

## 智冠(5478)

### 個股資料

評等：	買進
目標價	109
收盤價：	94
每股淨值：	48.52
PER：	12.9
PBR：	1.93
外資持股：	30.35
投信持股：	0.22
融資使用率：	2.10
融券使用率：	0.00

### 產品組合

產品項目	占比(%)
遊戲通路經銷	50
遊戲研發營運	6
遊戲代理營運	5
廣告行銷事業	14
金融科技事業群	19
其他	6

### 配股息資訊

現金股息	3.78
股票股利	0.00
除息日	-

### 研究員聯絡方式

訪談方式：	法說會
研究員：	黃大祐
電話：	(02) 25456888
電子信箱：	9191@entrust.com.tw

### 評等定義：

強力買進	未來一季可能有 25%以上空間
買進	未來一季可能有 10~25%空間
區間持有	未來一季可能有 0~10%空間
中立	未來一季可能<0%

### 投資建議

- 預估 2023 年營業收入 66.4 億元，稅後 EPS 7.28 元，故在合理本益區間 11 至 15 倍，評等為「買進」。設定目標價 109 元，潛在漲幅 16.1%。
  - (1) 遊戲行銷服務穩健成長，大型展覽活動亦逐步復甦。
  - (2) 中華網龍旗下產品陸續帶來更新；遊戲新幹線手遊《純白和弦》展開主題聯動企劃，並預定第三季推出經典線上遊戲新版本。
  - (3) 金融科技子公司藍新集團代收付業務穩定成長，持續發展線下卡機應用。

### 訪談摘要

- 2022 年資料顯示，遊戲通路經銷（50%）為主要營收來源，歷年占比持續成長，其他依次為金融科技事業群（19%）、廣告行銷事業（14%）。
- 遊戲產業的組成，上遊為創意及產品的研發；中遊是產品的行銷與營運；下游為金流及通路管理。
- 公司旗下網龍和智樂堂主要業務為遊戲研發，新幹線和智凡迪則為遊戲營運。
- 藍新科技公司為整合旗下金流業務，於 2018 年通過重大股權轉換契約簽訂案，先由全達旗下子公司藍新科技現增，再與公司旗下智付寶、智通數位進行換股。

### 年度 EPS 預估

單位：億元、元

年度	營收	毛利率	營益率	業外收支率	股本	稅前盈餘	稅後盈餘	稅後 EPS
2019	58.3	54.6	13.0	0.6	12.7	8.3	6.53	4.79
2020	72.7	51.4	15.2	1.9	12.7	12.5	9.77	7.40
2021	66.0	50.2	16.0	0.8	12.7	11.1	8.70	6.51
2022	61.0	53.9	16.1	2.6	12.7	11.1	8.69	6.56
2023(F)	66.4	51.8	16.4	1.9	12.7	12.1	9.51	7.28

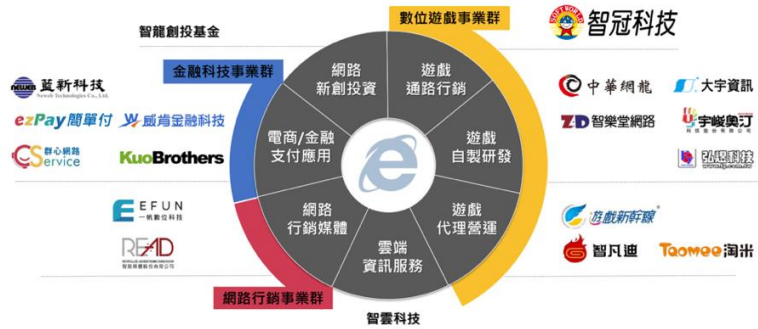
## 訪談內容

### 公司簡介



- ★ 台灣滙市佔率最高 **60%**
- ★ 玩家會員人數逾 **665萬**
- ★ 遊戲娛樂產品超過 **2,400款**
- ★ 合作廠商 **600家**
- ★ 國內外據點突破 **5萬家**
- ★ 每月儲值筆數逾 **500萬**

