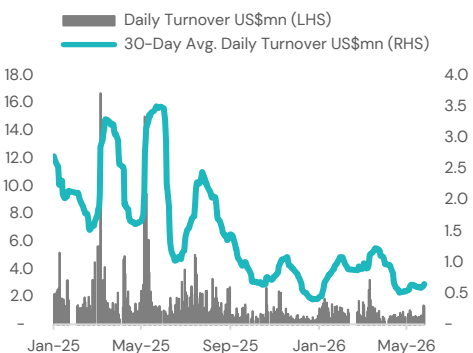
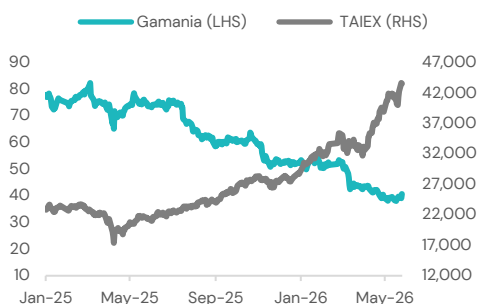


2026/05/26
TruePulse Equity Research
research@truepulsecapital.com

市場數據

股票代號:	6180.TW / 6180 TT
收盤價:	TWD 39.05
52周價格範圍:	TWD 37.55 – 76.5
30天平均交易量 (張)	523.4
在外流通股數 (百萬)	175.5
外資持股比例 (%)	23.18
市值 (百萬美元)	218.0

股價表現



財務摘要

新台幣 百萬	2022	2023	2024	2025
營業收入	11,388	9,791	11,077	8,867
營業收入年增率(%)	0.1	-14.0	13.1	-19.9
毛利率(%)	42.7	38.8	35.3	27.8
營業利益率(%)	15.4	6.5	2.3	-5.4
淨利(損)	1,280	575	2,068	-269
淨利(損)年增率(%)	15.7	-55.1	259.5	-113.0
淨利率(%)	11.2	5.9	18.7	-3.0
每股盈餘(元)	7.29	3.28	11.78	-1.53
每股淨值(元)	33.4	30.6	32.1	24.4
股東權益報酬率(%)	22.7	10.2	37.5	-5.4
殖利率(%)	14.9	8.4	15.3	2.5
本益比(x)	5.4	11.9	3.3	-
股價淨值比(x)	1.2	1.3	1.2	1.6
股價營收比(x)	0.6	0.7	0.6	0.8
企業價值倍數(x)	2.9	6.1	8.2	139.6

遊戲橘子

核心營運回穩，第二成長曲線逐步浮現

公司介紹

橘子集團 (Gamania) 為台灣具代表性的數位娛樂與網路服務集團，早期以線上遊戲營運起家，核心業務現涵蓋遊戲、雲端資安、電商與 AI 創新應用。公司旗下擁有《新楓之谷》與《天堂M》等長線熱門遊戲，並於台灣市場建立穩固的玩家基礎與品牌影響力。近年公司持續推動營運轉型，積極拓展商務與 AI 相關布局，包括雲端服務、資安解決方案，以及智慧應用平台等業務，非遊戲相關營收占比亦逐步提升。隨著商務與 AI 業務持續發展，公司營運架構正逐步由單一遊戲產品週期驅動，轉向更具平台化與多元化特性的數位服務集團。

重點摘要

1Q26 獲利低於市場預期，但毛利率與費用結構改善已開始浮現: 遊戲橘子 1Q26 EPS 為 0.63 元，雖低於市場預期，營收亦年減 10%，主要仍反映核心遊戲產品受競品與產品週期影響。不過，公司本季毛利率已由 2025 年第四季 22% 回升至 31%，顯示去年下半年以來的營運調整與成本控管開始逐步顯現成果。第一季營業費用降至新台幣 6.7 億元，季減 19%、年減 7%，其中推銷與管理費用皆呈現雙位數下降。值得注意的是，在整體費用結構持續精實化的同時，研發費用仍逆勢年增 15%，反映公司並非單純透過縮減成本修復短期獲利，而是同步強化自製遊戲與中長期產品布局。

