

领先的策略手游研发商，全球布局构筑优势

IGG (799 HK) 首次覆盖

核心结论

我们首次覆盖IGG，给予“买入”评级，目标价10.8港币。我们使用永续增长率=1.5%，WACC=15.0%，目标价隐含增长空间为38.4%，对应non-IFRS PE 2018-2020为10.1X/9.1X/8.5X。

策略手游细分行业景气度高，IGG占据领先地位。SLG游戏在海外市场手游畅销榜单上数量较多，排名靠前，属于品类定型、收益稳定类型。我们预计国内市场随着腾讯、网易的介入，用户基础也将扩大，品类趋于稳定，行业前景向好。IGG在国内手游出海公司中收入排名长期稳居TOP3、SLG品类TOP2，领先优势明显。

新游发布带来催化。2H18将有6款新游测试上线，均为公司的强项品类SLG。我们看好《Project SOK》、《Project GM》，公司期望将其打造为流水过千万美元的游戏产品，与《城堡争霸》处于同一水平，业绩将于2H19释放。

当前安全边际较高，公司已连续回购股票多次。一方面，我们预计IGG新老游戏FY19-21的收入在最糟糕的情况下目标价约为8.41元；另一方面，对比海外的单一手游爆款公司，IGG的trading PE处于休闲轻度手游水平，我们认为IGG具备匹配其它重度RPG类型手游公司的空间。

风险提示：新手游研发上线不及预期；税率提升；营销费用超出预期等

核心数据

USD	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	322	607	774	872	950
增长率(%)	59%	89%	27%	13%	9%
净利润(百万元)	73	154	177	196	211
增长率(%)	68%	117%	13%	11%	7%
每股收益(EPS)	0.05	0.11	0.14	0.15	0.16
市盈率(P/E)	10.3	11.2	10.1	9.1	8.5
市净率(P/B)	3.8	7.6	7.0	6.1	5.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码 00799.HK

目标价格 10.8

前次评级

评级变动 首次

当前价格 9.04

近一年股价走势



分析师

李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanli@research.xbmail.com.cn

联系人

巫娜 S0800118040007
+86-18665933724
wuna@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	6
游戏 CP 收入成本拆分及关注点	7
海外市场保持较高景气度，国内游戏市场增速承压	8
海外手游市场景气度高，多市场存增长机会	8
海外手游市场空间广阔，3 年 CAGR 增速@21%>国内@13.4%	8
出海手游收入已取佳绩，新兴市场、成熟市场双管齐下	8
成熟市场高 ARPU、高安装成本，但本地手游进展滞后提供竞争机会	10
新兴市场（东南亚、南美洲）具有人口优势，智能手机普及率提升带来用户红利 ...	12
游戏全面出海阶段开启，国内游戏巨头优势并不明显	13
国内游戏市场增长疲乏，1H18 同比增速下滑至 5.2%	16
用户端：手游用户在潜在适龄游戏玩家中渗透率接近上限	17
产品端：创新能力不足，游戏玩家粘性、投入中短期受考验	17
监管端：主管机构监管趋严，用户付费短期增长乏力	18
SLG 手游规模持续提升，游戏产品仍具改善空间	20
SLG 手游海外受宠，中国出海公司斩获收入排名佳绩	20
预计国内 SLG 手游收入未来 4 年 CAGR 35.9%，规模达 648 亿	21
SLG 细分品类产品仍具挖掘空间	23
两大策略游戏主流玩法：部落冲突 VS. 列王的纷争	23
题材创新、品类融合、提高玩家自由度是 SLG 未来可挖掘空间	24
全球研运一体先发优势明显，多款新游 2H18 待发布	24
IGG 占据全球布局先发优势，研发注重融合创新	24
IGG 定位于全球研运一体，竞争优势稳固	25
《王国纪元》成功并非偶然，研发过程注重融合创新	26
国内游戏出海即将全面开启，短期或有成本扰动因素，但先发优势难以瓦解	26
预计主力游戏稳中有升，2H18 待上线多款新游	28
预计《王国纪元》月流水持续稳中有升	28
新游品类丰富，等待多品类研发能力验证机会	30
营收及盈利预测、估值分析	31
营收规模预测	31
盈利预测	32
估值分析及同行业比较	33
场景分析：老游戏生命周期问题+新游成功的不确定性测试	33
IGG trading PE 仍具备 match 其它单一重度手游研发商的空间	33

风险..... 36

图表目录

图 1: 游戏 CP 的收入、成本费用拆分 7

图 2: 游戏公司收入增长的确信性和利润率水平是关注点..... 7

图 3: 海内外手游市场规模: USD bn..... 8

图 4: 海内外手游市场增速 8

图 5: 中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入及同比增速 9

图 6: 2018E 各地区游戏收入(\$ bn)..... 9

图 7: 1Q18 中国移动手游出海地区分布 9

图 8: 各地区市场 2016 年中国公司产生的移动游戏收入份额 9

图 9: 2017 成熟地区手游 ARPU 高 (\$/年) 10

图 10: 2017 手游在各地区的收入占比 10

图 11: 《阴阳师》日韩版本 iOS 畅销榜单排名 11

图 12: 进入韩国 Google Play 畅销榜 TOP 20 的中国手游流水表现: 2016 VS. 2017 . 11

图 13: 《荒野行动》日本版 iOS 畅销榜的排名: 2018 年 6 月-9 月 11

图 14: 新兴地区手游人口数量及智能手机普及率: 2017 12

图 15: 2017 新兴地区手游 ARPU (\$/年) 及手游收入占比..... 12

图 16: 1H18 游戏 app CPI 12

图 17: 2017 年游戏公司市场份额占比 13

图 18: 海外和国内传统游戏大厂手游收入占游戏收入的比例 13

图 19: 动视暴雪成功 IP 主机游戏续作历史销量 13

图 20: EA 成功 IP 主机游戏续作历史销量 13

图 21: UBISOFT 成功 IP 主机游戏续作历史销量 14

图 22: Take-Two 成功 IP 主机游戏续作历史销量..... 14

图 23: 售价 60 美刀的主机游戏成本、费用拆分 14

图 24: 全球主机游戏市场实体店销售 vs. 数字销售收入占比 14

图 25: 《王者荣耀》海外版 iOS 最高畅销排名 14

图 26: 《无尽对决》iOS 最高畅销排名..... 14

图 27: 全球各类别手游 CPI 分布: 2017 年 1 月-2018 年 6 月..... 15

图 28: IGG 营销费用占收入比例 15

图 29: 中国游戏市场实际销售收入 (人民币 亿元) 及同比增速..... 16

图 30: 中国各类型游戏收入市场份额占比: 2008-1H2018..... 16

图 31: 中国各类型游戏收入同比增速: 2008-1H2018 16

图 32: 中国移动网民规模 (百万) 及同比增速: 2014-1H18 17

图 33: 中国网民结构..... 17

图 34: 手游用户规模(百万)及同比增速: 2014-1H18..... 17

图 35: 手游用户在潜在适龄游戏玩家中的渗透率 17

图 36: 手游新品同质化现象	18
图 37: 手游新品发布数量: 2015 年 9 月-2017 年 7 月	18
图 38: 手游 ARPU 及同比增速: 1H15-1H18	19
图 39: 1Q18 全球手游收入品类分布.....	20
图 40: 策略手游数量: iOS 和 Google Play 畅销榜 TOP 100	20
图 41: 2017 年中国移动游戏出海类型分布	21
图 42: 中国出海游戏公司收入排行榜 2018 年 6 月	21
图 43: 中国 App 出海发行商-IGG 出海收入排名(iOS & Google Play 综合)	21
图 44: 中国 SLG 手游流水、市场份额及同比增速: 2013-2022E	21
图 45: 《部落冲突》截图	23
图 46: 《列王的纷争》截图.....	23
图 47: 《末日世界》截图	24
图 48: 《剑与家园》截图	24
图 49: IGG 全球布局: 研发和运营	25
图 50: 《王国纪元》各地区畅销榜单排名情况	26
图 51: 《城堡争霸》各地区畅销榜单排名情况	26
图 52: 《王国纪元》美术风格.....	26
图 53: 《王国纪元》卡牌养成玩法	26
图 54: 中国 iOS 畅销榜排名: 腾讯自研策略手游《真龙霸业》vs. 《王国纪元》	27
图 55: IGG 各地区收入分布.....	28
图 56: IGG 各地区收入增速.....	28
图 57: IGG 游戏收入同比增速: 1H17-1H18	28
图 58: IGG 游戏收入(美元 mn)及平均月收入: 1H17-1H18.....	28
图 59: IGG 各款游戏收入贡献占比	29
图 60: IGG 重点游戏流水: 2016 年 1 月-2018 年 6 月	29
图 61: 《王国纪元》iOS 下载量排名: 2018 年 6 月-9 月	30
图 62: 《王国纪元》iOS 畅销榜排名: 2018 年 6 月-9 月	30
图 63: IGG 游戏流水(USD mn)预估: 2016-2020.....	31
图 64: IGG 收入确认预估(USD mn): 2018E-2020E	31
图 65: IGG 毛利润率预估: 2018E-2020E	32
图 66: IGG 营销费用率预估: 2018E-2020E	32
图 67: IGG non-IFRS 净利润及增速预估(USD mn)	32
图 68: non-IFRS 净利率.....	32
图 69: IGG DCF model: Terminal FCF growth @1.5% & WACC=15%	33
图 70: 新游戏和老游戏流水测试.....	33
图 71: 单一爆款手游上线天数(按交易日计数)对应的 Trading PE: COM2US、IGG、King、工合、COLOPL	34
图 72: 同行业估值比较.....	35

表 1: 成熟市场畅销榜单本土游戏公司出品数量: iOS 和 Google Play.....	10
表 2: 新兴市场畅销榜单本土游戏公司出品数量: iOS 和 Google Play.....	12
表 3: 游戏行业监管文件及事件.....	18
表 4: 各类游戏类型数据指标.....	22
表 5: 腾讯、网易 SLG 手游储备: 2018 (红色表示已发布).....	22
表 6: 部落冲突 vs. 列王的纷争.....	23
表 7: 新游储备.....	30

投资要点

对比疲乏的国内手游市场，海外市场保持较高景气度，多市场存增长机会：

- 我们认为海外手游市场相比于国内手游市场，优势是非常明显的：1) 空间广阔，约国内的3倍,2020E海外手游市场将达733亿美金 vs. 国内213亿美金;2)增速可观,NewZoo预计未来3年海外手游CAGR保持在21% VS. 国内13.4%
- 多市场存在竞争优势：成熟市场（欧美、日韩）高ARPU、高安装成本，但本地手游进展滞后提供竞争机会；新兴市场（东南亚、南美洲）具有人口优势、低安装成本，智能手机普及率提升带来用户红利
- 游戏全面出海阶段开启，中型CP生存空间仍较宽松：1)海外传统游戏大厂进军手游的急迫性并不高；2)腾讯、网易的国内竞争优势在海外市场弱化（在海外并无渠道、IP、品牌口碑等优势）

SLG手游规模持续提升，游戏产品仍具改善空间：

- 我们对海外以及国内的SLG手游市场均持乐观态度，主要原因在于：1)SLG在海外市场处于全球通吃的游戏类型，畅销榜单上数量较多，排名靠前，属于品类定型、收益稳定的类型；2)中短期内，国内大厂（腾讯、网易）培育国内SLG市场的决心较大，我们预计用户规模将会得到极大的增长，我们认为SLG在大厂的推波助澜下将迅速成长为需求稳定的游戏品类。
- 从产品的角度上来看，SLG手游在题材、玩法融合、自由度提升上仍具备改善空间。

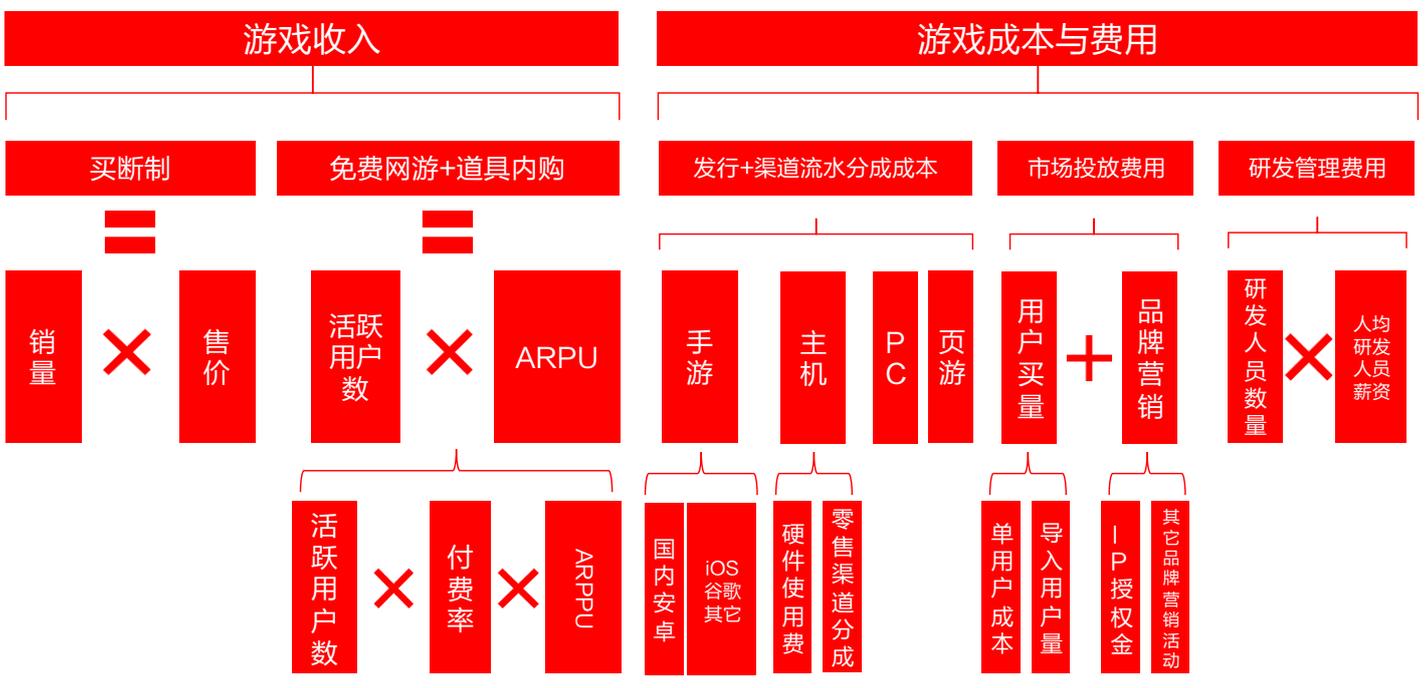
全球研运一体先发优势明显，多款新游2H18待发布：

- 我们认为IGG在全球游戏市场的竞争优势为全球化布局以及融合创新的研发理念：1)全球布局的先发优势使得IGG在游戏用户运营数据上积累丰富，反哺游戏的本地化研发、运营，迅速将游戏产品发行到全球市场；2)IGG在新游戏的研发上并非单一的复制已得到市场验证的产品，《城堡争霸》和《王国纪元》的出品都是游戏融合创新的典范，我们认为研发品类融合+微创新的游戏产品将在手游市场上越来越重要,IGG有望受益。
- 2H18将有6款新游测试上线,均为公司的强项品类SLG,新游有望催化,增厚公司业绩。

IGG目前安全边际高。一方面，我们对IGG新老游戏FY19-21的收入表现进行情景假设，得出在最糟糕的情况下，公司目标价约为8.41元；另一方面，对比海外的单一手游爆款公司,IGG的trading PE处于休闲轻度手游水平,我们认为IGG所处的SLG细分手游市场有更高的ARPU,生命周期更长,并且用户基础属于全球通吃类型,matching RPG类型手游公司COM2US、COLOPL仍有空间。

