

《王國紀元》月流水持續增長 新遊戲如箭在弦

投資要點

- **2016年業績略超預期：**在《王國紀元》(Lords Mobile, LM)的帶動下, IGG於2016年取得強勁的業績增長。雖然收入及毛利略低於我們此前預期, 但經營費用也較我們此前預期為低, 因此, 公司2016年業績略超我們及市場預期約3%。
- **《王國紀元》月流水屢創新高：**LM於2016年為公司帶來1.2億美元收入, 於去年7月月流水接近1,000萬美元; 10月接近2,000萬美元; 12月已經達到約3,000萬美元水平。公司透露2017年首兩個月月流水均超過3,100萬美元, 而3月更有機會超過3,600萬美元, 超過我們此前預期。2016年12月LM註冊用戶數約2,500萬, 月活躍用戶約400萬, 兩者均較6月時分別增長1.5倍及60%。公司預期6月或以前LM可以獲得批准在中國Android上架, 但為了平衡世界各地玩家數目, 公司不會只集中在中國推廣LM而是分散資源提高世界各地的用戶數及月流水。
- **其他遊戲收入貢獻逐漸減少：**雖然城堡爭霸(Castle Clash, CC)及《領主之戰》(Clash of Lords, CoL)於2016年加總仍能錄得收入增長, 但該等遊戲及其他遊戲月流水趨勢往下。2016年12月除LM外其他遊戲月流水不到1,900萬美元, 2017年3月我們預期其他遊戲加總的月流水或低於1,500萬美元。在新遊戲還沒有推出之前, 公司月流水將非常依賴LM。
- **即將推出多款新遊戲, 但2017年預期貢獻不多：**2017年公司將推出多款新遊戲如三消益智類遊戲《Sweet Maker》、末日戰爭策略遊戲《Glory of World》與《Madlands》、現代戰爭策略遊戲《Battle Mobile》、星戰題材即時策略遊戲《Galaxy Online III》及沙盒遊戲《TUG》。雖然公司暫時提供關於新遊戲的資料不多, 但畫面質量大幅提高, 預期公司於2018年收入仍能維持較快增長。
- **估值與評級：**公司2017年3月月流水預期將超過5,000萬美元, 2017年平均每月月流水維持在這個水平應該不難實現。雖然公司表示過去3個月淨利潤率均在30%以上, 但2017年將推出多款遊戲, 銷售費用比率預期不會低於20%, 加上預期有效稅率將上升, 因此, 我們保守預期2017年淨利潤率為28.4%。綜合而言, 我們預計公司2017-2019年每股盈利分別為0.129美元、0.157美元及0.176美元。現價相當於8.9倍2017年預測市盈率, 估值不高, 我們以2017年預測市盈率12.0倍為目標(相較同業加權平均折讓約27.7%), 上調目標價至**12.00港元**, 維持**增持**評級。
- **風險提示：**1)公司新遊戲前期投放成本較預期高; 及2)有效稅率高於預期。

指標/年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入(百萬美元)	202.5	322.1	609.6	739.3	829.0
增長率(%)	(1.0)	59.0	89.3	21.3	12.1
淨利潤(百萬美元)	41.5	72.6	173.3	210.5	236.4
增長率(%)	(37.5)	75.0	138.6	21.5	12.3
Consensus(百萬美元)			n.a.	n.a.	n.a.
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.129	0.157	0.176
市盈率(倍)	38.2	21.4	8.9	7.3	6.5

資料來源：公司資料，西證證券

2017年3月23日

郭日昇

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

評級	增持(維持)
目標價	12.00
現價	8.93
潛在升幅	34.4%

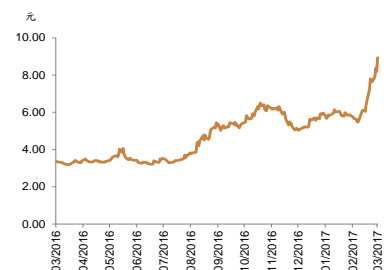
主要數據

52周區間(元)	3.200/9.070
3個月平均成交量(百萬)	14.02
流通股數(百萬)	1,343.34
市值(百萬美元)	11,996.05
主要股東(%)	蔡宗建(14.9%)
審計	E&Y
業績日期	2018-03

