

2024 年 9 月 19 日

研究員：陳執中 [tc.chen@capital.com.tw](mailto:tc.chen@capital.com.tw)

前日收盤價 61.101.10 元  
目標價  
3 個月 68 元  
12 個月 68 元

近期報告日期、評等及前日股價

09/02/2024 Buy 62.60

## 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 621  
市值(億元) 38  
目前每股淨值(元) 23.73  
外資持股比(%) 3.05  
投信持股比(%) 0.00  
董監持股比(%) 8.78  
融資餘額(張) 499  
現金股息配發率(%) 101.27

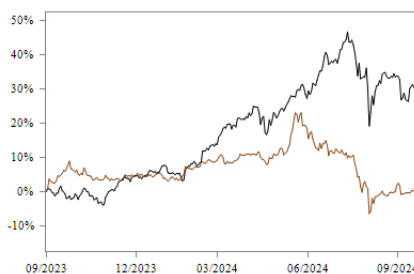
## 產品組合



- 企業用戶產品與服務:53.00%
- 專業雲端軟體與雲端服務:39.00%
- 數位印刷設備與服務:8.00%

## 股價相對大盤走勢

— 6123 — TWSE



## 上奇(6123 TT)

Trading Buy

2024 年營運穩定，現金殖利率高，投資建議 Trading Buy。

**投資建議 Trading Buy**：預估 2024 年營運表現穩定。公司配發高現金股利，若以現金股利 4 元來看，目前現金殖利率高達 6.5%。考量短期無額外利多拉升評價，投資建議調整至 Trading Buy，目標價 68 元(以 2024 年 EPS 及 PE 17 倍評價)。

**2H24 營運表現將優於 1H24**：3Q24 方面，CS 雲端服務事業營收維持季增態勢。受到客戶遷廠/換機、終端市場需求影響，IPS 智慧列印服務營收小幅年減，但與 2Q24 相比，營收表現穩定。因子公司 Senco-Masslink 於香港市場有商業、教育等專案進行，預估 ES 企業用戶服務營收將大幅季增。預估 3Q24 營收 15.81 億元，QoQ+22.72%、YoY+5.25%。獲利能力方面，受到產品組合影響，預估毛利率下降至 14.60%，因營業費用平穩，預估營業利益 1.01 億元，QoQ+35.13%。考量業外淨收入影響相對有限，且稅率略降，預估稅後純益 0.67 億元，QoQ+21.49%，ESP 1.09 元。4Q24 方面，CS 雲端服務事業營收將持續提升。因專案認列高峰為 3Q24，預估 ES 企業用戶服務營收將相對下滑。若數位印刷機台順利售出，且服務營收平穩，預估 IPS 智慧列印營收明顯季增。預估 4Q24 營收 14.14 億元，QoQ-10.52%，YoY+9.84%。受產品組合影響，預估毛利率回升至 15.56%，營業利益 0.99 億元，QoQ-1.83%。若業外淨收入、稅率變動有限，預估稅後純益 0.72 億元，QoQ+6.62%，EPS 1.16 元。

