

《王國紀元》月流水回升 新遊戲接力前行

投資要點

- 2018 年上半年業績基本符合預期：**受惠於金牌遊戲《王國紀元》(LM)的穩健表現，2018 年上半年公司收入同比增長 42%至 3.9 億美元，因銷售及分銷費用及所得稅費用分別同比大增 60.2%及 72.2%抵消毛利率按年提升 2.2 個百分點的利好，股東應佔溢利按年上升 29%至 9,861 萬美元。
- LM 月流水環比回升：**2018 年上半年公司總流水達 4.2 億美元，同比增長 38.4%。其中 LM 月流水於 3 月接近 5,900 萬美元，創歷史新高，雖然 6、7 月份受世界盃影響分別下滑至 5,400 萬及 5,300 萬，但 8 月第一週流水已回升。我們認為 LM 月流水之後仍有上升空間，不過因其增長已漸顯疲態，年底前達到公司 6,000 萬流水目標或不能實現，舊遊戲總流水將略低於此前預期。
- 新遊戲蓄勢待發：**管理層表示公司有豐富的遊戲儲備，計劃下半年共推出 6 款新遊戲。其中 1) 策略遊戲《Madlands》已於 7 月底出爐；2) 將於 9 月底、10 月底及年底推出的重磅遊戲《Project Reborn》、《Project COG》及《Project GM》，前者為公司傳統優勢項目之戰爭策略遊戲，後兩者則為分別為 CC 續作及《Galaxy Online》系列手遊版作品，鑒於歷史上公司推出的三款旗艦遊戲 Galaxy Online 系列、CC 及 LM 均具有超長生命週期及流水強勁增長的特點，我們認為新款重磅遊戲質量及表現將超越 CC 水平且或有驚喜；3) 公司計劃 11 月及 12 月再推出兩款新遊戲——《Project LR》及《Project CL》。不過考慮到新遊戲從上線到變現存在時間差，且可能延遲推出，我們預期新遊戲於 2018 僅為公司帶來 3%之流水，但 2019 年及 2020 年將成為業績增長主要驅動力，分別帶來 39%及 60%之流水。
- 估值與評級：**因 LM 流水不及預期，加上預計新遊戲於 2019 年起才有貢獻，我們下調 2018 年收入 5.4%；同時鑒於公司表示 2018 年下半年將進行與上半年相當規模稅項撥備，全年有效稅率預計達 20%，我們下調公司 2018 年每股盈利 7.4%至 0.149 美元。另一方面，我們認為新遊戲 2019 年起成為公司業績催化劑，我們分別上調 2019 年收入及每股盈利 11.4%及 2.3%至 10.7 億美元及 0.201 美元。上半年因公司大量回購，分紅比率僅為 30.5% (2017 年：53.7%)，若 2019 年公司不進行回購，股息率預計將超 10%。現價相當於 8.5 倍 2018 年預測市盈率及 6.3 倍 2019 年預測市盈率，我們以 2019 年預測市盈率約 8.3 倍為目標 (較同業 (除騰訊外) 折讓 49.4%)，下調**目標價至 13.00 港元**，維持**增持**評級。
- 風險提示：**1) 新遊戲延遲推出，2) 新遊戲表現不及預期。

指標/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入(百萬美元)	322.1	607.3	791.7	1,065.4	1,314.2
增長率(%)	59.0	88.5	30.4	34.6	23.4
淨利潤(百萬美元)	72.6	156.0	197.1	263.7	332.0
增長率(%)	75.0	114.9	26.3	33.8	25.9
Consensus (百萬美元)			201.5	198.5	181.5
每股盈利(美元)	0.054	0.117	0.149	0.201	0.254
市盈率(倍)	23.8	10.9	8.5	6.3	5.0

資料來源：公司、西證證券經紀。

2018 年 8 月 9 日

武尚晉

scarlett.wu@swsc.hk
(852) 2238 9303

評級	增持 (維持)
目標價	13.00
現價	9.94
潛在升幅	30.8%

主要數據

52 周區間(元)	7.350/13.356
3 個月平均成交量(百萬)	7.89
流通股數(百萬)	1,308.66
市值(百萬元)	13,008.10
主要股東(%)	蔡宗建 (15.3%)
審計	KPMG
業績日期	2019-03

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 2017 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



