

**持有****团队扩展短期业绩承压，收入增速有望提速**

IGG (799. HK)

2021-07-30 星期五

**投资要点**

目标价: **9.6 港元**  
 现价: 8.7 港元  
 预计升幅: 10.6%

**重要数据**

日期	2021-07-29
收盘价 (港元)	8.7
总股本 (百万股)	1,202
总市值 (百万港元)	10,490
净资产 (百万港元)	3,863
总资产 (百万港元)	4,888
52 周高低 (港元)	14.59/6.33
每股净资产 (港元)	3.21

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

管理层合计持股 (33.36%)

**相关报告**

IGG (799. HK)-首发报告-20160511  
 IGG (799. HK)-更新报告-20160831、  
 20161111、20170330、20180313、  
 20180810、20190318

**研究部**

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gzq.com.hk

➤ **《王国纪元》表现平稳，《时光公主》开始全球多地区上线:**

我们预计公司上半年收入同比增长将符合此前预期约 4 亿美元。分产品来看，核心产品《王国纪元》上半年月流水表现平稳，《时光公主》在欧美地区能够稳定产生 300 万到 400 万美元的月流水，同时还在稳定攀升中，投入产出比已经较一季度有明显改善。今年公司收入主要贡献仍然主要来自《王国纪元》，而《时光公主》将能够产生一定的增量收入，总体全年收入增速将较 2020 年有明显提高。

➤ **进一步扩充研发团队，短期利润承压:**

公司在 2021 年进一步扩充了人员规模，加大了在上海、成都等地的招聘力度，因此结构上国内研发团队占比将会提升，有助于公司未来保持高游戏产出的同时，优化研发成本结构。预计随着研发团队扩张及新游戏买量成本提升，预计 21 年中期利润在不包含投资收益的前提下，将同比减少。

➤ **授出股权激励计划，管理层利益与业绩增长进一步绑定:**

公司 7 月推出绩效奖励股份计划，计划向 12 名包括董事、集团高级管理层及若干部门主要人员有条件授出最多 7163.54 万股绩效奖励股份，约占公司已发行总股本的 6%。从此次股权激励兑现的具体条款看，奖励的兑现与公司未来五年的股价复合增长直接挂钩，因此管理层需要通过持续经营驱动公司业绩增长，来实现公司价值体现，将自身利益进一步与公司成长绑定。

➤ **下调为持有评级，关注新游戏产品上线后表现:**

我们预计 2021 年公司游戏业务收入增长提速，随着新游戏《时光公主》陆续在其他地区上线并配合买量策略，公司月流水及收入规模将能持续提升。由于海外类似产品还未能看到有效的竞争对手，该产品在玩法上属于独树一帜，因此我们预计公司 2021 年《时光公主》月流水将能达到 1000 万美元水平。不考虑公司出售心动公司的投资收益影响，我们预计 2021 年收入整体增速将达到 18% 以上，净利润率由于推广新产品及人员增加影响将会同比下降，净利润预计全年实现约 1.14 亿美元。因此给予公司 2021 年 13 倍 PE，目标价 9.6 港元，较现价有 10.6% 升幅，评级下调为持有评级。

截至12月31日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万美元)	667.6	704.1	831.2	888.1	921.1
变动	-10.8%	5.5%	18.0%	6.8%	3.7%
净利润 (百万美元)	166.8	273.0	114.6	157.6	161.6
变动	-12.96%	63.98%	-57.57%	37.42%	2.55%
净利润率	24.98%	38.77%	13.79%	17.74%	17.54%
每股盈利 (美元)	0.13	0.23	0.10	0.13	0.13
基于股价的市盈率 (倍)	8.8	4.8	11.8	8.6	8.3

