

徐培珉
(886-2)2563-6262
david.hsu@firstsec.com.tw

區間操作

Price(08/03):68.1

Target Price : 77

橘子(6180)

區間操作, TP 77 (潛在報酬 13.07%)

橘子 20Q2 營收為 25.5 億元，年增 30%，主因《天堂 M》推出「高階妖精」職業優化，及《新楓之谷》十五週年改版活動，挹注營收較去年同期增長；營業毛利為 10 億元，年增 27%；營業利益為新台幣 3.1 億元，年增 438%，主因營收增長及推銷費用較去年同期減少，稅後淨利為 2 億元，每股盈餘 EPS 1.16 元，表現符合預期。回顧 2020 上半年「非接觸型經濟」發酵，除遊戲、支付事業穩健成長，電商、資安業務與新創事業群亦趁勢衝出一波新會員與銷售機會。遊戲橘子旗下《天堂 M》上半年推出新職業「神聖劍士」、舉辦電競實況賽「旗幟戰菁英賽」、推出高階妖精職業改版，穩定挹注營收；《小森生活》3 月上線至今廣獲玩家好評，第二季續推改版，逐步擴大輕遊戲玩家市場；邁入第 15 周年的《新楓之谷》，推出年度改版與全新職業玄雷普劍士「阿戴爾」，成功吸引台港澳玩家回流。展望未來，橘子除了《天堂 M》7/8 推出三大職業改版有助 7 月營運之外，今年下半年預計有數款新作可望增添營運動能，《龍之谷：新世界》台灣預估第三季至第四季上市；另外，由橘子攜手韓國知名遊戲企業 Kakao Games，共同營運由知名奇幻小說 IP 改編作品《月光雕刻師》，2019 年在韓國上市創下 Kakao Games 史上最高的事前預約數 320 萬人，並拿下 App Store 暢銷及下載排行榜的雙榜第一名，將在 2020 下半年推出繁體中文版本，於台港澳地區上市，正式進軍全球海外市場。研究部觀察此款遊戲在韓國上市首月平均流水排名在前五名，預估在台灣上線後，為億元級以上之作品，由於確切上市時間未訂，研究部保守預估在年底上市。《天堂 2 M》是否授權給橘子營運尚未明朗；《便利商店口袋版》及《櫻桃小丸子手遊版》預估下半年上線。獲利方面，因 19Q2 有一次性費用壓低獲利基期，2020 年 OPM 將有所成長。綜合以上，研究部預估橘子 2020 年稅後 EPS 達 6.42 元。評價上，考量《天堂 M》7 月初推出三大職業改版有助營運成長，加上《龍之谷：新世界》、《月光雕刻師》今年下半年上市，給予營運商中性 12 倍 PE，目標價 77 元，投資建議區間操作。

● 近期投資評等

12/02	買進	75
11/16	買進	81

● 公司基本資料

股本(億)	17.55
-------	-------

● 投資分析：

1. 橘子 2019 年部門別營收比重：遊戲 71%、GASH 3%、其他 26%(裡面有 9%來自於香港遊戲營收，其餘為電商)，2019 年主要營收依舊為《天堂 M》，佔公司整體營收達 64%，2017 年 12 月 11

