

# 領先全球手遊市場 《王國紀元》為主要增長引擎

## 投資要點

- 《王國紀元》為主要的增長引擎：**《王國紀元》(Lords Mobile, LM)為一款戰爭策略類遊戲，公司首次採用全球同服的方式，透過多元化的對戰玩法、強化玩家之間的聯繫、借助不同國家之間的政治背景和玩家宣洩民族情感的心理，刺激玩家的消費意欲，提升遊戲的可玩性和持續性，為遊戲帶來更高的付費水平和留存率。目前，LM的增長速度已超越《城堡爭霸》(Castle Clash, CC)。根據公司，LM於2016年11月的月活躍用戶數約為500萬，付費率達到約4.4%，月流水約為2,300萬美元。我們預計LM於2016年收入將達1.3億美元。基於LM的付費水平和留存率較高，同時，公司計劃將於2017年在內地的Android平台發佈LM，預期月活躍付費用戶數目及平均每用戶收入(ARPU)將上升。我們預計LM於2017年收入將按年增長1.4倍至約3.1億美元，貢獻約60.7%的總收入，2016-2018年收入的複合年均增長率將約為66.5%。
- 《城堡爭霸》及《領主之戰 II》仍將持續貢獻收入：**CC及《領主之戰 II》(Clash of Lords II, COL2)上線三年仍持續為公司貢獻穩定的收入，於2016年11月的月流水分別維持於1,100萬美元及250萬美元水平，預計2016年收入將分別增長12.5%及3.5%。不過，隨著移動遊戲生命週期的自然發展，我們預期CC及COL2的留存率及ARPU增長將逐漸下降，2017年收入將分別下跌4.6%及8.0%，但仍將貢獻約25.6%及6.5%總收入。
- 新遊戲將陸續推出，銷售渠道增強，潛在增長空間龐大：**公司目前計劃於2017-2018年推出約十多款新移動遊戲，當中以策略類遊戲為主。我們認為憑藉IGG過往經營策略類遊戲的成功經驗，新遊戲將可為2017-2018年的收入提供增長動力。同時，公司亦將繼續加強在亞太區如內地、日本及越南等國家和中東地區的發展，增強移動遊戲銷售渠道，潛在增長空間龐大。
- 估值與評級：**我們預期IGG收入於2015-2018年的複合年均增長將約為40.3%；2015-2018年股東應佔淨利潤的複合年均增長將約為45.3%，預計公司2016、2017及2018年預測每股盈利分別為0.052美元、0.085美元及0.094美元。現價相當於8.3倍2017年預測市盈率，我們按PEG目標約1倍計算，以2017年預測市盈率11.5倍為目標(相較同業加權平均折讓約57.4%)，給予**目標價7.50港元**，首予**增持**評級。此外，鑒於IGG過去三個月股價上升幅度較大，並且符合港股通市值要求，我們預期IGG將於下次港股通檢討時被納入為合資格股票。
- 風險提示：**1)移動遊戲市場增長不及預期；及2)公司新遊戲增長不及預期。

指標/年度	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入(千美元)	204,612	202,546	329,262	508,253	559,633
增長率(%)	132.6	(1.0)	62.6	54.4	10.1
淨利潤(千美元)	66,373	41,492	70,490	114,735	127,375
增長率(%)	855.3	(37.5)	69.9	62.8	11.0
Consensus(千美元)			63,056	90,000	95,188
每股盈利(美元)	0.049	0.030	0.052	0.085	0.094
市盈率(倍)	14.5	23.6	13.7	8.3	7.5

資料來源：公司資料，西證證券

2016年12月13日

秦婷

jennifer.chun@swsc.hk  
(852) 2238 9303

**評級** 增持 (首次覆蓋)

目標價	7.50
現價	5.50
潛在升幅	36.4%

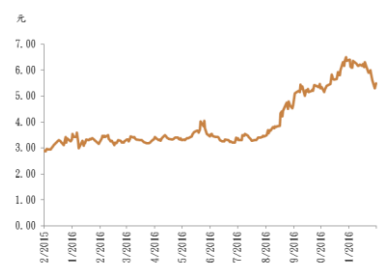
## 主要數據

52周區間(元)	2.798/6.660
3個月平均成交量(百萬)	12.45
流通股數(百萬)	1,353.00
市值(百萬美元)	7,441.52
主要股東(%)	蔡宗建 (14.79%)
審計	E&Y
業績日期	2017-03

## 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

## 專注全球的移動遊戲開發及運營商

IGG 為一家專注全球的移動遊戲開發商及營運商，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。公司自 2011 年起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 年上半年，移動遊戲收入佔比達 97.3%。《城堡爭霸》(Castle Clash, CC)、《領主之戰》(Clash of Lords, COL) 系列及《王國紀元》(Lords Mobile, LM) 為公司的主力遊戲，2016 年上半年該等遊戲的收入佔比分別為 56%、16%及 14%。

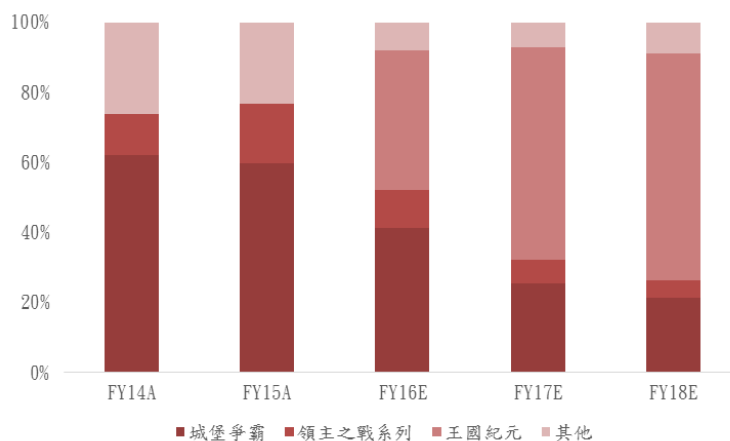
根據 App Annie，按 iOS 及 Google Play 綜合銷售收入計，2015 年全球應用發行商 52 強榜單中，九家上榜的內地、香港及台灣企業均為移動遊戲發行商，當中，IGG 排名第四。

