

全球领先的手游开发商



香港股市 | 互联网及软件 | 网络游戏

2015年3月20日

位列全球第9大手机应用商,「本土化」策略制胜

根据 distimo 的资料,以 14 年第四季度销售额计,IGG 位列全球第 9 大手机应用发行商,反映 IGG 的全球性的经营及市场进入能力,并已逐步建立国际知名度。为提升「本土化」方面的经营优势,IGG 针对亚洲市场的高成长潜力,已先后于美国、韩国、泰国及加拿大等地建立业务据点,相信有助促进集团将「本土化」概念融入现有和未来开发的游戏。

有效措施缓和手游的短生命周期忧虑

我们相信游戏开发商可透过更新现有游戏及推出新游戏等措施,来缓解手机游戏的生命周期短暂的问题。集团的城堡争霸于 14 财全年都能维持在 900 万以上的月度活跃用户数、每月流水值可超过 1,000 万,值得集团继续深度挖掘用户资源。IGG 对城堡争霸的季度收入依赖性有下降的迹象,主要原因是集团于 14 年下半年推出了多个游戏,带动集团内其他游戏的收入增量。

14 财年业绩亮丽,上调 15、16 财年收入及盈利预测

考虑到城堡争霸的寿命延长和新游戏推出的正面影响,我们上调 IGG 的预测 15 和 16 财年总收入至 2.86、3.31 亿美元,比去年的预测数字分别高 6.7%、23.5%。预测 15 和 16 财年的股东净利润上调至 0.81、0.91 亿美元,比去年的预测数字分别高 2.5%、5.8%,对应净利润率分别为 28.4%、27.4%。

经营手游能力优异,上调至「买入」评级,目标价 5.67 港元

IGG 已向联交所提出转往主板交易的申请,有利提升公司的形象和公众知名度,以及增加股份的交易流通量,正面利好股票表现。我们相信全球手游市场仍处于增长阶段,IGG 作为行业内的领先游戏开发商,具备较出色的研发和行销能力、以及较庞大用户基础,未来推出新游戏能较容易取得成功。目前公司股价尚未完全反映公司的真实价值,我们将 IGG 目标价由 5.50 港元上调至 5.67 港元,比目前股价呈 45% 的上升空间,评级由「增持」上调至「买入」。

主要数据:

(百万美元)	13 财年	14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
收入	88	205	286	331	362
增长率:	104%	133%	40%	16%	9%
毛利	66	146	200	229	246
增长率:	100%	122%	37%	14%	8%
经营利润	23	70	88	102	108
增长率:	197%	205%	26%	15%	6%
净利润	7	66	81	91	98
增长率:	亏转盈	855%	22%	12%	8%
每股盈利(港元)	0.040	0.378	0.461	0.515	0.557
每股派息(港元)	0.016	0.226	0.185	0.206	0.223
每股资产净值(港元)	0.000	0.779	1.063	1.277	1.618

来源:公司资料、齐鲁国际研究部

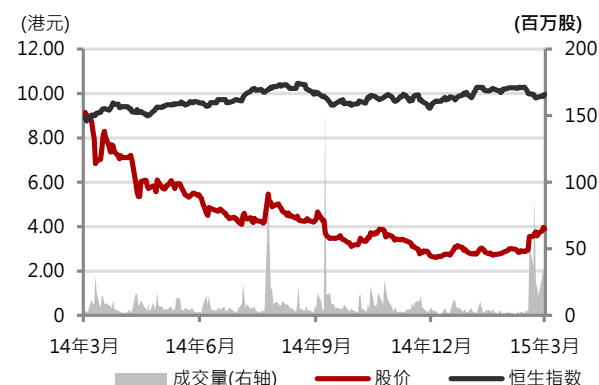
齐鲁国际研究部
7th Floor, Li Po Chun Chambers, 189 Des Voeux Road Central, Hong Kong
香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 7 楼
Tel: (852) 3979-2888 Fax: (852) 3979-2800

股票资料(更新至2015年3月19日)

最新价:	3.85	(港元)
总市值:	52.9	(亿港元)
流通股比例:	41.7%	
已发行总股本:	1,373	(百万股)
52 周价格区间:	2.6-9.33	(港元)
3 个月内日均成交额:	27.94	(百万港元)
主要股东:	蔡宗建、池元等一致行动人士 (占 32.5%)	

来源:彭博、齐鲁国际研究部

股价走势图(过去一年)



来源:彭博、齐鲁国际研究部

业务简介:

IGG 是一家全球网络游戏开发商及营运商,向全世界的玩家提供多种语言版本的手机游戏。旗下知名游戏包括《城堡争霸》、《领主之战》等。集团拥有遍布全球的业务及国际客户群。总部设在新加坡,但开发团队主要位于中国,近年积极於美国、加拿大、日本、韩国、泰国及菲律宾设有分支机构,以及拥有来自世界 200 多个国家及地区的客户。

分析师:

杨培钦 (Isaiah Yeung) CFA, FRM
isaiah.yeung@qlzq.com.hk

目录

(一) 投资要点：	4
(1) 全球第九大手机应用商，持续受惠全球手机市场增长	4
(2) 「本土化」概念开发全球市场，亚洲市场成重点	5
(3) 新游戏的推出可逐步淡化集团对「城堡争霸」的依赖	5
(3) 转往主板上市消息正面，短期可视为股价催化剂	6
(二) 盈利预测与估值：	7
收入预测	7
成本预测	8
利润表预测	8
目标价预测	10
同业比较	11
期待主板上市好消息；长远看好全球手游市场发展	11
上调至「买入」评级；目标价 5.67 港元	11
(三) 14 财年业绩点评：	13
皇牌游戏带动收入增长，交出高增长、高利润的业绩	13
挟「城堡争霸」之强势，跻身全球 10 大的手机应用发行商	13
分派丰厚股息	13
(四) 历史建议和目标价	14
(五) 公司及行业评级定义	15
(六) 重要声明	16

图表目录

图表 1：集团于 Google Play 平台的全球排名概要	4
图表 2：集团收入比重明细 (按地区).....	4
图表 3：集团收入比重明细 (按游戏平台).....	4
图表 4：城堡争霸与其他游戏的收入趋势.....	6
图表 5：城堡争霸与其他游戏的收入比重走势.....	6
图表 6：IGG 的 MAU 明细	7
图表 7：IGG 的 ARPU 明细	7
图表 8：IGG 收入预测明细 (2015-2017 财年).....	8
图表 9：IGG 利润表预测一览.....	9
图表 10：IGG 的 DCF 模型.....	10
图表 11：手游板块同业比较	11
图表 12：IGG 财务资料一览	12

(一)投资要点：

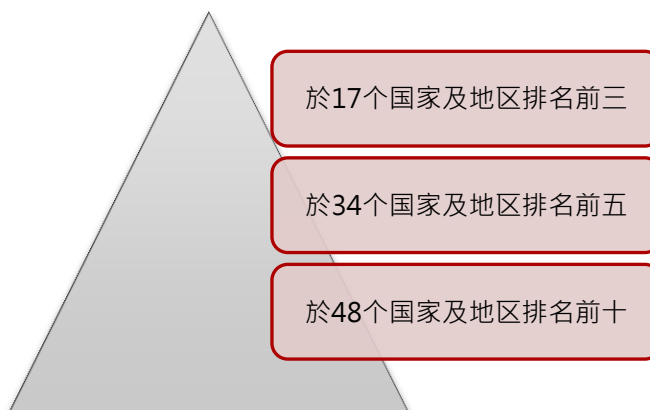
(1) 全球第九大手机应用商，持续受惠全球手机市场增长

根据 distimo 的资料，以 14 年第四季度销售额计，IGG 位列全球第 9 大手机应用发行商；其中包括在美国、俄罗斯在内的全球 17 个国家及地区排名前三；全球 34 个国家及地区排名前五；全球 48 个国家及地区排名前十。虽然 IGG 的主要开发及营运团队位于中国境内，但上述数据反映 IGG 的全球性的经营及市场进入能力，并已逐步建立国际知名度。

按地区划分的 14 财年总收入显示，来自北美洲、亚洲及欧洲收入比重分别为 38%、28%及 27%，而有剩下的 6%则包括了大洋洲、南美洲及非洲的收入。另一方面，集团的游戏移动化进程明显，移动游戏占总收入的比重从 13 财年的 51%，上升到 14 财年的 85%，基本上完成手机游戏商的转型。

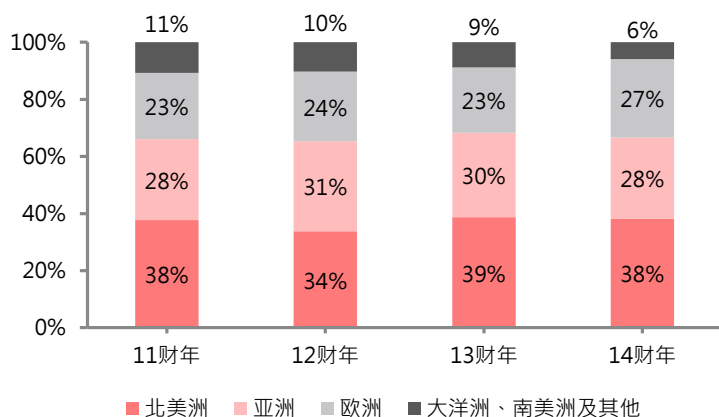
总括而言，IGG 已成为一家全球化手机游戏公司，收入来源遍布全球，映集团没有对个别国家存在收入依赖性，降低收入的集中性风险；另一方面，IGG 业务面向全球，收入基础大于一般港股同业。

