

IGG (799.HK) 互聯網

# 中國 Android 驅動流水持續增長

## 投資要點

- 感恩節期間戰略性下調推廣力度；競品《亂世王者》僅造成暫時性衝擊：**面對自11月中LM在世界遊戲下載排名不斷下跌的情況，公司澄清，感恩節期間公司戰略性下調廣告投放力度以避免與其他遊戲公司巨頭競爭，造成下載排名暫時性下滑；同時在中國市場方面，公司管理層表示騰訊(700.HK)下半年推出的戰爭策略手遊《亂世王者》對LM造成衝擊，LM於中國ios收入排名出現下滑，但三個月後該排名已恢復至《亂》上線前水平，表明LM亦有強勁的競爭力。
- LM月流水不及預期；中國Android市場增長強勁：**公司表示LM月流水8-10月份基本持平，11月錄得10%以上增長，預計將於12月底突破5,000萬美元（此前預期10月份突破）；另外，9月底LM中國Google Play版本上線至今，已帶來佔中國市場10%以上的收入，管理層稱公司未來將重點拓展LM中國Android用戶，並預計中國Android市場2018年將持續發力，為LM帶來50%流水增量；但考慮到LM已進入到成熟階段，增長放緩，我們預計2018年LM平均月流水為5,300萬美元（管理層預期年底月流水突破6,000萬美元），較2017年預期平均月流水增長30.0%。
- 新遊戲延遲推出：**公司延遲推出一系列新遊戲，其中TOW及TUG因測試結果顯示玩法和創新程度未達標，將進行約一年半的回爐再造；其他如《Sweet Maker》預計今年年底上線、《Madlands》、《Galaxy Online III》、《Castle Clash II》及《Reborn》預期分別於2018年3月、6月、暑期及9月推出，預期2018年新遊戲將為公司貢獻總流水的4.1%。
- 2017年下半年淨利潤率承壓，2018或有所改善：**LM於日本市場表現疲弱，每月驅動的收入增幅不及預期水平一半，我們預計公司收入將不達預期；另外，公司2017年下半年推廣費用大增令公司淨利潤率大幅下滑；但公司計劃2018年削減於日本市場的廣告投放力度，並專注於全球高回報推廣渠道，我們預期2018年淨利潤率將有所改善，下調2017-2019年全年淨利潤率至25.3%、25.8%及26.9%。
- 估值與評級：**由於LM流水不及預期，新遊戲暫緩推出，加上推廣費用大增令淨利潤率銳減，我們分別下調公司2017-2019年每股盈利14.7%、16.7%及18.4%至0.111、0.134及0.156美元。現價相當於7.4倍2018年預測市盈率，估值不高，我們認為近日股價下跌已反映公司下半年表現不及預期，且LM月流水仍持續上升，加上2018年將有5款新遊戲推出，預期將帶動股價回升。我們以2018年預測市盈率10倍為目標，下調**目標價至10.40港元**，維持**增持**評級。
- 風險提示：**1)LM流水不及預期；2)新遊戲延遲推出；及3)推廣費用較高。

指標/年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入(百萬美元)	202.5	322.1	591.7	691.3	772.7
增長率(%)	(1.0)	59.0	83.7	16.8	11.8
淨利潤(百萬美元)	41.5	72.6	149.4	178.2	208.2
增長率(%)	(37.5)	75.0	105.8	19.3	16.8
Consensus(百萬美元)			169.0	212.0	226.0
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.111	0.134	0.156
市盈率(倍)	34.5	19.3	8.9	7.4	6.3

資料來源：公司、西證證券經紀。

2017年12月6日

**武尚晉**

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

**評級**
**增持(維持)**

目標價	10.40
現價	7.68
潛在升幅	35.4%

## 主要數據

52周區間(元)	4.886/14.044
3個月平均成交量(百萬)	15.48
流通股數(百萬)	1,350.41
市值(百萬元)	10,371.17
主要股東(%)	蔡宗建(14.8%)
審計	E&Y
業績日期	2018-03

