

2024 年 3 月 28 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 1,080.00 元  
目標價  
3 個月 1,260.00 元  
12 個月 1,260.00 元

## 鈦象 (3293 TT)

Buy

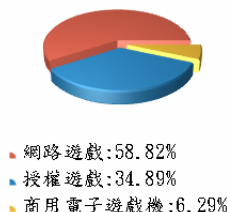
近期報告日期、評等及前日股價

營收和獲利強勁成長，首度給予 Buy 的投資建議

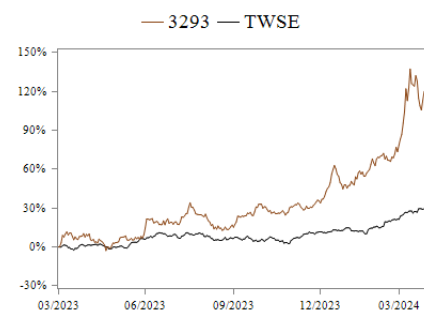
### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 1,409  
市值(億元) 1,522  
目前每股淨值(元) 86.53  
外資持股比(%) 27.87  
投信持股比(%) 11.25  
董監持股比(%) 9.76  
融資餘額(張) 2,217  
現金股息配發率(%) 76.74

### 產品組合



### 股價相對大盤走勢



**投資建議：**2024 年主要成長動能來自於東南亞授權，且未來 2~3 年成長明確，若歐美授權(TaDa)成功切入歐洲和美洲市場，會是另外一塊很大的成長動能。公司近三年配股配息亦非常大方，殖利率維持一定的水準。考量其高成長性和高配息，首度給予 Buy 的投資建議，目標價 1,260 元，是以 2024 年 PER 22x，2025 年 PER 19x 來評價。

**2023 年營收 YOY +18.65%，東南亞授權為主要成長動能：**鈦象 2023 年營收 YOY +18.65%，稅後 EPS 45.61 元。其中網路遊戲營收 YOY 持平，《明星三缺一》和《金好運》營收 YOY 成長，其他自營遊戲則呈現持平或小幅下滑。授權遊戲營收 YOY 成長超過 40%，主要成長動能來自於東南亞授權。商用遊戲機營收 YOY +27%，主要是因為中國市場解封後需求回溫，以及推出新產品帶動營收成長。

**2024 年預估營收 YOY +20.41%，主要成長動能仍為東南亞授權，且未來 2~3 年營收成長明確：**展望 2024 年，1~2/2024 營收明顯跳升，主要是因為 09/2023 馬爾他子公司取得經營執照後，4Q23 開始運作，1~2/2024 已有看到一些成果。公司並未給出 2024 年營收展望，不過表示相當樂觀看待 2024 年，甚至是未來的 2~3 年，主要成長動能還是來自於東南亞授權，歐美授權(TaDa)的部分除了馬爾他取得執照外，英國、羅馬尼亞、瑞典和加拿大都有持續提出申請執照，目前尚在審核中，公司表示歐美市場競爭較東南亞激烈，不過公司是後進者，若成功切入，會是很大的一塊成長動能。網路遊戲 2024 年則預估營收與 2023 年持平，並沒有新遊戲推出。商用遊戲機則預計於 2Q24 和 3Q24 各推一款新機種，因 1H23 基期較低，故預估 2024 年商用遊戲機營收將持續成長。公司決議發放 35 元的現金股利和 10 元的股票股利，這是繼 2022 年發放 10 元的股票股利後，隔一年又再度買一送一，主要是為了增加股票流動性。以 2023 年 EPS 45.61 元來看，現金股利發放率為 77%，若加上股票股利，近三年配發率都將近 90%，以股價 1,100 元來計算，現金殖利率為 3.2%。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
營業收入淨額	14,176	17,069	19,838	3,167	3,324	3,479	3,583	3,790	4,073	4,192	4,364	4,441
營業毛利淨額	13,616	16,568	19,304	3,033	3,227	3,329	3,434	3,626	3,952	4,071	4,233	4,312
營業利益	7,534	9,568	11,244	1,676	1,752	1,844	1,865	2,073	2,162	2,391	2,453	2,562
稅後純益	6,426	8,096	9,316	1,334	1,443	1,664	1,745	1,574	1,963	1,988	2,015	2,130
稅後 EPS(元)	45.61	57.46	66.12	9.46	10.24	11.81	12.39	11.17	13.94	14.11	14.30	15.12
毛利率(%)	96.05%	97.06%	97.31%	95.78%	97.09%	95.69%	95.86%	95.65%	97.03%	97.12%	97.00%	97.09%
營業利益率(%)	53.15%	56.05%	56.68%	52.91%	52.71%	53.00%	52.05%	54.70%	53.08%	57.04%	56.21%	57.69%
稅後純益率(%)	45.33%	47.43%	46.96%	42.11%	43.41%	47.83%	48.72%	41.51%	48.21%	47.42%	46.17%	47.96%
營業收入 YoY/QoQ(%)	18.65%	20.41%	16.22%	5.95%	4.95%	4.66%	2.98%	5.80%	7.44%	2.93%	4.10%	1.77%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.30%	25.99%	15.08%	-10.62%	8.20%	15.32%	4.90%	-9.85%	24.78%	1.24%	1.35%	5.71%

