

2024 年 5 月 14 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	83.50 元
目標價	
3 個月	108.00 元
12 個月	108.00 元

橘子(6180 TT)

Buy

近期報告日期、評等及前日股價

05/06/2024	Buy	79.70
03/08/2024	Buy	73.80
01/11/2024	Buy	73.90
11/20/2023	Buy	70.00
07/13/2023	Neutral	77.60

公司基本資訊

目前股本(百萬元)	1,755
市值(億元)	147
目前每股淨值(元)	33.13
外資持股比(%)	33.92
投信持股比(%)	0.18
董監持股比(%)	18.62
融資餘額(張)	3,988
現金股息配發率(%)	100.00

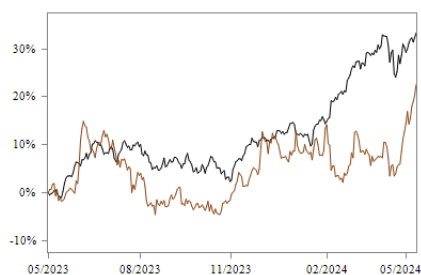
產品組合



- 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

— 6180 — TWSE



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，目標價調升至 108 元，是以未來四季 PER 13x 來評價。

1Q24 季報符合預期，因主力遊戲《新楓之谷》六轉推出，帶動營收 YOY 連續衰退六個季度後再度翻正：1Q24 為橘子的旺季，主力遊戲《新楓之谷》六轉於 01/10/2024 上線，新職業「森林之子琳恩」則於 03/2024 登場，使得 1Q24 營收 YOY 連續衰退六個季度後再度翻正。

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》因 2024 年推出六轉營收有望較 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。封測目前也是依照公司之前所提的進度，故上市時間應該也會落在 2Q24 季底，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。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 80 元來計算，現金殖利率為 4.1%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	9,791	12,825	13,616	3,034	2,086	2,672	1,999	3,332	2,455	4,077	2,961	3,956
營業毛利淨額	3,795	5,179	5,627	1,267	760	1,088	680	1,435	918	1,746	1,081	1,733
營業利益	640	1,408	1,827	451	45	266	-121	533	-82	706	251	723
稅後純益	575	1,056	1,390	336	67	186	-15	404	-75	534	193	548
稅後 EPS(元)	3.28	6.02	7.92	1.92	0.38	1.06	-0.08	2.30	-0.43	3.04	1.10	3.12
毛利率(%)	38.76%	40.38%	41.32%	41.76%	36.43%	40.74%	34.00%	43.05%	37.40%	42.82%	36.50%	43.82%
營業利益率(%)	6.53%	10.98%	13.41%	14.85%	2.14%	9.95%	-6.07%	16.01%	-3.33%	17.31%	8.47%	18.29%
稅後純益率(%)	5.87%	8.23%	10.21%	11.08%	3.22%	6.98%	-0.73%	12.12%	-3.07%	13.10%	6.52%	13.84%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-14.02%	30.99%	6.17%	40.88%	-31.26%	28.12%	-25.19%	66.70%	-26.33%	66.06%	-27.37%	33.60%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-55.05%	83.54%	31.65%	1,817.22%	-80.04%	177.86%	N.A	N.A	N.A	N.A	-63.86%	183.68%

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			gamania
治理面 ESG 委員會 於2019年設立，其中董事長擔任委員會主席，每季度至少開會一次。 資訊安全及隱私保護 設有 資訊安全委員會 ，2022年度未發生重大的網路攻擊或事件，亦未發生侵犯客戶隱私事件。 客戶權益保障 客服品質檢核 正確率達99%以上 ，所有的客訴案件皆在15日內妥善處理完畢。 創新管理 年度研究發展支出為 4.85億元 ，共有 98件專利 在台灣獲得核准。	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。 2012年設立 幼橋園 ，成為台北市第一家設立附設幼兒園之企業。 橘子關懷基金會 藉 橘子冒險學園 、 大夢計畫 支持年輕世代挑戰自我、大膽嘗試。	環境面 積極因應全球 2050 淨零排放 已提前完成溫室氣體盤查 & 查驗 環境管理政策 制定能資源管理、廢棄物管理、污染防治、永續採購等政策，並於落實後每年追蹤、改善。 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。 2022 Buying Power 服務採購獎 經濟部中小企業處頒發	