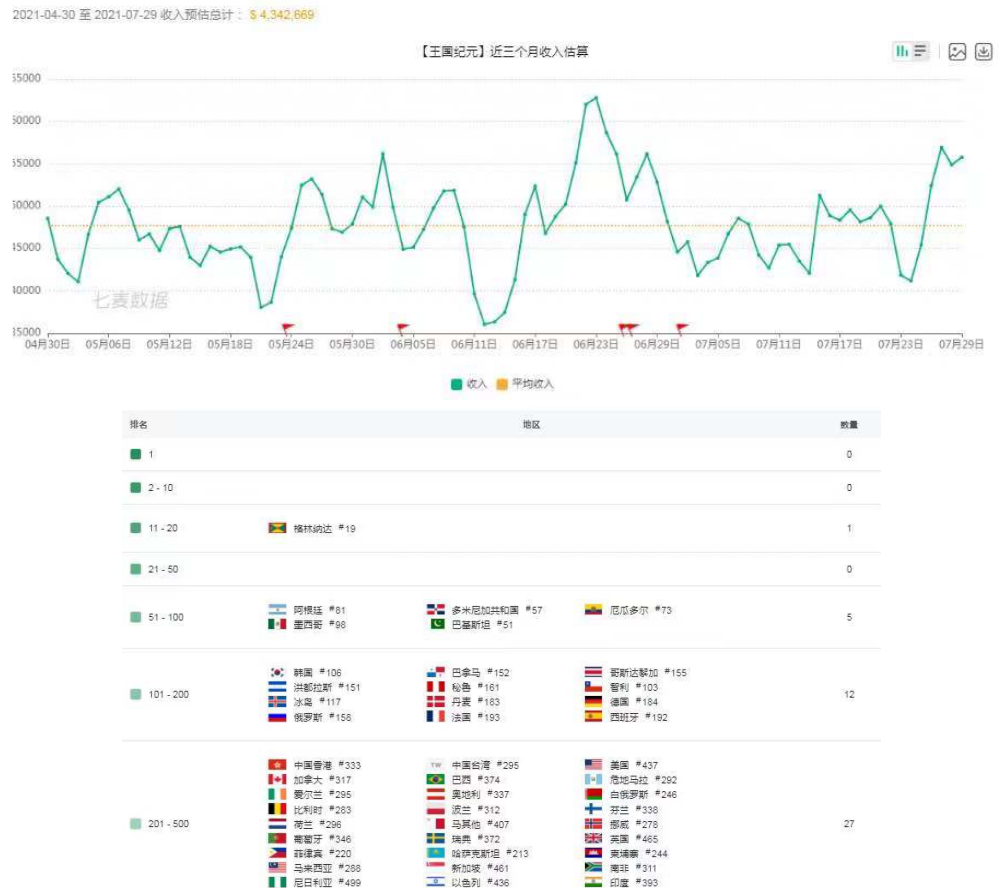
资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 《王国纪元》表现平稳，《时光公主》开始全球多地区上线：

根据我们对公司产品在各个地区的表现观察，预计公司上半年收入同比增长将符合此前预期，将达到4亿美元。分产品来看，核心产品《王国纪元》上半年月流水表现平稳，《王国纪元》不断推出新玩法，包括开展IP联动、上线塔防玩法等持续吸引玩家，产品可玩性进一步打磨。此外，2020年上线的《时光公主》在2021年5月进入日本市场，预计将于下半年陆续进军韩国、越南等其他亚洲市场。目前该产品在欧美地区能够稳定产生300万到400万美元的月流水，同时还在稳定攀升中。4月份《时光公主》的买量投入产出比已经较一季度有明显改善。根据当前公司的研发产品线情况来看，有20多款游戏在调试与开发中，其中有一半为SLG，此外还包括女性向、动作等游戏。因此我们预计今年公司收入主要贡献仍然主要来自《王国纪元》，而《时光公主》将能够产生一定的增量收入，总体全年收入增速将较2020年有明显提高。