图表 1：集团于 Google Play 平台的全球排名概要



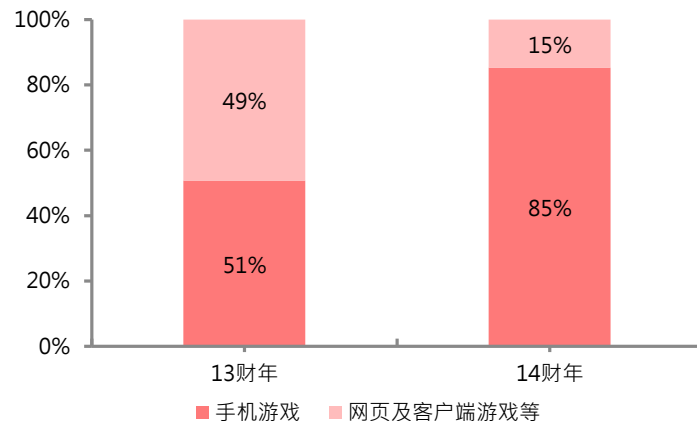
来源：公司资料，Distimo

图表 2：集团收入比重明细 (按地区)



来源：公司资料

图表 3：集团收入比重明细 (按游戏平台)



来源：公司资料

(2) 「本土化」概念开发全球市场，亚洲市场成重点

根据 distimo 的资料，2014 年全球总手游用户超过 15 亿人，其中付费用户达到 32%；移动游戏总营收为 250 亿美金，占全球游戏营收的 29%，此占比至 2017 年将提升至 37%。全球手游市场正处于增长势头，亚洲是 2014 年增长最快的手游市场，根据 distimo 的资料，占据全球游戏市场的 45%；由于网络、智能手机的渗透及经济的快速增长，至 2017 年，亚洲等增长型地区的游戏市场收入将达 590 亿美元，占据全球游戏市场的 57%。

我们认为一个游戏如果要于国际不同市场大卖，「本土化」可算是游戏公司的其中一个经营策略，例子包括游戏语言的翻译、游戏界面设计、市场营销、支付渠道或客户服务等方面。为提升「本土化」方面的经营优势，IGG 针对亚洲市场的高成长潜力，已先后于美国、韩国、泰国及加拿大等地建立业务据点，在加上原有的中国和新加坡业务基地，相信有助促进集团将「本土化」概念融入现有和未来开发的游戏，体现深耕当地细分市场的策略。

(3) 新游戏的推出可逐步淡化集团对「城堡争霸」的依赖

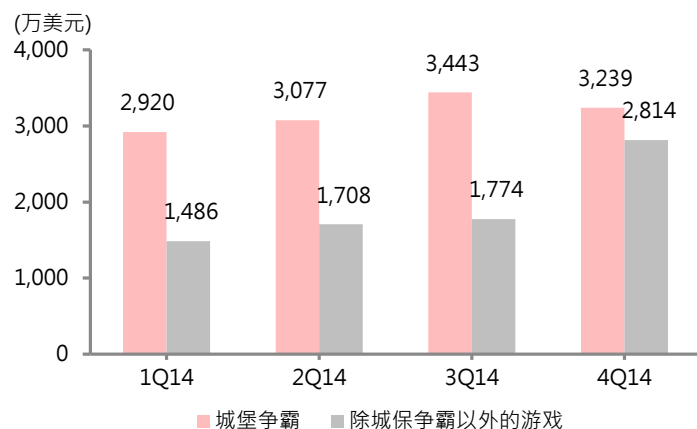
目前市场投资者普遍忧虑移动游戏的生命周期短暂，不利游戏经营者(尤其是游戏开发商)的长远盈利表现，因此对手游股的估值折让严重。我们认同手机游戏的生命周期较短，一般游戏的寿命大概为一年。尽管如此，面对短生命周期的负面影响，我们相信游戏开发商可通过以下两方面来缓解问题，分别是 1) 更新现有游戏及 2) 推出新游戏。

首先以城堡争霸为例，其寿命自推出至今已超过一年半，并且截至 2014 年底，用户人数并没有明显的下降迹象。城堡争霸的生命周期得以延长，主要是集团持续对游戏进行资料和玩法上的更新，为新旧用户带来新鲜感，成功保持游戏的市场渗透率。

集团的城堡争霸于 14 财全年都能维持在 900 万以上的月度活跃用户数，也打破了手机游戏寿命过短的迷思。由于城堡争霸拥有庞大的用户基础、每月流水值可超过 1,000 万，值得集团继续深度挖掘用户资源。

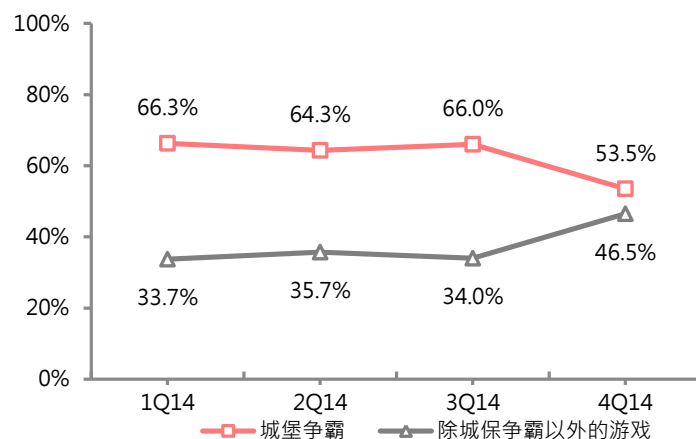
另一个缓解的方法是透过定期推出新游戏来补充旧游戏流失的市场份额。环顾 14 财年的季度数据，我们清楚发现 IGG 对城堡争霸的收入依赖性有下降的迹象，主要原因是集团于 14 下半年推出了多个游戏，带动集团内其他游戏的收入增量，导致城堡争霸的收入比重，从 14 年 1 季度的 66.3%下降至 53.5%。