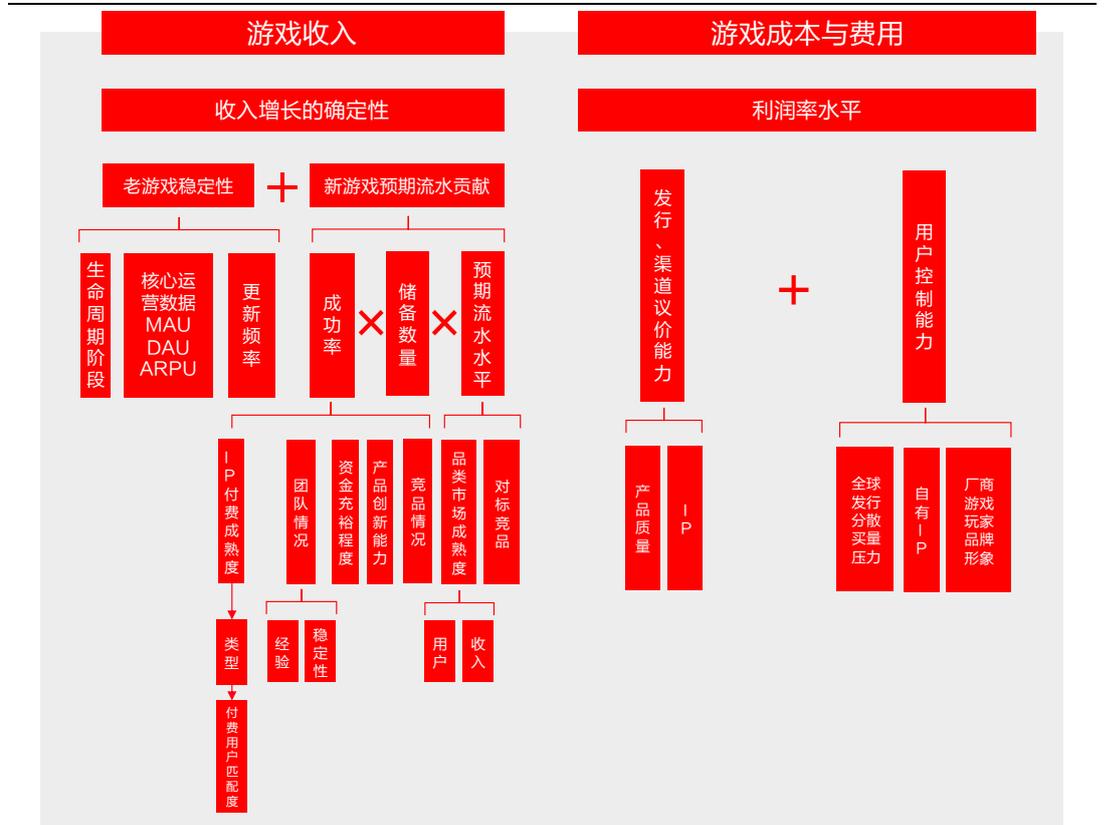
游戏CP收入成本拆分及关注点

图 1：游戏 CP 的收入、成本费用拆分



资料来源：西部证券研发中心

图 2：游戏公司收入增长的确信性和利润率水平是关注点



资料来源：西部证券研发中心

海外市场保持较高景气度，国内游戏市场增速承压

我们认为海外手游市场相比于国内手游市场，优势是非常明显的：1) 空间广阔，约国内的 3 倍；2) 增速可观，未来 3 年海外手游 CAGR 保持在 21%。对比来看，国内手游市场在中短期内增速承压，Newzoo 预计未来 3 年中国手游 CAGR 保持在 13.4%。我们认为当前国内手游市场增速承压的主要原因为：1) 用户增长放缓；2) 产品高度同质化，创新能力不足；3) 监管机构管控趋严。

海外手游市场景气度高，多市场存增长机会

中国出海手游早在 2016-2017 年间取得佳绩，尤其在新兴市场国家。从出海地区的选择上来看，大部分成熟市场仍旧留有空间，主要原因在于本地手游化进展的滞后，同时玩家具有高 ARPU、高安装成本的特点；中国游戏公司普遍在新兴市场具备竞争优势，主要原因在于丰富的手游研发经验以及当地小白用户红利，玩家具有低 ARPU、低安装成本的特点。整体来看，大部分海外手游市场生存环境相对于国内来说仍旧宽松。

海外手游市场空间广阔，3年CAGR增速@21%>国内@13.4%

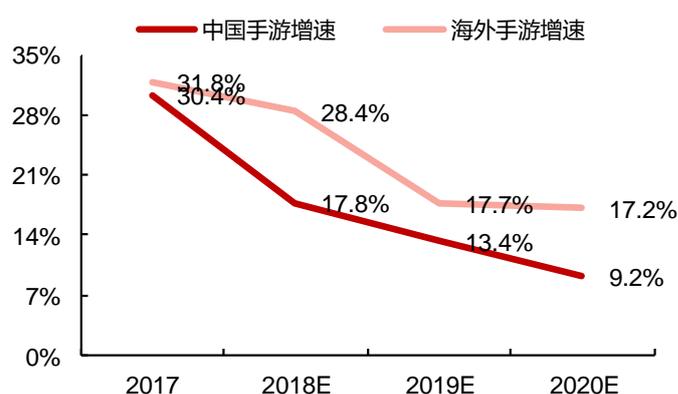
根据 New Zoo, 2017 年全球手游收入约为 560 亿美金，其中中国市场手游收入规模约为 146 亿美金，占比约 26.1%。对比来看，海外手游市场约为中国的 2.8 倍。就增速而言，由于部分发达国家手游的滞后发展以及新兴国家提升的智能手机覆盖率，New Zoo 预计海外手游市场将享受未来 3 年 CAGR@21%的复合增速，2020E 达到 733 亿美金；对比来看，New Zoo 预计国内手游市场未来 3 年 CAGR@13.4%，2020E 将达到 213 亿美金的规模，届时海外手游市场将是国内的 3.5 倍。

图 3：海内外手游市场规模：USD bn



资料来源：New Zoo, 西部证券研发中心

图 4：海内外手游市场增速

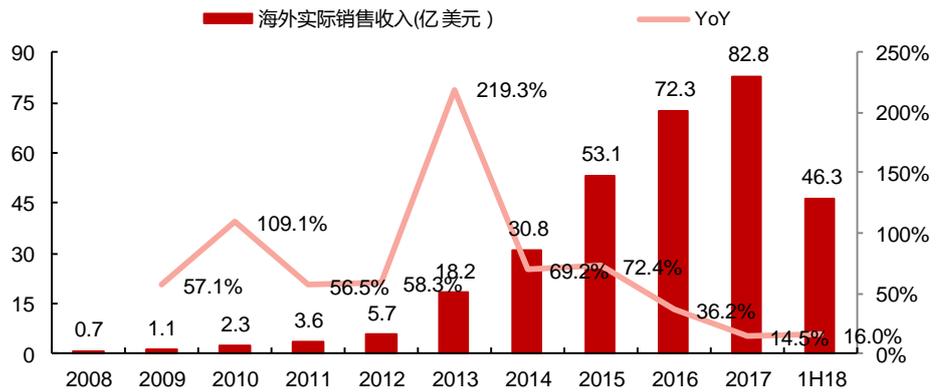


资料来源：New Zoo, 西部证券研发中心

出海手游收入已取佳绩，新兴市场、成熟市场双管齐下

根据中国音数协游戏工委 (GPC) & 伽马数据 (CNG), 2017 中国自主研发网游海外收入保持快速增长，达到 82.8 亿美元，同比增速为 14.5%。其中，移动出海游戏收入占比在 2016 年达到 63.4%，我们预计在手游大趋势环境下，移动出海游戏的收入占比仍在持续提升。

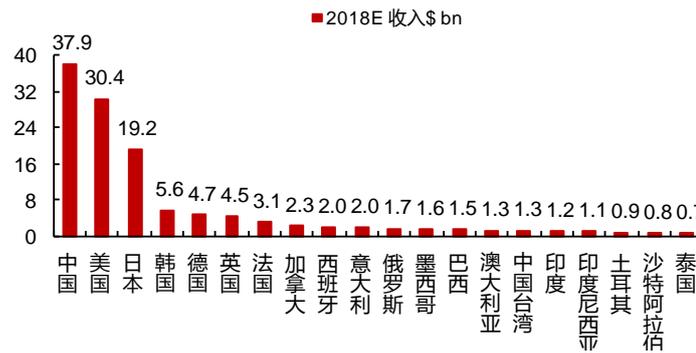
图 5：中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入及同比增速



资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&伽马数据（CNG），西部证券研发中心

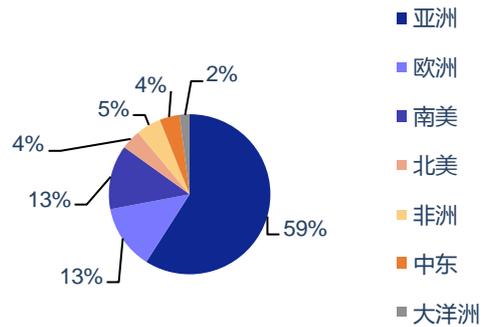
在出海尝试中，中国游戏厂商在成熟市场以及新兴市场都有涉足，一般优先选择文化相近的港澳台地区以及游戏小白用户较多的东南亚等新兴市场，之后再进入竞争更为激烈的成熟市场，例如日韩、欧美等。

图 6：2018E 各地区游戏收入(\$ bn)



资料来源：New Zoo，西部证券研发中心

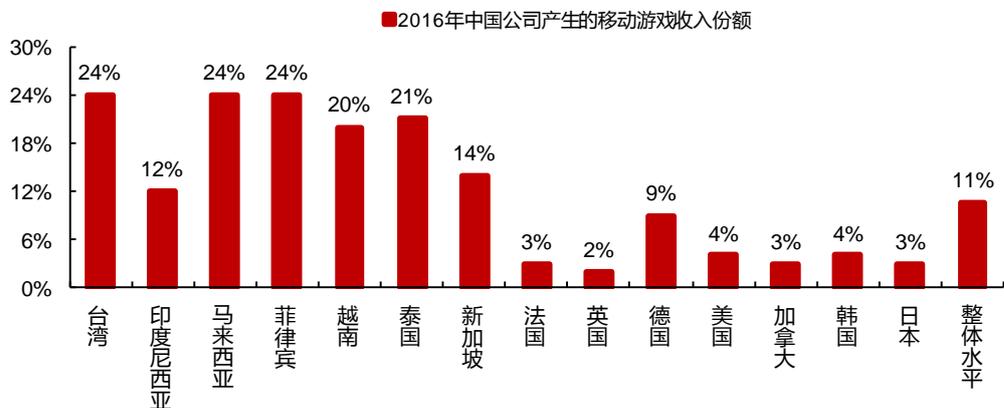
图 7：1Q18 中国移动手游出海地区分布



资料来源：深诺咨询，西部证券研发中心

根据 New Zoo, 2016 年中国出海移动游戏在新兴市场的收入份额占比较高, 普遍达到 2 位数, 而在欧美成熟市场的收入份额大多为低个位数, 我们认为主要原因在于成熟市场竞争激烈且移动游戏收入规模基数较大。整体来看, 2016 年中国出海手游收入已占海外手游市场的 11%。

图 8：各地区市场 2016 年中国公司产生的移动游戏收入份额

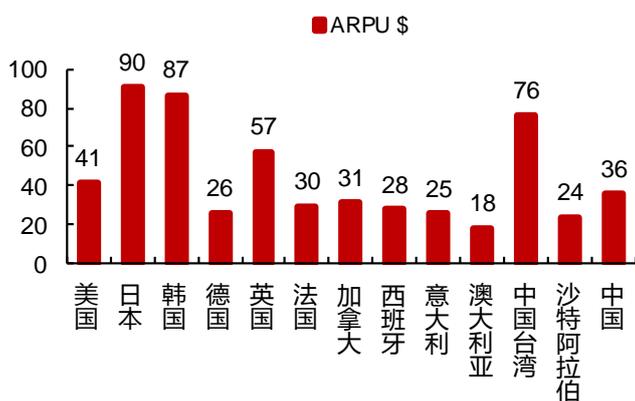


资料来源：New Zoo，西部证券研发中心

成熟市场高ARPU、高安装成本，但本地手游进展滞后提供竞争机会

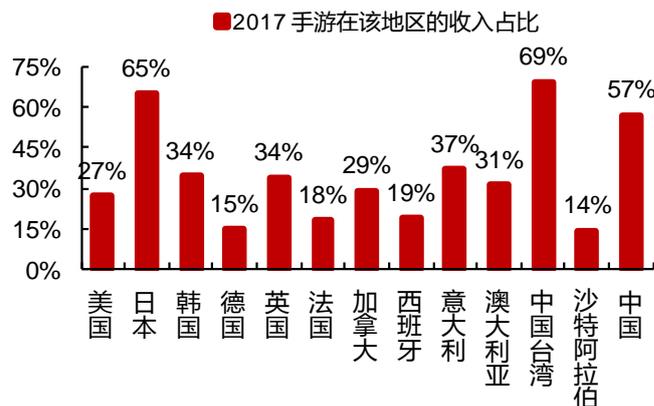
根据 Statista, 诸如欧美、日韩等发达地区的成熟游戏市场, 由于当地人均 GDP 水平较高且经过主机游戏、PC 游戏的教育之后, 手游玩家的付费能力保持在高位。值得一提的是, 除日本、中国台湾等, 大部分成熟地区的手游化进度明显落后, 我们认为国内移动出海厂商在当地手游化趋势过程中是有机会获得快速增长的。

图 9: 2017 成熟地区手游 ARPU 高 (\$/年)



资料来源: Statista, 西部证券研发中心

图 10: 2017 手游在各地区的收入占比



资料来源: Statista, 西部证券研发中心

我们观察了 App Annie 统计的 iOS 和 Google Play 畅销 TOP 100 及 TOP 10 榜单, 发现海外游戏公司在英国、德国、法国、意大利等国家的生存空间较大, 美国和韩国市场较为适中, 日本较难。

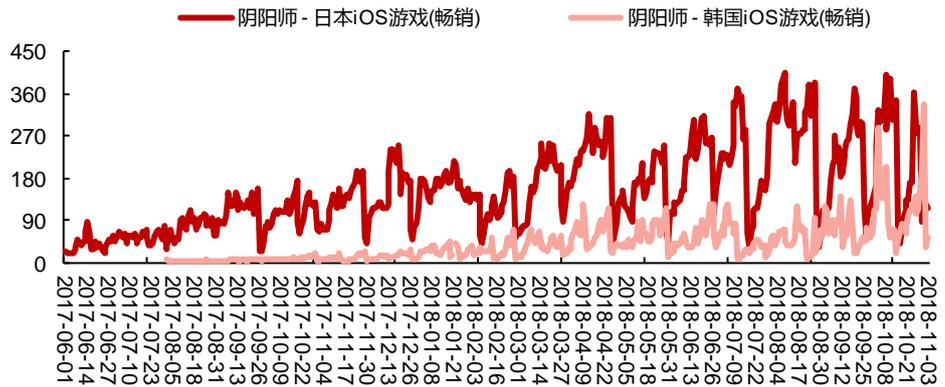
表 1: 成熟市场畅销榜单本土游戏公司出品数量: iOS 和 Google Play

	美国	英国	德国	法国	意大利	日本	韩国
iOS 畅销 Top 100	34	12	6	10	6	67	42
iOS 畅销 Top 10	5	2	0	0	2	8	7
Google Play 畅销 Top 100	35	10	8	4	7	69	49
Google Play 畅销 Top 10	3	3	0	0	2	8	7
代表公司	Niantic MZ EA Kabam Zynga Glu Jam City Blizzard	King Playdemic Gram Games Vizor	InnoGames Goodgame Studios Whow Games	1492 Studio Gameloft Ubisoft Ankama	Playrix Melesta WhatWapp	BNE SEGA Konami Gungho NEXON Line BANDAI SQUARE ENIX	Netmarble NCSOFT Com2uS PUBG Corp.
海外游戏进入难度	适中	低	低	低	低	难	较难

