

2024 年 9 月 26 日

研究員：顏兆祥 mike.yen@cim.capital.com.tw

前日收盤價	900.00 元
目標價	
3 個月	977.00 元
12 個月	977.00 元

鈦象 (3293 TT)

Trading Buy

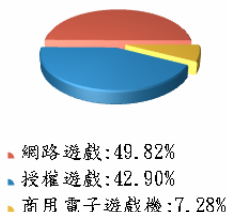
近期報告日期、評等及前日股價

07/10/2024	已到價	
06/20/2024	Buy	1,195
03/28/2024	Buy	1,080

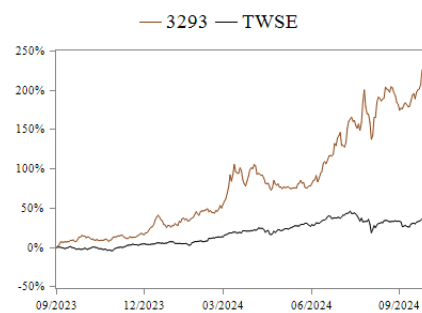
公司基本資訊

目前股本(百萬元)	2,818
市值(億元)	2,536
目前每股淨值(元)	40.58
外資持股比(%)	27.93
投信持股比(%)	6.74
董監持股比(%)	9.55
融資餘額(張)	2,255
現金股息配發率(%)	76.74

產品組合



股價相對大盤走勢



營收和獲利強勁成長，給予 Trading Buy 的投資建議

投資建議：2024~2025 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 Gaming)成功切入歐洲和美洲市場，會是另外一塊很大的成長動能，故給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 977 元，是以 2025 年 PER 26x 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 22.80 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。

2024~2025 年，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 2024~2025 年，鈦象 01~08/2024 累計營收 YOY +29.32%，公司表示 2024 年營收 YOY 與 01~08/2024 累計營收 YOY 相當，符合預期，主要來自於東南亞授權的成長，且因為在東南亞的市佔仍偏低，故未來 2~3 年東南亞仍會持續成長，只是因為基期墊高，營收 YOY 增速會減緩。01~08/2024 營收排行依序為東南亞授權、明星三缺一、美國授權、金猴爺、金好運、滿貫大亨、歐美授權(TaDa Gaming)、海王寶藏、金虎爺，營收排行與 01~02/2024 一致。01~08/2024 營收 YOY 增加 27 億元，其中多的 25 億元來自於東南亞授權的成長，另外一塊的成長則是商用遊戲機的部分，主要來自於中國市場的需求回溫，網路遊戲(六大 APP)的部分營收 YOY 則呈現小幅衰退。歐美授權(TaDa Gaming)的部分，01~08/2024 表現穩定，成長幅度不高，佔整體營收約 4%。目前馬爾他、瑞典和希臘都已經取得執照，未來會持續申請其他國家的執照並同時申請遊戲認證。公司表示因為美國和東南亞皆已耕耘一段時間，比較熟悉當地市場，故能順利切入，並帶動整體營收大幅成長，歐洲則是比較陌生的市場而且競爭者多，仍在努力耕耘中，短時間還看不到營收爆發性成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F
營業收入淨額	14,176	18,431	22,367	3,479	3,583	3,790	4,177	4,575	4,796	4,883	5,175	5,474
營業毛利淨額	13,616	17,761	21,608	3,329	3,434	3,626	4,049	4,400	4,611	4,701	4,991	5,287
營業利益	7,534	10,253	12,768	1,844	1,865	2,073	2,218	2,563	2,721	2,751	2,861	3,107
稅後純益	6,426	8,839	10,588	1,664	1,745	1,574	2,037	2,276	2,237	2,289	2,380	2,584
稅後 EPS(元)	22.80	31.37	37.57	5.90	6.19	5.58	7.23	8.08	7.94	8.12	8.45	9.17
毛利率(%)	96.05%	96.36%	96.61%	95.69%	95.86%	95.65%	96.94%	96.17%	96.15%	96.27%	96.45%	96.57%
營業利益率(%)	53.15%	55.63%	57.08%	53.00%	52.05%	54.70%	53.11%	56.02%	56.74%	56.33%	55.28%	56.75%
稅後純益率(%)	45.33%	47.96%	47.34%	47.83%	48.72%	41.51%	48.75%	49.75%	46.65%	46.88%	46.00%	47.21%
營業收入 YoY/QoQ(%)	18.65%	30.02%	21.36%	4.66%	2.98%	5.80%	10.21%	9.53%	4.81%	1.82%	5.97%	5.79%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	17.30%	37.55%	19.78%	15.32%	4.90%	-9.85%	29.42%	11.76%	-1.71%	2.32%	3.99%	8.58%

