

IGG (799 HK)

靚麗業績持續，<王國紀元>流水增勢不減

❖ **1H17 業績符預期，中期派息吸引。**公司 1H17 收入 2.7 億（美元·下同），同比增長 117%；淨利潤為 7,616 萬，同比增長 205%，均符合預期。1H17 淨利潤率為 28%，雖略低於此前公司指引 30%，但如若不考慮稅收變化因素（優惠稅率從 FY16 的 5% 提升至 FY17-19 的 10%，預提稅收 400~500 萬美元），淨利潤率將高於 30%。2H17 該指標指引將維持約 30%（如若考慮稅收撥備的減少及費用的超預期控制，2H17 淨利潤率或較 1H17 有所提升）。中期派息為該次業績較大亮點：派息比率（中期股息及特別派息）高達 80%（vs. 1H16 30%），對應股息率為 3%（已達歷年全平均水平）。

❖ **<王國紀元>流水有望至 10 月突破 5,000 萬。**公司 1H17 總流水上升至 3.05 億，月流水從 2016 年 1 月的 2,160 萬增至 2017 年 6 月 5,510 萬（8 月首次突破 6,000 萬），且預計全年流水達 6,770 萬美元，主要受益於<王國紀元>的持續強勁增長。<王國紀元>每月淨增 200 萬月流水目標維持不變，有望于 10 月突破 5,000 萬流水（6/7/8 月流水預計分別約為 4,100 萬/4,200 萬/4,500 萬）。看好<王國紀元>2H17 流水增長動力，支撐點：1）近期日本區（8 月已投入~1000 萬美元廣告）及大陸安卓號（已過審，預計 9 月底上線）玩家及流水的補充；2）淨 DAU 增勢不減。<王國紀元>6 月淨 DAU 增至 120 萬（vs. 3 月 100 萬），12 月目標為 150 萬；3）競品<亂世王者>影響有限。<王國紀元>中國區下載及暢銷榜在<亂世王者>上線一周內出現短期波動後迅速回升至常態排名，反映出競品影響時長及效應的有限性。我們認為<亂世王者>雖同為戰爭策略遊戲（三國特色、清晰故事脈絡），但<王國紀元>憑藉全球同服、海外多元化玩家及持續均衡運營能力，依舊有望吸引用戶增量，且不排除受益於競品帶來的用戶教育及興趣培養效應。此外，公司披露 Reborn 及 COL III 兩款新游儲備，其中 Reborn 在借鑒<王國紀元>玩法之余進行了美工升級、兵將特色元素引入，有望延續新游梯度接力。

❖ **全球化市場推廣能力提升，後期獲客效應將逐漸顯現。**1H17 市場營銷/研發/行政費用占收入比重分別為 22%/8%/5%（環比分別下降 2/2/1 百分點），充分體現公司經營效率的提升。其中研發人員數量雖變動較少，但內部整體質量優化。營銷層面，我們看好公司長期運營下對獲客效率的把控，源于：1）多元化市場推廣能力。公司在歐美、港臺等不同地區進行差異化線上線下宣傳，如港臺地區組織競技賽事，新加坡地區進行巴士推廣；此外，籌備中的國際化視頻廣告及亞洲地區明星代言後期獲客效應將逐漸顯現；2）大數據積累及分析下用戶的精確追蹤。

❖ **維持「買入」評級。**基于<王國紀元>的流水表現，我們上調 2H17 月流水預測（調整後 12 月<王國紀元>月流水約為 5,400 萬），對應 FY17/18/19 調整後淨利潤變動為+0%/+2%/+1%。基于 DCF 估值，目標價由 12.8 港元上調至 15.2 港元，相當于公司 2018 財年調整後 EPS 的 12 倍，重申「買入」評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬美元)	203	322	626	748	767
調整後淨利潤(百萬美元)	41	73	189	222	228
每股收益(美元)	0.03	0.05	0.14	0.16	0.17
每股收益變動(%)	-38.5	79.2	160.1	17.7	2.6
市盈率(x)	51.8	28.9	11.1	9.4	9.2
市帳率(x)	11.2	10.7	7.2	4.7	3.5
股息率(%)	1.7	3.1	4.5	3.2	3.3
權益收益率(%)	22.0	37.6	77.7	60.4	43.4
淨財務杠杆率(%)	淨現金	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

