

2024 年 5 月 15 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價 89.10 元
目標價
3 個月 90.00 元
12 個月 90.00 元

宇峻 (3546 TT)

Neutral

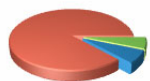
近期報告日期、評等及前日股價

05/10/2024 已到價
01/30/2024 Trading Buy 76.9
10/11/2023 Trading Buy 79.5
08/11/2023 Buy 73.7
05/23/2023 Trading Buy 90.0

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 506
市值(億元) 45
目前每股淨值(元) 31.93
外資持股比(%) 11.14
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 10.65
融資餘額(張) 1,009
現金股息配發率(%) 94.34

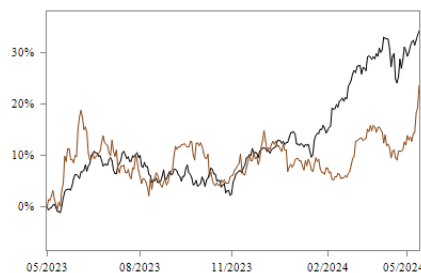
產品組合



■ 線上遊戲:87.16%
■ 權利金:6.89%
■ 單機遊戲:0.03%
■ 其他:5.92%

股價相對大盤走勢

— 3546 — TWSE



評價合理，給予 Neutral 的投資建議

投資建議：2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，股價雖有高殖利率保護，不過營收和獲利缺乏成長動能，評價亦在合理區間，故給予 Neutral 的投資建議。

1Q24 並沒有新遊戲推出，不過適逢寒假旺季，主力遊戲維持旺季水準：1Q24 並沒有新遊戲推出，不過適逢寒假旺季，《Let's Vegas Slots》、《三國群英傳 Online》和《三國群英傳 M》等主力遊戲維持旺季水準。

2Q24 雖有《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》國際版推出，但推估貢獻並不顯著，整體營收維持淡季水準：2Q24 主要亮點在於 05/29/2024 將推出《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》國際版，實際貢獻會落在 06/2024。考量 2Q24 為宇峻的營收淡季，主力遊戲《Let's Vegas Slots》、《三國群英傳 Online》和《三國群英傳 M》營收表現為淡季水準，《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》於 12/6/2023 在日本推出後，營收貢獻並不顯著，故 2Q24 預估營收 QOQ 較 1Q24 衰退。

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，《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》國際版預計 05/29/2024 推出；《世紀群英傳》台港澳預計 3Q24 推出；《三國群英傳：鴻鵠霸業》授權給祖龍(9990 HK)開發，中國由三七互娛(002555 CH)代理營運，預計 3Q24 上市，台港澳的部分則由宇峻代理，預計 4Q24 上市；《三國群英傳：國戰版》預計於 3Q24 在中國上市，由鳳俠代理；改版後的《搓麻將 M》預計於 4Q24~1Q25 在台港澳上市。除此之外，還有《三國群英傳：策定九州》、《神州 M》和《三國群英傳：格鬥版》等遊戲在開發中，預計會於 2025 年陸續推出。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，公司決議發放 4 元的現金股利與 0.5 元的股票股利，現金股利發放率達 94%，若以股價 85 元來計算，現金殖利率為 4.7%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	1,367	1,485	1,584	381	313	293	380	382	336	384	383	392
營業毛利淨額	1,297	1,437	1,532	370	302	283	342	374	324	370	369	385
營業利益	216	314	390	67	72	7	69	74	60	91	89	95
稅後純益	214	285	317	54	80	39	42	89	52	72	71	75
稅後 EPS(元)	4.24	5.62	6.27	1.07	1.58	0.76	0.82	1.75	1.04	1.43	1.40	1.48
毛利率(%)	94.86%	96.79%	96.74%	97.09%	96.60%	96.44%	89.96%	98.08%	96.46%	96.43%	96.15%	98.06%
營業利益率(%)	15.78%	21.12%	24.59%	17.62%	23.05%	2.54%	18.18%	19.41%	17.75%	23.65%	23.25%	24.26%
稅後純益率(%)	15.68%	19.17%	20.05%	14.17%	25.57%	13.19%	10.98%	23.26%	15.62%	18.84%	18.53%	19.10%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-13.66%	8.57%	6.68%	3.71%	-17.95%	-6.21%	29.44%	0.44%	-11.95%	14.28%	-0.17%	2.32%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-33.74%	32.69%	11.56%	-31.91%	48.03%	-51.62%	7.78%	112.77%	-40.89%	37.91%	-1.84%	5.50%