资料来源: App Annie, 西部证券研发中心(日期为 2018 年 9 月 26 日, 标红为传统主机或 PC 游戏大厂)

通过对比日本市场和韩国市场, 我们认为海外地区的手游渗透率是决定中国游戏出海难易的一个重要因素。日本和韩国历史上以来均是游戏强国, 但由于日本手游市场较高的渗透率(日本 65% vs. 韩国 34%), 日本本土传统游戏厂商相较于韩国传统游戏厂商而言大都已完成手游化转型, 并且 IP 优势明显优于中国出海游戏公司, 中国出海游戏公司在打开日本市场的过程较为艰辛。以网易的《阴阳师》为例, 该手游在 IP 受众基础更好的日本手游市场 iOS 排名并不及韩国市场, 未进 iOS 畅销榜 TOP30。

图 11:《阴阳师》日韩版本 iOS 畅销榜单排名



资料来源:七麦数据,西部证券研发中心

韩国畅销榜单本土游戏公司上榜数量仅次于日本,得益于其手游趋势的滞后,2017年中国游戏出海在韩国收获颇丰。根据《2017年韩国内中国移动游戏成绩报告》,2016年进入韩国 Google Play 畅销榜 Top20 (韩国 Android VS. iOS 约 6:1, 安卓流水是 iOS 的数倍)的中国游戏有 11 款,年销售额 1123 亿韩元;而 2017 年达到了 16 款,但总销售额却增长了 74%。

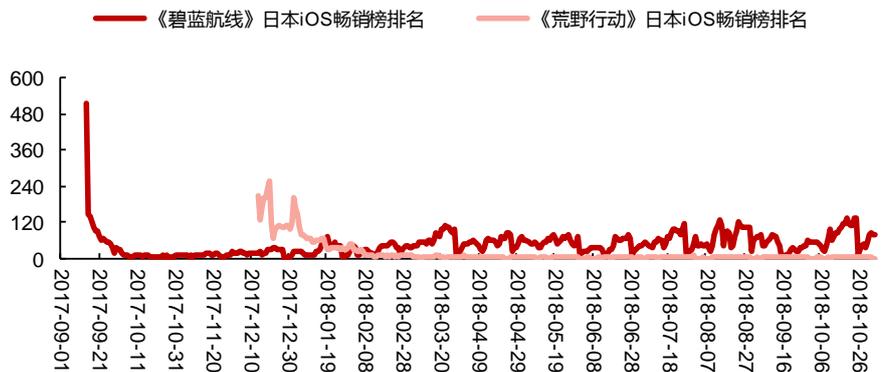
图 12: 进入韩国 Google Play 畅销榜 TOP 20 的中国手流水表现: 2016 VS. 2017



资料来源:《2017年韩国内中国移动游戏成绩报告》,西部证券研发中心

不过,随着厂商对日本游戏市场的了解加深,2H17 享游《碧蓝航线》首次进入日本 iOS 畅销榜 TOP10 (最高排名 TOP5)、2018 年网易《荒野行动》后期稳定维持在日本 iOS 畅销榜单 TOP 10 以内,中国手游出海日本市场取得重大突破。

图 13:《荒野行动》日本版 iOS 畅销榜的排名: 2018 年 6 月-9 月

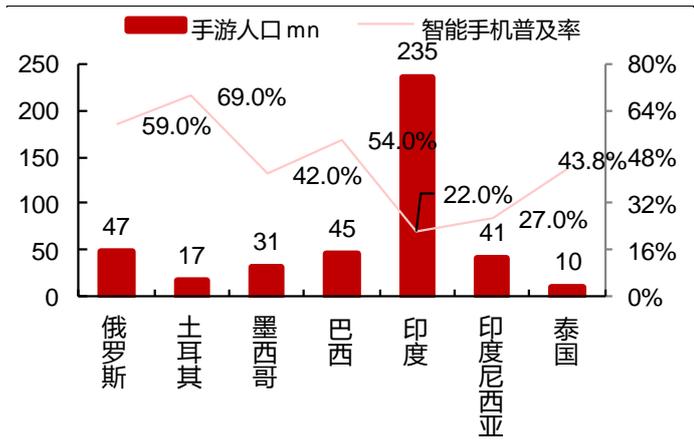


资料来源:七麦数据,西部证券研发中心

新兴市场（东南亚、南美洲）具有人口优势，智能手机普及率提升带来用户红利

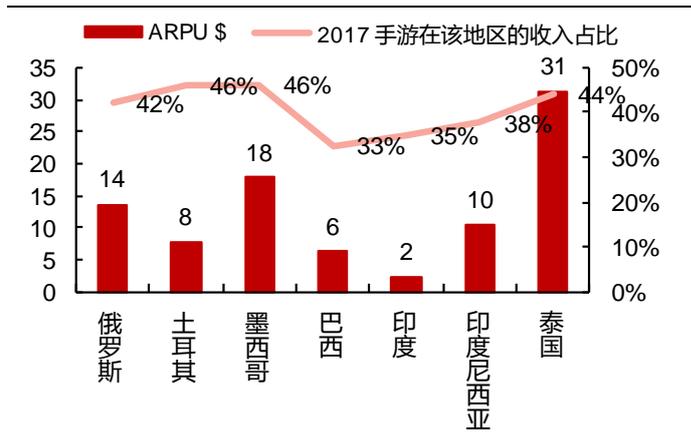
虽然新兴游戏市场的付费能力目前仍旧处于较低的水平，但我们认为其市场仍旧具有较大的潜力，主要原因有二：1) 较大的人口优势，尤其是印度、印度尼西亚、巴西、俄罗斯等地区，手游人口规模仅次于美、日、中三国；2) 智能手机普及率仍旧在迅速持续提升，给游戏厂商带来了小白用户红利，用户成本相比于欧美成熟市场要低。此外，新兴市场的本地游戏研发能力弱，且手游进展落后于中国，中国出海游戏厂商在竞争中优势明显。

图 14：新兴地区手游人口数量及智能手机普及率：2017



资料来源：Statista，西部证券研发中心

图 15：2017 新兴地区手游 ARPU (\$/年) 及手游收入占比



资料来源：Statista，西部证券研发中心

图 16：1H18 游戏 app CPI

GAMING APPS INSTALL COST BY REGION



资料来源：《2018 年手游买量成本》，西部证券研发中心

表 2：新兴市场畅销榜单本土游戏公司出品数量：iOS 和 Google Play

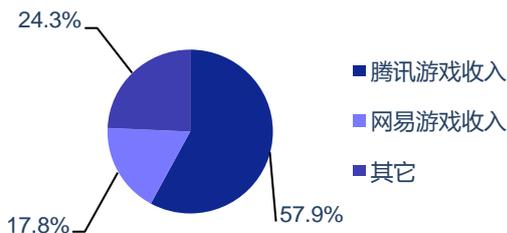
	俄罗斯	马来西亚	泰国	新加坡	土耳其	巴西	印度尼西亚
iOS 畅销 Top 100	6	0	8	1	4	4	1
iOS 畅销 Top 10	0	0	0	0	0	0	0
Google Play 畅销 Top 100	7	0	8	1	1	1	2
Google Play 畅销 Top 10	0	0	0	0	0	1	0
代表公司	TAPCLAP Kefir	无	Siamgame DC Perfect	Eyou	Peak Games	Pipa TFG	Megaxus

资料来源：App Annie，西部证券研发中心

游戏全面出海阶段开启，国内游戏巨头优势并不明显

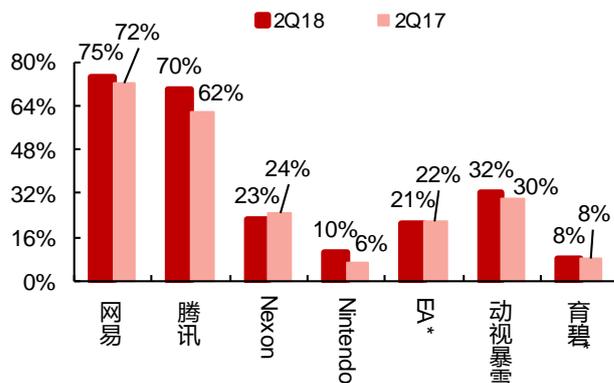
早期出海游戏厂商大多数为中小 CP，就其出海动机，我们认为主要原因有二：1) 国内游戏行业的双寡头格局挤占了中小 CP 的生存空间；2) 海外游戏大厂移动化趋势反应过慢，给国内游戏厂商提供了进入机会。

图 17：2017 年游戏公司市场份额占比



资料来源：腾讯，网易，伽马数据，西部证券研发中心

图 18：海外和国内传统游戏大厂手游收入占游戏收入的比例



资料来源：网易，腾讯，Nexon, Nintendo, EA, 动视暴雪，育碧，西部证券研发中心（EA 和育碧的 2Q18 手游收入占比数据未出，实际为 1Q18 手游收入占比）

自 2017 年以来，腾讯和网易双双开启出海战略，先后在海外发布《王者荣耀》、《阴阳师》、《荒野行动》等作品，同时考虑到 2018 年国内监管层对网游总量的供给侧改革因素叠加影响，我们预计中国游戏厂商将会进入全面出海的阶段。

那么随着中国游戏的双巨头出海以及海外传统游戏厂商的手游化布局开展，已有出海厂商的竞争优势会发生变化吗？我们认为会有影响，但并不会动摇根基，主要原因在于：

1) 海外传统游戏大厂进军手游的急迫性并不高。

国外的游戏商业模式和中国差别巨大，海外传统游戏大厂研发的游戏大部分是付费制游戏，这类游戏的特点是成熟 IP 续作稳定性高、可持续性高，并且海外的数字化发行使得渠道利润从零售门店回流至游戏 CP 本身，回暖的付费游戏市场使得传统游戏大厂进军缺乏用户运营经验的免费手游市场的急迫性并不高。

图 19：动视暴雪成功 IP 主机游戏续作历史销量



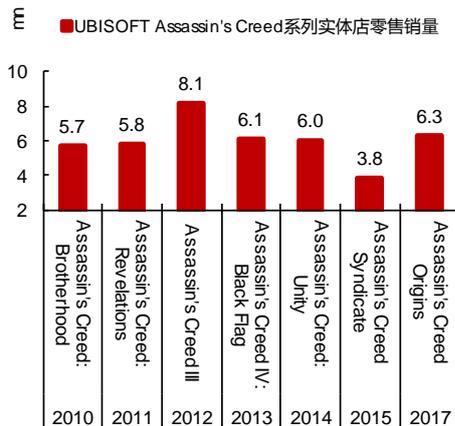
资料来源：Video Game Chart, 西部证券研发中心（部分游戏有免费版和付费版，实体店销量不包含免费版）

图 20：EA 成功 IP 主机游戏续作历史销量



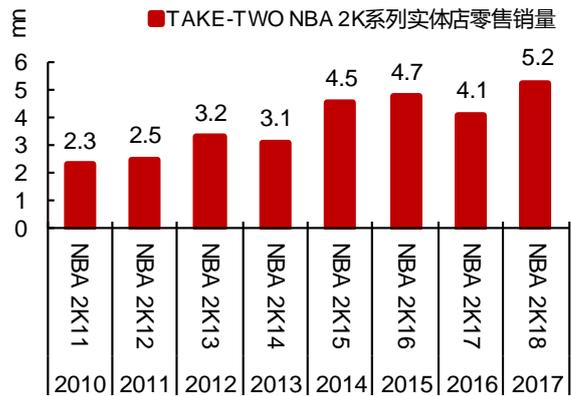
资料来源：Video Game Chart, 西部证券研发中心（部分游戏有免费版和付费版，实体店销量不包含免费版）

图 21: UBISOFT 成功 IP 主机游戏续作历史销量



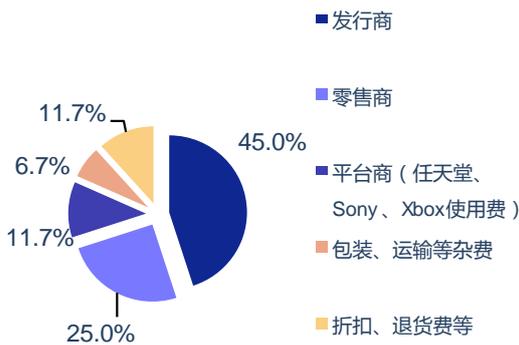
资料来源: Video Game Chart, 西部证券研发中心 (部分游戏有免费版和付费版, 实体销量不包含免费版)

图 22: Take-Two 成功 IP 主机游戏续作历史销量



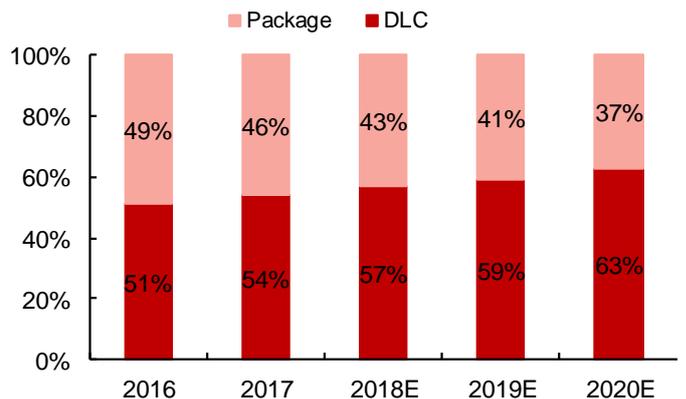
资料来源: Video Game Chart, 西部证券研发中心 (部分游戏有免费版和付费版, 实体销量不包含免费版)

图 23: 售价 60 美元的主机游戏成本、费用拆分



资料来源: New Zoo, 西部证券研发中心

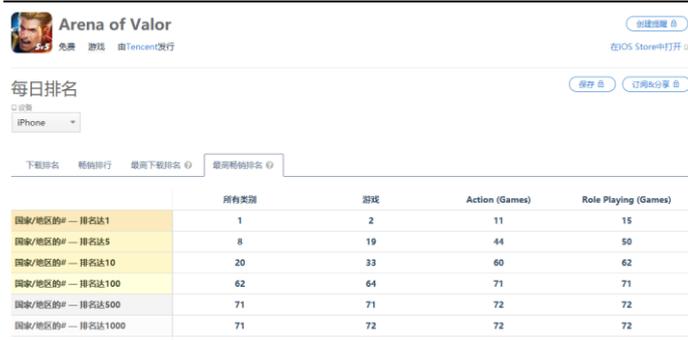
图 24: 全球主机游戏市场实体店销售 vs. 数字销售收入占比



资料来源: IDG, 西部证券研发中心

2) 腾讯、网易的国内竞争优势在海外市场弱化: 二者在海外并无渠道、IP、品牌口碑等优势, 与中小 CP 处于同一起跑线, 甚至在用户数据的积累上更加落后。以腾讯海外版《王者荣耀》和沐瞳科技《无尽对决》为例, 二者产品的玩法和人物有诸多相似之处, 但后者在海外畅销榜单的排名成绩明显优于《王者荣耀》海外版本, 即便《王者荣耀》海外版本引入诸多本地化改编、头部 IP 人物等。

