

舊遊戲最後探戈 懷古傷今投石問路

投資要點

- 2019年核心業績符合預期：**期內舊遊戲《王國紀元》(LM)及《城堡爭霸》(CC)流水略差於預期，加上下半年新遊戲貢獻並沒有環比增加，2019年公司收入同比下降10.8%至6.7億美元，跌幅較預期為高。然而，受惠於心動公司(2400.HK)上市及股價上漲帶來之投資收益，加上推廣費用較預期為少，股東應佔溢利按年下跌12.9%至1.6億美元，優於我們預期。若不包括非經常性收益，核心股東應佔溢利約1.4億美元，同比倒退24.8%，但符合我們此前預期。
- 開放T5是一把雙面刃：**LM於2019年下半年之平均月流水較上半年減少約10%，但最需要擔心的是去年12月之活躍用戶數較6月大跌接近一半。公司剛於上月開放第五階兵種(T5)，相信將再次大大拉開重課及輕課玩家之戰力差距。然而，開放T5為雙面刃，好處是可以吸引重課玩家大量投入，但壞處是可能繼續流失玩家，從而使遊戲趣味性減少。
- 蜀中無大將，廖化作先鋒：**管理層表示經過篩選後今年會加大力度推廣《王者決斷》(MR)，尤其是該遊戲有望於第二季於中國上線。然而，MR已於外國上線超過一年，或難吸引中國玩家參戰，加上該遊戲平均月流水應該沒有超過300萬美元，更多中國玩家參與該遊戲可能僅能推高月流水約100-200萬美元。CC將推出大更新決定遊戲生死，但該遊戲之平均月流水已接近低於500萬美元，相信大更新如若成功僅能略為延續該遊戲之生命週期。其他準備推出之遊戲方面，《Project DB》遊戲玩法可能與《Brawl Stars》接近，而《Project MF》遊戲玩法則可能與《Puzzle & Dragons》相若。
- 估值與評級：**公司今年將繼續推出多款新遊戲，目標為精品多元化，希望多點播種的情況下有一兩隻爆款遊戲開花。雖然我們暫時對去年之新遊戲及今年預期上線之新遊戲不敢抱有太大期望，但公司在流水減少之情況下相信亦將減少推廣及研發開支。公司此前投資心動公司，繼去年錄得超過2,500萬美元投資回報後，今年可能繼續有相若金額之回報，將減輕公司利潤壓力。我們對公司2020-2021年之收入預期變動不大，但大幅上調2020-2021年每股盈利38.9%及64.6%至0.135及0.121美元，主要因推廣及研發費用或較此前預期為少，及預期公司持有之心動公司股份持續帶來之投資收益（特別是今年）。現價分別相當於5.5及6.2倍2020及2021年預測市盈率。我們以2021年預測市盈率約7.0倍為目標（較同業（除騰訊(700.HK)及金山軟件(3888.HK)外）折讓約35%，因預期收入倒退），目標價由6.80港元略為下調至6.60港元，維持中性評級。
- 風險提示：**舊遊戲流水衰退速度及新遊戲流水與預期有落差。

指標/年度	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入(百萬美元)	748.8	667.6	603.0	565.2	491.2
增長率(%)	23.3	(10.8)	(9.7)	(6.3)	(13.1)
淨利潤(百萬美元)	189.2	164.8	168.6	151.3	119.2
增長率(%)	21.2	(12.9)	2.3	(10.3)	(21.2)
Consensus (百萬美元)			n. a.	n. a.	n. a.
每股盈利(美元)	0.147	0.132	0.135	0.121	0.096
市盈率(倍)	5.1	5.7	5.5	6.2	7.8

資料來源：公司、西證證券經紀

2020年3月6日

郭日昇

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

評級 **中性(維持)**

目標價	6.60
現價	5.85
潛在升幅	12.8%

主要數據

52周區間(元)	4.71/12.80
3個月平均成交量(百萬)	10.5
流通股數(百萬)	1,247.4
市值(百萬元)	7,297.1
主要股東(%)	蔡宗建 (16.0%)
審計	KPMG
業績日期	2020-08

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12月，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



表 1：業績回顧

百萬美元	2018	2019	同比變動 (% / ppt)	
收入	748.9	667.6	-10.8	王國紀元收入按年減少 10.2%至 5.4 億美元
毛利	523.5	462.8	-11.6	
經營利潤	235.1	188.7	-19.7	研發費用同比大增 45.4%至 9,250 萬美元，但被投資公允收益（心動公司（2400.HK）股價上升）按年增加 1,902 萬美元部分抵銷
淨利潤	189.2	164.8	-12.9	有效稅率按年下降 6.7 個百分點
核心淨利潤	184.9	139.0	-24.8	若不包括投資公允價值變動、匯兌及出售收益或虧損，核心業績符合我們預期
毛利率 (%)	69.9	69.3	-0.6	
經營利潤率 (%)	31.4	28.3	-3.1	
淨利潤率 (%)	25.3	24.7	-0.6	
核心淨利潤率 (%)	24.7	20.8	-3.9	