**图1：公司《王国纪元》中国地区收入表现情况及《时光公主》海外地区收入排名**



资料来源：七麦数据、国元证券经纪(香港)整理

**进一步扩充研发团队，短期利润承压：**

公司在 2021 年进一步扩充了人员规模，加大了在上海、成都等地的招聘力度，因此人才结构上国内研发团队占比将会提升，有助于公司未来保持高游戏产出的同时，优化研发成本结构。同时公司在年初调整研发策略后，在游戏产品开发前中期就引入市场测试，确保产品正式上线时更贴近市场喜好，因此需要更大规模的研发团队来保证效率。预计随着研发团队扩张及新游戏买量成本提升，预计 21 年中期利润在不包含投资收益的前提下，将同比减少。预计上半年净利润约为 6000 万美元，利润率约 15% 左右。

**授出股权激励计划，管理层利益与业绩增长进一步绑定：**

公司 7 月推出绩效奖励股份计划，计划向 12 名包括董事、集团高级管理层及若干部门主要人员有条件授出最多 7163.54 万股绩效奖励股份，约占公司已发行总股本的 6%。从此次股权激励兑现的具体条款看，**奖励的兑现与公司未来五年的股价复合增长直接挂钩**，因此管理层需要通过持续经营驱动公司业绩增长，来实现公司价值体现。此次股权激励计划兑现条件设定的股价目标条件，将目标涨幅设置为未来 5 年，以每年超过 10% 的年复合涨幅，才能启动股权激励；而奖励股份数量多少则根据实际涨幅超过目标涨幅的幅度而定，只有当实际股价较目标涨幅再高出 25%，管理层方才能获得全部股份奖励。此次奖励计划的股价增长目标是复合增长目标，即不因某一期未达成目标而降低下一期的股价增长标准。倘若某一期管理层未完成股价目标，则需要业绩上实现更好的成绩来实现达到股价目标。因此管理层需要在未来持续地推出更多精品游戏来驱动业绩增长，来支持市值的上升。我们认为该激励条款主要显示了公司管理层对公司未来增长信心，以及将利益进一步与公司成长绑定。

**下调为持有评级，关注新游戏产品今年表现：**

我们预计 2021 年公司游戏业务收入增长提速，随着新游戏《时光公主》陆续在其他地区上线并配合买量策略，公司月流水及收入规模将能持续提升。由于海外类似产品还未能看到有效的竞争对手，该产品在玩法上属于独树一帜，因此我们预计公司 2021 年《时光公主》月流水将能达到 1000 万美元水平。不考虑公司出售心动公司的投资收益影响，我们预计 2021 年收入整体增速将达到 18% 以上，净利润率由于推广新产品及人员增加影响将会同比下降，净利润预计全年实现约 1.14 亿美元。因此给予公司 2021 年 13 倍 PE，目标价 9.6 港元，较现价有 10.6% 升幅，评级下调为**持有评级**。

**财务报表摘要**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万美元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预期	2022年 预期	2023年 预期
<b>收入</b>	<b>667.6</b>	<b>704.1</b>	<b>831.2</b>	<b>888.1</b>	<b>921.1</b>
成本	(204.9)	(212.4)	(260.2)	(278.0)	(288.3)
<b>毛利</b>	<b>462.8</b>	<b>491.7</b>	<b>571.0</b>	<b>610.1</b>	<b>632.8</b>
销售费用	(164.9)	(185.1)	(232.7)	(222.0)	(230.3)
管理费用	(45.5)	(46.2)	(58.2)	(53.3)	(55.3)
研发费用	(92.5)	(88.9)	(160.0)	(168.0)	(176.4)
其他	32.0	128.3	5.9	6.4	6.8
<b>营运利润</b>	<b>191.9</b>	<b>299.7</b>	<b>126.0</b>	<b>173.1</b>	<b>177.6</b>
所得税	(25.2)	(26.8)	(11.3)	(15.6)	(16.0)
<b>净利润</b>	<b>166.8</b>	<b>273.0</b>	<b>114.6</b>	<b>157.6</b>	<b>161.6</b>
<b>派息</b>	<b>48.8</b>	<b>167.3</b>	<b>45.9</b>	<b>63.0</b>	<b>64.6</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-10.8%	5.5%	18.0%	6.8%	3.7%
净利润 (%)	-13.0%	64.0%	-57.6%	37.4%	2.5%