表 1：2015 年 App Annie 全球應用發行商 52 強榜單（內地、香港及台灣企業）

排名	全球排名	公司名稱
1	6	騰訊 (700.HK)
2	9	網易 (NTES.US)
3	16	智明星通
4	34	IGG (799.HK)
5	42	樂元素
6	44	崑崙在線
7	48	多益網路
8	50	龍圖遊戲
9	51	KINGNET 網路科技

資料來源：App Annie，西證證券

圖 1：公司收入結構（按遊戲）



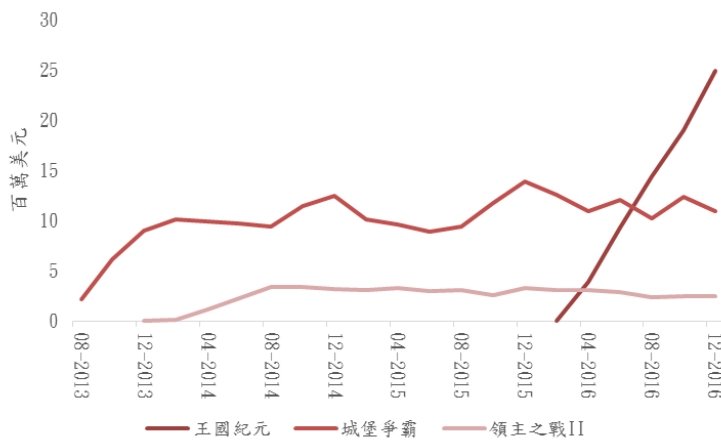
資料來源：公司資料，西證證券

表 2：主力遊戲營運數據（截至 2016 年 6 月 30 日）

	城堡爭霸 (Castle Clash)	領主之戰 II (Clash of Lords II)	王國紀元 (Lords Mobile)	卡卡英雄 (Deck Heroes)
				
上線時間	2013 年 7 月	2013 年 12 月	2016 年 3 月	2014 年 7 月
語言版本數量	15	12	16	10
註冊用戶數（萬）	15,500	5,040	1,000	1,150
月活躍用戶數（萬）	1,060	250	250	46
月流水（萬美元）	1,200	300	850	300

資料來源：公司資料

圖 2：主力遊戲過往月流水及預測



資料來源：公司資料，西證證券

### 《城堡爭霸》及《領主之戰 II》 — 玩家忠誠度高，上線三年收入仍然穩定

公司於 2013 年 7 月推出手機遊戲 CC 及 COL 系列，透過持續定期推出新遊戲特性及提供優質的客戶服務，兩款遊戲的玩家忠誠度均較高，同時，亦不斷有新玩家加入，為遊戲收入提供穩定的收入。

截至 2016 年 11 月，CC 及《領主之戰 II》(Clash of Lords II, COL2)的月活躍用戶數(MAU)分別約為 1,050 萬及 250 萬水平，月流水亦分別維持於 1,100 萬美元及 250 萬美元水平。根據 App Annie，按 2016 年 11 月 30 日在 Google Play 產生的每日收益計，CC 名列 10 個國家及地區的前五位以及名列 30 個國家及地區的前十位。不過，隨著移動遊戲生命週期的自然發展，我們預期 CC 及 COL2 的留存率及每用戶平均收入(ARPU)增長將逐漸下降，2017 年收入將分別下跌 4.6%及 8.0%，但仍將貢獻約 25.6%及 6.5%總收入。

圖 3：CC (左) 及 COL2 (右)

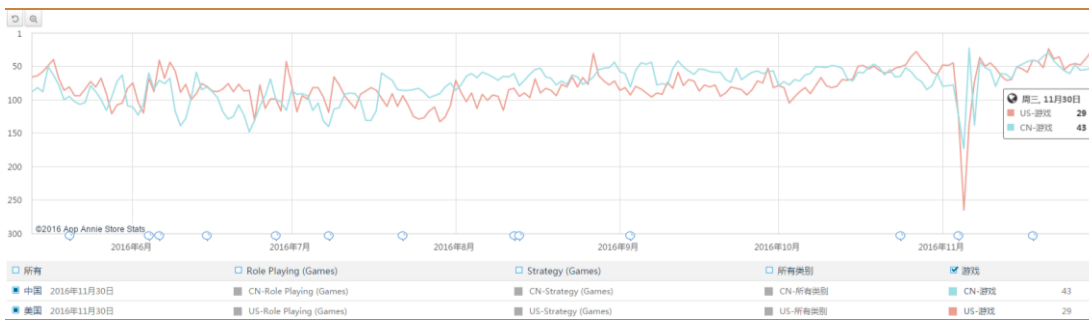


資料來源：公司資料

《王國紀元》— 更長的生命週期，更高的 APRU，為增長注入新動力

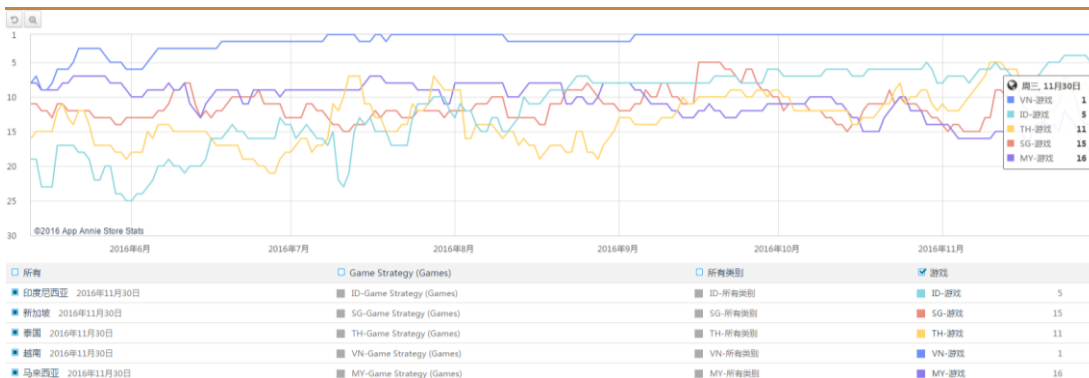
2016 年 3 月，公司推出新移動遊戲 LM，為一款融合 RPG 和模擬情景的戰爭策略類遊戲。根據 App Annie，截止 2016 年 11 月底，LM 在內地及美國的遊戲暢銷排名均呈現上升的趨勢。此外，在新加坡、印尼、泰國、越南及馬來西亞等東南亞國家收入均名列前茅，在韓國、日本及台灣等地區也有不俗表現，上線至今合共在 50 個國家及地區錄得最高暢銷排名前十位。