買入（維持）

目標價	HK\$15.2
(此前目標價)	HK\$12.8
潛在升幅	+25.0%
當前股價	HK\$12.2

黃群

電話：(852) 3900 0889

郵件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行業

市值(百萬港元)	16,484
3 月平均流通量(百萬港元)	280.6
52 周內股價高/低(港元)	14.3/3.8
總股本(百萬)	1,349.9

資料來源：彭博

股東結構

Zhongjian Cai	14.8%
Yuan Chi	11.3%
JP Morgan Chase & Co	5.0%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.3%	-11.1%
3-月	13.0%	4.3%
6-月	111.3%	81.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

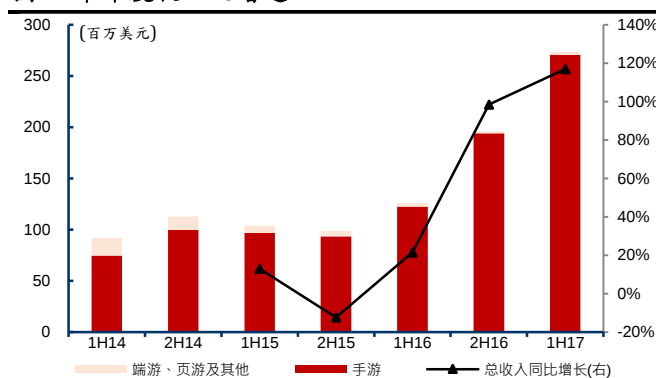
公司網站：www.igg.com

圖 1: 半年度財務概覽

年結: 12月31日 (百萬美元)	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	1H17 YoY	1H17 HoH
收入	92	113	104	99	126	196	274	117%	40%
手游	75	100	97	94	123	194	271	121%	40%
端游、頁游及其他	17	13	7	5	3	2	3	-20%	40%
銷售成本	(25)	(34)	(32)	(30)	(37)	(66)	(87)		
毛利	67	79	72	69	89	130	186	110%	43%
毛利率	72%	70%	69%	69%	70%	66%	68%	-2ppts	+2ppts
研發費用	(7)	(10)	(13)	(14)	(16)	(20)	(22)	34%	10%
銷售費用	(19)	(24)	(22)	(19)	(34)	(46)	(61)	79%	32%
行政費用	(6)	(10)	(10)	(11)	(11)	(12)	(14)	24%	11%
其他收益 (費用)	0	(1)	(0)	0	0	1	1		
經營利潤	34	34	26	24	27	53	91	232%	72%
稅前利潤 (GAAP)	35	36	27	18	27	50	91	235%	81%
所得稅	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)	(4)	(15)		
非控制股東權益	0	0	0	(0)	(1)	0	(1)		
淨利潤	33	33	25	17	25	47	76	205%	64%
NonGAAP淨利潤	32	32	25	21	25	47	77	208%	66%
NonGAAP淨利潤率	35%	28%	24%	21%	20%	24%	28%	+8ppts	+5ppts

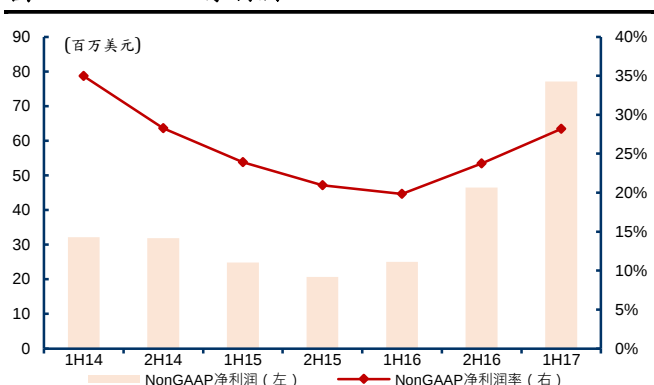
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 半年度收入及增速