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 14.09 億元計算。

2024 年 3 月 28 日

## ESG(Environment, Social, Governance)：

(一)企業對於因應氣候變遷或溫室氣體管理之策略：1.設置緊急發電機及UPS不斷電系統，提供主要設備使用，以降低無預警斷電所造成的損失。2.建置遠端性連線設備，提供多元易地工作場域，以降低單一區域因素影響公司營運。(二)企業溫室氣體排放量減量目標：節能減碳的量化管理目標：每人排放量2025年較2019年下降10%。(三)企業溫室氣體排放量減量之預算與計畫：1.空調系統散熱材更新及水處理設備優化。預算估算約NTD1,000(仟元)2.電力照明更新，並定期檢視耗能設備並進行汰換。預算估算約NTD2,300(仟元)。(四)企業產品或服務帶給客戶或消費者之減碳效果優化遊戲軟體效能，降低玩家耗電量。

## 公司簡介：

鈞象(3293 TT)成立於1989年，製作商用電子遊戲機起家，較著名的有《黃飛鴻》、《三國戰記》和《西遊釋厄傳》等等。隨著街機的式微，2000年新增個人電腦遊戲的設計與研發，並成功開發出《明星三缺一》單機遊戲，2004年則開發連線撮合遊戲平台Game淘，該平台包含可連線對戰的《明星3缺1 Online》。2007年推出的《唯舞獨尊 Online》亦是鈞象的主力遊戲之一。2010年後，智慧手機崛起加上網速的提升，帶動手遊蓬勃發展，鈞象也將重心轉往手遊市場，推出《金猴爺》、《明星三缺一手機版》、《滿貫大亨》、《金好運》、《海王寶藏》和《金虎爺》等博弈手遊。2017年開始經營美國授權遊戲市場，採用授權給當地代理商的方式，收取授權金和服務費，經過多年的經營，取得市佔第一的佳績，04/2022推出美國第二授權平台，不過成長效果並不顯著。東南亞授權則是2021年開始布局，與美國授權一樣只收取授權金和服務費，不同的地方在於：東南亞授權有很多代理商，美國授權則有兩個代理商；東南亞授權經營了1~1.5年就看到成效，美國授權則是經營了4年。2023年營收比重的部分，網路遊戲佔50%，授權遊戲佔43%，商用遊戲機佔7%，。

## 2023 年營收 YOY +18.65%，東南亞授權為主要成長動能：

鈞象2023年營收為141.76億元，YOY +18.65%；稅後純益為64.26%，YOY +17.30%；稅後EPS 45.61元。其中網路遊戲營收為71億元，YOY持平，佔整體營收50%，《明星三缺一》和《金好運》營收YOY成長，其他自營遊戲則呈現持平或小幅下滑。授權遊戲營收為61億元，YOY成長超過40%，佔整體營收43%(2022年僅佔35%)，美國授權的部分營收持平，主要成長動能來自於東南亞授權。商用遊戲機營收為10億元，YOY +27%，佔整體營收7%，主要是因為中國市場解封後需求回溫，以及推出新產品《狂野飆車9》、《閃電摩托》和《奧特曼變身大決戰》帶動營收成長。遊戲營收排名的部分，2023年依序為東南亞授權、《明星三缺一》、美國授權、《金猴爺》、《金好運》、《滿貫大亨》、《海王寶藏》、《SlotTrip》、《金虎爺》。其中東南亞授權從2022年的第四名一舉躍上第一。區域別的部分，台灣佔34%，東南亞佔31%，中國佔16%，美國佔15%，日本佔3%，與2022年相比，除了東南亞比重增加外，台灣、美國和中國佔比皆下滑，東南亞增加主要是因為東南亞授權高速成長所貢獻。