**资产负债表**

&lt;百万美元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预期	2022年 预期	2023年 预期
固定资产	43.3	43.1	41.7	41.3	41.8
无形资产	0.7	2.0	2.0	2.0	2.0
其他固定资产	7.0	71.8	71.8	71.8	71.8
可供出售投资	71.4	162.6	162.6	162.6	162.6
<b>非流动资产</b>	<b>122.3</b>	<b>279.5</b>	<b>278.2</b>	<b>277.7</b>	<b>278.2</b>
应收账款	12.4	13.7	16.2	17.3	18.0
预付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收资金	33.8	54.8	67.2	71.7	74.4
现金	307.6	281.0	351.9	449.3	546.3
<b>总资产</b>	<b>476.1</b>	<b>629.1</b>	<b>713.4</b>	<b>816.1</b>	<b>916.9</b>
应付款项	33.2	43.0	52.6	56.2	58.3
其他应付款	3.8	4.9	4.6	6.3	6.5
应交税费	31.6	42.4	42.4	42.4	42.4
递延收入	25.2	34.4	40.6	43.4	45.0
<b>总流动负债</b>	<b>93.8</b>	<b>124.7</b>	<b>140.3</b>	<b>148.4</b>	<b>152.2</b>
递延税项负债	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>总负债</b>	<b>94.3</b>	<b>125.4</b>	<b>140.9</b>	<b>149.0</b>	<b>152.9</b>
<b>股东权益</b>	<b>374.6</b>	<b>497.6</b>	<b>566.5</b>	<b>661.1</b>	<b>758.0</b>
每股账面值(美元)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
营运资金	260.0	224.8	295.0	390.0	486.5

**财务分析**

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预期	2022年 预期	2023年 预期
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	69.3%	69.8%	68.7%	68.7%	68.7%
EBIT率 (%)	28.7%	42.6%	15.2%	19.5%	19.3%
净利率 (%)	25.0%	38.8%	13.8%	17.7%	17.5%
ROE	44.5%	54.9%	20.2%	23.8%	21.3%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	45.4%	45.5%	54.3%	49.9%	50.2%
实际税率 (%)	15.1%	9.8%	9.9%	9.9%	9.9%
股息支付率 (%)	29.3%	61.3%	40.0%	40.0%	40.0%
应收账款天数	25	35	36	36	36
应付账款天数	66	82	80	82	82
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.25	0.25	0.25	0.23	0.20
收入/总资产	1.40	1.12	1.17	1.09	1.00
总资产/权益	1.27	1.26	1.26	1.23	1.21

**现金流量表**

&lt;百万美元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预期	2022年 预期	2023年 预期
<b>税前利润</b>	<b>190.0</b>	<b>297.0</b>	<b>126.0</b>	<b>173.1</b>	<b>177.6</b>
调整	(12.9)	(109.9)	6.3	5.8	5.5
运营资本变化	(19.5)	(7.3)	0.7	2.4	0.6
已收利息	0.0	1.8	2.0	2.2	2.4
已付所得税	(30.3)	(12.2)	(11.3)	(15.6)	(16.0)
<b>营运现金流</b>	<b>127.2</b>	<b>169.3</b>	<b>123.7</b>	<b>168.0</b>	<b>170.1</b>
物业及设备变动	(5.1)	(4.3)	(6.9)	(7.6)	(8.3)
银行存款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动	(24.0)	(29.6)	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(29.2)</b>	<b>(33.9)</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(8.3)</b>
支付股息	(27.0)	(50.2)	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	(47.1)	(105.6)	(45.9)	(63.0)	(64.6)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(74.2)</b>	<b>(155.8)</b>	<b>(45.9)</b>	<b>(63.0)</b>	<b>(64.6)</b>
<b>现金变化</b>	<b>23.9</b>	<b>(20.4)</b>	<b>70.9</b>	<b>97.4</b>	<b>97.1</b>
期初持有现金	287.5	307.1	280.2	351.1	448.5
汇兑变化	(0.1)	2.5	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	311.3	289.2	351.1	448.5	545.6

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>