

《王國紀元》2018年開局驚喜 新遊戲精耕細作

投資要點

- **2017年業績符合預期：**受惠於《王國紀元》(LM)強勁表現，2017年公司收益同比增長89%至6.1億美元，而且因行政及研發費用增幅小於收益（惟被有效稅率上升所影響部分抵消），股東應佔溢利同比增長115%至1.6億美元。
- **LM 2018年首兩月月流水大幅增長：**LM中國Android版本於2017年9月份上線，驅動LM月流水自2017年12月起突破5,000萬美元，2017年全年流水按年大增252%，並於今年2月份突破5,600萬美元，創歷史新高。同時，公司日均買入用戶達30萬，現時註冊用戶已由2017年6月之4,800萬激增至近1.2億，而月活躍用戶數(MAU)已由去年6月之670萬上升至1,200萬，後期或將持續發力，為公司帶來新的增量。此外，公司表示於歐美等成熟市場，隨著公司市場推廣能力提升，獲取用戶成本維持較低水平；而於中國市場，為保證遊戲全球用戶均衡，仍將控制中國玩家數目佔比不超過20%，但不再限制來自中國的營收佔比；由於中國用戶留存率及付費率均處於較高水平，且回本期較其他地區為短，預期將為LM流水及公司利潤帶來利好。
- **新遊戲精耕細作：**管理層表示，將優先保證公司傳統優勢項目SLG類遊戲發展，目前共有15個項目處於研發中，其中7項為SLG類遊戲；此外，公司也在積極推進遊戲品類多樣化，正在嘗試槍戰類及女性類時下熱門遊戲類別的研發。今年，公司將推出至少三款新遊戲：末日戰爭策略遊戲《Madlands》正在進行內測，預計於今年4-5月正式推出；而星戰題材即時策略遊戲《Galaxy Online III》、實時戰爭策略遊戲《Reborn》及《CC II》預期將於後半年陸續推出。對比此前，公司在新遊戲研發上更強調優化架構，提升質量及精品策略，我們預期新遊戲將於2018-2020年分別為公司帶來2.7%、19.5%及39.0%之流水。
- **估值與評級：**LM於2018年首兩月表現強勁，並有後續力量，加上公司將於今年推出至少三款新遊戲，且更關注遊戲架構及質量，我們預期2018-2020年公司收入將持續快速增加；另外，由於公司表示將嚴格控制廣告支出佔比，我們預期2018-2020年淨利潤率或較2017年下半年之23.8%將有所回升。鑒於LM月流水強於預期，我們分別上調公司2018-2019年每股盈利20.8%及26.2%至0.161及0.197美元。現價相當於8.8倍2018年預測市盈率，我們以2018年預測市盈率約12倍為目標，上調**目標價至15.00港元**，維持**增持**評級。
- **風險提示：**1)LM流水增速放緩，2)廣告費用較預期高，及3)新遊戲延遲推出。

指標/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入(百萬美元)	322.1	607.3	836.5	956.3	1,078.6
增長率(%)	59.0	88.5	37.7	14.3	12.8
淨利潤(百萬美元)	72.6	156.0	215.3	262.7	294.1
增長率(%)	75.0	114.9	38.0	22.0	11.9
Consensus (百萬美元)			n. a.	n. a.	n. a.
每股盈利(美元)	0.054	0.117	0.161	0.197	0.221
市盈率(倍)	26.4	12.1	8.8	7.2	6.4

資料來源：公司、西證證券經紀。

2018年3月12日

武尚晉

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

評級	增持 (維持)
目標價	15.00
現價	11.06
潛在升幅	35.6%

主要數據

52周區間(元)	6.352/14.044
3個月平均成交量(百萬)	13.96
流通股數(百萬)	1,333.63
市值(百萬元)	14,749.99
主要股東(%)	蔡宗建 (15.0%)
審計	E&Y
業績日期	2018-08

