

鈦象 (3293 TT) IGS

海外授權收入再擴大，歐美市場持續發酵

買進 (初次報告)

目標價 (12 個月)：NT\$880.0

收盤價 (2025/04/08)：NT\$741.0

隱含漲幅：18.8%

營收組成 (2024)

網路遊戲 APP 38%、授權遊戲 56%、商用遊戲機 6%。

本次報告更新重點

項目	本次	前次
評等	買進	--
目標價 (NT\$)	880	--
2025年營收 (NT\$/十億)	23.4	--
2025年EPS	39.2	--

交易資料表

市值	NT\$208,810百萬元
外資持股比率	25.2%
董監持股比率	8.1%
調整後每股淨值 (2025F)	NT\$68.34
負債比	25.9%
ESG評級 (Sustainalytics)	低 (曝險程度共5級)

簡明損益表 (NT\$百萬元)

年初至12月	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	14,176	18,513	23,409	26,941
營業利益	7,534	10,327	13,036	15,124
稅後純益	6,426	9,058	11,053	12,776
EPS (元)	45.61	32.15	39.22	45.34
EPS YoY (%)	-5.5	-29.5	22.0	15.6
本益比 (倍)	16.3	23.1	18.9	16.3
股價淨值比 (倍)	8.6	12.8	10.8	9.5
ROE (%)	56.2	55.3	57.4	58.3
現金殖利率 (%)	4.7%	3.9%	4.8%	4.8%
現金股利 (元)	35.00	29.00	35.87	35.58

陳澤心

Amber.Chen53@yuanta.com

洪晨翎

CherylHung@yuanta.com

元大觀點

◆ 東南亞授權貢獻下，鈦象 2022/23/24 年底單月授權遊戲收入分別達 4 億元/6 億元/10 億元，3M25 估已達 12 億元，每月呈現加速擴張。

◆ 東南亞海外授權成長動能延續，美國市場新增多家代理商，預估鈦象 2025/2026 年授權收入分別達 152 億元/186 億元，年增 47%/22%。

◆ 鈦象產品競爭力強，且產品生命週期長，打入新市場便單月授權營收明顯跳升。看好鈦象海外授權仍具極大成長空間，首次給予買進。

鈦象發展重心轉往海外，東南亞授權為目前主要成長來源

鈦象為台灣遊戲股王，社交博弈主力 APP 遊戲「明星三缺一」、「金猴爺」等每年創造穩定營收。隨近年自營 APP 產品基期高並逐漸飽和，鈦象發展重心轉往海外，以授權自行開發的遊戲平台方式與當地代理商合作。2017 年開始授權美國代理商，並於 2021 年營收貢獻超越明星三缺一，而後開始布局東南亞市場，經營約 1-2 年便快速取得成效，東南亞授權為近年成長主要成長來源。展望未來，歐洲(TaDa Gaming)及中南美洲多國市場為新一區塊的成長動能，目前海外市佔率仍低，公司看好未來 2-3 年將有不錯的成長。

授權收入再擴大，歐美市場持續發酵

本中心長期看好鈦象海外市場成長性，鈦象產品競爭力強，2019、2023 年分別成功進入美國及東南亞市場後授權收入帶動單月營收明顯跳升，且產品生命週期長。展望未來，鈦象海外授權收入再擴大，1) 東南亞市場整體發展空間仍大，且消費力道增強；2) 美國市場找到更多家代理商，有助於鈦象未來推廣至三大州以外市場，4Q24-1Q25 已陸續看到成效，仍有上修空間；3) 歐美市場 TaDa Gaming 2025 年底有望取得英國及加拿大執照。預估 2025/2026 年底單月授權遊戲收入規模可分別來到 14 億元/18 億元。

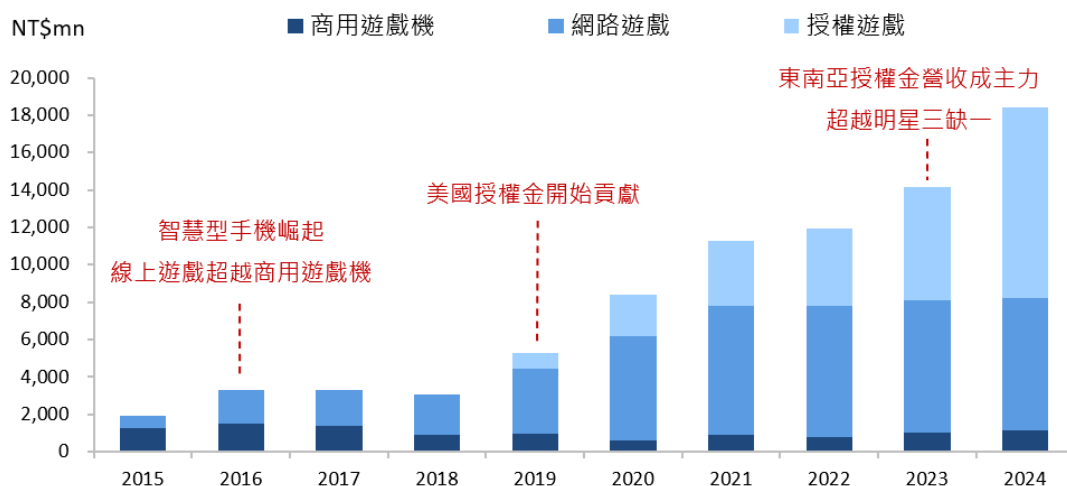
海外授權仍具極大成長空間，初次給予買進，目標價 880 元

鈦象 2024 年營收年增 31%，主要由海外授權收入年增 69%帶動，預估鈦象 2025/2026 年授權收入分別達 152 億元/186 億元，年增 47%/22%，佔營收比重 65%/69%；商用遊戲機持續推出新品，預估營收中高個位數成長，而網路遊戲 APP 估年持平。預估鈦象 2025/2026 年 EPS 39.22 元/45.34 元，目前鈦象股價交易於 19/16 倍 2025/2026 年預估 EPS，位於近三年本益比區間之中緣。看好鈦象海外授權仍具極大成長空間，首次報告根據 2025 年預估 EPS 39.22 元、目標本益比 22 倍，推得目標價 880 元，給予買進。

鈐象為台灣遊戲股王

鈐象成立於 1989 年，為台灣商用遊戲機與網路遊戲大廠，專注於遊戲軟硬體之設計、研發、製造與行銷，初期以發展商用遊戲機為主，擁有出色的 IP 如《三國戰記》和《西遊》等。然而為分散中國街機市場競爭和高收入集中風險，鈐象 2000 年跨入線上遊戲產業，推出經典麻將線上遊戲「明星三缺一」、「唯舞獨尊」及「封神 Online」等，為公司的社交娛樂場產品組合奠定堅實的基礎。2010 年起在智慧手機崛起下時空背景下，鈐象 2016 年線上遊戲業務比重正式超越商用遊戲機。而近五年隨自營 APP 產品玩家人數逐漸飽和，鈐象發展重心轉往海外授權，與當地代理商合作收取授權金以及服務費。2024 年營收比重為：網路遊戲 APP 38%、授權遊戲 56%、商用遊戲機 6%。