图表 4：城堡争霸与其他游戏的收入趋势



来源：公司资料，齐鲁国际研究部

图表 5：城堡争霸与其他游戏的收入比重走势



来源：公司资料，齐鲁国际研究部

(3) 转往主板上市消息正面，短期可视为股价催化剂

IGG 于 2013 年 10 月正式在香港股票市场的创业板上市。由于 IGG 的财务业绩已满足成为联交所主板上市公司的要求，因此公司于今年 3 月宣布已经向联交所提出转往主板交易的申请，预期该申请将会顺利获得通过。

我们相信市场投资者普遍对创业板股票存在「业绩不稳、高风险」的印象，转往主板上市可大大消除部份投资者的疑虑。另一方面，机构投资者于投资创业板股票往往会受到明显的限制，转往主板后可立刻消除机构投资者的规限。

总括而言，转板上市有利提升公司的形象和公众知名度、以及增加股份的交易流通量。另外，主板上市公司的融资灵活性亦普遍较强。我预期主板的上市地位对 IGG 股票表现起明显的正面作用，短期内将可作为 IGG 股价的催化剂。

(二) 盈利预测与估值：

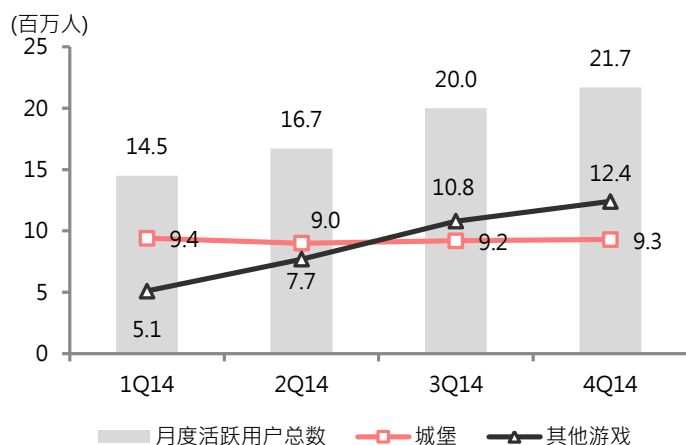
收入预测

收入驱动因素：活跃用户(MAU)及用户平均收入(ARPU)

传统上游戏公司的 1) 付费人数(paying user, "PU") 及 2) 用户平均收入(average revenue per user, "ARPU") 是决定收入水平的重要因数。由于 IGG 没有公开旗下付费用户数据，因此我们用业绩公告中的月度活跃用户人数(monthly active user, "MAU") 作为替代参数。

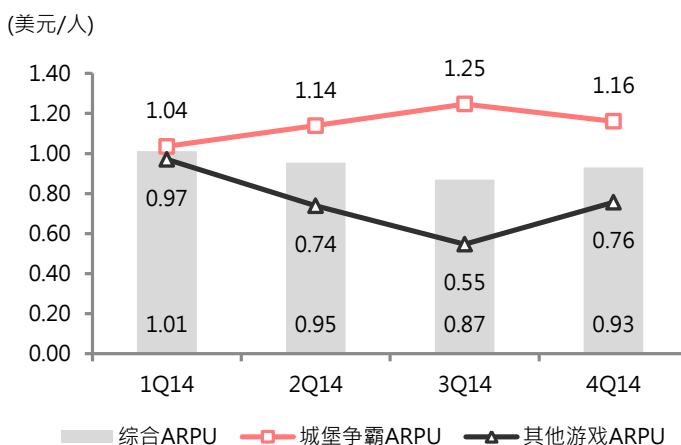
截至 14 年 4 季度，IGG 的 MAU 达到 2170 万人，其中城堡争霸的 MAU 约 930 万人；其他游戏合共贡献 1,240 万 MAU。我们从集团的收入及 MAU 数据计算出 ARPU 水平，14 年 4 季度的集团 ARPU 为，其中城堡争霸的 ARPU 约为 1.16 美元/人；其他游戏的 ARPU 总额约 0.76 美元/人。

图表 6：IGG 的 MAU 明细



来源：公司资料，齐鲁国际研究部

图表 7：IGG 的 ARPU 明细



来源：公司资料，齐鲁国际研究部

MAU增长持续；ARPU因游戏组合扩张而冲淡

目前「城堡争霸」贡献了集团活跃用户总数的一大部份，我们预期该游戏的用户增长主要依靠持续促进渗透率或进入新地区市场，15 财年底可望达 960 万人，比 14 年底的 930 万人轻微上升 3%。虽然城堡争霸的用户数增长并不显著，但随着 IGG 推出新游戏，可带动其他游戏的用户数增长，展望集团的活跃用户总数于 15 年底可达至 3,070 万人。