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	2016	2017	同比變動 (%/ppt)	
收入	322.1	607.3	88.5	王國紀元新增貢獻 4.4 億美元收入 王國紀元於 2017 年 12 月月流水達到 5,000 萬美元
毛利	218.9	414.6	89.4	
經營利潤	77.8	178.8	129.9	行政開支及研發開支僅分別同比增長 41.8%及 29.9%
淨利潤	72.6	156.0	114.9	基本符合我們及市場預期
毛利率 (%)	68.0	68.3	0.3	
經營利潤率 (%)	24.1	29.4	5.3	
淨利潤率 (%)	22.5	25.7	3.2	

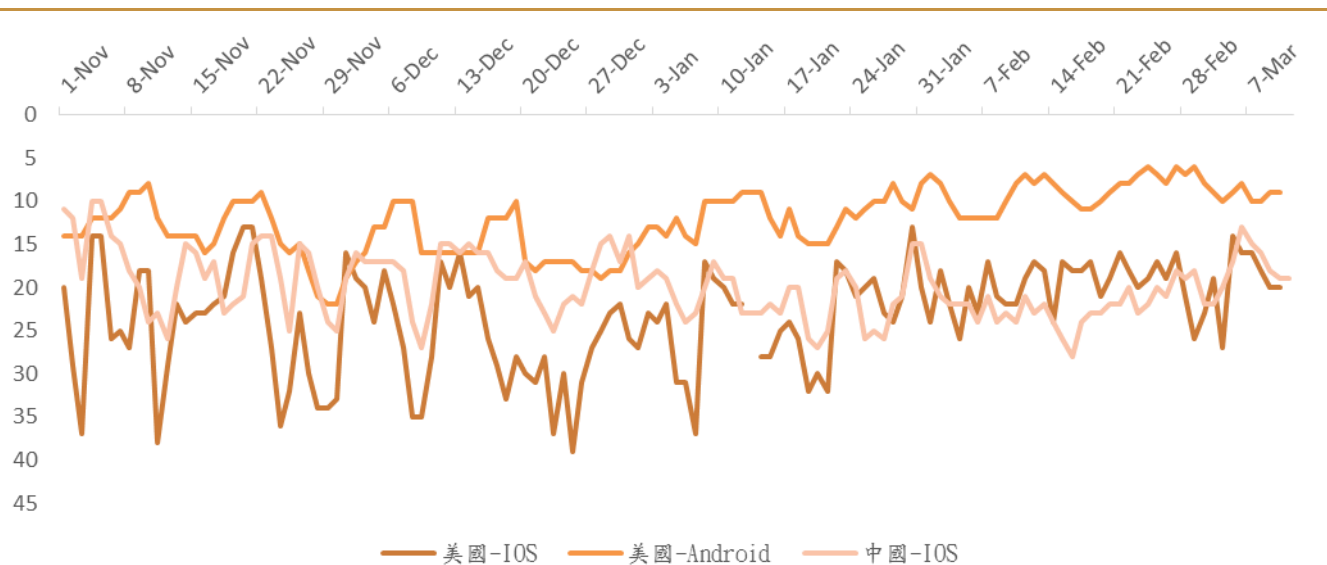
資料來源：公司、西證證券經紀。

圖 1：LM 收入排名走高



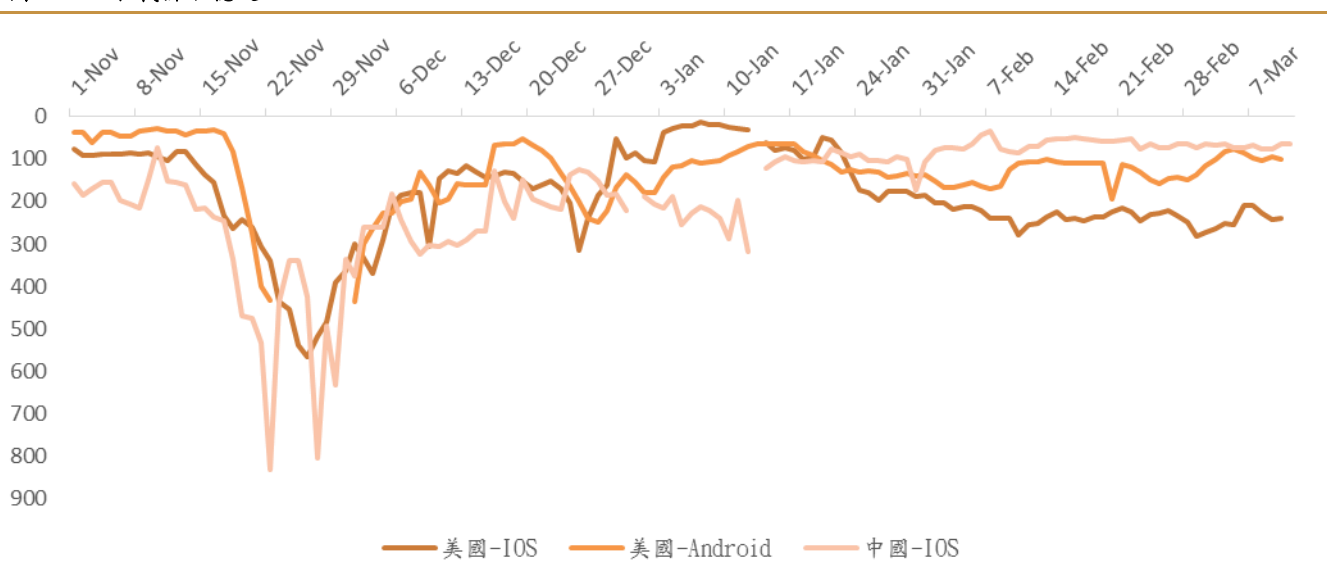
資料來源：Sensor Tower。

圖 2：LM 收入排名走高



資料來源：App Annie。

圖 3：LM 下載排名穩定



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	2018E	2019E
收入	836	956	1,079	691	773	21.0	23.8
毛利	571	653	736	470	525	21.5	24.3
經營利潤	247	300	338	209	244	17.9	23.2
淨利潤	215	263	294	178	208	20.8	26.2
每股盈利 (美元)	0.161	0.197	0.221	0.134	0.156	20.8	26.2
毛利率 (%)	68.3	68.3	68.3	68.0	68.0	0.3	0.3
經營利潤率 (%)	29.5	31.4	31.3	30.3	31.6	-0.8	-0.1
淨利潤率 (%)	25.7	27.5	27.3	25.8	26.9	0.0	0.5

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 (%)
			FY17E	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E		
博雅互動	434 HK	2,297	5.9	5.7	5.7	0.7	0.6	0.6	n. a.	11.3
雲遊控股	484 HK	1,275	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
騰訊控股	700 HK	4,369,713	54.3	41.4	32.0	15.1	11.2	8.5	0.3	30.2
網龍	777 HK	11,360	125.3	43.0	30.8	2.0	2.0	1.8	0.8	4.7
飛魚科技	1022 HK	1,153	31.3	4.7	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	16.0
樂遊科技控股	1089 HK	5,313	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
遊菜互動	2022 HK	1,820	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
金山軟件	3888 HK	38,670	19.8	19.5	14.5	2.9	2.6	2.2	0.7	13.2
聯眾	6899 HK	2,548	n. a.	13.4	10.6	1.3	1.2	1.1	2.7	9.2
藍港互動	8267 HK	465	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
智傲控股	8282 HK	176	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
火岩控股	8345 HK	931	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
簡單平均			47.3	21.3	18.7	4.4	3.5	2.8	1.1	14.1
加權平均			54.1	41.2	31.8	15.0	11.1	8.4	0.3	30.0
加權平均 (不包括騰訊)			41.8	23.1	17.4	2.6	2.3	2.0	0.8	11.3

