

研究員：劉宜和 yiholliu@capital.com.tw

前日收盤價	72.40 元
目標價	
3 個月	90.00 元
12 個月	90.00 元

上奇(6123 TT)

Buy

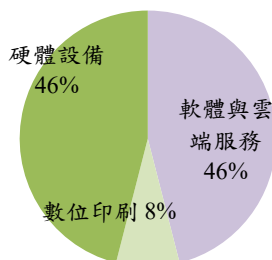
近期報告日期、評等及前日股價

03/04/2024	達目標價	70.30
12/07/2023	Trading Buy	67.90
06/07/2023	Neutral	60.50
02/08/2023	達目標價	60.50
01/30/2023	Trading Buy	55.00

公司基本資訊

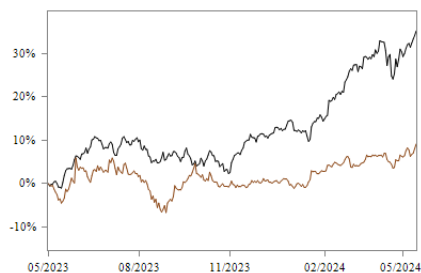
目前股本(百萬元)	621
市值(億元)	45
目前每股淨值(元)	20.94
外資持股比(%)	2.73
投信持股比(%)	0.00
董監持股比(%)	8.78
融資餘額(張)	414
現金股息配發率(%)	101.27

產品組合



股價相對大盤走勢

— 6123 — TWSE



小金雞掛牌提升公司價值，給予 Buy 投資建議。

投資建議：雲端服務以及數位印刷業務營收在 2024 年成長，並且帶動獲利能力提升，預期營收、獲利皆重回成長軌道，子公司昕琦雲端將要興櫃，且為高股息殖利率個股，給予 Buy 投資評等。**雲端服務業務帶動成長，1Q24 營收 13.04 億元，QoQ+1.30%，**

EPS0.84 元：雖然數位印刷以及企業服務業務進入傳統淡季，營收雙雙季減，但因 SaaS 加大推動業務力道帶動營收增加，以及 IaaS 業務在日本營收擴增，帶動雲端業務營收成長，帶動營運表現淡季不淡，1Q24 營收 13.04 億元，QoQ+1.30%。公司產品組合轉差，1Q24 毛利率下滑至 15.14%，稅後淨利 0.52 億元，QoQ+29.39%，EPS0.84 元。

雲端業務持續成長，預估 2Q24 營收 13.38 億元，QoQ+2.55%，EPS1.12 元：展望 2Q24，企業服務業務回溫，數位印刷業務將受惠於天氣漸熱，軟性包材使用率提升，帶動數位印刷營收在季底回溫；雲端服務將受惠於 IaaS 業務成長，主要來自於台灣客戶加速在多個企業導入數位 APP 服務，以及日本新創軟體服務業者業務成長，帶動雲端資料流量成長，推升雲端業務營收，預估 2Q24 營收 13.38 億元，QoQ+2.55%，稅後淨利 0.69 億元，QoQ+33.05%，EPS1.12 元。

營運重回成長軌道，預估 2024 年營收 56.72 億元，YoY+8.85%，EPS4.50 元：展望 2024 年，雖然企業服務業務營運穩定，但是雲端業務受到台灣客戶多樣應用驅動雲端流量成長，以及日本 IaaS 業務持續成長，推升雲端服務營收上揚；終端消費需求預期在 2024 年回溫，帶動數位印刷營收重回成長，預估 2024 年營收 56.72 億元，YoY+8.85%。毛利率高於公司平均的雲端服務、數位印刷業務營收成長，預期毛利率優於 2023 年的水準，預估稅後淨利 2.80 億元，YoY+14.12%，EPS4.50 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	5,210	5,672	5,878	1,238	1,183	1,502	1,288	1,304	1,338	1,664	1,365	1,281
營業毛利淨額	827	909	958	189	196	224	219	198	225	256	231	201
營業利益	361	425	439	84	78	98	102	84	106	124	111	82
稅後純益	245	280	293	62	68	74	40	52	69	84	74	53
稅後 EPS(元)	3.95	4.50	4.72	1.00	1.10	1.20	0.65	0.84	1.12	1.35	1.19	0.86
毛利率(%)	15.88%	16.04%	16.29%	15.23%	16.60%	14.90%	16.99%	15.14%	16.84%	15.36%	16.92%	15.66%
營業利益率(%)	6.93%	7.50%	7.48%	6.74%	6.57%	6.54%	7.92%	6.47%	7.92%	7.47%	8.10%	6.38%
稅後純益率(%)	4.70%	4.93%	4.99%	5.01%	5.77%	4.96%	3.14%	4.00%	5.20%	5.04%	5.42%	4.15%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.45%	8.85%	3.64%	-9.02%	-4.51%	27.00%	-14.26%	1.30%	2.55%	24.42%	-17.95%	-6.17%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.46%	14.12%	4.79%	-25.08%	9.87%	9.14%	-45.77%	29.39%	33.05%	20.75%	-11.75%	-28.28%

