

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
5478 TT 智冠	買進 目標價 82	智冠的投資評等由持有調升至買進，目標價82元，潛在漲幅15%，主要理由如下： (1) 《吞食天地M》熱銷，4Q18營收優於預期，上修獲利預估數； (2) 2019年遊戲大作不斷，子公司整合有成，集團獲利將持續成長。

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

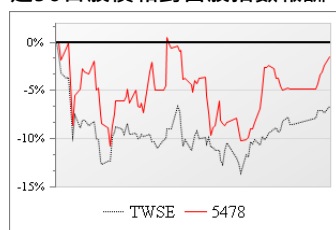
近期投資評等

日期	評等
02/19/2019	買進
07/19/2018	持有/中立

公司基本資料

收盤價(元)(02/18/2019)	71.30
股本(百萬元)	1,275
總市值(億元)	90.9
每股淨值(元)	43.52
外資持股比(%)	33.43
投信持股比(%)	0.27
近20日均量(張)	121
融資餘額(02/18/2019)	916

近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **《吞食天地M》熱銷，4Q18營收優於預期，上修獲利預估數：**受惠09/2018子公司網龍推出經典IP手遊《吞食天地M》最高榮登暢銷排行榜第8名，和遊戲新幹線代理《龍戰四方》、《十萬個冷笑話-番外篇》、《絕對領域》等收入挹注，4Q18營收17.03億元(QoQ+18.7%)原估12億元，因營收成長主要為高毛利率遊戲收入挹注，預估毛利率55.4%(QoQ+3.7ppts)，稅後淨利2.03億元(QoQ+211%)，稅後EPS 1.59元(原估1.06元)。
- ◆ **2019年遊戲大作不斷，子公司整合有成，獲利將持續成長：**展望2019年，網龍1H19將推出戀愛小品手遊《戀愛盒子M》，端遊時代會員300萬人，較《吞食天地M》端遊500萬會員少，預期該遊戲對營收貢獻不大，僅能部分彌補《吞食天地M》熱度衰退之份額，然2H19將推出《黃易M》，此為經典武俠MMORPG《黃易群俠傳Online》的重製版，最高端遊會員600萬人，預期營收貢獻較《吞食天地M》高，為公司2019年最期待之作，因背景人物皆為重新設計繪畫，工序難易度高，日盛預期將於4Q18上線(公司預期3Q18上線)；其他子公司如遊戲美術設計智樂堂，2018年取得韓國2家、日本4家遊戲大廠的大型美術合作訂單，台灣與中國亦有逾10家廠商合作，因此為長期美術訂單，預期2019年虧損將縮小。藍新金融科技，2018年合併營收約350億，1Q19將於大型居家量販通路安裝新產品，金流串接器「簡單付」，藍新為軟體設計者，服務全台1,000家據點的電子票證、行動支付、信用卡等金流對接，2019年公司交易額目標400億元，加計藍新持續做事業、人員整合，預期2019年可達損平。
- ◆ **評價偏低：**預估2019年營收60億元(YoY+9.2%)，因高毛利率遊戲收入提升，毛利率57.4%(YoY+0.4ppts)，稅後淨利5.5億元(YoY+22.3%)，稅後EPS 4.32元，考量2019年遊戲大作將推出，且各子公司內部整合有成，獲利將持續成長，目前PER 16.5倍，位於歷史PER 16倍~28倍下緣，給予買進評等，目標價82元(2019EPS*PER 19倍)。

單位:百萬元	2018F	2019F	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	5,514	6,023	1,133	1,435	1,703	1,525	1,416	1,320
營業毛利	3,143	3,458	692	741	943	886	802	730
營業利益	547	750	52	86	254	199	129	71
稅後純益	450	551	50	65	203	147	78	56
稅後EPS(元)	3.53	4.32	0.39	0.51	1.59	1.15	0.61	0.44
毛利率(%)	57	57.42	61.08	51.63	55.37	58.08	56.62	55.27
營業利益率(%)	9.92	12.46	4.62	5.99	14.94	13.03	9.09	5.38
稅後純益率(%)	8.17	9.14	4.44	4.54	11.93	9.65	5.47	4.24
營業收入 YoY/QoQ(%)	-64.68	9.22	-8.92	26.68	18.74	-10.48	-7.14	-6.75
營業利益 YoY/QoQ(%)	32.94	37.17	-66.13	64.49	195.88	-21.91	-35.2	-44.78
稅後純益 YoY/QoQ(%)	7.84	22.26	-61.76	29.49	211.85	-27.62	-47.31	-27.74

