

**DYNAM JAPAN HOLDINGS  
股份有限公司**

HK06889 香港证券交易所

2016年6月24日

Important disclosures  
and disclaimers appear  
at the back of this document.

企业调查报告  
文责 特邀分析师  
浅川 裕之

## ■ 充分发挥低成本营运及上市企业的优势推进增长

DYNAM JAPAN HOLDINGS 股份有限公司 (HK06889) 是一家拥有店铺数居首位、投注额位居第二的日本最大弹珠机厅运营企业。该公司的优势及特点在于根据连锁店理论反复推敲出低成本营运, 并将其贯穿运用到新开店及每天的店铺经营上。此外, 该公司秉承顾客至上、信息公开及依从管理原则等获好评, 成为行业内首家成功上市的首创者。

弹珠游戏市场虽呈不断缩小趋势, 但该公司的增长战略依旧完全没变。此战略即充分利用基于连锁店理论的低成本营运和上市企业独有的资金筹集优势, 在业界重组浪潮中获求生存。通过公司分店发挥内部潜力与企业并购 (M&A) 适宜结合, 力求以扩大店铺网来促进收益的增长。

该公司在 2015 年 11 月通过股份交换模式收购同行 YUME Corporation 公司。由此获得 39 间日式弹珠机游戏馆, 每间的收购金额约 150 百万日元。该金额不及公司新开游戏馆所需金额的三分之一, 对公司而言可说是相当成功的收购案。在竞争环境越发严峻的形势下, 今后出现类似这样收购案的可能性很高, 该公司将继续成为少数强有力的收购方, 可拭目以待。

2016 年 3 月期财报方面, 虽受市场整体萎缩的影响, 但在利息、税项、折旧、摊销前收益 (EBITDA) 基础上确保同比持平。关于 2017 年 3 月期财报, 并未公布公司预测。2017 年 3 月期业绩因存在弹珠射程限制引发弹珠机回收等影响的不透明因素, 需谨慎预计。该公司内部因素方面, 通过子公司 Yume Corporation 的 12 个月业绩数据合并 (前一期只有 5 个月) 将带来增收效果, 故在市场逆势局势下是否显现该效果有待关注。

## ■ Check Point

- 严峻的经营环境是通过业界重组扩大市场份额及实现增长的良机
- 有关适合投资基准的案例方面, 今后也将积极扩大并购
- 作为回报股东的一部分, 公布回购公司股票

2016年6月24日

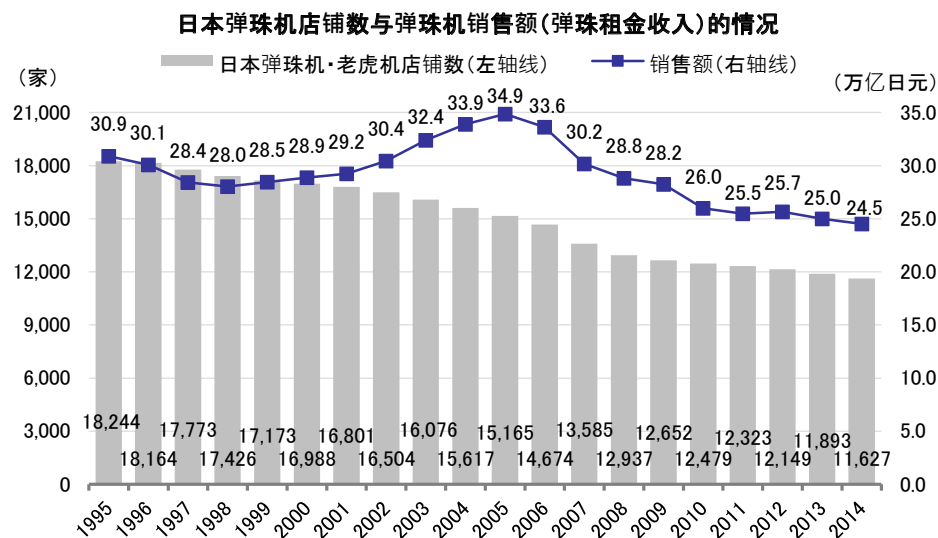


## ■ 弹珠机厅业界的现状

### 智能手机的出现使得玩弹珠机来打发闲暇时间的顾客减少

日本全国弹珠机·赌博机的店铺数在2015年12月31日达11,310家，比2014年前减少了317家（2.7%）。若就1995年底的18,244家来看，减少了38.0%，也就是从1995年底到2015年底的这20年间每年平均减少率为2.4%。

与弹珠机店铺数减少同步，弹珠机市场规模也呈缩小趋势。相当于弹珠机厅总销售额的弹珠租金额在2014年为24.504万亿日元。较1995年减少20.7%，与最高年份2005年相比减少29.7%。



出处：由FISCO参照警察厅公布值及日本生产性本部（JPC）《2015年娱乐白皮书》而制作

在此弹珠机厅市场缩小的背景下，弹珠机玩家人数减少。2014年弹珠机玩家人数为1,150万人，较2013年虽逆转增加18.6%，但与1995年的人数相比减少了60.3%，销售额及店铺数的减少幅度均拉大，其每年平均减少率达4.8%。从销售额下降幅度与玩家人数减少幅度的差距来看，以前核心弹珠机爱好者花更多的钱在弹珠上，而当前新弹珠机玩家并没有增加到以年轻人为中心，且还出现轻度玩家放弃玩弹珠的情况。