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 6.21 億元計算。

上奇科技 ESG：

訂定誠信經營守則及道德行為守則，明訂反貪污及賄賂、保密機制、反壟斷及不公平競爭行為、內線交易禁止及監督舉報等不誠信行為之禁止與防範措施，建立不誠信行為風險之評估機制，並明定稽核單位應對不誠信行為風險評估結果擬訂稽核計畫及查核結果之通報程序等，另參考 ISO 37001 企業反賄賂管理體系內容，積極推動提倡企業誠信、正直核心價值，防範貪腐事件發生，重視公司治理，落實精實管理，透過持續經營創新，以尊重員工讓其充分發揮所長的企業工作環境，同為企業生命共同體，共同擴大營運利益，回饋股東及利害關係人支持，並對社會整體產生具體的貢獻。

因公司主要從事專業資訊軟硬體銷售服務、雲端軟體服務已集數位印刷設備及服務等業務，慎選銷售的服務與產品符合淨零碳排趨勢，其中，IaaS 主要供應商 AWS 在再生能源的使用上設定了目標，到 2025 年實現全球基礎設施 100% 使用再生能源。

上奇科技轉型為虛擬運營商：

上奇科技成立於 07/1991，集團發展過程可略分為三階段。

加值經銷商時代：1991~2013 年，此階段主要銷售歐美原廠電腦軟、硬體，並配合教育訓練經營產品線與提升市場滲透率，擴增營運的過程當中併購香港、中國的經銷商、代理商同業，2002 年掛牌上櫃後並在海外設立分公司，營運據點遍及香港、中國、新加坡以及馬來西亞。

轉型期：2013~2021 年，此階段初期為因應歐美原廠興起 SaaS 服務，增加雲端應用軟體銷售力道，軟體經銷模式進行轉型；雲端服務興起，新創網路服務業者 IaaS 資料傳輸量增加，看好雲端服務發展趨勢加入流量銷售業務；一物一碼的包裝需求興起，公司代理 HP Indigo 數位印刷系統，供應軟、硬體、耗材及教學。

虛擬運營商時期：2022 年以後，硬體設備與服務業務為穩定的金牛事業，帶來穩定的獲利與現金流，在轉型時期切入的 IaaS、數位包裝相關業務進入發展期，其中，IaaS 業務搭配自家研發的 ARMIN 自動化管理平台，透過妥善建置的自動化運作體系交付 IaaS 流量給客戶，並透過帳務系統每月出帳，達成營運費用精簡極大化的目標，未來營運將隨客戶數位印刷耗材用量，以及 IaaS 資料流量成長。

表一、上奇科技業務型態

業務	業務簡述	毛利率
軟體與雲端服務	銷售單機版軟體、SaaS與IaaS雲端服務使用權。	★★
數位印刷服務	供應印刷設備軟、硬體及耗材，並提供操作訓練讓使用者能夠大量產製客製化印刷品。	★★★
硬體設備與服務	提供企業、政府與校園IT系統軟、硬體架設解決方案。	★