圖 1：鈐象商業模式轉變帶動 2015-2024 年產品組合變化

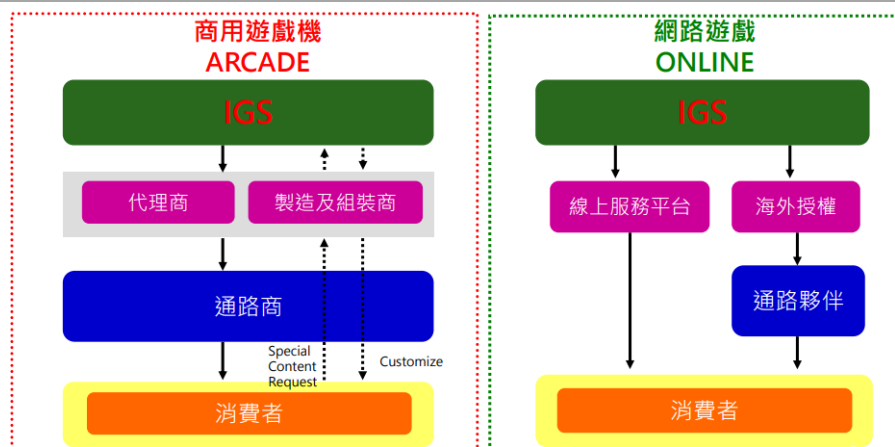


資料來源：公司資料、元大投顧

鈐象兩大營運模式分別為商用遊戲機以及網路遊戲

- **商用遊戲機**：公司為上游研發，將研發設計的遊戲軟體拷貝植入晶片做成板卡後，再交由當地代理商組裝銷售。可分為娛樂、益智類及模擬機，其中模擬機類包含競速遊戲、槍機類遊戲及 VR 類遊戲；益智類包含彩票機、兒卡機及兒童騎乘；娛樂類包含轉輪機、捕魚機等。
- **網路遊戲**：七大 APP 包含「明星三缺一」、「金猴爺」、「滿貫大亨」、「金好運」、「海王寶藏」、「金虎爺」、「SlotTrip」等，而現階段東南亞、歐美等市場海外授權為公司主力產品。

圖 2：鈐象營運模式



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 3：鈞象商用遊戲機產品



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 4：鈞象七大 APP 產品



資料來源：公司資料、元大投顧

鈰象遊戲軟體聚焦於社交博弈，主力 APP 每年創造穩定營收

2015 年鈰象與澳大利亞老虎機巨頭 Aristocrat 簽署了一項聯合開發協議，以開發社交老虎機遊戲發發發，瞄準亞太市場。儘管該聯合協議於 2017 年終止，鈰象仍在其平台基礎上繼續開發社交賭場遊戲，新名稱為金猴爺 Golden HoYeah，並且推出了以下六款 APP 主流遊戲，過去於東南亞、中國以及台灣 App Store 排名位居前 5 名。鈰象的核心競爭力在於社交賭場遊戲的開發，2018 年導入 AI 用戶標籤、機器學習模型，分析玩家遊戲行為數據，並提升玩家體驗，推升營運大幅成長。而後受惠 1)智慧型手機崛起；2)疫情宅經濟發酵；3)博弈遊戲市場接受度提升，鈰象線上遊戲業務營收 2015-2024 年 CAGR 達 44%，比重由 34%攀升至 94%。展望 2025 年，隨 APP 玩家人數逐漸飽和，成長趨緩，線上遊戲成長動能來自於海外授權金收入，六大 APP 預估營收年持平。

圖 5：鈰象七大 APP 產品

遊戲	金猴爺 (原發發發老虎機)	明星三缺一	金好運娛樂城	滿貫大亨	海王寶藏 (釣魚)	金虎爺 老虎機
發布日期	2015	2012 (手機) 2000 (PC)	2017	2016	2017	2016
內容	與 Aristocrat 共同 開發主題式拉霸機 與釣魚	麻將、拉霸機以及釣 魚，台灣明星代言	拉霸機、撲克 牌、釣魚、賽 馬、格鬥天王	拉霸機、撲 克牌、釣 魚，台灣明 星代言	重現街機釣 魚遊戲	拉霸機、 撲克牌、 釣魚
目標市場	全球 主要為亞洲地區	亞洲地區 主要為台灣	台灣	亞洲地區， 主要為台灣	中國	亞洲地區
營收排名	2	1	3	4	5	6

資料來源：公司資料、元大投顧

鈰象線上遊戲可再區分為網路遊戲 APP、授權金收入

網路遊戲 APP 營收貢獻排名為：明星三缺一>金猴爺>金好運>滿貫大亨>海王寶藏>金虎爺

- **明星三缺一**：台灣名人代言使這款遊戲在當地廣為人知，台灣麻將遊戲排名第 1，日本、香港亦有不錯業績，每年營收穩定成長，2022 年營收貢獻已超越金猴爺，為鈰象 APP 產品貢獻排名第 1 的遊戲。然而近年玩家人數趨於飽和，且台灣名人代言的效果以及對其他市場不熟悉台灣麻將遊戲規則，很可能會限制該產品對國外市場的吸引力，人數增長難度越來越高，因此目前著重發展優化玩家付費結構。
- **金猴爺**：遊戲內容主要為數十款老虎機(拉霸機)及捕魚遊戲。奠基於和 Aristocrat 聯合開發的現有平台，主打全球遊戲，過去於東南亞、中國及日本於樂手遊市場排名達前 5，取得巨大成功，前幾年營收成長快速，然而近期呈現放緩，目前為鈰象 APP 產品貢獻排名第 2 的遊戲。
- **金好運和滿貫大亨**：為綜合性娛樂場遊戲，包括棋牌類、押分機、老虎機等，台灣及東南亞為主要發展地區，目前為鈰象 APP 產品貢獻排名第 3 及第 4 的遊戲。
- **海王寶藏**：以捕魚遊戲為主。鈰象的釣魚遊戲最初是基於街機釣魚遊戲，主要通過騰訊遊戲平台瞄準中國市場，目前為鈰象 APP 產品貢獻排名第 5 的遊戲。
- **金虎爺**：以老虎機為主，性質和金猴爺接近，但客戶重疊不大，未來有機會併入金猴爺。

鈹象發展重心轉往海外，東南亞授權為目前主要成長來源

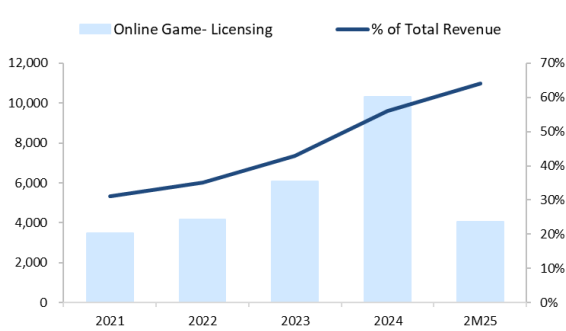
觀察鈹象台灣市場產品基期高並逐漸飽和，鈹象發展重心轉往海外，以授權自行開發的遊戲平台方式與當地代理商合作，長期收取授權金以及服務費。2017 年開始授權美國代理商，經營 4 年後於 2021 年營收貢獻超越明星三缺一，而後 2021 年開始布局東南亞市場，經營約 1-2 年便快速取得成效，東南亞授權為近年成長主要成長來源。展望未來，歐洲(TaDa Gaming)及中南美洲多國市場為新一區塊的成長動能，目前海外市佔率仍低，公司看好未來 2-3 年將有不錯的成長。商用遊戲機業務則持續深耕美國及中國市場，推出新機種使營運維持正成長。鈹象營收地區別 2024 年東南亞 44%、台灣 27%、中國 12%、美國 11%、其他 6%；1-2M25 營收區域別：東南亞 52%、台灣 23%、中國 8%、美國 10%、其他 7%，東南亞營收占比持續提升，授權金成長力道延續。

