

买入 (维持)

00799.HK IGG

港股通(深)

目标价: 14.28 港元

现价: 12.18 港元

稳固出海头部地位, 期待 19 年新游发力

2019 年 1 月 29 日

预期升幅: 17.2%

主要财务指标

市场数据

日期	2019-1-29
收盘价(港元)	12.18
总股本(亿股)	12.80
总市值(百万元)	155.90
净资产(亿美元)	2.63
总资产(亿美元)	3.71
每股净资产(美元)	0.21

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(千美元)	607,253	790,076	889,164	948,210
同比增长(%)	88.5	30.1	12.5	6.6
净利润(千美元)	156,026	202,731	226,910	241,979
同比增长(%)	116.6	29.6	11.9	6.6
毛利率(%)	68.3	68.5	68.5	68.5
净利润率(%)	25.7	25.7	25.5	25.5
净资产收益率(%)	68.1	59.5	48.7	40.4
每股收益(港仙)	92	122	136	145
每股派息(港仙)	49	55	61	65

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **TOP30 游戏厂商海外收入同比增长达 38%，IGG 位列第二。**据 Sensor Tower 披露，游戏厂商出海 TOP30 手游下载量从 17 年的 8.3 亿次增长至 18 年的 15.9 亿次，涨幅超过 90%。中国手游出海 TOP30 的整体营收同比增长 30% 至 37.7 亿美元，(17 年:27.3 亿美元)，其中 IGG 位列第二。
- **王牌游戏《王国纪元》2018 年出海收入居总榜第一。**2018 年《王国纪元》全球总下载量近 8,000 万次，中国手游下载量榜单中排名第 5，并且占据 2018 全年出海收入榜冠军。该游戏于 16 年推出以来一直保持亮眼业绩。
- **新作成长可期。**IGG 新推出的新游戏《王者决断》(Mobile Royale, 原 Reborn) 上线国家及地区已超 60 个，上线近一个月其下载量已在两个国家/地区的排名达到第一名，排名前五的国家则为七个。上线后流水可观，此外，公司还将推出沙盒游戏 CL，并储备了星际题材即时策略游戏 Galaxy 等，多款精品游戏值得期待。
- **18 年的停发版号对 IGG 未构成较大影响。**IGG 目前的主要聚集在海外市场，此外，《王者决断》虽暂未在大陆开放，但目前开放地区已超 60 个，预计成长势头持续。因此，版号审批停滞对 IGG 影响非常有限。
- **持续回购，投资价值凸显。**IGG 在 2018 年共发起回购 56 次，其中下半年占 45 次，全年累计回购金额约达 5.91 亿港元，股价从高点回调幅度超过 30%，目前股价相对于 18/19 年分别为 10/9 倍 PE。
- **投资建议：**IGG 核心竞争力在于全球化，但由于新游推进不及预期，我们调整 18/19/20 年的收入为 7.9/8.89/9.48 亿美元，净利润为 2.03/2.27/2.42 亿美元，目标价为 14.28 港元，该目标价相当于 19 年的 10 倍 PE，维持“买入”评级，较现价有 17.2% 的提升空间，建议投资者积极关注。

风险提示：《王国纪元》流水增速不及预期；新游戏推出不及预期

相关报告

跟踪报告_20180313:《王国纪元》强力增长, 势头将贯穿 2018
跟踪报告_20190809: 世界杯结束玩家回流,《王国纪元》将持续发力

海外 TMT 研究

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169



报告正文

出海营收增速高于整体游戏收入，IGG 位列第二。2018 全年国内游戏厂商出海 TOP30 手游下载量相比起 2017 年出海 TOP30 手游下载量涨幅超过 90%，从 2017 年的 8.3 亿次增长至 2018 年的 15.9 亿次。中国手游出海 TOP30 的整体营收达到了 37.7 亿美元，同比 2017 年 27.3 亿美元，涨幅达到 38%。其中一部分原因是国内游戏版号的停发，游戏厂商纷纷开拓海外市场。IGG 旗下的游戏《王国纪元》出海表现亮眼，在 2018 全年榜单中国手游下载量排名第 5，并且占据 2018 全年出海收入榜冠军。由于《王国纪元》表现出色，使得其公司，IGG 在中国发行商海外收入排行榜位于第二名。

表1、2018 全年中国手游下载量 TOP5

排名	手游	发行商
1	PUBG MOBILE	腾讯
2	恋爱球球	Super Tapx
3	无尽对决	沐瞳科技
4	Hello Stars	Fastone Games
5	王国纪元	IGG

