

买入 (维持)

799.HK IGG

目标价: 4.5

现价: 3.32

预计短期业绩下滑, 期待 2016 年新作

预期升幅: 35.5%

2016 年 02 月 26 日

市场数据

报告日期	2016.2.29
收盘价(港元)	3.32
总股本(亿股)	13.77
总市值(亿港元)	45.71
净资产(亿港元)	14.18
总资产(亿港元)	16.82
每股净资产(港元)	1.02

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(千美元)	204,612	203,093	225,897	260,216
同比增长(%)	132.55%	-0.74%	11.23%	15.19%
净利润(千美元)	66,373	47,216	66,920	77,086
同比增长(%)	855.28%	-28.86%	41.73%	15.19%
毛利率(%)	71.25%	69.00%	69.00%	69.00%
净利润率(%)	32.44%	23.25%	29.62%	29.62%
净资产收益率(%)	47.14%	25.80%	26.78%	23.57%
基本 EPS(美元)	0.049	0.035	0.049	0.057
市盈率	8.78	12.33	8.70	7.55

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

IGG(8002.HK)首发报告《手游业务继续向好, 推 Link 进军 IM 社交领域》

IGG(8002.HK) 跟踪报告《持续拓展新手游研发, 海外逐步推广 Link》

IGG(8002.HK) 跟踪报告《全球化定位, 继续加强研发及本土化能力》

IGG(799.HK)跟踪报告《短期业绩受压, 延续全球化策略》

投资要点

- **事件:** 参观了 IGG 福州的新办公楼并与产品研发人员进行了交流。
- **我们的观点:** 继续看好 IGG 后续新作的表现和公司自身稀缺的全球化游戏运营能力, 但 2015 年全年业绩预计受到缺乏新游戏和老游戏增长乏力的因素而有所下降, 而 2016 年的看点将会是公司已经在台湾测试完毕的《王国纪元》在海外全面上市。《王国纪元》属于公司重点打造的游戏之一, 我们认为值得期待。由于海外消费税的增收, 我们全面调低了毛利率 100bp。我们预计 2015、2016 和 2017 的收入分别为 2.03 亿美元、2.26 亿美元以及 2.6 亿美元, 利润分别为 4721 万美元、6692 万美元, 以及 7708.6 万美元, 维持买入评级, 给予目标价 4.5 港元, 对应 2016 年 12 倍 PE。
- **风险提示:** 1) 新游戏表现可能不及预期; 2) 游戏上线速度可能落后于计划。

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

报告正文

- **我们的观点:** 继续看好 IGG 后续新作的表现和公司自身稀缺的全球化游戏运营能力, 但 2015 全年业绩预计受到缺乏新游戏和老游戏增长乏力的因素而有所下降, 而 2016 年的看点将会是公司已经在台湾测试完毕的《王国纪元》在海外全面上市。《王国纪元》属于公司重点打造的游戏之一, 我们认为值得期待。由于海外消费税的增收, 我们全面调低了毛利率 100bp。我们预计 2015、2016 和 2017 的收入分别为 2.03 亿美元、2.26 亿美元以及 2.6 亿美元, 利润分别为 4721 万美元、6692 万美元, 以及 7708.6 万美元, 维持买入评级, 给予目标价 4.5 港元, 对应 2016 年 12 倍 PE。
- **2015 年新作不及预期, 费用增加短期拖累业绩:** 今年 IGG 上半年推出的新游戏 (Nova Force、Galaxy Online、Kingdom Charge、Final Fable 等) 表现未能达到预期效果, 而原有主力游戏表现相对较好。目前 CC 月流水仍在 1000 万美金左右, 而 COL 系列月流水在 350 万美左右, 这两款游戏在持续推出更新包的支持下, 生命周期得到了延续。另外公司上半年在韩国和日本新增了研发团队, 大幅增加了研发费用, 短期内对收入贡献有限, 但我们预计在 16 年年中会陆续看到新增研发团队的成效。推广费用也由于新版 Link 的推出而有所提高。新款 Link Messenger 是类似于微信的熟人即时通信 APP, 而旧款 Link 是类似于陌陌的陌生人即时通信 APP。
- **《王国纪元》和《Poker 2》是 2016 年值得期待的作品。**《王国纪元》(台湾版叫《王国征战》) 在 12 月 23 日已经登录台湾市场进行测试, 在没有大量广告的推动下, 各项数据以及排名都算不错, 我们预计测试已经接近尾声, 有望在 2016 年 3 月在海外主要市场推出。另外《Poker 2》是一款全新玩法的赌场类游戏, 是现有游戏的一个升级, 其后续表现也值得期待。
- **风险提示:** 未来可能出现教育政策变动、中国经济发展下滑、国际教育未来需求等因素, 会对公司后续的扩张计划以及招生计划形成负面影响。

