

2023 年 1 月 29 日

研究員：劉宜和 yih.liu@capital.com.tw

前日收盤價 55.00 元
目標價
3 個月 60.00 元
12 個月 60.00 元

上奇(6123 TT)

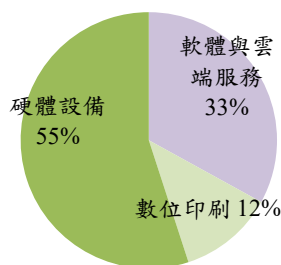
區間操作

近期報告日期、評等及前日股價

公司基本資訊

目前股本(百萬元) 621
市值(億元) 34
目前每股淨值(元) 18.38
外資持股比(%) 3.13
投信持股比(%) 0.00
董監持股比(%) 8.78
融資餘額(張) 333
現金股息配發率(F)(%) 82.16

產品組合



股價相對大盤走勢



數位印刷與雲端服務業務成長，給予區間操作投資建議。

投資建議：受惠於較高毛利率的數位印刷與雲端服務業務營收成長帶動，預期公司將維持獲利成長的態勢，以 2023 年獲利為基礎，輔以歷史本益比區間上緣約 11 倍評價，給與首次投資建議為區間操作，目標價 60 元。

雲端服務與數位印刷業務持續成長，2022 年營收 53.00 億元，YoY+7.39%，EPS5.19 元：

就 2022 年營運來看，硬體設備營收主要來自於香港教育標案市場，因半導體零組件缺料的影響，導致終端電子設備交貨遞延，預期硬體設備營收年減。在數位印刷業務方面，因不須事先製版即可印刷，具有靈活印製的特性，若在包裝上印上 QR Code，一包一碼的特性除了可讓包裝與消費者掃碼互動，並且可藉由消費者掃碼追蹤消費者行為，為新世代的行銷工具。在軟體與雲端服務方面，絕大多數客戶已在雲端經營業務，故不需要將客戶的資料搬上雲端，雲端使用費用反倒成為客戶斤斤計較的項目。上奇向雲端基礎建設供應商大量購買雲端使用時數，再將這些已購得雲端使用時數轉售給客戶，並利用自家研發的 ARMIN 平台達成自動化管理，降低管理成本，未來線上消費、娛樂、學習都添增雲端服務流量，帶動此業務營收持續成長，2022 年營收 53.00 億元，YoY+7.39%，稅後淨利 3.22 億元，YoY+15.18 億元，EPS5.19 元。

虛擬運營商經營模式帶動獲利成長，預估 2023 年營收 57.56 億元，YoY+8.59%，EPS5.72 元：

展望 2023 年，金融環境緊縮將壓抑終端需求，預期硬體銷售將呈現穩定的表現，在需求下滑的總體環境中，更需要具有創意的行銷方案開過市場，預期數位印刷業務仍有成長空間；雖然整體需求呈現放緩，企業會尋求更節省資本支出的方式經營，消費者也會尋求更低的購物成本，或以更低的成本取得需要的服務，雲端將是個很好的媒介與載體，未來將創造更多的流量，預估 2023 年營收 57.56 億元，YoY+8.59%。由於毛利率高於公司平均的數位印刷與雲端服務業務營收持續成長，將帶動公司毛利率持續向上，預估稅後淨利 3.55 億元，YoY+10.14%，EPS5.72 元。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
營業收入淨額	4,936	5,300	5,756	1,024	1,164	1,226	1,536	1,375	1,228	1,413	1,597	1,517
營業毛利淨額	855	885	1,000	211	196	213	245	231	210	241	270	278
營業利益	413	430	522	101	90	103	121	116	101	124	143	154
稅後純益	280	322	355	68	64	81	92	85	68	85	98	105
稅後 EPS(元)	4.51	5.19	5.72	1.10	1.03	1.30	1.48	1.37	1.09	1.36	1.58	1.69
毛利率(%)	17.32%	16.69%	17.37%	20.58%	16.85%	17.37%	15.93%	16.81%	17.08%	17.08%	16.93%	18.34%
營業利益率(%)	8.36%	8.11%	9.07%	9.82%	7.74%	8.41%	7.90%	8.41%	8.18%	8.79%	8.95%	10.16%
稅後純益率(%)	5.67%	6.08%	6.17%	6.66%	5.51%	6.61%	6.00%	6.19%	5.51%	5.99%	6.13%	6.91%
營業收入 YoY/QoQ(%)	-2.23%	7.39%	8.59%	-11.53%	13.64%	5.33%	25.27%	-10.49%	-10.63%	15.00%	13.06%	-5.02%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	15.20%	15.18%	10.14%	-16.02%	-5.96%	26.21%	13.73%	-7.65%	-20.40%	24.84%	15.83%	7.07%