圖 6：鈹象產品營收比重排序

排名	2021	2022	2023	2024	1-2M25
1	金猴爺	明星三缺一	東南亞授權	東南亞授權	東南亞授權
2	美國授權	金猴爺	明星三缺一	明星三缺一	明星三缺一
3	明星三缺一	美國授權	美國授權	美國授權	美國授權
4	滿貫大亨	東南亞授權	金猴爺	金猴爺	金猴爺
5	金好運	金好運	金好運	金好運	金好運
6	海王寶藏	滿貫大亨	滿貫大亨	滿貫大亨	滿貫大亨
7	金虎爺	海王寶藏	海王寶藏	TADA	TADA
8	-	金虎爺	SlotTrip	海王寶藏	海王寶藏
9	-	SlotTrip	金虎爺	金虎爺	金虎爺

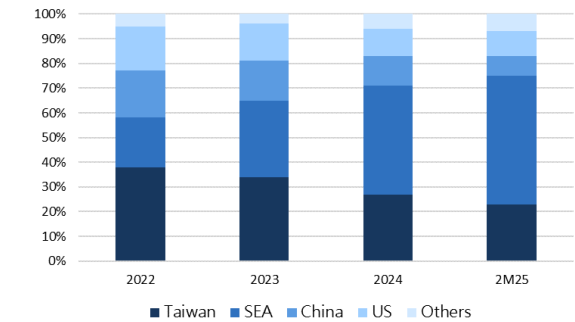
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 7：鈹象 2021-2M25 授權營收及比重趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 8：鈹象 2022-2M25 地區別營收趨勢

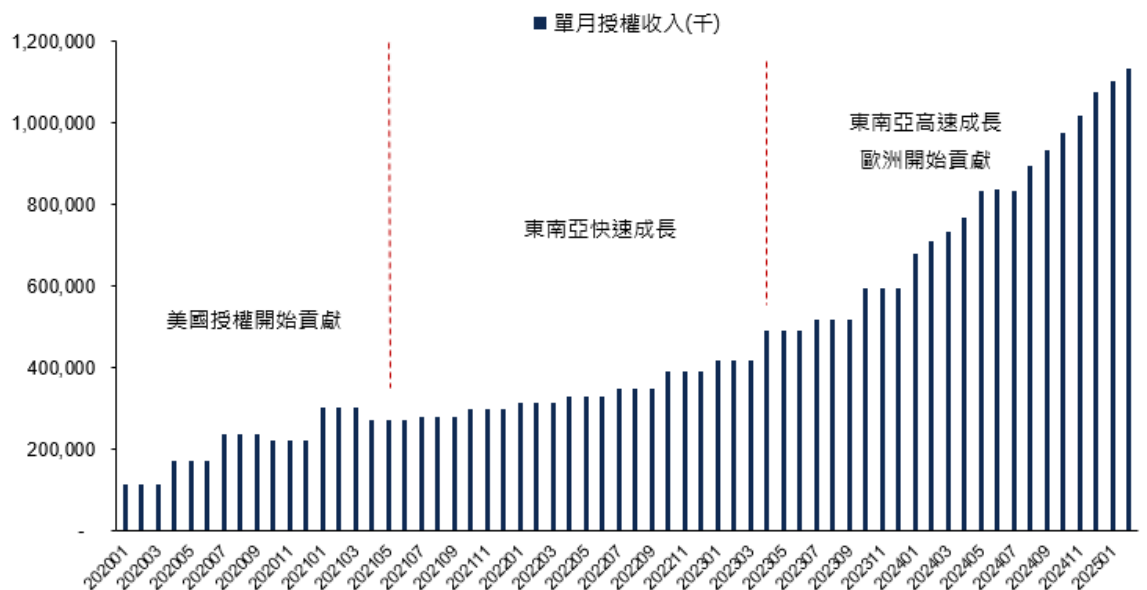


資料來源：公司資料、元大投顧

海外授權收入再擴大，歐美市場持續發酵

鈐象 1-2M25 營收 34.9 億元，年增 29%，由授權遊戲年增 60%帶動，商用遊戲機年增 27%次之。整體而言，預期鈐象 **2025 年東南亞授權為主要成長動能，其次商用遊戲機營收小幅成長，而網路遊戲 APP 年持平**。長期而言，本中心看好鈐象海外市場成長性，觀察鈐象過去布局美國及東南亞市場的軌跡，鈐象產品競爭力強，2019、2023 年分別成功進入美國及東南亞市場後授權收入帶動單月營收明顯跳升，且產品生命週期長。展望未來，鈐象海外授權收入再擴大，歐美市場持續發酵，1)東南亞市場整體發展空間仍大，且消費力道增強；2)美國市場找到更多家代理商，2025 年初已陸續貢獻，有助於鈐象未來推廣至三大州以外市場；3) 歐美市場 TaDa Gaming 已取得庫拉索、希臘、馬爾他、羅馬尼亞、瑞典等國家執照，2025 年底前有望取得英國及加拿大執照。

圖 9：鈐象單月授權收入趨勢



資料來源：公司資料、元大投顧

歐美博奕品牌 TaDa Gaming 為未來公司發展最重要的產品線，整合 30 年頂尖的市場開發及營運團隊經驗，透過市場分析和玩家反饋來量身定制貼近市場與在地化的遊戲，提供海外 iGaming 客戶群卓越的內容平台。公司持續送審新產品跟新地區執照取得，目前平台上已經有約 30 款遊戲，涵蓋老虎機、釣魚機、棋牌、賓果、快速遊戲等類型。

圖 10：鈐象歐美授權市場以遊戲供應商 B2B 品牌 TaDa Gaming 推廣

TaDa Gaming
Online Casino Games Provider

TaDa Gaming is an exciting iGaming casino content provider, renowned for transforming the way people play. By leveraging data-driven insights, we understand what players want and need, ensuring our content consistently delivers engagement and retention through exceptional gaming experiences. With every play, our clients are empowered to offer immersive experiences that keep their players loyal, visit after visit.

[More About Us](#)

200+
HTML GAMES

10+
GAMES CERTIFICATIONS

100+
CURRENCIES SUPPORTED

20+
LANGUAGES SUPPORTED

資料來源：公司資料、元大投顧

東南亞海外授權貢獻，4Q24 稅後淨利年增 63.4%至 25.7 億元

受惠東南亞市場授權遊戲收入規模不斷擴大，鈐象遊戲授權收入年增 72.2%，帶動 4Q24 營收年增 33.5%至 50.6 億元；毛利率年增 0.9ppt 至 96.5%，主因授權遊戲比重提升；營業利益率因內部銷售費用控管得宜，年增 1.9ppt 至 56.6%；稅後淨利季增 18.3%/年增 63.4%至 25.7 億元，EPS 9.13 元，年減 18.3%主因 2024 年進行股票分割。

圖 11：2024 年第 4 季財報回顧

(百萬元)	4Q23A	3Q24A	4Q24A	季增率	年增率	4Q24F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	3,790	4,698	5,062	7.7%	33.5%		
營業毛利	3,626	4,532	4,884	7.8%	34.7%		
營業利益	2,073	2,682	2,864	6.8%	38.1%		
稅前利益	1,890	2,630	3,123	18.7%	65.2%		
稅後淨利	1,574	2,174	2,572	18.3%	63.4%		
調整後 EPS (元)	11.17	7.71	9.13	18.3%	-18.3%		
重要比率 (%)				百分點	百分點		
營業毛利率	95.6%	96.5%	96.5%	0.0	0.9		
營業利益率	54.7%	57.1%	56.6%	-0.5	1.9		
稅後純益率	41.5%	46.3%	50.8%	4.5	9.3		

