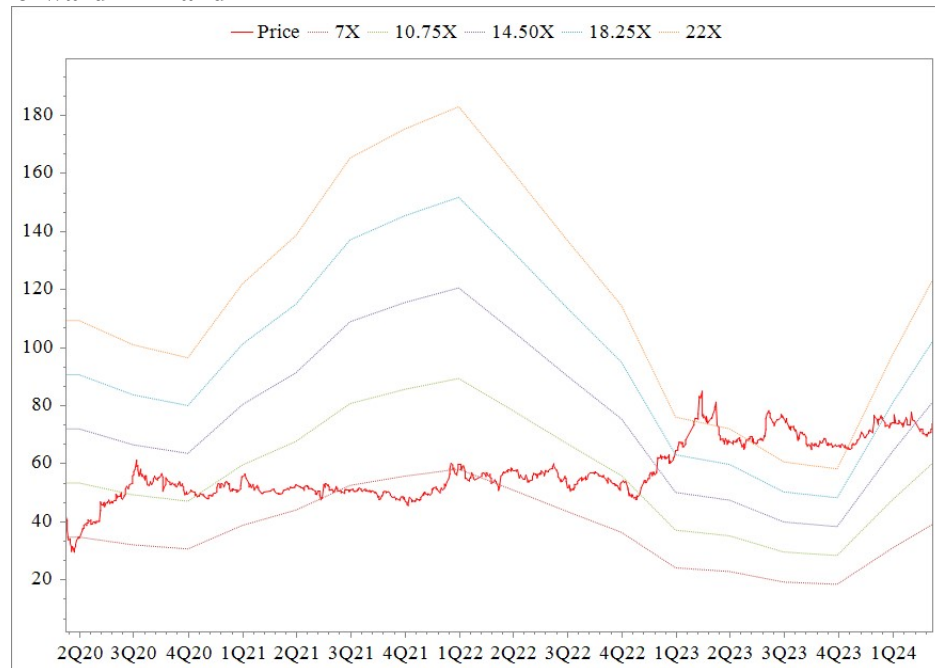
綜合以上，2023 年營收為 97.91 億元，YOY -14.02%；稅後純益為 5.75 億元，YOY -55.05%；稅後 EPS 3.28 元。預估 2024 年營收為 121.18 億元，YOY +23.77%；稅後純益為 9.85 億元，YOY +71.18%；稅後 EPS 5.61 元。

投資建議：

橘子 2024 年因《新楓之谷》推出六轉，加上《波拉西亞戰記》和《救世者之樹 M》陸續推出，有望帶動 2024 年營收呈現雙位數成長，故維持 Buy 的投資建議，目標價 89 元。

2024 年 3 月 8 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

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	9,473	10,387	9,822	10,388	11,158
流動資產	5,432	5,899	5,264	6,232	7,479
現金及約當現金	3,419	3,737	3,157	3,942	4,727
應收帳款與票據	888	806	619	1,152	898
存貨	123	129	109	178	126
採權益法之投資	121	135	117	111	73
不動產、廠房設備	2,797	2,812	2,836	2,782	2,767
負債總計	3,620	4,098	4,035	4,098	4,313
流動負債	3,459	3,938	3,860	4,160	4,993
應付帳款及票據	571	617	616	849	585
非流動負債	161	160	176	-294	-648
權益總計	5,852	6,289	5,787	6,290	6,846
普通股股本	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755
保留盈餘	2,824	3,182	2,724	3,182	3,738
母公司業主權益	5,408	5,852	5,377	5,869	6,427
負債及權益總計	9,473	10,387	9,822	10,388	11,158

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,574	2,471	968	2,019	2,855
稅前純益	1,445	1,708	688	1,310	1,911
折舊及攤銷	891	582	647	576	573
營運資金變動	144	121	207	-179	43
其他營運現金	94	59	-573	312	327
投資活動現金	-504	-1,234	-454	-479	233
資本支出淨額	-87	-131	-130	-131	-131
長期投資變動	22	-60	53	-60	-60
其他投資現金	-438	-1,043	-377	-288	424
籌資活動現金	-1,017	-1,038	-1,096	-1,277	-2,303
長借/公司債變動	-160	-80	0	-432	-354
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-702	-877	-1,018	-526	-877
其他籌資現金	-155	-81	-78	-318	-1,071
淨現金流量	1,021	318	-580	263	785
期初現金	2,398	3,419	3,737	3,679	3,942
期末現金	3,419	3,737	3,157	3,942	4,727