2024 年 3 月 28 日

**2024 年預估營收 YOY +20.41%，主要成長動能仍為東南亞授權，且未來 2~3 年營收成長明確：**

展望 2024 年，1~2/2024 營收為 27.06 億元，YOY +22.57%，營收明顯跳升，主要是因為 09/2023 馬爾他子公司取得經營執照後，4Q23 開始運作，1~2/2024 已有看到一些成果。1~2/2024 營收排名為東南亞授權、《明星三缺一》、美國授權、《金猴爺》、《金好運》、《滿貫大亨》、歐美授權(TaDa)、《海王寶藏》、《金虎爺》、《SlotTrip》，可以看到歐美授權(TaDa)排名已竄升到第七名。公司並未給出 2024 年營收展望，不過表示相當樂觀看待 2024 年，甚至是未來的 2~3 年，主要成長動能還是來自於東南亞授權，歐美授權(TaDa)的部分除了馬爾他取得執照外，英國、羅馬尼亞、瑞典和加拿大都有持續提出申請執照，目前尚在審核中，公司表示歐美市場競爭較東南亞激烈，不過公司是後進者，若成功切入，會是很大的一塊成長動能。網路遊戲 2024 年則預估營收與 2023 年持平，並沒有新遊戲推出。商用遊戲機則預計於 2Q24 和 3Q24 各推一款新機種，因 1H23 基期較低，故預估 2024 年商用遊戲機營收將持續成長。

公司決議發放 35 元的現金股利和 10 元的股票股利，這是繼 2022 年發放 10 元的股票股利後，隔一年又再度買一送一，主要是為了增加股票流動性。以 2023 年 EPS 45.61 元來看，現金股利發放率為 77%，若加上股票股利，近三年配發率都將近 90%，以股價 1,100 元來計算，現金殖利率為 3.2%。

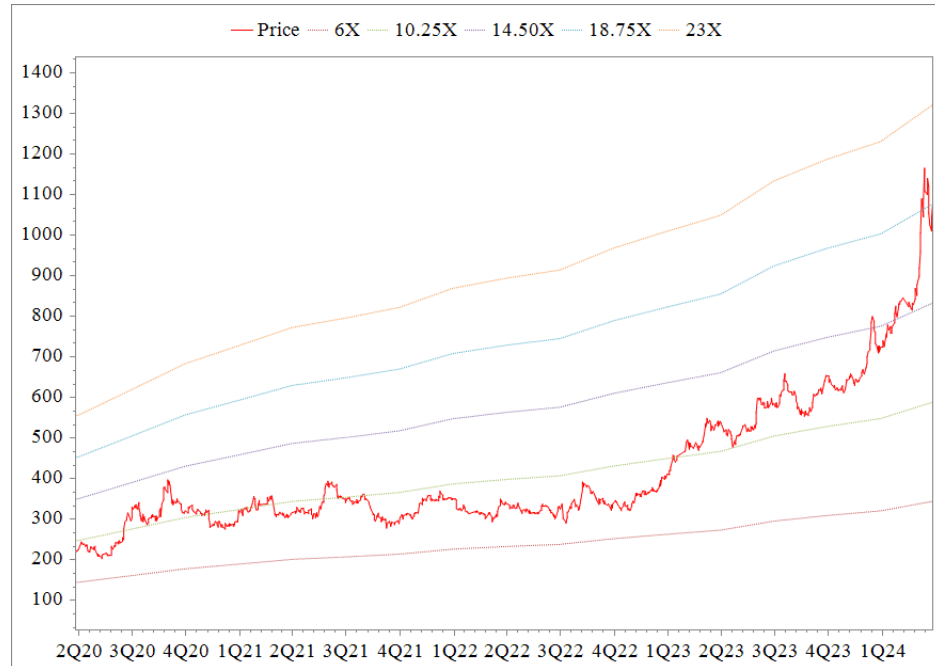
綜合以上，預估 2024 年營收為 170.69 億元，YOY +20.41%；稅後純益為 80.96 億元，YOY +25.99%；稅後 EPS 57.46 元。

**投資建議：**

2024 年主要成長動能來自於東南亞授權，且未來 2~3 年成長明確，若歐美授權(TaDa)成功切入歐洲和美洲市場，會是另外一塊很大的成長動能。公司近三年配股配息亦非常大方，殖利率維持一定的水準。考量其高成長性和高配息，首度給予 Buy 的投資建議，目標價 1,260 元，是以 2024 年 PER 22x，2025 年 PER 19x 來評價。

