

《王國紀元》陷瓶頸 同級神作難再現

投資要點

- **2018年業績略遜預期：**因主要遊戲《王國紀元》(LM)進入成熟期且未有新遊戲接力，2018年公司收入同比增長23.3%至7.5億美元(預期：7.9億美元)，股東應佔溢利按年上升21.2%至1.9億美元(預期：2.0億美元)。
- **預期LM表現穩健：**2018年LM收入6.0億美元(佔總收入80.1%)，同比增長37.0%。其月流水於3月登頂(近5,900萬美元)後開始回落，標誌著生命週期步入後半程。2018年月均流水約5,500萬美元，今年1、2月流水與去年11月大致持平。管理層稱2019年將維持LM30萬/日的買量，我們預期2019年LM月均流水5,100萬美元。另外上線第7年的“常青樹”《城堡爭霸》(CC)表現依舊穩健，2018年月均流水達1,000萬美元，預計今年月均流水為800萬美元。
- **版號可期《戰地王座》或迎轉機：**《戰地王座》(MR)首兩月流水分別為逾100萬及逾200萬美元，不及預期，與2016年LM上線次月之流水400萬美元比相差甚遠，而30日留存率僅為現時成熟遊戲LM的一半。該遊戲已啟動國內版號申請，不過此前版號凍結期間申請積壓嚴重，我們預計MR年內將不會獲得審批，因此以全球同服和利用國家民族仇恨展開戰爭為核心賣點的SLG遊戲MR，若缺少了重要角色——中國玩家的參與，或將面臨不利。雖然MR之流水或不及LM，但核心戰爭功能即將正式上線，其“吸睛”及“吸金”能力將有大幅提高，公司或將願意持續投入，同時2020年有機會獲得版號，中國市場將為MR帶來轉機。我們預計2019-2021年MR分別錄得1.3億、2.9億及3.4億美元流水，分別佔總流水之14.6%、27.7%及30.4%。
- **新遊戲貢獻有限：**管理層表示公司現在有9款遊戲(不包括MR)處於測試中，並計劃年內推出，其中包括CC續作及《Galaxy Online》系列等作品；鑒於此前公司新遊戲推出頻繁延遲，並且歷時3年研發的策略遊戲《Madlands》以失敗告終，我們預計2019-2021年新遊戲貢獻流水佔比僅為4.6%、13.9%及21.2%。
- **估值與評級：**因LM已進入瓶頸，加上MR及新遊戲表現不確定性大，我們下調2019年及2020年收入預期24.0%及27.9%至8.1億及9.5億美元，並下調每股盈利21.5%及27.6%至0.158美元及0.184美元。現價相當於9.2倍2019年預測市盈率，考慮到2019年初至今港股及遊戲政策層面均回暖，我們以2019年預測市盈率約10.9倍為目標(較同業(除騰訊外)折讓約50%)，**目標價由13.00港元上調至13.50港元**，但由於2019年淨利潤增速預期放緩至7.0%，**下調至中性評級**。
- **風險提示：**1) LM提前進入衰退期；2) MR表現差強人意；3) 新遊戲延遲推出。

指標/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入(百萬美元)	607.3	748.8	809.4	947.7	1,006.5
增長率(%)	88.5	23.3	8.1	17.1	6.2
淨利潤(百萬美元)	156.0	189.2	202.3	234.2	248.3
增長率(%)	114.9	21.2	7.0	15.7	6.0
Consensus(百萬美元)			n.a.	n.a.	n.a.
每股盈利(美元)	0.117	0.144	0.158	0.184	0.195
市盈率(倍)	12.4	10.0	9.2	7.9	7.4

資料來源：公司、西證證券經紀

2019年3月7日

武尚晉

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

評級	中性(下調)
目標價	13.50
現價	11.30
潛在升幅	19.5%

主要數據

52周區間(元)	7.680/12.980
3個月平均成交量(百萬)	6.48
流通股數(百萬)	1,280.51
市值(百萬美元)	14,469.79
主要股東(%)	蔡宗建(15.6%)
審計	KPMG
業績日期	2019-08

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2018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

