

买入 (维持)

00799.HK IGG

港股通(深)

目标价: 10.12 港元

现价: 8.22 港元

核心游戏即见天花板, 新游推进不达预期

2019年7月18日

预期升幅: 22.7%

主要财务指标

市场数据

日期	2019-7-17
收盘价(港元)	8.22
总股本(亿股)	12.76
总市值(百万元)	104.89
净资产(亿美元)	2.63
总资产(亿美元)	3.18
每股净资产(美元)	0.21

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(千美元)	748,785	730,721	766,869	835,881
同比增长(%)	23.3	-2.4	4.9	9.0
归母净利润(千美元)	189,177	149,259	166,996	195,211
同比增长(%)	22.0	-21.8	11.9	16.9
毛利率(%)	69.9	69.0	69.0	69.0
净利润率(%)	25.3	20.4	21.8	23.4
净资产收益率(%)	66.9	38.3	32.7	30.0
每股收益(港仙)	113	92	103	120
每股派息(港仙)	30	26	29	34

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

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
业绩前瞻_20190225_春节后开启买量模式, 新作蓄势待发
年报跟踪_20190311_《王国纪元》维稳, 新游箭在弦上

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:

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

- 《王国纪元》流水预计缓慢下滑。《王国纪元》目前已经运营超过 3 年, 目前已经进入瓶颈期, 预计 MAU 达 1,600 万, 在出海游戏收入榜单中, 今年 6 月已经从去年下半年的第 2 名下滑至第 4 名。我们预计 19H1 贡献流水超过 5,000 万美元(下同)/月, 较去年同期有所下滑。
- 《王者决断》增速不达预期。2019 年初正式上线, 我们预计今年上半年月均流水约 200 万, 与 2016 年《王国纪元》相比有较大差距。此外, 该款游戏暂还没有获取国内版号, 缺乏中国玩家的参与。
- 研发策略转变+新游推广增多致费用率上升, 预计利润率下滑。今年, 公司注重研发周期管理, 预计 19H1 已还将增加 200 名研发人员。此外由于多款新游的上线, 也加大了销售费用。预计 2019 H1 研发费用率将达 12%, 销售费用率超 26%, 预计今年净利率将下滑 5 个点。
- 游戏储备丰厚, 新作放量, 下半年值得期待。今年以来, 公司持续推出了多类型游戏, 从 4 月至今, 公司发布节奏也在加速, Sea Fortress、Brave Conquest、《城堡争霸: 曙光大陆》等均已发布, 公司正在不断优化产品结构, 除了 SLG 也发布了沙盒、模拟经营、休闲类游戏。但由于多款游戏于上半年末发布, 流水暂无较大体现, 我们预计 H2 将贡献增量收入。
- 投资建议: 由于核心游戏生命周期已超 3 年, 叠加新游推进不及预期, 我们将 19/20 年的收入由 8.21/8.62 亿下调至 7.3/7.67 亿(本报告中,《王国纪元》收入采用中性预测), 归母净利润由 2/2.14 亿下调至 1.49/1.67 亿, 目标价从 13.26 港币下调至 10.12 港元, 对应 19 年 11x PE, 考虑到公司目前估值较低, 并期待下半年的新游贡献, 我们维持“买入”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: 全球游戏市场增速不及预期; 核心游戏《王国纪元》流水增速不及预期; 新游戏推出不及预期



报告正文

- **《王国纪元》流水预计维稳下滑。**《王国纪元》目前已经运营超过3年，目前已经进入瓶颈期，预计MAU达1,600万，在出海游戏收入榜单中，今年6月已经从去年下半年的第2名下滑至第4名。我们预计19H1贡献流水超过5,000万美元/月，较去年同期有所下滑。

表1、2019年1-6月出海游戏收入排行榜

排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月
1	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile	PUBG Mobile
2	荒野行动	荒野行动	荒野行动	王国纪元	荒野行动	荒野行动
3	王国纪元	王国纪元	王国纪元	荒野行动	王国纪元	万国觉醒
4	黑道风云	火枪纪元	火枪纪元	万国觉醒	万国觉醒	王国纪元
5	火枪纪元	黑道风云	万国觉醒	火枪纪元	火枪纪元	梦幻模拟战
6	阿瓦隆之王	文明觉醒	黑道风云	黑道风云	黑道风云	火枪纪元
7	文明觉醒	叫我官老爷	阿瓦隆之王	末日孤城	阿瓦隆之王	黑道风云
8	苏丹的游戏	阿瓦隆之王	末日孤城	阿瓦隆之王	无尽对决	消消庄园
9	列王的纷争	放置奇兵	无尽对决	Be The King	末日孤城	阿瓦隆之王
10	仙境传说RO	末日孤城	叫我官老爷	梦幻模拟战	风之大陆	无尽对决