圖 4：LM 在內地及美國的遊戲暢銷排名 (按 iOS-iPhone 收入)



資料來源：App Annie

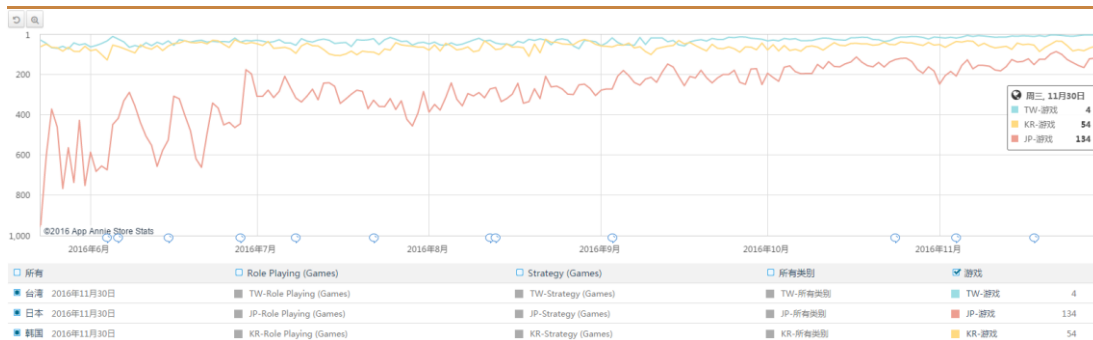
圖 5：LM 在東南亞地區的收入名列前茅 (按在 Google Play 產生的收入)



資料來源：App Annie



圖 6：LM 在台灣、韓國及日本的暢銷排名逐步上升（按 iOS-iPhone 收入）



資料來源：App Annie，西證證券

**融合對戰及休閒模式，遊戲可玩性高。**LM 採用全球同服的方式，玩家可以在遊戲中體現較真實的城堡發展過程及國家之間戰爭策略，如訓練軍隊、種植採集資源、增援盟友、行軍和製造虛假情報擾亂敵軍等，玩家不論來自中國、日本、越南、美國或法國等都能隨時方便地互相溝通。同時，LM 融合了玩家對戰模式和單人副本休閒模式，不僅中高階的玩家可以從對戰中獲得戰勝的成功感和優越感，低階玩家亦可從單人副本中找到樂趣，遊戲的可玩性高。

**不同國家玩家的仇恨宣洩和聯盟間的凝聚力，造就長期高付費用戶。**IGG 首席營運官許元曾表示「遊戲外的歷史、政治等因素強化了玩家之間的友誼與矛盾，提升了遊戲的豐富度，因而也帶來了更多的遊戲時長與更高的付費水平，這是它的成長速度能超過 CC 很重要的一個原因。」例如，不同地區的玩家會在外交留言板上向其他地區的玩家挑釁，相同國家的玩家會組成友盟，在對戰時會優先選擇其他國家的玩家進行攻擊等等，不管是為了壯大自己的聯盟或是宣洩民族仇恨，都增加了付費提升戰力擊倒對手的意欲，造就高付費用戶。同時，聯盟一般會在社交應用媒體如微信建立群組交流，在現實生活中的互動增強了玩家黏性，為遊戲帶來更高的留存率。

圖 7：LM 玩法多元化

模擬城堡建設



單人副本模式



玩家對戰模式



俘虜敵人領主



資料來源：LM，西證證券

我們預期 LM 將成為 IGG 移動遊戲收入的主要增長引擎，預計 LM 於 2017 年的收入將同比增長約 1.4 倍至約 3.1 億美元，貢獻約 60.7% 的總收入，2016-2018 年收入的複合年均增長率將約為 66.5%。

### 增強銷售渠道，分享全球移動遊戲市場增長

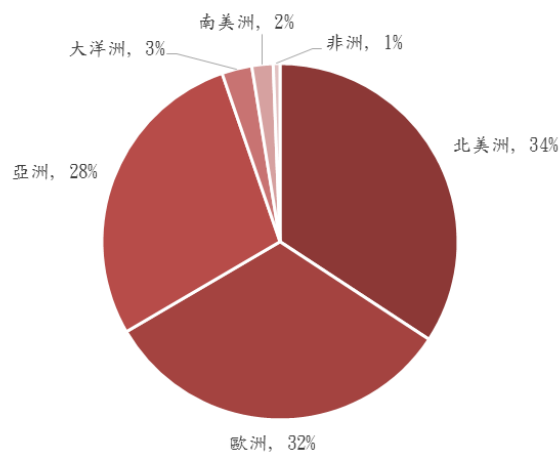
IGG 為少數發展海外市場並取得成功的中國遊戲公司，除了大中華地區及美國兩大成熟市場之外，公司的遊戲還打進了日本、韓國、東歐國家如俄羅斯，以及新興市場如東南亞、中東及北非等合共 200 多個國家和地區。根據 App Annie，按 2016 年首 5 個月來自 iOS 及 Google Play 的綜合收入及下載量計算，IGG 位列熱門中國發行商海外遊戲表現排行榜的第二名及第五名。