图表 1、IGG 盈利预测

利润表	原有预测			更新预测		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
收益	209,433	222,980	252,417	203,093	225,897	260,216
成本	-63,040	-67,117	-75,977	-62,959	-70,028	-80,667
毛利	146,393	155,863	176,440	140,134	155,869	179,549
其他收入	2,932	669	757	2,843	678	781
销售开支	-45,028	-49,056	-55,532	-43,665	-49,697	-57,248
行政开支	-20,943	-15,609	-17,669	-20,309	-15,813	-18,215
研发成本	-27,226	-16,723	-18,931	-26,402	-16,942	-19,516
应占联营公司业绩	-29	0	0	-29	0	0
其他开支	-1,257	-1,338	-1,515	-1,219	-1,355	-1,561
经营支出	-91,551	-82,057	-92,890	-88,781	-83,130	-95,760
税前盈利	54,813	73,806	83,550	51,325	72,739	83,790
所得税	-4,387	-5,905	-6,684	-4,108	-5,819	-6,703
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
盈利	50,426	67,902	76,866	47,216	66,920	77,086

资料来源: 公司资料、兴业证券研究所

附表

资产负债表(千美元)	2014A	2015E	2016E	2017E	利润表(千美元)	2014A	2015E	2016E	2017E
物业、厂房及设备	2,896	2,730	2,998	2,557	收益	204,612	203,093	225,897	260,216
非流动租金按金	0	0	0	0	销售成本	-58,827	-62,959	-70,028	-80,667
递延税项资产	115	435	435	435	毛利	145,785	140,134	155,869	179,549
其他非流动资产	6,501	6,501	6,501	6,501	其他收入	4,110	2,843	678	781
总非流动资产	13,740	13,057	13,325	12,884	销售开支	-43,064	-43,665	-49,697	-57,248
其他流动资产	13,281	13,281	13,281	13,281	行政开支	-16,672	-20,309	-15,813	-18,215
应收账款	2,375	1,113	1,238	1,426	研发成本	-17,202	-26,402	-16,942	-19,516
现金	127,088	171,301	238,172	316,725	应占联营公司业绩		-29	0	0
总流动资产	142,744	185,694	252,691	331,431	其他开支	-1,342	-1,219	-1,355	-1,561
总资产	149,245	192,195	259,192	337,932	经营支出	-74,170	-88,781	-83,130	-95,760
应付贸易账	-3,228	-1,552	-1,727	-1,989	税前盈利	71,615	51,325	72,739	83,790
其他应付账	-3,006	-4,062	-3,388	-3,903	所得税	-5,223	-4,108	-5,819	-6,703
应付所得税	-1,317	-2,026	-2,870	-3,306	少数股东权益	-19	0	0	0
其他流动负债	-7,805	-7,805	-7,805	-7,805	盈利	66,373	47,216	66,920	77,086
总流动负债	-15,356	-15,445	-15,790	-17,003	EPS 美元 - 基本	0.049	0.035	0.049	0.057
其他非流动负债	-317	-317	-317	-317	EPS 港元 - 基本	0.376	0.269	0.379	0.437
总非流动负债	-317	-317	-317	-317	EPS 美元 - 摊薄	0.043	0.034	0.048	0.055
总负债	-15,673	-15,762	-16,107	-17,320	EPS 港元 - 摊薄	0.333	0.261	0.367	0.423
净资产	140,811	182,989	249,909	326,995					
已发行股本	3	3	3	3	财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
储备	135,770	182,986	249,906	326,992	利润率				
总权益及少数股东权益	135,773	182,989	249,909	326,995	毛利率	71.2%	69.0%	69.0%	69.0%
					息税折旧摊销前利				
现金流量表(千美元)	2014A	2015E	2016E	2017E	润率	35.4%	26.2%	33.4%	33.5%
EBITDA	72,474	53,297	75,471	87,231	息税前利润率	35.0%	25.3%	32.2%	32.2%
非现金调整	-55,516	-3,328	-	-	净利率	32.4%	23.2%	29.6%	29.6%
营运资金变动	1,337	642	-624	589		31%	31%	31%	34%
已付利息	160	-	-	-	营运资金				
已付所得税	3	-3,399	-4,975	-6,267	应收周转天	2.4	3.1	1.9	1.9
总经营活动现金流	18,458	47,213	69,871	81,553	应付周转天	17.1	14.2	12.8	11.4
购买固定资产	-907	-3,000	-3,000	-3,000	回报率				
购买无形资产	-46	-	-	-	资产回报率 (ROA)	42.4%	23.8%	25.2%	22.4%
总投资活动现金流	-10,953	-3,000	-3,000	-3,000	净资产回报率				
总财务活动现金流	102,856	-	-	-	(ROE)	47.1%	25.8%	26.8%	23.6%
现金变动	110,361	44,213	66,871	78,553	流动比率	9.3	12.0	16.0	19.5
年初现金	15,135	127,088	171,301	238,172	速动比率	8.4	11.2	15.2	18.7
汇率变化影响	-8	-	-	-	估值				
年末现金	125,488	171,301	238,172	316,725	市盈率	8.8	12.3	8.7	7.6

资料来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangj@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“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。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

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。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

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、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。