ARPU 方面，城堡争霸的 MAU 虽然增长放缓，但集团承诺持续对游戏进行更新，并推出新玩法，意图维持现有用户的货币化水平，因此预期城堡争霸的 ARPU 水平波动不大。至于其他游戏的 ARPU 则会出现较大的波动性，主要取决于新游戏的市场反应，因此我暂时假设其 ARPU 水平持平。整体而言，虽然除城堡争霸以外的游戏贡献将越见重要，惟由于其他游戏的整体 ARPU 水平与城堡争霸有明显的差距，因此会拉低 15 财年 IGG 的综合 ARPU 水平。

综合以上的假设，我们预测 IGG 的 15/16/17 财年总收入分别为 2.86、3.31、3.62 亿美元，其中 15 及 16 财的预测数字比去年的预测分别高 6.7%、23.5%

图表 8：IGG 收入预测明细 (2015-2017 财年)

		季度真实/预测数据								年度真实/预测数据			
IGG 收入参数	单位	(真实) 1 季度 14 财年	(真实) 2 季度 14 财年	(真实) 3 季度 14 财年	(真实) 4 季度 14 财年	(预测) 1 季度 15 财年	(预测) 2 季度 15 财年	(预测) 3 季度 15 财年	(预测) 4 季度 15 财年	(真实) 14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
月度活跃用户数 (MAU)	(百万人)	14.5	16.7	20.0	21.7	23.9	26.2	28.6	30.7	18.23	27.32	32.60	36.80
其中：城堡争霸	(百万人)	9.4	9.0	9.2	9.3	9.4	9.4	9.5	9.6	9.23	9.47	9.60	9.80
其中：其他游戏	(百万人)	5.1	7.7	10.8	12.4	14.5	16.8	19.1	21.1	9.00	17.86	23.00	27.00
月度人均收入 (ARPU)	(美元/人)	1.01	0.95	0.87	0.93	0.91	0.87	0.85	0.86	0.94	0.87	0.85	0.82
其中：城堡争霸	(美元/人)	1.04	1.14	1.25	1.16	1.15	1.17	1.18	1.17	1.15	1.17	1.15	1.15
其中：其他游戏	(美元/人)	0.97	0.74	0.55	0.76	0.75	0.70	0.69	0.72	0.72	0.72	0.72	0.70
对应总收入	(百万美元)	44.1	47.8	52.2	60.5	65.0	68.3	73.1	79.4	285.8	331.2	362.0	285.8
其中：城堡争霸	(百万美元)	29.2	30.8	34.4	32.4	32.3	33.1	33.7	33.5	132.6	132.5	135.2	132.6
其中：其他游戏	(百万美元)	14.9	17.1	17.7	28.1	32.7	35.2	39.4	45.9	153.2	198.7	226.8	153.2

来源：公司资料，齐鲁国际研究部

成本预测

我们对 IGG 的成本预测主要基于以下假设：

毛利率

销售成本主要来自于 IOS/Android 生态系统的渠道费用，即集团产生自手机平台的收入需要分成 30% 予 Apple 或 Google。研发游戏的前期人力成本通常就计入当期损益，不会递延至游戏推出市场并产生收入后才作计提，因此对销售成本的比重不大。除渠道费用外，销售成本还包括营运游戏的日常开支、折旧及摊销等，但比重相对微量。

综上，假设销售成本的主要元素「生态系统分成」维持于 30% 的比例，我们预测集团的毛利率可望维持于 67-70% 的水平。

经营利润率

预测公司其它经营开支与营业收入金额大致稳定；随着运营规模效应，成本占应收比例呈小幅下降趋势。

资本开支及其他因素

我们预测 IGG 的 15/16/17 财年资本开支分别为 185、221、262 万美元，投资规模明显少于集团盈利水平，因此可预期集团能保持理想的自由现金流入。有效税率会维持在 7-10% 的区间波动。

利润表预测

综合以上分析，我们预测 IGG 的 15/16/17 财年的经营利润分别为 0.88 亿、1.02 亿、1.08 亿美元，对应经营利润率分别为 30.9%、30.7%、29.8%；15/16/17 财年股东净利润分别为 0.81、0.91、0.98 亿美元，其中 15 及 16 财的预测数字比去年的预测分别高 2.5%、5.8%，对应净利润率分别为 28.4%、27.4%、27.1%。