图 25: 《王者荣耀》海外版 iOS 最高畅销排名



资料来源: App Annie, 西部证券研发中心

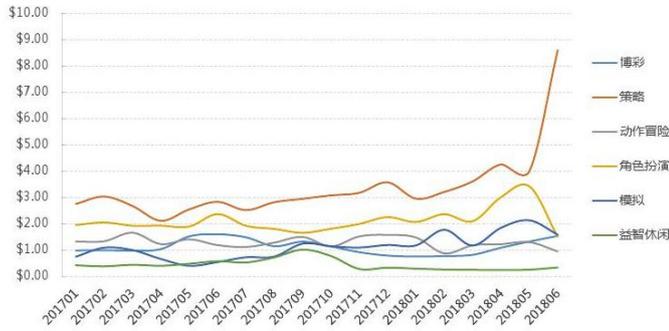
图 26: 《无尽对决》iOS 最高畅销排名



资料来源: App Annie, 西部证券研发中心

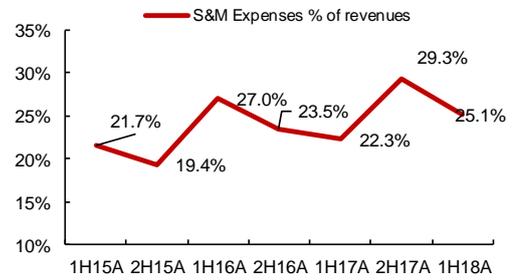
具体来说，我们认为巨头出海的影响更多的在于短期内的用户购买成本波动上，对于小 CP 的现金流压制较大，而对资金充裕、早已全球布局的中型 CP 影响较小，比如 IGG 在 1H18 的用户买量成本上反而实现了更高的 ROI。

图 27：全球各类别手游 CPI 分布：2017 年 1 月-2018 年 6 月



资料来源：深诺咨询，西部证券研发中心

图 28：IGG 营销费用占收入比例



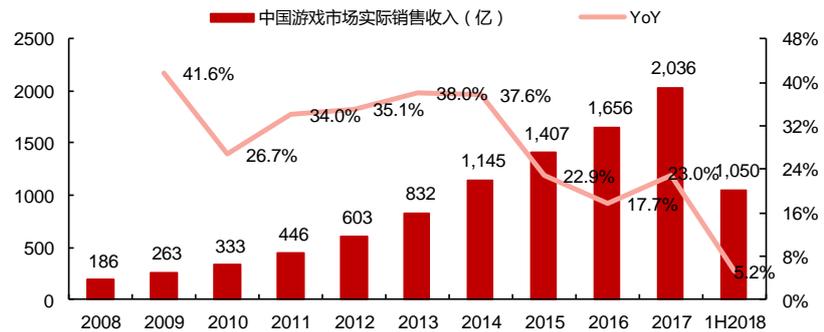
资料来源：IGG,西部证券研发中心

国内游戏市场增长疲乏，1H18同比增速下滑至5.2%

根据中国版协游戏工委，1H18 中国游戏市场同比增速从 2017 全年 23.0% 下滑至 5.2%，收入规模达到 1050 亿。我们认为国内游戏市场的增速放缓主要和国内手游的增速放缓相关性更大：

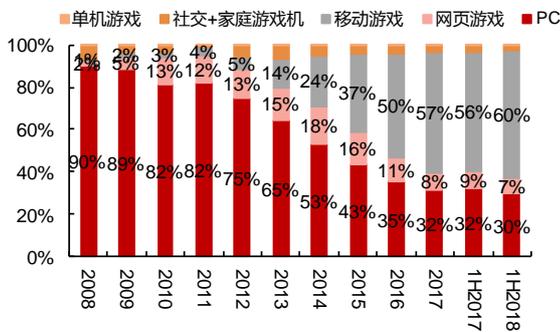
- 自 2013 年，随着移动智能手机的普及，PC 游戏和页游由于用户使用习惯的迁移，收入增速放缓，甚至出现萎缩。截至 1H18，PC 游戏和页游收入分别同比下滑 1.3%/14.6%，规模分别为 315/72 亿，各自比重为 30%/6.9%。长期来看，我们预计 PC 游戏和页游将持续目前疲软趋势，市场份额将不断被移动手游替代。
- 主机游戏市场由于较高的非刚需硬件购置门槛，因此国内主机市场需求相比于美国、日本等成熟发达游戏市场仍旧较小。2017 年中国主机游戏收入 14 亿，占比 0.7%。我们预计国内主机市场目前仍有较高的设备购置门槛且盗版打击力度不够，游戏 CP 难以获利，我们预计中短期内主机市场在国内获得较大增长机会的可能性较小。
- 移动手游在 2013-2017 年充分享受了智能手机普及带来的用户红利以及移动终端支付技术发展带来的技术红利，截至 1H18 收入规模达到 634 亿，占比 60%，约为 PC 市场的 2 倍。1H18 移动手游的收入增速从 2017 年全年增速 41.6% 下滑至 12.9%，是导致 1H18 中国游戏市场增速跌落至个位数的主要原因。

图 29：中国游戏市场实际销售收入（人民币 亿元）及同比增速



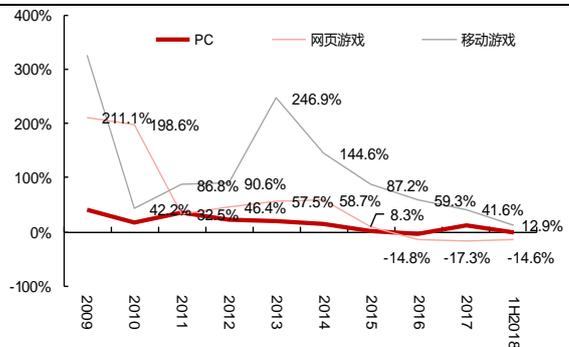
资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，西部证券研发中心

图 30：中国各类型游戏收入市场份额占比：2008-1H2018



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，西部证券研发中心

图 31：中国各类型游戏收入同比增速：2008-1H2018



资料来源：中国音数协游戏工委，伽马数据，西部证券研发中心

特别的，对于国内移动手游市场规模的增速放缓，我们认为主要原因在于移动游戏用户渗透率提升接近尾声、产品同质化严重以及近段时间的国内主管机构政策收紧等三大方面。

用户端：手游用户在潜在适龄游戏玩家中渗透率接近上限

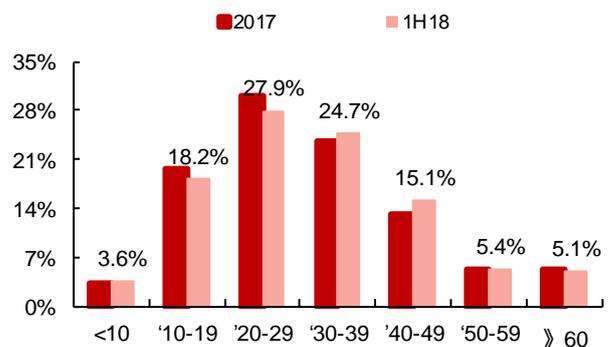
根据 CNNIC，我国移动网民数量 1H18 达到 7.88 亿，同比增速约 8.9%，相比于 2017 全年增速基本持平。新增网民数量更多的集中于中年人群，30-49 岁群体占比由 2017 年末的 36.7% 扩大至 39.9%。我们认为中年群体的新增网民对于游戏用户的增长边际贡献较小，主要原因在于电子游戏更多的是先被年轻群体尝试。

图 32：中国移动网民规模（百万）及同比增速：2014-1H18



资料来源：CNNIC，西部证券研发中心

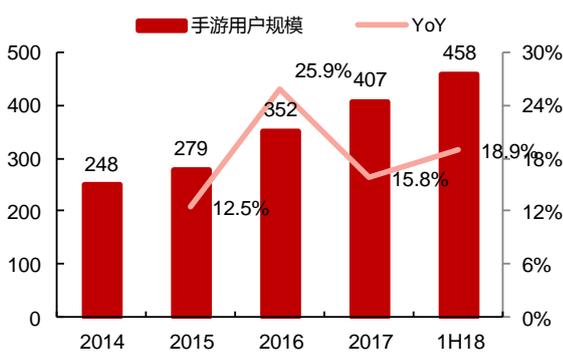
图 33：中国网民结构



资料来源：CNNIC，西部证券研发中心

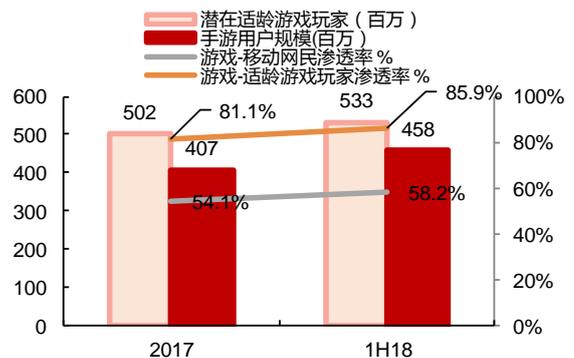
此外，CNNIC 还显示 1H18 国内手游用户规模达到 4.58 亿，同比增速为 18.9%；对比 2017 全年 15.8% 的增速来讲，手游用户增长略微提速。但就未来可提升空间而言，我们认为较为有限，经我们测算，1H18 手游用户在潜在适龄游戏玩家中（我们定义为“年龄段在 20-49 岁之间的移动网民”）的渗透率已经达到 85.9%，处于高度渗透水平。换句话说，移动手游已经消耗完移动网民增长红利以及渗透率提升红利，我们预计未来移动游戏市场将更多的依赖游戏产品能力，包括研发、市场推广以及运营能力。

图 34：手游用户规模(百万)及同比增速：2014-1H18



资料来源：CNNIC，西部证券研发中心

图 35：手游用户在潜在适龄游戏玩家中的渗透率



资料来源：CNNIC，西部证券研发中心（我们定义“潜在适龄游戏玩家”为“年龄段在 20-49 岁之间的移动网民”）

产品端：创新能力不足，游戏玩家粘性、投入中短期受考验

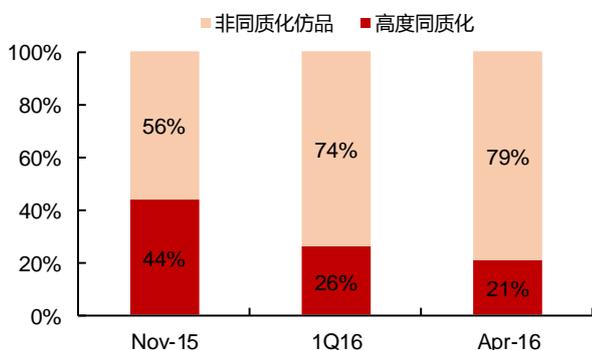
我们认为游戏内容的同质化是行业的一个常态竞争。随着手游品类的定型、手游玩家的成熟，游戏行业的内容属性将更加突出，创新将是游戏企业的核心竞争力。

在 2017 年之前，移动用户红利处于释放末期，游戏厂商能够获得尚可接受的用户买量成本，其工作重心往往放置在游戏用户的导入上，而忽略了对产品研发的打磨，导致国内游戏的同质化严重。根据 Data Eye，手游新品同质化现象严重，在 1Q16 前后高度同质化占比超过 20%。

步入 2017 年，随着线上流量成本的变贵、投资回报降低，游戏研发商开始控制新游的发布数

量，部分避免了同质化品类的竞争，但在产品差异化的打磨上仍旧不足，玩法欠创新。我们预计中国游戏厂商的创新能力不足在中短期内仍将负面影响游戏玩家的粘性以及投入。

图 36：手游新品同质化现象



资料来源：Data Eye, 西部证券研发中心

图 37：手游新品发布数量：2015 年 9 月-2017 年 7 月



资料来源：Data Eye, 西部证券研发中心

监管端：主管机构监管趋严，用户付费短期增长乏力

在监管层面上，游戏行业正在面临管控趋严的情况。自 2016 年 7 月起，广电总局开始对上线的移动游戏内容进行审核。特别的，2018 年 3 月起商业化版号的停发使得头部手游的商业化变现遇阻，导致手游 ARPU 在 1H18 仅同比增长 6.4%，增速大幅下滑。

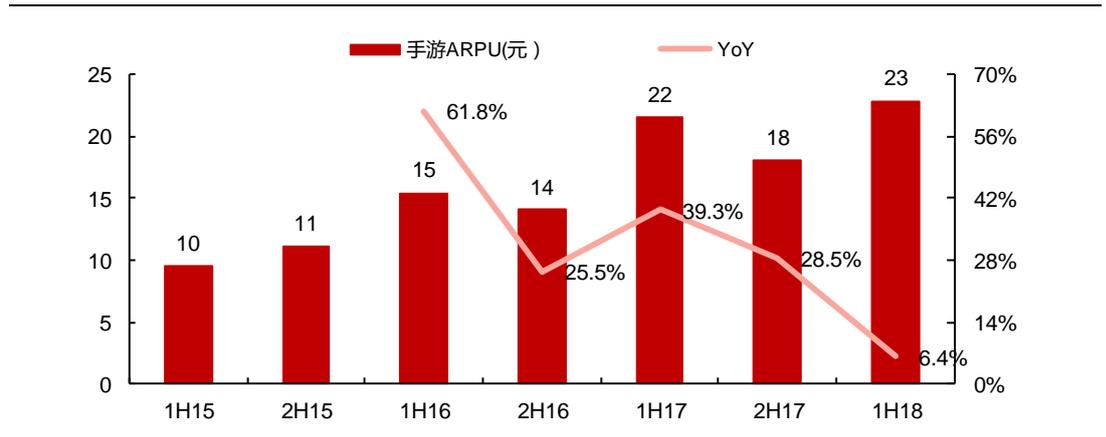
我们认为商业化版号的停发以及新增网络游戏的总量调控对国内游戏行业中短期内将造成负面的；长期来看，游戏内容以及数量的管控将有利于国内游戏行业的稳定健康发展。

表 3：游戏行业监管文件及事件

时间	文件	事件
2016 年 6 月	《关于移动游戏出版服务管理的通知》	新闻出版广电总局（系新闻出版总署与广电总局合并）发布《关于移动游戏出版服务管理的通知》，对手游的审批做出详细规定，并要求 7 月 1 日起实施。《通知》规定“未经总局批准的移动游戏，不得上网出版运营”，此前已经上网出版运营的手游“要求于 2016 年 10 月 1 日前到属地省级出版行政主管部门补办相关审批手续”，对未按要求经过审批及上网出版运营的手游，“一经发现，相关出版行政执法部门将按非法出版物查处”。
2017 年 12 月	《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》	中共中央宣传部、中央网信办、工业和信息化部、教育部、公安部、文化部、国家工商总局、国家新闻出版广电总局联合印发《关于严格规范网络游戏市场管理的意见》（以下简称《意见》），部署对网络游戏违法违规行为和不良内容进行集中整治。
2018 年 3 月	NA	国务院机构改革对相关部门的调整：新闻出版广电总局被撤销，原国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责被划归中宣部，后者加挂国家新闻出版署（国家版权局）牌子。而在文化部方面，将文化部、国家旅游局的职责整合，组建文化和旅游部，不再保留文化部、国家旅游局。因为新闻出版总署的调整，自 2018 年 3 月起，游戏版号申办业务直接停办，重新恢复申请的日期未知。
2018 年 9 月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	国家新闻出版总署将对网络游戏行业实施总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。