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。

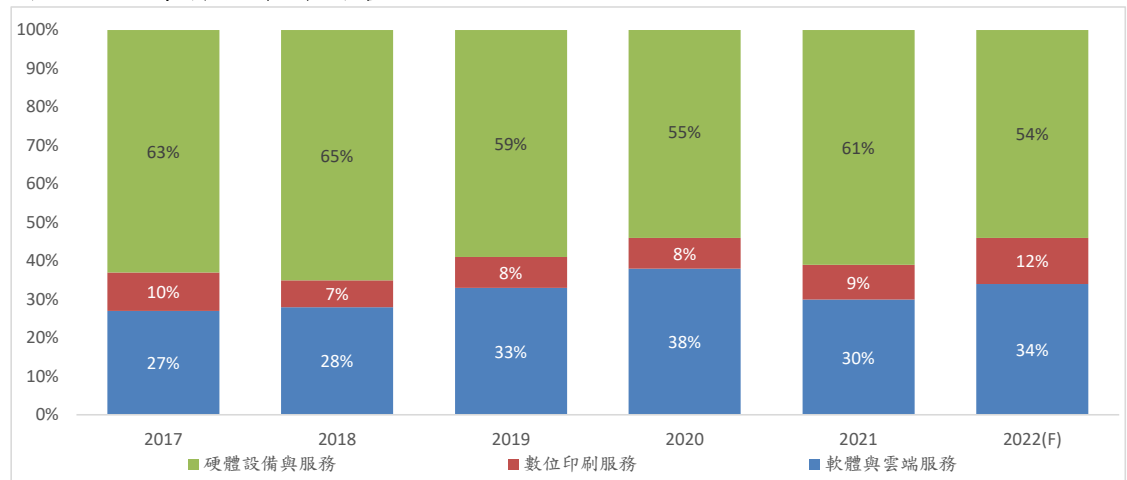
表一、上奇科技業務型態

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

2023 年 1 月 29 日

圖一、上奇科技業務別營收比重



資料來源：上奇，群益投顧彙整

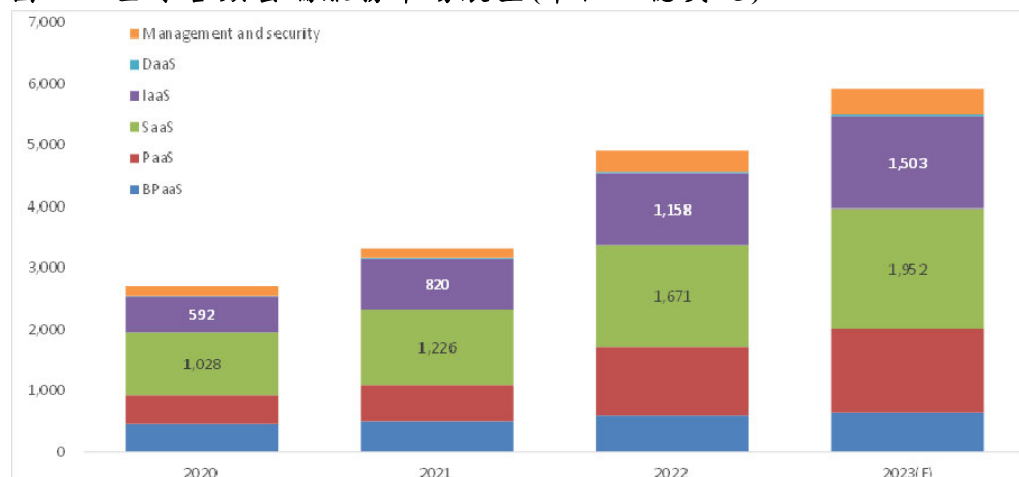
雲端基礎建設服務將持續成長：

根據市場研究機構資料，2023 年全球終端使用者花在公有雲服務上的支出可望成長 20.7%，達到 5,918 億美元，成長率比 2022 年的 18.8% 還高。