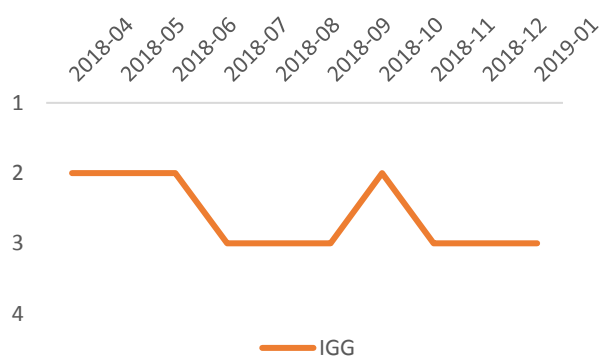


表 1：業績回顧

百萬美元	2017	2018	同比變動 (%/ppt)	
收入	607.3	748.8	23.3	LM 收入同比增長 37.0% 至 6.0 億美元，其中下半年環比下跌 7.2%
毛利	414.6	523.5	26.3	新增的若干渠道成本較低
經營利潤	178.8	235.1	31.5	銷售及分銷費用僅同比增長 17.3%
淨利潤	156.0	189.2	21.2	有效稅率同比上升 6.5 個百分點
毛利率 (%)	68.3	69.9	1.6	
經營利潤率 (%)	29.4	31.4	2.0	
淨利潤率 (%)	25.7	25.3	-0.4	