- 智冠科技股份有限公司為營運範圍橫跨上中下游，上游遊戲研發商以轉投資的中華網龍為主、中游營運商以遊戲新幹線及智凡迪為主，通路部份由智冠負責。
- 公司也跨入第三方支付與手機遊戲平台。
- **My Card 儲值卡業務**：My Card 提供子公司遊戲儲值，並擴展與其他遊戲廠商及數位內容服務業者合作，來自香港 Mad Head 的熱門手遊「神魔之塔」亦可透過 My Card 進行儲值。
- **線上遊戲**：公司線上遊戲多由子公司負責研發及代理，智冠負責通路行銷，包括仙境傳說、金庸群俠傳、劍俠情緣、魔獸世界、明星三缺一、新龍之谷、三國群英傳、信長之野望、三國演義、吞食天地、戀愛盒子、神州等。
- **手機遊戲**：由子公司自製研發、代理營運及經銷發行，包含武林群俠傳II等。
- **e-PLAY 智遊網數位銷售平台**：各式遊戲點數卡、虛擬寶物包、遊戲週邊商品、娛樂旅遊票券等娛樂商品。
- 其他尚有互動影音平台廣告託播服務、展會活動設計佈展及執行、雲端資訊服務、數位行銷與網路廣告投放服務等。



2022 年資料顯示，遊戲通路經銷（50%）為主要營收來源，歷年占比持續成長，其他依次為金融科技事業群（19%）、廣告行銷事業（14%）



- 2022 年資料顯示，遊戲通路經銷（50%）為主要營收來源，歷年占比持續成長，其他依次為金融科技事業群（19%）、廣告行銷事業（14%）。展望 Q2，將持續拓展全球遊戲品牌合作，並延伸擴大海外市場服務機會。

歷年事業分佈

單位：億元

年度	2021			2022			2023(F)		
	產品別	營收	占比(%)	營收	占比(%)	YOY(%)	營收	占比(%)	YOY(%)
遊戲通路經銷	26	30	50	35	53	15			
遊戲研發營運	3	4	6	3	5	-9			
遊戲代理營運	8	3	5	3	5	9			
廣告行銷事業	13	9	14	9	14	9			
金融科技事業群	11	12	19	12	18	3			
其他	5	4	6	3	5	-9			
合計	66	61	100	66	100	9			

資料來源：公司、華南投顧整理。

遊戲產業的組成，上遊為創意及產品的研發；中遊是產品的行銷與營運；下游為金流及通路管理

- 遊戲產業的組成，上遊為創意及產品的研發；中遊是產品的行銷與營運；下游為金流及通路管理。
- 2021 年依銷售地區分，營收約 83%來自台灣，大陸地區佔 10%、其他佔 7%。
- 主要競爭對手為大宇資、昱泉、橘子、華義、鈔象、辣椒、樂陞、歐買尬、宇峻等。

公司旗下網龍和智樂堂主要業務為遊戲研發，新幹線和智凡迪則為遊戲營運

- 公司旗下網龍和智樂堂主要業務為遊戲研發，新幹線和智凡迪則為遊戲營運。
- 網龍主要從事於線上遊戲(On-lineGame)之研發與經營業務。推出的遊戲有網路三國、金庸群俠傳、3D 線上遊戲「四大名捕 Online」等，亦跨足手遊市場。
- 智樂堂為智冠持股 98.6%之子公司，有自製遊戲及開發能力，開發遊戲有 3D MMORPG「古龍群俠傳」，以及與霹靂及網路作家九把刀合作，推出網頁與客戶端遊戲。
- 遊戲新幹線為智冠 100%控股子公司，以代理遊戲為主，取得遊戲代理權有橘子的「新龍之谷」、大陸盛大遊戲的「星辰變 Online」、「三國殺」、Gaijin Entertainment 的「War Thunder 戰爭雷霆」等。
- 智凡迪 GameFirst 為智冠持股約 70%之子公司，主要業務為經營代理與銷售遊戲包。

