

2023 年 1 月 11 日

研究員：顏兆祥 [mike.yen@cim.capital.com.tw](mailto:mike.yen@cim.capital.com.tw)

前日收盤價	75.80 元
目標價	
3 個月	95.00 元
12 個月	95.00 元

## 宇峻 (3546 TT)

買進

### 近期報告日期、評等及前日股價

09/28/2022	買進	75.5
09/14/2022	買進	70.8
07/15/2022	買進	70.6
04/14/2022	區間操作	81.9
01/19/2022	買進	88.3

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元)	482
市值(億元)	37
目前每股淨值(元)	29.62
外資持股比(%)	10.96
投信持股比(%)	0.01
董監持股比(%)	10.65
融資餘額(張)	1,683
現金股息配發率(F)(%)	77.48

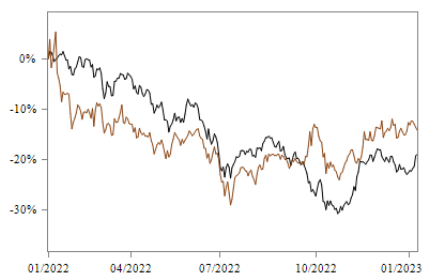
### 產品組合



- 線上遊戲:76.95%
- 權利金:10.08%
- 單機遊戲:0.03%
- 其他:12.94%

### 股價相對大盤走勢

— 3546 — TWSE



新作連發，具備想像空間，維持買進建議。

**投資建議：**2023 年將陸續推出《幻想三國誌-天元異事錄》、《閃之軌跡-北方戰役》、《世紀群英傳》和《三國群英傳-戰略版》等多款手遊，休閒類遊戲亦將推出新平台《YAAS Vegas Casino》主打美國市場，整體營運具備想像空間，目前評價亦偏低，維持買進的投資建議，目標價 95 元。

**4Q22 為宇峻的淡季，因遊戲大多在 12/2022 下旬推出，貢獻會落在 1Q23，故營收呈現季減：**4Q22 為宇峻的淡季，因遊戲大多在 12/2022 下旬推出，貢獻會落在 1Q23，故營收呈現季減。主力手遊《三國群英傳 M》亞服於 12/27/2022 開始不刪檔公測，主打中國市場，不過渠道費用較高，宇峻抽成比重預估將低於 20%。

**1Q23 為宇峻的旺季，休閒類遊戲的部分將加大廣告投放力道來刺激營收，不過投放力道會較 1Q22 小，不至於犧牲獲利：**1Q23 為宇峻的旺季，休閒類遊戲的部分將加大廣告投放力道來刺激營收，不過投放力道會較 1Q22 小，不至於刺激營收成長的同時而犧牲獲利。1Q23 亦有新遊戲推出，如單機手遊《幻想三國誌 天元異事錄》於 01/11/2023 在台港澳上市；《三國群英傳-戰略版》將於 03/2023 在東南亞試營運；休閒類遊戲新平台《YAAS Vegas Casino》預計於 03/2023 在美國展開封測。

**2023 年新手遊連發，包括《三國群英傳-戰略版》這款較寄予厚望的 SLG 手遊，營收獲利持續攀升：**展望 2023 年，代理的解謎冒險手遊《蔓不生長》預計於 03/31/2023 在雙平台推出；較寄予厚望的手遊《三國群英傳-戰略版》預計於 03/2023 在東南亞試營運，2023 年底在台港澳上市；休閒類遊戲新平台《YAAS Vegas Casino》預計於 03/31/2023 在美國展開封測；手遊《閃之軌跡-北方戰役》預計於 06/2023 月底在日本上市，3Q23 季底則推出全球版；MMORPG 手遊《世紀群英傳》預計於 3Q23 季底在東南亞上市，2023 年底在台港澳上市。諸多的手遊推出，預計將持續帶動 2023 年營收和獲利的成長。