表 3：2016 年首 5 個月熱門中國遊戲發行商（按海外遊戲表現排名）

2016 年首 5 個月收入排行		2016 年首 5 個月下載量排行	
排名	公司名稱	排名	公司名稱
1	智明星通	1	塗鴉移動
2	IGG	2	獵豹移動
3	樂元素	3	Fun Games For Free
4	Tap4Fun	4	Libii
5	龍創悅動	5	IGG
6	龍騰中東	6	BabyBus
7	崑崙遊戲	7	智明星通
8	FunPlus	8	Zentertain
9	遊戲網絡	9	FT Games
10	EFUN	10	LPRA Studio

資料來源：App Annie，西證證券

圖 8：公司 2016 年上半年收入結構（按玩家 IP 所在地區計算）



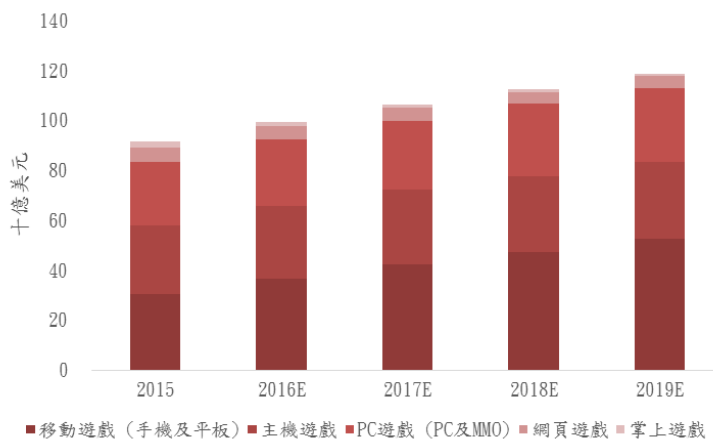
資料來源：公司資料

未來，公司仍將致力加強發展在亞太區如內地、日本及越南等國家和中東地區的發展，增強移動遊戲銷售渠道，我們預期潛在增長空間龐大。

## 鬥智角力 用策略把握移動遊戲商機

隨著智能手機逐漸普及和 3G/4G 滲透率增加，移動遊戲用戶數目不斷上升，全球移動遊戲市場近年錄得持續增長。根據 Newzoo，2015 年全球遊戲市場規模達到 920 億美元，其中移動遊戲市場約佔 33%，按年增長 24 %至 304 億美元。Newzoo 估計 2019 年移動遊戲佔比將會逐步增加至 44%，2015-2019 年複合年均增長率約為 15%。

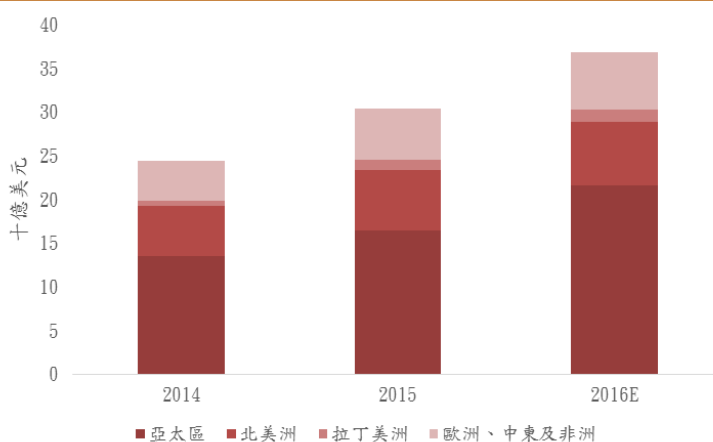
圖 9：全球遊戲市場總規模



資料來源：Newzoo，西證證券

Newzoo 預期未來亞太區將成為全球移動遊戲市場的主要增長動力，預計 2016 年亞太區移動遊戲收入將按年增長約 30%，較 2015 年加快約 9 個百分點，其中，Newzoo 預期內地移動遊戲市場收入增速最快，將按年增長約 41%至 100 億美元，基於預期內地、日本及韓國等成熟市場移動遊戲 ARPU 將持續上升，且增速高於美國及英國等國家，以及隨著東南亞新興地區在智能手機和網絡市場上的發展及人均收入逐漸提高，將刺激該等地區的移動遊戲用戶數量和 ARPU 增加。

圖 10：預期亞太區將成為全球移動遊戲市場的主要增長動力

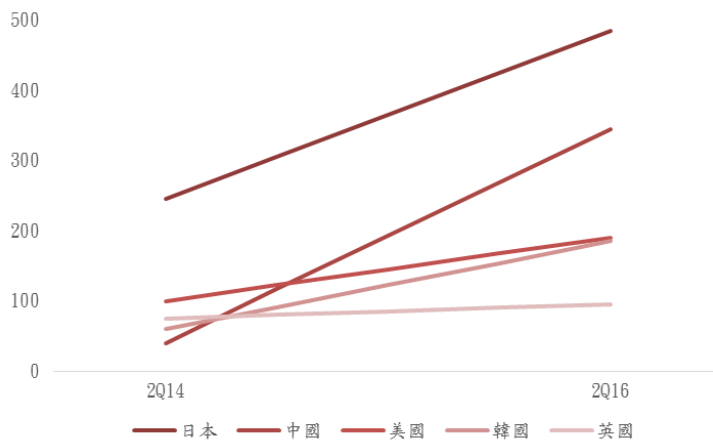


資料來源：Newzoo，Outsoft，西證證券

### RPG 及策略類遊戲的遊戲數量及 ARPU 呈上升趨勢

根據 App Annie 的統計，移動遊戲的 ARPU 於過去兩年大幅上升，我們相信主要是由於 ARPU 較高的角色扮演遊戲(RPG)、多人在線角色扮演遊戲(MMORPG)和策略類遊戲在移動應用中越來越受歡迎。智能電話性能和網絡速度的提升，為這些類別的遊戲提供了除電腦(PC)及家用遊戲機以外的發展商機，如內地領先的遊戲開發及發行商網易(NTES.US)把旗下 PC 網絡遊戲《夢幻西遊》和《大話西遊》改編為移動遊戲並取得成功。根據 Talking Data，2016 年上半年 RPG 和策略類遊戲的數量按年分別增長約 92%及 60%，而 2016 年第二季，策略類遊戲的 MAU 佔所有遊戲 MAU 的比例同比亦錄得增長。