資料來源：公司、西證證券經紀

表 2：王國紀元及城堡爭霸流水明顯下降；其他遊戲貢獻不多

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
平均月流水 - 2019	49	~7	~5
月流水 - 2019 年 12 月	~45	~5	~4.5

資料來源：公司、西證證券經紀

表 3：王國紀元於中國及美國 iTunes 遊戲之月流水自去年 7 月起持續下降但自今年 2 月略有回升

	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
2019 年 8 月	40-45	15-20	45-50
2019 年 9 月	45-50	15-20	40-45
2019 年 10 月	50-55	15-20	45-50
2019 年 11 月	45-50	20-25	45-50
2019 年 12 月	35-40	20-25	55-60
2020 年 1 月	40-45	26-30	55-60
2020 年 2 月	40-45	10-15	50-55

資料來源：App Annie、西證證券經紀

表 4：盈利預測

百萬美元	最新			此前		調整 (%/ppt)	
	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2020F	2021F
收入	603	565	491	636	537	-5.1	5.2
毛利	416	390	339	442	373	-5.8	4.5
經營利潤	197	175	136	146	111	34.5	58.1
淨利潤	169	151	119	124	94	36.0	61.1
每股盈利 (美元)	0.135	0.121	0.096	0.097	0.074	38.9	64.6
毛利率 (%)	69.0	69.0	69.0	69.5	69.5	-0.5	-0.5
經營利潤率 (%)	32.7	30.9	27.7	23.0	20.6	9.6	10.3
淨利潤率 (%)	28.0	26.8	24.3	19.5	17.5	8.5	9.3

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 (%)	股本回報率 (%)
			FY19F	FY20F	FY21F	FY19F	FY20F	FY21F		
中手游	302 HK	8,202	11.4	9.2	8.8	2.1	1.8	1.6	3.2	21.0
博雅互動	434 HK	642	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
雲遊控股	484 HK	508	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
騰訊控股	700 HK	3,880,403	36.8	29.8	24.6	8.2	6.6	5.3	0.3	23.3
網龍	777 HK	12,822	13.3	11.1	9.7	2.0	1.8	1.5	1.4	15.1
第七大道	797 HK	7,308	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
飛魚科技	1022 HK	291	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
樂遊科技控股	1089 HK	8,505	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
創夢天地	1119 HK	6,095	10.9	7.9	6.5	1.7	1.4	n. a.	n. a.	18.4
火岩控股	1909 HK	1,504	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
遊萊互動	2022 HK	200	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
百奧家庭	2100 HK	3,349	17.0	5.7	5.5	1.9	1.6	1.4	8.3	27.2
心動公司	2400 HK	10,700	20.6	15.0	11.9	4.2	3.3	2.6	1.8	24.7
禪遊科技	2660 HK	940	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
家鄉互動	3798 HK	4,296	12.8	9.9	7.3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	45.3
金山軟件	3888 HK	37,544	n. a.	90.9	48.2	2.6	2.5	2.5	0.1	3.9
Friendtimes	6820 HK	5,798	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
指尖躍動	6860 HK	1,217	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
聯眾	6899 HK	539	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
藍港互動	8267 HK	214	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
智傲控股	8282 HK	58	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
簡單平均			17.5	22.4	15.3	3.3	2.7	2.5	2.5	22.4
加權平均			36.6	30.1	24.7	8.1	6.5	5.3	0.3	23.1
加權平均 (不包括騰訊及金山軟件)			14.6	10.7	9.1	2.6	2.1	1.8	1.7	22.3