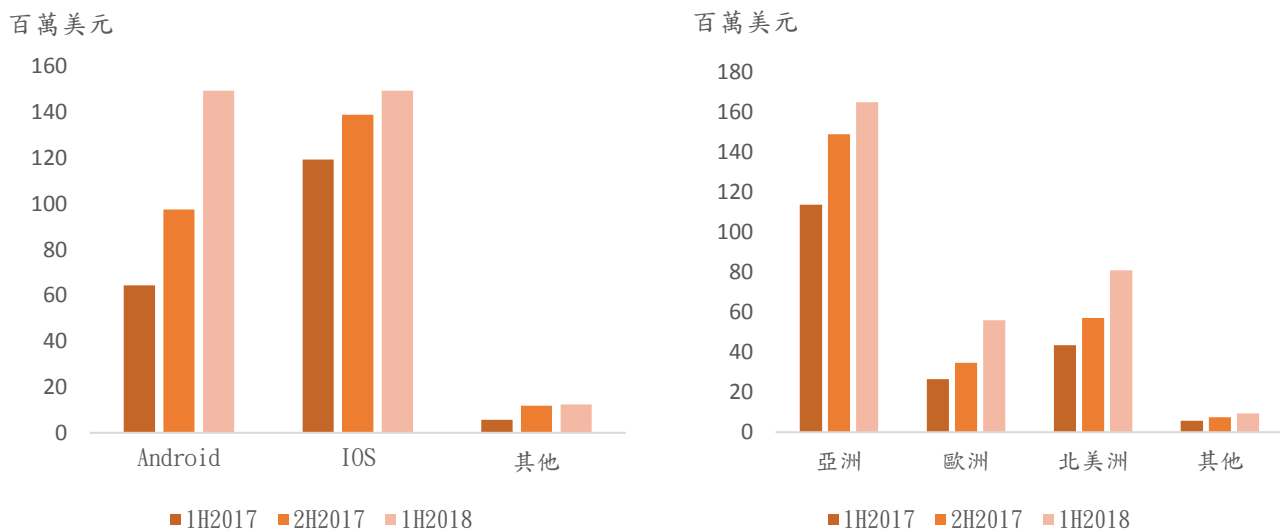
資料來源：彭博。

表 1：業績回顧

百萬美元	1H2017	1H2018	同比變動 (%/ppt)	
收入	273.5	388.5	42.0	王國紀元貢獻 3.1 億美元收入
毛利	186.1	273.1	46.7	渠道成本較低的中國 Android 市場佔比提升
經營利潤	91.2	124.1	36.1	銷售及分銷費用同比大增 60.2%
淨利潤	78.7	98.6	28.6	有效稅率同比上升 4.4 個百分點
毛利率 (%)	68.0	70.3	2.2	
經營利潤率 (%)	33.3	31.9	-1.4	
淨利潤率 (%)	28.0	25.4	-2.6	