玩家人数减少的原因随时代的不同而不同，但近年来智能手机的出现却带来很大的影响。也就是智能手机的出现，使得玩弹珠机以打发空闲时间的人群不再去弹珠机厅了。另外，即便获得以年轻人为主体的新弹珠机爱好者，但智能手机确是强有力的竞争对手。

经济形势及相关限制也视为弹珠机厅市场的不利因素。2014年4月日本消费税税率提高（由原来的5%上调至8%），令夏季起进入弹珠机厅的顾客急剧减少，为此下调收益率（给予顾客的派彩。总派彩除以总投注的比例），优先确保店面的收益（从店面出发的话毛利率上调）。但此举进一步令顾客走得疏远，业界陷入“负螺旋”增长。另外，2015年秋季以来日本强化对高危赌博机的限制，恐将给顾客带来负面影响。

## ■ DYNAM 集团的优势及增长战略

### 严峻的经营环境是通过业界重组扩大市场份额及实现增长的良机

虽然弹珠机厅市场整体呈现逐年下降趋势，但该公司认为每个企业也有可能取得增长。在日本弹珠机厅店铺数为11,310家的情况下，即便该公司店铺数位居首位，但市场占有率仅为4%，可见业界相当细分化。业界整体的经营环境严峻，使得各企业为能幸存不断竞争。尽管如此，对于有实力的企业而言，这也许是业界重组扩大市场份额及争取增长的良机。

弹珠机市场的萎缩趋势并不是从现在才开始的，至少是在10年或者15年前就已经显现出来了。该公司很早前就意识到弹珠机市场的长期缩小趋势，故为发挥公司的优势不断扩大店铺网，力求通过市场份额的扩大来实现增长战略。

本公司认为该公司拥有足够实现这一目标的优势。公司最根本的优势是基于连锁店理论推敲出的低成本营运（事业经营）。充分利用这一优势，强化推进低投注事业，大规模重建等以提高店铺魅力。

另外，该公司利用上市企业优势，通过股份交换模式成为Yume Corporation的母公司。本公司认为此收购行为今后可能成为该公司的发展模式之一。（此次收购详细后述）

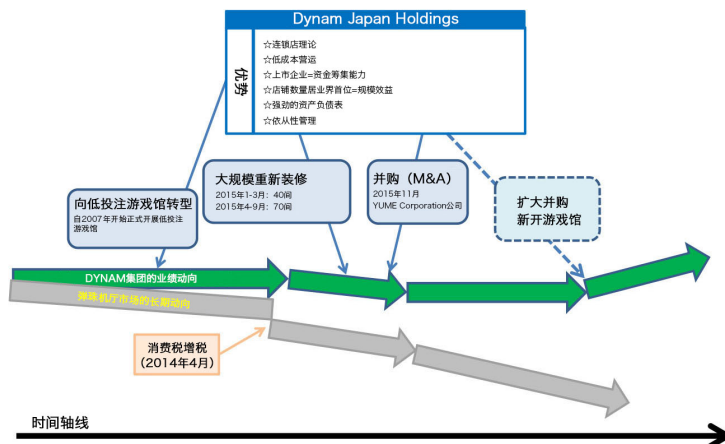


DYNAM JAPAN HOLDINGS  
股份有限公司  
HK06889 香港证券交易所

2016年6月24日

弹珠机厅行业的市场规模虽然萎缩，但依然是一个拥有近 25 万亿日元的大市场。即便今后若继续缩小，但对包括该公司在内多家实力派企业实现增长而言仍是一块大“蛋糕”。该公司极有可能通过上述优势回归到增长的轨道上。以下就关于公司优势的重点进行详述。

DYNAM 集团的主要策略及增长战略解析图



来源：由 FISCO 编制

### (1) 基于连锁店理论的低成本营运

该公司前任董事长佐藤洋治先生大学毕业后，对当时刚传入日本不久的连锁店理论感受很深，于是就职于 Daiei 株式会社。随后佐藤先生继承由其父亲所创立的该公司，并进行经营管理。在其上任期间灵活应用连锁店理论经营弹珠机厅，让该公司一跃成为业界顶尖的企业。且还与有着利用连锁店理论经营弹珠机厅这一志向的同业者，共同设立业界团体“日式弹珠机连锁店协会 (PCSA)”。

为了能在业界重组中脱颖而出该公司推出低成本营运战略。考虑到若没有足够能力的话，那将有可能陷入对吸引顾客举措上无从下手及遭遇相关限制等突发情况下毫无抵抗之力的境遇。基于此顾虑，该公司根据连锁店理论，追求在弹珠机厅经营上实现低成本营运。

该公司的低成本营运对既有店铺及新开店铺都适用。首先，新开店铺方面，低投资店铺以郊区沿街店铺为基础，采用木造的标准建房模型。机器的设置台数及店内的格局设计均要标准化、共同化，力求削减材料费、建筑费等，以及缩短施工期，进而压缩前期的投资额。

#### 开设新店的标准模型

项目	标准	附注
目标商圈人口	3 ~ 5 万人	推行郊外（郊外人口集聚地）战略
游戏馆形态-土地	20 年定期租地权	避免购买土地花费过大投资
游戏馆形态-建筑	木造平房建筑	意识到将来可能报废
游戏机台数	480 台	店内布局、安装台数共同化
初期投资额	500 百万日元以下	包含机器费用。通过地方郊外开店模式抑制费用
回扣目标	投资回报率 (ROI) 25% 以上	ROI 目标是 10 年平均值