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。

1Q24 季報符合預期，因主力遊戲《新楓之谷》六轉推出，帶動營收 YOY 連續衰退六個季度後再度翻正：

橘子 1Q24 營收為 33.32 億元，QOQ +66.70%，YOY +9.82%；毛利率為 43.05%，較 4Q23 增加 9.05 個百分點，主要是因為 1Q 通常為主力遊戲《新楓之谷》的旺季，端遊毛利率高於平均；稅後純益為 4.04 億元，QOQ 轉虧為盈，YOY +20.15%；稅後 EPS 2.30 元，符合預期。1Q24 為橘子的旺季，主力遊戲《新楓之谷》六轉於 01/10/2024 上線，新職業「森林之子琳恩」則於 03/2024 登場，使得 1Q24 營收 YOY 連續衰退六個季度後再度翻正。

2024 年 5 月 14 日

2Q24 因營收維持淡季水準，費用《波拉西亞戰記》預熱活動而偏高，使得 2Q24 獲利受影響：

2Q24 為橘子的淡季，因《波拉西亞戰記》於 2Q24 季底推出，營收維持淡季水準。費用的部分，則因為《波拉西亞戰記》預熱活動而導致費用高於 1Q24。預估 2Q24 橘子營收為 24.55 億元，QOQ -26.33%，YOY +17.71%；稅後純益為-7,536 萬元，因營收維持淡季水準，費用又偏高所導致；稅後 EPS -0.43 元。

橘子宣布出售樂點 16%股權給網銀國際，且會辦理現增引進策略投資夥伴，如未行使原股東優先認購權，未來將會喪失控制權，交由合作夥伴經營走向國際：

橘子宣布將出售子公司樂點 16%股權給網銀國際，交易價格為 6.4 億元。本次股權交易完成後，樂點將辦理現金增資，引進策略投資夥伴，此增資案若董事會決議未行使原股東的優先認購權，則增資完成後，橘子對樂點的持股比例預計將從 74%降至 50%以下，亦即將喪失控制權，不過仍會與合作夥伴深化合作並走向國際。

樂點主要歸類在橘子的支付業務裡面，2023 年支付業務約佔整體營收 4.8%，而支付業務裡面又分為樂點和橘子支付(6036)，以營收而言，樂點約佔支付業務裡面的 99%。不過橘子支付虧損 1.5 億元，而支付業務則只有淨損 305 萬元，也就是樂點淨利為 1.47 億元。橘子 2023 年淨利為 5.75 億元，故樂點佔整體獲利達 25.6%。雖然未來有可能喪失控制權，不過若成功將樂點導向國際市場，未來在業外收入方面是可以期待的。而公司若喪失控制權後，出售子公司樂點的獲利將可認列於業外。

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》因 2024 年推出六轉營收有望較 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。《波拉西亞戰記》於 05/03/2024~05/12/2024 開始招募「英雄前哨戰」刪檔菁英測試玩家，並預告測試將於 05/16/2024~05/19/2024 登場，玩家只要報名「英雄前哨戰」、完成測試體驗並填寫問卷，即可獲得虛寶獎勵。封測目前也是依照公司之前所提的進度，故上市時間應該也會落在 2Q24 季底，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 5 月 14 日