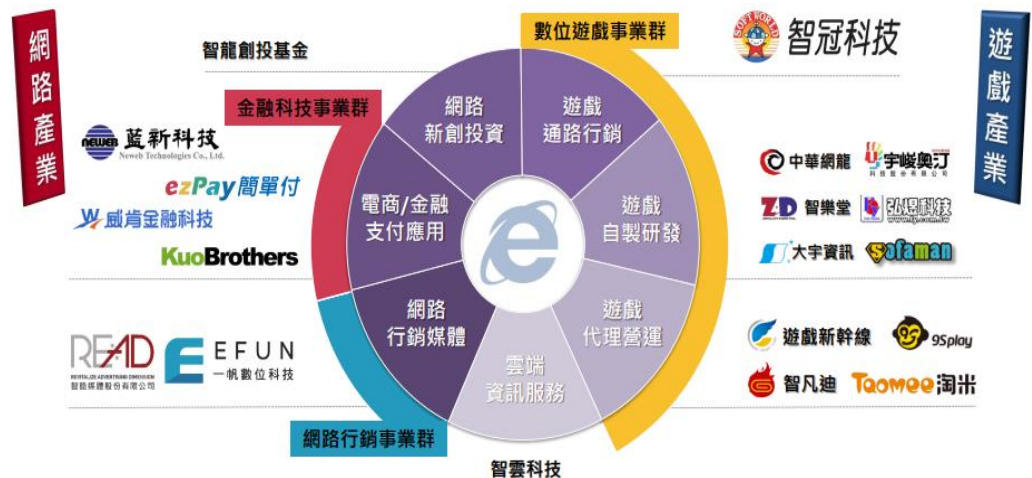
資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

◆ **台灣最大遊戲點數代收付公司**

智冠為台灣最大遊戲點數代收付公司，自家遊戲點數平台MyCard是台港澳最大遊戲點數支付平台，市占率達60%，在手550萬會員，支援超過2,400款遊戲點數支付業務，知名遊戲包括《神魔之塔》、《RO仙境傳說》、《三國群英傳-霸王之業》、吃雞遊戲《絕地求生》等，其他尚有KKBOX、命理網站等也可以用。MyCard收入平穩，是公司最大收入來源。旗下子公司業務遍布遊戲上中下游，包含遊戲製作公司：中華網龍、智樂堂；遊戲代理營運：遊戲新幹線、智凡迪。金融代收：藍新、藍新金流、《ezPay簡單付》。

2017年產品組合MyCard儲值卡92%、廣告5%、線上商品2%、其他1%。2018年開始因改採IFRS 15新制，MyCard營收認列將由總額法改為淨額法，過往玩家購買點數後認應收帳款，儲值遊戲後認營收，現在改為玩家儲值後，先交由遊戲營運商扣除成本再返還淨額給智冠，3Q18 MyCard遊戲類別營收佔比：端遊35%、頁遊8%、手遊47%、其他10%。

圖一、智冠集團事業圖



資料來源：智冠

◆ **2019年遊戲新作不斷，獲利將持續成長**

MyCard 2013年開始支付手遊點數，2015~2016年為公司從端遊轉手遊的陣痛期，2017年在手遊磨合期結束營收逐步成長，09/2018受惠子公司網龍推出《吞食天地M》，為第一款旗下經典IP從端遊轉手遊的代表作，4Q18營收17.03億元 (QoQ+18.7%)。網龍12/2018營收6,900萬元，《吞食天地M》貢獻超過一半，09/2018~01/2019廣告費約1,000~2,000萬元，較其他大型遊戲動輒一季3,000~5,000萬來說非常省，《吞食天地M》與東南亞知名遊戲營運商ASIASOFT授權合作，將於2Q19東南亞地區陸續上線，屆時網龍將可認列流水分潤。1H19年將推出《戀愛盒子M》中英文版，端遊時期會員300萬人，低於《吞食天地M》的500萬人，為戀愛手遊小品，雖對營收貢獻不高，但可部分彌補《吞食天地M》熱度衰退的營收

2019年2月19日

份額；《黃易M》預計在3Q18上，此為經典武俠MMORPG《黃易群俠傳Online》的重製版，美術團隊除了將人物、風景等重新製作外，並保留原遊戲多人混戰的玩法和經典操作介面，最高端遊會員600萬人，預期營收將超越《吞食天地M》之貢獻，為公司2019年最期待之作，因背景人物皆為重新設計繪畫，日盛預期將於4Q18上線(公司預期3Q18上線)。IP授權方面《武林群俠傳》《炎龍騎士團》受限中國版號還在排隊，目前沒有時間表。

◆ 金流串接與支付業務

1Q18智冠旗下子公司「智付寶」及「智通數位」與台灣第一大第三方支付公司「藍新科技」換股，換股後智冠集團持有藍新59.45%股權，2018年合併後交易金額350億元(YoY+30%)，顯示集團整合後的綜效已經展現。1Q19與大型居家量販通路共同建構All in One多元支付整合系統(AIO)並導入《ezPay簡單付》電子錢包，對接全台1,000家據點的電子票證、行動支付、信用卡等金流對接，藍新為軟體設計者，將可收取軟體使用費用，公司預估2019年線上收付金額可達400億元，毛利率在集團將事業、人員有效整合下有所提升，預期2019年獲利將接近損平。