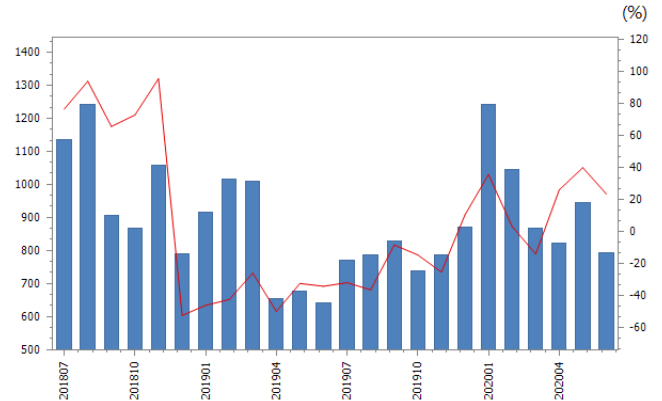
收盤價	68.1	日上市，累積註冊用戶突破 500 萬。19Q4 營收 24 億，QOQ 0.7%，
成交量	1,825	YOY -11.11%，毛利率 42.33%，EPS 達 1.17 元，表現符合預期，
市值(億)	119.5	獲利率下滑主因端遊比重略降，其他皆無太大差異。2019 年 EPS
P/E(x)	10.61	達 5.06 元，配現金股利 3.1 元。橘子 20Q1 營收 31.6 億元，季增
● 法人持股及融資券		31.6%、年增 8%；稅後純益 3.75 億元，季增 82.9%、年增 5%，
	比率 週增減	單季每股純益 2.14 元，包括營收、稅後純益、每股純益均創近
外資	19.4 0.3	六季新高，符合研究部預估之 2.17 元。橘子指出，上季獲利優
投信	0.49 0	異，主因來自人氣手遊《天堂 M》新增「神聖劍士」職業活動，
自營商	0.04 0	挹注業績走升。橘子舉辦人氣手遊《天堂 M》妖精大改版，5/6
融資率	12.19 -0.04	正式開版，不僅新增許多遊戲內容，而且還開放轉職以及多樣
券餘(張)	251 79	虛擬寶物。由於《天堂 M》是橘子目前的營收主力產品，預估
● 除權息狀況		在改版活動推升下，橘子第 2 季營收有望在淡季中維持不錯的
現金股利	3.14	成績。今年亦宣布跟 NCSoft 針對天堂 M 遊戲代理權續約，合
現金股利(總和)	3.14	約總金額美金 2800 萬元，將持續營運這款上市兩年半仍佔據雙
現金股利(去年)	6.2	平台第一名的手遊，表示 NCSoft 看重橘子在地化營運的實
股票股利	0	力，並可維持橘子未來數年營運基本盤，未來若有新手遊加入，
除息日	2020/07/20	將能帶動成長。
除權日	--	2. 橘子 20Q2 營收為 25.5 億元，年增 30%，主因《天堂 M》推出
殖利率(%)	4.28	「高階妖精」職業優化，及《新楓之谷》十五週年改版活動，
● 近期報酬率(%)		挹注營收較去年同期增長；營業毛利為 10 億元，年增 27%；
日	週 月	營業利益為新台幣 3.1 億元，年增 438%，主因營收增長及推銷
2.25	2.72 -7	費用較去年同期減少，稅後淨利為 2 億元，每股盈餘 EPS 1.16
		元，表現符合預期。回顧 2020 上半年「非接觸型經濟」發酵，
		除遊戲、支付事業穩健成長，電商、資安業務與新創事業群亦
		趁勢衝出一波新會員與銷售機會。遊戲橘子旗下《天堂 M》上
		半年推出新職業「神聖劍士」、舉辦電競實況賽「旗幟戰菁英
		賽」、推出高階妖精職業改版，穩定挹注營收；《小森生活》3
		月上線至今廣獲玩家好評，第二季續推改版，逐步擴大輕遊戲
		玩家市場；邁入第 15 周年的《新楓之谷》，推出年度改版與全
		新職業亥雷普劍士「阿戴爾」，成功吸引台港澳玩家回流。展望
		下半年，將於台港澳釋出《月光雕刻師》及重量級 IP《龍之谷：
		新世界》上市消息，可望增添營運動能。
		3. 展望未來，橘子除了《天堂 M》7/8 推出三大職業改版有助 7
		月營運之外，今年下半年預計有數款新作，包括《月光雕刻師》
		及重量級 IP《龍之谷：新世界》及數款面向輕度玩家的休閒遊
		戲。《龍之谷：新世界》台灣預估第三季至第四季上市；另外，
		由橘子攜手韓國知名遊戲企業 Kakao Games，共同營運由知名
		奇幻小說 IP 改編作品《月光雕刻師》。《月光雕刻師》為《天