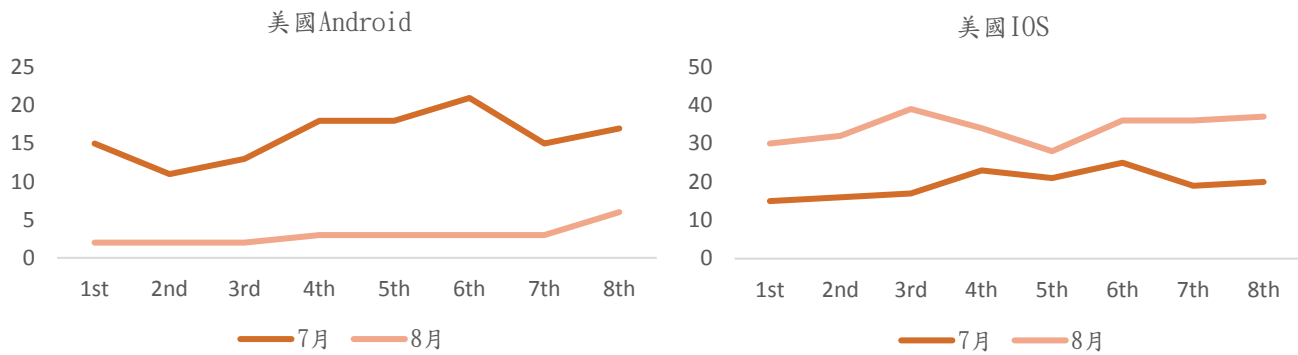
資料來源：公司、西證證券經紀。

圖 1：LM 歐美地區 Android 強勁增長



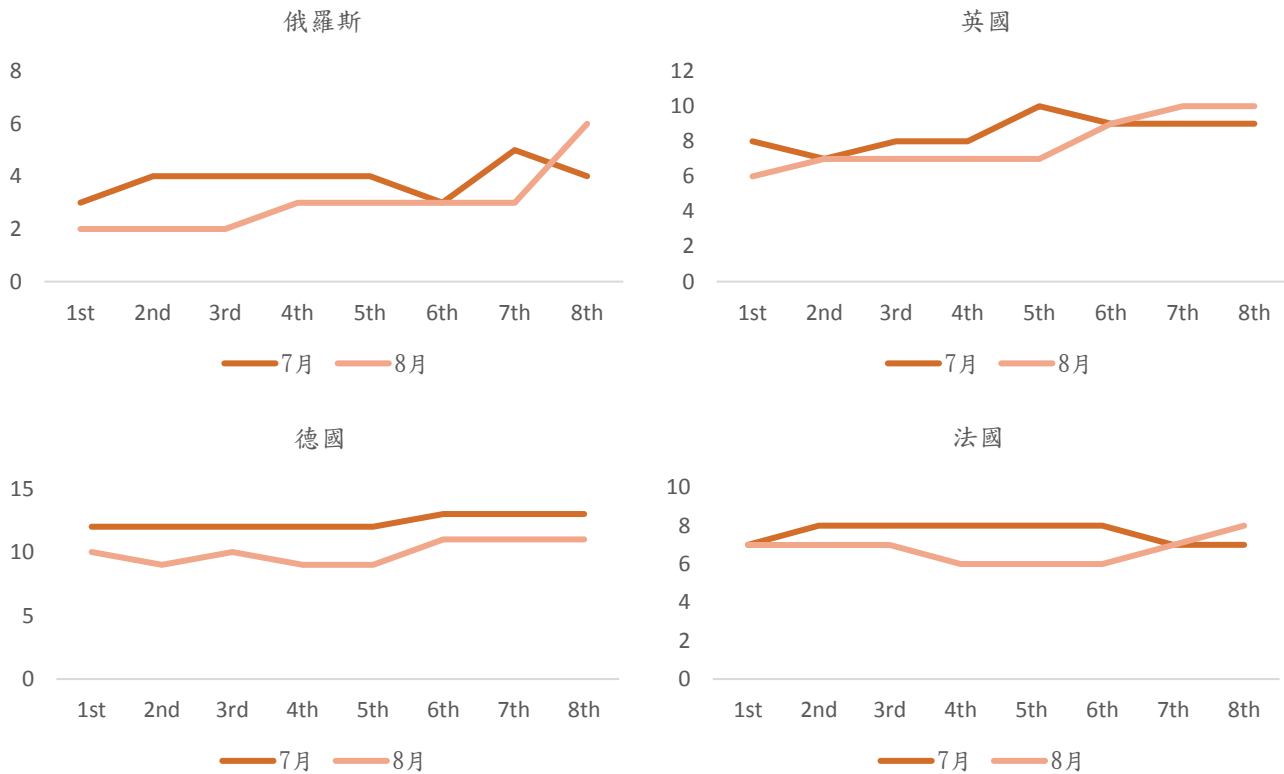
資料來源：公司。

圖 2：美國 LM 8 月首 8 日暢銷排名 Android 環比上升但 IOS 環比下跌



資料來源：App Annie。

圖 3：歐洲各國 LM Android 8 月首 8 日暢銷排名環比上升



資料來源：App Annie。

表 2：盈利預測

百萬美元	最新			此前			調整 (%/ppt)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	792	1,065	1,314	836	956	1,079	-5.4	11.4	21.8
毛利	554	735	907	571	653	736	-3.0	12.6	23.1
經營利潤	245	312	384	247	300	338	-0.7	4.0	13.6
淨利潤	197	264	332	215	263	294	-8.4	0.4	12.9
每股盈利 (美元)	0.149	0.201	0.254	0.161	0.197	0.221	-7.4	2.3	15.1
毛利率	70.0	69.0	69.0	68.3	68.3	68.3	1.7	0.7	0.7
經營利潤率	31.0	29.3	29.2	29.5	31.4	31.3	1.5	-2.1	-2.1
淨利潤率	24.9	24.7	25.3	25.7	27.5	27.3	-0.8	-2.7	-2.0

資料來源：西證證券經紀。

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 (%)
			FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E		
博雅互動	434 HK	1,367	4.6	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
雲遊控股	484 HK	1,105	12.8	n.a.	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
騰訊控股	700 HK	3,547,984	42.5	36.5	27.7	11.5	9.2	7.2	0.4	28.1
網龍	777 HK	8,105	n.a.	79.5	32.5	1.5	1.5	1.4	1.1	4.2
第七大道	797 HK	3,733	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
飛魚科技	1022 HK	847	n.a.	14.9	6.3	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
樂遊科技控股	1089 HK	9,551	133.0	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
遊菜互動	2022 HK	2,100	103.6	n.a.	n.a.	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
金山軟件	3888 HK	23,326	6.0	17.6	11.2	1.5	1.6	1.5	1.1	10.5
指尖躍動	6860 HK	4,900	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
聯眾	6899 HK	820	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	6.6
智傲控股	8282 HK	115	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
火岩控股	8345 HK	1,664	33.2	n.a.	n.a.	11.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
簡單平均			48.0	37.1	19.4	3.8	4.1	3.4	0.9	12.3
加權平均			42.5	36.4	27.6	11.4	9.2	7.1	0.4	27.9
加權平均 (不包括騰訊)			43.5	33.1	16.4	2.8	1.6	1.5	0.7	8.8

