

IGG (799 HK)

指引调整，等待新游补充

- ❖ **流水指引调整。**公司近期略微调整了 FY17<王国纪元>流水增长指引：此前预期 10 月份达到的 5,000 万（美元·下同）目标推至 12 月，源于部分游戏竞争及长期增长的注重。<王国纪元>10 月月流水出现略微环比下滑，但自 11 月开始企稳回升，其他游戏流水保持稳定。此外，根据 App Annie 下载排名，<王国纪元>12 月初下载排名逐渐恢复上升，在中国/美国/韩国区畅销榜排名基本稳定在 TOP15~30，日本区畅销榜排名~TOP100。收入结构方面，<王国纪元>中国区月流水占比维持在~30%，安卓版仅占中国区流水~10%。公司目标于 FY18 年底<王国纪元>月流水达 6,000 万，增量空间主要来自于中国区安卓版（~500 万来自中国区）。
- ❖ **FY18 新游储备约 4~5 款。**消除类游戏<糖果消除大师>已于 2017 年 12 月底上线。公司目前公布的 FY18 新游储备约 4~5 款：预计明年 3 月上线 Madland，3Q18 上线城堡争霸 2 及 Galaxy III，9 月上线 Reborn。公司对新游贡献无指引，目标希望冲击 500~1,000 万月流水。新游主要先由东南亚市场推广，后期根据玩家反馈逐步推至欧美及中国。目前产品研发线主要集中在策略类游戏，暂时未有生存类游戏计划。为保守估计，我们未纳入新游收入贡献。
- ❖ **FY17 净利润率指引下调至~25%。**公司将 FY17 的净利润率从~30%下调至~25%，源于游戏竞争下市场推广费的加大。考虑近期<乱世王者>的表现、及年底中国区生存类游戏获取过多游戏玩家，我们认为 1H18 仍将面临较高的获客成本（尤其考虑近期腾讯(700 HK,买入)主推的两款 PUBG 自研手游）。同时考虑 FY18 新游的发行与推广，我们略微上调 FY17/18/19 预测市场费用率 2.4/1.9/1.4 百分点，对应 FY17/18/19 的净利润率预测下调至 25.8%/27.6%/28.5%。
- ❖ **维持买入评级，下调目标价至 10 港币。**我们看好公司策略游戏研运能力及丰厚派息，但考虑增长长期游戏数量有限，且<王国纪元>已经历一年半的上升期，后期增量将依赖新游的表现。结合近期指引调整，我们下调 FY17/18/19 调整后净利润 18%/8%/1%。对应目标价从 15.2 港币下调至 10 港币，相当于公司 2018 财年调整后 8.4 倍的市盈率。目前公司估值为 6.3x FY18 PE，估值较低，未来重估的催化剂需等待新游上线后表现。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万美元)	203	322	619	745	767
调整后净利润(百万美元)	41	73	159	205	218
每股收益(美元)	0.03	0.05	0.12	0.15	0.16
每股收益变动(%)	-38.5	79.2	119.6	28.7	6.3
市盈率(x)	31.9	17.8	8.1	6.3	5.9
市帐率(x)	6.9	6.6	4.7	3.1	2.3
股息率(%)	2.8	5.1	6.2	4.8	5.1
权益收益率(%)	22.0	37.6	67.6	59.1	44.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（维持）

目标价	HK\$10.0
(此前目标价)	HK\$15.2
潜在升幅	+33.7%
当前股价	HK\$7.5

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万港元)	10,115
3月平均流通量(百万港元)	153.0
52周内股价高/低(港元)	14.0/4.9
总股本(百万)	1,350.4

资料来源：彭博

股东结构

Zhongjian Cai	14.8%
Yuan Chi	11.4%
JP Morgan Chase & Co	4.8%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-29.3%	-27.6%
3-月	-36.5%	-37.9%
6-月	-38.4%	-43.3%