藍新科技公司為整合旗下金流業務，於 2018 年通過重大股權轉換契約簽訂案，先由全達旗下子公司藍新科技現增，再與公司旗下智付寶、智通數位進行換股

- 藍新科技公司為整合旗下金流業務，於 2018 年通過重大股權轉換契約簽訂案，先由全達旗下子公司藍新科技現增，再與公司旗下智付寶、智通數位進行換股。
- 智付寶為智冠轉型跨入電子商務的第三方支付，轉投資所成立，主業務為代收代付、儲值及帳戶間轉帳。
- 2018 年 7 月，公司與台灣電支進行合併，合併後公司為存續公司並更名為「簡單行動支付股份有限公司」，以「ezPay 簡單付」提供相關服務。2019 年推出「ezAIO 簡單收」整合實體商店多元收款服務。

歷史本益比區間



**各季 EPS 預估**

單位：億元、元

年季	營收	毛利率(%)	營益率(%)	業外收支率(%)	股本	稅前純益	稅前 EPS	稅後 EPS
202201	14.8	53.7	15.5	1.2	12.7	2.46	1.93	1.51
202202	14.5	55.6	17.4	1.3	12.7	2.71	2.12	1.44
202203	15.3	51.8	15.4	2.3	12.7	2.71	2.13	1.62
202204	16.5	54.5	16.1	3.3	12.7	3.20	2.51	2.00
202301	16.6	53.7	17.7	2.4	12.7	3.34	2.62	2.06
202302(F)	15.1	53.9	16.7	1.8	12.7	2.79	2.19	1.64
202303(F)	16.5	51.5	16.0	1.7	12.7	2.92	2.29	1.73
202304(F)	18.2	48.7	15.2	1.6	12.7	3.07	2.41	1.85

**單月營收概況及預估**

單位：億元

年月	一	二	三	四	五	六	七	八	九	十	十一	十二
2022年	5.4	5.0	4.6	4.7	4.8	4.7	4.4	4.4	6.4	5.3	5.6	5.5
2023年	6.7	5.0	4.9	5.2	4.8	5.1	4.8	5.6	6.1	6.2	5.8	6.3
MoM	22.3%	-26.3%	-1.9%	7.9%	-8.5%	5.5%	-5.3%	16.0%	10.2%	0.7%	-6.4%	9.2%
YoY	24.2%	-0.3%	6.5%	11.6%	-0.8%	7.0%	7.7%	26.6%	-4.4%	17.0%	2.2%	14.6%
2022年	14.9			14.3			15.2			16.4		
2023年	16.5			15.1			16.5			18.2		
QoQ	0.8%			-8.7%			9.1%			10.7%		
YoY	10.7%			5.9%			8.0%			11.1%		

**財務資料**

年季	負債比率 (%)	流動比率 (%)	速動比率 (%)	應收款項週轉天數 (天)	存貨週轉天數(天)	營業費用率 (%)	原始每股營業現金流量(元)	稅後資產報酬率 (%)	稅後權益報酬率 (%)
202102	47.2	197.3	196.7	128.7	3.4	32.0	6.1	1.7	3.1
202103	48.7	191.9	191.5	126.5	3.7	33.7	0.1	1.6	3.1
202104	50.2	185.7	185.2	147.6	4.7	38.7	1.4	1.4	2.7
202201	51.2	182.2	181.5	131.8	5.4	38.2	1.4	1.3	2.6
202202	48.7	192.5	191.9	124.1	6.2	38.2	-2.0	1.5	2.9
202203	47.9	197.8	197.1	113.3	5.0	36.4	2.8	1.5	2.8
202204	52.4	177.4	176.7	104.2	6.2	38.4	11.3	1.7	3.4
202301	53.8	171.5	171.0	102.2	6.0	36.0	-1.4	1.6	3.4

本項研究報告僅提供本公司會員參酌，且純粹屬於研究性質，並不保證報告內容的完整性與精確性，亦完全無意影響客戶買賣股票的任何投資決定。報告中的各項意見與預測，是得自於本公司信任為可靠的來源，受到特定的判斷日期之時效性限制，若嗣後有任何變動，本公司不做預告，也不會主動更新。投資人做任何決策時，必須自行謹慎評估相關風險，並就投資的結果自行負責。本研究報告的著作權為華南投顧所有，嚴禁抄襲、引用、對外傳送或轉載。