资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、2018 全年中国手游出海收入 TOP5

排名	手游	发行商
1	王国纪元	IGG
2	荒野行动	网易
3	火枪纪元	FunPlus
4	列王的纷争	智明星通
5	阿瓦隆之王	FunPlus

资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、2018 下半年 中国手游收入 TOP10

排名	发行商
1	FunPlus
2	IGG
3	网易
4	智明星通
5	腾讯
6	龙创悦动
7	友塔游戏
8	龙腾简合
9	易幻网络
10	卓抗网络

资料来源：App Annie，兴业证券经济与金融研究院整理

- **《王国纪元》成为 2018 出海冠军。**《王国纪元》虽是一款 2016 年上线的产品，但是在 2018 年依旧有出色表现，18 年 12 月全球下载量仍然有高达 20% 的同比增速。《王国纪元》2018 年全球总下载量近 8,000 万次，我们预计其流水 18 年增速将超 30%。由于《王国纪元》出色的下载量和流水，使其持续六个月稳占出海手游收入亚军。此外《城堡争霸》18 年下半年也一直维持在全国手游收入 TOP 20 的位置。

表4、2018 下半年中国手游收入 TOP10

排名	6月	8月	9月	10月	12月
1	荒野行动	荒野行动	荒野行动	荒野行动	荒野行动
2	王国纪元	王国纪元	王国纪元	王国纪元	王国纪元
3	火枪纪元	火枪纪元	火枪纪元	火枪纪元	PUBG Mobile
4	列王的纷争	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	黑道风云
5	阿瓦隆之王	列王的纷争	阿瓦隆之王	黑道风云	火枪纪元
6	Mobile Legends	阿瓦隆之王	列王的纷争	阿瓦隆之王	阿瓦隆之王
7	放置奇兵	Mobile Legends	Mobile Legends	列王的纷争	文明觉醒
8	偶像梦幻祭	放置奇兵	碧蓝航线(日语版)	文明觉醒	列王的纷争
9	城堡争霸	城堡争霸	放置奇兵	无尽对决	无尽对决
10	三国志 M	苏丹的复仇	崩坏3	放置奇兵	放置奇兵

资料来源: App Annie, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **储备多款新游, 有望打造更多爆款。**2018 年 12 月尾, IGG 推出了新游戏《王者决断》(Mobile Royale)于 18 年 12 月 18 日在 12 个国家及地区上线, 包括北欧、东南亚、港澳台等国家和地区, 截止 1 月 5 日, 该游戏已在 61 个国家和地区上线。截至 1 月 19 日, 其最高下载量在 58 个国家和地区 Google Play 下载量排行榜中排进 Top 100, 18 个国家和地区收入最高排名进入 TOP100, 在 ios 端, 在 98 个国家和地区游戏下载最高排名进入 TOP 100, 16 个国家和地区收入最高排名进入 TOP100。《王者决断》游戏处于刚推出市场阶段就有如此成绩, 预计未来下载量会有所增长, 收入会稳健提升。此外, IGG 旗下一款沙盒品类新游已经接近完成, 并在公司内部开启了测试, 多款精品游戏值得期待。
- **停发版号对 IGG 未有太大影响:** 回顾 2018, 持续几个月的游戏版号冻结对游戏行业有不可忽视的影响, 直至最后一个月才重新开始了游戏版号的审批。但我们预计 2019 年的游戏版号获批总量会相比于以往有所下降, 并且游戏版号分布分散, 资源用户会向头部企业靠拢。因此相比起国内形势, 大部分游戏厂商都认为海外市场有较大的发挥空间, 而 IGG 作为全球化手游开发商及运营商, 客户已遍及全球 200 多个国家及地区; 其次, 新游戏《王者决断》虽暂未在大陆开放, 但目前开放的地区也已超 60 个。所以, 游戏版号的减少以及审批速度缓慢对 IGG 不造成较大影响。
- **持续回购公司股票, 彰显投资价值:** 2018 年, 游戏行业受到版号影响, 股价表现较弱, 而 IGG 近半年都在持续回购, 据统计, IGG 去年共发起回购 56 次, 其中下半年占 45 次, 全年累计回购金额约达 5.91 亿港元, 目前股价相对于 18/19 年分别为 10/9 倍 PE。

