



2015年3月5日 公司研报 评级：买入 目标价：4.0 港元

股价(港元)	2.98
预期股票回报	34.23%
预期股息收益率	4.69%
预期总回报	38.92%

前期报告评级及目标价	NA
前次报告日期	NA

分析员：陈宜璠
电话：(852) 2147 8819
电邮：markybchen@abci.com.hk

主要指标

52 周高/低(港元)	10.82/2.6
发行股数 (百万股)	1,372
市值 (百万港元)	4,089
3 个月日均成交额(百万港元)	12.6
大股东 (%)	
Duke Online Holdings Limited	13.06

来源：公司、彭博、农银国际证券

9M14 业务收入来源占比 (%)

网络游戏收入,%	94.29%
特许经营收入,%	0.15%
联合经营收入,%	4.42%
其他,%	1.14%
合计	100.00

来源：公司、彭博、农银国际证券

股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月表现	8.36	10.33
3 个月表现	(2.93)	(3.72)
6 个月表现	(30.37)	(26.23)

*相对恒生指数

来源：彭博、农银国际证券

1 年期股价表现 (港币)



来源：彭博、农银国际证券

IGG Inc (8002 HK) FY15 发展势头良好，估值低位，首次评级“买入”

- 总部设于新加坡的 IGG 是快速发展的全球网络游戏开发商及运营商，主要研发团队在中国；产品定位于中高端游戏玩家，在全球 180 多国销售，销售市场呈多元化特点
- 根据公司 9M14 的财务数据及考虑 4Q14 的旺季因素，我们预计 IGG 在 FY14 全年收入及利润将大幅飚升 136%/812%，或对估值形成支持；根据 app annie 对于 IGG 主要产品的近期排名，预计该公司在 FY15 业绩仍然有较大增长空间
- 全球手游市场仍处增长期，为 IGG 提供良好的发展基础；特别是高速增长的中国手游市场，有望为 IGG 提升新的业绩驱动力
- IGG 估值随游戏板块出现较大调整，目前处于低位；FY14/FY15 的预测盈利有望高增长、公司将申请转主板等利好因素，令我们认为买入 IGG 的时机成熟。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 4.0 港元，对应 FY15 的预测 P/E 值为 8.6 倍。

港股游戏板块中最具国际化的手游开发商兼运营商。总部位于新加坡的 IGG 由蔡宗建及池元创办。IGG 研发主力在福州，但在美国、菲律宾、台湾等海外地区设有办公室。销售团队以各国母语人士为主，令公司产品得以迅速在 180 多个国家销售，并在美国、欧盟、俄罗斯、新加坡等地进入畅销榜前列。销售市场的高度多元化，有助于公司降低经营风险。

FY14 业绩大增，FY15 势头良好。公司 9M14 收入及股东净利润分别比 FY13 全年增长 64%及 629%；意味着公司已经成功从 PC 游戏市场转向手游市场，且产品获得国际主要市场玩家认可。4QFY 是手游旺季，预测其 FY14 净利润将同增 8.12 倍。App annie 统计 IGG 的两款主要游戏（城堡争霸及领主之战 II）近 1 月在美、欧等多个市场进入 Google Play 最畅销榜前列，并在多国保持前 10 名。预计其 FY15 收入/利润将继续劲增 50%/29%。

全行业仍处于高速增长阶段，中国有望成为收入增长驱动力。预计随着智能手机渗透率的增加，移动支付进一步便捷，以及整个移动网基础设施的完善，海外和中国手游玩家数量和人均费率在未来 3 年会持续上升。IGG 在中国市场的发展尚处于起步阶段，借助国际市场的经验及腾讯的合作平台，未来 2 年内极有可能在中国取得更高增长。

公司估值处于低位，受业绩推动或短期内出现向上修复。考虑到公司的众多催化剂及良好的基本面，我们首次推荐报告予以“买入”评级，12 个月目标价 4.0 港元，对应 FY15E 的预测 P/E 值为 8.6 倍。

风险因素（影响我们评级及目标价的风险包括）：1）手游行业整体波动风险；2）行业过度竞争及产品同质化风险；3）公司产品销售情况面临不确定性；4）跨国经营的法律风险；5）公司未能顺利转主板产生的风险。