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 28.18 億元計算。

2024 年 9 月 26 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 億元，YOY +17.30%；稅後 EPS 22.80 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 9 月 26 日

2024~2025 年，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 2024~2025 年，鈦象 01~08/2024 累計營收為 118.70 億元，YOY +29.32%，公司表示 2024 年營收 YOY 與 01~08/2024 累計營收 YOY 相當，符合預期，主要來自於東南亞授權的成長，且因為在東南亞的市佔仍偏低，故未來 2~3 年東南亞仍會持續成長，只是因為基期墊高，營收 YOY 增速會減緩。

01~08/2024 營收排行依序為東南亞授權、明星三缺一、美國授權、金猴爺、金好運、滿貫大亨、歐美授權(TaDa Gaming)、海王寶藏、金虎爺，營收排行與 01~02/2024 一致。2024 年營收主要成長為東南亞授權，故東南亞的比重從 2023 年的 31%成長至 01~08/2024 的 40%。01~08/2024 營收 YOY 增加 27 億元，其中多的 25 億元來自於東南亞授權的成長，另外一塊的成長則是商用遊戲機的部分，主要來自於中國市場的需求回溫，網路遊戲(六大 APP)的部分營收 YOY 則呈現小幅衰退。

歐美授權(TaDa Gaming)的部分，01~08/2024 表現穩定，成長幅度不高，佔整體營收約 4%。目前馬爾他、瑞典和希臘都已經取得執照，未來會持續申請其他國家的執照並同時申請遊戲認證。公司表示因為美國和東南亞皆已耕耘一段時間，比較熟悉當地市場，故能順利切入，並帶動整體營收大幅成長，歐洲則是比較陌生的市場而且競爭者多，仍在努力耕耘中，短時間還看不到營收爆發性成長。

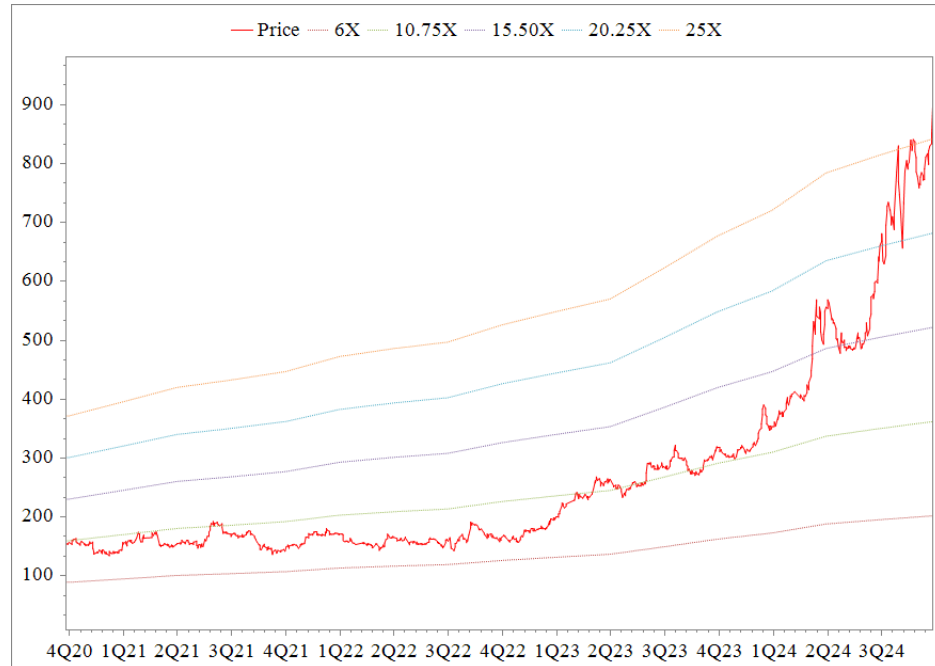
綜合以上，預估 2024 年營收為 184.31 億元，YOY +30.02%；稅後純益為 88.39 億元，YOY +37.55%；稅後 EPS 31.37 元。預估 2025 年營收為 223.67 億元，YOY +21.36%；稅後純益為 105.88 億元，YOY +19.78%；稅後 EPS 37.57 元。

投資建議：

2024~2025 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 Gaming)成功切入歐洲和美洲市場，會是另外一塊很大的成長動能，故給予 Trading Buy 的投資建議，目標價 977 元，是以 2025 年 PER 26x 來評價。