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

2024 年營收年增 31%，主要由海外授權收入年增 69%帶動

觀察鈐象授權收入趨勢，2022/2023/2024 年底單月授權遊戲收入規模分別達到 4 億元/6 億元/10 億元，每月呈現快速穩定成長，主要受惠東南亞海外授權發酵。

鈐象 2024 年營收 185.1 億元，年增 31%，產品組合為網路遊戲 38%、授權遊戲 56%、商用遊戲機 6%。其中網路遊戲營收年減 1%，主因市場競爭激烈；授權遊戲營收年增 69%，為目前主要成長動能；商用遊戲機年增 17%，主因熱門機種推出。毛利率 96.5%，年增 0.5ppt，主因授權遊戲佔比提升，帶動產品組合持續轉佳，營業利益率提升至 55.8%，年增 2.7ppt；稅後淨利 90.6 億元，年增 41%，EPS 32.15 元。

海外授權收入再擴大，估 1Q25 EPS 年增 21%至 8.74 元

鈹象 1Q25 營收年增 28%至 53.6 億元，隨海外市場持續發酵，本中心預估鈹象單月授權遊戲收入規模已提升至 12 億元，1-2M25 公司自結營收占比為網路遊戲 33%、授權遊戲 64%、商用遊戲機 3%。預估因毛利率較低的商用遊戲機 1Q25 進入傳統淡季，營收占比下降，估毛利率季增 0.5ppt/年增 0.1ppt 至 97%，營業利益率年增 1.5ppt 至 54.6%；稅後淨利 24.6 億元，季減 4.3%/年增 20.8%，EPS 8.74 元。

展望 2Q25，預估鈹象授權遊戲年增 52%至 37 億元，帶動 2Q25 整體營收年增 27.4%至 58.3 億元，營業利益率 55.6%；稅後淨利 27.8 億元，季增 12.8%/年增 22%，EPS 9.85 元。

圖 12：2025 年第 1 季財測與預估比較

(百萬元)	1Q24A	4Q24A	1Q25F	季增率	年增率	1Q25F	預估差異
						市場預估	市場
營業收入	4,177	5,062	5,359	5.9%	28.3%	5,296	1.2%
營業毛利	4,049	4,884	5,198	6.4%	28.4%	5,125	1.4%
營業利益	2,218	2,864	2,928	2.2%	32.0%	2,954	-0.9%
稅前利益	2,497	3,123	3,013	-3.5%	20.7%	3,052	-1.3%
稅後淨利	2,037	2,572	2,462	-4.3%	20.8%	2,518	-2.2%
調整後 EPS (元)	7.23	9.13	8.74	-4.3%	20.8%	8.94	-2.2%
重要比率 (%)				百分點	百分點		百分點
營業毛利率	96.9%	96.5%	97.0%	0.5	0.1	96.8%	0.2
營業利益率	53.1%	56.6%	54.6%	-1.9	1.5	55.8%	-1.1
稅後純益率	48.8%	50.8%	45.9%	-4.9	-2.8	47.5%	-1.6

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

預估 2025/2026 年營收分別年增 26%/15%

展望 2025/2026 年，預估東南亞海外授權成長動能延續，加上美國市場授權新增多家代理商，4Q24-1Q25 已陸續看到成效，預期可提供額外動能，仍有上修空間；歐洲市場則持續耕耘，預估較大貢獻時間點為 2026 年，預估 2025/2026 年底單月授權遊戲收入規模可分別來到 14 億元/18 億元。商用遊戲機持續推出新品，預估營收中高個位數成長，而網路遊戲 APP 估年持平。

整體而言，預估鈹象 2025/2026 年授權收入分別達 152 億元/186 億元，年增 47%/22%，佔營收比重 65%/69%，帶動整體營收分別年增 26%/15%至 234 億元/269 億元；毛利率隨授權比重提高維持 96.8%/97.0%高水準；營業費用率估 41.1%/40.8%，EPS 39.22 元/45.34 元，年增 22%/16%。

產業概況

全球線上博弈市場規模 2024-2034 年將以 CAGR 10.5%成長至 2,750 億美元

根據市調機構 Global Market Insight，2024 年全球線上博弈約 955 億美元，預計以 CAGR 10.5% 成長到 2034 年達 2,750 億美元。遊戲別方面，以運彩為最大宗，2024 年市場規模約 369 億美元，其中以籃球項目佔比全球線上博弈市場最大，比重為 26.5%，主因美國 NBA 每季賽季高達 80 場推動市場成長；足球項目比重為 22.2%，受惠足球熱門程度增加與多項國內聯賽與國際錦標賽，預期 2024-2034 年將以 CAGR 12.5% 成長。以區域來看，歐洲為最大市場，目前已有多個國家合法，未來將穩定成長；北美市場多州陸續開放線上博弈，帶動市場成長；拉丁美洲與亞洲因低基期及滲透率提升，預期將快速成長。

圖 13：2021-2034 年全球線上博弈市場規模預測



資料來源：Global market insight、元大投顧

2024 年全球遊戲市場呈現緩步回溫

根據 Newzoo 2024 年遊戲產業市場報告顯示，疫情後遊戲產業受紅利消退影響，自 1Q21 以來全球平均遊戲時間大幅下降，且未見成長，然而遊戲產業規模仍穩定成長，2024 年全球遊戲市場規模預估年增 2.1%至 1,877 億美元，預估 2022-2027 年全球遊戲產業 CAGR 約 3.1%，2027 年規模將達 2,133 億美元，少數大型遊戲工作室呈現大者恆大，熱門遊戲佔據越來越多遊戲時間及收入。

圖 14：2022-2027 年全球遊戲市場規模預測

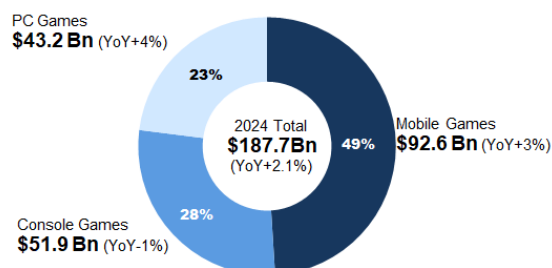


資料來源：Newzoo、元大投顧

北美遊戲市場成長放緩，然而新興市場成長快速

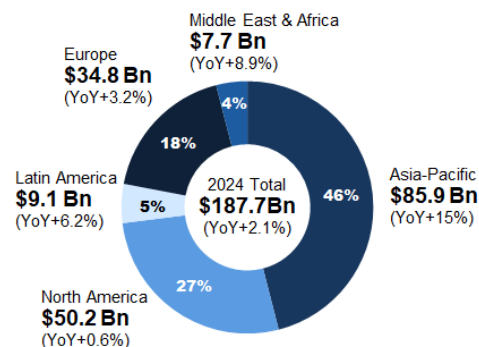
以 2024 年全球遊戲市場拆分，其中手機遊戲收入占比高達 49%，PC 和主機平台則分別為 23% 和 28%，2024 年手機遊戲規模年增 3%，達 926 億美元。亞太及北美仍主導全球市場，2024 年全球遊戲消費支出 49% 來自北美及中國地區，然而觀察到新興市場增長快速，拉丁美洲年增 6.2%、中東及非洲市場年增 8.9%，遠大於美國市場的年增 0.6%，極具發展潛力。