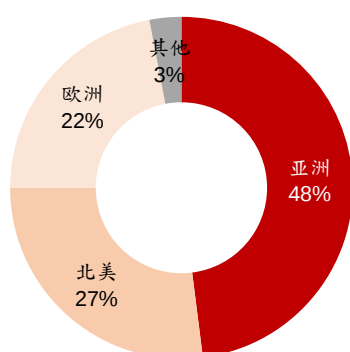
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3: Non GAAP 淨利潤



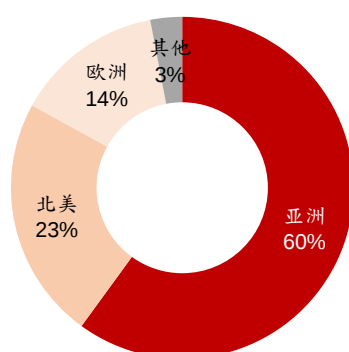
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 1H17 集團收入結構 (地區劃分)



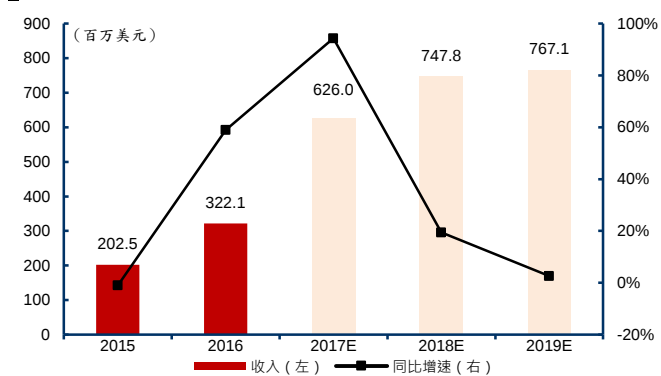
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 1H17<王國紀元>收入結構 (地區劃分)



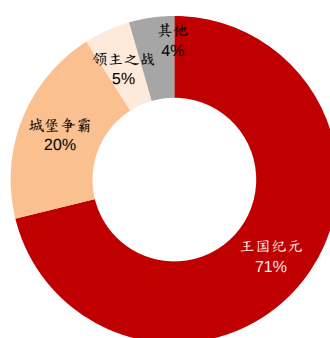
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 收入及增速預測



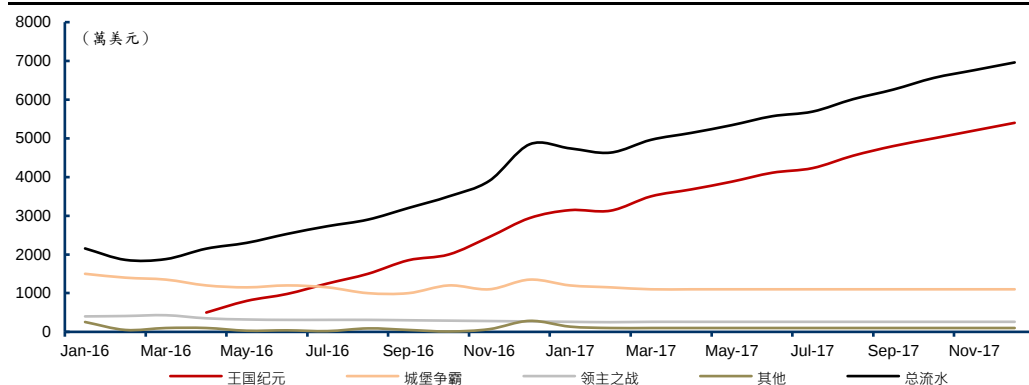
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 8: FY17 核心遊戲收入占比