◆ 評價偏低

預估2019年營收60億元(YoY+8.7%)，因高毛利率遊戲收入提升，毛利率58%(YoY+1.4ppts)，稅後淨利5.8億元(YoY+28.7%)，稅後EPS 4.32元，考量2019年遊戲大作將推出，且各子公司內部整合有成，獲利將持續成長，目前PER 16.5倍，位於歷史PER 16~28倍下緣，給予買進評等，目標價82元(2019EPS*PER 19倍)。

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20190219	買進	82.0
20180719	持有	94.0
20160615	持有	68.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2019年2月19日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F
營業收入淨額	15,612	5,514	6,023	3,736	3,723	1,243	1,133	1,435	1,703	1,525	1,416	1,320
營業毛利	2,703	3,143	3,458	674	582	767	692	741	943	886	802	730
營業費用	2,292	2,596	2,708	575	569	613	639	655	689	687	673	659
營業利益	411	547	750	99	13	154	52	86	254	199	129	71
營業外收支	82	51	9	27	30	14	27	6	4	-3	0	4
稅前純益	494	598	760	127	43	168	79	92	258	196	129	75
稅後純益	418	450	551	102	53	132	50	65	203	147	78	56
最新股本	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275
稅後 EPS (元)	3.28	3.53	4.32	0.80	0.42	1.03	0.39	0.51	1.59	1.15	0.61	0.44
經營效率(%)												
毛利率	17.32	57	57.42	18.05	15.63	61.71	61.08	51.63	55.37	58.08	56.62	55.27
營業利益率	2.64	9.92	12.46	2.66	0.35	12.41	4.62	5.99	14.94	13.03	9.09	5.38
稅前純益率	3.16	10.85	12.62	3.39	1.14	13.54	7.01	6.44	15.15	12.86	9.12	5.66
稅後純益率	2.67	8.17	9.14	2.73	1.42	10.58	4.44	4.54	11.93	9.65	5.47	4.24
YoY(%)												
營收	0.45	-64.68	9.22	5.26	-3.21	-71.91	-69.61	-61.6	-54.24	22.64	25.04	-7.96
營業利益	32.05	32.94	37.17	53.28	-82.9	-35.97	-10.09	-13.52	1,877.29	28.73	146.28	-17.32
稅前純益	5.72	21.22	27.01	58.89	-60.74	-27.17	-14.72	-27.03	506.31	16.47	62.62	-19.18
稅後純益	-0.81	7.84	22.26	39.69	-43.35	-32.69	-25.07	-36.04	283.19	11.79	54.03	-14.05
QoQ(%)												
營收				0.27	-0.36	-66.6	-8.92	26.68	18.74	-10.48	-7.14	-6.75
營業利益				71.01	-87.06	1,099.48	-66.13	64.49	195.88	-21.91	-35.2	-44.78
稅前純益				35.93	-66.39	295.66	-52.83	16.32	179.27	-24	-34.13	-42.19
稅後純益				51.7	-47.95	148.13	-61.76	29.49	211.85	-27.62	-47.31	-27.74

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
流動資產	9,901	10,158	10,211
現金及約當現金	4,995	4,805	4,726
公允價值衡量金融資產	--	--	--
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	75	63	41
非流動資產	1,400	1,149	1,669
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	393	390	427
無形資產	142	128	514
資產總計	11,301	11,307	11,879
流動負債	4,702	4,781	5,168
短期借款	--	0	134
非流動負債	120	107	151
負債總計	4,822	4,888	5,319
股本	1,275	1,275	1,275
普通股股本	1,275	1,275	1,275
資本公積	1,521	1,530	1,782
保留盈餘	2,573	2,735	2,728
庫藏股票	--	0	-446
股東權益	6,479	6,419	6,560
每股淨值(元)	44.69	44.5	45.41
流動比率(%)	210.56	212.46	197.59
速動比率(%)	206.81	209.53	195.19
應收帳款週轉率(%)	6.18	6.39	0.63
負債比率(%)	42.67	43.23	44.77
稅後股東權益報酬率(%)	7.56	7.34	1.18

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	3Q18
繼續營業單位稅前損益	467	494	340
折舊及攤提費用	170	99	77
利息費用	--	--	--
股利收入	-3	-5	-2
權益法認列關聯企業損益	8	28	11
處分不動產、廠房及設備	-1	0	-1
處分權益法之投資損益	--	--	--
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-57	234	-138
存貨增減	72	12	17
應付帳款增減	472	87	79
營業活動現金流量	1,298	863	509
公允價值衡量金融資產增減	0	0	--
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	-22	0	--
取得不動產、廠房及設備	-157	-19	-3
處分不動產、廠房及設備	2	0	1
投資活動現金流量	0	-759	226
短期借款增減	0	0	0
長期借款增減	0	0	0
公司債發行	--	--	--
公司債償還	--	--	--
現金增資	--	--	--
發放現金股利	-191	-255	-255
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-208	-243	-787
淨現金流量	1,069	-190	-79

資料來源：CMoney · JS 預估

2019年2月19日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股