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	12月31日(百萬美元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
總收入	322.1	607.3	791.7	1,065.4	1,314.2	物業、廠房及設備	7.7	7.1	8.3	9.0	10.2
銷售成本	(103.2)	(192.7)	(237.5)	(330.3)	(407.4)	無形資產	0.4	1.4	0.9	0.6	0.3
毛利	218.9	414.6	554.2	735.1	906.8	其他	11.0	14.3	12.1	12.1	12.1
其他淨收入	(1.5)	3.3	3.8	3.4	2.8	非流動資產	19.1	22.8	21.4	21.8	22.6
銷售及分銷成本	(80.1)	(159.0)	(209.8)	(287.6)	(354.8)	貿易及其他應收款項	40.2	73.6	69.5	108.3	112.2
一般及行政開支	(23.6)	(33.4)	(42.0)	(56.5)	(69.7)	現金及現金等價物	184.1	221.9	312.1	436.8	545.9
研發開支	(36.0)	(46.7)	(60.9)	(81.9)	(101.1)	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
經營利潤	77.8	178.8	245.3	312.4	384.0	流動資產	224.3	295.6	381.8	545.5	658.5
財務收入淨額	0.6	1.0	1.0	1.5	2.1	貿易及其他應付款項	23.3	35.6	38.6	58.6	60.0
聯營和合營公司	(1.1)	(0.7)	0.0	0.0	0.0	其他	24.0	54.6	67.0	95.6	108.0
所得稅開支	(5.7)	(23.9)	(49.3)	(50.2)	(54.1)	流動負債	47.3	90.2	105.6	154.3	168.0
稅後利潤	71.6	155.1	197.1	263.7	332.0	非流動負債	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9
非控股權益	1.0	0.9	0.0	0.0	0.0	股東權益	195.9	229.2	298.5	413.6	513.6
淨利潤	72.6	156.0	197.1	263.7	332.0	非控股權益	(0.3)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
每股盈利(美元)	0.054	0.117	0.149	0.201	0.254	總權益	195.7	227.8	297.1	412.3	512.3
每股股息(美元)	0.023	0.063	0.074	0.161	0.203	每股賬面值(美元)	0.145	0.172	0.226	0.316	0.392
現金流量表						財務比率					
12月31日(百萬美元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
稅前利潤	77.3	179.0	246.4	313.9	386.1	收入增長(%)	59.0	88.5	30.4	34.6	23.4
折舊及攤銷	2.8	2.7	2.9	2.9	2.9	毛利增長(%)	55.8	89.4	33.7	32.6	23.4
其他	3.4	3.3	4.7	5.4	6.2	經營溢利增長(%)	75.3	129.9	37.2	27.3	22.9
營運資金變動	(5.1)	(8.0)	4.8	0.1	(0.1)	淨利潤增長(%)	75.0	114.9	26.3	33.8	25.9
利息及稅項	(4.0)	(4.9)	(43.2)	(40.4)	(44.0)	毛利率(%)	68.0	68.3	70.0	69.0	69.0
經營活動現金流	74.4	172.2	215.6	281.9	351.2	經營利潤率(%)	24.1	29.4	31.0	29.3	29.2
資本開支	(8.3)	(6.0)	(3.7)	(3.3)	(3.8)	淨利率(%)	22.5	25.7	24.9	24.7	25.3
其他	1.3	(0.1)	10.8	0.0	0.0	資產收益率(%)	30.9	55.2	54.6	54.3	53.2
投資活動現金流	(7.1)	(6.2)	7.1	(3.8)	(3.8)	股東資金回報率(%)	37.6	73.4	74.7	74.1	71.6
集資及注資淨額	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	應收帳款周轉天數	26.1	28.0	27.0	26.0	27.0
股息	(37.7)	(83.9)	(72.3)	(153.9)	(238.3)	應付帳款周轉天數	32.9	30.0	27.0	30.0	32.0
其他	(31.3)	(44.1)	(60.1)	0.0	0.0	流動比率(倍)	4.7	3.3	3.6	3.5	3.9
融資活動現金流	(68.4)	(128.6)	(132.4)	(153.9)	(238.3)	淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
現金變動	(1.0)	37.4	90.2	124.7	109.1	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	
期初淨現金	185.5	184.1	221.9	312.1	436.8	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	(0.4)	0.4	0.0	0.0	0.0	派息比率(%)	42.9	53.7	49.5	80.0	80.0
期末淨現金	184.1	221.9	312.1	436.8	545.9						

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。