出处：由 FISCO 根据材料编制



2016年6月24日

关于既有店面的经营方面，削减人工成本是重要因素。在店铺运营费用中，人工成本和机器费用占的比重很大，但机器费用方面为了切合消费者的爱好，各公司不得不引入受欢迎的机种，故企业间的差别很难拉大。人工费用上，该公司引进“Personal system”及信息系统的一元化管理模式，成功削减了每间店铺的职员数。

“Personal system”是指在卡片上登记及管理顾客所赢弹珠的系统。这样就可以不需要在过道上设置堆积箱，也不需要通过转向架来将弹珠兑换成现金。通常一个大厅需要正式职员6、7人，打工人员20人，3轮值班。“Personal system”可以顶替6到7人的打工人员（一个点位相当于2名人员）。“Personal system”的引进率在低投注店铺中接近90%。

## (2) 低投注事业

低成本营运可以说是在事业运营上担当着“防卫”这一重要角色，但称为“攻击”的顶线增长（top-line growth）是销售额增长不可缺少的。为了实现顶线增长该公司采用的战略是“低投注营业”。

弹珠机是指借用弹珠进行游戏，这时借用弹珠（从店里借出弹珠）的手续费就是弹珠出租费，原本1个弹珠基本上是4日元。也就是顾客花1000日元可以借250个弹珠。而该公司推行的低投注营业战略是指将每个弹珠的租费降至2日元。一个弹珠1日元的话，那么顾客花1000日元就能借到1000个弹珠，由此就能够长时间进行游戏，这也就是招揽顾客的构想。

低投注营业与高投注营业相比更有吸引顾客魅力，可以通过数据明显得知。在总投注、收益及总额基础上，高投注额游戏馆呈负增长，而低投注额游戏馆为正增长，形成鲜明对比。扣除店铺数增减的影响，每间游戏馆的数值相比也几近相同。相较于高投注额游戏馆的大幅负增长，低投注额游戏馆取得正增长或是小幅负增长

### 低投注额游戏馆和高投注额游戏馆的每个游戏馆总投注和收益对比图

单位（百万日元）

		13/3期		14/3期		15/3期		16/3期	
		全期	全期	增长率	全期	增长率	全期	增长率	
总投注	总计	929,158	922,172	-0.8%	826,072	-10.4%	844,885	2.3%	
	高投注额游戏馆	716,842	668,586	-6.7%	554,341	-17.1%	539,205	-2.7%	
	低投注额游戏馆	212,316	253,586	19.4%	271,732	7.2%	305,680	12.5%	
收益	总计	163,961	165,754	1.1%	154,556	-6.8%	155,911	0.9%	
	高投注额游戏馆	107,307	104,121	-3.0%	90,727	-12.9%	84,097	-7.3%	
	低投注额游戏馆	56,654	61,633	8.8%	63,829	3.6%	71,814	12.5%	
期末游戏馆数	总计	362	375	3.6%	393	4.8%	442	12.5%	
	高投注额游戏馆	174	173	-0.6%	172	-0.6%	185	7.6%	
	低投注额游戏馆	188	202	7.4%	221	9.4%	257	16.3%	
每间游戏馆的平均投注额	总计	2,591	2,502	-3.4%	2,151	-14.0%	2,023	-5.9%	
	高投注额游戏馆	4,096	3,853	-5.9%	3,213	-16.6%	3,020	-6.0%	
	低投注额游戏馆	1,157	1,300	12.4%	1,284	-1.2%	1,279	-0.5%	
每间游戏馆的平均收益	总计	457	449	-1.6%	402	-10.5%	373	-7.2%	
	高投注额游戏馆	613	600	-2.1%	526	-12.4%	471	-10.4%	
	低投注额游戏馆	308	316	2.4%	301	-4.5%	300	-0.4%	

备注：每间游戏馆的平均指标，由所属项目除以游戏馆数的全期平均来源：由 FISCO 参照说明会资料进行编制



DYNAM JAPAN HOLDINGS  
股份有限公司  
HK06889 香港证券交易所

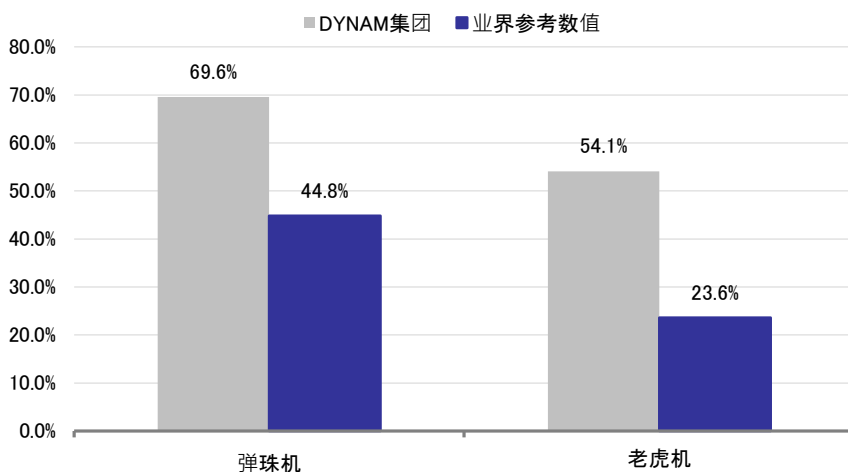
2016 年 6 月 24 日

另外一个关注点是也可以说为网络销售额的收益。每间游戏馆的平均收益额方面，高投注额游戏馆远超过低投注额游戏馆。若以超市的角度出发同样东西的售价高出 2 倍至 4 倍，也就能得出此结论。每个店铺的营业费用，高投注额游戏馆与低投注额游戏馆几近相同，故营业收益率方面低投注额游戏馆相对较低。这也就有产生进退两难的原故。是要获得招揽客户的魅力，还是要取得收益率。