业绩和估值

截至12月31日财年	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入(千美元)	43,154	87,986	208,028	311,949	446,087
同比变化 (%)	39	104	136	50	43
净利润 (千美元)	(13,435)	6,948	63,383	81,991	125,566
同比变化 (%)	NA	NA	812	29	53
摊薄每股盈利 (美元)	0.00	0.01	0.05	0.06	0.09
同比变化 (%)	NA	NA	551	29	53
每股净资产 (美元)	NA	0.10	0.14	0.19	0.26
同比变化 (%)	NA	NA	43	32	39
市盈率 (倍)	-	54.12	8.32	6.43	4.20
市净率 (倍)	-	3.85	2.69	2.03	1.46
股息,港元	-	0.016	0.107	0.139	0.248
股息收益率 (%)	NA	0.54	3.59	4.66	8.32
平均净资产回报率 (%)	NA	17.38	38.18	35.99	40.53
平均总资产回报率 (%)	NA	8.03	34.26	32.36	37.31

来源：彭博，农银国际证券预测



目 录

IGG Inc (8002 HK)	1
投资摘要	3
投资要点	3
估值因素	3
推荐评级及目标价	3
风险因素（或影响本报告预测及评级）	3
行业分析	4
1. 全球游戏及手游行业概况	4
2. 中国手游行业情况	4
IGG 公司业务特点及经营强项	6
1. 以自营为主，兼以联运为辅	6
2. 公司国际市场执行能力强，产品在 GooglePlay 排名靠前	6
3. 创造 LINK 社交平台，或有助于提升公司价值	7
4. 公司决策及执行有效，公司管治透明	8
同业比较	9
估值及评级	10
财务预测	11
合并损益表 (2012A-2016E)	12
合并资产负债表(2012A-2016E)	13
现金流量表(2012A-2016E)	14
部分财务指标(2012A-2016E)	14
风险因素分析	15
公司简介及大事记	16
公司简介	16
公司大事记	17
权益披露	18



投资摘要

投资要点

1. 在港股同类股份中，IGG 的全球性收入及营销能力最强
2. 从 PC 游戏向手游转型获巨大成功，2014 及 2015 将继续受惠于行业高增长
3. 在全球多个国家拥有强大的本地销售能力，有助于提升产品渗透率及产品生命周期
4. 中国市场尚未发力，有可能为公司带来重大盈利支持
5. 公司的社交工具 LINK 发展势头良好，一旦成功，将提升公司的市值

估值因素

IGG 的 12 个月预测市盈率估值接近上市以来的最低位，低于该指标历史均值一个标准差。考虑到良好的业绩支持，我们认为其现有低估值不会长期持续。

推荐评级及目标价

我们首次覆盖给予 IGG“买入”评级，12 个月目标价 4.0 港元，对应 8.6 倍 2015 年预测市盈率

风险因素（或影响本报告预测及评级）

1. 手游市场的整体增长前景的不确定性
2. 行业增长或会吸引更多参与者，令竞争趋烈，导致价格战及同质化
3. 旗下主要产品生命周期及新品的受欢迎程度或会严重低于我们预测值
4. 跨市场经营涉及的法律风险
5. IGG 若不能成功转主板，其股票或继续面临流动性风险



行业分析

1. 全球游戏及手游行业概况

我们认为，虽然经历了 2013 及 2014 年的高速增长，但手游产业在全球仍然会保持较高的增速，不过各国市场由于基数不同，增长速度不一。这对手游运营商会提出不同的要求。

1) 国际手游市场蛋糕将继续扩大，对国际运营商创造利好

手游市场将保持高速增长。全球研究机构 NewZoo 在 2014 年 5 月的报告预测，全球游戏产业将在未来 2 年内超过万亿美元大关，在 2017 年达到 1029 亿美元，即 2014~2017 年的复合增长率为 8.1%。但是其中手游板块的增长将从原来的 176 亿美元（占 2013 年游戏市场份额的 23%），劲升至 2017 年的 354 亿美元，届时将占据全球游戏市场三分之一的市场份额——这也意味着该板块复合增长达到 26%，是整个游戏板块增速的 3 倍多。上述分析显示，在未来两年，手游板块的增长前景要远高于普通游戏类别。