遊戲營運逐步回穩，《新楓之谷》玩家回流與長線IP策略開始浮現成效: 遊戲事業仍為橘子最核心營運來源，第一季約佔集團營收 71%，其中《新楓之谷》與《天堂M》合計佔整體遊戲營收約 91%。管理層坦言，去年原廠《楓之谷世界》與熱門懷舊模組《Artale》確實對《新楓之谷》造成玩家分流壓力，但自去年底提前啟動「核心玩家回流計畫」後，今年寒假期間《新楓之谷》扣點表現年增約兩成，創下歷史同期第三高。此外，《天堂M》第一季 MAU (月活躍用戶) 與 QAU (季度活躍用戶) 亦創下歷史新高，顯示核心玩家黏著度仍具一定韌性。公司未來亦將持續透過經典 IP 重製、懷舊版與 Hybrid-casual 等輕量化產品布局，降低對單一產品週期依賴。

商務與AI相關業務重要性逐步提升，平台化布局開始成形: 除遊戲本業外，橘子近年亦持續擴展商務與 AI 相關布局。第一季商務事業 (果核數位) 營收約新台幣 3.7 億元，約佔集團營收比重 14%，其中雲端服務、IDC 與資安業務為主要營收來源。管理層指出，目前企業 AI 化與資安需求仍持續提升，未來將聚焦於多雲管理、SaaS 資安服務，以及 AI SOC 資安監控中心等方向。此外，公司 AI 創新業務目前聚焦於零售與服務場域的「機器人大腦智慧解決方案」，相關應用預計將於 6 月初 Computex 首度正式亮相。我們認為，隨非遊戲業務重要性逐步提升，公司營運架構已開始朝更具平台化與多元化方向發展。

市場預期仍偏保守，營運修復與非遊戲業務進展將成關鍵觀察重點: 由於過去一年持續受到競品衝擊與產品週期影響，橘子近期獲利表現相對承壓，市場目前對公司評價邏輯仍偏向傳統遊戲股框架。不過，從本次法說會內容來看，公司近年於費用結構、自製遊戲布局、商務事業，以及 AI 應用方向上均已開始出現與過往不同的營運調整。除核心遊戲營運逐步回穩外，非遊戲相關業務的重要性亦持續提升。管理層近期同步啟動兩階段共計 4,000 張庫藏股買回計畫，亦反映對長期營運基本面的信心。我們認為，未來商務與 AI 業務的發展進度，將成為市場重新評價公司中長期定位的重要觀察方向。

遊戲橘子2026年第一季法說會重點摘要

核心遊戲營運逐步回穩，費用結構改善與多元布局開始浮現

2026 年第一季對橘子集團而言，為歷經 2025 年競品衝擊與產品週期調整後的重要修復階段。公司本季重新回到獲利軌道，管理層於法說會中亦針對核心遊戲營運、費用控管、自製遊戲開發，以及商務與 AI 相關布局釋出多項重要訊息。我們認為，本次法說會的重要觀察點，在於公司整體營運方向已逐步從過往偏向單一產品週期驅動，轉向更強調長期 IP 營運、平台化布局，以及資源重新配置效率的經營模式。

一、獲利與費用結構明顯改善，營運逐步回穩

橘子集團 1Q26 EPS 為 0.63 元，毛利率由 2025 年第四季的 22% 明顯回升至 31%，反映去年下半年以來的營運調整與成本控管已開始逐步顯現成果。公司表示，第一季營收季增 42%，主要受惠於核心遊戲營運回穩，以及去年底開始推動的玩家回流與產品優化措施逐步發酵。

營業費用方面，第一季營業費用降至新台幣 6.7 億元，季減 19%、年減 7%，其中管理費用與推銷費用皆呈現雙位數下降。管理層表示，目前仍持續推動組織精實化與費用控管，並將資源集中於核心遊戲與中長期具成長潛力的新事業布局。