(百萬元)	2021	2022F	2023F	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F
營業收入淨額	1,698	1,584	1,615	474	392	408	427	380	368	394	401	415
營業毛利淨額	1,619	1,471	1,540	447	376	392	411	314	354	375	382	396
營業利益	346	322	418	125	40	34	127	60	100	103	110	111
稅後純益	290	326	343	103	47	44	115	86	82	84	92	90
稅後 EPS(元)	6.01	6.77	7.12	2.14	0.97	0.91	2.38	1.78	1.71	1.73	1.91	1.88
毛利率(%)	95.31%	92.88%	95.35%	94.16%	95.89%	96.09%	96.10%	82.49%	96.33%	95.23%	95.22%	95.20%
營業利益率(%)	20.38%	20.32%	25.86%	26.42%	10.24%	8.28%	29.83%	15.86%	27.26%	26.20%	27.35%	26.60%
稅後純益率(%)	17.06%	20.61%	21.26%	21.70%	11.92%	10.71%	26.90%	22.50%	22.35%	21.22%	22.94%	21.76%
營業收入 YoY/QoQ(%)	9.54%	-6.74%	1.95%	13.61%	-17.27%	4.11%	4.61%	-10.98%	-3.33%	7.16%	1.72%	3.66%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	2.39%	12.67%	5.17%	23.51%	-54.55%	-6.49%	162.80%	-25.53%	-3.98%	1.71%	9.97%	-1.66%

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 4.82 億元計算。

## 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。

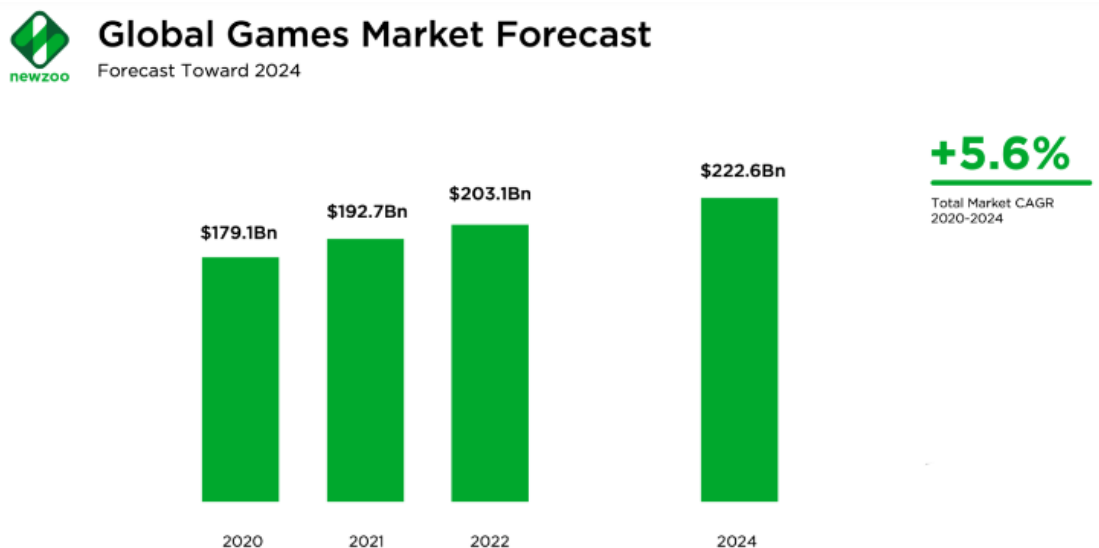
## 公司簡介：

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》等博奕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，4Q22 營收比重為手遊佔 32%、端遊佔 24%、休閒類(博奕相關遊戲)佔 38%、IP 授權佔 5%、單機佔 1%。

## 遊戲市場概況：

依據研調機構 Newzoo 的資料顯示，2024 全球遊戲市場規模將達 2,226 億美元，2020-2024 年 CAGR +5.6%。就遊戲平台來看，又以行動遊戲佔比 51%為最大，其中手機佔 45%，平板佔 6%。以區域別來看，亞太區佔總產值的 47%為最大，其次為北美的 27%，其中中國和美國兩大國就分別佔了總產值的 24.7%和 24.9%，換句話說，這兩大國的玩家花在遊戲的錢就幾乎等於全球遊戲產值的一半。

