

【广发海外】IGG (0799.HK)

《王国纪元》流水仍增长，新游预计 Q3 发力

核心观点：

1、《王国纪元》大陆安卓端发力，用户数、总流水从 17 年 12 月开始加速增长，全年月流水目标 6,000 万美元。《王国纪元》12 月流水正式突破 5,000 万美元，2 月总计 28 天达到 5,600 万美元。全球用户同步增长，用户增长推动月流水增长，《王国纪元》MAU 从 2017 年 11 月的仅 700 万人左右，快速增长到 2018 年 2 月的 1,200 万人。公司严格控制每月广告费占流水比例，1 月净利润创新高。

大陆安卓版从 9 月底上线，到 12 月调整策略，由控制大陆地区收入占比转为控制大陆地区用户占比，12 月底开始发力，目前流水基数还不高，1~2 月每月新增约 100 万美元月流水。

2、今年重点新游戏预计会在 Q3、Q4 推出。其中期待较高的 3 款是《Reborn》《Galaxy》《Clash of Glory》，其中《Clash of Glory》将 COC 和国内某最热门游戏品类做有机结合，融合多种玩法。中小游戏《MadLand》预计 4 月上线。公司产品布局多元化，尝试 FPS 游戏、养成类、女性向游戏等其他品类。原有战争类 SLG 手游会继续保持增长，同时加大对细分品类的投入，去年针对女性玩家推出《Sweet Maker》。

3、SLG 游戏具有长生命周期特性，流水和用户达到稳态后仍能维持较长时间。《城堡争霸》上线至今接近 5 年，流水依然维持稳定，2017 年月均流水 1,100 万美元，《王国纪元》上线至今 2 年月流水和 MAU 仍处于上升态势。

4、《王国纪元》上线 2 年至今流水仍在增长，从 17 年 1 月的 3,150 万美元增长到 18 年 2 月的 5,600 万美元，保证 18 年全年业绩增长；新重点游戏预计 18Q3 推出，有望带来新增长点。我们预测公司 2018~2019 年净利润分别为 2.10 亿美金 (YoY+34.4%) 和 2.16 亿美金 (YoY+2.8%)，对应 18~19 年 EPS 为 1.23 港元和 1.27 港元，当前股价对应 17~18 年 PE 为 9.0 倍和 8.7 倍，公司当前估值较低，考虑到当前核心游戏流水仍在增长，且 SLG 游戏长生命周期，Q3 新游有望带来新增长点，维持“买入”评级。

5、风险提示：游戏流水增长不达预期；新游戏上线时间推迟、上线后表现不达预期。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	322	607	813	824	830
增长率(%)	59.0%	88.5%	33.8%	1.4%	0.7%
EBITDA(百万美元)	78	175	239	246	251
净利润(百万美元)	73	156	210	216	220
增长率(%)	75.0%	114.9%	34.4%	2.8%	1.8%
EPS (港元/股)	0.43	0.92	1.23	1.27	1.29
市盈率 (P/E)	26	12	9	9	9
市净率 (P/B)	10	8	6	4	3
EV/EBITDA	16.8	7.5	5.5	5.3	5.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

备注：美元兑港币汇率为 7.85。

公司评级	买入
当前价格	11.34 港元
前次评级	买入
报告日期	2018-03-27

基本数据

总股本/流通股本 (百万 HKD)	1,334/1,334
流通港股市值 (百万 HKD)	14,003
每股净资产 (美元)	0.17
资产负债率 (%)	28.46

相对市场表现



分析师：杨琳琳，S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

【广发传媒&海外】IGG 2017-08-29

(0799.HK) — 上半年业绩

增长近 2 倍，《王国纪元》

日韩流水稳步增长，中国安

卓版 9 月底上线

【广发传媒&海外】IGG 2017-08-15

(0799.HK) — Q3 日韩中相

继大推，流水增量有望再上

台阶

1、《王国纪元》大陆安卓端发力，用户数、总流水从17年12月开始加速增长，全年月流水目标6,000万美元。《王国纪元》12月流水正式突破5,000万美元，2月总计28天达到5,600万美元。全球用户同步增长，用户增长推动月流水增长，《王国纪元》MAU从2017年11月的仅700万人左右，快速增长到2018年2月的1,200万人。公司严格控制每月广告费占流水比例，1月净利润创新高。

大陆安卓版从9月底上线，到12月调整策略，由控制大陆地区收入占比转为控制大陆地区用户占比，12月底开始发力，目前流水基数还不高，1~2月每月新增约100万美元月流水。

2、今年重点新游戏预计会在Q3、Q4推出。其中期待较高的3款是《Reborn》《Galaxy》《Clash of Glory》，其中《Clash of Glory》将COC和国内某最热门游戏品类做有机结合，融合多种玩法。中小游戏《MadLand》预计4月上线。**公司产品布局多元化，尝试FPS游戏、养成类、女性向游戏等其他品类。**原有战争类SLG手游会继续保持增长，同时加大对细分品类的投入，去年针对女性玩家推出《Sweet Maker》。