圖 15：2024 年全球遊戲規模平台拆分



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 16：2024 年全球遊戲地區別營收拆分

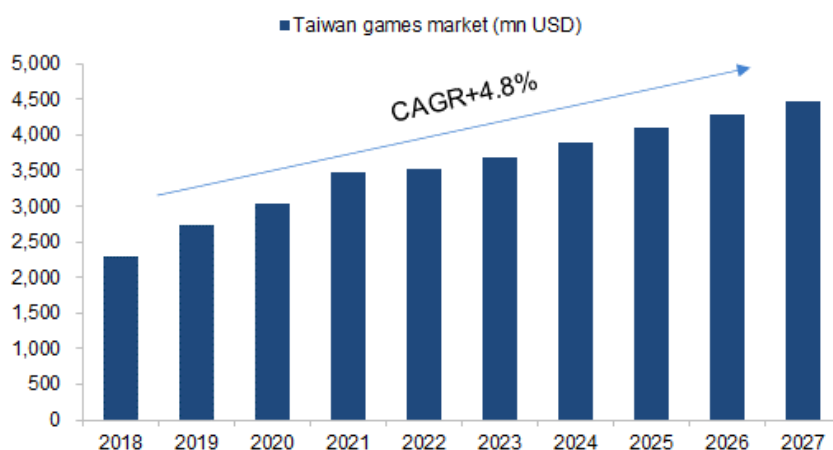


資料來源：公司資料、元大投顧預估

台灣遊戲市場成長動能來自高速傳輸及 5G 覆蓋率提升

根據資誠《全球與台灣娛樂暨媒體業展望報告》指出，與全球趨勢相仿，台灣的電玩遊戲與電競市場，同樣因疫情更加成長。不過隨著疫情紅利逐漸弱化，台灣 2022 年的電玩遊戲與電競整體營收，僅微幅年增 1.6% 至 35 億美元。即便如此，預估 2022-2027 年台灣電玩遊戲與電競營收仍可望以 4.8% CAGR 成長至 2027 年的 45 億美元，主要動能來自 1) 智慧型手機滲透率高；2) 高速數據傳輸方案價格親民；3) 5G 覆蓋率持續提升等因素的帶動。

圖 17：2018-2027 年台灣遊戲市場規模預測



資料來源：PwC、元大投顧

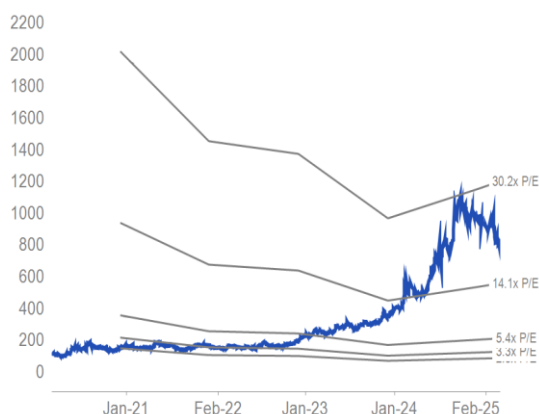
獲利調整與股票評價

海外授權仍具極大成長空間，初次給予買進，目標價 880 元

本中心長期看好鈹象海外市場成長性，觀察鈹象過去布局美國及東南亞市場的軌跡，鈹象產品競爭力強，2019、2023 年分別成功進入美國及東南亞市場後授權收入帶動單月營收明顯跳升，且產品生命週期長。展望未來，鈹象海外授權收入再擴大，1) 東南亞市場整體發展空間仍大，且消費力道增強；2) 美國市場找到更多家代理商，有助於鈹象未來推廣至三大州以外市場；3) 歐美市場 TaDa Gaming 2025 年底前有望取得英國及加拿大執照，海外授權仍具極大成長空間。

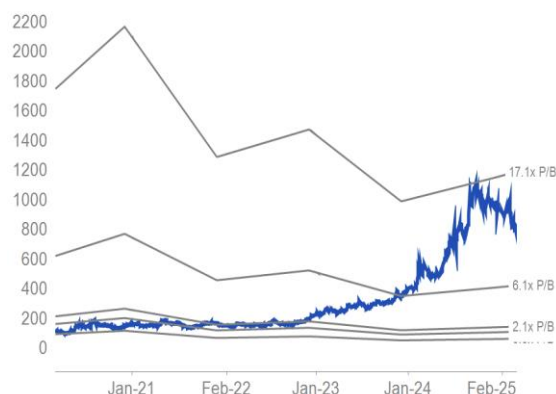
預估鈹象 2025/2026 年底單月授權遊戲收入規模可分別來到 14 億元/18 億元，全年授權收入分別達 152 億元/186 億元，年增 47%/22%，佔營收比重 65%/69%，EPS 39.22 元/45.34 元。目前鈹象股價交易於 19/16 倍 2025/2026 年預估 EPS，位於近三年本益比區間之中緣。首次報告根據 2025 年預估 EPS 39.22 元、目標本益比 22 倍，推得目標價 880 元，給予買進評等。

圖 18：12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 19：12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney

圖 20：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	調整後每股盈餘			本益比 (倍)			調整後每股盈餘成長率 (%)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
鈞象	3293 TT	買進	741.0	6,327	45.61	32.15	39.22	16.3	23.1	18.9	(5.5)	(29.5)	22.0
國內同業													
宇峻	3546 TT	未評等	83	121	4.0	5.5	4.7	20.6	15.0	17.7	(33.7)	37.2	(15.2)
網龍	3083 TT	未評等	34	96	0.0	0.8	-	4,461.9	41.9	-	-	10,556	-
智冠	5478 TT	未評等	95	451	7.1	7.8	-	13.4	12.3	-	2.9	9.3	-
傳奇	4994 TT	未評等	95	190	2.4	4.8	-	40.5	19.9	-	-	103.5	-
國內同業平均								1,134.1	22.3	17.7	(15.4)	2,676.6	(15.2)

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股盈餘數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 21：同業評價比較表 (續)

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率 (%)			調整後每股淨值			股價淨值比 (倍)		
					2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
鈞象	3293 TT	買進	741.0	6,327	56.2	55.3	57.4	86.53	58.13	68.34	8.6	12.8	10.8
國內同業													
宇峻	3546 TT	未評等	83	121	14.07	18.61	15.7	28.9	30.7	-	2.9	2.7	-
網龍	3083 TT	未評等	34	96	0.08	5.50	-	15.3	15.4	-	2.2	2.2	-
智冠	5478 TT	未評等	95	451	11.07	12.91	-	57.7	66.7	-	1.6	1.4	-
傳奇	4994 TT	未評等	95	190	11.63	26.52	-	17.6	18.4	-	5.4	5.2	-
同業平均								29.9	32.8	-	3.0	2.9	-

資料來源：公司資料、元大投顧、Reuters；每股淨值數字以當地貨幣為單位；股價依首頁收盤價日期為準。

圖 22：季度及年度簡明損益表 (合併)