**預估 2024 年營收增長，獲利表現穩定**：預估 CS 雲端服務事業營收明顯增長，YoY+23.94%。而 IPS 智慧列印服務、ES 企業用戶服務表現相對穩定。預估 2024 年營收 55.87 億元，YoY+7.24%。預估毛利率 15.13%，因有子公司掛牌費用，營業費用相對提升，預估營業利益 3.59 億元，與 2023 年持平。2024 年整體獲利有望呈現穩定態勢，稅後純益 2.47 億元，YoY+0.80%，EPS 3.98 元。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	5,210	5,587	6,061	1,183	1,502	1,288	1,304	1,288	1,581	1,414	1,384	1,423
營業毛利淨額	827	845	946	196	224	219	198	197	231	220	216	226
營業利益	361	359	426	78	98	102	84	75	101	99	92	100
稅後純益	245	247	298	68	74	40	52	56	67	72	66	73
稅後 EPS(元)	3.95	3.98	4.80	1.10	1.20	0.65	0.84	0.89	1.09	1.16	1.06	1.18
毛利率(%)	15.88%	15.13%	15.61%	16.60%	14.90%	16.99%	15.14%	15.29%	14.60%	15.56%	15.60%	15.87%
營業利益率(%)	6.93%	6.43%	7.04%	6.57%	6.54%	7.92%	6.47%	5.80%	6.39%	7.01%	6.61%	7.04%
稅後純益率(%)	4.70%	4.42%	4.92%	5.77%	4.96%	3.14%	4.00%	4.31%	4.27%	5.08%	4.74%	5.15%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-1.45%	7.24%	8.47%	-4.51%	27.00%	-14.26%	1.30%	-1.25%	22.72%	-10.52%	-2.11%	2.81%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	-23.46%	0.80%	20.66%	9.87%	9.14%	-45.77%	29.39%	6.26%	21.49%	6.62%	-8.81%	11.84%

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(6123 TT) ESG：

上奇科技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，且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。公司主要從事專業資訊軟硬體銷售服務、雲端軟體服務、數位印刷設備/服務等業務，慎選銷售的服務與產品以符合淨零碳排趨勢。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。

## 公司概況：

上奇科技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。公司在擴增營運的過程中，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，進行軟體經銷模式轉型。因雲端服務興起，新創網路服務業者 IaaS 資料傳輸量增加，公司看好雲端服務發展趨勢加入流量銷售業務。由於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及 IaaS 資料流量成長。