图表 9：IGG 利润表预测一览

(千美元)	13 财年	14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
总收入	87,986	204,612	285,796	331,200	362,040
收入增长：	104%	133%	40%	16%	9%
销售成本	(22,264)	(58,827)	(85,739)	(102,672)	(115,853)
毛利	65,723	145,786	200,058	228,528	246,187
毛利率：	74.7%	71.3%	70.0%	69.0%	68.0%
其他营业收入	592	911	687	690	706
市场费用	(23,246)	(43,064)	(71,867)	(80,165)	(84,955)
行政费用	(10,855)	(16,672)	(20,434)	(24,196)	(27,958)
研发费用	(9,333)	(17,202)	(20,204)	(23,206)	(26,208)
经营利润	22,882	69,760	88,240	101,652	107,772
经营利润率：	26.0%	34.1%	30.9%	30.7%	29.8%
非营运损益	(14,619)	1,857	(617)	(804)	(921)
利息开支	-	-	-	-	-
税前利润	8,263	71,617	87,623	100,849	106,851
有效税率：	-15.9%	-7.3%	-7.3%	-10.2%	-8.3%
所得税开支	(1,313)	(5,223)	(6,403)	(10,250)	(8,820)
非控股净利润	-	(19)	(6)	(8)	(11)
股东净利润	6,950	66,375	81,214	90,590	98,020
净利润率：	7.9%	32.4%	28.4%	27.4%	27.1%

来源：公司资料，齐鲁国际研究部

目标价预测

我们利用现金流折现模型(Discounted Cash Flow, “DCF”)来估算 IGG 股票的公允价值。

IGG 与一般科网股一样，并没有重大的借贷活动，因此可假设 IGG 的目标股权占资本比例为 100%；综合彭博的资料和我们的预测，假设 IGG 的 Beta 系数为 1.2；港股市场收益率为 10%；无风险利率为 2.0%，计算出加权平均资本成本(WACC)为 11.6%。税率方面，集团理论上虽然属新加坡的企业，目前集团享受当地政府的优惠税率，收入来自全球各地，不排除未来被收入来源地政府征税。因此，我们假设长远税率为 20%。

综合以上假设及分析，我们计算出 IGG 的每股权益价值为 5.67 港元。

图表 10：IGG 的 DCF 模型

(千美元)	(真实) 13 财年	(真实) 14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年	(预测) 18 财年	(预测) 19 财年	(预测) 20 财年	(预测) 21 财年	(预测) 22 财年	(预测) 23 财年	(预测) 24 财年	(预测) 25 财年
经营利润	22,882	69,760	88,240	101,652	107,772	78,061	89,097	92,965	93,909	92,361	89,279	91,522	92,007
即期税项现金流	(3,890)	(11,859)	(15,001)	(17,281)	(18,321)	(13,270)	(15,147)	(15,804)	(18,782)	(18,472)	(17,856)	(18,304)	(18,401)
EBIAT	18,992	57,901	73,239	84,371	89,451	64,791	73,951	77,161	75,128	73,889	71,423	73,218	73,606
非现金调整	859	1,414	2,077	1,885	2,019	1,651	1,809	1,888	1,850	1,844	1,808	1,840	1,846
营运资金变动	(5,877)	(19)	17,051	(7,769)	3,648	1,407	2,864	3,440	718	2,415	2,169	2,321	2,213
资本开支	(986)	(3,799)	(1,852)	(2,212)	(2,621)	(2,294)	(2,556)	(2,307)	(2,398)	(2,435)	(2,398)	(2,419)	(2,391)
无杠杆自由现金流	12,988	55,497	90,515	76,275	92,497	65,554	76,068	80,182	75,298	75,713	73,002	74,960	75,273
终值													782,061
贴现因数			0.95	0.85	0.76	0.68	0.61	0.55	0.49	0.44	0.39	0.35	0.32
经折现现金流			85,681	64,698	70,302	44,645	46,421	43,845	36,895	33,242	28,720	26,425	23,778

主要假设：

永续增长率	2.0%
汇率	7.80
税前债务成本	不适用
长远税率	-20.0%
无风险利率	2.0%
市场收益率	10.0%
Beta 系数	1.20
目标股权比例	100%

加权股权成本	11.6%
加权税后债务成本	0.0%
加权平均资本成本	11.6%

IGG 权益价值：

	(千美元)
经折现现金流总和	504,653
经折现终值	247,039
企业价值	751,693
加：投资资产	61,820
加：现金	185,675
减：非控股权益	493
内在权益总值	998,695

最新股数 (千股)	1,372,869
对应股价 (港元)	5.67

来源：公司资料，齐鲁国际研究部

同业比较

环顾港股的网络游戏板块，我们认为 IGG 的全球化 and 游戏移动化程度两方面都是同业中最高，于国际市场的知名度最高。财务数据方面，IGG 的毛利率、经营利润率、净利润率都高于行业中位数。