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 9: 遊戲流水預測



資料來源：公司，招銀國際預測

利潤表

年結:12月31日 (百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	203	322	626	748	767
手游	190	317	621	743	763
页游及端游	12	5	5	4	4
销售成本	(62)	(103)	(190)	(227)	(233)
毛利	141	219	436	521	534
销售费用	(42)	(80)	(154)	(184)	(189)
行政费用	(22)	(24)	(25)	(34)	(35)
研发费用	(27)	(36)	(47)	(56)	(58)
其他收益	(5)	(1)	-	-	-
经营利润	45	77	210	247	253
融资成本	-	-	-	-	-
联营公司	-	-	-	-	-
税前利润	45	77	210	247	253
所得税	(4)	(6)	(21)	(25)	(25)
非控制股东权益	(0)	(1)	-	-	-
净利润	41	72	189	222	228
调整后净利润	41	73	189	222	228

来源: 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	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	340	506	666
现金及现金等价物	186	184	282	438	596
初步为期限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	71	84	86
借债	-	-	-	-	-
应付贸易账款	5	14	29	34	35
应付税项	3	5	5	5	5
递延收入	17	19	38	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	290	446	605
股东权益	191	196	290	446	605
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)

来源: 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
稅前利潤	45	77	210	247	253
折旧和摊销	2	3	3	4	4
營運資金變動	5	(5)	6	3	0
稅務開支	(5)	(6)	(21)	(25)	(25)
其他	7	5	-	-	-
經營活動所得現金淨額	54	74	198	229	233
購置固定資產、無形資產及土地	(4)	(5)	(5)	(6)	(6)
聯營公司	(9)	(1)	-	-	-
其他	59	(1)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	46	(7)	(5)	(6)	(6)
向當時現有股東宣派及派付的股息	(38)	(65)	(94)	(67)	(68)
行使購股權所得款項	1	-	-	-	-
購買普通股的付款	(4)	(5)	-	-	-
其他	0	2	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(40)	(68)	(94)	(67)	(68)
現金增加淨額	59	(1)	98	156	158
年初現金及現金等价物	127	186	184	282	438
匯兌	(1)	(0)	-	-	-
年末現金及現金等价物	186	184	282	438	596
受限制現金	-	-	-	-	-
資產負債表的現金	186	184	282	438	596

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	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
手游	94.0	98.3	99.2	99.4	99.4
頁游及端游	6.0	1.7	0.8	0.6	0.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	(1.0)	59.0	94.4	19.4	2.6
毛利	(3.6)	55.8	99.1	19.4	2.6
經營利潤	(37.3)	72.0	171.5	17.7	2.6
淨利潤	(37.9)	73.6	163.7	17.7	2.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	69.4	68.0	69.6	69.6	69.6
稅前利率	22.2	24.0	33.5	33.0	33.0
淨利潤率	20.4	22.2	30.2	29.7	29.7
調整後淨利潤率	20.5	22.5	30.2	29.7	29.7
有效稅率	(8.2)	(7.3)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
資產負債比率					
流動比率 (x)	7.1	4.7	4.8	6.0	7.7
平均應收賬款周轉天數	30.5	27.2	30.0	30.0	30.0
平均應付帳款周轉天數	59.3	55.4	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
回報率 (%)					
資本回報率	22.0	37.6	77.7	60.4	43.4
資產回報率	19.0	31.3	62.4	49.8	37.3
每股數據					
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.140	0.165	0.169
每股股息(美元)	0.027	0.048	0.070	0.049	0.051
每股賬面值(美元)	0.138	0.145	0.215	0.330	0.448

來源: 公司及招銀國際研究部預測

估值預測

(1) DCF 估值

基于 13.4% 的 WACC 及 2% 的長期增長率假設，推算出公司 DCF 估值結果為 15.2 港元，相當于公司 FY17/FY18/FY19 調整後 EPS 的 13.9/11.8/11.5 倍，重申買入評級。