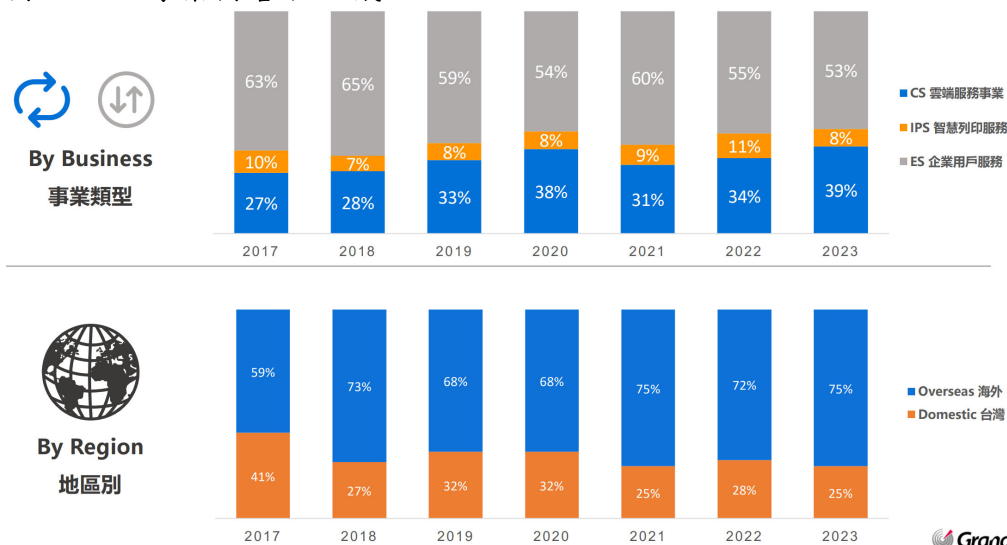
## 圖一、上奇集團事業組合



資料來源：上奇

2024 年 9 月 19 日

圖二、上奇集團營收組成



資料來源：上奇

## 2H24 營運表現將優於 1H24：

3Q24 方面，CS 雲端服務事業營收維持季增態勢。受到客戶遷廠/換機、終端市場需求影響，IPS 智慧列印服務營收小幅年減，但與 2Q24 相比，營收表現穩定。因子公司 Senco-Masslink 於香港市場有商業、教育等專案進行，預估 ES 企業用戶服務營收將大幅季增，並追上 3Q23 高檔表現。預估 3Q24 營收 15.81 億元，QoQ+22.72%、YoY+5.25%。獲利能力方面，受到產品組合影響，預估毛利率由 2Q24 的 15.29% 下降至 14.60%，因營業費用平穩，預估營業利益 1.01 億元，QoQ+35.13%、YoY+2.89%。考量業外淨收入影響相對有限，且稅率略降，預估稅後純益 0.67 億元，QoQ+21.49%、YoY-9.42%，ESP 1.09 元。

4Q24 方面，CS 雲端服務事業營收將持續提升。因專案認列高峰為 3Q24，預估 ES 企業用戶服務營收將相對下滑。若數位印刷機台順利售出，且服務營收平穩，預估 IPS 智慧列印營收明顯季增。預估 4Q24 營收 14.14 億元，QoQ-10.52%，YoY+9.84%。獲利能力方面，主要受產品組合影響，預估毛利率回升至 15.56%，營業利益 0.99 億元，QoQ-1.83%、YoY-2.70%。若業外淨收入、稅率變動有限，預估稅後純益 0.72 億元，QoQ+6.62%，YoY+78.10%，EPS 1.16 元。

## 預估 2024 年營收增長，獲利表現穩定：

2024 年方面，預估 CS 雲端服務事業營收明顯增長，YoY+23.94%。公司成長策略包含：1. 增加新客戶。持續接觸更多海內外新創公司，並且專注服務有高潛力走向全球市場的新創獨角獸、影音傳媒公司。2. 拓展新區域。發揮雲端無國界的特性與優勢，持續部屬全球市場，拓展香港、東南亞之經營，並於 2H23 正式進軍日本。3. 新策略夥伴。與國內外 Mega Partner(MSP)、VC 創投建立戰略性合作。而 IPS 智慧列印服務、ES 企業用戶服務表現相對穩定。預估 2024 年營收 55.87 億元，YoY+7.24%。預估毛利率 15.13%，因有子公司掛牌費用，營業費用相對提升，預估營業利益 3.59 億元，與 2023 年持平。2024 年整體獲利有望呈現穩定態勢，稅後純益 2.47 億元，YoY+0.80%，EPS 3.98 元。