值得注意的是，在整體費用控管下，研發費用反而逆勢年增 15%，主要用於支援自製遊戲產品線開發。我們認為，此反映公司目前策略並非單純透過縮減成本修復短期獲利，而是同步強化未來產品線與長期競爭力布局。

此外，旗下 ACGN 動漫電商平台「購物橘子 / 有閑」已於今年 3 月正式併入總部架構，預期有助進一步降低重複管理成本並提升整體組織效率。公司表示，目前相關組織調整仍持續進行中，最快有機會於本季內大致完成。

二、核心遊戲營運逐步回穩，《新楓之谷》玩家回流訊號浮現

遊戲事業仍為橘子最核心營運來源，第一季約佔集團營收 71%，其中《新楓之谷》與《天堂M》兩大主力產品合計佔整體遊戲營收約 91%，仍為公司最重要的營運基礎。

管理層坦言，去年原廠推出開放型社群平台《楓之谷世界 (MapleStory Worlds) 》以及熱門懷舊模組《Artale》後，因產品同質性高，確實對《新楓之谷》造成一定程度的玩家流失與營運壓力。不過，公司自去年底提前啟動「核心玩家回流計畫」，包括大型活動、內容更新與社群經營等策略，今年寒假期間相關效果已開始逐步浮現。

公司指出，《新楓之谷》今年 1 至 2 月扣點表現年增約兩成，創下歷史同期第三高，顯示核心玩家已有明顯回流跡象。此外，《天堂M》第一季 MAU (月活躍用戶) 與 QAU (季度活躍用戶) 亦創下歷史新高，反映核心玩家黏著度仍具一定韌性。

端遊方面，受惠於《新楓之谷》去年 12 月改版效益延續，第一季端遊營收占整體遊戲營收比重回升至 67%，亦為近期較值得留意的變化之一。產品策略方面，公司表示，未來除了持續經營大型長線 IP 外，也將因應市場趨勢，積極布局懷舊版、經營模擬、動作、策略與三消等較輕量化與多元類型產品，以降低對單一產品週期的依賴。

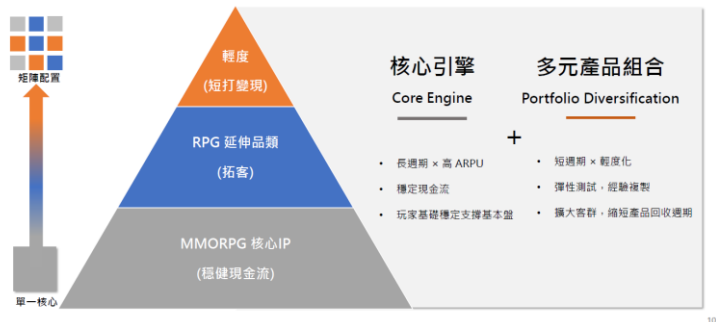
管理層亦分享，目前全球遊戲市場正逐步朝向「Live Service」與 Hybrid-casual (混合休閒) 方向發展。相較於全新大型 IP 開發成本持續提高，透過既有 IP 延伸、跨平台轉化，以及較輕量化的產品模式，已成為目前全球遊戲市場的重要趨勢之一。

自製遊戲方面，公司表示，未來將先以「低成本、短打型」產品作為先發，透過市場測試與快速迭代建立產品基礎，再逐步推進大型自製 IP。其中，經典 IP《便利商店》復刻版預計將於今年底至明年陸續推出。