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 80 元來計算，現金殖利率為 4.1%。

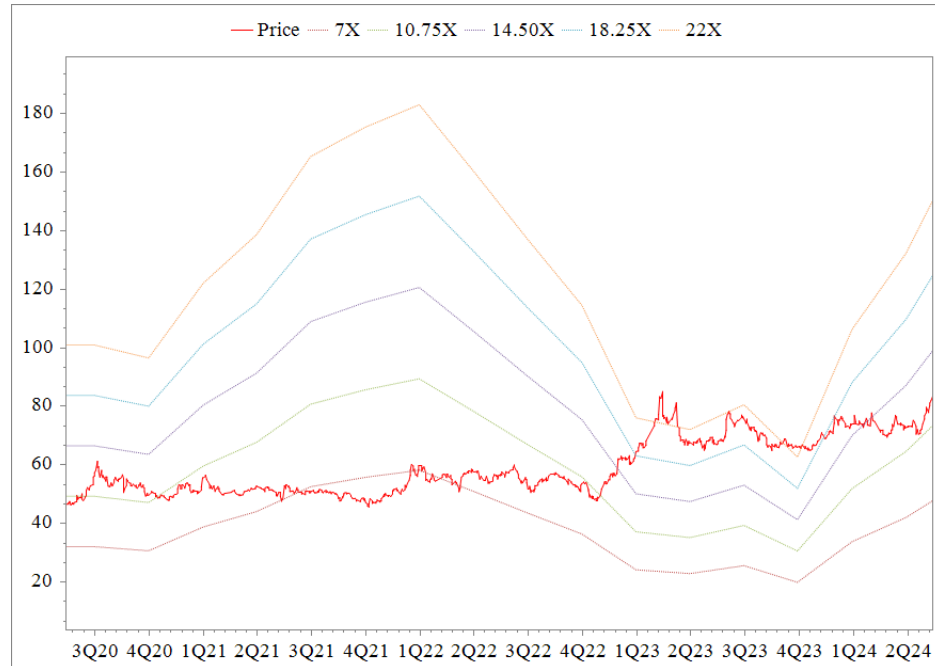
綜合以上，預估 2024 年營收為 128.25 億元，YOY +30.99%；稅後純益為 10.56 億元，YOY +83.55%；稅後 EPS 6.02 元。

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，目標價調升至 108 元，是以未來四季 PER 13x 來評價。

2024 年 5 月 14 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 14 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	9,473	10,387	9,822	10,431	11,127
流動資產	5,432	5,899	5,264	7,498	6,051
現金及約當現金	3,419	3,737	3,157	4,631	3,693
應收帳款與票據	888	806	619	1,289	736
存貨	123	129	109	178	122
採權益法之投資	121	135	117	7	154
不動產、廠房設備	2,797	2,812	2,836	2,821	2,806
負債總計	3,620	4,098	4,035	4,115	4,301
流動負債	3,459	3,938	3,860	5,005	4,040
應付帳款及票據	571	617	616	738	677
非流動負債	161	160	176	-1,012	200
權益總計	5,852	6,289	5,787	6,316	6,826
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	3,253	3,763
母公司業主權益	5,408	5,852	5,377	5,906	6,418
負債及權益總計	9,473	10,387	9,822	10,431	11,127

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	2,574	2,471	968	2,407	1,975
稅前純益	1,445	1,708	688	1,438	1,851
折舊及攤銷	891	582	647	584	581
營運資金變動	144	121	207	-617	548
其他營運現金	94	59	-573	1,002	-1,004
投資活動現金	-504	-1,234	-454	1,308	-2,201
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	1,499	-2,010
籌資活動現金	-1,017	-1,038	-1,096	-2,242	-711
長借/公司債變動	-160	-80	0	-1,187	1,211
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	-528	-1,045
淨現金流量	1,021	318	-580	1,473	-938
期初現金	2,398	3,419	3,737	3,157	4,631
期末現金	3,419	3,737	3,157	4,631	3,693

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	12,825	13,616
營業成本	6,615	6,523	5,996	7,646	7,989
營業毛利淨額	4,757	4,865	3,795	5,179	5,627
營業費用	3,023	3,107	3,155	3,771	3,800
營業利益	1,734	1,759	640	1,408	1,827
EBITDA	2,340	2,275	1,292	2,275	2,275
業外收入及支出	-289	-71	0	30	24
稅前純益	1,445	1,708	688	1,438	1,851
所得稅	436	430	127	382	463
稅後純益	1,106	1,280	575	1,056	1,390
稅後 EPS(元)	6.30	7.29	3.28	6.02	7.92
完全稀釋 EPS**	6.30	7.29	3.28	6.02	7.92