堂》之父－宋在京領軍打造的首款 MMORPG 手遊，2019 年在韓國上市創下 Kakao Games 史上最高的事前預約數 320 萬人，並拿下 App Store 暢銷及下載排行榜的雙榜第一名。官方表示，將在 2020 下半年推出繁體中文版本，於台港澳地區上市，正式進軍全球海外市場。研究部觀察此款遊戲在韓國上市首月平均流水排名在前五名，預估在台灣上線後，為億元級以上之作品，由於確切上市時間未訂，研究部保守預估在年底上市。《天堂 2 M》是否授權給橘子營運尚未明朗；《便利商店口袋版》及《櫻桃小丸子手遊版》預估下半年上線。獲利方面，因 19Q2 有一次性費用壓低獲利基期，2020 年 OPM 將有所成長。綜合以上，研究部預估橘子 2020 年稅後 EPS 達 6.42 元。

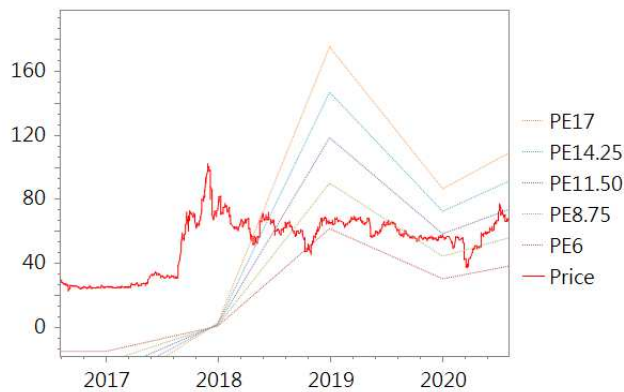
股價相對指數走勢圖



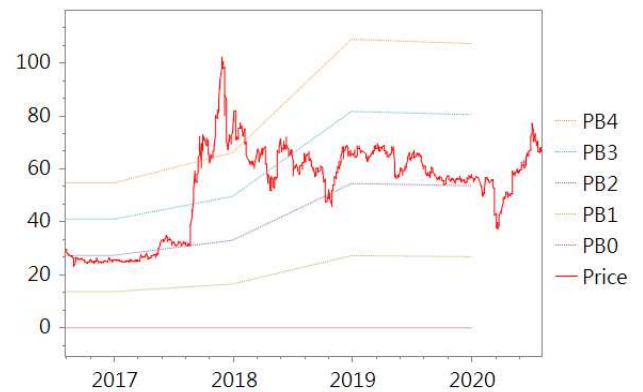
月營收&年增率



Forward PE bands



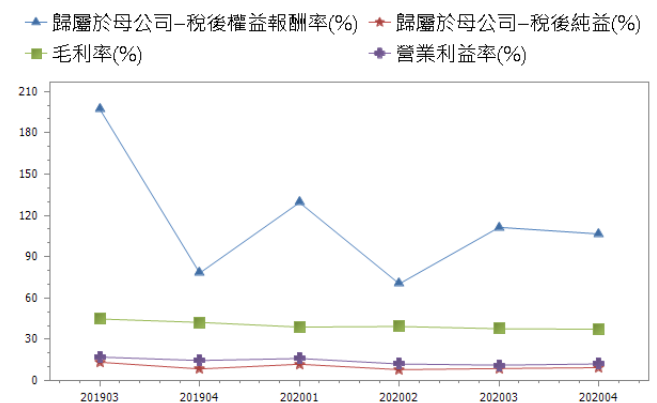
Forward PB bands



持股統計



財務比率



6180 橘子綜合損益表										
單位:Mn,%,元	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F
營業收入淨額	2,934	1,963	2,383	2,400	3,155	2,549	2,900	3,084	9,681	11,689
毛利率	41.51	40.31	44.8	42.33	38.91	39.35	37.71	37.36	42.28	38.3
營業利益率	15.11	2.93	17.13	14.63	16.1	12.13	11.25	12.15	13.02	12.99
營業外收入及支出	-6.971	-5.886	-8.470	-60.30	-5.797	-8.999	-5.000	-7.000	-81.63	-26.80
稅前純益	436.3	51.59	399.8	290.7	502.1	300.3	321.3	367.8	1,178	1,491
稅後純益	358.7	4.776	319.5	204.9	375.5	203.7	255.9	291.7	887.9	1,127
普通股股本	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755
未稀釋 EPS	2.07	0.03	1.84	1.17	2.14	1.16	1.46	1.66	5.1	6.42
稀釋後 EPS	2.03	0.03	1.83	1.14	2.11	1.16	1.46	1.66	5.02	6.39
QoQ(%)										
營收	8.68	-33.09	21.4	0.7	31.45	-19.21	13.77	6.35		
營業利益	24.31	-87.03	610.35	-14.02	44.68	-39.12	5.52	14.85		
稅後純益	18.88	-98.67	6,589.76	-35.88	83.29	-45.76	25.61	13.98		
YoY(%)										
營收	-39.68	-43.85	-27.19	-11.11	7.52	29.83	21.68	28.51	-32.46	20.74
營業利益	-6.7	-91.05	-28.17	-1.55	14.58	437.99	-20.08	6.76	-38.31	20.48