資料來源：上奇，群益投顧彙整

2024 年 5 月 16 日

雲端服務業務帶動成長，1Q24 營收 13.04 億元，QoQ+1.30%，EPS0.84 元：

雖然數位印刷以及企業服務業務進入傳統淡季，營收雙雙季減，但因 SaaS 加大推動業務力道帶動營收增加，以及 IaaS 業務在日本營收擴增，帶動雲端業務營收成長，帶動營運表現淡季不淡。

在雲端業務方面，雖然雲端應用軟體(SaaS)訂閱收入在 1Q24 前半期受到農曆長假縮短工作天數影響，但在 03/2024 加大推動業務力道，讓雲端訂閱營收快速回溫；在雲端平台(IaaS)業務方面，自 2Q23 起經營日本市場有成，目前在日本已有雙位數新創業者客戶，雲端流量成長，雲端業務營收 5.94 億元，QoQ+9.20%。

在數位印刷業務方面，每年 1Q 多為營運淡季，數位印刷耗材出貨量較少，但因數位印刷機客戶有換機需求，出售數位印刷機，減緩淡季衝擊，數位印刷業務營收 1.02 億元，QoQ-18.01%。

在企業服務業務方面，每年首季為企業業務淡季，碩泰網通營收季減，香港 Senco-Masslink 因擴大政府相關系統整合業務，營收較 4Q23 微增，企業服務業務營收 6.08 億元，QoQ-1.76%。

雲端服務業務帶動成長，1Q24 營收 13.04 億元，QoQ+1.30%。

因雲端服務中的 SaaS 業務營收比重提升，以及數位印刷業務營收比重下滑，公司產品組合轉差，1Q24 毛利率下滑至 15.14%，因中華民國政府在 2023 年實行受控外國公司(CFC)制度，導致實質營運公司會分配盈餘給境外控股公司時被課稅，但公司在 2023 年陸續調整投資架構之後，1Q24 為受 CFC 制度高賦稅的最後一季，稅後淨利 0.52 億元，QoQ+29.39%，EPS0.84 元。

雲端業務持續成長，預估 2Q24 營收 13.38 億元，QoQ+2.55%，EPS1.12 元：

展望 2Q24，企業服務業務回溫，數位印刷業務將受惠於天氣漸熱，軟性包材使用率提升，帶動數位印刷營收在季底回溫；雲端服務將受惠於 IaaS 業務成長，主要來自於台灣客戶加速在多個企業導入數位 APP 服務，以及日本新創軟體服務業者業務成長，帶動雲端資料流量成長，推升雲端業務營收。

雲端業務持續成長，預估 2Q24 營收 13.38 億元，QoQ+2.55%。

雲端業務中的 IaaS 營收快速成長，整體產品組合轉佳，預期 2Q24 毛利率將優於 1Q24 的水準，加上公司已調整境外投資架構，已無需額外繳付因 CFC 制度產生的稅負，預估稅後淨利 0.69 億元，QoQ+33.05%，EPS1.12 元。

營運重回成長軌道，預估 2024 年營收 56.72 億元，YoY+8.85%，EPS4.50 元：

展望 2024 年，雖然企業服務業務營運穩定，但是雲端業務受到台灣客戶多樣應用驅動雲端流量成長，以及日本 IaaS 業務持續成長，推升雲端服務營收上揚；終端消費需求預期在 2024 年回溫，帶動數位印刷營收重回成長。

在雲端業務方面，台灣企業數位化程度持續提升，企業以 APP 進一步施行虛實整合服務客戶，提升客戶體驗、增進顧客忠誠度；除此之外，雲端上

2024 年 5 月 16 日

進行的業務持續增長，舉凡線上遊戲、影音串流、電子商務等…，皆推升資料中心流量。

除了台灣雲端業務持續成長，公司在印尼、馬來西亞業務蒸蒸日上，並在 2Q23 參加在日本京都舉辦的 Infinity Ventures Summit，攜手日本創投業者與日本新創業者近距離交流，並與新創企業合作夥伴進行雲端用量的規劃、雲端成本優化和全球業務版圖的拓展，目前已獲取雙位數日本客戶，預期 2024 年日本業務加大貢獻營收。

在數位印刷業務方面，短期終端需求不明，導致 2023 年印刷機銷售遞延，隨著客戶營運回溫，預期在 2024 年印刷機銷售可望回復到成長軌道上，帶動數位印刷營收重回成長