(NT\$百萬元)	1Q2024A	2Q2024A	3Q2024A	4Q2024A	1Q2025F	2Q2025F	3Q2025F	4Q2025F	FY2024A	FY2025F
營業收入	4,177	4,575	4,698	5,062	5,359	5,830	6,075	6,145	18,513	23,409
銷貨成本	(128)	(175)	(166)	(178)	(161)	(201)	(194)	(203)	(648)	(758)
營業毛利	4,049	4,400	4,532	4,884	5,198	5,629	5,881	5,942	17,865	22,651
營業費用	(1,831)	(1,837)	(1,850)	(2,020)	(2,270)	(2,390)	(2,480)	(2,475)	(7,538)	(9,615)
營業利益	2,218	2,563	2,682	2,864	2,928	3,239	3,401	3,467	10,327	13,036
業外利益	279	148	(52)	259	85	85	90	90	634	350
稅前純益	2,497	2,711	2,630	3,123	3,013	3,324	3,491	3,557	10,961	13,386
所得稅費用	(461)	(435)	(457)	(551)	(551)	(548)	(611)	(623)	(1,904)	(2,333)
少數股東權益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司稅後純益	2,037	2,276	2,174	2,572	2,462	2,776	2,880	2,935	9,058	11,053
調整後每股盈餘(NT\$)	7.23	8.08	7.71	9.13	8.74	9.85	10.22	10.41	32.15	39.22
調整後加權平均股數(百萬股)	282	282	282	282	282	282	282	282	282	282
重要比率										
營業毛利率	96.9%	96.2%	96.5%	96.5%	97.0%	96.6%	96.8%	96.7%	96.5%	96.8%
營業利益率	53.1%	56.0%	57.1%	56.6%	54.6%	55.6%	56.0%	56.4%	55.8%	55.7%
稅前純益率	59.8%	59.3%	56.0%	61.7%	56.2%	57.0%	57.5%	57.9%	59.2%	57.2%
稅後純益率	48.8%	49.8%	46.3%	50.8%	45.9%	47.6%	47.4%	47.8%	48.9%	47.2%
有效所得稅率	18.4%	16.1%	17.4%	17.7%	18.3%	16.5%	17.5%	17.5%	17.4%	17.4%
季增率(%)										
營業收入	10.2%	9.5%	2.7%	7.8%	5.9%	8.8%	4.2%	1.2%		
營業利益	7.0%	15.5%	4.6%	6.8%	2.2%	10.6%	5.0%	1.9%		
稅後純益	29.4%	11.8%	-4.5%	18.3%	-4.3%	12.8%	3.7%	1.9%		
調整後每股盈餘	-35.3%	11.7%	-4.5%	18.3%	-4.3%	12.8%	3.8%	1.9%		
年增率(%)										
營業收入	25.7%	31.5%	31.1%	33.5%	28.3%	27.4%	29.3%	21.4%	30.6%	26.4%
營業利益	26.6%	39.0%	43.8%	38.1%	32.0%	26.4%	26.8%	21.1%	37.1%	26.2%
稅後純益	41.1%	36.8%	24.5%	63.4%	20.9%	22.0%	32.5%	14.1%	40.9%	22.0%
調整後每股盈餘	-29.4%	-31.6%	-37.7%	-18.3%	20.8%	22.0%	32.5%	14.1%	-29.5%	22.0%

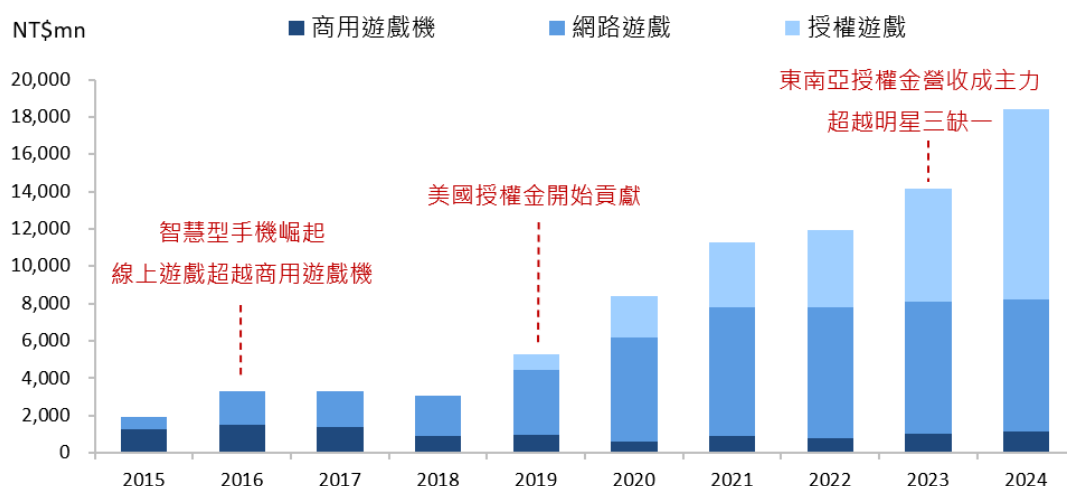
資料來源：公司資料、元大投顧、CMoney；標"A"為歷史數據；調整後每股盈餘為根據調整後加權平均股數計算。

公司簡介

鈐象為台灣遊戲股王

鈐象成立於 1989 年，為台灣商用遊戲機與網路遊戲大廠，專注於遊戲軟硬體之設計、研發、製造與行銷，初期以發展商用遊戲機為主，擁有出色的 IP 如《三國戰記》和《西遊》等。然而為分散中國街機市場競爭和高收入集中風險，鈐象 2000 年跨入 PC 與線上遊戲產業，推出經典麻將線上遊戲「明星三缺一」、「唯舞獨尊」及「封神 Online」等，為公司的社交娛樂場產品組合奠定堅實的基礎。2010 年起在智慧手機崛起時空背景下，鈐象 2015 年線上遊戲業務比重正式超越商用遊戲機，而近五年隨自營 APP 產品玩家人數逐漸飽和，鈐象發展重心轉往海外授權，與當地代理商合作收取授權金以及服務費。2024 年營收比重為：網路遊戲 APP 38%、授權遊戲 56%、商用遊戲機 6%。

圖 23：鈐象商業模式轉變帶動 2015-2024 年產品組合變化



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 24：鈐象歐美授權市場以遊戲供應商 B2B 品牌 TaDa Gaming 推廣



TaDa Gaming

Online Casino Games Provider

TaDa Gaming is an exciting iGaming casino content provider, renowned for transforming the way people play. By leveraging data-driven insights, we understand what players want and need, ensuring our content consistently delivers engagement and retention through exceptional gaming experiences. With every play, our clients are empowered to offer immersive experiences that keep their players loyal, visit after visit.

[More About Us](#)

200+

HTML GAMES

10+

GAMES CERTIFICATIONS

100+

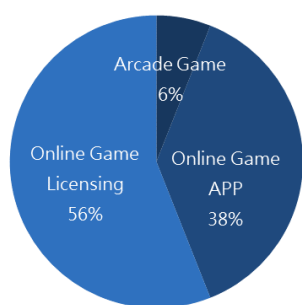
CURRENCIES SUPPORTED

20+

LANGUAGES SUPPORTED

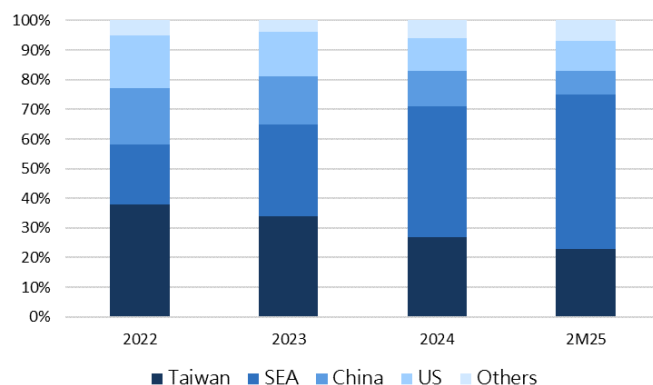
資料來源：公司資料、元大投顧

圖 25：2024 年產品別比重



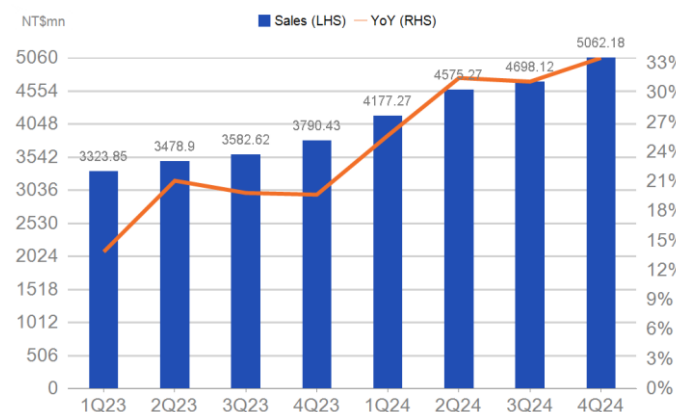
資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 26：2022-2M25 地區別營收趨勢