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	11,372	11,388	9,791	12,118	13,780
營業成本	6,615	6,523	5,996	7,297	8,092
營業毛利淨額	4,757	4,865	3,795	4,821	5,687
營業費用	3,023	3,107	3,155	3,535	3,800
營業利益	1,734	1,759	640	1,286	1,887
EBITDA	2,340	2,275	1,292	2,275	2,275
業外收入及支出	-289	-71	3	24	24
稅前純益	1,445	1,708	688	1,310	1,911
所得稅	436	430	127	328	478
稅後純益	1,106	1,280	575	985	1,435
稅後 EPS(元)	6.30	7.29	3.28	5.61	8.18
完全稀釋 EPS**	6.30	7.29	3.28	5.61	8.18

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 17.55【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 17.55 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	8.90%	0.14%	-14.02%	23.77%	13.71%
營業毛利淨額	19.86%	2.27%	-22.00%	27.05%	17.97%
營業利益	52.46%	1.41%	-63.62%	101.06%	46.74%
稅後純益	26.79%	15.68%	-55.05%	71.18%	45.79%
獲利能力分析(%)					
毛利率	41.83%	42.72%	38.76%	39.78%	41.27%
EBITDA(%)	20.58%	19.98%	13.20%	18.78%	16.51%
營益率	15.25%	15.44%	6.53%	10.61%	13.70%
稅後純益率	9.73%	11.24%	5.87%	8.12%	10.42%
總資產報酬率	11.68%	12.32%	5.86%	9.48%	12.86%
股東權益報酬率	18.90%	20.35%	9.94%	15.65%	20.97%
償債能力檢視					
負債比率(%)	38.22%	39.45%	41.08%	39.45%	38.65%
負債/淨值比(%)	61.87%	65.16%	69.73%	65.16%	63.00%
流動比率(%)	157.04%	149.80%	136.39%	149.80%	149.80%
其他比率分析					
存貨天數	6.86	7.04	7.24	7.18	6.84
應收帳款天數	29.70	27.15	26.56	26.67	27.15

2024 年 3 月 8 日

季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	3,401	2,154	3,034	2,086	2,672	1,999	2,890	2,516	3,724	2,988	4,023	2,993
營業成本	1,948	1,289	1,767	1,326	1,584	1,319	1,685	1,579	2,129	1,904	2,258	1,879
營業毛利淨額	1,453	865	1,267	760	1,088	680	1,205	937	1,595	1,084	1,765	1,114
營業費用	801	822	816	715	823	801	885	880	940	830	1,010	870
營業利益	652	44	451	45	266	-121	320	57	655	254	755	244
業外收入及支出	13	7	5	8	6	29	6	6	6	6	6	6
稅前純益	665	51	456	53	271	-92	326	63	661	260	761	250
所得稅	168	38	120	-15	88	-66	82	16	165	65	190	62
稅後純益	493	18	336	67	186	-15	245	48	496	196	571	188
最新股本	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755
稅後EPS(元)	2.81	0.10	1.92	0.38	1.06	-0.08	1.40	0.27	2.83	1.11	3.25	1.07

獲利能力(%)

毛利率(%)	42.71%	40.17%	41.76%	36.43%	40.74%	34.00%	41.70%	37.25%	42.82%	36.28%	43.87%	37.21%
營業利益率(%)	19.17%	2.03%	14.85%	2.14%	9.95%	-6.07%	11.08%	2.27%	17.58%	8.50%	18.76%	8.15%
稅後純益率(%)	14.49%	0.81%	11.08%	3.22%	6.98%	-0.73%	8.48%	1.90%	13.32%	6.54%	14.19%	6.28%

QoQ(%)

營業收入淨額	40.25%	-36.67%	40.88%	-31.26%	28.12%	-25.19%	44.59%	-12.94%	47.99%	-19.75%	34.63%	-25.60%
營業利益	135.52%	-93.29%	930.27%	-90.08%	494.99%	N.A	N.A	-82.14%	1044.28%	-61.19%	197.10%	-67.68%
稅前純益	136.89%	-92.35%	795.83%	-88.42%	414.39%	N.A	N.A	-80.63%	945.15%	-60.64%	192.55%	-67.15%
稅後純益	98.65%	-96.44%	1817.22%	-80.04%	177.86%	N.A	N.A	-80.47%	935.41%	-60.58%	192.06%	-67.09%

YoY(%)

營業收入淨額	-3.67%	-7.50%	-10.98%	-13.99%	-21.43%	-7.19%	-4.74%	20.64%	39.35%	49.49%	39.19%	18.96%
營業利益	1.31%	-90.42%	-42.67%	-83.86%	-59.23%	N.A	-28.91%	28.05%	146.26%	N.A	135.61%	326.36%
稅前純益	19.63%	-80.80%	-35.93%	-81.21%	-59.20%	N.A	-28.41%	19.79%	143.39%	N.A	133.12%	295.38%
稅後純益	14.20%	-91.14%	-35.53%	-72.94%	-62.15%	N.A	-27.05%	-28.63%	165.95%	N.A	132.85%	292.34%

註1：稅後EPS以股本17.55億元計算

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。