低投注营业在整个行业内迅速普及。但采用此战略，需要相应的企业实力。如果没有店铺数的增长，那将给企业的业绩造成收益减少。因此，各公司要怎样使能获取收益的高投注额游戏馆与低投注额游戏馆达成平衡备受考验。

该公司的低投注机比例，在弹珠机及老虎机上均大大超过业绩平均值。此是充分利用低成本营运、游戏馆数和上市企业的资金筹集能力等企业综合实力，来推行低投注营业以挤掉竞争公司的战略。企业的综合实力即便是在后面讲述的赌博限制问题下也有望积极运转。

低投注游戏机设置比例的对照图



来源：FISCO 参照该公司说明会资料而制作

## ■ 2015 年主要发展及今后课题

有关适合投资基准的案例方面，今后也将积极扩大并购

### (1) 收购 Yume Corporation

该公司于 2015 年 11 月 1 日通过股份交换模式取得总部设在爱知县丰桥市的 Yume Corporation 全部股份。Yume Corporation 从北海道到冲绳全国共有 38 家“梦屋”品牌的弹珠机店，加上 1 家“SLOT PARK GOD”品牌的 Girlslot 店，共计 39 家。Yume Corporation 也是基于连锁店理论经营弹珠机厅，为一般社团法人“日式弹珠机连锁店协会 (PCSA)”的主要成员企业。这也是该公司收购这家公司的一个契机点。





2016 年 6 月 24 日

虽未公布 Yume Corporation 的收支明细，但其保持着稳定盈余状况。该公司在进行股份交换时发行新股约 38.8 百万股。按 2015 年 10 月 30 日的股价和汇率来算，收购费用相当于 5,775 百万日元。平摊到每间游戏馆的话，即该公司以每间 148 百万日元收购。因该公司开设新的标准游戏馆需要约 500 百万日元，故作为店铺投资可说是取得相当高的效率。

股份交换内容

公司名称	DYNAM JAPAN HOLDINGS	Yume Corporation
股份交换比例	1	3.466
由股票交换发行的股份数	38,805,336 株	

来源：FISCO 参照该公司说明会资料进行编制

对期间收益的贡献逐渐显现。该公司 2016 年 3 月期财报中，仅合并了 Yume Corporation 公司 5 个月的财报数据。该财报中，总投注为 29,297 百万日元，收益 5,703 百万日元。按年化利率换算，总投注达 70,313 百万日元，收益为 13,687 百万日元。利润方面的贡献度虽没有公开，但就以收益率（收入除以收益）为 10% 来算，年间收益为 1,369 百万日元。另外，该公司通过收购 Yume Corporation，集团店铺数超 440 家的规模优势，实现年间削减 7 亿日元成本的效果。

Yume Corporation 总店铺中 10 家高投资额游戏馆，29 家低投资额游戏馆。除 2016 年 4 月底宫城县的角田店关闭外，这 39 家皆以原来的品牌继续运营。高收益游戏馆和低收益游戏馆虽两者兼营，但总体来说隐含着接近该公司平均收益性的潜力。

该公司认为此次收购为理想收购案例。理由：1、可共享连锁店的经营理念 2、可预见 Yume Corporation 的高收益。3、39 间有一定的规模数量的游戏馆，可形成地域性不偏的商店网，4、以股份交换模式全额收购，最大限度发挥上市企业的优势等综合因素。满足上述 1 至 3 点条件的案例虽不多，但在日益严峻的事业环境下，今后出现这样案例的可能性很大。该公司运用第 4 点的资金筹备力，就适用于该公司内部的投资标准案例，今后也将商讨通过 M&A（企业并购）积极扩大市场占有率。

(2) 实施大规模重新装修

基于上述观点，弹珠机行业受 2014 年 4 月上调消费税影响陷入负连锁窘境，客流量下滑。为摆脱负连锁，该公司决定大规模重新装修弹珠机厅。2015 年 3 月期第 4 季度达 40 间游戏馆，2016 年 3 月期第 1、2 季度达 70 间游戏馆，合计 110 间游戏馆。

关于游戏馆的结构特征，最初的 40 间游戏馆与之后 70 间游戏馆中的 63 间游戏馆是高投注额，剩下 7 间游戏馆是低投注额。在此背景下，一段期间内，在以低投注额游戏馆为主体开设新游戏馆的同时，推动高投注额游戏馆业态转化为低投注额游戏馆，致使现有高投注额游戏馆的店龄增长。若高投注额游戏馆存在客流，则收益将比低投注额游戏馆多，可拭目以待。



2016 年 6 月 24 日

重新装修项目以地板、墙布、卫生间、外墙、外侧区域、广告牌、停车场（铺修及划分）、椅子等内外装修的主要部分为对象。超半数游戏馆的卫生间焕然一新，一部分游戏馆更换地板。另外，基本所有游戏馆重修了外墙、外侧区域及广告牌，大部分游戏馆更换了椅子、幕板及房屋侧面的木板。经过此番大规模重修，成功使游戏馆的形象焕然一新。据 FISCO 分析师估计，重修所花费用根据游戏馆的差异，大致在 3 千万日元到 5 千万日元左右，110 家游戏馆的重修总额预算约达 5000 百万日元。

重点在于重修游戏馆后带来的效果。游戏馆重修后客流明显增加，并达到了一定效果。但 FISCO 分析师推测此番效果持续时间短。预计该公司 2016 年 3 月期的财报中，高投注额游戏馆的总投资及收益均有减少。