現階段的通貨膨脹壓力與總體經濟狀況正在對雲端支出產生推拉效應，雲端運算將繼續成為安全及創新的堡壘，因其敏捷、彈性與延展的特性可在不確定的時期支援成長。而在各種雲端服務中，基礎設施即服務 (IaaS) 成長幅度最大，相關支出預計從 2022 年的 1,157 億美元成長到 2023 年的 1,503 億美元，YoY+29.8%。其他雲端服務的支出規模依序是軟體即服務 (SaaS) 的 1,952 億美元，YoY+16.8%，基礎設施即服務 (IaaS) 的 1,503 億美元，YoY+29.8%，平臺即服務 (PaaS) 的 1,364 億美元，YoY+23.2%，業務流程即服務 (BPaaS) 的 651 億美元，YoY+8.3%，雲端管理與安全服務的 417 億美元，YoY+22%，以及桌面即服務 (DaaS) 的 31 億美元，YoY+22.3%。

就產業趨勢來看，遷移至雲端的腳步並不會停止，隨著企業加速 IT 的現代化以降低風險並優化成本，IaaS 支出自然會持續成長，此外，企業也能藉由訂閱來減少資本支出，在需要現金來維持營運的環境中將是個關鍵優勢。

圖二、全球各類雲端服務市場展望(單位：億美元)



資料來源：新興，群益投顧彙整

2023 年 1 月 29 日

雲端服務與數位印刷業持續成長，2022 年營收 53.00 億元，YoY+7.39%，EPS5.19 元：

就 2022 年營運來看，硬體設備營收主要來自於香港 Senco-Masslink，主要經營香港教育標案市場，因半導體零組件缺料的影響，導致終端電子設備交貨遞延，預期硬體設備營收年減。

在數位印刷業務方面，由於採用無毒環保油墨，符合現行環保趨勢，數位印刷不須事先製版即可印刷，具有靈活印製的特性，若在包裝上印上 QR Code，一包一碼的特性除了可讓包裝與消費者掃碼互動，創造更多行銷議題，並且可藉由消費者掃碼追蹤消費者行為，為新世代的行銷工具，受到保健食品、美妝電商平台、軟包材供應商、行銷顧問公司等...客戶需求成長帶動，營收預期年增。

在軟體與雲端服務方面，由於上奇雲端服務客戶多為網路新創業者，經營的事業橫跨旅遊、直播、影音串流、零售電商、線上娛樂、線上學習、工業 4.0 應用等...，由於絕大多數客戶已在雲端經營業務，故不需要將客戶的資料搬上雲端，反倒因為雲端平台資料傳輸的費用佔營運成本 20%~50% 不等，雲端使用費用反倒成為客戶斤斤計較的項目。

上奇向雲端基礎建設供應商大量購買雲端使用時數，因購買量大，故購入的單價低於一般使用者，上奇再將這些已購得雲端使用時數轉售給客戶，並利用自家研發的 ARMIN 平台統計客戶的資料傳輸量、計算費用並自動出帳，降低雲端業務經營成本，並可依據客戶使用的流量建議客戶最佳的資費方案，達成雙贏的局面，疫情後消費者在網路上進行的行為增加，消費、娛樂、學習都添增雲端服務流量，帶動此業務營收持續成長。

雲端服務與數位印刷業持續成長，2022 年營收 53.00 億元，YoY+7.39%。

由於硬體設備毛利率低於公司平均，雲端服務與數位印刷業務毛利率皆高於公司平均，2022 年毛利率較 2021 年成長，稅後淨利 3.22 億元，YoY+15.18 億元，EPS5.19 元。