资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

- **《城堡争霸》用户群稳定，但由生命周期较长，预计19年MAU&流水将双降。**2018年，《城堡争霸》贡献收入1.1亿，同比下降11%。据Sensor tower披露，《城堡争霸》2019年1-5月再中国手游海外收入榜单中均有下滑，分别为18/24/25/30/30名，今年已是《城堡争霸》上线的第6年，我们预计该游戏MAU&流水将缓慢下滑。
- **《王者决断》增速不达预期。**2019年初正式上线，我们预计今年上半年月均流水约200万，与2016年《王国纪元》相比有较大差距。此外，该款游戏暂还没有获取国内版号，缺乏中国玩家的参与。
- **研发策略转变+新游推广增多致费用率上升，利润率下滑。**今年，公司注重研发周期管理，预计19H1已还将增加200名研发人员。此外由于多款新游的上线，也加大了销售费用。预计2019H1研发费用率将达12%，销售费用率超26%。
- **游戏储备丰厚，新作放量，下半年值得期待。**今年以来，公司持续推出了多类型游戏，从4月至今，公司发布节奏也在加速，《怒海奇兵》(Sea Fortress)、《城堡争霸：曙光大陆》、《巨龙国度》(Brave Conquest)均已发布，此外也可以看大公司正在不断优化产品结构，除了SLG也发布了沙盒、模拟经营、休闲类游戏。但由于多款游戏于上半年未发布，流水暂无较大体现。我们预计下半年将贡献增量收入。

表2、2019年已上线游戏

中文名称	外文名称	类型	题材	发布平台	发布日期
城堡争霸:曙光大陆	Castle Clash	SLG	城堡塔防+大世界探索	Android	2019-7-15
英雄复活(阿语)	Resurrection of Heroes	MMO	传奇+阿拉伯	iOS	2019-7-8
巨龙国度	Brave Conquest	SLG	冒险养成+欧美萌系	iOS	2019-7-2
怒海奇兵	Sea Fortress - Fleet War	SLG	科幻+海战	iOS	2019-7-1
阿拉丁灯守护者	Aladdin: Lamp Guardians	MMO	阿拉丁	Android	2019-6-24
全民造物主	Craft Legend	沙盒	动作冒险	iOS	2019-6-13
巨龙国度	Brave Conquest	SLG	冒险养成+欧美萌系	Android	2019-6-5
英雄复活(阿语)	قيامه الأبطال	MMO	传奇+阿拉伯	Android	2019-5-23
掘地大冒险	Craft Legend	沙盒	动作冒险	Android	2019-5-15
怒海奇兵	Sea Fortress	SLG	科幻+海战	Android	2019-4-16
苏丹冲突(阿语)	صراع السلاطين	SLG	阿拉伯+中世纪	iOS	2019-1-2

资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

- **持续回购公司股票,公司对未来维持信心。**今年以来,由于核心游戏已经进入瓶颈期,新游推进不及预期,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15次,其中5-6月占14次,目前股价相对于19年为9倍PE。

表3、2019年至今股票回购情况

日期	数量(千股)	占已发行股百分比
2019-1-11	注销2018年12月20、27日及2019年1月11日回购	
2019-4-25	1090	0.0851%
2019-5-6	630	0.0492%
2019-5-10	注销及2019年4月25日、5月10日回购	
2019-5-16	625	0.0488%
2019-5-17	1027	0.0802%
2019-5-22	285	0.0223%
2019-5-24	220	0.0172%
2019-5-30	270	0.0211%
2019-5-31	130	0.0102%
2019-6-3	210	0.0164%
2019-6-4	240	0.0188%
2019-6-5	104	0.0081%
2019-6-6	注销及2019年5月22日、24日、30日、31日回购	
2019-6-14	131	0.0103%
2019-6-17	116	0.0091%
2019-6-21	注销及2019年6月3日、4日、5日、14日回购	
2019-6-25	420	0.0329%
2019-6-26	190	0.0149%
2019-7-5	注销及2019年6月17日、25日、26日回购	

资料来源:公司资料,兴业证券经济与金融研究院整理及预测

- **投资建议:**由于核心游戏生命周期已超3年,叠加新游推进不及预期,我们将19/20年的收入由8.21/8.62亿下调至7.18/7.44亿(本报告中,《王国纪元》收入采用中性预测),归母净利润由2/2.14亿下调至1.47/1.71亿,目标价从13.26港币下调至10.12港元,对应19年11x PE,考虑到公司目前估值较低,并期待下半年的新游贡献,我们仍然维持“买入”评