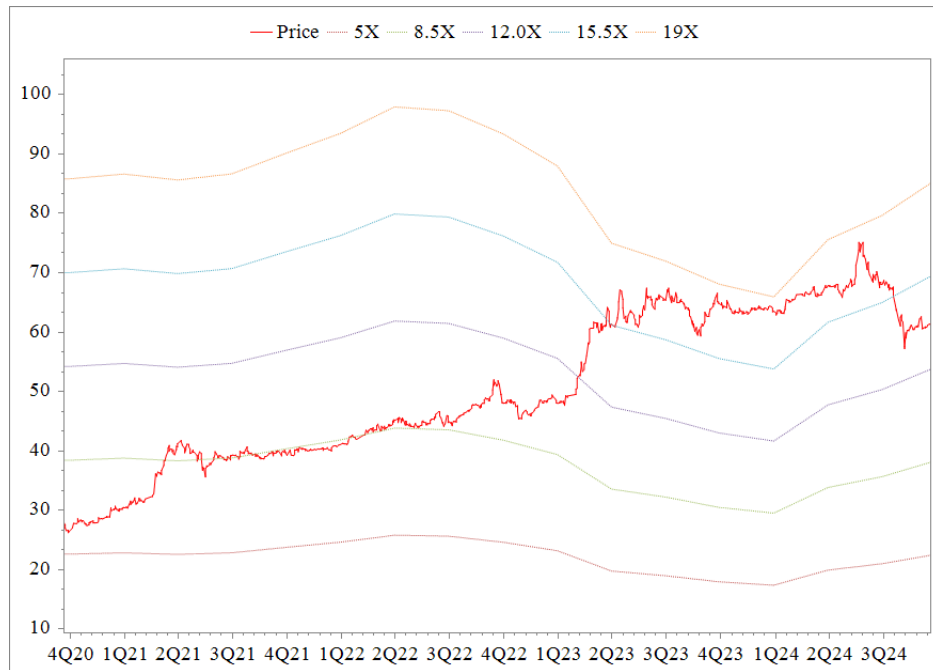
2024 年 9 月 19 日

## 投資建議：

預估 2024 年營運表現穩定。公司配發高額現金股利，若以現金股利 4 元來看，目前現金殖利率高達 6.5%。惟考量短期無額外利多拉升評價，投資建議由 Buy 調整至 Trading Buy，目標價調整至 68 元(以 2024 年 EPS 及 PE 17 倍評價)。

Forward PE Band

2024 年 9 月 19 日



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 9 月 19 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	2,770	3,208	3,244	3,364	3,459
流動資產	2,210	2,513	2,547	2,651	2,737
現金及約當現金	1,262	1,395	1,411	1,470	1,517
應收帳款與票據	490	619	646	670	691
存貨	182	248	147	217	232
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	147	150	150	152	153
<b>負債總計</b>	<b>1,455</b>	<b>1,433</b>	<b>1,564</b>	<b>1,612</b>	<b>1,569</b>
流動負債	1,407	1,409	1,542	1,559	1,520
應付帳款及票據	354	468	465	471	482
非流動負債	48	24	22	47	31
<b>權益總計</b>	<b>1,315</b>	<b>1,775</b>	<b>1,680</b>	<b>1,752</b>	<b>1,890</b>
普通股股本	<b>576</b>	<b>621</b>	<b>621</b>	<b>621</b>	<b>621</b>
保留盈餘	466	617	561	633	770
母公司業主權益	1,043	1,436	1,375	1,374	1,423
<b>負債及權益總計</b>	<b>2,770</b>	<b>3,208</b>	<b>3,244</b>	<b>3,364</b>	<b>3,459</b>

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	4,936	5,287	5,210	5,587	6,061
營業成本	4,081	4,408	4,383	4,742	5,115
<b>營業毛利淨額</b>	855	879	827	845	946
營業費用	442	451	466	486	519
<b>營業利益</b>	413	428	361	359	426
<b>EBITDA</b>	467	502	427	448	517
業外收入及支出	14	20	11	46	48
稅前純益	427	468	419	406	474
所得稅	75	79	106	85	88
稅後純益	280	320	245	247	298
稅後 EPS(元)	4.51	5.16	3.95	3.98	4.80
完全稀釋 EPS**	4.51	5.16	3.95	3.98	4.80

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%	7.24%	8.47%
營業毛利淨額	14.57%	2.79%	-5.85%	2.15%	11.91%
營業利益	34.48%	3.65%	-15.50%	-0.53%	18.64%
稅後純益	15.20%	14.38%	-23.46%	0.80%	20.66%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	17.32%	16.62%	15.88%	15.13%	15.61%
EBITDA(%)	9.46%	9.50%	8.19%	8.02%	8.53%
營益率	8.36%	8.09%	6.93%	6.43%	7.04%
稅後純益率	5.67%	6.06%	4.70%	4.42%	4.92%
總資產報酬率	10.11%	9.98%	7.55%	7.34%	8.62%
股東權益報酬率	21.29%	18.04%	14.59%	14.10%	15.77%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	52.52%	44.68%	48.21%	47.92%	45.36%
負債/淨值比(%)	110.61%	80.76%	93.09%	92.00%	83.00%
流動比率(%)	157.06%	178.29%	165.20%	170.00%	180.00%