圖表1.1: 公司遊戲發展策略

遊戲雙引擎矩陣：穩健與成長的平衡

產品過度單一集中邁向多元配置，建立「穩健現金流」x「成長測試池」雙結構



資料來源: 公司資料，好脈資本

圖表1.2: 公司未來遊戲Pipeline



資料來源: 公司資料，好脈資本

三、商務事業維持穩定成長，非遊戲業務重要性逐步提升

除遊戲本業外，橘子近年亦持續擴展商務與數位服務相關布局。第一季商務事業（雲力橘子）營收約新台幣 3.7 億元，約佔集團營收比重 14%。

商務營收結構方面，雲端服務佔比約 62%，其次為 IDC（機房）約 16%，資安相關業務則約佔 11%。公司表示，第一季商務營收年減約 1%，主要係去年同期存在大型一次性企業授權專案墊高基期所致，並非整體需求轉弱。

管理層指出，受惠於企業 AI 化與資安需求持續提升，目前整體商務業務仍維持穩定成長趨勢，未來將聚焦於：

- 多雲技術與雲端管理
- 雲原生資安服務
- AI SOC 資安監控中心

其中，公司目前已建立多雲管理與全球雲端解決方案能力，並持續強化 App 安全檢測、弱點掃描，以及 AI 跨多雲資安監控等相關服務。管理層表示，目前 AI SOC 已可支援地端、雲端與混合雲環境之資安監控與威脅偵測需求。

我們認為，雖然目前市場對橘子的認知仍多集中於遊戲業務，但從近年營收結構與布局方向來看，非遊戲相關業務的重要性其實已逐步提升，商務事業亦開始具備一定規模與長期成長潛力。

四、AI 創新業務開始進入商業化初期階段

AI 創新事業方面，公司目前聚焦於「機器人大腦智慧解決方案」，主攻零售與服務場域應用，並結合語音互動與推薦模組技術。

管理層表示，相關應用與硬體整合方案預計將於 6 月初 Computex（台北國際電腦展）正式對外展示，市場屆時將可進一步觀察公司 AI 應用的實際商業化方向。

財務方面，公司坦言目前相關專案仍處於商業化早期階段，因此個別專案毛利率結構尚不具備統計代表性。不過，公司表示，待未來業務規模逐步放大後，將進一步增加相關財務資訊揭露透明度。相較目前市場上多數仍偏概念性的 AI 題材，公司此次揭露的方向已開始更聚焦於具實際應用場景與商業化能力的解決方案，後續發展值得持續追蹤。

五、庫藏股與資本配置，反映管理層對長期營運信心

資本配置方面，公司於今年 3 月與 5 月啟動兩階段庫藏股計畫，合計買回上限共 4,000 張，其中第一階段 1,500 張已於 5 月初全數執行完畢，平均買回價格為每股 42.64 元。第二階段 2,500 張目前則仍持續執行中。

管理層表示，本次庫藏股計畫除作為員工長期激勵與關鍵人才留任工具外，亦反映對公司長期營運基本面與未來發展方向的信心。公司近年亦持續推動組織精實化與資源重整，希望透過提升資本配置效率與營運執行力，建立更穩定且具成長性的營運架構。

此外，公司於本次法說會中亦持續強調未來將以「穩定現金流 + 成長動能」作為核心營運方向，由成熟代理遊戲業務支撐基本盤，同時透過商務、資安、自製遊戲與 AI 創新布局，逐步建立第二成長曲線。

我們認為，雖然目前市場對橘子的評價仍偏向傳統遊戲股框架，但從本次法說會內容來看，公司近年於費用結構、自製遊戲布局、商務事業，以及 AI 應用方向上，均已開始出現與過往不同的營運調整。隨著核心遊戲營運逐步回穩，以及非遊戲相關業務重要性持續提升，未來商務與 AI 業務的發展進度，將成為市場重新評價公司中長期定位的重要觀察方向。