资料来源：国家新闻出版广电总局，西部证券研发中心

图 38: 手游 ARPU 及同比增速: 1H15-1H18



资料来源: 中国音数协游戏工委, 伽马数据, 西部证券研发中心

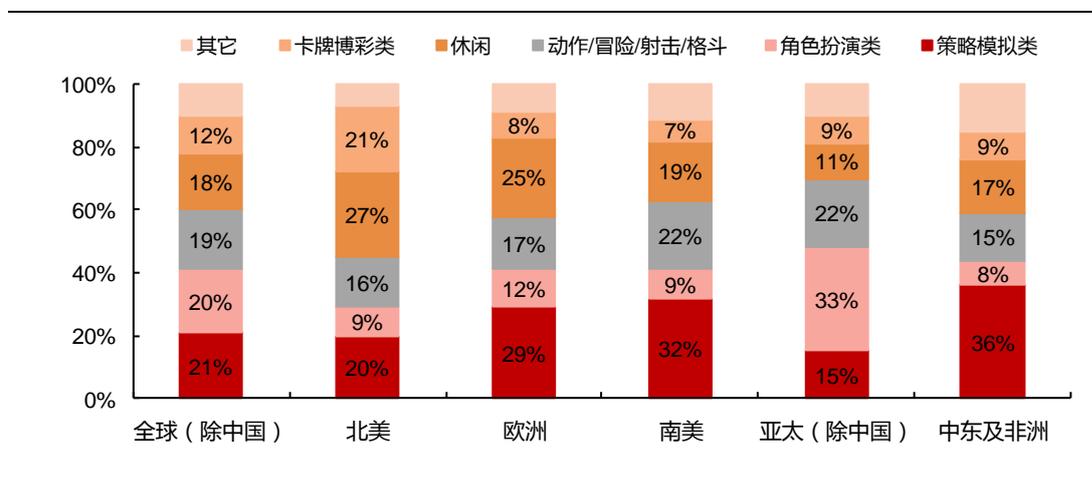
SLG手游规模持续提升，游戏产品仍具改善空间

我们对海外以及国内的 SLG 手游市场均持乐观态度，主要原因在于：1) SLG 在海外市场处于全球通吃的游戏类型，发展空间大；2) 中短期内，国内大厂（腾讯、网易）培育 SLG 市场的决心较大，我们预计用户规模将会得到极大的增长，中长期来看将会成为需求稳定类型的游戏品类。从产品的角度上来看，SLG 手游仍旧具备改善空间，预计 SLG 占国内手游收入占比将得到稳步提升。

SLG手游海外受宠，中国出海公司斩获收入排名佳绩

从全球手游收入品类分布（除中国）来看，策略模拟类手游的收入占比为 21%，略微超过角色扮演类（20%）、动作/冒险/射击/格斗（19%）。从各个细分地区来看，策略模拟类手游属于全球通吃类型，在各大地区的收入排名均在 TOP3 内，其中亚太地区（除中国）占比最低为 15%。

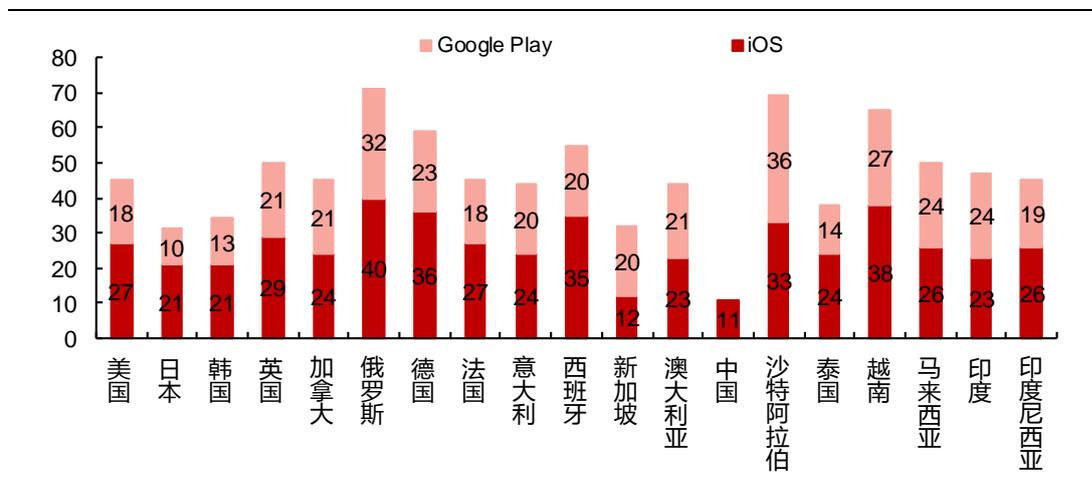
图 39：1Q18 全球手游收入品类分布



资料来源：深诺咨询，西部证券研发中心

从 iOS 和 Google Play 的畅销榜单也可以看出 SLG 游戏在海外的受欢迎程度。

图 40：策略手游数量：iOS 和 Google Play 畅销榜 TOP 100

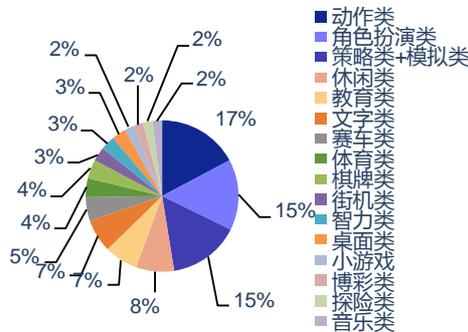


资料来源：App Annie，西部证券研发中心(数据选取日期为 2018 年 9 月 26 日)

从出海手游布局来看，中国厂商也在迎合海外游戏玩家的喜好。深诺咨询显示 2017 年我国出海游戏手游厂商布局前 3 的游戏类型分别为动作类、角色扮演类、策略模拟类，占比分别达到

17%/15%/15%。针对出海手游的表现来看，策略手游的更佳，根据 App Annie 公布的 2018 年 6 月中国出海手游的收入排行榜，上榜出海公司主要依靠布局的策略类手游。在策略手游出海游戏厂商中，IGG 的稳居收入排行榜 TOP3。

图 41：2017 年中国移动游戏出海类型分布



资料来源：深诺咨询，西部证券研发中心

图 42：中国出海游戏公司收入排行榜 2018 年 6 月

排名	公司	排名变化	代表作	代表作品类
1	FunPlus	=	阿瓦隆之王：龙之战役	战争策略
2	IGG	=	王国纪元	战争策略
3	网易	=	荒野行动	生存沙盒
4	智明星通	=	列王的纷争 (COK)	战争策略
5	易幻网络	=	代运营游戏，自研产品少	前期MMORPG
6	腾讯	1	王者荣耀	MOBA
7	卓杭网络	4	放置奇兵	策略+RPG
8	龙创悦动	2	丧尸之战	策略
9	昆仑	-1	海岛奇兵	战争策略
10	Tap4Fun	2	王者帝国	战争策略

资料来源：App Annie，西部证券研发中心

图 43：中国 App 出海发行商-IGG 出海收入排名(iOS & Google Play 综合)



资料来源：App Annie，西部证券研发中心

预计国内SLG手游收入未来4年CAGR 35.9%，规模达648亿

根据灼识咨询，我国 SLG 手游收入 2013-2017 年保持 CAGR 84.8% 的增长，达到 140 亿元，并预计 2018-2022E 将保持 CAGR 35.9% 的增长，规模将达到 648 亿。同时，SLG 占全国手游收入份额将由 9.6% 提升至 11.3%。目前，这一数字在欧美成熟市场超过了 20%。

图 44：中国 SLG 手游流水、市场份额及同比增速：2013-2022E



资料来源：灼识咨询，西部证券研发中心

我们预计 SLG 手游收入的快速增长在中短期内将由国内大厂主导，推高 SLG 玩家规模。自 2016 年起，国内策略手游新品开始热度回升，网易于同年发布《率土之滨》。2017 年，腾讯入场发布了首款战争策略手游《乱世王者》。从腾讯和网易的游戏单来看，策略类游戏仍旧是未来的重点布局领域。

我们认为促使大厂下场布局策略类手游的主要原因是多方面：

- 移动互联网时代，游戏厂商更多的关注到卡牌、RPG 等大 DAU、投资回收期快的游戏类型，SLG 手游由于国内玩家基数较小，在相当长的一段时间没有发展。随着出海的 SLG 游戏在海外的出色表现被认可，SLG 国内手游市场开始受到重视；
- 另一方面，由于 RPG、卡牌的过度竞争，买量成本太高，SLG 较低的激活成本、高 ARPU 在当时的不错选择。

表 4：各类游戏类型数据指标

游戏类型	游戏生命周期	每日登入次数	ARPPU	留存率	转化率
SLG	长	非常频繁	高	高	高
动作类	中	中	中	中	中
冒险类	中	一次或两次	中	中	中
街机类	短	一次或两次	中	低	低
棋牌、卡牌类	长	非常频繁	高	高	中
RPG	中	频繁	高	高	高
休闲类	中	一次或两次	低	中	中
运动类	短	一次或两次	低	低	低
FPS	中	一次或两次	中	中	中
MOBA	中	频繁	高	高	高

资料来源：灼识咨询，西部证券研发中心

就腾讯和网易 2018 年的新游储备来看，数量分别达到了 4 款和 6 款，游戏题材多种多样。为了培育国内 SLG 手游市场，大厂对于市场资源、营销费用的支持较大。我们预计凭借渠道以及大资金的市场投入优势，大厂将会为市场培育起大量的新增 SLG 玩家，类型用户规模将得到扩大。国内 SLG 游戏原先是个百万级用户的细分游戏市场，因为腾讯的《乱世王者》，目前用户规模已经达到千万级。

表 5：腾讯、网易 SLG 手游储备：2018（红色表示已发布）

厂商	名字	类型	题材	平台	时间
网易	《战争怒吼》	即时战略手游	魔幻题材	手游	2018
网易	《权力与纷争》	全球策略游戏	欧洲中世纪风格	手游	2018
网易	《战舰世界：闪击战》	军事策略游戏	第二次世界大战	手游	2018
网易	《神谕文明》	策略游戏	中西方神话文明、魔幻	手游	2018
腾讯	《权力的游戏：凛冬将至》	3D 策略游戏	影视 IP 改编、魔幻	手游	2018
腾讯	《街霸 OL》	即时策略卡牌手游	街霸	手游	2018
腾讯	《全民冠军足球》	策略经营	体育	手游	2018
腾讯	《银河掠夺者 2》	战舰对战	星舰	手游	2018
腾讯	《我的王朝》	战争策略	三国	手游	2018
腾讯	《真龙霸业》	战争策略	三国	手游	2018
腾讯	《红警 online》	军事策略	EA 经典 IP：红色警戒	手游	2018

资料来源：腾讯、网易、西部证券研发中心

SLG细分品类产品仍具挖掘空间

正如我们之前所说，随着游戏玩家的成熟以及新增用户的放缓，未来游戏行业的内容属性将会越来越明显，也就意味着行业增长更加依赖产品创新，主要表现在题材创新和玩法创新。虽然大多数 SLG 手游的核心玩法仍旧停留在 3-4 年以前，我们看到市场上已经出现了部分迭代创新的 SLG 手游新品，未来可挖掘空间仍具潜力。

两大策略游戏主流玩法：部落冲突 VS. 列王的纷争

目前来看，市面上的策略手游主要可以分为 COC Like 和 COK Like：

- COC Like 是指游戏核心玩法类似于《Clash of Clans》(部落冲突)的 SLG 游戏。通常这类游戏的美术风格偏迪斯尼卡通，题材不限，在吸引泛策略玩家上具有优势，ARPU 在 SLG 品类里偏低。
- COK like 则指游戏核心玩法类似《Clash of Kings》(列王的纷争)的 SLG 游戏，美术风格偏历史写实，题材为了迎合玩家口味，出海游戏大多集中在欧洲中世纪，国内游戏集中在三国。相比于 COC Like，COK Like 更加吸引重度 SLG 游戏玩家，ARPU 高。

表 6：部落冲突 vs. 列王的纷争

	部落冲突	列王的纷争
发布时间	2012 年 8 月	2014 年 6 月
研发厂商	Supercell	Elex 智明星通
显示方式	横版	竖版
美术风格	迪斯尼卡通	历史写实
资源种类/经济系统	简单，2-3 种资源，玩家学习容易	复杂，4-5 种资源，玩家需要一定时间熟悉
防守	塔防，更多依赖玩家对家园的建筑布局	依赖玩家预先对城墙防守兵种的分配、兵力等级
PVP 玩法	系统随机挑选对手； 对抗过程中，玩家如何放置兵种非常重要；	玩家可自主挑选对手； 对抗过程中，玩家兵力等级、兵种相克关系非常重要
社交系统	简单，强调合作和对抗	复杂，早期引入联盟社交，中后期强调联盟之间、国家之间的对抗
游戏玩家规模	玩家规模相对较大	玩家规模相对较小
月 ARPU	低，1.3 USD，约 9 元	高，900 元左右（1H16，中文传媒披露）

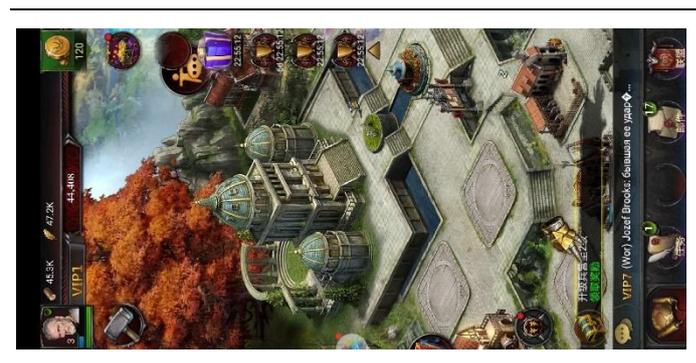
资料来源：部落冲突，列王的纷争，Superdata，中文传媒半年报，西部证券研发中心(月 ARPU 为预估值，高低仅针对 SLG 品类内部相比)

目前，这两款主流产品的运营时间已经超过 4 年，即便 SLG 游戏具有生命周期较长的特点，但随着玩家对游戏新鲜感的缺失，SLG 品类差异化产品创新迫在眉睫。

图 45：《部落冲突》截图



图 46：《列王的纷争》截图



资料来源：部落冲突，西部证券研发中心

资料来源：乱世王朝，西部证券研发中心

题材创新、品类融合、提高玩家自由度是SLG未来可挖掘空间

我们认为 SLG 游戏的创新可以分为三个方向：

- **题材创新**：游戏里好的“沉浸感”有利于持续吸引玩家投入游戏，往往需要研发团队对游戏题材进行创新，给玩家新鲜的感官刺激。题材的创新并不等同于简单换皮作品，好的题材创新仍旧需要游戏制作人在故事架构上功力，使得玩游戏的投入感更深，比如采用最新流行的末世生存类题材的《末日世界》在全球手游榜单中排名前列，受到了广泛欢迎。
- **品类融合**：品类融合一直是游戏史上常用的创新方法，我们认为品类融合在未来手游创新中的重要性将会越来越高，主要原因在于国内 PC 游戏 10 年积累的 IP 在移动端用 3 年的时间被快速消耗，手游玩家大都已经熟悉主流类型玩法，新鲜感不再。品类融合的好处在于：1) 提供新的玩法乐趣给玩家；2) 吸引多个类型用户到一款游戏里。Elex 的《列王的纷争》(SLG+MMO) 以及 IGG 的《王国纪元》(卡牌+SLG) 都是品类融合的好例子，通过对产品的精细打磨，发展成为全球热销策略手游。目前来看，市面上已经出现了 SLG+RPG, SLG+沙盒, SLG+RTS, SLG+ACT 等多种手游尝试作品。
- **提升玩家自由度**：此外，大多数 SLG 玩家目前反映的痛点在于自由度不高，尤其是在战斗、行军等过程，表现为：1) 路线多为系统自动安排，不能随机点击前往；2) 排兵布阵功能以及 AI 缺失，系统战斗过程展现生硬。因此，满足玩家在个别功能上的自由度需求也成为创新的重点，例如莉莉丝的《剑与家园》通过对排兵布阵和 AI 功能的创新，提升了玩家自由度，同时该款游戏在海外市场也获得了较好的成绩。

图 47:《末日世界》截图



资料来源：《末日世界》，西部证券研发中心

图 48:《剑与家园》截图



资料来源：《剑与家园》，西部证券研发中心

全球研运一体先发优势明显，多款新游2H18待发布

我们认为 IGG 在全球游戏市场的竞争优势为全球化布局以及融合创新的研发理念，建议关注 2H18 待上市的新游作品，有望增厚公司业绩。

IGG 占据全球布局先发优势，研发注重融合创新

区别于其它单一或多个地区的出海厂商，IGG 的核心优势在于其全球布局，表现在全球化研发以及全球运营。全球布局的先发优势使得 IGG 在游戏用户运营数据上积累丰富，反哺游戏的本地化研发。另一方面，IGG 在新游戏的研发上并非单一的复制已得到市场验证的产品，《城堡争霸》和《王国纪元》的出品都是游戏融合创新的典范，我们认为研发品类融合+微创新的