虛擬運營商經營模式帶動獲利成長，預估 2023 年營收 57.56 億元，YoY+8.59%，EPS5.72 元：

展望 2023 年，金融環境緊縮將壓抑終端需求，預期硬體銷售將呈現穩定的表現，在需求下滑的總體環境中，更需要具有創意的行銷方案開過市場，預期數位印刷業務仍有成長空間；雖然整體需求呈現放緩，企業會尋求更節省資本支出的方式經營，消費者也會尋求更低的購物成本，或以更低的成本取得需要的服務，雲端將是個很好的媒介與載體，未來將創造更多的流量。

數位印刷業務出售印刷機、控制軟體之後，後續會隨著客戶的印刷用量收取費用，雖然印刷機保養、保修是上奇的責任，但相關的費用在可控的範圍內，數位印刷營收將隨著客戶用量增加而成長；雲端業務方面，預期在消費者深化網路使用頻率的趨勢下，預期雲端流量成維持成長趨勢，透過 ARMIN 自動化管理平台，管理成本不會隨著客戶雲端資料量呈線性成長，上奇將營收成長、管理成本小幅增加的營運模式稱為虛擬運營商模式，預期在此經營模式下，獲利成長率將優於營收成長率，帶動公司獲利向上。

2023 年 1 月 29 日

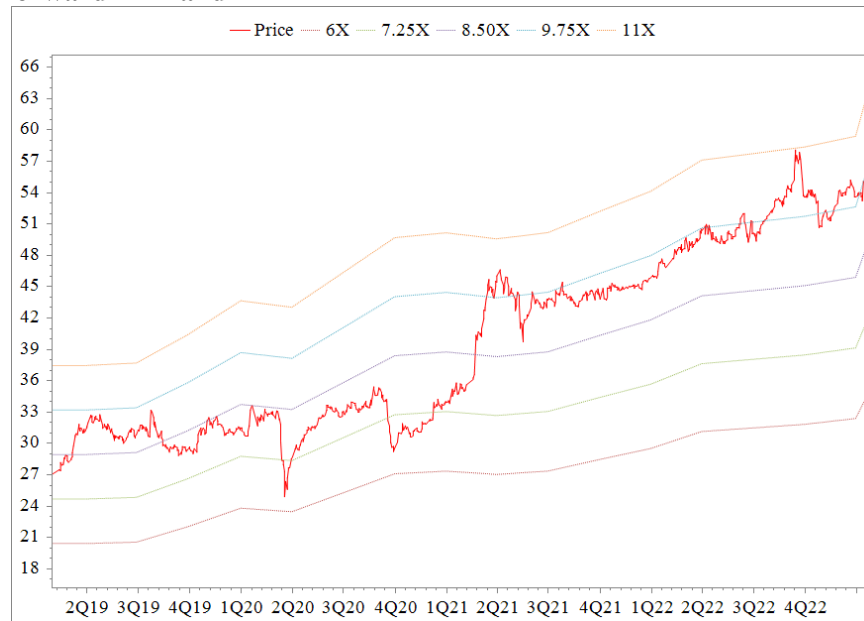
虛擬運營商經營模式帶動獲利成長，預估 2023 年營收 57.56 億元，YoY+8.59%。由於毛利率高於公司平均的數位印刷與雲端服務業務營收持續成長，將帶動公司毛利率持續向上，預估稅後淨利 3.55 億元，YoY+10.14%，EPS5.72 元。

投資建議：

受惠於較高毛利率的數位印刷與雲端服務業務營收成長帶動，預期公司將維持獲利成長的態勢，以 2023 年獲利為基礎，輔以歷史本益比區間上緣約 11 倍評價，給與首次投資建議為區間操作，目標價 60 元。