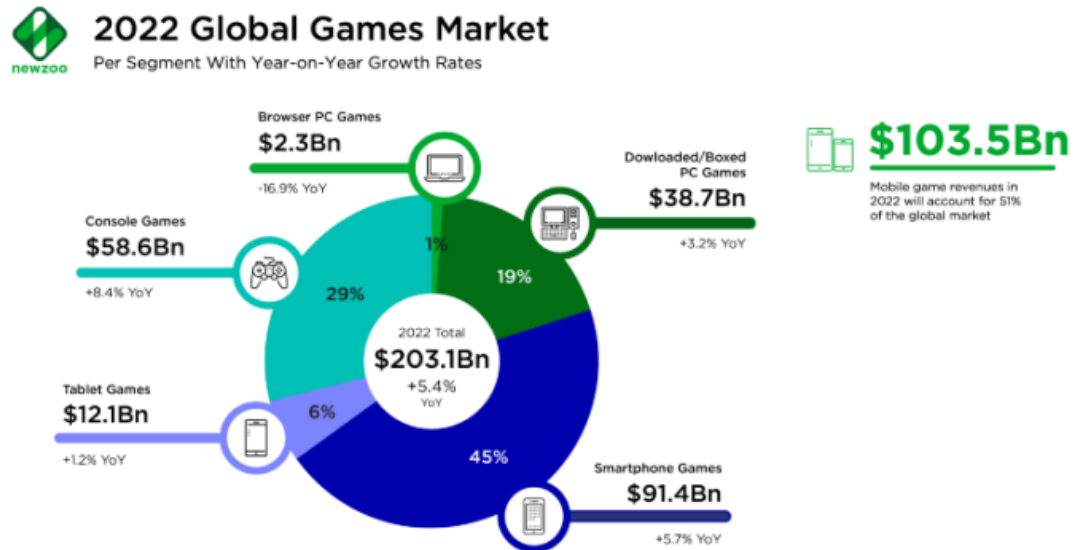
圖一、2020-2024 年全球遊戲市場產值



資料來源：Newzoo

2023 年 1 月 11 日

圖二、2022 年全球遊戲市場-各平台營收規模和 YOY



資料來源：Newzoo

**4Q22 為宇峻的淡季，因遊戲大多在 12/2022 下旬推出，貢獻會落在 1Q23，故營收呈現季減：**

主力手遊《三國群英傳 M》亞服於 12/27/2022 開始不刪檔公測，主打中國市場，目前在官網預約的人數已經突破 10 萬人次，不過渠道費用較高，宇峻抽成比重預估將低於 20%；代理的解謎冒險遊戲《蔓不生長》，於 12/21/2022 在 Steam 平台推出。4Q22 為宇峻的淡季，因遊戲大多在 12/2022 下旬推出，貢獻會落在 1Q23，故營收呈現季減。4Q22 營收為 3.68 億元，QOQ -3.33%，YOY -6.28%；預估稅後純益為 8,219 萬元，QOQ -3.98%，YOY +75.72%；稅後 EPS 1.71 元。

**1Q23 為宇峻的旺季，休閒類遊戲的部分將加大廣告投放力道來刺激營收，不過投放力道會較 1Q22 小，不至於犧牲獲利：**

1Q23 為宇峻的旺季，休閒類遊戲的部分將加大廣告投放力道來刺激營收，不過投放力道會較 1Q22 小，不至於刺激營收成長的同時而犧牲獲利。1Q23 亦有新遊戲推出，如單機手遊《幻想三國誌 天元異事錄》於 01/11/2023 在台港澳上市；《三國群英傳-戰略版》將於 03/2023 在東南亞試營運；休閒類遊戲新平台《YAAS Vegas Casino》預計於 03/2023 在美國展開封測。預估 1Q23 營收為 3.94 億元，QOQ +7.16%，YOY -3.53%；稅後純益為 8,360 萬元，QOQ +1.71%，YOY +91.14%；稅後 EPS 1.73 元。