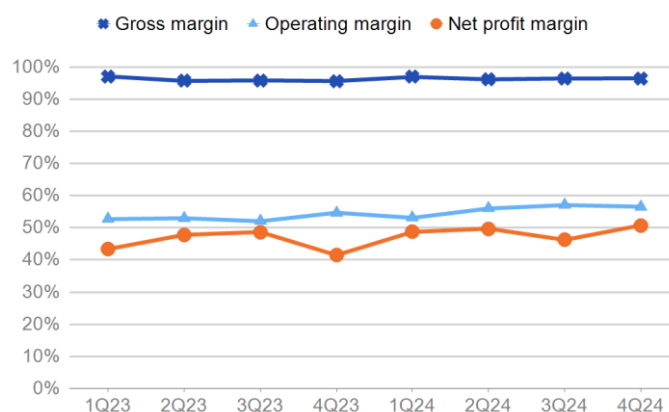
資料來源：公司資料

圖 27：營收趨勢



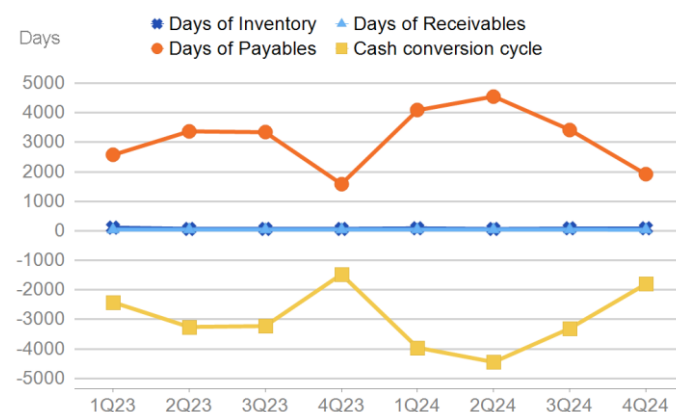
資料來源：CMoney、公司資料

圖 28：毛利率、營益率、淨利率



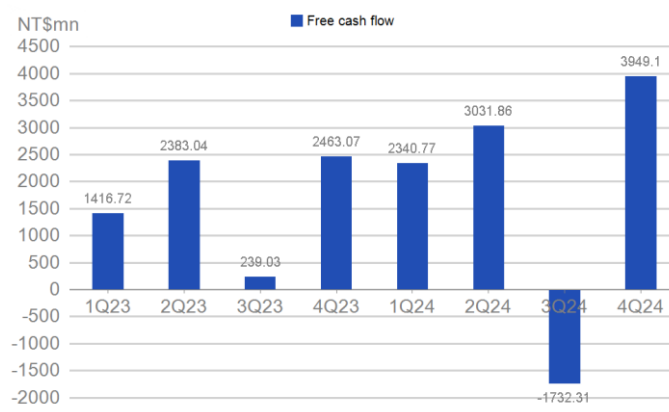
資料來源：CMoney、公司資料

圖 29：經營能力



資料來源：CMoney、公司資料

圖 30：自由現金流量




資料來源：CMoney、公司資料

ESG 分析

- 分別藉由「在 ESG 議題上的曝險」和「個別公司在 ESG 議題上的執行力」兩個面向來衡量公司於 ESG 上的表現。
- ▶ **ESG 總分：**鈹象整體的 ESG 風險評級屬於低風險，於 Sustainalytics 資料庫所覆蓋的公司中排行在略微領先的位置，亦於軟體服務業的公司中排名略微領先同業。
 - ▶ **在 ESG 議題上的曝險：**鈹象的整體曝險低等，略低於電氣設備業的平均水準。公司較需要改善的 ESG 議題包含營運方面的人力資本、資料隱私和安全以及商業道德等。
 - ▶ **個別公司在 ESG 議題上的執行力：**鈹象的資訊揭露很充分，顯示其對投資者和公眾具有高度的責任感。儘管該公司採取了一些措施來管理與重大 ESG 問題相關的風險，但公司缺乏關鍵領域的政策和計劃。儘管如此，該公司尚未捲入任何重大的 ESG 相關爭議。

圖 31：ESG 分析

分項	評分/評級
ESG 總分	14.1
在 ESG 議題上的曝險 (A)	21.1
個別公司在 ESG 議題上的執行力 (B)	35.4
風險評級	低 
同業排行(1~100，1 為最佳)	15

資料來源：Sustainalytics (2025/4/8)

註 1：ESG 總分=A-(A*可控風險因子*B/100)

註 1-1：可控風險因子介於 0-1 之間，越大為越佳。

註 2：ESG 總分風險評級：

極低 (0-10)	低 (10-20)	中 (20-30)	高 (30-40)	極高 (40+)
-----------	-----------	-----------	-----------	----------

註 3：曝險分數評級：

低 (0-35)	中 (35-55)	高 (55+)
----------	-----------	---------

註 4：執行力分數評級：

弱 (0-25)	中 (25-50)	強 (50-100)
----------	-----------	------------

資產負債表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
現金與短期投資	8,525	943	2,843	5,252	7,630
存貨	111	124	147	160	169
應收帳款及票據	1,650	2,065	2,426	2,705	2,757
其他流動資產	2,229	9,798	10,864	11,279	11,693
流動資產	12,515	12,930	16,280	19,396	22,249
採用權益法之投資	0	0	0	0	0
固定資產	1,082	1,078	3,369	3,191	3,066
無形資產	57	55	73	15	(43)
其他非流動資產	527	2,388	2,402	2,402	2,402
非流動資產	1,666	3,521	5,844	5,609	5,425
資產總額	14,180	16,451	22,124	25,005	27,674
應付帳款及票據	53	92	54	58	62
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	3,371	4,081	5,588	5,588	5,588
流動負債	3,424	4,173	5,642	5,646	5,650
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	93	82	97	97	97
長期負債	93	82	97	97	97
負債總額	3,517	4,255	5,739	5,743	5,747
股本	1,409	1,409	2,818	2,818	2,818
資本公積	317	317	317	317	317
保留盈餘	8,658	10,156	12,883	15,763	18,432
什項權益	275	310	364	361	357
歸屬母公司之權益	10,660	12,192	16,382	19,259	21,925
非控制權益	3	3	3	3	2
股東權益總額	10,663	12,196	16,385	19,262	21,927