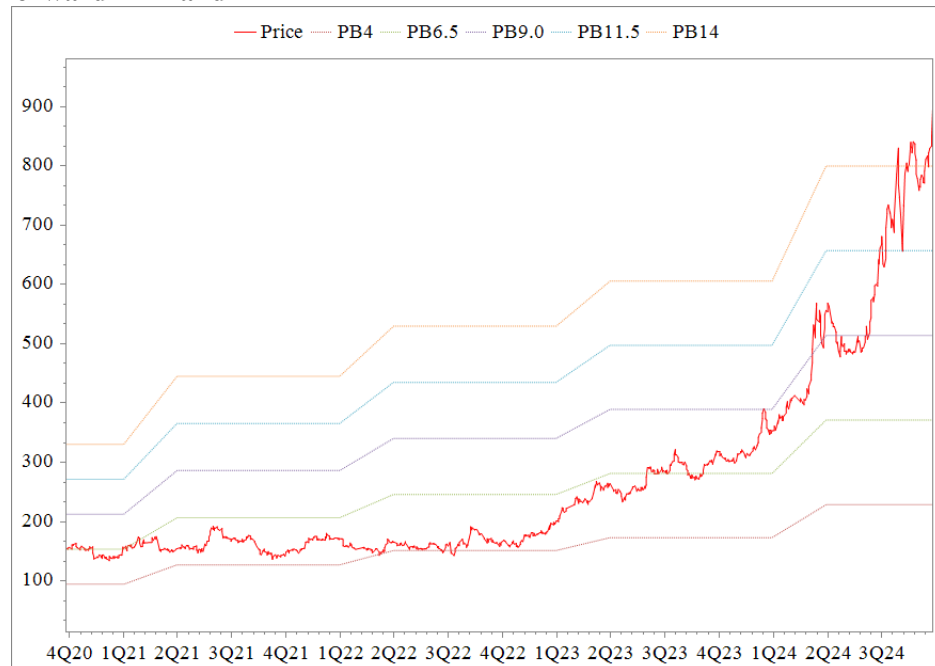
2024 年 9 月 26 日

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 9 月 26 日

資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
資產總計	12,234	14,180	16,451	21,095	23,879
流動資產	10,198	12,515	12,930	16,798	20,481
現金及約當現金	3,474	8,525	943	6,251	4,956
應收帳款與票據	1,707	1,650	2,065	2,765	3,096
存貨	138	111	124	157	161
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
負債總計	3,262	3,517	4,255	4,992	5,925
流動負債	3,143	3,424	4,173	4,940	5,852
應付帳款及票據	67	53	92	82	115
非流動負債	118	93	82	61	50
權益總計	8,973	10,663	12,196	16,103	17,954
普通股股本	705	1,409	1,409	2,818	2,818
保留盈餘	7,394	8,658	10,156	12,654	14,506
母公司業主權益	8,959	10,660	12,192	16,099	17,951
負債及權益總計	12,234	14,180	16,451	21,095	23,879

現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業活動現金	5,114	5,851	6,522	13,017	8,847
稅前純益	5,703	6,520	7,765	10,694	12,797
折舊及攤銷	102	95	116	116	116
營運資金變動	-463	71	-390	-743	-302
其他營運現金	-228	-834	-969	2,950	-3,764
投資活動現金	-587	2,736	-9,184	-8,309	-6,635
資本支出淨額	-16	-22	-20	-20	-20
長期投資變動	-608	2,716	-7,517	-7,516	-7,516
其他投資現金	37	42	-1,648	-773	901
籌資活動現金	-2,962	-3,537	-4,932	599	-3,506
長借/公司債變動	0	0	0	-20	-10
現金增資	0	0	0	0	0
發放現金股利	-2,959	-3,523	-4,932	-4,932	-8,736
其他籌資現金	-3	-15	0	5,552	5,240
淨現金流量	1,567	5,051	-7,582	5,308	-1,295
期初現金	1,907	3,474	8,525	943	6,251
期末現金	3,474	8,525	943	6,251	4,956

資料來源：CMoney、群益

損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
營業收入淨額	11,286	11,948	14,176	18,431	22,367
營業成本	459	475	560	670	759
營業毛利淨額	10,827	11,473	13,616	17,761	21,608
營業費用	5,013	5,468	6,082	7,508	8,840
營業利益	5,814	6,005	7,534	10,253	12,768
EBITDA	5,768	6,512	7,621	258	258
業外收入及支出	-111	412	-29	441	29
稅前純益	5,703	6,520	7,765	10,694	12,797
所得稅	968	1,038	1,339	1,856	2,209
稅後純益	4,735	5,478	6,426	8,839	10,588
稅後 EPS(元)	16.80	19.44	22.80	31.37	37.57
完全稀釋 EPS**	16.80	19.44	22.80	31.37	37.57