3、SLG游戏具有长生命周期特性，流水和用户达到稳态后仍能维持较长时间。

《城堡争霸》上线至今接近5年，流水依然维持稳定，2017年月均流水1,100万美元，《王国纪元》上线至今2年月流水和MAU仍处于上升态势。

4、《王国纪元》上线2年至今流水仍在增长，仍将受益大陆安卓端流水增长；月流水从17年1月的3,150万美元增长到18年2月的5,600万美元，保证18年全年业绩增长；新重点游戏预计18Q3推出，有望带来新增长点。

截至2017年末，公司账面现金2.22亿美元；2017年全年派息及回购占净利79%，累计支付股息8,390万美元（6.3美分/股，即49港仙/股），回购股份3,770万美元。充裕现金流为后续研发及寻求潜在投资提供弹药。

我们预测公司2018~2019年净利润分别为2.10亿美金（YoY+34.4%）和2.16亿美金（YoY+2.8%），对应18~19年EPS为1.23港元和1.27港元，当前股价对应17~18年PE为9.0倍和8.7倍，与全球可比游戏公司相比，公司当前估值较低，考虑到当前核心游戏流水仍在增长，且SLG游戏长生命周期，Q3新游有望带来新增长点，维持“买入”评级。

5、风险提示：游戏流水增长不达预期；新游戏上线时间推迟、上线后表现不达预期。

表 1、可比游戏公司估值表

证券简称	交易币种	最新 收盘价	总市值 (亿美元)	EPS(美元)			PE (X)		
				2016	2017	2018E	2016	2017	2018E
腾讯控股	HKD	426.6	5,164	0.62	1.15	1.42	87	47	38
网易	USD	297.4	390	0.51	0.50	0.70	23	24	17
动视暴雪	USD	70.1	532	1.27	0.36	1.77	55	195	39
完美世界	CNY	31.1	65	0.13	0.18	0.23	38	28	22
金山软件	HKD	26.2	46	-0.03	0.36	0.16		9	21
畅游	USD	28.0	15	1.37	1.03	1.56	10	14	9
行业平均 PE							43	49	24
IGG	HKD	13	22	0.05	0.12	0.16	26	12	9

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	224	296	418	526	629
货币资金	184	222	300	419	518
应收及预付	40	74	118	106	111
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	19	23	25	26	28
长期股权投资	1	0	1	1	1
固定资产	8	7	9	10	11
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	1	1	1	1
其他长期资产	10	14	14	15	15
资产总计	243	318	443	552	657
流动负债	47	90	112	115	114
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	14	36	44	47	48
其他流动负债	33	55	68	68	66
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	48	91	112	116	114
股本	1,353	1,334	1,334	1,334	1,334
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	196	229	334	442	552
归属母公司股东权益	196	229	334	440	547
少数股东权益	(0)	(1)	(3)	(4)	(5)
负债和股东权益	243	318	444	552	657

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	322	607	813	824	830
营业成本	103	193	258	260	262
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	80	159	214	218	217
管理费用	24	33	40	40	39
研发费用	36	47	62	62	61
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	78	175	238	245	250
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	3	1	2	2	2
利润总额	77	179	241	248	253
所得税	6	24	33	33	34
净利润	72	155	208	215	219
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	73	156	210	216	220
EBITDA	78	175	239	246	251
EPS (美元)	0.05	0.12	0.16	0.16	0.16

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	74	172	188	232	215
净利润	73	156	210	216	220
折旧摊销	0	0	1	1	1
营运资金变动	0	0	(23)	15	(6)
其它	2	16	(0)	(0)	0
投资活动现金流	(7)	(6)	(4)	(5)	(6)
资本支出	0	0	(3)	(4)	(5)
投资变动	(7)	(6)	(1)	(1)	(1)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(68)	(129)	(106)	(109)	(111)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	(68)	(129)	(106)	(109)	(111)
期初现金余额	(1)	37	78	119	98
期末现金余额	186	184	222	300	419

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	59%	89%	34%	1%	1%
营业利润增长	56%	123%	36%	3%	2%
归属母公司净利润增长	75%	115%	34%	3%	2%
获利能力(%)					
毛利率	68%	68%	68%	69%	68%
净利率	23%	26%	26%	26%	26%
ROE	37%	68%	63%	49%	40%
ROIC	37%	66%	62%	49%	40%
偿债能力					
资产负债率(%)	19.6%	28.5%	25.3%	20.9%	17.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.7	3.3	3.7	4.6	5.5
速动比率	4.7	3.3	3.7	4.6	5.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.9	1.8	1.5	1.3
应收账款周转率	308.7	86.2	51.1	42.8	42.7
存货周转率	1.0	2.0	0.0	1.0	2.0
每股指标(美元)					
每股收益	0.05	0.12	0.16	0.16	0.16
每股经营现金流	0.06	0.13	0.14	0.17	0.16
每股净资产	0.15	0.17	0.25	0.33	0.41
估值比率					
P/E	25.9	12.0	9.0	8.7	8.6
P/B	9.6	8.2	5.6	4.3	3.4
EV/EBITDA	16.8	7.5	5.5	5.3	5.2

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：首席分析师，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，32年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，13年证券研究所从业经历。
- 杨琳琳：互联网行业首席分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。
- 张晓飞：研究助理，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
IT服务台	020-66317575			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。