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)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	12月31日(百萬美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
總收入	748.8	667.6	603.0	565.2	491.2	物業、廠房及設備	8.8	43.3	39.8	36.4	32.5
銷售成本	(225.2)	(204.9)	(186.9)	(175.2)	(152.3)	無形資產	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
毛利	523.5	462.8	416.0	390.0	338.9	其他	52.2	78.5	99.4	106.9	115.0
其他淨收入	6.4	28.7	28.2	10.9	10.9	非流動資產	61.5	122.4	140.0	144.1	148.3
銷售及分銷成本	(186.6)	(164.9)	(120.6)	(113.0)	(98.2)	貿易及其他應收款項	50.1	46.2	42.0	39.1	36.4
一般及行政開支	(44.7)	(45.5)	(45.2)	(45.2)	(46.7)	現金及現金等價物	287.5	307.1	374.7	412.8	430.6
研發開支	(63.6)	(92.5)	(81.4)	(67.8)	(68.8)	其他	0.3	0.8	5.4	5.4	5.4
經營利潤	235.1	188.7	197.0	174.8	136.1	流動資產	337.9	354.1	422.1	457.2	472.4
財務收入淨額	2.6	2.8	3.1	3.7	4.1	貿易及其他應付款項	41.4	33.2	32.0	30.7	29.6
聯營和合營公司	(1.3)	(1.5)	(1.5)	(0.5)	0.0	其他	76.3	60.6	64.2	57.5	43.9
所得稅開支	(47.1)	(25.2)	(30.0)	(26.8)	(21.0)	流動負債	117.7	93.8	96.2	88.2	73.5
稅後利潤	189.3	164.8	168.6	151.3	119.2	非流動負債	0.4	8.1	3.7	0.5	0.4
非控股權益	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0	股東權益	282.6	374.6	462.2	512.7	546.8
淨利潤	189.2	164.8	168.6	151.3	119.2	非控股權益	(1.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股盈利 (美元)	0.147	0.132	0.135	0.121	0.096	總權益	281.4	374.6	462.2	512.7	546.8
每股股息 (港元)	0.344	0.306	0.633	0.569	0.449	每股賬面值 (美元)	0.221	0.300	0.371	0.412	0.440

現金流量表						財務比率					
12月31日(百萬美元)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
稅前利潤	236.4	190.0	198.6	178.1	140.3	收入增長 (%)	23.3	(10.8)	(9.7)	(6.3)	(13.1)
折舊及攤銷	3.7	7.3	8.4	8.5	8.9	毛利增長 (%)	26.3	(11.6)	(10.1)	(6.3)	(13.1)
其他	(1.7)	(20.2)	(19.2)	(2.2)	(2.0)	經營溢利增長 (%)	31.5	(19.7)	4.4	(11.3)	(22.1)
營運資金變動	19.8	(19.8)	6.1	(1.5)	(2.8)	淨利潤增長 (%)	21.2	(12.9)	2.3	(10.3)	(21.2)
利息及稅項	(18.9)	(30.3)	(29.2)	(30.2)	(27.3)	毛利率 (%)	69.9	69.3	69.0	69.0	69.0
經營活動現金流	239.2	126.9	164.7	152.6	117.1	經營利潤率 (%)	31.4	28.3	32.7	30.9	27.7
資本開支	(39.7)	(7.3)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	淨利率 (%)	25.3	24.7	28.0	26.8	24.3
其他	(1.3)	(21.8)	(1.9)	0.0	0.0	資產收益率 (%)	52.7	37.6	32.5	26.0	19.5
投資活動現金流	(41.0)	(29.2)	(6.9)	(5.1)	(5.1)	股東資金回報率 (%)	73.9	50.1	40.3	31.0	22.5
集資及注資淨額	0.8	0.3	0.0	0.0	0.0	應收資金周轉天數	24.7	20.4	19.3	18.4	19.1
股息	(52.1)	(47.4)	(75.5)	(95.9)	(81.1)	應付帳款周轉天數	31.1	33.3	30.2	29.7	30.7
其他	(80.2)	(31.0)	(14.6)	(13.6)	(13.2)	流動比率 (倍)	2.9	3.8	4.4	5.2	6.4
融資活動現金流	(131.6)	(78.1)	(90.1)	(109.5)	(94.3)	淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
現金變動	66.6	19.7	67.6	38.1	17.8	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	
期初淨現金	221.9	287.5	307.1	374.7	412.8	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	(1.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	派息比率 (%)	30.0	30.3	60.0	60.0	60.0
期末淨現金	287.5	307.1	374.7	412.8	430.6						

資料來源：公司、西證證券經紀

評級定義

公司

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

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

財務權益及商務關係披露

- (1) 分析員或其有聯繫者並未擔任本研究報告所評論的發行人的高級人員；
- (2) 分析員或其有聯繫者並未持有本研究報告所評論的發行人的任何財務權益；
- (3) 西證證券經紀或其集團公司並未持有本研究報告所評論的發行人的市場資本值 1%或以上的財務權益；
- (4) 西證證券經紀或其集團公司在現在或過去 12 個月內沒有與本研究報告所評論的發行人存在投資銀行業務的關係；
- (5) 西證證券經紀或其集團公司沒有為本研究報告所評論的發行人進行莊家活動；
- (6) 受僱於西證證券經紀或其集團公司或與其有聯繫的個人沒有擔任本研究報告所評論的發行人的高級人員。

免責聲明

本研究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。本研究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。

雖然本研究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。本研究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。本研究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研究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研究報告中論述的公司（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。因此投資者應留意研究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研究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、發行或使用本研究報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本研究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、發表此研究報告，西證證券經紀保留一切權利。

© 2020 西證（香港）證券經紀有限公司版權所有，不得翻印

香港銅鑼灣希慎道 33 號利園一期 40 樓

電話：(852) 28028838 傳真：(852) 25879115 網頁：www.swsc.hk