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2016年, 公司已擁有來自於200多個國家和地區的移動遊戲用戶。

股價表現



資料來源：彭博

表1：業績回顧

百萬美元	2015	2016	同比變動 (%/ppt)	
收入	202.5	322.1	59.0	王國紀元新增貢獻1.2億美元收入 王國紀元於2016年12月月流水達到2,940萬美元
毛利	140.5	218.9	55.8	
經營利潤	44.4	77.8	75.3	行政開支僅同比增長8.0%或174萬美元
淨利潤	41.5	72.6	75.0	略超我們及市場預期約3%
毛利率 (%)	69.4	68.0	-1.4	手機遊戲渠道成本較高，2016年下半年毛利率僅為66.4%
經營利潤率 (%)	21.9	24.1	2.2	
淨利潤率 (%)	20.5	22.5	2.1	2016年12月公司淨利潤率約為34%

資料來源：公司資料，西證證券

表2：盈利預測

百萬美元	最新			此前		調整 (%/ppt)	
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2017E	2018E
收入	609.6	739.3	829.0	508.3	559.6	19.9	32.1
毛利	402.3	487.9	547.1	358.3	394.5	12.3	23.7
經營利潤	193.0	233.5	261.3	126.7	140.4	52.3	66.3
淨利潤	173.3	210.5	236.4	114.7	127.4	51.0	65.3
每股盈利 (美元)	0.129	0.157	0.176	0.085	0.094	52.1	66.4
毛利率 (%)	66.0	66.0	66.0	70.5	70.5	-4.5	-4.5
經營利潤率 (%)	31.7	31.6	31.5	24.9	25.1	6.7	6.5
淨利潤率 (%)	28.4	28.5	28.5	22.6	22.8	5.8	5.7

資料來源：西證證券

表3：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 (%)	股本回報率 (%)
			FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E		
博雅互動	434 HK	3,599	11.0	10.6	10.1	1.5	1.4	1.2	1.8	12.1
雲遊控股	484 HK	1,099	15.8	7.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
騰訊控股	700 HK	2,113,426	43.5	32.0	25.4	10.8	8.6	6.7	0.3	28.6
飛魚科技	1022 HK	1,859	31.6	12.1	9.0	1.7	1.6	1.5	2.6	14.3
金山軟件	3888 HK	27,056	n.a.	18.4	14.3	3.1	2.6	2.2	0.8	17.2
藍港互動	8267 HK	1,032	n.a.	8.9	7.3	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	n.a.
簡單平均			25.5	14.9	13.2	4.3	3.5	2.9	1.1	18.0
加權平均			43.4	31.7	25.2	10.7	8.5	6.6	0.3	28.4
加權平均 (不包括騰訊)			17.6	16.6	13.4	2.8	2.4	2.1	1.0	16.4