圖 11：移動遊戲收入前 30 強的 ARPU 指數（按 iOS-iPhone 收入）



資料來源：App Annie，西證證券

RPG 及策略類遊戲包含了各種不同的元素，包括人物升級、故事發展、玩家與預設角色(NPC)及其他玩家之間的競爭和互動等，令玩家投放大量時間及金錢經營，享受在遊戲裡達成某種目標或擊敗對手所獲得的成功感，為遊戲帶來高 ARPU 值和龐大的收入。

根據 App Annie 統計，按 2016 年第二季的移動遊戲 ARPU 計算，中國內地 ARPU 排名前五的遊戲中有 4 款均為 MMORPG，包括《夢幻西遊》和《大話西遊》以及騰訊(700.HK)的《熱血傳奇》。而在美國則是策略類遊戲的平均 ARPU 較高，如《戰爭遊戲：火力時代》(Game of War - Fire Age)。同時，按 iOS 及 Google Play 合併整體收入計算，可以看到 RPG、MMORPG 及策略類遊戲在全球十大移動遊戲暢銷排行榜中的佔比逐年攀升，目前已近乎完全佔據。我們預期 RPG 及策略類遊戲的數量及 ARPU 將持續上升，並帶動整體移動遊戲市場增長。



圖 12：全球十大移動遊戲暢銷排行（按 iOS 及 Google Play 合併收入）

2014 年 10 月		2015 年 10 月		2016 年 10 月	
1	Clash of Clans	1	Monster Strike (モンスターストライク)	1	Monster Strike (モンスターストライク)
2	Puzzle & Dragons (パズル&ドラゴンズ)	2	Clash of Clans	2	Clash of Clans
3	Candy Crush Saga	3	Game of War - Fire Age	3	Pokémon GO
4	Monster Strike (モンスターストライク)	4	Puzzle & Dragons (パズル&ドラゴンズ)	4	Clash Royale
5	Game of War - Fire Age	5	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)	5	Mobile Strike
6	Hay Day	6	Candy Crush Saga	6	Onmyoji (阴阳师)
7	Disney Tsum Tsum (ディズニー ツムツム)	7	The White Cat Project (白猫プロジェクト)	7	Game of War - Fire Age
8	Farm Heroes Saga	8	Clash of Kings	8	Fantasy Westward Journey (梦幻西游)
9	Summoners War (서머너즈 워)	9	Candy Crush Soda Saga	9	Fate/Grand Order
10	Boom Beach	10	Westward Journey Online (大话西游)	10	Hero Moba (王者荣耀)

資料來源：App Annie

### 移動遊戲的生命週期

參照市場上熱門的移動遊戲 - 《Clash of Clans》(COC·部落衝突)、《Puzzle & Dragon》(P&D·龍族拼圖)及《Candy Crush》的收入及 MAU，可以看到熱門移動遊戲的生命週期大致分為以下時期：初始期、高速增長期、穩定期及衰退期。

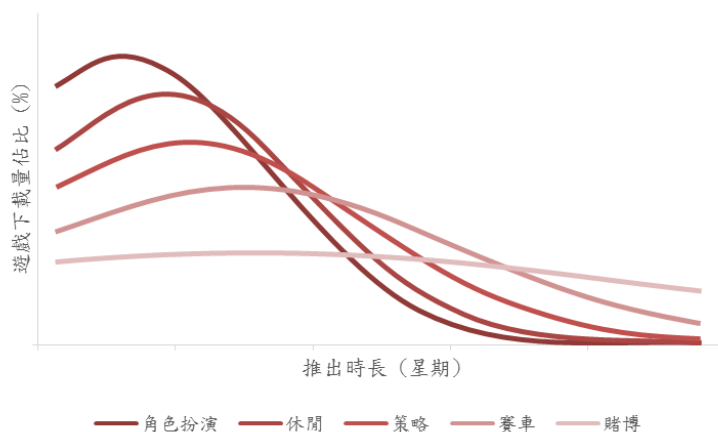
**初始期：**移動遊戲依靠口耳相傳或廣告宣傳而逐漸為人所知，時間約為半年至一年。

**高速增長期：**當移動遊戲已獲得一定程度的用戶及收入，遊戲發行商開始加大廣告宣傳，帶動用戶數量及收入大幅增長。根據 App Annie，iOS 及 Google Play 的移動遊戲收入達到峰值所需的時間平均中位數約為九個月至十一個月。隨著現時媒體及玩家對移動遊戲的關注度提升，遊戲開發商推出越來越積極的用戶獲取活動，移動遊戲達到峰值所需的平均時間趨向縮短。