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。

2024 年 5 月 15 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. 增貼大樓玻璃帷幕隔熱紙，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》等休閒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，1Q24 營收比重為手遊佔 38%、端遊佔 18%、休閒類(博弈相關遊戲)佔 40%。

1Q24 並沒有新遊戲推出，不過適逢寒假旺季，主力遊戲維持旺季水準：

宇峻 1Q24 營收為 3.82 億元，QOQ +0.44%，YOY +0.06%；業外收入為 3,773 萬元，其中匯兌利益為 2,800 萬元，利息收入為 900 萬元；稅後純益為 8,875 萬元，QOQ +112.77%，YOY +64.21%；稅後 EPS 1.75 元，優於預期，主要是業外收入較預估多。1Q24 並沒有新遊戲推出，不過適逢寒假旺季，《Let's Vegas Slots》、《三國群英傳 Online》和《三國群英傳 M》等主力遊戲維持旺季水準。

2Q24 雖有《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》國際版推出，但推估貢獻並不顯著，整體營收維持淡季水準：

2Q24 主要亮點在於 05/29/2024 將推出《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》國際版，主打台灣、香港、澳門、中國和韓國市場，實際貢獻會落在 06/2024。考量 2Q24 為宇峻的營收淡季，主力遊戲《Let's Vegas Slots》、《三國群英傳 Online》和《三國群英傳 M》營收表現為淡季水準，《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》於 12/6/2023 在日本推出後，營收貢獻並不顯著，故 2Q24 預估營收 QOQ 較 1Q24 衰退。預估 2Q24 營收為 3.36 億元，QOQ -11.95%，YOY +7.38%；稅後純益為 5,246 萬元，QOQ -40.89%，YOY -34.42%；稅後 EPS 1.04 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，《英雄傳說 閃之軌跡：北方戰役》國際版預計 05/29/2024 推出；《世紀群英傳》台港澳預計 3Q24 推出；《三國群英傳：鴻鵠霸業》授權給祖龍(9990 HK)開發，中國由三七互娛(002555 CH)代理營運，預計 3Q24 上市，台港澳的部分則由宇峻代理，預計 4Q24 上市；《三國群英傳：國戰版》預計於 3Q24 在中國上市，由鳳俠代理；改版後的《搓麻將 M》預

2024 年 5 月 15 日

計於 4Q24~1Q25 在台港澳上市。除此之外，還有《三國群英傳：策定九州》、《神州 M》和《三國群英傳：格鬥版》等遊戲在開發中，預計會於 2025 年陸續推出。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，公司決議發放 4 元的現金股利與 0.5 元的股票股利，現金股利發放率達 94%，若以股價 85 元來計算，現金殖利率為 4.7%。

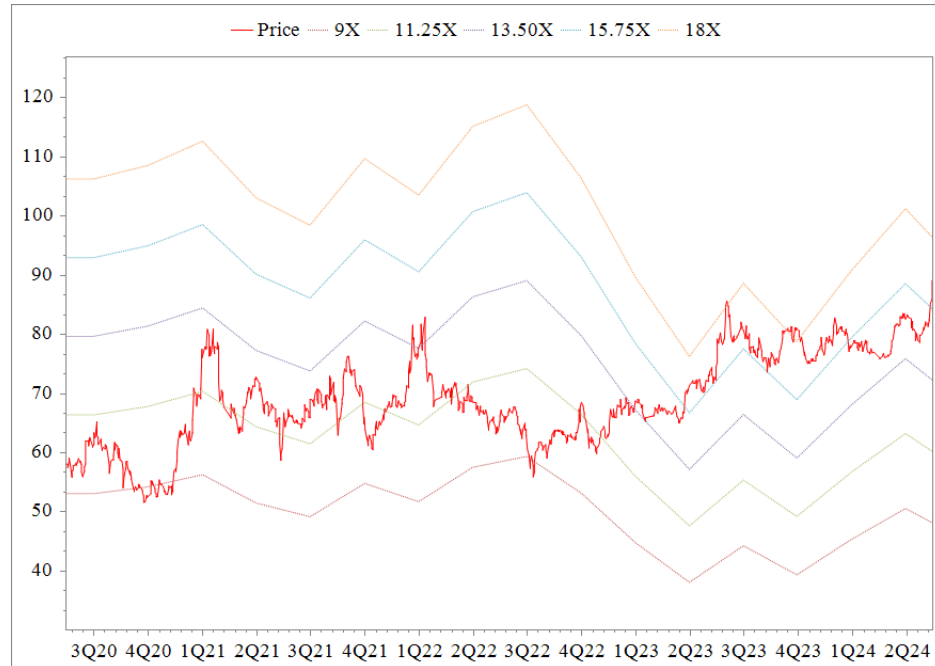
綜合以上，預估 2024 年營收為 14.85 億元，YOY +8.57%；稅後純益為 2.85 億元，YOY +32.69%；稅後 EPS 5.62 元。