資料來源：彭博

表4：財務報表

損益表						資產負債表					
12月31日(百萬美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	12月31日(百萬美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
總收入	202.5	322.1	609.6	739.3	829.0	物業、廠房及設備	5.4	7.7	8.0	8.0	7.8
銷售成本	(62.0)	(103.2)	(207.3)	(251.4)	(281.9)	無形資產	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1
毛利	140.5	218.9	402.3	487.9	547.1	其他	10.8	11.0	13.6	13.2	13.3
其他淨收入	(5.7)	(1.5)	0.9	0.6	0.1	非流動資產	17.0	19.1	21.9	21.4	21.2
銷售及分銷成本	(41.7)	(80.1)	(121.9)	(147.9)	(165.8)	貿易及其他應收款項	17.6	40.2	53.1	59.4	65.6
一般及行政開支	(21.8)	(23.6)	(36.6)	(44.4)	(49.7)	現金及現金等價物	185.5	184.1	300.2	450.3	620.2
研發開支	(26.9)	(36.0)	(51.8)	(62.8)	(70.5)	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
經營利潤	44.4	77.8	193.0	233.5	261.3	流動資產	203.1	224.3	353.3	509.7	685.8
財務收入淨額	0.6	0.6	0.6	0.9	1.4	貿易及其他應付款項	8.1	23.3	23.9	25.4	29.7
聯營和合營公司	0.0	(1.1)	(1.0)	(0.5)	0.0	其他	20.3	24.0	42.3	51.4	57.6
所得稅開支	(3.7)	(5.7)	(19.3)	(23.4)	(26.3)	流動負債	28.4	47.3	66.2	76.8	87.3
稅後利潤	41.2	71.6	173.3	210.5	236.4	非流動負債	0.5	0.5	1.1	1.4	1.6
非控股權益	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	股東權益	190.5	195.9	308.1	453.1	618.4
淨利潤	41.5	72.6	173.3	210.5	236.4	非控股權益	0.7	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.129	0.157	0.176	總權益	191.3	195.7	307.8	452.9	618.2
每股股息(美元)	0.027	0.023	0.100	0.147	0.163	每股面值(美元)	0.138	0.145	0.229	0.337	0.460

現金流量表						財務比率					
12月31日(百萬美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
稅前利潤	44.9	77.3	192.5	233.9	262.6	收入增長(%)	(1.0)	59.0	89.3	21.3	12.1
折舊及攤銷	1.9	2.8	3.4	3.5	3.7	毛利增長(%)	(3.6)	55.8	83.8	21.3	12.1
其他	7.1	3.4	3.7	3.6	3.5	經營溢利增長(%)	(37.6)	75.3	148.2	21.0	11.9
營運資金變動	4.7	(5.1)	(2.3)	1.7	2.5	淨利潤增長(%)	(37.5)	75.0	138.6	21.5	12.3
利息及稅項	(5.1)	(4.0)	(11.7)	(20.6)	(24.3)	毛利率(%)	69.4	68.0	66.0	66.0	66.0
經營活動現金流	53.6	74.4	185.6	222.1	248.0	經營利潤率(%)	21.9	24.1	31.7	31.6	31.5
資本開支	(18.5)	(4.9)	(3.7)	(3.5)	(3.5)	淨利率(%)	20.5	22.5	28.4	28.5	28.5
其他	64.2	(2.2)	(2.0)	0.0	0.0	資產收益率(%)	18.8	30.9	56.0	46.5	38.2
投資活動現金流	45.6	(7.1)	(5.7)	(3.5)	(3.5)	股東資金回報率(%)	22.0	37.6	68.8	55.3	44.1
集資及注資淨額	1.2	0.8	0.0	0.0	0.0	應收帳款周轉天數	27.4	26.1	24.0	25.0	25.0
股息	(37.7)	(37.7)	(57.6)	(68.5)	(74.6)	應付帳款周轉天數	35.8	32.9	30.0	30.0	30.0
其他	(3.4)	(31.6)	(6.2)	0.0	0.0	流動比率(倍)	7.1	4.7	5.3	6.6	7.9
融資活動現金流	(39.9)	(68.4)	(63.8)	(68.5)	(74.6)	淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
現金變動	59.3	(1.0)	116.1	150.1	169.9	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	
期初淨現金	127.1	185.5	184.1	300.2	450.3	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	(0.8)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	淨利息覆蓋比率(倍)	90.0	42.9	77.3	93.8	92.5
期末淨現金	185.5	184.1	300.2	450.3	620.2	派息比率(%)					

資料來源：公司資料，西證證券

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」)相信為可靠之來源，惟西證證券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，西證證券並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證國際證券股份有限公司(「西證國際」)及其附屬公司、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。西證國際及其附屬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。

西證國際或西證國際任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何第三方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。

未經西證國際事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證國際保留一切權利。