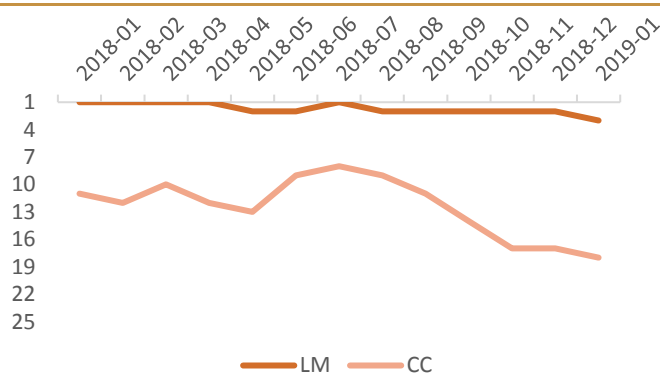
資料來源：公司、西證證券經紀

圖 1：IGG 在中國 App 發行商出海收入排行榜排名有走低趨勢



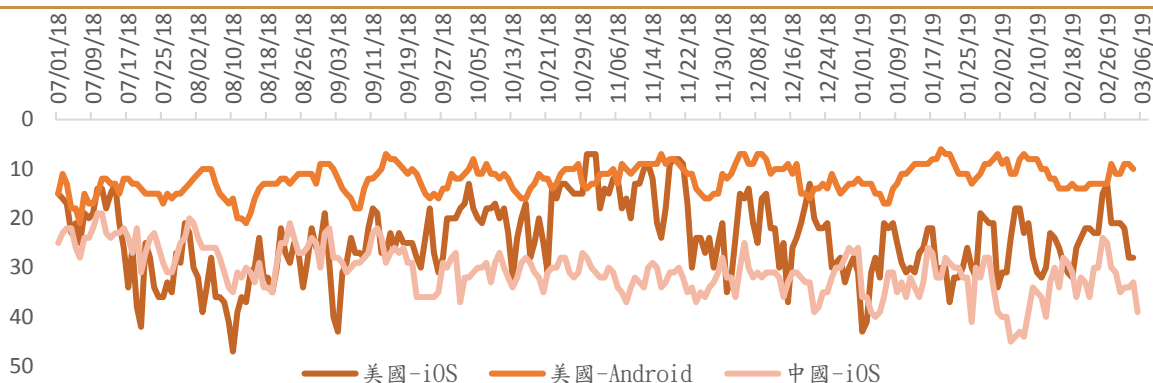
資料來源：App Annie

圖 2：LM 及 CC 在中國手遊收入海外 App Store + Google Play 排行榜排名輕微下滑



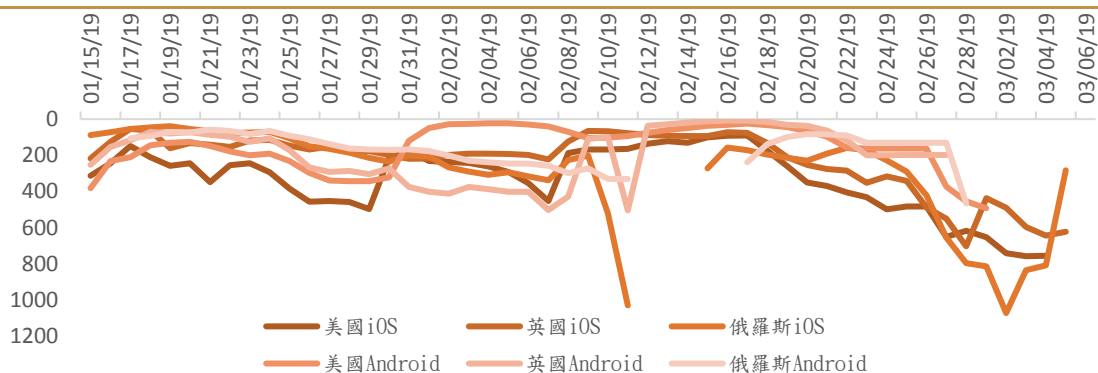
資料來源：Sensor Tower

圖 3：LM 於中國及美國之收入排名並未大幅衰退



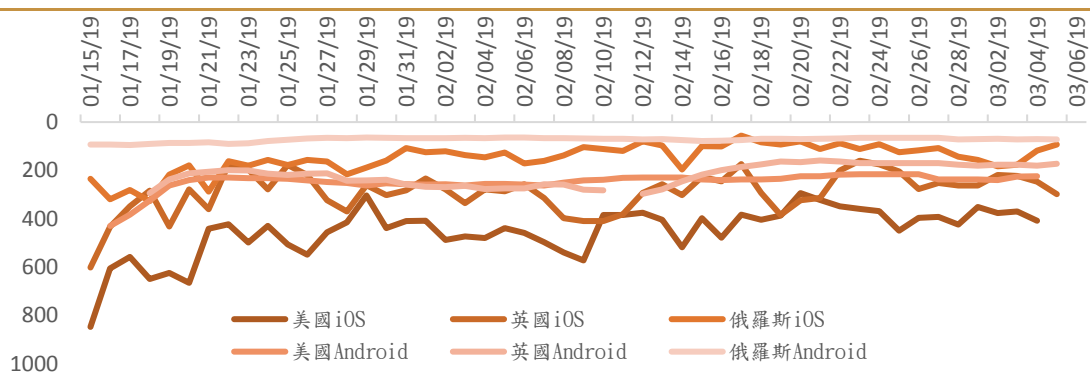
資料來源：App Annie

圖 4：MR 於歐美主要國家之下載排名未見起色



資料來源：App Annie

圖 5：MR 於歐美主要國家之收入排名雖緩慢上升但依舊靠後



資料來源：App Annie

表 2：盈利預測

百萬美元	最新			此前		調整 (%/ppt)	
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2019E	2020E
收入	809	948	1,007	1,065	1,314	-24.0	-27.9
毛利	567	663	705	735	907	-22.9	-26.8
經營利潤	241	281	297	312	384	-22.7	-26.9
淨利潤	202	234	248	264	332	-23.3	-29.5
每股盈利 (美元)	0.158	0.184	0.195	0.201	0.254	-21.5	-27.6
毛利率 (%)	70.0	70.0	70.0	69.0	69.0	1.0	1.0
經營利潤率 (%)	29.8	29.6	29.5	29.3	29.2	0.5	0.4
淨利潤率 (%)	25.0	24.7	24.7	24.7	25.3	0.2	-0.6

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 (%) FY19E	股本回報率 (%) FY19E
			FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E		
博雅互動	434 HK	1,355	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
雲遊控股	484 HK	672	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	
騰訊控股	700 HK	3,381,638	37.8	31.6	25.0	8.5	6.7	5.3	0.3	26.4
網龍	777 HK	9,377	34.3	25.7	21.4	1.7	1.6	1.5	1.0	4.7
第七大道	797 HK	4,000	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
飛魚科技	1022 HK	572	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
樂遊科技控股	1089 HK	7,445	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
創夢天地	1119 HK	7,441	18.7	8.0	6.7	2.7	2.0	1.5	n. a.	n. a.
遊萊互動	2022 HK	720	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
金山軟件	3888 HK	23,666	105.8	24.9	19.5	1.6	1.5	1.4	0.6	2.2
指尖躍動	6860 HK	3,202	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
聯眾	6899 HK	962	5.9	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
智傲控股	8282 HK	69	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
火岩控股	8345 HK	1,568	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
簡單平均			40.5	22.6	18.2	3.6	3.0	2.4	0.6	11.1
加權平均			38.2	31.5	24.9	8.4	6.7	5.2	0.3	26.2
加權平均 (不包括騰訊)			71.7	22.0	17.6	1.8	1.6	1.5	0.7	2.9