投資建議：

2024 年宇峻推出的手遊並沒有大作，股價雖有高殖利率保護，不過營收和獲利缺乏成長動能，評價亦在合理區間，故給予 Neutral 的投資建議。

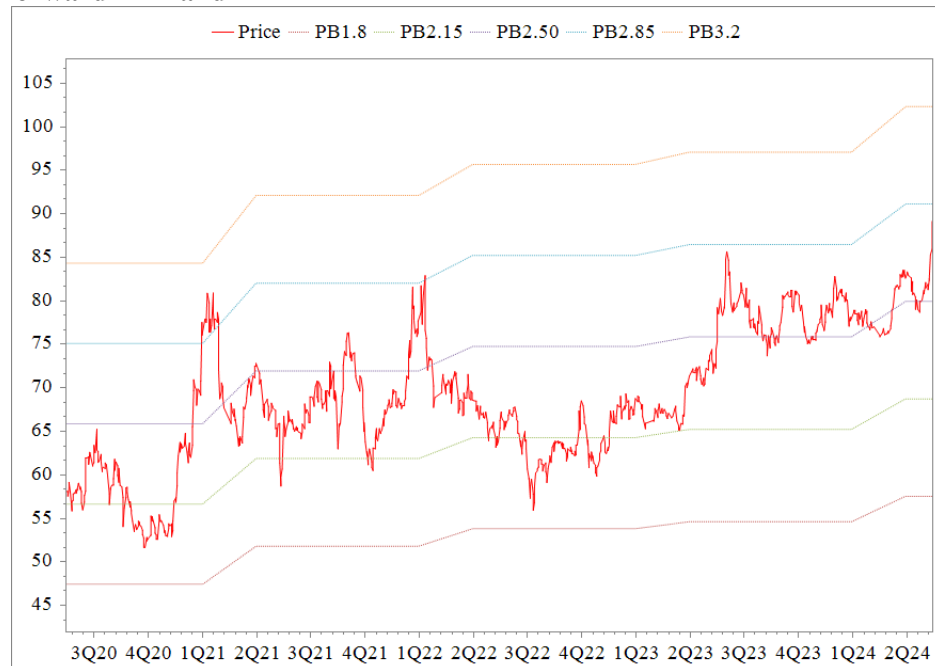
2024 年 5 月 15 日

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

2024 年 5 月 15 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	1,921	1,917	1,958	2,054	2,170
流動資產	1,736	1,751	1,618	1,917	1,854
現金及約當現金	631	406	352	431	411
應收帳款與票據	270	166	197	212	248
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	0	7	6	1	5
不動產、廠房設備	96	101	99	94	85
負債總計	465	404	423	437	448
流動負債	460	390	411	426	403
應付帳款及票據	45	53	44	13	37
非流動負債	5	14	12	42	52
權益總計	1,456	1,513	1,535	1,617	1,722
普通股股本	482	482	506	531	558
保留盈餘	638	723	657	714	792
母公司業主權益	1,456	1,513	1,535	1,617	1,722
負債及權益總計	1,921	1,917	1,958	2,054	2,170

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	355	389	213	181	434
稅前純益	346	396	260	351	390
折舊及攤銷	36	36	64	33	25
營運資金變動	-34	112	-39	-47	-12
其他營運現金	7	-155	-73	-157	31
投資活動現金	6	-365	9	-163	-538
資本支出淨額	-7	-10	-4	-10	-10
長期投資變動	35	-346	157	-345	-345
其他投資現金	-22	-10	-144	193	-183
籌資活動現金	-225	-252	-277	61	84
長借/公司債變動	0	0	0	29	10
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-215	-241	-265	-202	-212
其他籌資現金	-10	-11	-12	234	287
淨現金流量	135	-225	-54	79	-20
期初現金	497	631	406	352	431
期末現金	631	406	352	431	411

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	1,698	1,584	1,367	1,485	1,584
營業成本	80	118	70	48	52
營業毛利淨額	1,619	1,465	1,297	1,437	1,532
營業費用	1,273	1,147	1,081	1,123	1,143
營業利益	346	319	216	314	390
EBITDA	374	420	285	420	420
業外收入及支出	-8	65	5	38	0
稅前純益	346	396	260	351	390
所得稅	56	73	46	67	72
稅後純益	290	324	214	285	317
稅後 EPS(元)	5.73	6.40	4.24	5.62	6.27
完全稀釋 EPS**	5.73	6.40	4.24	5.62	6.27