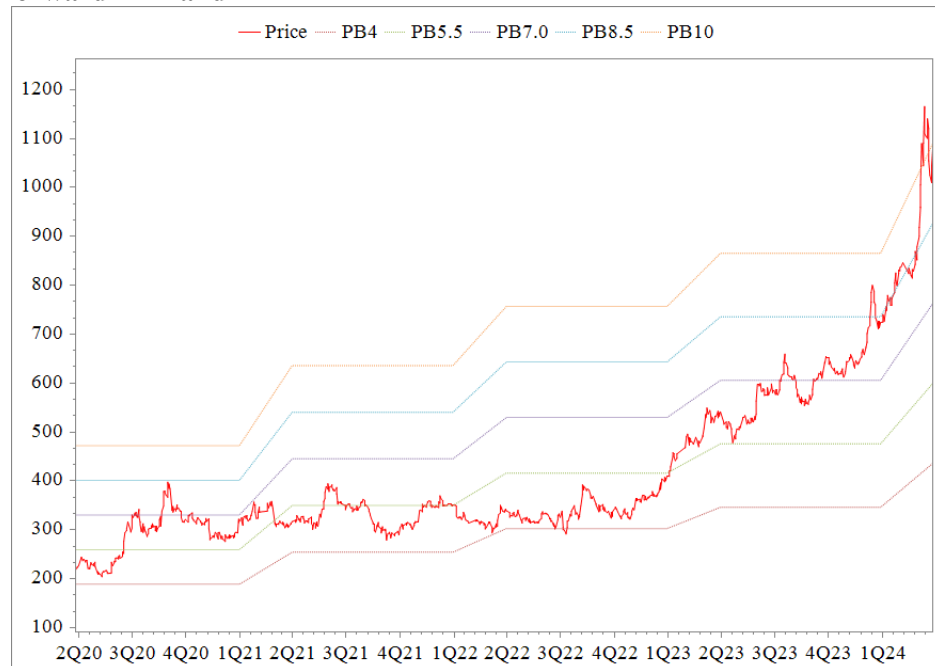
2024 年 3 月 28 日

## 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

2024 年 3 月 28 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	12,234	14,180	16,451	19,753	14,941
流動資產	10,198	12,515	12,930	14,381	15,008
現金及約當現金	3,474	8,525	943	5,351	3,459
應收帳款與票據	1,707	1,650	2,065	2,408	2,790
存貨	138	111	124	86	137
採權益法之投資	--	--	--	0	0
不動產、廠房設備	1,111	1,082	1,078	1,082	1,085
<b>負債總計</b>	<b>3,262</b>	<b>3,517</b>	<b>4,255</b>	<b>4,393</b>	<b>4,637</b>
流動負債	3,143	3,424	4,173	4,358	4,548
應付帳款及票據	67	53	92	38	100
非流動負債	118	93	82	88	81
<b>權益總計</b>	8,973	10,663	12,196	15,360	10,304
普通股股本	705	1,409	1,409	2,818	2,818
保留盈餘	7,394	8,658	10,156	11,911	6,856
母公司業主權益	8,959	10,660	12,192	15,356	10,300
<b>負債及權益總計</b>	<b>12,234</b>	<b>14,180</b>	<b>16,451</b>	<b>19,753</b>	<b>14,941</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	5,114	5,851	6,522	13,041	9,048
稅前純益	5,703	6,520	7,765	9,783	11,260
折舊及攤銷	102	95	116	116	116
營運資金變動	-463	71	-390	-359	-371
其他營運現金	-228	-834	-969	3,501	-1,958
<b>投資活動現金</b>	-587	2,736	-9,184	-1,867	5,422
資本支出淨額	-16	-22	-20	-20	-20
長期投資變動	-608	2,716	-7,517	0	0
其他投資現金	37	42	-1,648	-1,847	5,441
<b>籌資活動現金</b>	-2,962	-3,537	-4,932	-6,766	-16,362
長借/公司債變動	0	0	0	6	-7
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,959	-3,523	-4,932	-4,932	-14,372
其他籌資現金	-3	-15	0	-1,841	-1,983
<b>淨現金流量</b>	1,567	5,051	-7,582	4,408	-1,893
<b>期初現金</b>	1,907	3,474	8,525	943	5,351
<b>期末現金</b>	3,474	8,525	943	5,351	3,459

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	11,286	11,948	14,176	17,069	19,838
營業成本	459	475	560	502	533
<b>營業毛利淨額</b>	10,827	11,473	13,616	16,568	19,304
營業費用	5,013	5,468	6,082	7,000	8,060
<b>營業利益</b>	5,814	6,005	7,534	9,568	11,244
<b>EBITDA</b>	5,768	6,512	7,621	258	258
業外收入及支出	-111	412	-29	216	16
稅前純益	5,703	6,520	7,765	9,783	11,260
所得稅	968	1,038	1,339	1,688	1,944
稅後純益	4,735	5,478	6,426	8,096	9,316
稅後 EPS(元)	33.60	38.88	45.61	57.46	66.12
完全稀釋 EPS**	33.60	38.88	45.61	57.46	66.12

