

重精美畫面輕創意玩法 新舊遊戲接棒失敗

投資要點

- 2019 年上半年業績遠遜預期：**期內舊遊戲《王國紀元》(LM)及《城堡爭霸》(CC)進入成熟期而收入下降尚可接受，但《戰地王座》(MR)表現甚差(平均月流水或不到 300 萬美元)，2019 年上半年公司收入同比下降 8.7%至 3.5 億美元，加上研發費用大增，股東應佔溢利按年大跌 28.3%至 7,071 萬美元。
- 預期 MR 將步 Madlands 後塵下架：**2019 年上半年 LM 及 CC 平均月流水分別為 5,200 萬及 800 萬美元，雖然仍符合我們此前對該兩款遊戲 2019 年平均月流水收入預期，但按該兩款遊戲於 6 月及 7 月之流水表現，我們認為 LM 下半年平均月流水將難以維持於 5,000 萬美元以上，而 CC 平均月流水也可能輕微差於預期。再者，與我們此前預期落差較大的是 MR 之表現。雖然 MR 畫面較 LM 大有進步，但玩法基乎一模一樣，而競品又越來越多，該遊戲於 2019 年上半年平均月流水可能不到 300 萬美元，且開新王國之速度越來越慢(超過一個月才開一個新王國)，相信其下場將與去年年中推出但很快下架之《Madlands Mobile》(MM)一樣。
- 畫面大進步，玩法遇瓶頸，流水天花板不高：**管理層表示今年推出之新遊戲表現也沒有符合公司預期，新手遊《巨龍國度》(BC) ARPU 低於預期會給予三個月調整，而《全民造物主》(CL)也需要作出玩法調整而停止投放廣告。然而，就現有之遊戲內容看來，該等遊戲之流水可能也達不到 MR 水平。管理層表示第三及第四季合共將推出 4-6 款遊戲，其中包括一些休閒遊戲。公司很希望推出更多類型之手遊以迎合不同玩家，雖然遊戲畫面大有進步，但強項 MMORPG 玩法改進不多，我們對公司其他新類別遊戲之期望亦有所降低。《Project GM》(太空主題)及《Project Voyage》(航海主題)是公司今明兩年推出之主打遊戲，但從畫面推測之玩法來看，我們認為每款主打遊戲之月流水難以超過 300 萬美金。MM 與 MR 之失敗，我們不得不對公司已推出及未來將推出之新遊戲之看法轉趨審慎，因此，我們大幅下調新遊戲對公司之收入及盈利貢獻。
- 估值與評級：**因 LM 及 CC 流水預期將繼續下降、MR 表現遠差於預期、及較保守之新遊戲流水預期，我們分別下調 2019-2021 年收入預期 14.6%、32.9%及 46.6%，並下調每股盈利 28.9%、47.0%及 62.2%至 0.113、0.097 及 0.074 美元。現價分別相當於 7.2 及 8.3 倍 2019 及 2020 年預測市盈率，考慮到舊遊戲流水預期將下滑且新遊戲流水預期較低，不過公司財務健康且股息率較高，我們以 2020 年預測市盈率約 9.0 倍為目標(較同業(除騰訊外)折讓約 40%)，**目標價由 13.50 港元大幅下調至 6.80 港元，維持中性評級。**
- 風險提示：**新遊戲流水與我們預期落差較大。

| 指標/年度 | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 收入(百萬美元) | 607.3 | 748.8 | 691.4 | 635.6 | 537.1 |
| 增長率(%) | 88.5 | 23.3 | (7.7) | (8.1) | (15.5) |
| 淨利潤(百萬美元) | 156.0 | 189.2 | 143.7 | 124.0 | 93.9 |
| 增長率(%) | 114.9 | 21.2 | (24.0) | (13.7) | (24.3) |
| Consensus(百萬美元) | | | 149.5 | 168.5 | 179.5 |
| 每股盈利(美元) | 0.117 | 0.147 | 0.113 | 0.097 | 0.074 |
| 市盈率(倍) | 6.9 | 5.5 | 7.2 | 8.3 | 11.0 |

資料來源：公司、西證證券經紀

2019 年 8 月 6 日

郭日昇

sunny.kwok@swsc.hk
(852) 2238 9302

| | |
|-----------|---------------|
| 評級 | 中性(維持) |
| 目標價 | 6.80 |
| 現價 | 6.31 |
| 潛在升幅 | 7.8% |

主要數據

| | |
|---------------|-------------|
| 52 周區間(元) | 6.03/12.80 |
| 3 個月平均成交量(百萬) | 3.8 |
| 流通股數(百萬) | 1,275.6 |
| 市值(百萬美元) | 8,048.7 |
| 主要股東(%) | 蔡宗建 (15.7%) |
| 審計 | KPMG |
| 業績日期 | 2020-03 |