**2023 年新手遊連發，包括《三國群英傳-戰略版》這款較寄予厚望的 SLG 手遊，營收獲利持續攀升：**

展望 2023 年，代理的解謎冒險手遊《蔓不生長》預計於 03/31/2023 在雙平台推出；較寄予厚望的手遊《三國群英傳-戰略版》預計於 03/2023 在東南亞試營運，2023 年底在台港澳上市；休閒類遊戲新平台《YAAS Vegas Casino》預計於 03/31/2023 在美國展開封測；手遊《閃之軌跡-北方戰役》預計於 06/2023 月底在日本上市，3Q23 季底則推出全球版；MMORPG 手遊《世紀群英傳》預計於 3Q23 季底在東南亞上市，2023 年底在台港澳上市。諸多的手遊推出，預計將持續帶動 2023 年營收和獲利的成長。

2023 年 1 月 11 日

綜合以上，2022 年營收為 15.84 億元，YOY -6.74%；預估稅後純益為 3.26 億元，YOY +12.67%；稅後 EPS 6.77 元。預估 2023 年營收為 16.15 億元，YOY +1.95%；稅後純益為 3.43 億元，YOY +5.17%；稅後 EPS 7.12 元。

### 投資建議：

2023 年將陸續推出《幻想三國誌-天元異事錄》、《閃之軌跡-北方戰役》、《世紀群英傳》和《三國群英傳-戰略版》等多款手遊，休閒類遊戲亦將推出新平台《YAAS Vegas Casino》主打美國市場，整體營運具備想像空間，目前評價亦偏低，維持買進的投資建議，目標價 95 元。

2023 年 1 月 11 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 11 日

## 資產負債表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>資產總計</b>	1,461	1,704	1,921	2,056	2,134
流動資產	1,172	1,545	1,736	1,634	1,766
現金及約當現金	274	497	631	562	625
應收帳款與票據	194	223	270	190	279
存貨	0	0	0	0	0
採權益法之投資	0	0	0	0	0
不動產、廠房設備	91	93	96	93	93
<b>負債總計</b>	281	371	465	498	486
流動負債	273	366	460	467	504
應付帳款及票據	41	32	45	64	9
非流動負債	8	5	5	13	18
<b>權益總計</b>	1,180	1,333	1,456	1,557	1,648
普通股股本	417	459	482	506	506
保留盈餘	501	585	638	715	806
母公司業主權益	1,180	1,333	1,456	1,557	1,647
<b>負債及權益總計</b>	1,461	1,704	1,921	2,056	2,134

## 損益表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業收入淨額</b>	1,148	1,550	1,698	1,584	1,615
營業成本	107	86	80	113	75
<b>營業毛利淨額</b>	1,041	1,465	1,619	1,471	1,540
營業費用	823	1,132	1,273	1,149	1,122
<b>營業利益</b>	218	333	346	322	418
<b>EBITDA</b>	258	371	374	258	258
業外收入及支出	9	11	0	91	12
稅前純益	240	344	346	413	429
所得稅	41	61	56	86	86
稅後純益	199	283	290	326	343
稅後 EPS(元)	4.13	5.87	6.01	6.77	7.12
完全稀釋 EPS**	4.13	5.87	6.01	6.77	7.12

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 4.82【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 4.82 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	1.29%	35.06%	9.54%	-6.74%	1.95%
營業毛利淨額	4.51%	40.73%	10.50%	-9.12%	4.66%
營業利益	4.25%	52.61%	3.94%	-7.02%	29.76%
稅後純益	4.41%	42.28%	2.39%	12.67%	5.17%

## 獲利能力分析(%)

毛利率	90.67%	94.48%	95.31%	92.88%	95.35%
EBITDA(%)	22.43%	23.90%	22.05%	16.29%	15.98%
營益率	19.01%	21.48%	20.38%	20.32%	25.86%
稅後純益率	17.33%	18.25%	17.06%	20.61%	21.26%
總資產報酬率	13.62%	16.60%	15.08%	15.88%	16.09%
股東權益報酬率	16.86%	21.22%	19.90%	20.96%	20.84%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	19.23%	21.76%	24.19%	24.24%	22.78%
負債/淨值比(%)	23.81%	27.82%	31.91%	32.00%	29.50%
流動比率(%)	429.77%	421.67%	377.34%	350.00%	350.00%