**穩定期：**在移動遊戲推出一至兩年後，較少新用戶加入，憑藉舊有用戶的黏性，遊戲開始進入用戶數量及收入的穩定期，時間長短則取決於移動遊戲的吸引程度、可玩性及用戶的黏性等。

**衰退期：**市面上移動遊戲推陳出新，遊戲給予用戶的新鮮感及趣味性逐漸減退，用戶慢慢流失並轉移到新遊戲，收入開始倒退。

圖 13：不同移動遊戲類型的生命週期



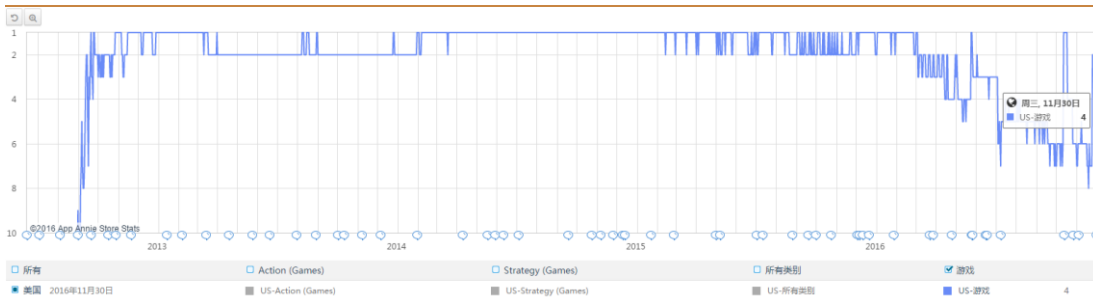
資料來源：App Annie，西證證券

請務必閱讀正文後的免責聲明部分

### 策略類遊戲生命週期較長 提供長期穩定及龐大的收入

以 COC 為例，憑藉鋪天蓋地的廣告，COC 於上線三個月便在美國 iOS 及 Google Play 的收入排行榜中名列第一位。在內地推出一年後進入暢銷排行榜中的前十。截至 2016 年 11 月底，按在美國 iOS 的收入，COC 仍在 75 個國家中排名前五。從 COC 在美國 iOS 的收入排行趨勢中看到，COC 的穩定期長達三年。我們認為遊戲受歡迎的原因在於其玩法多樣化，COC 融合不同的元素包括如角色扮演、模擬建設、訓練升級兵種、考驗智力設定防守及進攻的策略，及單人或多人對戰等，大大提高遊戲的趣味性及玩家投放在遊戲的時長、留存率和付費率，而且操作簡單，棄用一般策略類遊戲暗黑、像真或科幻的風格，採用較為明亮可愛的畫風，使遊戲的受眾更為廣泛，生命週期亦相對較長。

圖 14：COC 在美國的遊戲暢銷排名（按 iOS-iPhone 收入）



資料來源：App Annie

### RPG 較快成熟易成爆款 唯生命週期較短

近年，RPG 在內地備受用戶及媒體的關注，而且部份遊戲商會在遊戲推出初期大量投放廣告，因此，初始期和快速增長期所需時間甚短。不過，內地此類遊戲多數鼓勵用戶於開局時重度付費，並持續推出密集式付費活動，雖然 ARPU 較高，但用戶亦相對容易感到疲倦。隨著市場上吸引用戶的 RPG 數量增加，每款遊戲受到關注的時間亦越來越少，導致生命週期較短。參照內地兩款 RPG — 完美世界的《暗黑黎明》及多益的《神武 2》，均在上線後短期內衝上暢銷排行榜的前二十位及前五位。不過，穩定期僅約半年至一年。

圖 15：《暗黑黎明》在內地的暢銷排名（按 iOS-iPhone 收入）



資料來源：App Annie

圖 16：《神武 2》在內地的暢銷排名（按 iOS-iPhone 收入）



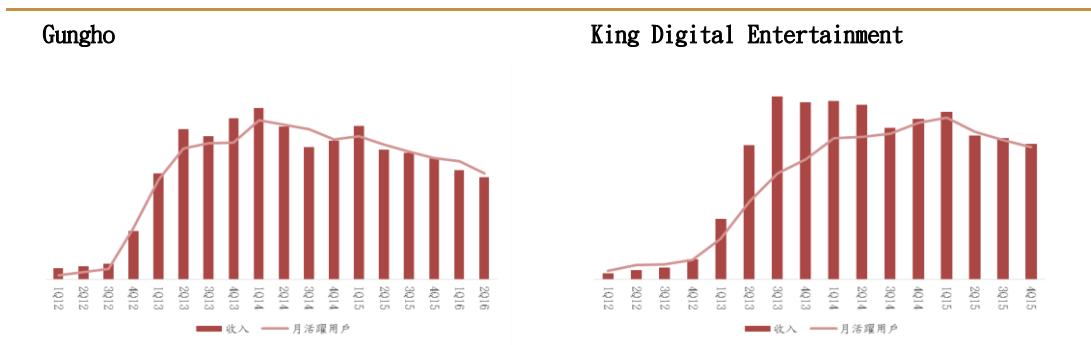
資料來源：App Annie

### 休閒類遊戲玩法單一 穩定期相對策略類遊戲短

Gungho(3765.JP)旗下的轉珠遊戲 P&D 及 King Digital Entertainment 旗下的三消遊戲 Candy Crush 為兩款曾在市場上形成熱潮的智力類遊戲。Gungho 社長森下一喜先生曾表示，P&D 受歡迎的原因在於操作簡單，有升級及進化寵物的要素，吸引玩家一直玩下去。此外，一個回合的時間只需 5 秒，即使在作其他事情，也能稍微玩遊戲，就像一種「吃甜點的感覺」完美地溶入現代忙碌的生活節奏中。Candy Crush 同樣亦是操作簡單，能讓玩家稍稍輕鬆的休閒遊戲。

P&D 及 Candy Crush 分別為 Gungho 及 King 的主要收入來源。從 Gungho 和 King 的收入中，我們大致看到這兩款遊戲的穩定期介乎一年半至兩年，較 COC 短。我們認為主要由於玩法上的差異，P&D 與 Candy Crush，以個人對戰預設角色或通關為主，玩法較為單一，部份喜歡新鮮感的用戶較容易感到厭倦，被推陳出新的遊戲吸引而流失，但由於休閒類遊戲一般不需玩家長期重度付費，平衡度高，因此玩家流失的速度相對緩慢，遊戲的生命週期較 RPG 長。

圖 17：Gungho 及 King Digital Entertainment 收入及月活躍用戶趨勢



資料來源：Gungho, King Digital Entertainment, 西證證券

### 相對看好擁有豐富移動遊戲開發及營運經驗的遊戲商

我們預期策略類遊戲的 ARPU 將上升，當中，策略類遊戲生命週期較長，可提供相對長期穩定及龐大的收入，而移動遊戲生命週期及整體收入相當著重於遊戲的可玩性、宣傳度，以及營運商控制遊戲平衡度的能力和服務，我們相對看好 IGG(799.HK)，其擁有在策略類遊戲開發及營運的成功經驗，預期將可在全球移動遊戲增長中受惠。同時，我們亦看好擁有豐富遊戲開發及發行經驗的內地龍頭企業如騰訊、網易及金山軟件(3888.HK)。

## 盈利預測和投資建議

我們預期 IGG 於 2016、2017 及 2018 年收入將增長至 3.3 億美元、5.1 億美元及 5.6 億美元，2015-2018 年的複合年均增長率將約為 40.3%。