## 其他比率分析

存貨天數	17.38	17.80	16.44	14.00	16.00
應收帳款天數	46.45	38.29	44.32	43.00	41.00

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	636	223	337	421	439
稅前純益	427	468	419	406	474
折舊及攤銷	42	43	42	42	43
營運資金變動	259	-81	70	-87	-25
其他營運現金	-92	-208	-195	61	-53
<b>投資活動現金</b>	-37	-29	-56	-56	-48
資本支出淨額	-12	-8	-11	-11	-11
長期投資變動	-24	-15	-43	-30	-30
其他投資現金	-1	-7	-2	-15	-7
<b>籌資活動現金</b>	-185	-162	-255	-306	-344
長借/公司債變動	0	0	0	24	-15
現金增資	0	221	0	0	0
發放現金股利	-229	-259	-311	-248	-248
其他籌資現金	43	-124	56	-81	-80
<b>淨現金流量</b>	348	134	15	59	47
<b>期初現金</b>	914	1,262	1,395	1,411	1,470
<b>期末現金</b>	1,262	1,395	1,411	1,470	1,517

資料來源：CMoney、群益



2024 年 9 月 19 日

## 季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	1,238	1,183	1,502	1,288	1,304	1,288	1,581	1,414	1,384	1,423	1,725	1,529
營業成本	1,050	986	1,278	1,069	1,107	1,091	1,350	1,194	1,168	1,197	1,467	1,282
營業毛利淨額	189	196	224	219	198	197	231	220	216	226	257	247
營業費用	105	119	126	117	113	122	130	121	124	126	142	128
營業利益	84	78	98	102	84	75	101	99	92	100	116	119
業外收入及支出	9	16	19	13	5	17	12	12	12	12	12	12
稅前純益	93	94	117	115	90	92	113	111	104	112	128	131
所得稅	16	14	19	56	22	21	21	21	20	21	24	24
稅後純益	62	68	74	40	52	56	67	72	66	73	75	84
最新股本	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621
稅後EPS(元)	1.00	1.10	1.20	0.65	0.84	0.89	1.09	1.16	1.06	1.18	1.20	1.36

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	15.23%	16.60%	14.90%	16.99%	15.14%	15.29%	14.60%	15.56%	15.60%	15.87%	14.92%	16.14%
營業利益率(%)	6.74%	6.57%	6.54%	7.92%	6.47%	5.80%	6.39%	7.01%	6.61%	7.04%	6.71%	7.77%
稅後純益率(%)	5.01%	5.77%	4.96%	3.14%	4.00%	4.31%	4.27%	5.08%	4.74%	5.15%	4.34%	5.52%

## QoQ(%)

營業收入淨額	-9.02%	-4.51%	27.00%	-14.26%	1.30%	-1.25%	22.72%	-10.52%	-2.11%	2.81%	21.17%	-11.37%
營業利益	-26.14%	-6.97%	26.40%	3.82%	-17.19%	-11.43%	35.13%	-1.83%	-7.67%	9.49%	15.48%	2.57%
稅前純益	-25.38%	1.64%	24.80%	-2.06%	-22.16%	2.60%	23.07%	-1.63%	-6.84%	8.39%	13.82%	2.33%
稅後純益	-25.08%	9.87%	9.14%	-45.77%	29.39%	6.26%	21.49%	6.62%	-8.81%	11.84%	1.98%	12.93%

## YoY(%)

營業收入淨額	6.40%	-3.55%	-2.21%	-5.40%	5.33%	8.93%	5.25%	9.84%	6.13%	10.50%	9.11%	8.08%
營業利益	-7.29%	-24.67%	-19.07%	-9.83%	1.09%	-3.76%	2.89%	-2.70%	8.49%	34.11%	14.60%	19.74%
稅前純益	3.85%	-18.23%	-16.11%	-7.31%	-3.31%	-2.40%	-3.75%	-3.33%	15.70%	22.24%	13.05%	17.61%
稅後純益	-3.29%	-15.81%	-19.21%	-51.28%	-15.86%	-18.63%	-9.42%	78.10%	25.53%	32.11%	10.90%	17.46%

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。