资料来源：彭博

股价表现



审计师：安永

公司网站：www.igg.com

利润表

年结:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	203	322	619	745	767
手游	190	317	614	741	763
页游及端游	12	5	5	4	4
销售成本	(62)	(103)	(188)	(226)	(233)
毛利	141	219	431	519	534
销售费用	(42)	(80)	(167)	(197)	(199)
行政费用	(22)	(24)	(31)	(34)	(35)
研发费用	(27)	(36)	(56)	(60)	(58)
其他收益	(5)	(1)	-	-	-
经营利润	45	77	177	228	243
融资成本	-	-	-	-	-
联营公司	-	-	-	-	-
税前利润	45	77	177	228	243
所得税	(4)	(6)	(18)	(23)	(24)
非控制股东权益	(0)	(1)	-	-	-
净利润	41	72	159	205	218
调整后净利润	41	73	159	205	218

来源:公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	17	19	22	24	26
物业、厂房及设备	5	8	10	12	14
联营公司	-	1	1	1	1
可供出售投资	8	8	8	8	8
无形资产	1	0	0	0	0
其他	3	2	2	2	2
流动资产	203	224	325	480	633
现金及现金等价物	186	184	267	412	563
初步为期超过三个月的定期存款	-	-	-	-	-
应收账款	15	34	51	61	63
关连款项	-	-	-	-	-
其他	3	7	7	7	7
流动负债	28	47	70	84	86
借债	-	-	-	-	-
应付贸易账款	5	14	28	34	35
应付税项	3	5	5	5	5
递延收入	17	19	37	45	46
其他应付款项	4	9	-	-	-
非流动负债	0	0	0	0	0
长期银行贷款	-	-	-	-	-
递延所得税负债	0	0	0	0	0
其他	-	-	-	-	-
净资产总值	191	196	275	419	572
股东权益	191	196	276	419	572
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)

来源:公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	45	77	177	228	243
折旧和摊销	2	3	3	4	4
营运资金变动	5	(5)	6	3	1
税务开支	(5)	(6)	(18)	(23)	(24)
其他	7	5	-	-	-
经营活动所得现金净额	54	74	168	212	223
购置固定资产、无形资产及土地	(4)	(5)	(5)	(6)	(6)
联营公司	(9)	(1)	-	-	-
其他	59	(1)	-	-	-
投资活动所得现金净额	46	(7)	(5)	(6)	(6)
向当时现有股东宣派及派付的股息	(38)	(65)	(80)	(62)	(65)
行使购股权所得款项	1	-	-	-	-
购买普通股的付款	(4)	(5)	-	-	-
其他	0	2	-	-	-
融资活动所得现金净额	(40)	(68)	(80)	(62)	(65)
现金增加净额	59	(1)	83	144	151
年初现金及现金等价物	127	186	184	267	412
汇兑	(1)	(0)	-	-	-
年末现金及现金等价物	186	184	267	412	563
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表中的现金	186	184	267	412	563

来源:公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
手游	94.0	98.3	99.2	99.4	99.4
页游及端游	6.0	1.7	0.8	0.6	0.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	(1.0)	59.0	92.2	20.3	3.0
毛利	(3.6)	55.8	96.9	20.3	3.0
经营利润	(37.3)	72.0	129.3	28.7	6.3
净利润	(37.9)	73.6	122.7	28.7	6.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	69.4	68.0	69.6	69.6	69.6
税前利率	22.2	24.0	28.6	30.6	31.6
净利润率	20.4	22.2	25.8	27.6	28.5
调整后净利润率	20.5	22.5	25.8	27.6	28.5
有效税率	(8.2)	(7.3)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
资产负债比率					
流动比率 (x)	7.1	4.7	4.6	5.7	7.3
平均应收账款周转天数	30.5	27.2	30.0	30.0	30.0
平均应付帐款周转天数	59.3	55.4	55.0	55.0	55.0
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	22.0	37.6	67.6	59.1	44.0
资产回报率	19.0	31.3	54.1	48.3	37.6
每股数据					
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.118	0.152	0.162
每股股息(美元)	0.027	0.048	0.059	0.046	0.049
每股账面值(美元)	0.138	0.145	0.204	0.310	0.424

来源:公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。