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)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	12月31日(百萬美元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
總收入	607.3	748.8	809.4	947.7	1,006.5	物業、廠房及設備	7.1	8.8	8.7	9.2	10.2
銷售成本	(192.7)	(225.2)	(242.8)	(284.3)	(302.0)	無形資產	1.4	0.5	0.7	0.8	0.9
毛利	414.6	523.5	566.6	663.4	704.6	其他	14.3	52.2	52.2	52.2	52.2
其他淨收入	3.3	6.4	6.8	6.0	5.0	非流動資產	22.8	61.5	61.6	62.2	63.3
銷售及分銷成本	(159.0)	(186.6)	(210.4)	(246.4)	(261.7)	貿易及其他應收款項	73.6	50.1	74.9	73.6	83.2
一般及行政開支	(33.4)	(44.7)	(52.6)	(61.6)	(65.4)	現金及現金等價物	221.9	287.5	384.0	501.6	596.4
研發開支	(46.7)	(63.6)	(68.8)	(80.6)	(85.6)	其他	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5
經營利潤	178.8	235.1	241.5	280.8	296.9	流動資產	295.6	337.9	459.3	575.6	680.1
財務收入淨額	1.0	2.6	2.3	3.1	4.0	貿易及其他應付款項	35.6	41.4	42.3	51.0	56.6
聯營和合營公司	(0.7)	(1.3)	0.0	0.0	0.0	其他	54.6	76.3	113.0	128.4	141.7
所得稅開支	(23.9)	(47.1)	(41.4)	(49.7)	(52.7)	流動負債	90.2	117.7	155.3	179.4	198.3
稅後利潤	155.1	189.3	202.3	234.2	248.3	非流動負債	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
非控股權益	0.9	(0.1)	0.0	0.0	0.0	股東權益	229.2	282.6	366.4	459.2	545.9
淨利潤	156.0	189.2	202.3	234.2	248.3	非控股權益	(1.4)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
每股盈利 (美元)	0.117	0.144	0.158	0.184	0.195	總權益	227.8	281.4	365.2	458.0	544.6
每股股息 (港元)	0.490	0.344	0.559	0.758	0.820	每股賬面值 (美元)	0.173	0.221	0.287	0.361	0.429
現金流量表						財務比率					
12月31日(百萬美元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
稅前利潤	179.0	236.4	243.8	283.9	300.9	收入增長 (%)	88.5	23.3	8.1	17.1	6.2
折舊及攤銷	2.7	3.7	3.8	3.8	3.8	毛利增長 (%)	89.4	26.3	8.2	17.1	6.2
其他	4.0	6.0	5.4	6.2	7.1	經營溢利增長 (%)	129.9	31.5	2.7	16.3	5.7
營運資金變動	(8.6)	28.5	9.6	17.9	5.9	淨利潤增長 (%)	114.9	21.2	7.0	15.7	6.0
利息及稅項	(4.9)	(35.4)	(38.3)	(42.1)	(49.3)	毛利率 (%)	68.3	69.9	70.0	70.0	70.0
經營活動現金流	172.2	239.2	224.3	269.7	268.5	經營利潤率 (%)	29.4	31.4	29.8	29.6	29.5
資本開支	(7.0)	(4.9)	(4.0)	(4.5)	(4.9)	淨利率 (%)	25.7	25.3	25.0	24.7	24.7
其他	0.8	(36.1)	0.0	0.0	0.0	資產收益率 (%)	55.2	52.7	44.0	40.4	36.0
投資活動現金流	(6.2)	(41.0)	(4.0)	(4.5)	(4.9)	股東資金回報率 (%)	73.4	73.9	62.4	56.7	49.4
集資及注資淨額	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	應收帳款周轉天數	28.0	24.7	24.0	25.0	25.0
股息	(83.9)	(52.1)	(73.9)	(107.6)	(128.7)	應付帳款周轉天數	29.4	31.2	31.0	29.0	32.0
其他	(46.1)	(79.5)	(50.0)	(40.0)	(40.0)	流動比率 (倍)	3.3	2.9	3.0	3.2	3.4
融資活動現金流	(128.6)	(131.6)	(123.9)	(147.6)	(168.7)	淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
現金變動	37.4	66.6	96.4	117.6	94.8	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	
期初淨現金	184.1	221.9	287.5	384.0	501.6	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	0.4	(1.0)	0.0	0.0	0.0	派息比率 (%)	53.7	30.5	45.3	52.9	53.9
期末淨現金	221.9	287.5	384.0	501.6	596.4						

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。