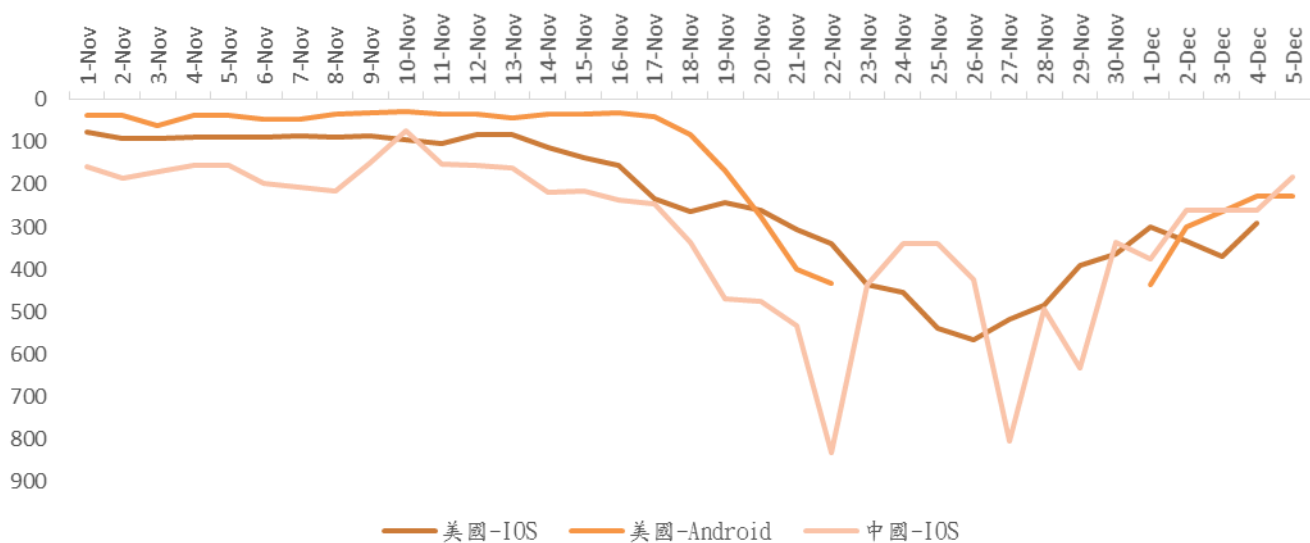
## 公司簡介

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

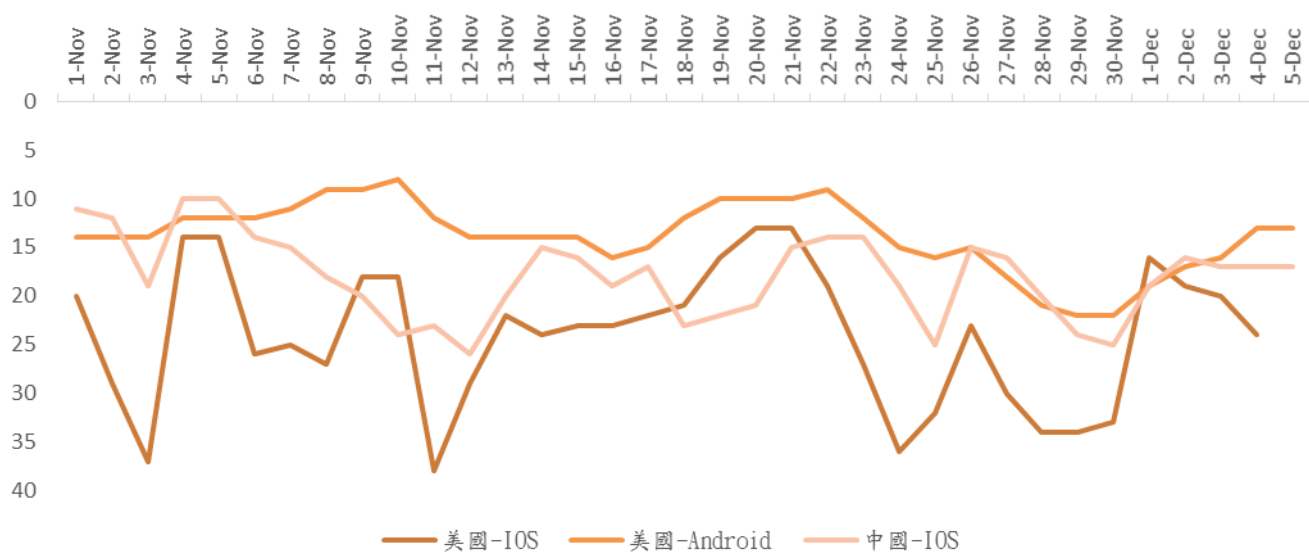


圖 1：LM 下載排名回升



資料來源：App Annie。

圖 2：LM 收入排名穩定



資料來源：App Annie。

表 1：盈利預測

百萬美元	最新			此前			調整 (%/ppt)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
收入	592	691	773	626	784	934	-5.4	-11.8	-17.3
毛利	402	470	525	425	533	635	-5.4	-11.8	-17.3
經營利潤	176	209	244	207	255	304	-14.8	-18.0	-19.8
淨利潤	149	178	208	176	217	259	-14.9	-18.0	-19.7
每股盈利 (美元)	0.111	0.134	0.156	0.130	0.160	0.191	-14.7	-16.7	-18.4
毛利率	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0	0.0	0.0	0.0
經營利潤率	29.8	30.3	31.6	33.1	32.6	32.5	-3.3	-2.3	-1.0
淨利潤率	25.3	25.8	26.9	28.1	27.7	27.8	-2.8	-1.9	-0.8

資料來源：西證證券經紀。

表 2：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	FY17E	FY17E
博雅互動	434 HK	2,310	8.3	6.1	5.7	1.0	0.7	0.6	n.a	12.2
雲遊控股	484 HK	1,655	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
騰訊控股	700 HK	3,476,606	71.4	44.9	34.6	17.8	12.4	9.2	0.2	31.0
飛魚科技	1022 HK	1,494	n.a.	n.a.	5.5	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
金山軟件	3888 HK	27,901	n.a.	20.4	14.6	3.1	2.5	2.2	0.7	11.3
藍港互動	8267 HK	619	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>簡單平均</b>			<b>39.8</b>	<b>27.9</b>	<b>15.1</b>	<b>4.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.0</b>	<b>0.5</b>	<b>18.2</b>
<b>加權平均</b>			<b>71.4</b>	<b>44.7</b>	<b>34.4</b>	<b>17.6</b>	<b>12.3</b>	<b>9.1</b>	<b>0.2</b>	<b>30.9</b>
<b>加權平均 (不包括騰訊)</b>			<b>8.3</b>	<b>19.3</b>	<b>13.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>0.7</b>	<b>11.4</b>