在企業服務業務方面，子公司 Senco-Masslink 在港澳地區的教育市場硬體銷售市佔率為第一，且擴及中大型企業銷售，近期並加速切入政府相關 SI 專案，預期整體銷售狀況持穩，預期 2024 年營運穩定。

雲端業務、數位印刷營運重回成長軌道，預估 2024 年營收 56.72 億元，YoY+8.85%。

因毛利率高於公司平均的雲端服務、數位印刷業務營收成長，預期毛利率優於 2023 年的水準，預估稅後淨利 2.80 億元，YoY+14.12%，EPS4.50 元。

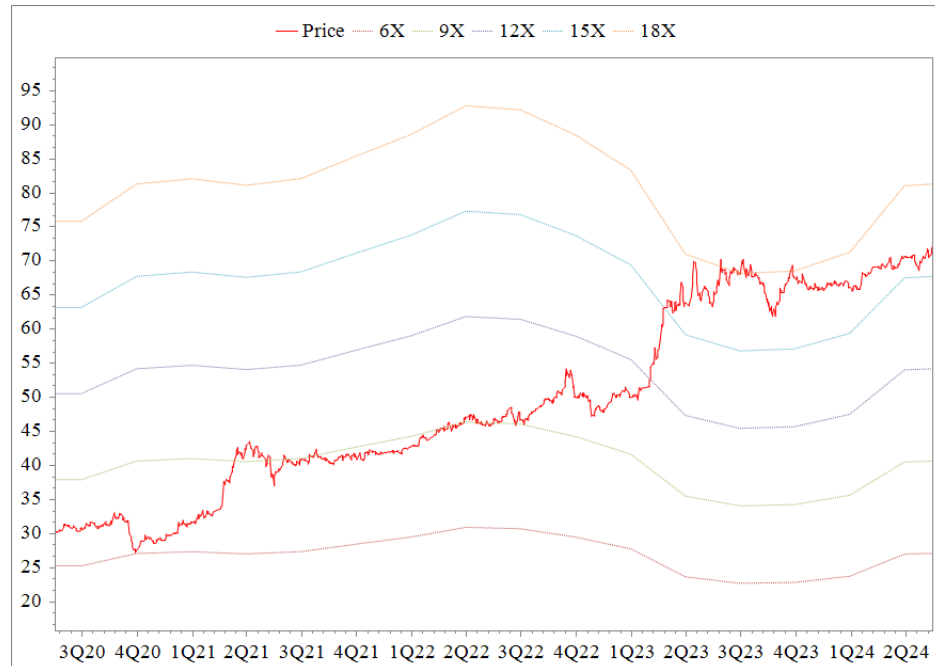
上奇集團中主要負責雲端服務業務的昕琦雲端(7747 TT)將於 2Q24 上興櫃，預估 2024 年 EPS 至少將為 3 元，以台灣同業伊雲谷(6689 TT)本益比約 30 倍評價，預期在興櫃市場中股價約達 90 元水準，以昕琦雲端興櫃後股本 2.34 億元計算，每股淨值約 20 元，上奇集團持有昕琦雲端股權將可望增值，上奇持有昕琦雲端 74%股權，若昕琦雲端興櫃後股價來到 90 元，持股價值將增加 12 億元，有助於提升公司價值。

公司已宣布 2023 年現金股利 4 元，且 2024 年營運回溫，預計現金股利將至少 4 元，以 2024/5/16 收盤價 72.4 元計算，現金股息殖利率約為 5.5%，屬於高股息殖利率個股。