損益表

NT\$m	2022	2023	2024	2025
銷貨收入淨額	11,388	9,791	11,077	8,867
銷貨成本	6,523	5,996	7,164	6,400
已實現銷貨(損)益	0	0	0	0
營業毛利	4,865	3,795	3,912	2,467
推銷費用	1,361	1,304	1,220	690
管理費用	1,261	1,198	1,616	1,260
研發費用	485	653	818	991
其他營業費用	0	0	0	0
營業利益	1,759	640	258	-475
稅前息折舊攤銷前利潤	2,341	1,287	1,004	198
利息收入(支出)淨額	16	43	39	16
其他淨額(通常指營業外收支淨額)	0	0	0	0
稅前淨利(不含非常損益/特殊項目)	1,775	683	297	-459
處分投資(損)益	-1	0	2,136	0
處分資產(損)益	-0	-0	-0	-0
匯兌(損)益	44	6	16	20
其他特殊項目合計	-110	-2	-262	20
稅前淨利(含非常損益/特殊項目)	1,708	688	2,186	-419
所得稅費用	430	127	115	-143
繼續營業單位淨利	1,278	560	2,072	-275
停業單位損益	0	0	0	0
本期淨利(或稅後淨利)	1,278	560	2,072	-275
少數股權	-2	-15	4	-6
歸屬於母公司業主淨利	1,280	575	2,068	-269
每股盈餘(新台幣)	7.29	3.28	11.78	-1.53

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

資產負債表

NT\$m	2022	2023	2024	2025
現金及約當現金	3,737	3,157	1,971	2,002
交易性金融資產	0	0	0	0
短期投資	149	89	12	5
應收帳款及應收票據	806	619	1,049	843
存貨	129	109	186	75
預付費用	322	350	239	229
其他流動資產	757	940	248	211
流動資產合計	5,899	5,264	3,705	3,365
長期投資	268	246	986	935
不動產、廠房及設備合計	2,812	2,836	2,802	2,841
商譽	237	244	181	144
其他無形資產	941	989	388	852
其他非流動資產	229	242	294	455
資產總計	10,387	9,822	8,355	8,593
應付帳款及應付票據	617	616	634	711
應付費用	2,727	2,708	1,050	1,451
其他流動負債	502	445	526	476
流動負債合計	3,846	3,770	2,209	2,638
營運週轉金/循環信貸(短期借款)	92	90	50	1,250
總債務(含一年內到期長期負債)	0	0	0	0
其他負債	160	176	86	76
負債總計	4,098	4,035	2,346	3,964
普通股權益總額	5,852	5,377	5,639	4,276
普通股股本	1,755	1,755	1,755	1,755
資本公積	1,355	1,349	1,348	1,340
保留盈餘	3,182	2,724	2,973	1,655
其他調整項目	-439	-451	-437	-475
特別股權益總額	0	0	0	0
非控制權益(少數股權)	437	409	370	354
權益總計	6,289	5,787	6,009	4,630

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

現金流量表

NT\$m	2022	2023	2024	2025
本期淨利	1,280	575	2,068	-269
少數股權損益	-2	-15	4	-6
折舊及攤銷合計	161	170	185	180
遞延費用攤銷	421	477	561	493
營運資產淨變動	500	2	360	121
其他非現金項目合計	110	-241	-1,728	-124
其他非現金項目合計	108	-256	-1,724	-130
營業活動現金流量	2,471	968	1,450	394
資本支出	-131	-130	-170	-165
處分不動產、廠房及設備	0	0	1	0
其他投資活動	-1,103	-324	-1,828	-281
投資活動現金流量	-1,234	-454	-1,997	-446
債務發行/(償還)	-98	-2	-40	1,200
銀行循環貸款增加/(償還)	-18	-2	-40	1,200
長期債務(償還)	-80	0	0	0
普通股發行/(收回、買回)	5	1	0	0
特別股發行/(收回)	0	0	0	0
已付現金股利	-896	-1,056	-594	-1,063
其他籌資活動	-50	-39	-52	-37
非控制權益增加(減少)	0	0	0	0
籌資活動現金流量	-1,038	-1,096	-686	100
匯率變動影響數	120	1	47	-17
現金及約當現金淨增減	318	-580	-1,186	31
期初現金餘額	3,419	3,737	3,157	1,971
期末現金餘額	3,737	3,157	1,971	2,002