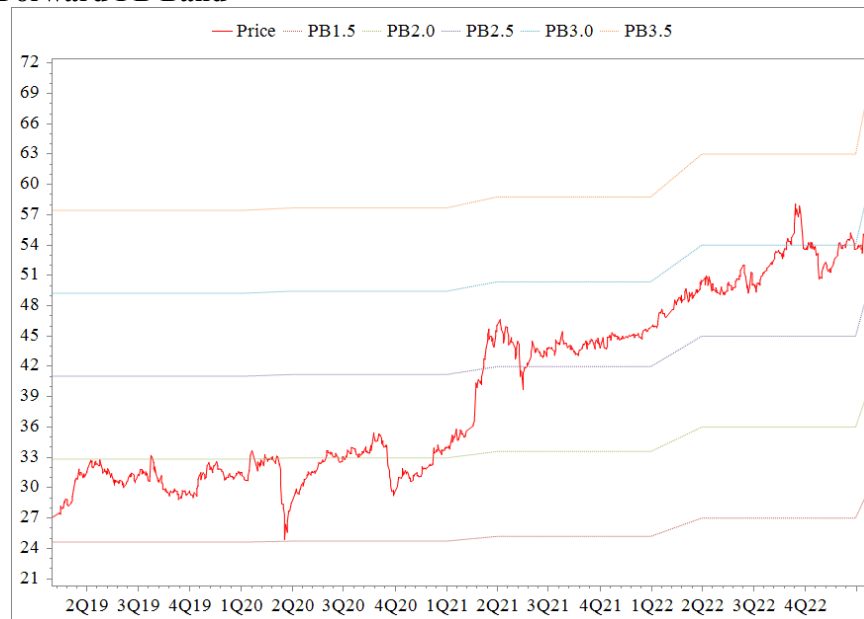
2023 年 1 月 29 日

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

2023 年 1 月 29 日

資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
資產總計	2,539	2,659	2,770	3,269	3,676
流動資產	2,018	2,202	2,147	2,462	2,521
現金及約當現金	852	914	1,262	1,232	1,364
應收帳款與票據	664	766	490	875	591
存貨	232	206	182	241	223
採權益法之投資	0	-	-	0	0
不動產、廠房設備	202	146	147	146	144
負債總計	1,323	1,389	1,455	1,809	2,042
流動負債	1,274	1,360	1,407	813	827
應付帳款及票據	373	395	354	469	410
非流動負債	48	29	48	882	1,160
權益總計	1,216	1,270	1,315	1,459	1,634
普通股股本	590	590	576	576	576
保留盈餘	348	433	466	610	784
母公司業主權益	1,019	1,023	1,043	1,117	1,207
負債及權益總計	2,539	2,659	2,770	3,269	3,676

損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業收入淨額	5,257	5,049	4,936	5,300	5,756
營業成本	4,488	4,302	4,081	4,416	4,756
營業毛利淨額	770	746	855	885	1,000
營業費用	462	440	442	455	478
營業利益	308	307	413	430	522
EBITDA	379	416	516	519	610
業外收入及支出	-4	50	14	32	14
稅前純益	317	356	427	471	536
所得稅	60	66	75	79	96
稅後純益	212	243	280	322	355
稅後 EPS(元)	3.41	3.91	4.51	5.19	5.72
完全稀釋 EPS**	3.41	3.91	4.51	5.19	5.72

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)	2019	2020	2021	2022F	2023F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	0.60%	-3.97%	-2.23%	7.39%	8.59%
營業毛利淨額	0.42%	-3.06%	14.57%	3.49%	12.99%
營業利益	2.17%	-0.28%	34.48%	4.26%	21.36%
稅後純益	3.98%	14.90%	15.20%	15.18%	10.14%

獲利能力分析(%)

毛利率	14.64%	14.78%	17.32%	16.69%	17.37%
EBITDA(%)	7.21%	8.24%	10.44%	9.79%	10.59%
營益率	5.85%	6.08%	8.36%	8.11%	9.07%
稅後純益率	4.02%	4.81%	5.67%	6.08%	6.17%
總資產報酬率	8.33%	9.14%	10.11%	9.86%	9.66%
股東權益報酬率	17.39%	19.13%	21.29%	22.10%	21.74%

償債能力檢視

負債比率(%)	52.09%	52.23%	52.52%	55.36%	55.56%
負債/淨值比(%)	108.73%	109.32%	110.61%	124.00%	125.00%
流動比率(%)	158.31%	161.92%	152.56%	303.00%	305.00%