### 收入水平的店铺业态规划细目 (2016 年 3 月期)

(单位：百万円)

		2015/3 月期			2016/3 期		
		全期	增长率	构成比例	全期	增长率	构成比例
总投资	总计	826,072	-10.4%	100.0%	844,885	2.3%	100.0%
	高投注额游戏馆	554,341	-17.1%	67.1%	539,205	-2.7%	63.8%
	低投注额游戏馆	271,732	7.2%	32.9%	305,680	12.5%	36.2%
营业收入	总计	154,556	-6.8%	100.0%	155,911	0.9%	100.0%
	高投注额游戏馆	90,727	-12.9%	58.7%	84,097	-7.3%	53.9%
	低投注额游戏馆	63,829	3.6%	41.3%	71,814	12.5%	46.1%

出处：公司说明资料由 fisco 提供

但 FISCO 分析师认为该公司强大的资产负债表及通过企业凝聚力实行大规模的重修，不会带来负面效果。有考虑到高投注额游戏馆的揽客力度在重修后并未提升，除单纯的流失客源外，后述的带有赌博性限制等问题也错综复杂。今后若这些问题解决，重修后的游戏馆将与邻店存在差异。

## 为应对强制规定而缺乏替代机型的情况

### (3) 应对限制赌博性质的对策

日本从 2015 年 10 月开始强制规定抵制带有赌博性质的弹珠机。概要为下调赌博性质上限，生产商回收不符合新标准且赌博机率高的弹珠机。

弹珠机的投中机率多种多样，目前投中机率最低的是 400 分之 1。投中概率低的弹珠机，若投中则得到的奖品越丰厚，这种高风险高收益的弹珠机容易赢得消费者青睐。下调弹珠机的投中率上限，不再流通投中率为 400 分之 1 的弹珠机（通称：MAX 机），生产商需进行回收。

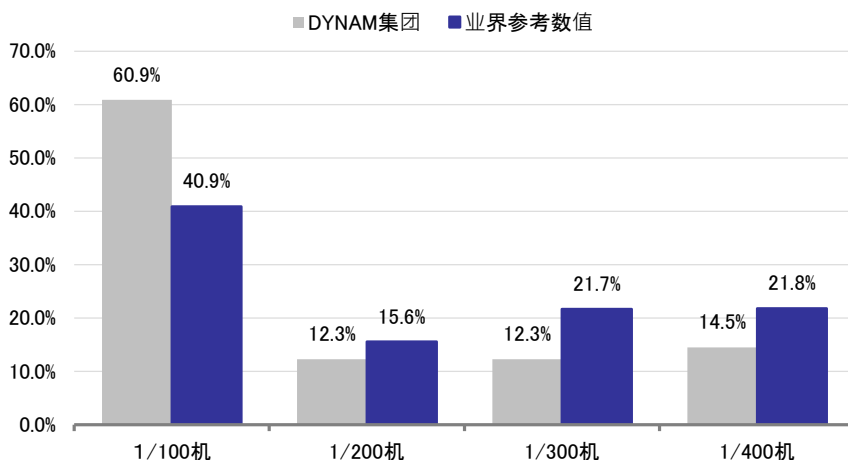




DYNAM JAPAN HOLDINGS  
股份有限公司  
HK06889 香港证券交易所

2016 年 6 月 24 日

弹珠机类别引入台数的比例



出处：公司说明资料由 fisco 提供

在弹珠机粉丝中，不少人认为高风险高收益的正是弹珠机的乐趣所在。根据此次规定，中等风险中等收益的弹珠机将成为上限，正是客源流失的原因之一。业界的 MAX 机平均约占 22%，该公司的 MAX 机约占 15%，低于业界水平，相反，该公司赌博性质最低的 100 分之 1 机占 61%，业界平均水平为 41%，高于业界水平。即该公司运营不是依赖于高赌博性的弹珠机。因此，FISCO 分析师认为加强限制弹珠机的赌博性质对该公司带来的消极影响低于业界水平。

但该公司同样也面临不可避免的问题。即缺乏替代 MAX 机的弹珠机。若根据规定回收 MAX 机，则需要增设其他机型弹珠机。机种类型不能超过新规定上限，投中率为 300 分之 1 的机型虽为最合适的候补机型，但生产商的生产模板少之又少，机器供应大幅延迟。弹珠机厅若不慎重购入不受欢迎的机型，不仅利润降低，而且影响今后二次投资，应谨慎对待。目前弹珠机器供不应求，新游戏馆不得不延期开业。

该公司 4 月虽新设 3 间游戏馆，预计新店开业将延期至年末。该公司通过收购 Yume Corporation，取得其旗下 39 间游戏馆，FISCO 分析师认为此次收购所带来的效果将超过预期。

另一个担忧点是客源流失加速。在各类型弹珠机中也有超人气机种，该机种获得从老手到初学者的青睐。但这种人气机型也在回收名单中。2016 年 3 月日本游戏机行业协会发布的第二次回收名单中包括“CR 超级海物语 IN 冲绳 3HME”机种。此机型在全国约设置了 76000 台，拥有很高的人气。今后预定公布第四次回收名单，若其中继续回收高人气弹珠机机型，恐将给弹珠机厅运营带来严重影响。关于这一点，对于包括该公司在内的弹珠机业者来说，仅靠弹珠机厅自身努力是解决不了难题的。