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

財務比例

新台幣百萬元 / 百分比 / 天數	2022	2023	2024	2025
利潤率(獲利能力指標)				
毛利率	42.7%	38.8%	35.3%	27.8%
營業費用率	27.3%	32.2%	33.0%	33.2%
營業利益率	15.4%	6.5%	2.3%	-5.4%
EBITDA 獲利率	20.6%	13.1%	9.1%	2.2%
稅前淨利率	15.0%	7.0%	19.7%	-4.7%
稅後淨利率(純益率)	11.2%	5.9%	18.7%	-3.0%
資產負債表比率(營運效率)				
應收帳款	806	619	1,049	843
存貨	129	109	186	75
應付帳款	617	616	634	711
淨營運資本	318	111	601	208
應收帳款週轉天數	27.2	26.6	27.5	38.9
存貨庫存天數	7.0	7.2	7.5	7.4
應付帳款付現天數	33.2	37.5	31.8	38.3
現金循環週期(或營運週期)	0.9	(3.7)	3.1	8.0
流動性比率(償債能力)				
營業活動現金流量	2,471	968	1,450	394
資本支出	-131	-130	-170	-165
自由現金流量	2,340	838	1,280	229
現金及約當現金	3,737	3,157	1,971	2,002
總債務(有息負債總額)	92	90	50	1,250
淨債務	-3,794	-3,156	-1,933	-756
總債務權益比	1%	2%	1%	27%
淨債務權益比(淨負債比)	-60%	-55%	-32%	-16%
負債權益比(財務槓桿比率)	65%	70%	39%	86%
負債比率(總負債 / 總資產)	39%	41%	28%	46%
報酬率指標				
平均股東權益報酬率	22.7%	10.2%	37.5%	-5.4%
平均資產報酬率	12.9%	5.7%	22.8%	-3.2%

資料來源: 公司資料 · 好脈資本

免責聲明

好脈資本 (TruePulse Capital Advisory) 為專業的企業與金融顧問機構，提供資本市場相關解決方案。根據中華民國相關法令規範，好脈資本未具備證券經紀商、證券承銷商、證券自營商、投資銀行、承銷商或證券投資顧問等資格與執照。本公司發布的文章、研究報告及相關訪談 (以下統稱「本網站內容」) 僅供參考，不應被視為於台灣地區對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。本網站內容不構成專業財務建議，亦非針對任何公司、產業或證券進行完整資訊揭露或深入分析。投資人應自行評估，並向專業財務、稅務及法律顧問尋求建議，以根據自身需求與風險承受能力做出適當的投資決策。

本網站內容係根據本公司認可之資料來源，提供客觀且一般性證券投資資訊。本公司不對該等資料或第三方網站的準確性或完整性承擔責任。本刊物為定期發布之資訊來源，未根據個別投資人之特定需求量身規劃。本公司不提供個別化投資建議，且本報告提及之任何特定有價證券，均不構成對該有價證券或任何其他證券相關商品的推介建議。

好脈資本及其關係企業，可能因與本報告無關之專業服務，自所涵蓋之公司 (Covered Companies) 獲取報酬，包含但不限於企業簡報、投資人會議、策略顧問及投資人關係服務。該等服務與本公司是否於報告中涵蓋特定公司無關，亦不影響本報告之內容或觀點。

本網站內容不構成對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項之要約、招攬、提供分析意見或推介建議。好脈資本不對依賴本資料進行投資決策的個人或機構負有確保其遵守台灣證券法令之責任。本公司不對本網站內容所載資訊之正確性、完整性或即時性作出任何陳述或保證，所有資訊均以「現況」提供，因此，有些資料可能會變得過時，而有些觀點可能有變。好脈資本對於因使用或依賴該等資訊而可能產生的直接或間接損失 (包含但不限於投資損失) 概不負責。

本報告所包含之所有投資資訊，投資人應自行進行獨立查證。如需進一步資訊，請造訪好脈資本官方網站：
<https://www.truepulsecapital.com/>。