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

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
成長力分析(%)					
營業收入淨額	9.54%	-6.75%	-13.66%	8.57%	6.68%
營業毛利淨額	10.50%	-9.48%	-11.48%	10.78%	6.63%
營業利益	3.94%	-7.91%	-32.29%	45.30%	24.22%
稅後純益	2.39%	11.69%	-33.74%	32.69%	11.56%
獲利能力分析(%)					
毛利率	95.31%	92.52%	94.86%	96.79%	96.74%
EBITDA(%)	22.05%	26.52%	20.87%	28.29%	26.52%
營益率	20.38%	20.12%	15.78%	21.12%	24.59%
稅後純益率	17.06%	20.44%	15.68%	19.17%	20.05%
總資產報酬率	15.08%	16.88%	10.95%	13.85%	14.63%
股東權益報酬率	19.90%	21.39%	13.97%	17.59%	18.43%

償債能力檢視

負債比率(%)	24.19%	21.09%	21.61%	21.26%	20.63%
負債/淨值比(%)	31.91%	26.72%	27.57%	27.00%	26.00%
流動比率(%)	377.34%	448.76%	393.94%	450.00%	460.00%

其他比率分析

存貨天數	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
應收帳款天數	53.01	50.29	48.43	50.29	53.01

2024 年 5 月 15 日

季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	368	381	313	293	380	382	336	384	383	392	389	411
營業成本	19	11	11	10	38	7	12	14	15	8	14	15
營業毛利淨額	348	370	302	283	342	374	324	370	369	385	375	396
營業費用	251	303	230	276	273	300	264	279	279	289	279	294
營業利益	97	67	72	7	69	74	60	91	89	95	96	102
業外收入及支出	-11	2	19	41	-17	38	0	0	0	0	0	0
稅前純益	87	69	91	48	52	112	60	91	89	95	96	102
所得稅	7	15	11	9	10	23	7	18	18	20	11	21
稅後純益	79	54	80	39	42	89	52	72	71	75	84	81
最新股本	506	506	506	506	506	506	506	506	506	506	506	506
稅後EPS(元)	1.57	1.07	1.58	0.76	0.82	1.75	1.04	1.43	1.40	1.48	1.66	1.60

獲利能力(%)

毛利率(%)	94.77%	97.09%	96.60%	96.44%	89.96%	98.08%	96.46%	96.43%	96.15%	98.06%	96.41%	96.39%
營業利益率(%)	26.42%	17.62%	23.05%	2.54%	18.18%	19.41%	17.75%	23.65%	23.25%	24.26%	24.59%	24.71%
稅後純益率(%)	21.59%	14.17%	25.57%	13.19%	10.98%	23.26%	15.62%	18.84%	18.53%	19.10%	21.64%	19.69%

QoQ(%)

營業收入淨額	-3.35%	3.71%	-17.95%	-6.21%	29.44%	0.44%	-11.95%	14.28%	-0.17%	2.32%	-0.79%	5.58%
營業利益	61.02%	-30.84%	7.38%	-89.66%	826.02%	7.24%	-19.50%	52.28%	-1.84%	6.74%	0.60%	6.09%
稅前純益	-19.46%	-20.26%	31.68%	-47.18%	8.29%	114.88%	-46.67%	52.28%	-1.84%	6.74%	0.60%	6.09%
稅後純益	-7.27%	-31.91%	48.03%	-51.62%	7.78%	112.77%	-40.89%	37.91%	-1.84%	5.50%	12.39%	-3.93%

YoY(%)

營業收入淨額	-6.30%	-6.65%	-26.78%	-22.85%	3.32%	0.06%	7.38%	30.83%	0.91%	2.79%	15.82%	6.99%
營業利益	141.76%	98.58%	-43.42%	-87.64%	-28.90%	10.25%	-17.35%	1117.42%	29.05%	28.45%	60.51%	11.82%
稅前純益	102.68%	21.50%	-37.39%	-55.33%	-39.94%	61.85%	-34.45%	88.98%	71.30%	-14.91%	60.51%	11.82%
稅後純益	69.70%	23.57%	-30.40%	-54.79%	-47.45%	64.21%	-34.42%	86.93%	70.25%	-15.58%	60.51%	11.82%

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 $< 15\%$
	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。