2016 年 6 月 24 日

#### (4) 熊本地震的影响及今后的应对方案

该公司在熊本开设了 13 间游戏馆，受 4 月中旬发生的熊本地震影响，有 5 间游戏馆暂停营业。所幸未造成人员伤亡及建筑损坏等重大损失。

该公司自 4 月 18 日起，暂停营业的 5 间游戏馆陆续恢复营业，目前所有游戏馆已正常运营。至今还有很多邻近的商铺尚未营业。该公司能够尽早恢复营业的重要因素，除了各种基础设施能尽早修复外，因该公司的游戏馆均为木造平房，能够承受地震引起的剧烈摇晃。仅凭这一点将有利于今后防震。

另外，公司向避难人员开放游戏馆的停车场，并通过设置临时卫生间以及提供饮用水和食品等方式支援受灾人员。

## ■ 业绩动态

### 16/3 月收入微增，收益减少

#### (1) 2016 年 3 月期财报

2016 年 3 月，营业收入为 155,911 百万日元（比上一季度增长 0.9%），营业利润为 18,166 百万日元（比上一季度减少 6.1%），税前利润为 17,403 百万日元（比上一季度减少 10.8%），归属母公司的利润为 10,544 百万日元（比上一季度减少 6.7%），EBITDA 为 30,494 百万日元（比上一季度减少 0.5%），虽有小幅增收，但实际收益在减少。因该公司未发布业绩预期，故无法与预期对比。FISCO 分析师认为受 2016 年 3 月期第二季度财报影响，估计该公司全年的营业收入约为 158,000 百万日元左右，营业利润预计在 16,500 百万日元至 17,000 百万日元之间。

#### 2016 年 3 月财报期概要

（单位：百万日元）

	15/3 期		16/3 期						
	2Q 累计	全期	2Q 累计	与上一季度相比	全期	与上一季度相比	Yume Corporation 影响额度	DYJH 实际业绩	与上一季度相比
总投注	425,297	826,072	417,104	-1.9%	844,885	2.3%	29,297	815,588	-1.3%
赠品出库额	344,615	671,516	341,261	-1.0%	688,974	2.6%	23,594	665,380	-0.9%
营业收入	80,682	154,556	75,843	-6.0%	155,911	0.9%	5,703	150,208	-2.8%
营业利润	16,067	19,344	7,383	-54.0%	18,166	-6.1%			
税前利润	14,729	19,518	7,323	-50.3%	17,403	-10.8%			
本季度归属母公司的利润	9,040	11,303	4,784	-47.1%	10,544	-6.7%			
EBITDA	21,522	30,637	13,170	-38.8%	30,494	-0.5%			

出处：公司资料有 FISCO 编制

该公司于 2015 年 11 月 1 日成功收购 Yume Corporation，成为旗下子公司。因此自 2015 年 11 月到 2016 年 3 月这 5 个月期间的 Yume Corporation 业绩合并到该公司业绩，影响额方面，总投注为 29,297 百万日元，营业额为 5,703 百万日元。除去合并 Yume Corporation 业绩的影响，总投注及营业利润皆较前期下滑，凸显业界整体的严峻局势。

2016年6月24日

总投注为 844,855 百万日元（比上一季度增长 2.3%）。除去合并的 Yume Corporation 业绩，实际比上一季度减少了 1.3%。FISCO 分析师认为这样的减收率稍低于业界平均减收率。赠品的出库额按财报来看比上季度增加了 2.6%，实质基础比上季度减少 0.9%。赠品出库额除以总投注的比例即为出珠率，其从 2015 年 3 月期的 81.3% 上升至 2016 年 3 月期的 81.6%。虽为确保客源提高出珠率，但若出珠率增长则意味着毛利率（总投注除以营业收入的比例）下降。该公司虽控制出珠率，但在不可预见客源的弹珠机行业中，基于报表基础的营业收入（网络销售）为 155,911 百万日元（比上一季度增长 0.9%），确保与上一季度持平。

费用方面，游戏馆虽极力控制人工费及机器费用，但合并 Yume Corporation 的费用，营业费用合计达到 137,745 百万日元（比上一季度增长 1.9%）。结果表明，营业利润比上一季度减少 6.1%，仅 18,166 百万日元。表示企业营收的 EBITDA（营业利润 + 折旧费等）共 304.94 万日元（比上一季度减少 0.5%），与上一季度持平。

## (2) 2017 年 3 月期的业绩预期

该公司并未发布业绩预期。FISCO 分析师关于该公司 2017 年 3 月期的下述推算是否成为可能。

作为该公司特有的增收因素，Yume Corporation 的合并业绩带来一定的贡献。因前期合并财报仅合并了 Yume Corporation 的 5 个月业绩，期待剩下 7 个月业绩合并到 2017 年 3 月期中带来增收效果。从前期的实际业绩推测出合并的营业收入约为 7,500 万日元。

另一方面，预计 2017 年全年仍将面临严峻的业界环境，该公司同样面临着考验。加之限制赌博性问题等影响，预计 2016 年新开游戏馆将大幅减少。因此，顾客数量下滑将直接影响总投注。弹珠机行业的销售额（总投注）由高峰期 2005 年至 2014 年止的这 9 年间以每年下降 3.8% 的速度减少。

基于该公司正向低额投注额营转型及积极开设不依赖于赌博性质的弹珠机游戏馆，故若其减收率低于行业水平 3%，那么按 2016 年 3 月期财报中总投注为 844,885 百万日元来算，2017 年 3 月期总投注将缩小至 819,538 百万日元。对此假设毛利率（“1 - 出珠率”）与上一季度持平为 18.5%，则营业收入为 151,614 百万日元。加上 Yume Corporation 7 个月的营业收入 7,500 百万日元，推算出合并总营业收入为 159,114 百万日元（比上一季度增长 2.1%）。