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	836.5	956.3	1,078.6	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)	(265.4)	(303.4)	(342.2)	無形資產	0.4	1.4	1.4	1.4	1.4
毛利	218.9	414.6	571.1	652.9	736.4	其他	11.0	14.3	14.5	15.1	15.7
其他淨收入	(1.5)	3.3	3.8	3.2	2.7	非流動資產	19.1	22.8	24.2	25.5	27.4
銷售及分銷成本	(80.1)	(159.0)	(217.5)	(229.5)	(258.9)	貿易及其他應收款項	40.2	73.6	76.1	86.2	99.6
一般及行政開支	(23.6)	(33.4)	(46.1)	(52.7)	(59.4)	現金及現金等價物	184.1	221.9	349.2	443.4	532.9
研發開支	(36.0)	(46.7)	(64.3)	(73.5)	(82.9)	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
經營利潤	77.8	178.8	247.0	300.4	337.9	流動資產	224.3	295.6	425.4	529.8	632.7
財務收入淨額	0.6	1.0	1.0	1.6	2.1	貿易及其他應付款項	23.3	35.6	42.7	50.1	57.1
聯營和合營公司	(1.1)	(0.7)	(0.5)	0.0	0.0	其他	24.0	54.6	68.0	86.4	103.0
所得稅開支	(5.7)	(23.9)	(32.2)	(39.3)	(45.9)	流動負債	47.3	90.2	110.7	136.5	160.1
稅後利潤	71.6	155.1	215.3	262.7	294.1	非流動負債	0.5	0.4	0.6	0.7	0.8
非控股權益	1.0	0.9	0.0	0.0	0.0	股東權益	195.9	229.2	339.7	419.5	500.5
淨利潤	72.6	156.0	215.3	262.7	294.1	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	0.161	0.197	0.221	總權益	195.7	227.8	338.3	418.2	499.2
每股股息 (美元)	0.023	0.063	0.126	0.154	0.172	每股賬面值 (美元)	0.145	0.172	0.255	0.315	0.375

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	247.5	302.0	340.0	收入增長 (%)	59.0	88.5	37.7	14.3	12.8
折舊及攤銷	2.8	2.7	2.9	2.9	2.9	毛利增長 (%)	55.8	89.4	37.7	14.3	12.8
其他	3.4	3.3	3.6	3.5	4.1	經營溢利增長 (%)	75.3	129.9	38.2	21.6	12.5
營運資金變動	(5.1)	(8.0)	9.4	8.8	5.8	淨利潤增長 (%)	75.0	114.9	38.0	22.0	11.9
利息及稅項	(4.0)	(4.9)	(23.5)	(32.3)	(41.3)	毛利率 (%)	68.0	68.3	68.3	68.3	68.3
經營活動現金流	74.4	172.2	239.8	284.9	311.5	經營利潤率 (%)	24.1	29.4	29.5	31.4	31.3
資本開支	(8.3)	(6.0)	(4.6)	(4.3)	(4.8)	淨利率 (%)	22.5	25.7	25.7	27.5	27.3
其他	1.3	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	資產收益率 (%)	30.9	55.2	56.1	52.3	48.4
投資活動現金流	(7.1)	(6.2)	(4.7)	(4.3)	(4.8)	股東資金回報率 (%)	37.6	73.4	75.7	69.2	63.9
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)	(107.9)	(186.4)	(217.2)	應付帳款周轉天數	32.9	30.0	27.0	30.0	32.0
其他	(31.3)	(44.1)	0.0	0.0	0.0	流動比率 (倍)	4.7	3.3	3.8	3.9	4.0
融資活動現金流	(68.4)	(128.6)	(107.9)	(186.4)	(217.2)	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	127.3	94.2	89.5	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	349.2	443.4	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	78.0	78.0	78.0
期末淨現金	184.1	221.9	349.2	443.4	532.9						

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。