游戏产品将在手游市场上越来越重要, IGG 有望受益。

IGG定位于全球研运一体, 竞争优势稳固

在竞争策略上, IGG 从早期单一的出海公司转型为定位于全球布局的游戏公司, 表现在发行全球化、研发全球化、运营全球化等 3 方面:

- **全球化市场:** 以 21 种语言版本发行游戏, 玩家遍布 200 多个国家和地区, 注册用户逾 5.5 亿, 截至 1H18MAU 突破 2,200 万;
- **全球化研发:** 在近 10 个国家和地区拥有研发队伍, 全球共计 15 个研发项目组;
- **全球化运营:** 在 10 余个国家和地区组建本地化运营团队, 且与 100 多个分销推广平台长期合作, 一定程度上能够平滑单个区域用户成本的上升。

图 49: IGG 全球布局: 研发和运营



资料来源: IGG 半年报, 西部证券研发中心 (巴西团队正在组建中)

对于全球发行而言, 游戏的成功除了依赖产品本身质量过硬之外, 还依赖研发及运营团队对游戏内容的本地化支持。一般来说, 本地化研发支持主要集中在游戏语言、UI 设计、玩法机制、术表现、题材、英雄以及付费方式等方面, 本地化运营主要集中在游戏内日常活动以及当地节日赛事等方面。

全球化研发使得 IGG 在项目设立之初就对各地区游戏内容进行了统筹规划; 全球化运营保证了 IGG 对游戏的发行节奏、活动等有良好的控制。因此, 相比于单一海外市场发行的公司来说, IGG 通过对当地市场深入的考察以及多年的玩家用户数据积累, 优势非常明显, 更好的保证了本地游戏用户对内容的接纳程度。从结果表现来看, IGG 的《城堡争霸》(Castle Clash, 14 年上线) 和《王国纪元》(Lords Mobile, 16 年上线) 在海内外分别上线 4 年/2 年之后仍旧广受欢迎, 多地区排名畅销榜单前列。

图 50:《王国纪元》各地区畅销榜单排名情况

每日排名

iPhone - 2018年9月26日

国家/地区的# — 排名达	所有类别	游戏
国家/地区的# — 排名达1	5 ▲1	10 ▲2
国家/地区的# — 排名达5	18 ▲1	35 ▲5
国家/地区的# — 排名达10	31 ▲5	53 ▲4
国家/地区的# — 排名达100	105 =	123 ▲2
国家/地区的# — 排名达500	131 =	139 ▼1
国家/地区的# — 排名达1000	139 ▼1	140 ▼1

资料来源: App Annie,西部证券研发中心

图 51:《城堡争霸》各地区畅销榜单排名情况

每日排名

2018年9月26日

国家/地区的# — 排名达	所有类别	游戏
国家/地区的# — 排名达5	0 ▼1	2 =
国家/地区的# — 排名达10	5 ▼2	7 ▼2
国家/地区的# — 排名达100	69 ▼2	78 ▲1
国家/地区的# — 排名达500	94 =	94 =
国家/地区的# — 排名达1000	94 =	94 =

资料来源: App Annie,西部证券研发中心

《王国纪元》成功并非偶然，研发过程注重融合创新

对于和海外本土游戏公司的竞争而言，我们认为 IGG 注重游戏的融合创新，研发的核心竞争力较强。我们认为 IGG 主力作品《王国纪元》在全球的成功并非偶然，虽然《王国纪元》的“国战”玩法归属于 COK Like，但《王国纪元》并非是对 COK 的简单换皮模仿，而是做了得当的融合创新：

- 在美术风格上摒弃了传统 COK Like 的历史写实画风，色彩更加偏轻快、活泼，一定程度上吸引了泛 SLG 游戏玩家，与《部落冲突》的选择有类似的效果。
- 在游戏玩法层面上加入了卡牌养成路线，同样能够吸引到部分卡牌游戏玩家。更为重要的是，由于偏活泼的美术风格吸引了部分泛 SLG 游戏玩家，卡牌前期的 PVE 推图任务、养成路线使得该类玩家更有目标感，减轻了前期泛 SLG 玩家的流失率。
- 《王国纪元》通过引入卡牌的养成付费点解决了《部落冲突》的低 ARPU 情况（由于泛 SLG 用户的进入，《部落冲突》在人均 ARPU 上不及《列王的纷争》）。《王国纪元》目前人均 ARPU 约为 3-5 美元，优于《部落冲突》，主要原因在于卡牌养成线能够增加泛 SLG 玩家的付费点，且付费时间点比 COK Like 更加提前。

图 52:《王国纪元》美术风格



资料来源:《王国纪元》，西部证券研发中心

图 53:《王国纪元》卡牌养成玩法



资料来源:《王国纪元》，西部证券研发中心

国内游戏出海即将全面开启，短期或有成本扰动因素，但先发优势难以瓦解

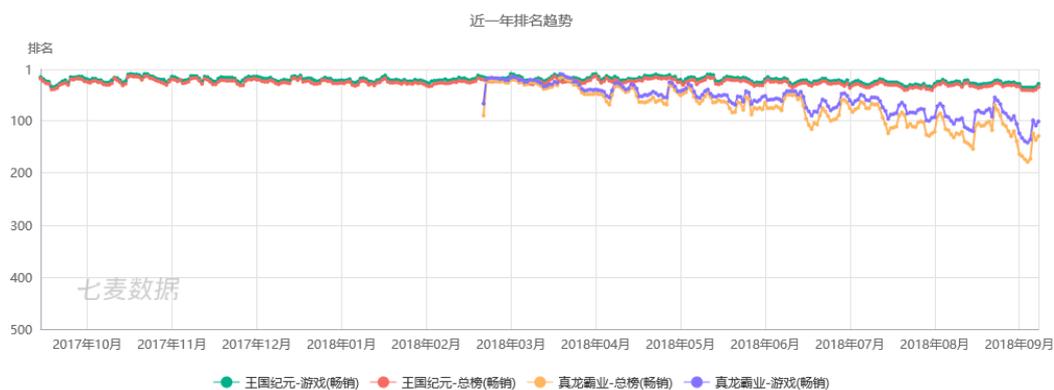
我们在前文判断国内手游出海将进入全面开启阶段，但认为对 IGG 的影响仍旧可控：

- 短期来看，我们认为对 IGG 的用户成本会有扰动因素，影响新进玩家的导入量成本。由于 SLG 玩家有后期留存率高的特点，我们认为 IGG 游戏的 MAU 将维持稳中有升的趋势。

- 长期来看，我们不认为 SLG 市场仍旧适合小 CP 的发展，主要原因在于 SLG 游戏比较慢热，随着流量成本的上升，投资回收期将被拉长，营运现金流门槛变高。对比来看，IGG 凭借先发优势深耕全球 SLG 市场允许更长的投资回报期。
- 对于腾讯和网易游戏出海，我们认为 IGG 的先发优势壁垒仍旧较高，主要原因在于海外渠道和 CP 是割裂的（App Store、Google、Facebook），腾讯和网易无法快速的获取（除非收购海外 CP）用户数据。此外，IGG 凭借《王国纪元》在游戏玩家群体建立起口碑，相比于网易和腾讯来说，是先行的。

特别的，腾讯自研策略手游《真龙霸业》已于 2018 年 3 月在国内发行公测，三国题材，玩法为卡牌+SLG，与《王国纪元》同质化高。截止到目前，《真龙霸业》国内表现不及《王国纪元》，榜单滑落明显，也说明即便在大厂把控渠道的情况下，游戏 CP 是可以依靠过硬的研发实力+充足的资金优势导入用户量来实现游戏产品的突围和稳固。

图 54：中国 iOS 畅销榜排名：腾讯自研策略手游《真龙霸业》vs. 《王国纪元》



资料来源：ASO110，西部证券研发中心

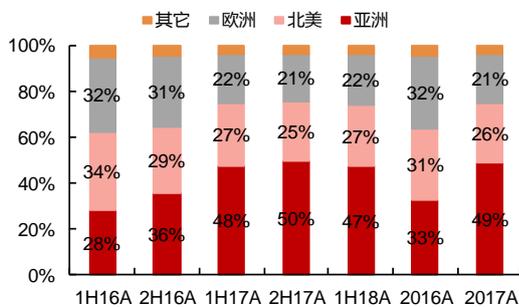
预计主力游戏稳中有升，2H18待上线多款新游

虽然策略类手游普遍流水增长空间在2年左右，但我们对《王国纪元》略微乐观，主要原因在于其过硬的产品品质以及公司的长线运营计划。我们预计《王国纪元》将进入流水稳定增长期，预计2018年底将突破6000万美元，随着电竞赛事的开展以及重大更新版本的上线，2019年平均月流水稳中有升至6300万美元。另一方面，2H18公司有多款产品上线，多为策略类手游，建议关注公司重点项目《Project SOX》（内测中）和《Project GM》。

预计《王国纪元》月流水持续稳中有升

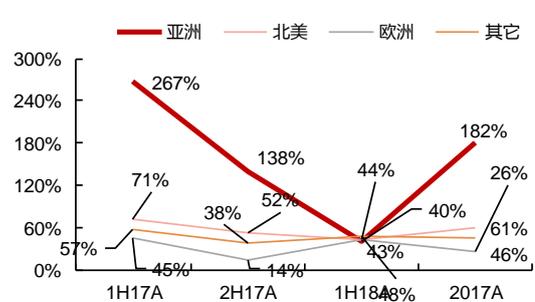
从地区上来看，截至1H18，亚洲/欧洲/北美洲/其它地区对IGG的收入贡献分别为47%/22%/27%/4%。其中，亚洲市场的占比相比2017年全年下滑了2ppt，北美洲和欧洲市场的贡献分别上升1ppt。几大地区同比增速都保持在40%以上，欧洲市场增速由2017年14%提升至44%。

图 55: IGG 各地区收入分布



资料来源: IGG 半年报、年报, 西部证券研发中心

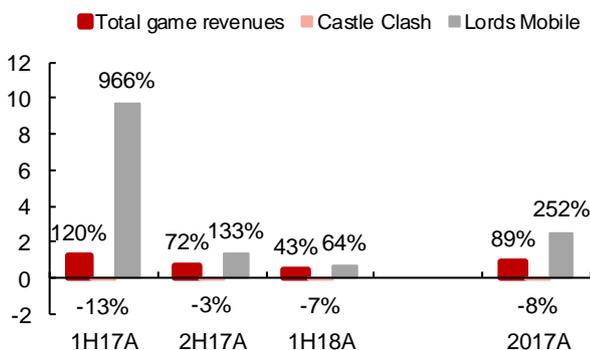
图 56: IGG 各地区收入增速



资料来源: IGG 半年报、年报, 西部证券研发中心

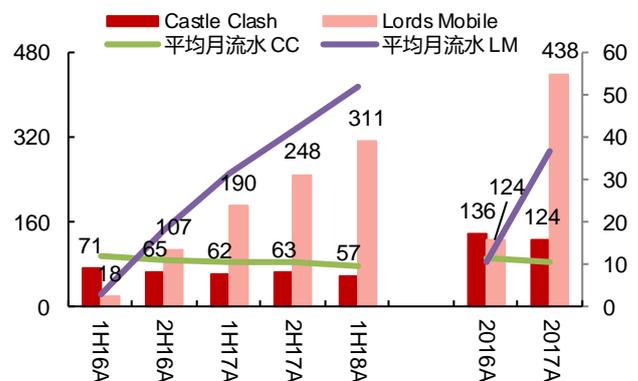
从产品的角度来看，IGG 的收入增长主要受《王国纪元》的流水驱动。1H18《王国纪元》收入达到3.11亿美金，同比增速为64%。《城堡争霸》作为运营4年的老游戏，目前每月收入贡献保持稳定，约1100万美金/月。在收入贡献上，《王国纪元》占比持续提升，从2017年全年占比72%提升至1H18的80%。

图 57: IGG 游戏收入同比增速: 1H17-1H18



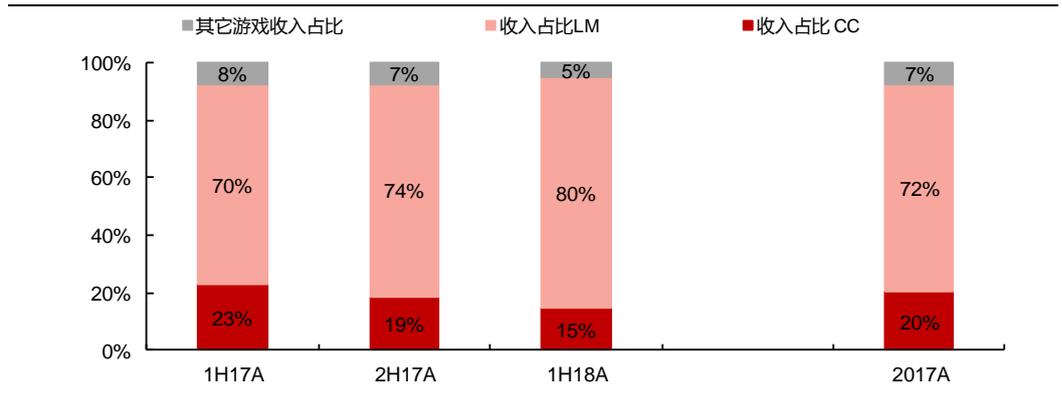
资料来源: IGG 年报及半年报、西部证券研发中心

图 58: IGG 游戏收入 (美元 mn) 及平均月收入: 1H17-1H18



资料来源: IGG 年报及半年报、西部证券研发中心

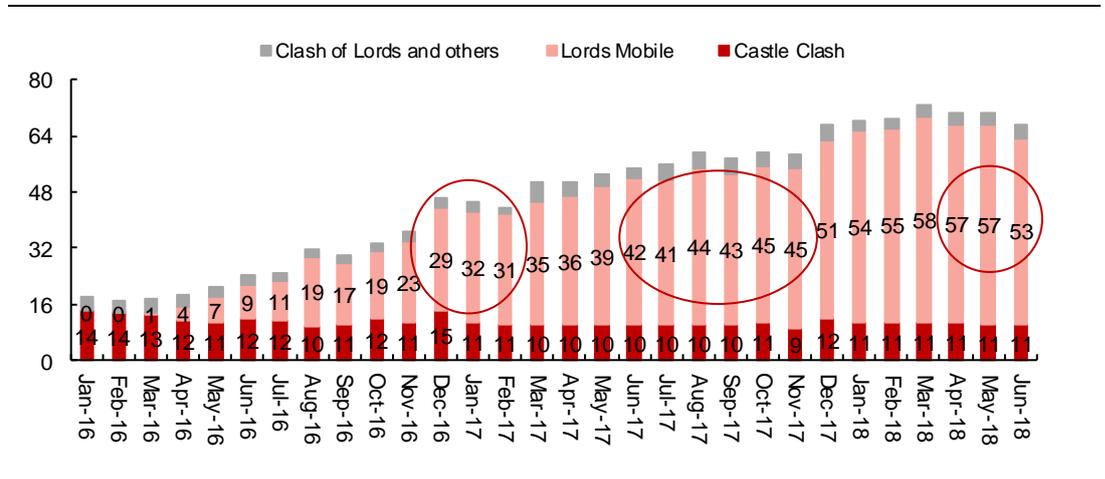
图 59: IGG 各款游戏收入贡献占比



资料来源: IGG 年报及半年报, 西部证券研发中心

具体从月流水表现来看,《王国纪元》一共经历了 3 次瓶颈期, 其中 17 年暑期主要受腾讯《乱世王者》同期国内发行干扰, 2Q18 则受世界杯短期影响 6 月出现流水下滑现象。