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 14.09【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 14.09 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	33.94%	5.87%	18.65%	20.41%	16.22%
營業毛利淨額	33.95%	5.97%	18.67%	21.68%	16.52%
營業利益	37.23%	3.30%	25.46%	26.99%	17.53%
稅後純益	38.91%	15.70%	17.30%	25.99%	15.08%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	95.93%	96.03%	96.05%	97.06%	97.31%
EBITDA(%)	51.11%	54.50%	53.76%	1.51%	1.30%
營益率	51.51%	50.26%	53.15%	56.05%	56.68%
稅後純益率	41.95%	45.85%	45.33%	47.43%	46.96%
總資產報酬率	38.70%	38.63%	39.06%	40.99%	62.35%
股東權益報酬率	52.77%	51.37%	52.69%	52.71%	90.41%
<b>償債能力檢視</b>					
負債比率(%)	26.66%	24.80%	25.86%	22.24%	31.03%
負債/淨值比(%)	36.35%	32.98%	34.89%	28.60%	45.00%
流動比率(%)	324.42%	365.45%	309.84%	330.00%	330.00%
<b>其他比率分析</b>					
存貨天數	93.51	95.81	76.61	76.61	76.61
應收帳款天數	47.92	51.27	47.82	47.82	47.82



2024 年 3 月 28 日

## 季度損益表

(百萬元)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	2,989	3,167	3,324	3,479	3,583	3,790	4,073	4,192	4,364	4,441	4,587	4,830
營業成本	122	134	97	150	148	165	121	121	131	129	129	132
營業毛利淨額	2,867	3,033	3,227	3,329	3,434	3,626	3,952	4,071	4,233	4,312	4,459	4,698
營業費用	1,379	1,358	1,475	1,485	1,570	1,552	1,790	1,680	1,780	1,750	1,990	1,940
營業利益	1,488	1,676	1,752	1,844	1,865	2,073	2,162	2,391	2,453	2,562	2,469	2,758
業外收入及支出	322	-111	16	149	250	-184	204	4	4	4	4	4
稅前純益	1,810	1,565	1,767	1,992	2,115	1,890	2,366	2,395	2,457	2,566	2,473	2,762
所得稅	317	231	324	329	370	316	402	407	442	436	420	470
稅後純益	1,492	1,334	1,443	1,664	1,745	1,574	1,963	1,988	2,015	2,130	2,053	2,293
最新股本	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409	1,409
稅後EPS(元)	10.59	9.46	10.24	11.81	12.39	11.17	13.94	14.11	14.30	15.12	14.57	16.27

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	95.92%	95.78%	97.09%	95.69%	95.86%	95.65%	97.03%	97.12%	97.00%	97.09%	97.20%	97.27%
營業利益率(%)	49.79%	52.91%	52.71%	53.00%	52.05%	54.70%	53.08%	57.04%	56.21%	57.69%	53.82%	57.11%
稅後純益率(%)	49.91%	42.11%	43.41%	47.83%	48.72%	41.51%	48.21%	47.42%	46.17%	47.96%	44.74%	47.47%

## QoQ(%)

營業收入淨額	4.05%	5.95%	4.95%	4.66%	2.98%	5.80%	7.44%	2.93%	4.10%	1.77%	3.30%	5.29%
營業利益	6.04%	12.60%	4.55%	5.25%	1.13%	11.18%	4.26%	10.61%	2.59%	4.44%	-3.63%	11.72%
稅前純益	15.57%	-13.57%	12.97%	12.73%	6.16%	-10.66%	25.18%	1.24%	2.59%	4.43%	-3.63%	11.70%
稅後純益	11.94%	-10.62%	8.20%	15.32%	4.90%	-9.85%	24.78%	1.24%	1.35%	5.71%	-3.63%	11.70%

## YoY(%)

營業收入淨額	4.63%	11.96%	13.88%	21.09%	19.85%	19.68%	22.53%	20.49%	21.81%	17.16%	12.64%	15.23%
營業利益	1.58%	17.27%	21.84%	31.38%	25.31%	23.73%	23.38%	29.67%	31.54%	23.57%	14.22%	15.36%
稅前純益	22.80%	10.28%	11.96%	27.21%	16.85%	20.79%	33.84%	20.20%	16.16%	35.78%	4.54%	15.34%
稅後純益	23.92%	12.88%	9.30%	24.86%	17.00%	18.00%	36.08%	19.46%	15.43%	35.34%	4.54%	15.34%

註1：稅後EPS以股本14.09億元計算

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。