公司簡介

IGG 為一家專注於全球化發展的移動遊戲開發商及營運商。公司於 2006 年成立，2013 年在香港聯交所創業板上市，並於 2015 年 7 月轉到香港聯交所主板上市。自 2011 年起，公司逐漸將業務重心由客戶端遊戲及網絡遊戲轉移至移動遊戲。截至 2019 年 6 月，公司已擁有來自於 200 多個國家和地區的移动遊戲用戶。

股價表現



資料來源：彭博

表 1：業績回顧

| 百萬美元 | 1H18 | 1H19 | 同比變動 (% / ppt) | |
|-----------|-------|-------|-------------------|------------------------------------|
| 收入 | 388.5 | 354.7 | -8.7 | LM 收入按年減少 9.4% 至 2.8 億美元，環比下跌 2.3% |
| 毛利 | 273.1 | 246.2 | -9.9 | |
| 經營利潤 | 124.1 | 85.1 | -31.4 | 研發費用同比大增 48.6% 至 4,294 萬美元 |
| 淨利潤 | 98.6 | 70.7 | -28.3 | 有效稅率按年下降 4.8 個百分點 |
| 毛利率 (%) | 70.3 | 69.4 | -0.9 | |
| 經營利潤率 (%) | 31.9 | 24.0 | -7.9 | |
| 淨利潤率 (%) | 25.4 | 19.9 | -5.4 | |

資料來源：公司、西證證券經紀

表 2：王國紀元於中國及美國 iTunes 遊戲之月流水平均排名持續下滑

| | 美國 iTunes 遊戲流水排名 | 美國 Google Play 遊戲流水排名 | 中國 iTunes 遊戲流水排名 |
|------------|------------------|-----------------------|------------------|
| 2019 年 1 月 | 25-30 | 10-15 | 30-35 |
| 2019 年 2 月 | 20-25 | 10-15 | 30-35 |
| 2019 年 3 月 | 25-30 | 10-15 | 30-35 |
| 2019 年 4 月 | 25-30 | 10-15 | 30-35 |
| 2019 年 5 月 | 30-35 | 10-15 | 30-35 |
| 2019 年 6 月 | 35-40 | 10-15 | 35-40 |
| 2019 年 7 月 | 40-45 | 10-15 | 35-40 |

資料來源：App Annie、西證證券經紀

表 3：王國紀元流水下降；其他遊戲數目增加但流水偏低

| 百萬美元 | 王國紀元 | 城堡爭霸 | 其他 |
|------------------|-------|------|----|
| 平均月流水 - 2018 | 55 | 10 | 3 |
| 平均月流水 - 1H19 | 52 | 8 | 5 |
| 月流水 - 2019 年 6 月 | 50-51 | ~7 | ~5 |

資料來源：公司、西證證券經紀

表 4：盈利預測

| 百萬美元 | 最新 | | | 此前 | | | 調整 (% / ppt) | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 2019F | 2020F | 2021F | 2019F | 2020F | 2021F | 2019F | 2020F | 2021F |
| 收入 | 691 | 636 | 537 | 809 | 948 | 1,007 | -14.6 | -32.9 | -46.6 |
| 毛利 | 481 | 442 | 373 | 567 | 663 | 705 | -15.2 | -33.4 | -47.0 |
| 經營利潤 | 169 | 146 | 111 | 241 | 281 | 297 | -30.0 | -47.8 | -62.8 |
| 淨利潤 | 144 | 124 | 94 | 202 | 234 | 248 | -29.0 | -47.1 | -62.2 |
| 每股盈利 (美元) | 0.113 | 0.097 | 0.074 | 0.158 | 0.184 | 0.195 | -28.9 | -47.0 | -62.2 |
| 毛利率 | 69.5 | 69.5 | 69.5 | 70.0 | 70.0 | 70.0 | -0.5 | -0.5 | -0.5 |
| 經營利潤率 | 24.4 | 23.0 | 20.6 | 29.8 | 29.6 | 29.5 | -5.4 | -6.6 | -8.9 |
| 淨利潤率 | 20.8 | 19.5 | 17.5 | 25.0 | 24.7 | 24.7 | -4.2 | -5.2 | -7.2 |

