

IGG (799 HK)

LM 流水增勢不減，但仍需等待新游補充

- ❖ **FY17 業績略低于預測。** FY17 收入 6.07 億美元，同比增長 89%，較我們的預期及一致預測低 2%。調整後淨利潤同比大漲 114% 至 1.6 億（美元·下同），符合我們的預測，但略低于一致預測 3%，歸因于<王國紀元>年底增長趨緩。目前公司用擁有 4.8 億註冊用戶、超過 1,900 萬月活。公司全年宣派的股息及回購金額合計約占年度淨利 79%，股息吸引，但并未對未來派息比例給予明確指引。
- ❖ **<王國紀元>流水增勢不減，但 FY18/19 長期走勢依賴于新游貢獻。** <王國紀元>于 2017 年 12 月月流水超過 5,000 萬美元，達管理層預期。公司表示 2018 年 2 月<王國紀元>月流水已超 5,600 萬（僅 28 天），主要依賴于大陸安卓版 MAU 高增長（~1,200 萬）。<王國紀元>于 App Annie 上中國區 iOS 遊戲暢銷榜排名目前穩定在 TOP20~30。管理層表示近期大陸安卓版月流水均環比增長 100 萬美元，目標希望 2018 年能達到 6,000 萬美元，其中 1H18 大陸安卓版流水預計將保持上升趨勢。公司表示目前對於遊戲平衡重心從流水均衡調整至玩家數量均衡，故而助于打開中國地區<王國紀元>市場空間（FY17<王國紀元>亞洲收入占比 60%）。相比其他地區，中國地區的投資回報期較短、獲客成本較低。考慮目前公司的市場均衡戰略及克制獲客，我們預計 1H18 集團月流水將持續增長，但在出現下一款頭部遊戲前 FY18/19 長期增長缺乏催化劑，尤其考慮<王國紀元>的生命周期及其他遊戲品類的激烈競爭（例如，生存類遊戲）。
- ❖ **FY18 披露 3 款核心新游儲備。** 消除類遊戲<糖果消除大師>已于 2017 年 12 月底上線，但尚未釋放驚喜。此外，TUG 沙盒遊戲在試水後目前處于回爐再造期。公司目前公布的 FY18 核心新游儲備約 3 款：Galaxy, Reborn and 城堡爭霸 2。其中備受期待的城堡爭霸 2 預計將於 2H18 上線。公司對新游貢獻無指引。考慮近期遊戲競爭環境，公司表示後期會考慮生存類遊戲、女性遊戲等研發投入。為保守估計，我們未納入新游收入貢獻。
- ❖ **FY18-20E 預測疲軟。** 得益于<王國紀元>于 1H18 的增長，我們預計 FY18 收入增長達 18%，但鑒于其生命周期，在新游尚未帶來大量貢獻前，預計 FY19/20 遊戲收入或存在下滑風險。
- ❖ **上調目標價至 12.4 港幣，但下調至持有評級。** 我們看好公司策略遊戲研運能力及豐厚派息，但考慮增長期遊戲數量有限，且<王國紀元>已經歷近 2 年的上升期，後期增量將主要依賴新游的表現。我們調整 FY18/19 調整後淨利潤 +3%/-6%。對應目標價從 10.0 港幣上調至 12.4 港幣，相當于公司 2018 財年調整後 10 倍的市盈率（約為歷史平均）。未來重估的催化劑取決于新游上線後表現。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬美元)	322	607	777	764	746
調整後淨利潤(百萬美元)	73	156	210	206	199
每股收益(美元)	0.05	0.12	0.16	0.15	0.15
每股收益變動(%)	79.2	117.9	32.9	-2.3	-3.1
市盈率(x)	26.4	12.1	9.1	9.3	9.6
市帳率(x)	9.8	8.3	5.1	3.7	2.9
股息率(%)	3.4	6.5	3.3	3.2	3.1
權益收益率(%)	37.6	73.4	69.5	45.8	33.8
淨財務杠杆率(%)		淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有（下調）

目標價	HK\$12.4
(此前目標價)	HK\$10.0
潛在升幅	+12.1%
當前股價	HK\$11.1

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

伍力恒

電話：(852) 3900 0881

郵件：alexng@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬港元)	14,750
3月平均流通量(百萬港元)	129.3
52周內股價高/低(港元)	14.0/6.4
總股本(百萬)	1,333.6

資料來源：彭博

股東結構

Zhongjian Cai	15.0%
Yuan Chi	11.5%
JP Morgan Chase & Co	5.9%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	45.3%	35.7%
3-月	35.2%	23.2%
6-月	3.2%	-8.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.igg.com