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%	30.99%	6.17%
營業毛利淨額	19.86%	2.27%	-22.00%	36.47%	8.64%
營業利益	52.46%	1.41%	-63.62%	120.06%	29.75%
稅後純益	26.79%	15.68%	-55.05%	83.54%	31.65%

獲利能力分析(%)

毛利率	41.83%	42.72%	38.76%	40.38%	41.32%
EBITDA(%)	20.58%	19.98%	13.20%	17.74%	16.71%
營益率	15.25%	15.44%	6.53%	10.98%	13.41%
稅後純益率	9.73%	11.24%	5.87%	8.23%	10.21%
總資產報酬率	11.68%	12.32%	5.86%	10.12%	12.49%
股東權益報酬率	18.90%	20.35%	9.94%	16.72%	20.36%

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	6.84	6.84
應收帳款天數	29.70	27.15	26.56	27.15	27.15

2024 年 5 月 14 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	2,154	3,034	2,086	2,672	1,999	3,332	2,455	4,077	2,961	3,956	2,969	3,860
營業成本	1,289	1,767	1,326	1,584	1,319	1,898	1,537	2,331	1,880	2,223	1,858	2,132
營業毛利淨額	865	1,267	760	1,088	680	1,435	918	1,746	1,081	1,733	1,111	1,727
營業費用	822	816	715	823	801	901	1,000	1,040	830	1,010	870	1,020
營業利益	44	451	45	266	-121	533	-82	706	251	723	241	707
業外收入及支出	7	5	8	6	29	12	6	6	6	6	6	6
稅前純益	51	456	53	271	-92	545	-76	712	257	729	247	713
所得稅	38	120	-15	88	-66	140	0	178	64	182	62	178
稅後純益	18	336	67	186	-15	404	-75	534	193	548	186	535
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)	0.10	1.92	0.38	1.06	-0.08	2.30	-0.43	3.04	1.10	3.12	1.06	3.05

獲利能力(%)

毛利率(%)	40.17%	41.76%	36.43%	40.74%	34.00%	43.05%	37.40%	42.82%	36.50%	43.82%	37.41%	44.75%
營業利益率(%)	2.03%	14.85%	2.14%	9.95%	-6.07%	16.01%	-3.33%	17.31%	8.47%	18.29%	8.11%	18.32%
稅後純益率(%)	0.81%	11.08%	3.22%	6.98%	-0.73%	12.12%	-3.07%	13.10%	6.52%	13.84%	6.25%	13.87%

QoQ(%)

營業收入淨額	-36.67%	40.88%	-31.26%	28.12%	-25.19%	66.70%	-26.33%	66.06%	-27.37%	33.60%	-24.95%	30.01%
營業利益	-93.29%	930.27%	-90.08%	494.99%	N.A	N.A	N.A	N.A	-64.46%	188.55%	-66.73%	193.76%
稅前純益	-92.35%	795.83%	-88.42%	414.39%	N.A	N.A	N.A	N.A	-63.92%	184.15%	-66.18%	189.05%
稅後純益	-96.44%	1817.22%	-80.04%	177.86%	N.A	N.A	N.A	N.A	-63.86%	183.68%	-66.12%	188.54%

YoY(%)

營業收入淨額	-7.50%	-10.98%	-13.99%	-21.43%	-7.19%	9.82%	17.71%	52.57%	48.13%	18.72%	20.93%	-5.33%
營業利益	-90.42%	-42.67%	-83.86%	-59.23%	N.A	18.38%	N.A	165.41%	N.A	35.63%	N.A	0.23%
稅前純益	-80.80%	-35.93%	-81.21%	-59.20%	N.A	19.60%	N.A	162.15%	N.A	33.80%	N.A	0.22%
稅後純益	-91.14%	-35.53%	-72.94%	-62.15%	N.A	20.15%	N.A	186.42%	N.A	35.56%	N.A	0.22%

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。