資料來源：西證證券經紀

表 5：同業估值比較

| 公司名稱 | 股票編號 | 市值 (百萬港元) | 市盈率 (倍) | | | 市賬率 (倍) | | | 股息率 (%) FY19F | 股本回報率 (%) FY19F |
|-------------------------|---------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------------|--------------------|
| | | | FY18A | FY19F | FY20F | FY18A | FY19F | FY20F | | |
| 博雅互動 | 434 HK | 983 | 3.8 | n.a. | n.a. | 0.4 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 雲遊控股 | 484 HK | 763 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.7 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 騰訊控股 | 700 HK | 3,543,705 | 34.5 | 30.5 | 25.0 | 8.8 | 6.7 | 5.4 | 0.3 | 24.6 |
| 網龍 | 777 HK | 10,239 | 15.9 | 12.6 | 10.5 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.3 | 12.9 |
| 第七大道 | 797 HK | 4,213 | n.a. | n.a. | n.a. | 3.1 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 飛魚科技 | 1022 HK | 340 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.5 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 樂遊科技控股 | 1089 HK | 6,965 | 43.0 | n.a. | n.a. | 3.9 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 創夢天地 | 1119 HK | 6,869 | 19.8 | 8.7 | 7.3 | 1.8 | 1.8 | 1.3 | n.a. | 17.0 |
| 火岩控股 | 1909 HK | 1,776 | 16.7 | n.a. | n.a. | 8.1 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 遊菜互動 | 2022 HK | 316 | 40.3 | n.a. | n.a. | 0.8 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 百奧家庭 | 2100 HK | 1,241 | 9.1 | n.a. | n.a. | 0.7 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 禪遊科技 | 2660 HK | 838 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 家鄉互動 | 3798 HK | 1,972 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 金山軟件 | 3888 HK | 23,336 | 49.4 | 27.0 | 19.1 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 0.3 | 4.6 |
| 指尖躍動 | 6860 HK | 1,816 | 8.5 | n.a. | n.a. | 1.2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 聯眾 | 6899 HK | 787 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.7 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 藍港互動 | 8267 HK | 269 | n.a. | n.a. | n.a. | 0.4 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 智傲控股 | 8282 HK | 48 | n.a. | n.a. | n.a. | 1.0 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 簡單平均 | | | 24.1 | 19.7 | 15.5 | 2.2 | 2.9 | 2.4 | 0.6 | 14.8 |
| 加權平均 | | | 34.5 | 30.4 | 24.9 | 8.7 | 6.7 | 5.3 | 0.3 | 24.4 |
| 加權平均 (不包括騰訊) | | | 34.1 | 20.3 | 14.9 | 2.1 | 1.6 | 1.4 | 0.6 | 8.8 |