其他比率分析

存貨天數	19.71	18.60	17.38	17.50	17.80
應收帳款天數	49.75	51.69	46.45	47.00	46.50

現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
營業活動現金	496	347	767	-380	711
稅前純益	317	356	427	471	536
折舊及攤銷	70	65	90	89	88
營運資金變動	199	-55	259	-330	243
其他營運現金	-91	-19	-10	-610	-156
投資活動現金	154	24	-168	-295	-452
資本支出淨額	-56	42	-12	-11	-12
長期投資變動	164	-6	-24	-99	-90
其他投資現金	46	-13	-132	-185	-350
籌資活動現金	-111	-267	-185	645	-127
長借/公司債變動	34	-34	0	834	277
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-169	-206	-229	-248	-265
其他籌資現金	24	-27	43	58	-140
淨現金流量	506	62	348	-30	132
期初現金	346	852	914	1,262	1,232
期末現金	852	914	1,262	1,232	1,364

資料來源：CMoney、群益

2023 年 1 月 29 日

季度損益表

(百萬元)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F
營業收入淨額	1,158	1,024	1,164	1,226	1,536	1,375	1,228	1,413	1,597	1,517	1,355	1,558
營業成本	932	813	968	1,013	1,291	1,144	1,019	1,171	1,327	1,239	1,118	1,286
營業毛利淨額	226	211	196	213	245	231	210	241	270	278	237	272
營業費用	107	110	106	110	123	116	109	117	127	124	118	127
營業利益	119	101	90	103	121	116	101	124	143	154	119	145
業外收入及支出	2	-2	-1	12	19	2	4	4	4	4	2	2
稅前純益	121	99	89	115	140	127	104	128	147	158	121	147
所得稅	22	20	12	19	25	23	19	23	26	28	22	26
稅後純益	81	68	64	81	92	85	68	85	98	105	77	95
最新股本	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621	621
稅後EPS(元)	1.31	1.10	1.03	1.30	1.48	1.37	1.09	1.36	1.58	1.69	1.24	1.53

獲利能力(%)

毛利率(%)	19.49%	20.58%	16.85%	17.37%	15.93%	16.81%	17.08%	17.08%	16.93%	18.34%	17.46%	17.46%
營業利益率(%)	10.26%	9.82%	7.74%	8.41%	7.90%	8.41%	8.18%	8.79%	8.95%	10.16%	8.77%	9.28%
稅後純益率(%)	7.02%	6.66%	5.51%	6.61%	6.00%	6.19%	5.51%	5.99%	6.13%	6.91%	5.69%	6.09%

QoQ(%)

營業收入淨額	-7.96%	-11.53%	13.64%	5.33%	25.27%	-10.49%	-10.63%	15.00%	13.06%	-5.02%	-10.71%	15.00%
營業利益	18.95%	-15.32%	-10.47%	14.50%	17.66%	-4.75%	-13.03%	23.61%	15.12%	7.79%	-22.95%	21.72%
稅前純益	10.88%	-18.48%	-9.59%	29.08%	21.65%	-9.58%	-17.84%	22.82%	14.71%	7.61%	-23.39%	21.36%
稅後純益	16.85%	-16.02%	-5.96%	26.21%	13.73%	-7.65%	-20.40%	24.84%	15.83%	7.07%	-26.51%	23.18%

YoY(%)

營業收入淨額	-18.02%	-36.32%	-22.20%	-2.54%	32.65%	34.22%	5.55%	15.23%	4.01%	10.37%	10.27%	10.27%
營業利益	10.84%	4.50%	-3.45%	3.27%	2.14%	14.89%	11.59%	20.47%	17.88%	33.41%	18.19%	16.38%
稅前純益	5.82%	-18.58%	-9.19%	5.49%	15.74%	28.37%	16.65%	10.99%	4.65%	24.55%	16.14%	14.76%
稅後純益	3.33%	-4.56%	5.50%	16.47%	13.36%	24.66%	5.52%	4.38%	6.31%	23.25%	13.78%	12.26%

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。