## 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	61.27	49.02	53.01	53.01	53.01

## 現金流量表

(百萬元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
<b>營業活動現金</b>	139	385	355	487	426
稅前純益	240	344	346	413	429
折舊及攤銷	30	35	36	35	28
營運資金變動	11	-39	-34	100	-145
其他營運現金	-142	44	7	-60	114
<b>投資活動現金</b>	82	-38	6	-211	52
資本支出淨額	-1	-5	-7	-7	-1
長期投資變動	86	-17	35	35	0
其他投資現金	-2	-16	-22	-239	53
<b>籌資活動現金</b>	-189	-124	-225	-346	-415
長借/公司債變動	0	0	0	7	5
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-178	-140	-215	-225	-253
其他籌資現金	-11	16	-10	-128	-168
<b>淨現金流量</b>	31	223	135	-69	63
<b>期初現金</b>	243	274	497	631	562
<b>期末現金</b>	274	497	631	562	625

資料來源：CMoney、群益



2023 年 1 月 11 日

## 季度損益表

(百萬元)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F
營業收入淨額	417	474	392	408	427	380	368	394	401	415	404	426
營業成本	11	28	16	16	17	67	13	19	19	20	17	18
營業毛利淨額	406	447	376	392	411	314	354	375	382	396	387	408
營業費用	296	321	336	359	283	253	254	272	272	285	293	287
營業利益	110	125	40	34	127	60	100	103	110	111	94	121
業外收入及支出	-8	4	3	23	18	47	3	3	3	3	3	3
稅前純益	102	129	43	57	145	108	103	106	113	113	97	124
所得稅	19	26	-4	13	30	22	21	23	21	23	20	26
稅後純益	83	103	47	44	115	86	82	84	92	90	77	98
最新股本	482	482	482	482	482	482	482	482	482	482	482	482
稅後EPS(元)	1.73	2.14	0.97	0.91	2.38	1.78	1.71	1.73	1.91	1.88	1.61	2.02

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	97.29%	94.16%	95.89%	96.09%	96.10%	82.49%	96.33%	95.23%	95.22%	95.20%	95.74%	95.69%
營業利益率(%)	26.32%	26.42%	10.24%	8.28%	29.83%	15.86%	27.26%	26.20%	27.35%	26.60%	23.29%	28.38%
稅後純益率(%)	19.96%	21.70%	11.92%	10.71%	26.90%	22.50%	22.35%	21.22%	22.94%	21.76%	19.14%	22.89%

## QoQ(%)

營業收入淨額	0.73%	13.61%	-17.27%	4.11%	4.61%	-10.98%	-3.33%	7.16%	1.72%	3.66%	-2.65%	5.42%
營業利益	55.19%	14.05%	-67.94%	-15.80%	276.84%	-52.68%	66.17%	2.99%	6.21%	0.82%	-14.76%	28.42%
稅前純益	41.57%	26.60%	-66.91%	33.03%	155.50%	-25.95%	-4.10%	2.91%	6.04%	0.80%	-14.38%	27.57%
稅後純益	46.82%	23.51%	-54.55%	-6.49%	162.80%	-25.53%	-3.98%	1.71%	9.97%	-1.66%	-14.38%	26.09%

## YoY(%)

營業收入淨額	-3.90%	29.09%	7.41%	-1.43%	2.37%	-19.79%	-6.28%	-3.53%	-6.20%	9.22%	9.99%	8.20%
營業利益	32.85%	18.66%	-56.80%	-52.22%	16.03%	-51.86%	149.49%	205.17%	-13.99%	83.26%	-5.99%	17.21%
稅前純益	10.23%	11.62%	-53.09%	-21.10%	42.39%	-16.72%	141.34%	86.70%	-22.51%	5.48%	-5.83%	16.74%
稅後純益	8.42%	12.56%	-36.49%	-22.93%	37.95%	-16.82%	75.72%	91.14%	-20.02%	5.61%	-5.83%	16.74%

註1：稅後EPS以股本4.82億元計算

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。