利潤表

年結:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	203	322	607	777	764	746
手游	190	317	607	776	764	746
页游及端游	12	5	0	0	0	0
销售成本	(62)	(103)	(193)	(248)	(245)	(241)
毛利	141	219	415	529	519	505
销售费用	(42)	(80)	(159)	(202)	(199)	(194)
行政费用	(22)	(24)	(33)	(39)	(38)	(37)
研发费用	(27)	(36)	(47)	(54)	(53)	(52)
其他收益	(5)	(1)	4	-	-	-
经营利润	45	77	179	234	228	221
融资成本	-	-	-	-	-	-
联营公司	-	-	-	-	-	-
税前利润	45	77	179	234	228	221
所得税	(4)	(6)	(24)	(23)	(23)	(22)
非控制股东权益	(0)	(1)	(1)	-	-	-
净利润	41	72	155	210	206	199
调整后净利润	41	73	156	210	206	199

來源:公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	17	19	23	23	23	23
物业、厂房及设备	5	8	7	7	8	8
联营公司	-	1	0	0	0	0
可供出售投资	8	8	12	12	12	12
无形资产	1	0	1	1	1	0
其他	3	2	2	2	2	2
流动资产	203	224	296	454	596	734
现金及现金等价物	186	184	222	390	534	673
初步为期限超过三个月的定期存款	-	-	-	-	-	-
应收账款	15	34	74	64	63	61
关连款项	-	-	-	-	-	-
其他	3	7	0	0	0	(0)
流动负债	28	47	90	101	100	98
借债	-	-	-	-	-	-
应付贸易账款	5	14	36	37	37	36
应付税项	3	5	23	23	23	23
递延收入	17	19	32	41	40	39
其他应付款项	4	9	-	-	-	-
非流动负债	0	0	0	0	0	0
长期银行贷款	-	-	-	-	-	-
递延所得税负债	0	0	0	0	0	0
其他	-	-	-	-	-	-
净资产总值	191	196	228	375	519	658
股东权益	191	196	229	376	520	660
少数股东权益	1	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)

來源:公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	45	77	179	234	228	221
折舊和攤銷	2	3	3	3	3	3
營運資金變動	5	(5)	(8)	21	(0)	(0)
稅務開支	(5)	(6)	(24)	(23)	(23)	(22)
其他	7	5	22	-	-	-
經營活動所得現金淨額	54	74	172	234	208	202
購置固定資產、無形資產及土地	(4)	(5)	(3)	(3)	(3)	(3)
聯營公司	(9)	(1)	-	-	-	-
其他	59	(1)	(3)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	46	(7)	(6)	(3)	(3)	(3)
向當時現有股東宣派及派付的股息	(38)	(65)	(123)	(63)	(62)	(60)
行使購股權所得款項	1	-	-	-	-	-
購買普通股的付款	(4)	(5)	-	-	-	-
其他	0	2	(5)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(40)	(68)	(129)	(63)	(62)	(60)
現金增加淨額	59	(1)	37	168	144	139
年初現金及現金等价物	127	186	184	222	390	534
匯兌	(1)	(0)	0	-	-	-
年末現金及現金等价物	186	184	222	390	534	673
受限制現金	-	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	186	184	222	390	534	673

來源: 公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)						
手游	94.0	98.3	99.9	100.0	100.0	100.0
頁游及端游	6.0	1.7	0.1	0.0	0.0	0.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)						
收入	(1.0)	59.0	88.5	27.9	(1.6)	(2.4)
毛利	(3.6)	55.8	89.4	27.5	(1.9)	(2.7)
經營利潤	(37.3)	72.0	131.6	30.5	(2.3)	(3.1)
淨利潤	(37.9)	73.6	116.6	35.6	(2.3)	(3.1)
盈利能力比率 (%)						
毛利率	69.4	68.0	68.3	68.1	67.9	67.7
稅前利率	22.2	24.0	29.5	30.1	29.9	29.7
淨利潤率	20.4	22.2	25.5	27.1	26.9	26.7
調整後淨利潤率	20.5	22.5	25.7	27.1	26.9	26.7
有效稅率	(8.2)	(7.3)	(13.4)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
資產負債比率						
流動比率 (x)	7.1	4.7	3.3	4.5	6.0	7.5
平均應收賬款周轉天數	30.5	27.2	32.2	30.0	30.0	30.0
平均應付賬款周轉天數	59.3	55.4	55.8	55.0	55.0	55.0
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-	-
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)						
資本回報率	22.0	37.6	73.4	69.5	45.8	33.8
資產回報率	19.0	31.3	55.5	52.9	37.5	29.0
每股數據						
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.117	0.156	0.152	0.148
每股股息(美元)	0.027	0.048	0.093	0.047	0.046	0.044
每股賬面值(美元)	0.138	0.145	0.171	0.278	0.384	0.488

來源: 公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。