

《王國紀元》月流水超預期 全球同服無懼競品挑戰

投資要點

- **2017 年上半年業績符合預期：**受惠於《王國紀元》(Lords Mobile, LM)的重大收益貢獻，2017 年上半年公司收益同比增長 117%，而且因行政及研發開支增幅小於收益(惟被所得稅開支大幅增加所部分抵消)，股東應佔溢利同比增長 194%。
- **LM 月流水再創新高：**LM 月流水由今年 1 月份的 3,160 萬美元激增至 6 月份的 4,110 萬美元，上半年 LM 總流水環比增加 84%，高於我們此前的預期，共帶來收益 1.9 億美元，佔公司總收益的 69%。截止 6 月 31 日，LM 累計註冊用戶已達 4,800 萬，月活躍用戶數 670 萬，較 2016 年 12 月底分別增加 92% 及 68%。
- **其他遊戲收入減少；新遊戲畫面及玩法均有所加強：**城堡爭霸 (Castle Clash, CC)、《領主之戰》(Clash of Lords, CoL) 及其他遊戲的收入於 2017 年上半年同比及環比均有所下降，下降趨勢預期將會持續。另一方面，新遊戲如三消益智類遊戲《Sweet Maker》、末日戰爭策略遊戲《Madlands》、星戰題材即時策略遊戲《Galaxy Online III》、實時戰爭策略遊戲《Reborn》及《CoL III》預期將於 2018 年陸續推出，雖然新遊戲資料不多，但畫面及玩法均有所提升，我們預期公司於 2018-2019 年收入仍能維持較快增長。
- **《亂世王者》上線對 LM 暫沒有影響；LM 中國 Google Play 版本將於 9 月上線：**騰訊 (700.HK) 近期發佈了首款戰爭策略手遊《亂世王者》，管理層暫表示對 LM 沒有影響，而且指出最大分別是 LM 是全球同服可吸引內地玩家課金與其他國家的玩家一較高下。公司預期 2017 年 8 月 LM 流水將超過 4,500 萬美元，加上其他遊戲的貢獻，8 月總流水將突破 6,000 萬美元。公司積極在全球各地推廣 LM，現在於日本投放超過 1,000 萬美元宣傳 LM，而 9 月底 LM 中國 Google Play 版本將上線，因此，LM 月流水預期將於年底前突破 5,000 萬美元大關。
- **估值與評級：**2017-2019 年公司將繼續享受新加坡的優惠稅率，但有效稅率從 5% 增加至 10%，加上公司希望 LM 於中國及歐美市場獲得更多市場份額，推廣費用及有效稅率上升預期將部分抵消收入高速增長的利好因素，我們仍預期公司淨利潤率將達不到目標的 30%。由於 LM 月流水較我們此前預期為高，我們分別上調公司 2017-2019 年每股盈利 0.6%、2.4% 及 8.8% 至 0.130 美元、0.160 美元及 0.191 美元。現價相當於 9.7 倍 2018 年預測市盈率，估值不高，我們以 2018 年預測市盈率 12.0 倍為目標(與金山軟件 (3888.HK) 估值相若)，上調目標價至 15.00 港元，維持**增持**評級。
- **風險提示：**1) 推廣費用較預期高；及 2) 新遊戲延遲推出。

指標/年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入(百萬美元)	202.5	322.1	625.7	784.2	934.4
增長率(%)	(1.0)	59.0	94.3	25.3	19.2
淨利潤(百萬美元)	41.5	72.6	175.8	217.5	259.4
增長率(%)	(37.5)	75.0	142.1	23.7	19.3
Consensus (百萬美元)			179.6	213.6	229.9
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.130	0.160	0.191
市盈率(倍)	52.1	29.1	12.0	9.7	8.2