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 28.18【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 28.18 億元計算

比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
-------	------	------	------	-------	-------

成長力分析(%)

營業收入淨額	33.94%	5.87%	18.65%	30.02%	21.36%
營業毛利淨額	33.95%	5.97%	18.67%	30.44%	21.66%
營業利益	37.23%	3.30%	25.46%	36.09%	24.53%
稅後純益	38.91%	15.70%	17.30%	37.55%	19.78%

獲利能力分析(%)

毛利率	95.93%	96.03%	96.05%	96.36%	96.61%
EBITDA(%)	51.11%	54.50%	53.76%	1.40%	1.15%
營益率	51.51%	50.26%	53.15%	55.63%	57.08%
稅後純益率	41.95%	45.85%	45.33%	47.96%	47.34%
總資產報酬率	38.70%	38.63%	39.06%	41.90%	44.34%
股東權益報酬率	52.77%	51.37%	52.69%	54.89%	58.97%

償債能力檢視

負債比率(%)	26.66%	24.80%	25.86%	23.66%	24.81%
負債/淨值比(%)	36.35%	32.98%	34.89%	31.00%	33.00%
流動比率(%)	324.42%	365.45%	309.84%	340.00%	350.00%

其他比率分析

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 9 月 26 日

季度損益表

(百萬元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
營業收入淨額	3,324	3,479	3,583	3,790	4,177	4,575	4,796	4,883	5,175	5,474	5,806	5,912
營業成本	97	150	148	165	128	175	184	182	184	188	196	191
營業毛利淨額	3,227	3,329	3,434	3,626	4,049	4,400	4,611	4,701	4,991	5,287	5,610	5,720
營業費用	1,475	1,485	1,570	1,552	1,831	1,837	1,890	1,950	2,130	2,180	2,240	2,290
營業利益	1,752	1,844	1,865	2,073	2,218	2,563	2,721	2,751	2,861	3,107	3,370	3,430
業外收入及支出	16	149	250	-184	279	148	7	7	7	7	7	7
稅前純益	1,767	1,992	2,115	1,890	2,497	2,711	2,728	2,758	2,868	3,114	3,377	3,438
所得稅	324	329	370	316	461	435	491	469	488	529	608	584
稅後純益	1,443	1,664	1,745	1,574	2,037	2,276	2,237	2,289	2,380	2,584	2,769	2,853
最新股本	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818
稅後EPS(元)	5.12	5.90	6.19	5.58	7.23	8.08	7.94	8.12	8.45	9.17	9.83	10.12

獲利能力(%)

毛利率(%)	97.09%	95.69%	95.86%	95.65%	96.94%	96.17%	96.15%	96.27%	96.45%	96.57%	96.63%	96.76%
營業利益率(%)	52.71%	53.00%	52.05%	54.70%	53.11%	56.02%	56.74%	56.33%	55.28%	56.75%	58.05%	58.03%
稅後純益率(%)	43.41%	47.83%	48.72%	41.51%	48.75%	49.75%	46.65%	46.88%	46.00%	47.21%	47.70%	48.26%

QoQ(%)

營業收入淨額	4.95%	4.66%	2.98%	5.80%	10.21%	9.53%	4.81%	1.82%	5.97%	5.79%	6.06%	1.82%
營業利益	4.55%	5.25%	1.13%	11.18%	7.00%	15.54%	6.16%	1.09%	4.00%	8.60%	8.48%	1.79%
稅前純益	12.97%	12.73%	6.16%	-10.66%	32.13%	8.58%	0.63%	1.09%	3.99%	8.58%	8.46%	1.78%
稅後純益	8.20%	15.32%	4.90%	-9.85%	29.42%	11.76%	-1.71%	2.32%	3.99%	8.58%	7.16%	3.02%

YoY(%)

營業收入淨額	13.88%	21.09%	19.85%	19.68%	25.68%	31.51%	33.86%	28.82%	23.88%	19.65%	21.08%	21.07%
營業利益	21.84%	31.38%	25.31%	23.73%	26.62%	39.01%	45.91%	32.67%	28.96%	21.20%	23.86%	24.71%
稅前純益	11.96%	27.21%	16.85%	20.79%	41.27%	36.07%	28.98%	45.94%	14.86%	14.85%	23.80%	24.65%
稅後純益	9.30%	24.86%	17.00%	18.00%	41.14%	36.79%	28.17%	45.47%	16.88%	13.55%	23.80%	24.65%

註1：稅後EPS以股本28.18億元計算

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。