圖 10: DCF 估值測算及敏感度分析

DCF 估值模型 (US\$'000)	高速成長期					穩定成長期				
現金流量預測	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
息稅前利潤	209,832	246,902	253,292	278,621	303,697	327,992	350,952	372,009	390,609	406,234
實際稅項	-20,983	-24,690	-25,329	-27,862	-30,370	-32,799	-35,095	-37,201	-39,061	-40,623
折舊與攤銷	3,116	3,767	4,341	4,775	5,014	5,164	5,267	5,320	5,373	5,427
營運資本	5,954	2,872	457	420	386	355	327	311	295	280
資本開支	-5,495	-6,044	-6,346	-6,663	-6,930	-7,138	-7,352	-7,573	-7,724	-7,879
自由現金流量	192,425	222,806	226,414	249,290	271,797	293,575	314,099	332,866	349,493	363,439
自有現金流同比增速	200%	16%	2%	10%	9%	8%	7%	6%	5%	4%
折合至 2017 年的現金流量	169,698	173,285	155,293	150,790	144,987	138,108	130,311	121,787	112,768	1,029,370
永續期折現值										3,254,034

基本参数

WACC	13.4%
稅率	10.0%
无風險利率	1.7%
債務成本	0.0%
Beta	1.04
風險溢價	12.0%
權益成本	13.4%
目標債務/(權益+債務)	0.0%
長期增長率	2.0%
債券價值	0

公司價值計算

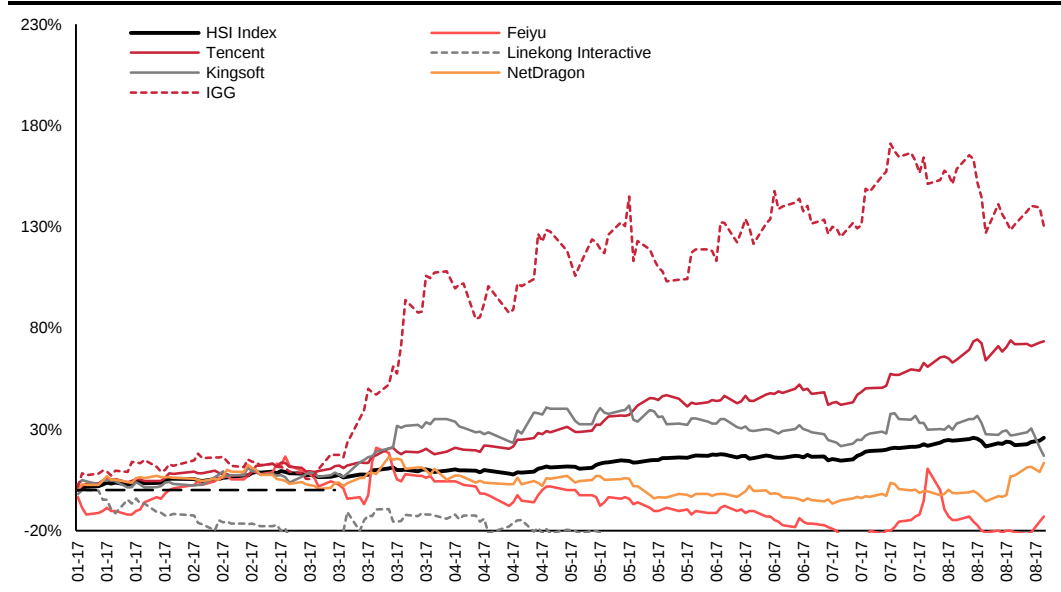
現金流折現	2,326,397
減：淨金融負債	-282,061
減：少數股東權益	-281
股本價值	2,608,740
股本數量（預期）	1,343,133
DCF 法之每股價值（港元）	15.20