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

级，建议投资者积极关注。

表4、调整后公司细分游戏预测

	2018	2019H1	2019H2	2019E	2020E	2021E
王国纪元-中性	599,910	288,000	279,600	567,600	544,896	517,651
王国纪元-悲观	599,910	259,200	251,640	510,840	490,406	465,886
王国纪元-乐观	599,910	316,800	307,560	624,360	599,386	569,416
城堡争霸	110,186	44,000	42,000	86,000	80,840	75,990
王者决断		11,400	14,820	26,220	39,330	58,995
其他	38,689	14,139	36,762	50,901	101,803	183,245

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

表5、2019H1-H2 业绩预测

	19H1(E)	19H2(E)	2019E
营业收入(千美元)	357,539	373,182	730,721
同比增长	-8.0%	3.6%	-2.4%
净利润(千美元)	71,590	76,485	148,074
同比增长	-27.2%	-15.9%	-21.8%
归母净利润(千美元)	72,162	77,097	149,259
同比增长	-26.8%	-14.9%	-21.1%
毛利率(%)	69.0%	69.0%	69.0%
净利润率(%)	20.2%	20.7%	20.4%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院预测

- **风险提示：**全球游戏市场增速不及预期；核心游戏《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		单位:千美元			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E	
流动资产	337,645	413,054	524,447	625,608	
货币资金	287,547	362,343	473,241	573,456	
贸易应收款	9,397	10,010	10,505	11,450	
预付款项	0	0	0	0	
其他流动资产	40,701	40,701	40,701	40,701	
非流动资产	29,183	21,800	25,290	28,422	
物业、厂房及设备	8,821	11,208	12,698	13,830	
无形资产	461	461	461	461	
于联营公司投资	2,182	2,182	2,182	2,182	
于合营企业投资	5,949	7,949	9,949	11,949	
其他非流动资产	11,770	0	0	0	
递延税项资产	0	0	0	0	
资产总计	366,828	434,853	549,736	654,030	
流动负债	117,678	96,129	97,111	67,423	
应付账款	41,409	19,860	20,842	22,718	
其他应付款项及应计费用	0	0	0	0	
应付税项	44,705	44,705	44,705	44,705	
递延收益	31,564	31,564	31,564	0	
非流动负债	353	353	353	353	
递延所得税负债	353	353	353	353	
负债合计	118,031	96,482	97,464	67,776	
储备	282,603	390,070	510,306	650,858	
少数股东权益	-1,221	-2,406	-3,731	-5,280	
股东权益合计	281,382	387,664	506,575	645,578	
负债及权益合计	399,413	484,146	604,039	713,353	

现金流量表		单位:千美元			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E	
税前利润	236,381	180,013	202,037	236,172	
经营活动产生现金流量	239,224	129,088	170,157	167,375	
投资活动产生现金流量	-41,023	-12,500	-12,500	-12,500	
融资活动产生现金流量	-131,567	-41,793	-46,759	-54,659	
现金净变动	66,634	74,796	110,898	100,216	
现金的期初余额	221,892	287,547	362,343	473,241	
现金的期末余额	287,547	362,343	473,241	573,456	

利润表		单位:千美元			
会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E	
营业收入	748,785	730,721	766,869	835,881	
营业成本	225,237	226,524	237,729	259,123	
其它收益	9,051	5,774	7,669	8,359	
销售费用	186,592	202,425	203,220	213,150	
管理费用	44,658	43,159	46,012	48,481	
研发费用	63,599	83,208	84,356	86,096	
营业利润	237,710	180,813	202,837	236,972	
所占合营公司利润	-1,329	-800	-800	-800	
税前盈利	236,381	180,013	202,037	236,172	
所得税	47,070	31,939	36,367	42,511	
税后盈利	189,311	148,074	165,670	193,661	
少数股东损益	134	-1,185	-1,325	-1,549	
归属母公司净利润	189,177	149,259	166,996	195,211	
EPS(港仙)	113	92	103	120	

主要财务比率

会计年度	2018E	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.3	-2.4	4.9	9.0
营业利润增长率	32.3	-23.9	12.2	16.8
净利润增长率	21.2	-21.1	11.9	16.9
盈利能力(%)				
毛利率	69.9	69.0	69.0	69.0
净利率	25.3	20.4	21.8	23.4
ROE	66.9	38.3	32.7	30.0

偿债能力(%)

资产负债率	29.6	19.9	16.1	9.5
流动比率	2.9	4.3	5.4	9.3

营运能力(次)

资产周转率	187	151	127	117
-------	-----	-----	-----	-----

每股资料(分)

每股收益	14.5	11.7	13.1	15.3
每股净资产	0.2	0.3	0.4	0.5

估值比率(倍)

PE	7	9	8	7
PB	5	3	3	2

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兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、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、永升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、徽盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司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。