資料來源：公司資料，西證證券

2017 年 8 月 28 日

郭日昇

sunny.kwok@swsc.hk
(852) 2238 9302

評級	增持 (維持)
目標價	15.00
現價	12.16
潛在升幅	23.4%

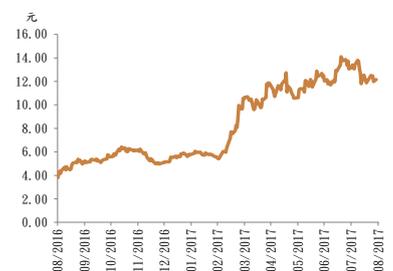
主要數據

52 周區間(元)	3.791/14.300
3 個月平均成交量(百萬)	22.63
流通股數(百萬)	1,355.59
市值(百萬美元)	16,483.91
主要股東(%)	蔡宗建 (14.9%)
審計	E&Y
業績日期	2018-03

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 2016 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	1H16	1H17	同比變動 (%/ppt)	
收入	126.0	273.5	117.0	王國紀元貢獻1.9億美元收入 王國紀元於2017年6月流水達到4,100萬美元
毛利	88.6	186.1	110.0	
經營利潤	27.3	91.2	234.0	
淨利潤	26.1	76.7	193.8	有效稅率同比大增8.6個百分點至16.2%
毛利率(%)	70.3	68.0	-2.3	毛利率環比回升1.6個百分點
經營利潤率(%)	21.7	33.3	11.7	
淨利潤率(%)	20.7	28.0	7.3	因加大推廣力度及對稅務作出撥備，低於管理層目標的30.0%

資料來源：公司資料，西證證券

表2：盈利預測

百萬美元	最新			此前			調整(€/ppt)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
收入	626	784	934	610	739	829	2.7	6.1	12.7
毛利	425	533	635	402	488	547	5.8	9.3	16.1
經營利潤	207	255	304	193	233	261	7.4	9.3	16.3
淨利潤	176	217	259	173	210	236	1.3	3.3	9.7
每股盈利(美元)	0.130	0.160	0.191	0.129	0.157	0.176	0.6	2.4	8.8
毛利率(%)	68.0	68.0	68.0	66.0	66.0	66.0	2.0	2.0	2.0
經營利潤率(%)	33.1	32.6	32.5	31.7	31.6	31.5	1.5	1.0	1.0
淨利潤率(%)	28.1	27.7	27.8	28.4	28.5	28.5	-0.4	-0.7	-0.8

資料來源：西證證券

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(%)
			FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E		
博雅互動	434 HK	2,424	8.7	6.5	5.9	1.1	0.8	0.7	0.0	12.5
雲遊控股	484 HK	2,072	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
騰訊控股	700 HK	3,067,851	63.0	41.7	28.8	15.7	11.0	8.3	0.3	29.6
飛魚科技	1022 HK	1,563	n.a.	17.4	6.4	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	3.0
金山軟件	3888 HK	23,748	n.a.	17.1	12.0	2.7	2.3	2.0	0.9	13.2
藍港互動	8267 HK	737	n.a.	26.0	6.6	0.7	n.a.	n.a.	0.0	n.a.
簡單平均			35.9	21.7	11.9	3.9	4.7	3.7	0.3	14.6
加權平均			63.0	41.5	28.7	15.6	10.9	8.3	0.3	29.4
加權平均 (不包括騰訊)			8.7	16.4	11.0	2.0	2.2	1.9	0.8	12.6