投資建議：

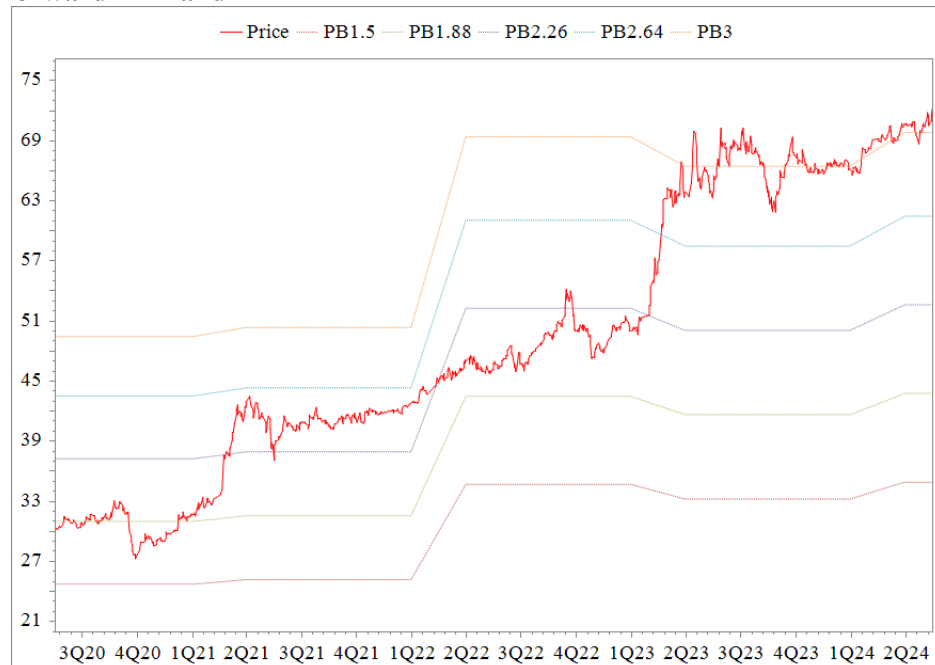
雲端服務以及數位印刷業務營收在 2024 年成長，並且帶動獲利能力提升，預期營收、獲利皆重回成長軌道，子公司昕琦雲端將要興櫃，且為高股息殖利率個股，給予 Buy 投資評等。

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 16 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	2,770	3,208	3,244	4,360	4,594
流動資產	2,210	2,513	2,547	2,525	2,564
現金及約當現金	1,262	1,395	1,411	1,394	1,422
應收帳款與票據	490	619	646	729	769
存貨	182	248	147	208	272
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	147	150	150	147	145
負債總計	1,455	1,433	1,564	2,422	2,552
流動負債	1,407	1,409	1,542	828	841
應付帳款及票據	354	468	465	531	377
非流動負債	48	24	22	1,531	1,803
權益總計	1,315	1,775	1,680	1,938	2,042
普通股股本	576	621	621	621	621
保留盈餘	466	617	561	779	883
母公司業主權益	1,043	1,436	1,375	1,445	1,453
負債及權益總計	2,770	3,208	3,244	4,360	4,594

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	636	223	337	505	567
稅前純益	427	468	419	452	475
折舊及攤銷	42	43	42	90	89
營運資金變動	259	-81	70	219	-257
其他營運現金	-92	-208	-195	-255	260
投資活動現金	-37	-29	-56	-202	-300
資本支出淨額	-12	-8	-11	-12	-12
長期投資變動	-24	-15	-43	-90	-90
其他投資現金	-1	-7	-2	-100	-198
籌資活動現金	-185	-162	-255	-240	-238
長借/公司債變動	0	0	0	-83	271
現金增資	0	221	0	0	0
發放現金股利	-229	-259	-311	-267	-286
其他籌資現金	43	-124	56	110	-224
淨現金流量	348	134	15	64	28
期初現金	914	1,262	1,395	1,330	1,394
期末現金	1,262	1,395	1,411	1,394	1,422

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	4,936	5,287	5,210	5,672	5,878
營業成本	4,081	4,408	4,383	4,762	4,920
營業毛利淨額	855	879	827	909	958
營業費用	442	451	466	484	518
營業利益	413	428	361	425	439
EBITDA	467	502	427	515	528
業外收入及支出	14	20	11	26	36
稅前純益	427	468	419	452	475
所得稅	75	79	106	87	86
稅後純益	280	320	245	280	293
稅後 EPS(元)	4.51	5.16	3.95	4.50	4.72
完全稀釋 EPS**	4.51	5.16	3.95	4.50	4.72