稅後純益	-11.98	-99.09	-39.51	-32.11	4.68	4,165.33	-19.91	42.38	-49.55	26.91

6180 橘子資產負債表

單位:Mn	2016	2017	2018	2019
流動資產	3,425	4,134	5,301	4,531
現金及約當現金	1,472	1,380	2,797	2,203
短期投資合計	0.000	0.005	200.2	0.000
應收帳款與票據合計	1,446	2,250	974.2	1,075
存貨	36.55	71.08	101.3	116.4
非流動資產	4,485	4,398	4,523	4,729
投資性不動產	188.1	0.000	--	--
無形資產	282.6	286.2	737.5	842.6
資產總計	7,910	8,532	9,823	9,260
流動負債	3,811	4,083	3,787	3,606
一年內到期長期負債	--	--	--	--
非流動負債	1,731	1,313	877.3	356.4
應付公司債	--	--	--	--
長期借款	1,716	1,294	800.0	240.0
負債總計	5,542	5,396	4,665	3,962
資本公積	697.7	1,033	1,141	1,292
保留盈餘	-191.3	-14.27	2,089	1,837
權益總計	2,368	3,136	5,159	5,297

6180 橘子現金流量表

營業活動現金流量	481.4	-92.12	2,901	876.1
投資活動現金流量	-600.8	93.69	-276.2	-680.8
籌資活動現金流量	201.5	-66.75	-1,203	-779.3
本期現金增減數	13.58	-92.10	1,417	-594.0

6180 橘子綜合損益表

單位: Mn, %, 元	2017	2018	2019	2020F
營業收入淨額	8,475	14,335	9,681	11,689
毛利率	18.46	34.14	42.28	38.3
營業利益率	-0.97	14.25	13.02	12.99
營業外收入及支出	81.02	115.2	-81.63	-26.80
稅前純益	-0.940	2,158	1,178	1,491
稅後純益	26.68	1,760	887.9	1,127
普通股股本	1,750	1,755	1,755	1,755
未稀釋 EPS	0.17	10.31	5.1	6.42
稀釋後 EPS	0.11	10.24	5.03	6.39
YoY(%)				
營收	0.78	69.14	-32.46	20.74
營業利益	--	--	-38.31	20.48
稅後純益	--	6,496.6	-49.55	26.91

6180 橘子財報分析

年度	2016	2017	2018	2019
稅後權益報酬率(%)	-16.37	1.1	46.87	18.83
稅後資產報酬率(%)	-4.72	0.32	19.18	9.31
流動比率(%)	89.87	101.26	139.96	125.64
速動比率(%)	84.34	92.04	120.71	107.31
負債比率(%)	70.06	63.24	47.49	42.79
利息保障倍數(倍)	-8.36	0.98	85.76	64.6
應付款項週轉天數(天)	89.91	96.22	88.47	154.48
應收款項週轉天數(天)	77.93	81.86	46.54	52.73
存貨週轉天數(天)	3.78	2.8	3.29	7.01