資料來源：彭博

表 6：財務報表

| 損益表 | | | | | | 資產負債表 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 12月31日(百萬美元) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F | 12月31日(百萬美元) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 總收入 | 607.3 | 748.8 | 691.4 | 635.6 | 537.1 | 物業、廠房及設備 | 7.1 | 8.8 | 47.7 | 39.6 | 31.9 |
| 銷售成本 | (192.7) | (225.2) | (210.9) | (193.9) | (163.8) | 無形資產 | 1.4 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 毛利 | 414.6 | 523.5 | 480.5 | 441.8 | 373.3 | 其他 | 14.3 | 52.2 | 51.6 | 50.2 | 48.9 |
| 其他淨收入 | 3.3 | 6.4 | 3.1 | 3.5 | 3.1 | 非流動資產 | 22.8 | 61.5 | 100.1 | 90.7 | 81.7 |
| 銷售及分銷成本 | (159.0) | (186.6) | (183.2) | (168.4) | (139.7) | 貿易及其他應收款項 | 73.6 | 50.1 | 44.4 | 44.2 | 33.8 |
| 一般及行政開支 | (33.4) | (44.7) | (44.9) | (44.5) | (45.7) | 現金及現金等價物 | 221.9 | 287.5 | 316.6 | 357.4 | 387.4 |
| 研發開支 | (46.7) | (63.6) | (86.4) | (85.8) | (80.6) | 其他 | 0.1 | 0.3 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| 經營利潤 | 178.8 | 235.1 | 169.0 | 146.5 | 110.6 | 流動資產 | 295.6 | 337.9 | 366.4 | 407.0 | 426.6 |
| 財務收入淨額 | 1.0 | 2.6 | 1.8 | 2.0 | 2.4 | 貿易及其他應付款項 | 35.6 | 41.4 | 41.6 | 43.8 | 42.4 |
| 聯營和合營公司 | (0.7) | (1.3) | (1.5) | (1.5) | (1.5) | 其他 | 54.6 | 76.3 | 68.3 | 60.7 | 49.9 |
| 所得稅開支 | (23.9) | (47.1) | (25.6) | (23.0) | (17.5) | 流動負債 | 90.2 | 117.7 | 109.9 | 104.5 | 92.3 |
| 稅後利潤 | 155.1 | 189.3 | 143.7 | 124.0 | 93.9 | 非流動負債 | 0.4 | 0.4 | 7.1 | 3.4 | 0.2 |
| 非控股權益 | 0.9 | (0.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 股東權益 | 229.2 | 282.6 | 350.7 | 391.0 | 417.1 |
| 淨利潤 | 156.0 | 189.2 | 143.7 | 124.0 | 93.9 | 非控股權益 | (1.4) | (1.2) | (1.2) | (1.2) | (1.2) |
| 每股盈利 (美元) | 0.117 | 0.147 | 0.113 | 0.097 | 0.074 | 總權益 | 227.8 | 281.4 | 349.5 | 389.8 | 415.8 |
| 每股股息 (港元) | 0.490 | 0.344 | 0.527 | 0.456 | 0.345 | 每股賬面值 (美元) | 0.173 | 0.221 | 0.275 | 0.307 | 0.328 |
| 現金流量表 | | | | | | 財務比率 | | | | | |
| 12月31日(百萬美元) | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F | | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 稅前利潤 | 179.0 | 236.4 | 169.3 | 147.0 | 111.4 | 收入增長 (%) | 88.5 | 23.3 | (7.7) | (8.1) | (15.5) |
| 折舊及攤銷 | 2.7 | 3.7 | 8.2 | 12.5 | 12.5 | 毛利增長 (%) | 89.4 | 26.3 | (8.2) | (8.1) | (15.5) |
| 其他 | 4.0 | (1.7) | 7.1 | 8.0 | 9.0 | 經營溢利增長 (%) | 129.9 | 31.5 | (28.1) | (13.3) | (24.5) |
| 營運資金變動 | (8.6) | 19.8 | 5.0 | (0.8) | 5.6 | 淨利潤增長 (%) | 114.9 | 21.2 | (24.0) | (13.7) | (24.3) |
| 利息及稅項 | (4.9) | (18.9) | (36.5) | (27.7) | (24.7) | 毛利率 (%) | 68.3 | 69.9 | 69.5 | 69.5 | 69.5 |
| 經營活動現金流 | 172.2 | 239.2 | 153.2 | 139.0 | 113.8 | 經營利潤率 (%) | 29.4 | 31.4 | 24.4 | 23.0 | 20.6 |
| 資本開支 | (7.0) | (39.7) | (47.4) | (4.5) | (4.9) | 淨利率 (%) | 25.7 | 25.3 | 20.8 | 19.5 | 17.5 |
| 其他 | 0.8 | (1.3) | (5.9) | 0.0 | 0.0 | 資產收益率 (%) | 55.2 | 52.7 | 33.2 | 25.7 | 18.7 |
| 投資活動現金流 | (6.2) | (41.0) | (53.3) | (4.5) | (4.9) | 股東資金回報率 (%) | 73.4 | 73.9 | 45.4 | 33.4 | 23.2 |
| 集資及注資淨額 | 1.4 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 應收帳款周轉天數 | 28.0 | 24.7 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 股息 | (83.9) | (52.1) | (71.2) | (80.2) | (65.3) | 應付帳款周轉天數 | 29.4 | 31.2 | 35.0 | 35.0 | 35.0 |
| 其他 | (46.1) | (80.2) | 0.4 | (13.6) | (13.6) | 流動比率 (倍) | 3.3 | 2.9 | 3.3 | 3.9 | 4.6 |
| 融資活動現金流 | (128.6) | (131.6) | (70.8) | (93.8) | (78.9) | 淨負債比率 (%) | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |
| 現金變動 | 37.4 | 66.6 | 29.1 | 40.8 | 30.0 | 淨利息 | 淨利息 | 淨利息 | 淨利息 | 淨利息 | |
| 期初淨現金 | 184.1 | 221.9 | 287.5 | 316.6 | 357.4 | 收入 | 收入 | 收入 | 收入 | 收入 | |
| 匯兌變動 | 0.4 | (1.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 派息比率 (%) | 53.7 | 30.0 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 期末淨現金 | 221.9 | 287.5 | 316.6 | 357.4 | 387.4 | | | | | | |

資料來源：公司、西證證券經紀

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明－

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬於企業融資部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

| | |
|------|--------------------------------|
| 公司評級 | 買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上 |
| | 增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間 |
| | 中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間 |
| | 回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下 |
| 行業評級 | 買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上 |
| | 增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間 |
| | 中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間 |
| | 回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下 |

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自「西證(香港)證券經紀有限公司」(「西證證券經紀」)相信為可靠之來源，惟西證證券經紀並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券經紀並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證證券經紀及其集團公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證證券經紀及其集團公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證證券經紀及其集團公司在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證證券經紀事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證證券經紀保留一切權利。