图 60: IGG 重点游戏流水: 2016 年 1 月-2018 年 6 月



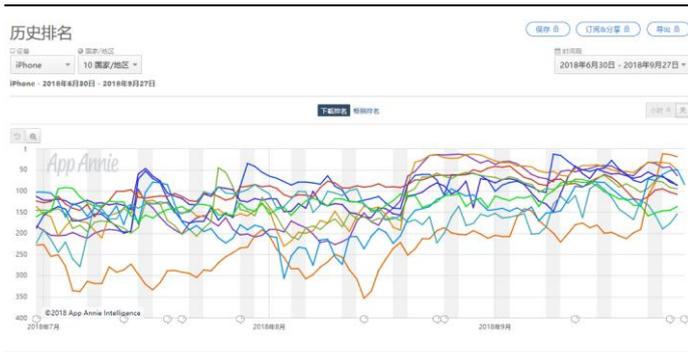
资料来源: IGG 半年报及年报, 西部证券研发中心

参照《城堡争霸》(13 年 7 月上线, 14 年-15 年间达到顶峰) 以及《列王的纷争》约 2 年的流水成长空间来看, 我们对《王国纪元》略微乐观, 并预计流水进入稳步增长期, 主要原因:

- 《城堡争霸》为 IGG 早期尝试的策略手游, 游戏玩法上以模仿 Supercell《部落冲突》为主。对比来看,《王国纪元》作为 IGG 后期的精品研发策略手游, 团队在版本更新打磨、运营上都更加有经验; 此外,《王国纪元》的核心玩法虽然与《列王的纷争》“国战”类似, 但前期加入的卡牌养成线对整体玩家的留存都有一定帮助。
- 《王国纪元》在一些大的游戏市场仍旧有拓张空间, 比如中国、美国、日本、韩国等, 目前《王国纪元》在这些市场的排名都不算太靠前。
- 《王国纪元》已于 2018 年 4 月开展 SLG 电竞赛事, 并计划有重大版本更新上线, 我们认为有利于促进玩家回流以及吸引新增用户。
- 2Q18 世界影响因素消失后,《王国纪元》在成熟游戏市场的 iOS 渠道下载量开始逐步回升, 同期畅销榜单仍旧维持稳定。我们预计随着新增用户的导入, 后期《王国纪元》的流水有机会持续稳定爬坡。

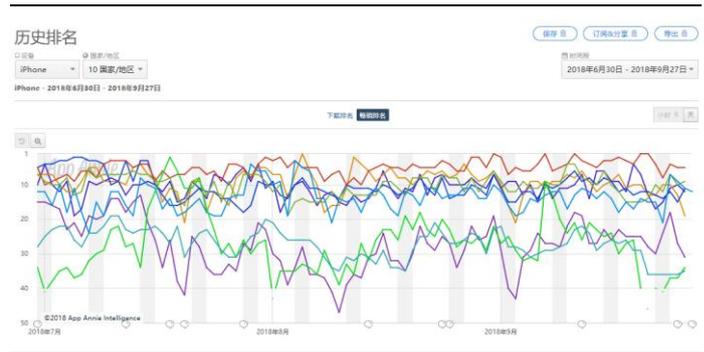
公司深度研究 | IGG

图 61:《王国纪元》iOS 下载量排名: 2018 年 6 月-9 月



资料来源: App Annie,西部证券研发中心(国家包含:中国、俄罗斯、加拿大、德国、意大利、日本、法国、澳大利亚、美国、韩国)

图 62:《王国纪元》iOS 畅销榜排名: 2018 年 6 月-9 月



资料来源: 西部证券研发中心(国家包含:中国、俄罗斯、加拿大、德国、意大利、日本、法国、澳大利亚、美国、韩国)

新游品类丰富, 等待多品类研发能力验证机会

2H18, IGG 持续执行“游戏精品化”的研发理念, 储备了 6 款新品手游待发行, 围绕核心策略类手游研发优势开展。公司对《Galaxy Mobile》以及《Reborn》寄予厚望, 内部目标为达到千万级美元月流水, 有望增厚公司收入。

表 7: 新游储备

名字	又名	描述	类型	上线时间
Project GM	Galaxy Mobile	星战题材实时策略游戏	SLG+RTS	2018 年 10 月底
Project SOK	Reborn	战争策略游戏	SLG	2018 年 9 月底(8 月底开始内测)
Project COG	Project COG	策略+塔防游戏	SLG+塔防	2018 年 11 月左右
Project LR	Project LR	NA	SLG	2018 年 11 月左右
Project CL	Project CL	沙盒游戏	沙盒	2018 年 11 月左右

资料来源: IGG 半年报, 西部证券研发中心

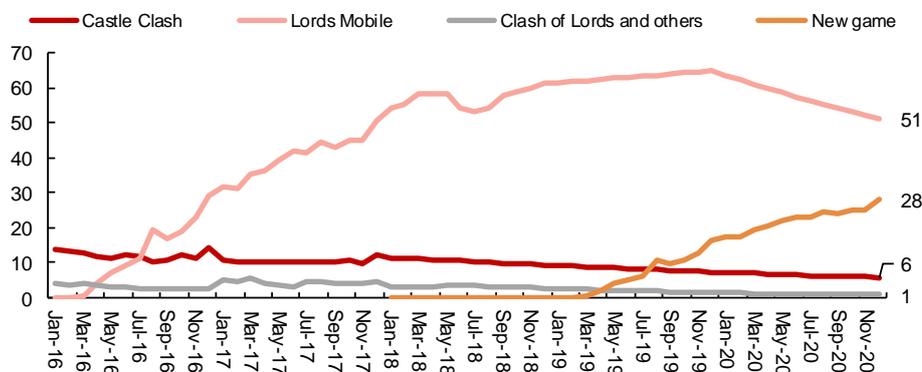
营收及盈利预测、估值分析

营收规模预测

我们预计公司 2018E/2019E/2020E 的收入规模将达到 7.74 亿/8.72 亿/9.50 亿美金, 同比增速分别为 27.5%/12.7%/8.9%。收入增长主要依赖《王国纪元》2018/2019E 的流水稳中有升:

- 随着世界杯的结束,《王国纪元》用户在 8 月开始出现明显回流;此外,公司 2H18 将加大营销投入导入用户量,我们预计其流水将稳步提升,截至 2018 年底,全球流水可达 6000 万美金。另一方面,公司计划 2H18 将有大本更新发布,我们预计主要流水提升贡献将在 2019 年体现,平均月流水将达到 6300 万美金,对比 2018E 平均月流水 5700 万美金。2020 年,我们预计《王国纪元》将由于生命周期因素,流水开始平稳回落,预计月均流水将维持在 5700 万美金,与 2018E 相当。
- 《城堡争霸》流水持续稳定,略带下滑趋势,我们预计 2018E/2019E/2020E 月均流水将维持在 1030 万/820 万/640 万水平。
- 其次,公司 2H18 计划发布 6 款新游,内部看好《Project GM》以及《Project SOK》项目,预计月水流潜力在千万美金以上。由于新游测试时间较晚,参考《王国纪元》、《城堡争霸》的成长周期,我们预计该 2 款游戏的流水贡献将在 2H19 开始体现。目前,我们对新游的预期流水较为保守,属于中性预期。

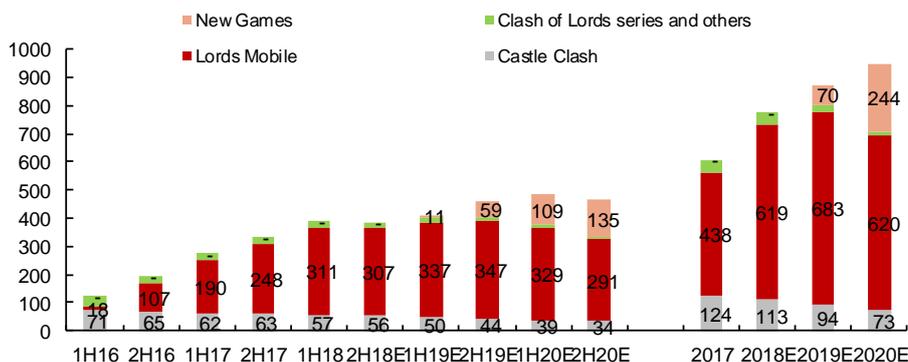
图 63: IGG 游戏流水(USD mn)预估: 2016-2020



资料来源: IGG, 西部证券研发中心

考虑到游戏收入的递延情况,我们预计各款游戏的同期确认收入如下:

图 64: IGG 收入确认预估 (USD mn): 2018E-2020E



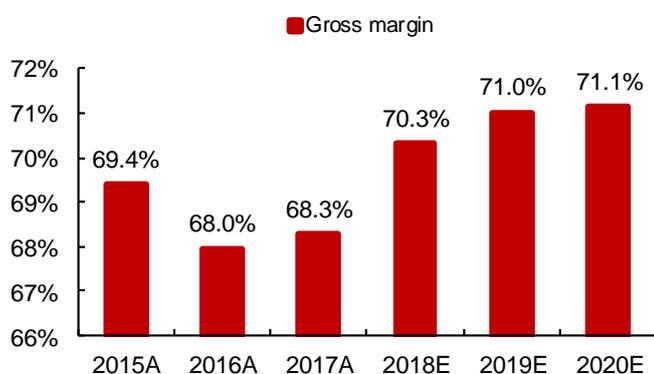
资料来源: IGG, 西部证券研发中心

盈利预测

我们预计公司毛利率水平将稳中有升，主要因为中国区安卓端无 30%的渠道流水分成。我们预计随着《王国纪元》在中国安卓渠道市场推广的展开，中国区安卓端流水占比在 2018E-2020E 将达到 7%/9%/10% (2017 年约 1.2%)，公司毛利率水平将得到持续优化，预计 2018E-2020E 将提升至 70-71%，对比 2017 年 68.3%的水平。

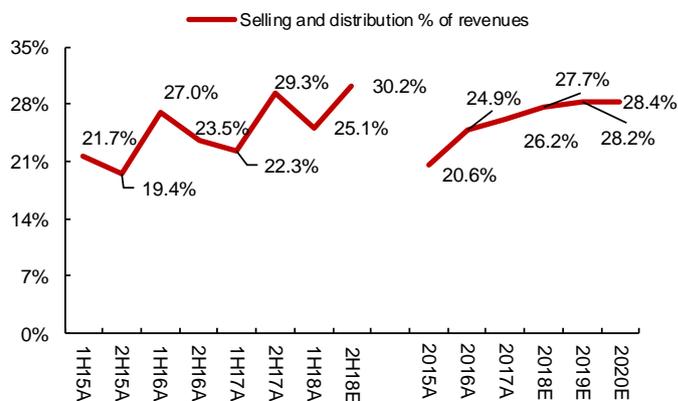
我们认为公司具有较好的营销费用率控制能力，优势来自于全球营销布局，分散单一市场成本上升压力。我们预计 2H18 营销费用率将短期提升至 30.5%，主要用途为加大《王国纪元》的市场投入（包括重大版本更新）以及新游发布。就 2018E 全年来看，我们预计营销费用率将略微提升至 27.7%，预计 2019E-2020E 维持在 28.2%左右。

图 65: IGG 毛利润率预估: 2018E-2020E



资料来源: IGG, 西部证券研发中心

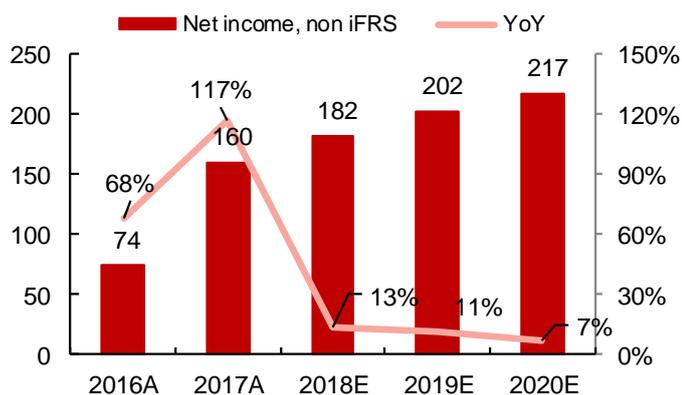
图 66: IGG 营销费用率预估: 2018E-2020E



资料来源: IGG, 西部证券研发中心

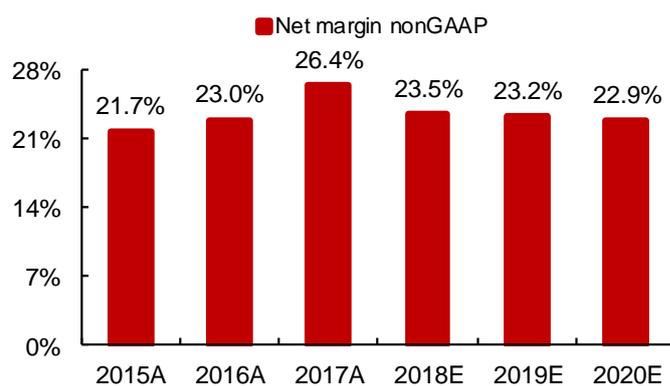
整体来看，我们预计公司 2018E-2020E non-IFRS 净利润分别同比增长 13.4%/11.5%/7.2%达到 1.82 亿/2.02 亿/2.17 亿美金，non-IFRS 净利润率分别为 23.5%/23.2%/22.9%。

图 67: IGG non-IFRS 净利润及增速预估 (USD mn)



资料来源: IGG, 西部证券研发中心

图 68: non-IFRS 净利润率



资料来源: IGG, 西部证券研发中心

估值分析及同行业比较

我们使用永续增长率 1.5%与 WACC=15%对 IGG 进行估值，DCF 估值给出目标市值为 135 亿港币，对应 2018E-2020E non-IFRS 净利润同比增速为 13.4%/11.5%/7.2%(3 年 CAGR 10.7%)，同期对应 PE 为 10.1X/9.1X/8.5X。

图 69: IGG DCF model: Terminal FCF growth @1.5% & WACC=15%

Year to Dec (Rmb mn)	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Terminal
Core model assumptions												
Revenues	607	774	872	950	963	1,014	1,062	1,098	1,122	1,136	1,145	1,122
EBIT	175	175	228	253	271	271	298	331	333	352	343	333
NOPAT	175	139	181	201	215	215	237	263	265	279	273	265
Capex, net	(5)	(6)	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Depreciation & amortization	(0)	3	3	3	4	4	5	5	6	6	7	6
Change in working capital	(21)	1	(5)	5	(3)	(3)	(2)	(0)	(3)	3	(4)	(3)
Free operating CF (FoCF)	149	137	176	207	213	213	236	264	264	284	272	2,043
Group revenue, y/y (%)												
EBIT margin (%)	29%	23%	26%	27%	28%	27%	28%	30%	30%	31%	30%	30%
Working-capital intensity (%)												
Fixed-asset intensity (%)												
Net capex as a % of revenue												
Depreciation as a % of Capex												
Normalised tax rate (%)			139									
Free CF / CE (%)												
DCF Parameters												
Interest-bearing liabilities as a % of EV			Target									
WACC			0%									
NPV of FoCF			1,491									
+ Net cash (debt), current			292									
- Pension prov. (Book value)												
- Minorities (Market value)												
+/- Other items												
= Equity value			1,783									
/ Number of shares mn			1,290									
= NPV per share (US\$)			1.383 =									
EXCHANGE RATE												
			7.810									

资本成本	权重	成本	W* C
股本	1.00	14.6%	14.6%
债券成本 (税后)	0.00%	0%	0%
优先股	0.00%	0%	0%
WACC			15%

DCF Parameters	Value
Terminal FCF growth	1.50%

Common parameters	Value
Terminal FCF growth	1.50%

Target Price	Current price	Potential
10.80 HKD	8.80	22.7%

资料来源: IGG, 西部证券研发中心

场景分析: 老游戏生命周期问题+新游成功的不确定性测试

我们将 IGG 未来 3 年的游戏收入进行了情景假设, 其中最坏的情况为《王国纪元》月均流水保持 3 年 CAGR 15%的下滑程度, 且新游戏流水贡献为 0, DCF 得出股价为 8.41 港币, 安全边际较高。