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)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	12月31日(百萬美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
總收入	202.5	322.1	625.7	784.2	934.4	物業、廠房及設備	5.4	7.7	8.0	8.0	7.8
銷售成本	(62.0)	(103.2)	(200.2)	(250.9)	(299.0)	無形資產	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1
毛利	140.5	218.9	425.5	533.2	635.4	其他	10.8	11.0	16.6	16.8	17.4
其他淨收入	(5.7)	(1.5)	0.8	0.4	0.3	非流動資產	17.0	19.1	24.9	24.9	25.3
銷售及分銷成本	(41.7)	(80.1)	(137.7)	(172.5)	(205.6)	貿易及其他應收款項	17.6	40.2	58.7	64.3	70.1
一般及行政開支	(21.8)	(23.6)	(31.3)	(39.2)	(46.7)	現金及現金等價物	185.5	184.1	267.4	311.2	369.0
研發開支	(26.9)	(36.0)	(50.1)	(66.7)	(79.4)	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
經營利潤	44.4	77.8	207.3	255.3	303.9	流動資產	203.1	224.3	326.1	375.4	439.1
財務收入淨額	0.6	0.6	0.7	1.1	1.2	貿易及其他應付款項	8.1	23.3	22.7	26.5	31.4
聯營和合營公司	0.0	(1.1)	(1.2)	(0.5)	0.0	其他	20.3	24.0	43.3	54.1	64.5
所得稅開支	(3.7)	(5.7)	(31.2)	(38.5)	(45.8)	流動負債	28.4	47.3	66.0	80.6	95.9
稅後利潤	41.2	71.6	175.6	217.4	259.4	非流動負債	0.5	0.5	1.2	1.4	1.7
非控股權益	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0	股東權益	190.5	195.9	284.1	318.7	367.0
淨利潤	41.5	72.6	175.6	217.4	259.4	非控股權益	0.7	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
每股盈利(美元)	0.030	0.054	0.130	0.160	0.191	總權益	191.3	195.7	283.8	318.4	366.8
每股股息(美元)	0.027	0.023	0.110	0.144	0.172	每股賬面值(美元)	0.138	0.145	0.210	0.235	0.271
現金流量表						財務比率					
12月31日(百萬美元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
稅前利潤	44.9	77.3	206.8	255.9	305.2	收入增長(%)	(1.0)	59.0	94.3	25.3	19.2
折舊及攤銷	1.9	2.8	3.4	3.5	3.7	毛利增長(%)	(3.6)	55.8	94.4	25.3	19.2
其他	7.1	3.4	3.9	3.6	3.5	經營溢利增長(%)	(37.6)	75.3	166.6	23.2	19.1
營運資金變動	4.7	(5.1)	(8.2)	6.1	6.6	淨利潤增長(%)	(37.5)	75.0	141.8	23.8	19.3
利息及稅項	(5.1)	(4.0)	(23.5)	(35.3)	(42.6)	毛利率(%)	69.4	68.0	68.0	68.0	68.0
經營活動現金流	53.6	74.4	182.4	233.7	276.4	經營利潤率(%)	21.9	24.1	33.1	32.6	32.5
資本開支	(18.5)	(4.9)	(6.9)	(4.1)	(4.0)	淨利率(%)	20.5	22.5	28.1	27.7	27.8
其他	64.2	(2.2)	(2.0)	0.0	0.0	資產收益率(%)	18.8	30.9	59.1	57.9	60.0
投資活動現金流	45.6	(7.1)	(8.9)	(4.1)	(4.0)	股東資金回報率(%)	22.0	37.6	73.2	72.1	75.7
集資及注資淨額	1.2	0.8	0.0	0.0	0.0	應收帳款周轉天數	27.4	26.1	25.0	26.0	24.0
股息	(37.7)	(37.7)	(84.0)	(185.9)	(214.6)	應付帳款周轉天數	35.8	32.9	30.0	30.0	30.0
其他	(3.4)	(31.6)	(6.2)	0.0	0.0	流動比率(倍)	7.1	4.7	4.9	4.7	4.6
融資活動現金流	(39.9)	(68.4)	(90.2)	(185.9)	(214.6)	淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
現金變動	59.3	(1.0)	83.4	43.7	57.8	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	淨利息	
期初淨現金	127.1	185.5	184.1	267.4	311.2	收入	收入	收入	收入	收入	
匯兌變動	(0.8)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	派息比率(%)	90.0	42.9	84.7	90.0	90.0
期末淨現金	185.5	184.1	267.4	311.2	369.0						

資料來源：公司資料，西證證券

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」)相信為可靠之來源，惟西證證券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，西證證券並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證國際證券股份有限公司(「西證國際」)及其附屬公司、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。西證國際及其附屬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。

西證國際或西證國際任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何第三方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。

未經西證國際事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證國際保留一切權利。