**LM 為 2017 年收入增長的主要引擎。**根據公司，LM 於 2016 年 11 月的月活躍用戶數約為 500 萬，付費率達到約 4.5%，月流水約為 2,300 萬美元。我們預計 LM 全年收入達 1.3 億美元，增長速度超越 CC。基於 LM 的付費水平和留存率較高，同時，公司計劃於 2017 年在內地的 Android 平台發佈 LM，我們預期 2017 年月活躍付費用戶數目及 ARPU 將上升。我們預計 LM 於 2017 年收入將按年增長 1.4 倍至約 3.1 億美元，貢獻約 60.7% 總收入，2016-2018 年收入的複合年均增長率將約為 66.5%。

**CC 及 COL2 仍將持續貢獻收入。**CC 及 COL2 上線三年仍持續為公司貢獻穩定的收入，於 2016 年 11 月的月流水分別維持於 1,100 萬及 250 萬美元水平，預計 2016 年收入將分別增長 12.5% 及 3.5%。不過，隨著移動遊戲生命週期的自然發展，我們預期 CC 及 COL2 的留存率及 ARPU 增長將逐漸下降，2017 年收入將分別下跌 4.6% 及 8.0%，但仍將貢獻約 25.6% 及 6.5% 總收入。

**預期新遊戲將為未來增長注入新動力。**公司將於 2017-2018 年陸續推出的十多款新遊戲，當中以策略類遊戲為主，我們相信憑藉 IGG 過往經營策略類遊戲的成功經驗，新遊戲亦將為公司於 2017-2018 年的收入提供增長動力。同時，公司亦將繼續加強在亞太區如內地、日本及越南等國家和中東地區的發展，增強移動遊戲銷售渠道，潛在增長空間龐大。

表 4：收入預測

	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入 (千美元)</b>					
城堡爭霸	126,792	120,997	136,168	129,918	119,770
領主之戰 II	24,506	34,644	35,864	32,980	28,104
王國紀元	n. a.	n. a.	130,500	308,714	361,961
其他	53,314	46,905	26,730	36,641	49,798
<b>總共</b>	<b>204,612</b>	<b>202,546</b>	<b>329,262</b>	<b>508,253</b>	<b>559,633</b>
<b>增長 (%)</b>					
城堡爭霸	338.3	-4.6	12.5	-4.6	-7.8
領主之戰 II	1,643.0	41.4	3.5	-8.0	-14.8
王國紀元	n. a.	n. a.	n. a.	136.6	17.2
其他	-7.5	-12.0	-43.0	37.1	35.9
<b>總共</b>	<b>132.6</b>	<b>-1.0</b>	<b>62.6</b>	<b>54.4</b>	<b>10.1</b>
<b>佔比 (%)</b>					
城堡爭霸	62.0	59.7	41.4	25.6	21.4
領主之戰 II	12.0	17.1	10.9	6.5	5.0
王國紀元	n. a.	n. a.	39.6	60.7	64.7
其他	26.1	23.2	8.1	7.2	8.9
<b>總共</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

資料來源：公司資料，西證證券

**毛利率將保持穩定。**公司移動遊戲主要在 iOS 及 Google Play 平台上發佈，兩者的渠道費用率均為 30%，我們預期 2016-2018 年渠道費用率將保持穩定，預計毛利率將維持約 70.5% 水平。

**預期經營利潤率將逐年上升。**我們預計銷售開支將上升，主要由於 LM 的廣告投放增加，以及將為新遊戲進行廣告宣傳以獲取用戶，但隨著 LM 逐漸進入成熟期及整體收入規模擴大，預計銷售開支佔總收入比例將逐漸下降。行政開支預期將上升，主要由於銷售員工的平均薪資增長所致。同時，公司將繼續致力研發新遊戲，我們預期 2015-2018 年研發費用的複合年均增長率將約為 30.9%。我們預計 2016、2017 及 2018 年經營利潤率將分別為 22.8%、24.9% 及 25.1%。

根據以上假設，我們預期股東應佔淨利潤於 2015-2018 年的複合年均增長率將約為 45.3%。預計公司 2016、2017 及 2018 年預測每股盈利分別為 0.052 美元、0.085 美元及 0.094 美元。現價相當於 8.3 倍 2017 年預測市盈率，我們按 PEG 目標約 1 倍計算，以 2017 年預測市盈率 11.5 倍為目標（相較同業加權平均折讓約 57.4%），給予**目標價 7.50 港元**，首予**增持**評級。

此外，鑒於 IGG 過去三個月股價上升幅度較大並且符合港股通市值要求，我們預期 IGG 將於下次港股通檢討時被納入為合資格股票。

風險提示：1) 移動遊戲市場增長不及預期；及 2) 公司新遊戲增長不及預期。

**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 (%)
			FY15A	FY16E	FY17E	FY15A	FY16E	FY17E		
博雅互動	434 HK	2,978	6.2	9.9	9.3	1.4	1.3	1.2	2.1	12.4
雲遊控股	484 HK	1,009	n.a.	14.3	6.8	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
騰訊控股	700 HK	1,765,540	48.8	35.5	27.2	12.2	10.0	7.6	0.3	30.3
飛魚科技	1022 HK	1,977	25.5	26.3	9.5	1.5	1.6	1.5	1.2	4.2
金山軟件	3888 HK	20,958	44.9	30.9	16.6	2.2	2.4	2.2	0.5	1.1
藍港互動	8267 HK	1,191	n.a.	n.a.	14.0	0.9	0.9	0.9	0.0	(5.0)
<b>簡單平均</b>			<b>31.4</b>	<b>23.4</b>	<b>13.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>0.8</b>	<b>8.6</b>
<b>加權平均</b>			<b>48.6</b>	<b>35.4</b>	<b>27.0</b>	<b>12.1</b>	<b>9.9</b>	<b>7.5</b>	<b>0.3</b>	<b>29.8</b>
<b>加權平均 (不包括騰訊)</b>			<b>39.0</b>	<b>27.6</b>	<b>14.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>0.7</b>	<b>2.3</b>