### 增长率

项目	计算公式	数值	备注
2016年3月期总投注	A	844,885	Yume Corporation 5个月的合并收益
业界平均总投注增长率		-3.8%	从2005年至2014年的平均值
2016年度DYNAM JAPAN的总投注增长率	B	-3.0%	转型至低投注营业、低赌博性营业
2017年3月的总投注预期	C=A×B	819,538	Yume Corporation 5个月的合并收益
2017年3月预估毛利率	D	18.5%	预计与2016年3月期的实际业绩一致
2017年3月预估营业收入	E=C×D	151,614	Yume Corporation 5个月的合并收益
Yume Corporation 预估营业收入的新部分	F	7,500	7个月。以2016年3月期实际业绩为准进行估算
2017年3月期预估营业收入	G=E+F	159,114	合并Yume Corporation业绩

出处：FISCO提供

2016年6月24日

FISCO 分析师认为，虽费用中也合并了 Yume Corporation，但通过充分发挥近 450 间游戏馆的规模效益及彻底实现低成本营运，该公司极有可能确保同上一季度的营业利润率（即营业收入除以营业利润的比例。2016 年 3 月期实际营业利润率为 11.7%）持平。2017 年 3 月期并未计划大规模重修游戏馆，期待这一点在利润方面起到积极作用。

基于以上观点，FISCO 分析师认为，该公司即使是在持平圈内也可能增加营业收益。但上述赌博性限制导致弹珠机遭回收的情况仍将继续到 2016 年上半年，故其对客源的影响存在不可预见也是事实。该公司也有减少收益的可能性，今后应谨慎关注其动向。

### 简化盈亏计算表及主要指标

	14/3月	15/3月			16/3月		
		2Q 累计	下半年	全期	2Q 累计	下半年	全期
总投注	922,172	425,297	400,775	826,072	417,104	427,781	844,885
YOY	-0.8%	-9.6%	-11.3%	-10.4%	-1.9%	6.7%	2.3%
赠品出库额	756,418	344,615	326,901	671,516	341,261	347,713	688,974
YOY	-1.1%	-11.3%	-11.2%	-11.2%	-1.0%	6.4%	2.6%
营业收入	165,754	80,682	73,874	154,556	75,843	80,068	155,911
YOY	1.1%	-1.8%	-11.6%	-6.8%	-6.0%	8.4%	0.9%
营业费用	135,940	64,791	69,868	134,659	68,855	69,471	138,326
YOY	1.5%	-4.1%	2.2%	-0.9%	6.3%	-0.6%	2.7%
一般管理费	4,086	2,383	3,073	5,456	2,738	3,060	5,798
YOY	31.3%	68.8%	14.9%	33.5%	14.9%	-0.4%	6.3%
其他收入	7,139	3,549	3,301	6,850	3,644	4,540	8,184
YOY	-22.8%	16.5%	-19.4%	-4.0%	2.7%	37.5%	19.5%
其他费用	1,132	990	957	1,947	511	1,294	1,805
营业利润	31,735	16,067	3,277	19,344	7,383	10,783	18,166
YOY	-7.4%	0.5%	-79.2%	-39.0%	-54.0%	229.1%	-6.1%
金融收益	3,660	1,028	1,123	2,151	275	36	311
金融费用	781	2,366	-389	1,977	335	739	1,074
税前利润	34,614	14,729	4,789	19,518	7,323	10,080	17,403
YOY	3.5%	-8.7%	-74.1%	-43.6%	-50.3%	110.5%	-10.8%
税费	13,377	5,693	2,566	8,259	2,539	4,325	6,864
本季度利润	21,237	9,036	2,223	11,259	4,784	5,755	10,539
YOY	1.5%	-12.1%	-79.7%	-47.0%	-47.1%	158.9%	-6.4%
本季度属于母公司的利润	21,255	9,040	2,263	11,303	4,784	5,760	10,544
YOY	-1.6%	-12.4%	-79.3%	-46.8%	-47.1%	154.5%	-6.7%
EBITDA	42,702	21,522	9,115	30,637	13,170	17,324	30,494
YOY	0.9%	1.3%	-57.5%	-28.3%	-38.8%	90.1%	-0.5%
EPS(円)	28.6	12.2	3.0	15.2	6.4	7.5	13.9
每股分红(円)	14.00	7.00	7.00	14.00	7.00	6.00	13.00
营业利润率	19.1%	19.9%	4.4%	12.5%	9.7%	13.5%	11.7%



DYNAM JAPAN HOLDINGS  
股份有限公司  
HK06889 香港证券交易所

2016年6月24日

借贷对照表

(单位：百万日元)

	14/3月	15/3月	16/3月
流动资产	50,946	48,723	43,240
现存款	34,836	29,239	28,134
销售债权	563	486	459
其他	15,547	18,998	14,646
固定资产	135,223	132,213	145,944
有形固定资产	94,605	99,961	109,532
无形固定资产	1,408	1,029	3,991
其他	39,210	31,223	32,421
资产合计	186,169	180,936	189,184
流动负债	34,910	31,380	30,838
采购债务及其他债务	19,049	20,468	17,786
借款等	1,265	3,160	2,369
其他	14,596	7,752	10,683
非流动资产	9,249	14,503	25,727
借款	3,059	9,160	18,394
其他	6,190	5,343	7,333
归属于母公司所有者权益	141,990	135,077	132,645
资本金	15,000	15,000	15,000
资本剩余金	10,129	10,129	12,883
公司自有股份	-	-	-289
利益盈余	110,136	111,037	110,253
其他构成要素	6,725	-1,089	-5,202
非支配权益	20	-24	-26
资本合计	142,010	135,053	132,619
负债・资本合计	186,169	180,936	189,184