至于估值方面，目前 IGG 的 15 财年预测市盈率略低于行业中位数，反映估值仍尚被低估。

图表 11：手游板块同业比较

名称	现价	总市值	对应财年	总收入	毛利率	营运 利润率	净利 润率	权益 回报率	资产 回报率	(15 财年) 预测市盈率	(16 财年) 预测市盈率	(15 财年) 预测市净率	(16 财年) 预测市净率
IGG (8002)	3.85	52.9	12/2014	12.6	71%	34%	32%	41%	36%	8.3	7.5	3.01	2.38
博雅互动(434)	5.60	42.7	12/2014	9.5	60%	30%	29%	21%	18%	8.6	6.7	1.88	1.48
联众 (6899)	3.35	26.2	12/2013	2.4	66%	19%	15%	29%	19%	8.3	6.0	1.88	1.44
蓝港互动(8267)	8.95	33.1	12/2013	5.1	53%	12%	16%	不适用	46%	8.4	6.6	2.02	1.56
百奥家庭(2100)	0.81	22.8	12/2013	4.5	77%	53%	50%	不适用	61%	8.7	8.2	1.02	0.90
飞鱼科技(1022)	2.05	30.5	12/2014	3.4	88%	42%	55%	14%	12%	10.2	6.3	无资料	无资料
行业中位数：				4.8	69%	32%	31%	17%	28%	8.7	6.7	1.88	1.48

来源：公司资料，齐鲁国际研究部，彭博

期待主板上市好消息；长远看好全球手游市场发展

IGG 的 14 财年业绩亮丽，有助打破市场对手机游戏股增长不稳的迷思。我们憧憬转往主板上市是短期股价催化剂。长远而言，我们相信全球手游市场仍处于增长阶段，IGG 作为行业内的领先游戏开发商，具备较出色的研发和行销能力、以及较庞大用户基础，因此相信其未来推出的新游戏能较容易取得成功。

上调至「买入」评级；目标价5.67港元

综上，我们看好 IGG 的手游业务，目前公司股价尚未完全反映公司的真实价值。根据我们的 DCF 估值模型，我们给予 IGG 目标价 5.67 港元，比去年的目标价 5.50 港元高 3%；比目前股价呈 45% 的上升空间，评级由「增持」上调至「买入」。

图表 12 : IGG 财务资料一览

(单位：千美元)

利润表	13 财年	14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
总收入	87,986	204,612	285,796	331,200	362,040
销售成本	(22,264)	(58,827)	(85,739)	(102,672)	(115,853)
毛利	65,723	145,786	200,058	228,528	246,187
其他营业收入	592	911	687	690	706
市场开支	(23,246)	(43,064)	(71,867)	(80,165)	(84,955)
行政开支	(10,855)	(16,672)	(20,434)	(24,196)	(27,958)
研发成本	(9,333)	(17,202)	(20,204)	(23,206)	(26,208)
经营利润	22,881	69,759	88,239	101,651	107,771
非营运损益	(14,619)	1,857	(617)	(804)	(921)
利息开支	-	-	-	-	-
税前利润	8,263	71,617	87,623	100,849	106,851
所得税开支	(1,313)	(5,223)	(6,403)	(10,250)	(8,820)
少数股东权益	-	(19)	(6)	(8)	(11)
净利润	6,950	66,375	81,214	90,590	98,020
期末每股盈利 (港元)	0.040	0.378	0.461	0.515	0.557
期内每股股息 (港元)	0.016	0.226	0.185	0.206	0.223

(单位：千美元)

现金流量表	13 财年	14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
除税前溢利	8,263	71,617	87,623	100,849	106,851
折旧与摊销	859	1,414	2,077	1,885	2,019
其他非现金调整	15,214	1,989	2,653	3,392	4,102
EBITDA	24,336	75,020	92,353	106,126	112,972
营运资金变动	(5,877)	(19)	17,051	(7,769)	3,648
已付所得税	3	(1,260)	(3,202)	(5,125)	(4,410)
经营活动现金净额	18,462	73,741	106,202	93,232	112,210
资本开支	(986)	(3,799)	(1,852)	(2,212)	(2,621)
投资变动净额	-	(62,610)	-	-	-
其他投资活动	25	355	132	171	219
投资活动现金净额	(961)	(66,054)	(1,720)	(2,042)	(2,402)
权益变动净额	107,477	-	-	-	-
债务变动净额	-	-	-	-	-
其他融资活动	(4,621)	(16,085)	(45,883)	(34,000)	(37,342)
融资活动现金净额	102,856	(16,085)	(45,883)	(34,000)	(37,342)
现金项目变动净额	120,357	(8,398)	58,599	57,191	72,467

(单位：千美元)

资产负债表	13 财年	14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
联营公司权益	-	3,323	3,323	3,323	3,323
物业、厂房及设备	1,674	2,896	2,769	2,911	3,154
其他非流动资产	689	7521	7,291	7,305	7,445
非流动资产总额	2,363	13,740	13,383	13,540	13,922
短期投资资产	-	54,000	54,000	54,000	54,000
应收资金	12,248	16,889	28,262	35,398	34,793
贸易及其他应付款项	314	2,375	2,541	2,657	3,442
其他流动资产	1,033	3,482	4,185	5,109	6,092
银行结余及现金	135,488	127,088	185,675	242,849	315,293
流动资产总额	149,083	203,834	274,662	340,012	413,620
总资产	151,446	217,574	288,045	353,552	427,542
贸易及其他应付款项	3,228	7,572	12,902	14,517	16,242
递延收益	7,805	12,970	26,755	27,126	28,831
其他流动负债	4,323	9,296	22,676	26,221	32,013
流动负债总额	15,356	29,838	62,332	67,865	77,087
非流动负债总额	317	457	457	457	457
总负债	15,673	30,295	62,789	68,322	77,544
股东权益	135,773	186,780	224,763	284,746	349,525
非控股权益	-	499	493	484	473
总权益	135,773	187,279	225,256	285,230	349,998