資料來源：公司，招銀國際預測

WACC						
长期增长率	~	11%	12%	13%	14%	15%
	0.5%	17.89	16.29	14.50	13.84	12.88
	1.0%	18.28	16.59	14.72	14.02	13.03
	1.5%	18.71	16.92	14.95	14.22	13.18
	2.0%	19.20	17.29	15.20	14.44	13.36
	2.5%	19.74	17.69	15.48	14.68	13.54
	3.0%	20.35	18.14	15.78	14.93	13.74
	3.5%	21.04	18.64	16.11	15.22	13.96

(2) 可比公司估值

圖 11: 同業股價表現



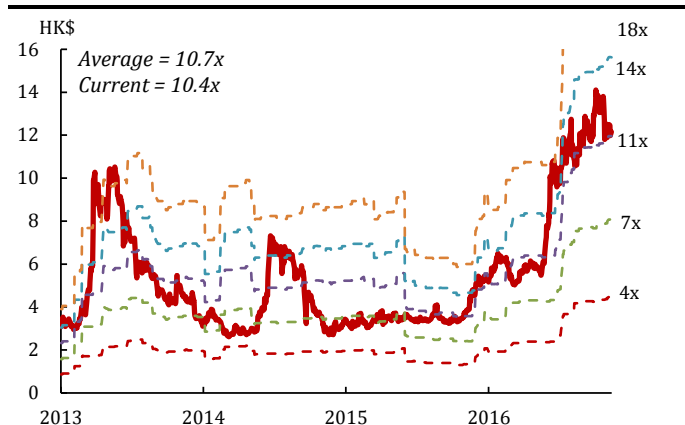
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 12: 同業比較

公司	股票代码	货币	股价	市值(百万美元)	EPS			PE		
					FY17E	FY18E	FY19E	FY17E	FY18E	FY19E
腾讯	700 HK	HKD	323.0	392,071	6.6	9.5	10.7	41.5	28.7	25.6
金山软件	3888 HK	HKD	18.1	3,035	0.9	1.3	1.6	17.0	11.9	9.7
网龙	777 HK	HKD	24.4	1,550	(0.0)	0.3	0.3	NA	80.1	72.2
蓝港互动	8267 HK	HKD	2.0	94	0.1	0.3	0.4	25.7	6.5	4.1
飞鱼科技	1022 HK	HKD	1.0	200	0.1	0.1	NA	17.1	6.1	NA
联众	6899 HK	HKD	1.9	192	0.2	0.3	0.3	6.5	4.8	4.9
网易	NTES US	USD	267.4	35,092	88.4	107.4	126.6	18.1	16.5	14.0
畅游	CYOU US	USD	39.7	2,074	2.8	3.9	3.5	11.0	10.2	11.4
平均								18.6	19.4	18.9
平均(剔除网龙)								18.6	11.8	11.3

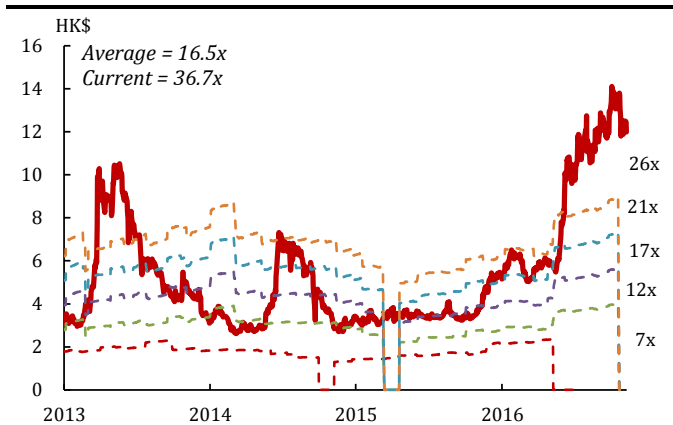
資料來源：彭博，招銀國際研究

圖 13: 市盈率區間



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 14: 市淨率區間



資料來源：公司，招銀國際研究

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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責任。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。接收本報告之行爲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。