现金流量表

(单位：百万日元)

	12/3月	13/3月	14/3月	15/3月	16/3月
税前净利润	28,404	33,436	34,614	19,518	17,403
折旧费	10,804	10,507	10,234	10,340	11,597
其他	-7,302	-15,613	-17,463	-16,442	-4,927
经营活动现金流量	31,906	28,330	27,385	13,416	24,073
固定资产增加	-7,471	-10,723	-9,292	-16,008	-12,613
其他	18,469	-176	-13,098	-1,005	1,960
投资活动现金流量	10,998	-10,899	-22,390	-17,013	-10,653
财务活动现金流量	-31,840	-8,028	-13,102	-2,898	-15,212
现存款换算差额	0	3,539	1,477	898	687
现存款增减	11,064	12,942	-6,630	-5,597	-1,105
期初现存款余额	17,460	28,524	41,466	34,836	29,239
期末现存款余额	28,524	41,466	34,836	29,239	28,134

## ■ 回报股东

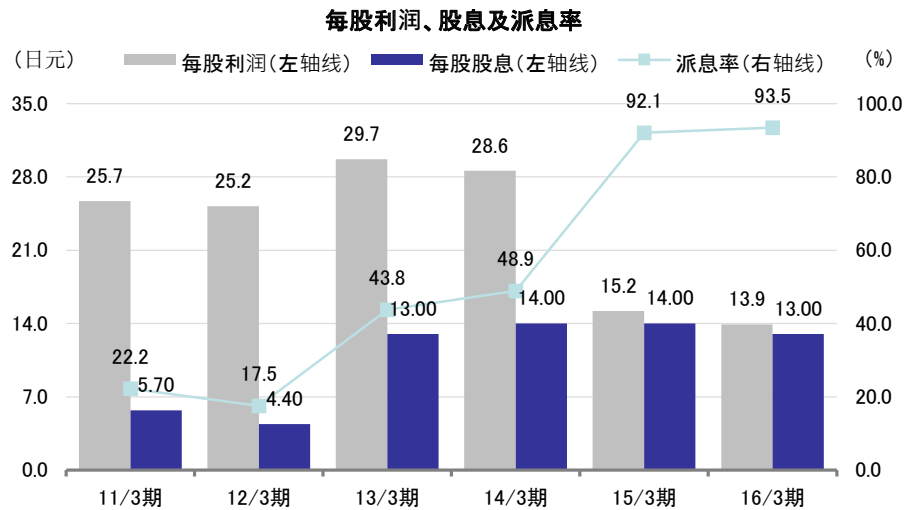
### 将回购公司股票作为回报股东政策的一部分

#### (1) 分红

该公司对回报股东的重要性有着极高意识，将派息率达 35% 以上为目标进行派息作为基本方针。

关于 2016 年 3 月期第 2 季度末的中期分红方面，决定按每股 7 日元进行分红。以派息率为 108.7%，高达 73.0% 的自有资本比例及 109,964 百万日元的丰厚净利润为支撑，表明该公司对分红的稳定性的重视。

关于期末分红方面，从前期实际业绩中减少 1 日元，及以每股 6 日元进行分红。根据上述，年间分红为每股 13 日元。另外，以 2016 年 3 月期实际业绩中每股利润为 13.9 日元推算，派息率为 93.5%。该公司虽未明确减少分红的理由，但 FISCO 分析师认为此为该公司继续重视分红的稳定性，及保持期间利润和股息总额的平衡所致。



出处：财报报告由 FISCO 提供

#### (2) 回购公司股票

该公司公布将回购公司股票作为回报股东政策的一部分。受 2016 年 1 月 20 日召开的临时股东大会批准影响，该公司从 2016 年 2 月 1 日到 3 月 31 日期间以平均每股 13.77 港币（总额为 215.8 百万港币），取得共 15,669,800 股（占已发行股票的 2%），其中立即注销 14,825,600 股。该公司以改善资本效率和提高股票价值为目的，计划今后也还将回购公司股票。



#### 免责条款

株式会社 FISCO（以下称“FISCO”）所涉及的股票及指数数据是由东京证券交易所，大阪证券交易所，日本经济新闻社的许诺而提供。“JASDAQ INDEX”的数据及商标的知识产权为大阪证券交易所所有。所有的一切权利属于本公司。

本报告所公开的内容是基于 FISCO 判断为可信的信息，由 FISCO 编制并予以发表。FISCO 对有关内容，信息的准确性，完全性，及时性不予保证，不承担任何责任。不论任何目的，投资者应以自己的判断及责任使用本报告。本报告所提供的投资信息纯粹是以信息提供为目的，而不是为了诱导投资及其它行为。

本报告受对象公司委托，通过面对面的采访，获得公司相关信息。本报告中的假设，分析及结论为 FISCO 所分析。本报告所记载的内容是在资料编制时的内容，在没有预告的情况下可能会进行更改。

本报告的版权和相关的知识产权全部归属于 FISCO 所有。决不允许在事前没有得到 FISCO 的书面同意而擅自对本报告进行删节，修改，加工。并且，也决不允许发送，复制，传播，转让本报告。

关于投资对象及个股的选择，买卖价格等有关投资的最终决定，请客户自己作出判断。

请在同意以上各项内容的前提下利用本报告。

株式会社 FISCO