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 6.21【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 6.21 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	-2.23%	7.11%	-1.45%	8.85%	3.64%
營業毛利淨額	14.57%	2.79%	-5.85%	9.92%	5.31%
營業利益	34.48%	3.65%	-15.50%	17.70%	3.35%
稅後純益	15.20%	14.38%	-23.46%	14.12%	4.79%
獲利能力分析(%)					
毛利率	17.32%	16.62%	15.88%	16.04%	16.29%
EBITDA(%)	9.46%	9.50%	8.19%	9.08%	8.98%
營益率	8.36%	8.09%	6.93%	7.50%	7.48%
稅後純益率	5.67%	6.06%	4.70%	4.93%	4.99%
總資產報酬率	10.11%	9.98%	7.55%	6.42%	6.38%
股東權益報酬率	21.29%	18.04%	14.59%	14.43%	14.35%

償債能力檢視

負債比率(%)	52.52%	44.68%	48.21%	55.56%	55.56%
負債/淨值比(%)	110.61%	80.76%	93.09%	125.00%	125.00%
流動比率(%)	157.06%	178.29%	165.20%	305.00%	305.00%

其他比率分析

存貨天數	17.38	17.80	16.44	13.61	17.80
應收帳款天數	46.45	38.29	44.32	44.25	46.50

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	1,361	1,238	1,183	1,502	1,288	1,304	1,338	1,664	1,365	1,281	1,419	1,661
營業成本	1,136	1,050	986	1,278	1,069	1,107	1,112	1,409	1,134	1,080	1,178	1,403
營業毛利淨額	225	189	196	224	219	198	225	256	231	201	241	259
營業費用	112	105	119	126	117	113	119	131	120	119	129	135
營業利益	113	84	78	98	102	84	106	124	111	82	112	123
業外收入及支出	11	9	16	19	13	5	7	7	7	9	9	9
稅前純益	124	93	94	117	115	90	113	131	118	91	121	132
所得稅	23	16	14	19	56	22	20	24	21	16	22	24
稅後純益	83	62	68	74	40	52	69	84	74	53	76	82
最新股本	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621
稅後EPS(元)	1.33	1.00	1.10	1.20	0.65	0.84	1.12	1.35	1.19	0.86	1.23	1.33

獲利能力(%)

毛利率(%)	16.54%	15.23%	16.60%	14.90%	16.99%	15.14%	16.84%	15.36%	16.92%	15.66%	16.99%	15.57%
營業利益率(%)	8.31%	6.74%	6.57%	6.54%	7.92%	6.47%	7.92%	7.47%	8.10%	6.38%	7.92%	7.42%
稅後純益率(%)	6.09%	5.01%	5.77%	4.96%	3.14%	4.00%	5.20%	5.04%	5.42%	4.15%	5.37%	4.95%

QoQ(%)

營業收入淨額	-11.37%	-9.02%	-4.51%	27.00%	-14.26%	1.30%	2.55%	24.42%	-17.95%	-6.17%	10.80%	17.04%
營業利益	-6.82%	-26.14%	-6.97%	26.40%	3.82%	-17.19%	25.53%	17.26%	-11.00%	-26.08%	37.48%	9.64%
稅前純益	-11.37%	-25.38%	1.64%	24.80%	-2.06%	-22.16%	26.32%	16.19%	-10.48%	-22.87%	33.77%	8.94%
稅後純益	-10.07%	-25.08%	9.87%	9.14%	-45.77%	29.39%	33.05%	20.75%	-11.75%	-28.28%	43.60%	7.93%

YoY(%)

營業收入淨額	32.89%	6.40%	-3.55%	-2.21%	-5.40%	5.33%	13.11%	10.81%	6.04%	-1.79%	6.12%	-0.17%
營業利益	12.39%	-7.29%	-24.67%	-19.07%	-9.83%	1.09%	36.42%	26.55%	8.50%	-3.15%	6.06%	-0.84%
稅前純益	25.84%	3.85%	-18.23%	-16.11%	-7.31%	-3.31%	20.17%	11.89%	2.27%	1.34%	7.31%	0.61%
稅後純益	21.39%	-3.29%	-15.81%	-19.21%	-51.28%	-15.86%	1.89%	12.73%	83.44%	1.68%	9.74%	-1.91%

註1：稅後EPS以股本6.21億元計算

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。