資料來源：彭博。

表 3：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
<b>總收入</b>	<b>202.5</b>	<b>322.1</b>	<b>591.7</b>	<b>691.3</b>	<b>772.7</b>	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)	(189.3)	(221.2)	(247.3)	無形資產	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1
<b>毛利</b>	<b>140.5</b>	<b>218.9</b>	<b>402.3</b>	<b>470.1</b>	<b>525.5</b>	其他	10.8	11.0	16.6	16.7	17.4
其他淨收入	(5.7)	(1.5)	0.8	0.7	0.4	<b>非流動資產</b>	<b>17.0</b>	<b>19.1</b>	<b>24.9</b>	<b>24.9</b>	<b>25.3</b>
銷售及分銷成本	(41.7)	(80.1)	(149.7)	(168.0)	(177.7)	貿易及其他應收款項	17.6	40.2	54.0	55.7	57.4
一般及行政開支	(21.8)	(23.6)	(29.6)	(34.6)	(38.6)	現金及現金等價物	185.5	184.1	205.2	276.3	321.4
研發開支	(26.9)	(36.0)	(47.3)	(58.8)	(65.7)	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>經營利潤</b>	<b>44.4</b>	<b>77.8</b>	<b>176.5</b>	<b>209.4</b>	<b>243.8</b>	<b>流動資產</b>	<b>203.1</b>	<b>224.3</b>	<b>259.2</b>	<b>332.0</b>	<b>378.8</b>
財務收入淨額	0.6	0.6	0.7	0.8	1.1	貿易及其他應付款項	8.1	23.3	21.0	23.4	26.0
聯營和合營公司	0.0	(1.1)	(1.2)	(0.5)	0.0	其他	20.3	24.0	36.9	47.4	53.8
所得稅開支	(3.7)	(5.7)	(26.6)	(31.5)	(36.7)	<b>流動負債</b>	<b>28.4</b>	<b>47.3</b>	<b>57.8</b>	<b>70.8</b>	<b>79.9</b>
<b>稅後利潤</b>	<b>41.2</b>	<b>71.6</b>	<b>149.4</b>	<b>178.2</b>	<b>208.2</b>	<b>非流動負債</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>
非控股權益	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	<b>股東權益</b>	190.5	195.9	225.5	285.3	323.1
<b>淨利潤</b>	<b>41.5</b>	<b>72.6</b>	<b>149.4</b>	<b>178.2</b>	<b>208.2</b>	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	0.111	0.134	0.156	<b>總權益</b>	<b>191.3</b>	<b>195.7</b>	<b>225.2</b>	<b>285.0</b>	<b>322.8</b>
每股股息(美元)	0.027	0.023	0.076	0.120	0.141	每股賬面值(美元)	0.138	0.145	0.167	0.214	0.242
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	176.0	209.8	244.9	收入增長(%)	(1.0)	59.0	83.7	16.8	11.8
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	16.8	11.8
其他	7.1	3.4	3.9	3.6	3.5	經營溢利增長(%)	(37.6)	75.3	127.0	18.7	16.4
營運資金變動	4.7	(5.1)	(9.9)	9.2	5.3	淨利潤增長(%)	(37.5)	75.0	105.8	19.3	16.8
利息及稅項	(5.1)	(4.0)	(20.8)	(29.4)	(34.5)	毛利率(%)	69.4	68.0	68.0	68.0	68.0
<b>經營活動現金流</b>	<b>53.6</b>	<b>74.4</b>	<b>152.6</b>	<b>196.7</b>	<b>223.0</b>	經營利潤率(%)	21.9	24.1	29.8	30.3	31.6
資本開支	(18.5)	(4.9)	(6.9)	(4.1)	(4.0)	淨利率(%)	20.5	22.5	25.3	25.8	26.9
其他	64.2	(2.2)	(2.0)	0.0	0.0	資產收益率(%)	18.8	30.9	56.7	55.6	54.7
<b>投資活動現金流</b>	<b>45.6</b>	<b>(7.1)</b>	<b>(8.9)</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(4.0)</b>	股東資金回報率(%)	22.0	37.6	70.9	69.8	68.4
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	25.0	26.0	24.0
股息	(37.7)	(37.7)	(84.0)	(121.5)	(173.9)	應付帳款周轉天數	35.8	32.9	30.0	30.0	30.0
其他	(3.4)	(31.6)	(38.6)	0.0	0.0	流動比率(倍)	7.1	4.7	4.5	4.7	4.7
<b>融資活動現金流</b>	<b>(39.9)</b>	<b>(68.4)</b>	<b>(122.6)</b>	<b>(121.5)</b>	<b>(173.9)</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>59.3</b>	<b>(1.0)</b>	<b>21.1</b>	<b>71.1</b>	<b>45.1</b>	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	205.2	276.3	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	(0.8)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	派息比率(%)	90.0	42.9	68.6	90.0	90.0
<b>期末淨現金</b>	<b>185.5</b>	<b>184.1</b>	<b>205.2</b>	<b>276.3</b>	<b>321.4</b>						

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

<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。