(单位：千美元)

重要指标	13 财年	14 财年	(预测) 15 财年	(预测) 16 财年	(预测) 17 财年
增长率：					
总收入	104%	133%	39.7%	15.9%	9.3%
毛利	100%	122%	37.2%	14.2%	7.7%
经营利润	197%	205%	26.5%	15.2%	6.0%
净利润	亏转盈	855%	22.4%	11.5%	8.2%
盈利能力：					
毛利率	74.7%	71.3%	70.0%	69.0%	68.0%
营运利润率	26.0%	34.1%	30.9%	30.7%	29.8%
EBITDA 利润率	27.7%	36.7%	32.3%	32.0%	31.2%
净利润率	7.9%	32.4%	28.4%	27.4%	27.1%
负债比率：					
净负债权益比	0%	0%	0%	0%	0%
总负债权益比	0%	0%	0%	0%	0%
总负债资本比	0%	0%	0%	0%	0%
投资回报：					
ROE	17.4%	41.2%	39.5%	35.6%	30.9%
ROA	8.0%	36.0%	32.1%	28.2%	25.1%
其他：					
股息分派比例	40.1%	59.8%	40.0%	40.0%	40.0%
有效税率	-15.9%	-7.3%	-7.3%	-10.2%	-8.3%

来源：公司资料 · 齐鲁国际研究部

(三)14 财年业绩点评：

皇牌游戏带动收入增长，交出高增长、高利润的业绩

IGG 于 14 财年共录得 2.04 亿美元收入，同比增 132%，主要由于手机游戏「城堡争霸」的强劲收入所致。作为集团的重点游戏之一，城堡争霸年内录得 1.27 亿美元收入，比上年同期上升 3.38 倍，收入占比达 58%。

集团 14 财年毛利达 1.46 亿港元，同比大增 122%；毛利率约 71%，同比下降 4 个百分点。管理层解释毛利率下降与手游收入比例上升有关，因为手游付费用户的充值流水要分成 30% 予苹果或安卓手机的生态系统作为渠道费用。因此随着手游业务扩张，手游渠道费用将成为集团业务上最主要的销售成本项，整体毛利率水平也将趋向 70%。

虽然业务收入规模迅速扩张，集团仍能适度控制经营性开支的增长，体现规模效应，引致销售费用、行政费用及研发费用分别仅按年增长 85%、54%、84%，带动 14 财年经营利润同比增加 2.05 倍至 0.70 亿美元，经营利润率高达 34%，比去年同期上升 8 个百分点。

最后，集团年内并无利息开支，并受惠政府的税务优惠，再加上 13 财年的利润基础较小，最终促成股东净利润暴涨 8.6 倍至 0.66 亿美元。

挟「城堡争霸」之强势，跻身全球10大的手机应用发行商

IGG 已成为一家全球化的手机游戏公司，集团收入来源呈现了高度地区性分散，来自北美洲、亚洲及欧洲的收入比重分别为 38%、28% 及 27%；就游戏平台而言，90% 的 14 财年总收入来自手机游戏平台。

旗下重点游戏「城堡争霸」已发展为一个月流量超过 1,000 万美元的大游戏，截至 14 年底，月度活跃用户数达 930 万人；并于 33 个国家的 Google Play 收入排名前十。获益于城堡争霸的成功，根据 distimo.com 的资料，IGG 跻身全球第 9 大手机应用发行商，并且在包括美国、俄罗斯在内的全球 17 个国家排名前三。此外，集团年内推出多款新手机游戏，进一步推动用户数增长。IGG 月度活跃用户数从 13 年底的 1,310 万人，大幅增加至 2,170 万人，收入基础于 14 财年进一步扩大。

分派丰厚股息

考虑到 14 财年业绩理想和坐拥充足的现金储备，IGG 宣布向股东分派 14 财年末期息 0.057 港元/股、以及特别股息 0.113 港元/股。计及 0.056 港元/股的 14 财年中中期股息，14 财年股息总额达 0.226 港元/股，明显高于 13 财年的股息总额 0.016 港元/股。按 3 月 10 日的股价计算，对应股息率高达 6.1%。

(四)历史建议和目标价

IGG (8002 HK) 股价表现及评级时间表：



来源：彭博·齐鲁国际研究部

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	收市股价	评级变动	目标价
1	2014/9/17	HK\$ 4.28	「增持」(首次覆盖)	HK\$ 5.50
2	2015/3/19	HK\$ 3.85	「增持」上调至「买入」	HK\$5.67

来源：齐鲁国际研究部

(五)公司及行业评级定义

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

(六)重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

(1) 在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

(2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。