表5、IGG 2018年下半年股票回购情况

日期	数量(千股)	占已发行股百分比	日期	数量(千股)	占已发行股百分比	日期	数量(千股)	占已发行股百分比
6/12	7266	0.5495%	8/31	2492	0.1918%	10/15	350	0.0272%
6/14	385	0.0291%	9/7	693	0.0533%	10/19	610	0.0474%
6/25	3066	0.2318%	9/10	746	0.0576%	10/22	140	0.0109%
6/27	900	0.0681%	9/11	716	0.0553%	10/24	363	0.0282%
6/29	注销5月9、14、15、16、17、18、回购		9/13	1385	0.1070%	10/25	435	0.0338%
7/4	2000	0.1521%	9/14	500	0.0386%	10/26	405	0.0315%
7/5	341	0.0259%	9/17	459	0.0355%	10/29	635	0.0494%
7/13	注销6月12、14、1、回购		9/18	325	0.0251%	10/30	367	0.0286%
8/9	3462	0.2645%	9/20	440	0.034%	11/9	注销10月22、24、25、26、29、30回购	
8/13	1100	0.0841%	9/21	250	0.0193%	11/23	375	0.0292%
8/14	1784	0.1363%	9/27	320	0.0248%	11/26	700	0.0546%
8/15	1757	0.1343%	9/28	434	0.0336%	11/27	1075	
8/16	100	0.0764%	10/5	245	0.0190%	12/6	333	0.0260%
8/17	520	0.0397%	10/8	204	0.0158%	12/7	注销11月23、26、回购	
8/20	700	0.0535%	10/9	200	0.0155%	12/20	1459	0.1138%
8/21	1000	0.0764%	10/10	439	0.0340%	12/21	注销12月6回购	
8/22	310	0.0237%	10/11	1160	0.0899%	12/27	570	0.0445%
8/24	注销8月9、13、14、15、16、17、回购		10/12	注销9月17、18、20、21、27、28、回购				

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**IGG 核心竞争力在于“全球化”，考虑到新游的推出不及预期，我们调整了 18/19/20 年的收入分别为 7.9/8.89/9.48 亿美元，净利润分别为 2.03/2.27/2.42 亿美元，目标价为 14.28 港元，该目标价相当 18/19 年的 12/10 倍 PE，维持“买入”评级，较现价有 17.2% 的提升空间，建议投资者积极关注。
- **风险提示：**《王国纪元》流水增速不及预期；新游戏推出不及预期。

附表

资产负债表					利润表				
单位:千美元					单位:千美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	295,495	407,560	531,454	662,736	营业收入	607,253	790,076	889,164	948,210
货币资金	221,892	333,549	457,279	588,464	营业成本	192,661	248,874	280,087	298,686
贸易应收款	890	1,299	1,462	1,559	其它收益	4,827	-3,160	-3,557	-3,793
预付款项	12,201	12,201	12,201	12,201	销售费用	159,016	197,519	226,737	241,793
其他流动资产	60,512	60,512	60,512	60,512	管理费用	33,444	43,454	48,904	52,152
非流动资产	19,194	23,416	26,229	28,227	营业利润	179,711	233,862	258,747	275,929
物业、厂房及设备	7,125	7,695	8,508	9,506	所占合营公司利润	-663	0	0	0
无形资产	1,418	1,418	1,418	1,418	税前盈利	179,048	233,862	258,747	275,929
于联营公司投资	2,086	2,086	2,086	2,086	所得税	23916	32741	33637	35871
于合营企业投资	447	447	447	447	税后盈利	155,132	201,122	225,110	240,058
其他非流动资产	8,118	11,770	13,770	14,770	少数股东损益	-894	-1,609	-1,801	-1,920
递延税项资产	0	0	0	0	归属母公司净利润	156,026	202,731	226,910	241,979
资产总计	314,689	430,976	557,683	690,963	EPS(港仙)	92	122	136	145
流动负债	90,240	95,095	97,832	99,462	主要财务比率				
应付账款	16,964	21,819	24,556	26,186	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
其他应付款项及应计费用	18,662	18,662	18,662	18,662	成长性(%)				
应付税项	22,551	22,551	22,551	22,551	营业收入增长率	88.5	30.1	12.5	6.6
递延收益	32,063	32,063	32,063	32,063	营业利润增长率	129.4	30.1	10.6	6.6
非流动负债	409	409	409	409	净利润增长率	114.9	29.9	11.9	6.6
递延所得税负债	409	409	409	409	盈利能力(%)				
负债合计	90,649	95,504	98,241	99,871	毛利率	68.3	68.5	68.5	68.5
储备	229,173	340,675	465,476	598,564	净利率	25.7	25.7	25.5	25.5
少数股东权益	-1,355	-2,964	-4,765	-6,685	ROE	68.1	59.5	48.7	40.4
股东权益合计	227,818	337,711	460,711	591,879	偿债能力(%)				
负债及权益合计	318,467	433,215	558,951	691,750	资产负债率	28.5	22.0	17.6	14.4
					流动比率	3.3	4.3	5.4	6.7
					营运能力(次)				
					资产周转率	191	182	159	137
					每股资料(分)				
					每股收益	11.7	15.5	17.3	18.5
					每股净资产	0.2	0.3	0.4	0.5
					估值比率(倍)				
					PE	13	10	9	8
					PB	9	6	4	3

现金流量表				
单位:千美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	179,048	233,862	258,747	275,929
经营活动产生现金流量	172,236	207,885	230,340	244,576
投资活动产生现金流量	-6,166	-5,000	-4,500	-4,500
融资活动产生现金流量	-128,623	-91,229	-102,110	-108,890
现金净变动	37,447	111,657	123,730	131,186
现金的期初余额	184,061	221,892	333,549	457,279
现金的期末余额	221,892	333,549	457,279	588,464

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团和微盟集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。