图 70: 新游戏和老游戏流水测试

Target Price – HKD	新游戏研发失败, FY19-20 流水收入贡献为 0	新游戏研发上线达到公司目标, FY19-202款 重点新游流水贡献同《城堡争霸》相当	其中1款新游为爆款, FY19-20流水达到《王国纪元》水平
老游戏《王国纪元》流水维持增长, FY19-21 月均收入3年CAGR 5%	9.90		12.31
老游戏《王国纪元》流水保持稳定, FY19-21 月均收入3年CAGR 0%	9.47		11.89
老游戏《王国纪元》流水开始下滑, FY19-21 月均收入3年CAGR -15%	8.41		10.82

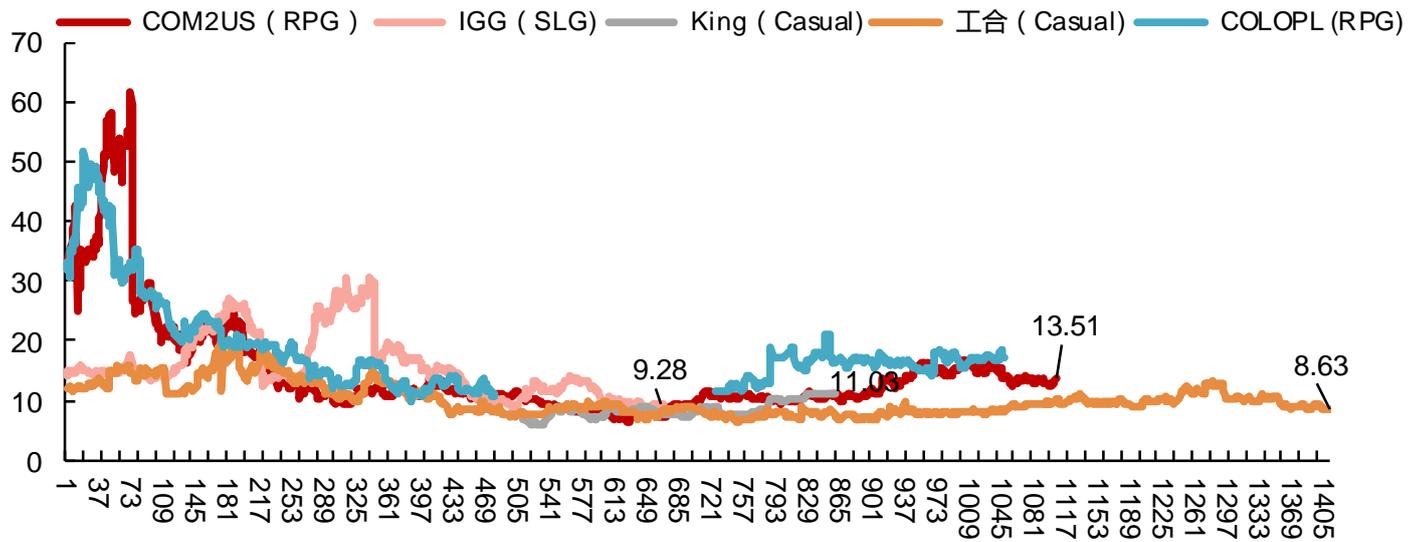
资料来源: IGG, 西部证券研发中心

IGG trading PE仍具备match其它单一重度手游研发商的空间

此外, IGG 目前的 Trading PE 在 8.3X 左右, 对比全球其它的单一爆款手游厂商, IGG 仅处于休闲轻度手游的水平。我们认为 IGG 所在的 SLG 细分游戏行业属于重度手游, 玩家用户具有比休闲轻度手游更高的 ARPU。从用户基础上来看, SLG 与 RPG 游戏同样属于全球通吃类型, 因此我们认为 IGG 的 trading PE 应于 COM2US、COLOPL 处于同等水平, 仍有匹配空间。

公司深度研究 | IGG

图 71：单一爆款手游上线天数（按交易日计数）对应的 Trading PE：COM2US、IGG、King、工合、COLOPL



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 72: 同行业估值比较

代码	中文名称	最新价 (Local)	市值 mn (Local)	净利润货币	彭博 一致推 荐	调整后净利润 mn (Local)			扣非净利润增长率			调整后P/E:2017		
						2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
799 HK Equity	IGG	8.98	11,524	USD	4.50	155	177	197	13.4%	11.5%	7.2%	11.2	9.7	8.8
China (8 securities)														
平均值		22.74	13,693		4.66	936	1,076	1,283	41.2%	42.0%	18.3%	29.0	12.1	10.2
300315 CH Equity	掌趣科技	3.91	10,782	CNY	3.50	264	853	962	(48.1%)	223.2%	12.8%	55.6	14.1	12.8
603444 CH Equity	吉比特	103	7,404	CNY	5.00	610	700	764	4.1%	14.7%	9.2%	21.6	10.5	9.7
002517 CH Equity	恺英网络	3.8	7,404	CNY	4.50	1,610	756	834	136.2%	(53.1%)	10.3%	19.6	4.8	4.2
002624.SZ	完美世界	22.54	29,636	CNY	5.00	1,505	1,843	2,273	29.0%	22.5%	23.4%	29.3	16.1	13
002555.SZ	三七互娱	10.67	22,672	CNY	4.82	1,621	1,790	2,132	51.4%	10.5%	19.1%	27	12.7	10.6
002174.SZ	游族网络	14.43	12,821	CNY	4.44	656	1,035	1,324	11.6%	57.7%	28.0%	29.3	12.4	9.7
300418.SZ	昆仑万维	12.56	14,468	CNY	5.00	999	1,352	1,637	87.9%	35.4%	21.1%	23.1	10.7	8.9
300031.SZ	宝通科技	10.99	4,360	CNY	5.00	221	277	340	57.1%	25.2%	22.8%	26.7	15.8	12.8
France (1 security)														
UBI FP Equity	育碧	86.66	9,767	EUR	3.83	359	415	489	26.6%	52.5%	15.8%	40.9	30.6	24.7
Hong Kong (1 security)														
平均值		13.37	12,210		4.67	757	245	653	80.8%	(76.5%)	150.1%	NM	39.48	19.04
777 HK Equity	网龙	14.64	7,797	CNY	4.67	(21)	129	278	89.7%	-	115.6%	NM	50.3	25.7
3888 HK Equity	金山软件	12.1	16,622	CNY	4.67	1,534	361	1,028	71.9%	(76.5%)	184.6%	NM	28.6	12.4
Japan (14 securities)														
平均值		4548	758137		3.86	32,086	42,384	47,706	(33.5%)	6.3%	8.1%	17.3	16.5	15.3
3765 JP Equity	GUNGHO	218	207,559	JPY	2.43	34,351	22,767	19,919	(25.5%)	(33.7%)	(12.5%)	9.8	11.3	12.6
9766 JP Equity	KONAMI	4410	632,835	JPY	4.00	30,507	35,863	39,157	17.6%	17.5%	9.2%	19.7	16.61	15.33
9697 JP Equity	CAPCOM	2646	358,391	JPY	3.50	10,937	13,624	14,877	23.2%	24.6%	9.2%	20.2	19.84	18.02
9684 JP Equity	SQUARE ENIX	4125	632,835	JPY	4.50	25,821	25,689	32,361	28.9%	(0.5%)	26.0%	21.1	19.01	15.06
2432 JP Equity	DeNA	1924	290,159	JPY	3.95	22,981	13,829	15,882	(25.5%)	(39.8%)	14.7%	12.2	20.28	17.71
7832 JP Equity	NAMCO BANDAI	4110	912,420	JPY	4.29	54,109	56,441	60,414	22.5%	6.4%	7.5%	16.3	15.94	14.86
3635 JP Equity	KOEI TECMO	1889	244,187	JPY	4.20	13,017	13,105	14,162	12.0%	0.7%	8.1%	18.7	18.09	16.59
3659 JP Equity	Nexon	1361	1,216,729	JPY	3.92	56,750	103,537	96,977	88.2%	(6.3%)	1.9%	12.5	11.73	12.42
2121 JP Equity	Mixi	2454	191,979	JPY	3.80	41,788	29,719	24,473	(30.2%)	(28.9%)	(17.7%)	5.4	6.32	7.68
3632 JP Equity	GREE	480	116,265	JPY	3.80	4,708	7,527	8,338	(61.1%)	59.9%	10.8%	24.0	15.22	13.6
6460 JP Equity	SEGA	1472	391,890	JPY	4.00	8,930	14,401	22,542	(67.7%)	62.0%	56.3%	NM	24.3	15.52
7974 JP Equity	Nintendo	37520	5,315,421	JPY	4.74	139,590	208,340	267,210	36.1%	49.2%	29.5%	30.3	21.73	16.96
3668 JP Equity	COLOPL	705	90,862	JPY	3.00	8,691	6,144	3,863	(58.0%)	(29.3%)	(37.1%)	16.8	13.58	23.09
3911 JP Equity	Aiming	359	12,383	JPY	NM	(2,972)	NM	NM	(429.4%)	NM	NM	NM	NM	NM
South Korea (7 securities)														
平均值		106,800	4,907,804		4.53	158,690	193,660	275,915	29.5%	144.7%	37.5%	43.7	26.5	17.9
078340 KS Equity	Com2uS	151,000	1,942,829	KRW	5.00	145,434	145,380	188,498	(3.7%)	0.0%	29.7%	11.9	13	10
181710 KS Equity	NHN娱乐	50,800	993,903	KRW	4.65	16,601	116,816	87,868	32.7%	603.7%	(24.8%)	79.2	8.9	11.4
192080 KS Equity	DOUBLEUGAMES	72,700	1,320,252	KRW	5.00	35,364	99,261	123,960	(29.1%)	180.7%	24.9%	23.5	12.8	10.3
263750 KS Equity	PEARL ABYSS	217,600	2,801,926	KRW	5.00	50,861	179,893	273,647	NM	253.7%	52.1%	NM	14.92	10.09
251270 KS Equity	Netmarble	112,500	9,591,371	KRW	3.66	311,000	260,758	476,427	NM	(16.2%)	82.7%	39.7	36.8	19.92
035720 KS Equity	Kakao	100,500	8,380,260	KRW	4.00	110,696	97,033	155,853	85.8%	(12.3%)	60.6%	93.9	78.45	49.01
036570 KS Equity	NCSOFT	42,500	9,324,084	KRW	4.43	440,872	456,477	625,149	61.9%	3.5%	37.0%	13.9	20.3	14.83
Sweden (1 security)														
THQNB SS Equity	THQ NORDIC AB	176.2	15,533	SEX	5.00	139	354	648	93.4%	154.6%	83.0%	42.2	43.5	24.4
United States (6 securities)														
平均值		87.66	20088		4.04	2,745	2,287	2,768	51.4%	(2.3%)	30.1%	44.9	22.7	18.6
TTWO US Equity	Take-Two	122.45	13,938	USD	4.64	395	524	591	65.3%	32.9%	12.6%	68.7	27.1	24.2
ATVI US Equity	动视暴雪	69.75	53,178	USD	4.29	1,749	2,024	2,346	4.7%	15.7%	15.9%	43.7	26.6	23.2
EA US Equity	电子艺界	102.11	21,125	USD	4.63	1,368	1,436	1,667	11.5%	4.9%	16.1%	28.1	22	18.9
ZNGA US Equity	ZYNGA	4.00	3,441	USD	3.82	117	134	172	245.9%	14.4%	28.6%	94.3	27	21.6
NTES US Equity	网易	214.28	28,141	CNY	4.25	12,712	9,549	11,734	(1.2%)	(24.9%)	22.9%	29.37	20.98	16.62
CYOU US Equity	畅游	13.34	704	USD	2.60	126	55	101	(17.7%)	(56.7%)	84.5%	5.32	12.41	7.08

资料来源: Wind, Bloomberg, IGG, 西部证券研发中心

风险

产业政策风险。网络游戏是国家政策支持的新兴行业，但也受到工业信息、文化和新闻出版等部门的监管，在中国境内从事移动网络游戏运营的，需要取得该等部门的许可。公司未取得或未能持续取得相关部门许可的，可能会对生产经营活动产生重大不利影响。

现有游戏盈利能力下降的风险。移动网络游戏本身具有生命周期，同时，若公司不能及时对现有游戏进行更新、客户维护、版本升级和持续的市场推广，或玩家偏好发生了变化，则公司已上线运营的游戏收入将下降，导致公司未来经营业绩产生不确定性。

持续开发新游戏、新技术的风险。随着网络游戏市场的快速发展，行业竞争日趋激烈游戏产品大量增加，同质化现象日益严重。如果公司不能及时响应市场变化，快速组织并调动资源持续不断地进行新游戏和新技术研发，或公司对市场需求的理解出现偏差，新游戏和新技术与市场需求不符，将导致公司失去竞争优势，对未来业绩的持续增长产生不利影响。

融资渠道相对单一的风险。互联网行业的“轻资产”特点使得业内公司的可抵押资产少，固定资产占总资产的比例偏低，难以获得银行贷款，融资渠道相对狭窄。未来如果公司在经营过程中面临资金短缺，可能较难通过间接融资等方式取得资金。

核心人员流失的风险。网络游戏公司的主要资源是核心管理人员和核心技术人员。保持较为稳定的优秀核心人员团队，是公司历史上取得成功的关键因素之一。为了稳定公司核心人员团队，公司制定了富有竞争力的薪酬福利体系，组织丰富的培训活动，倡导积极向上的公司文化，公司核心人员也直接或间接持有公司股份。但是，如果公司未来的发展和人才政策无法持续吸引核心人员，则将对公司经营造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (USD mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (USD mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	184	222	292	370	457	营业收入	322	607	774	872	950
应收款项	1	-	1	0	1	营业成本	103	193	230	253	274
存货净额	-	1	2	3	4	营业税金及附加	0	1	2	3	4
其他流动资产	39	74	61	94	76	销售费用	80	159	214	250	278
流动资产合计	224	296	355	464	535	管理费用	62	81	102	116	126
固定资产及在建工程	8	7	7	7	7	财务费用	0	0	0	0	0
长期股权投资	8	12	12	12	12	其他费用/(-收入)	0	0	0	0	0
无形资产	0	1	1	1	1	营业利润	77	175	228	253	271
其他非流动资产	3	3	3	3	3	营业外净收支	1	4	(6)	(6)	(6)
非流动资产合计	19	23	23	23	23	利润总额	77	179	222	248	266
资产总计	243	318	378	487	558	所得税费用	6	24	46	51	55
短期借款	9	19	1	17	4	净利润	72	155	177	197	211
应付款项	14	17	20	22	23	少数股东损益	(1)	1	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	24	55	100	156	207	归属于母公司净利润	73	154	177	196	211
流动负债合计	47	90	122	195	234	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	-	-	-	-	-	ROE	37%	68%	69%	67%	65%
长期负债合计	0	0	0	0	0	毛利率	68%	68%	70%	71%	71%
负债合计	48	91	122	195	235	营业利润率	24%	29%	29%	29%	29%
股本	0	0	0	0	0	销售净利率	22%	26%	23%	23%	22%
股东权益	195	228	255	291	323	成长能力					
负债和股东权益总计	243	318	377	487	558	营业收入增长率	59%	89%	27%	13%	9%
						营业利润增长率	76%	128%	30%	11%	7%
						净利润增长率	68%	117%	13%	11%	7%
						偿债能力					
						资产负债率	20%	28%	32%	40%	42%
						流动比	21%	31%	34%	42%	44%
						速动比	21%	31%	34%	42%	44%
						每股指标与估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
						每股指标					
						EPS	0.05	0.11	0.14	0.15	0.16
						BVPS	0.14	0.17	0.20	0.23	0.25
						估值					
						P/E	10.3	11.2	10.1	9.1	8.5
						P/B	3.8	7.6	7.0	6.1	5.5
						P/S	2.3	2.9	2.3	2.0	1.9

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。