資料來源：彭博



**表 6：財務報表**

損益表						資產負債表					
12月31日(千美元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	12月31日(千美元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>總收入</b>	<b>204,612</b>	<b>202,546</b>	<b>329,262</b>	<b>508,253</b>	<b>559,633</b>	物業、廠房及設備	2,896	5,379	8,019	8,314	8,331
銷售成本	(58,827)	(62,007)	(97,132)	(149,935)	(165,092)	無形資產	905	903	721	668	597
<b>毛利</b>	<b>145,785</b>	<b>140,539</b>	<b>232,130</b>	<b>358,318</b>	<b>394,541</b>	其他	9,939	10,752	11,810	11,950	12,002
其他淨收入	2,211	(5,746)	(636)	(376)	(615)	<b>非流動資產</b>	<b>13,740</b>	<b>17,034</b>	<b>20,550</b>	<b>20,932</b>	<b>20,930</b>
銷售及分銷成本	(43,064)	(41,652)	(88,901)	(129,605)	(142,706)	貿易及其他應收款項	22,746	17,589	38,952	38,794	48,529
一般及行政開支	(16,672)	(21,840)	(29,634)	(45,743)	(50,367)	現金及現金等價物	127,088	185,503	196,531	275,253	334,846
研發開支	(17,202)	(26,944)	(37,865)	(55,908)	(60,440)	其他	54,000	0	0	0	0
<b>經營利潤</b>	<b>71,058</b>	<b>44,357</b>	<b>75,094</b>	<b>126,687</b>	<b>140,412</b>	<b>流動資產</b>	<b>203,834</b>	<b>203,092</b>	<b>235,483</b>	<b>314,046</b>	<b>383,375</b>
財務收入淨額	557	578	742	796	1,115	貿易及其他應付款項	12,048	8,097	20,415	20,807	22,032
所得稅開支	(5,223)	(3,687)	(6,446)	(12,748)	(14,153)	其他	17,790	20,321	32,014	49,893	55,021
<b>稅後利潤</b>	<b>66,392</b>	<b>41,248</b>	<b>69,390</b>	<b>114,735</b>	<b>127,375</b>	<b>流動負債</b>	<b>29,838</b>	<b>28,418</b>	<b>52,429</b>	<b>70,700</b>	<b>77,053</b>
非控股權益	(19)	244	1,100	0	0	<b>非流動負債</b>	<b>457</b>	<b>454</b>	<b>450</b>	<b>467</b>	<b>459</b>
<b>淨利潤</b>	<b>66,373</b>	<b>41,492</b>	<b>70,490</b>	<b>114,735</b>	<b>127,375</b>	<b>股東權益</b>	<b>186,780</b>	<b>190,524</b>	<b>203,154</b>	<b>263,812</b>	<b>326,793</b>
每股盈利(美元)	0.049	0.030	0.052	0.085	0.094	非控股權益	499	730	0	0	0
每股股息(美元)	0.029	0.027	0.036	0.049	0.055	<b>總權益</b>	<b>187,279</b>	<b>191,254</b>	<b>203,154</b>	<b>263,812</b>	<b>326,793</b>
						每股賬面值(美元)	0.137	0.138	0.149	0.195	0.242

現金流量表						財務比率					
12月31日(千美元)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	
稅前利潤	71,615	44,935	75,836	127,483	141,527	收入增長(%)	132.6	(1.0)	62.6	54.4	10.1
折舊及攤銷	1,414	1,918	3,048	3,698	3,878	毛利增長(%)	121.8	(3.6)	65.2	54.4	10.1
其他	(1,484)	6,480	2,357	2,778	2,998	經營溢利增長(%)	1,084.1	(37.6)	69.3	68.7	10.8
營運資金變動	(19)	4,713	(711)	14,779	(4,434)	淨利潤增長(%)	855.3	(37.5)	69.9	62.8	11.0
利息及稅項	(1,260)	(5,062)	(4,117)	(9,171)	(13,144)	毛利率(%)	71.2	69.4	70.5	70.5	70.5
<b>經營活動現金流</b>	<b>70,266</b>	<b>52,984</b>	<b>76,414</b>	<b>139,567</b>	<b>130,826</b>	經營利潤率(%)	34.7	21.9	22.8	24.9	25.1
資本開支	(19,141)	(18,549)	(5,539)	(3,989)	(3,841)	淨利率(%)	32.4	20.5	21.4	22.6	22.8
其他	(33,450)	64,731	742	786	1,101	資產收益率(%)	36.0	19.0	29.1	38.8	34.5
<b>投資活動現金流</b>	<b>(52,591)</b>	<b>46,182</b>	<b>(4,797)</b>	<b>(3,203)</b>	<b>(2,740)</b>	股東資金回報率(%)	41.1	21.9	35.2	48.9	44.7
集資及注資淨額	499	1,185	0	0	0	應收帳款周轉天數	26.0	27.4	26.0	24.0	25.0
股息	(12,764)	(37,660)	(37,462)	(57,642)	(68,492)	應付帳款周轉天數	33.5	35.8	40.0	41.0	39.0
其他	(3,820)	(3,429)	(23,127)	0	0	流動比率(倍)	6.8	7.1	4.5	4.4	5.0
<b>融資活動現金流</b>	<b>(16,085)</b>	<b>(39,904)</b>	<b>(60,589)</b>	<b>(57,642)</b>	<b>(68,492)</b>	淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>現金變動</b>	<b>1,590</b>	<b>59,262</b>	<b>11,028</b>	<b>78,722</b>	<b>59,594</b>	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	
期初淨現金	125,488	127,088	185,503	196,531	275,253	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	10	(847)	0	0	0	派息比率(%)	59.4	90.0	70.7	58.3	58.7
<b>期末淨現金</b>	<b>127,088</b>	<b>185,503</b>	<b>196,531</b>	<b>275,253</b>	<b>334,846</b>						

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

<b>公司評級</b>	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
<b>行業評級</b>	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。