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
本期純益	5,482	6,426	9,057	11,052	12,776
折舊及攤提	95	116	173	305	244
本期營運資金變動	82	(497)	(421)	(289)	(56)
其他營業資產 及負債變動	193	477	1,138	(414)	(414)
營運活動之現金流量	5,851	6,522	9,946	10,654	12,549
資本支出	(22)	(20)	(2,357)	(70)	(60)
本期長期投資變動	0	0	(80)	0	0
其他資產變動	2,758	(9,165)	(691)	0	0
投資活動之現金流量	2,736	(9,184)	(3,128)	(70)	(60)
股本變動	705	0	0	0	0
本期負債變動	0	0	0	0	0
現金增減資	0	0	0	0	0
支付現金股利	(3,523)	(4,932)	(4,932)	(8,172)	(10,108)
其他調整數	(719)	0	(3)	(3)	(3)
融資活動之現金流量	(3,537)	(4,932)	(4,935)	(8,175)	(10,111)
匯率影響數	2	12	16	0	0
本期產生現金流量	5,051	(7,582)	1,900	2,409	2,378
自由現金流量	5,829	6,502	7,589	10,584	12,489

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (NT\$ 百萬元)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
營業收入	11,948	14,176	18,513	23,409	26,941
銷貨成本	(475)	(560)	(648)	(758)	(812)
營業毛利	11,473	13,616	17,865	22,651	26,129
營業費用	(5,468)	(6,082)	(7,538)	(9,615)	(11,005)
推銷費用	(2,514)	(2,475)	(2,876)	(3,700)	(4,220)
研究費用	(2,598)	(3,147)	(4,056)	(5,165)	(5,935)
管理費用	(378)	(458)	(598)	(750)	(850)
其他費用	21	(2)	(8)	0	0
營業利益	6,005	7,534	10,327	13,036	15,124
利息收入	102	260	301	300	300
利息費用	0	0	0	0	0
利息收入淨額	102	260	301	300	300
投資利益(損失)淨額	0	0	4	0	0
匯兌損益	381	(48)	283	0	0
其他業外收入(支出)淨額	31	19	46	50	50
稅前純益	6,520	7,765	10,961	13,386	15,474
所得稅費用	(1,038)	(1,339)	(1,904)	(2,333)	(2,698)
少數股權淨利	3	0	0	0	0
歸屬母公司之稅後純益	5,478	6,426	9,058	11,053	12,776
稅前息前折舊攤銷前淨利	6,614	7,881	10,155	12,730	14,880
調整後每股盈餘 (NT\$)	48.25	45.61	32.15	39.22	45.34

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
年成長率 (%)					
營業收入	5.9	18.6	30.6	26.4	15.1
營業利益	3.3	25.5	37.1	26.2	16.0
稅前息前折舊攤銷前淨利	14.0	19.1	28.9	25.4	16.9
稅後純益	15.8	17.2	40.9	22.0	15.6
調整後每股盈餘	(28.2)	(5.5)	(29.5)	22.0	15.6
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	96.0	96.1	96.5	96.8	97.0
營業利益率	50.3	53.2	55.8	55.7	56.1
稅前息前淨利率	54.6	54.8	55.8	55.7	56.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	55.4	55.6	54.9	54.4	55.2
稅前純益率	54.6	54.8	59.2	57.2	57.4
稅後純益率	45.9	45.3	48.9	47.2	47.4
資產報酬率	41.5	42.0	40.9	44.2	46.2
股東權益報酬率	55.8	56.2	55.3	57.4	58.3
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	33.0	34.9	35.0	29.8	26.2
淨負債權益比(%)	(80.0)	(7.7)	(17.4)	(27.3)	(34.8)
利息保障倍數 (倍)	--	--	0	0	0
流動比率 (%)	365.5	309.8	288.6	343.6	393.8
速動比率 (%)	359.5	304.6	285.9	340.7	390.8
淨負債 (NT\$百萬元)	(8,525)	(943)	(2,843)	(5,252)	(7,630)
調整後每股淨值 (NT\$)	75.66	86.53	58.13	68.34	77.80
評價指標 (倍)					
本益比	15.4	16.3	23.1	18.9	16.3
股價自由現金流量比	35.9	32.1	27.5	19.7	16.7
股價淨值比	9.8	8.6	12.8	10.8	9.5
股價稅前息前折舊攤銷前淨	31.6	26.5	20.6	16.4	14.0
股價營收比	17.5	14.7	11.3	8.9	7.8

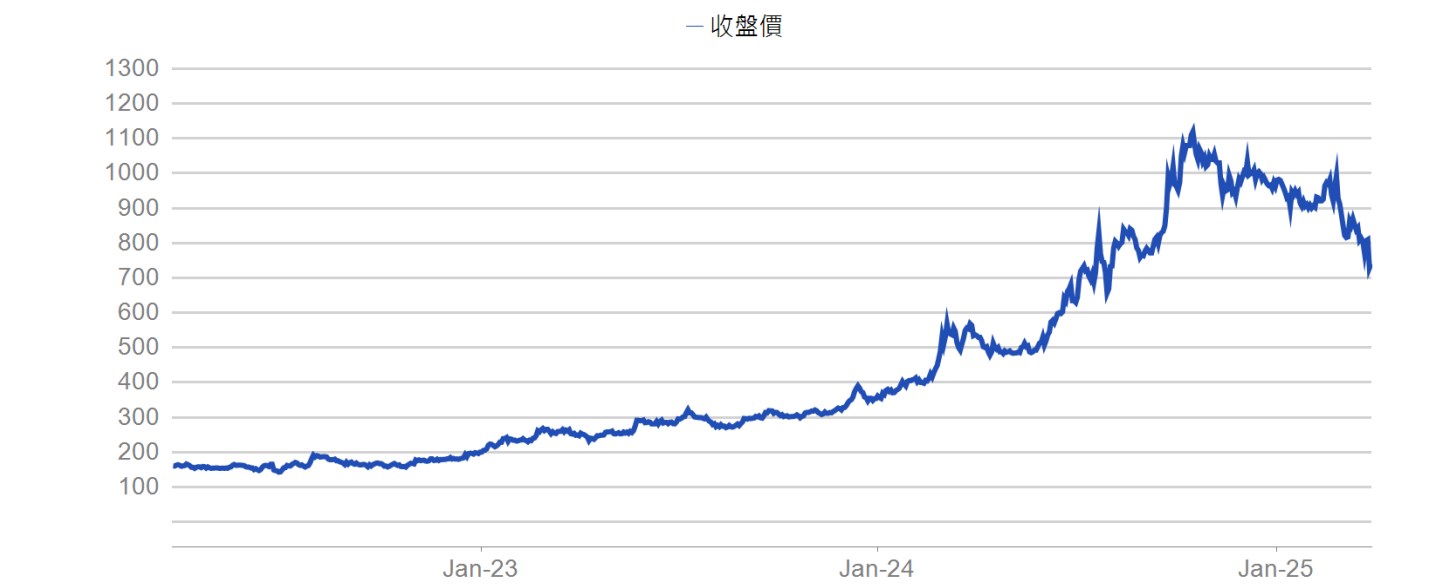
資料來源：公司資料、元大投顧；註：負債為短期債加上長期債。

附錄：重要揭露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

鈔象 (3293 TT)- 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：CMoney、元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並

獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓

© {2025} Sustainalytics. All Rights Reserved. The information, data, analyses and opinions contained herein: (1) includes the proprietary information of Sustainalytics; (2) may not be copied or redistributed except as specifically authorized; (3) do not constitute investment advice nor an endorsement of any product or project; (4) are provided solely for informational purposes; and (5) are not warranted to be complete, accurate or timely. Sustainalytics is not responsible for any trading decisions, damages or other losses related to it or its use. The use of the data is subject to conditions available at <https://www.sustainalytics.com/legal-disclaimers>.