2) 全球手游市场发展不平衡，对手游开发商的要求也不同

发达市场经济体需要更精细的产品和更高超的运营经验。发达国家的智能机普及率较高，其手游市场将由更高的 ARPU 值及更为新颖的玩法推动。由于发达国家手游市场的产品对游戏内容、画质等细节较为讲究，因此需要有较高素质的海外运营团队及有经验的研发团队支持。

在新兴市场，人口红利、不断提升的付费率及付费水平构成了三重驱动力。东南亚国家的智能手机普及率正不断提升，城镇化发展也在提升，令其成为游戏业务增长最为迅速的地区之一。印尼、马来西亚、泰国、越南及菲律宾都在成为重要的手游增长市场。

手游开发商需要熟悉当地文化。东南亚市场的发展，对于熟悉东方文化的手游开发和运营商将带来发展良机。综合上述分析，我们认为同时具备发达市场及发展中市场经验的全球性手游开发商及营运商，更有可能充分享受到手游板块带来的驱动力，实现销售的突破。

2. 中国手游行业情况

中国手游行业拥有三重驱动力：人口红利、付费用户数增长、付费值（ARPU）增长。预计随着中国 4G 服务的成熟、宽带网覆盖区域的拓展延伸，智能手机的进一步更新换代，将会有更多的用户使用智能机，并使用手游产品，这将令人口红利进一步释放。在新增手游用户增长同时，老用户中的付费玩家数目和付费值也有望逐步提升。

智能手机在 4Q14 出现明显升级趋势。特别是大屏幕 4G 手机在中国越来越流行，产品更新加速，售价不断下跌，令大屏幕手机的价格已处于大部分人可接受状态。硬件升级反过来会促进 ARPU 值较高的新手游产品的研发和入市，推动全行业的变现和盈利增长。

新玩法、新载体、新配件和新技术的不断涌现，是整个游戏市场的长足发展动力。人口红利因素对手游公司的收入影响在未来 2 年可能会逐步减弱，但从发达国家的手游行业发展来看，全行业的收入并不会因为用户渗透率增长放缓而萎缩，主要原因就是新玩法和新技术会不断提升企业盈利能力。

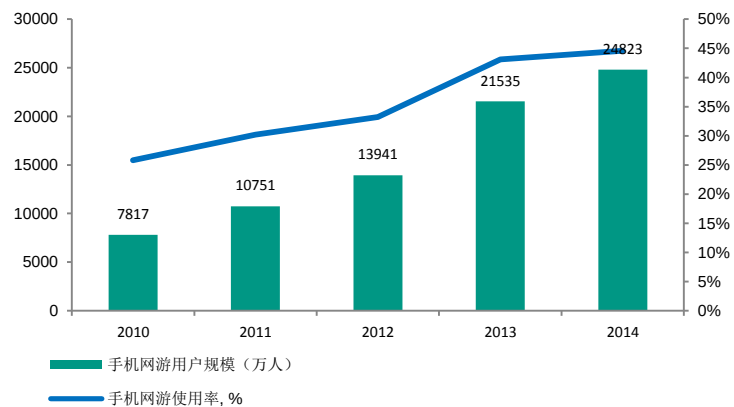
网络基础设施在 2015 年将大为加强，为手游市场繁荣打下良好基础。电信运营商进行了 1 年的 4G 基站建设，加上 4G 手机硬件厂商的配合，2015 年用户有望迎来更优惠的 4G 服务，买到更便宜的 4G 手机。以腾讯（0700 HK）、阿里巴巴（BABA US）和百度（DIBU US）为首的互联网巨擎正大力推动全国免费 WIFI 网。这些因素都将刺激智能手机用户更频繁使用游戏，甚至提升付费率。



分发、下载、支付渠道费用有望压缩，为运营商提供利好因素。中外游戏渠道区别较大。海外（例如欧美）主要以 Google Play、苹果商店及 FaceBook 为主；在中国，尽管腾讯在分发和下载方面一家独大，但同时也存在着像 360、手机生产商（手机商店）、91 游戏平台等强有力的竞争者。由于腾讯强大的客户基础及产品粘性，预计其他手游渠道商对腾讯的冲击有限。但多元化渠道的存在，客观上有助于拥有优秀游戏内容的公司获得更多发展机会，减少渠道费负担，最终提升公司净利润（这一趋势在 2015 年将更明显）。

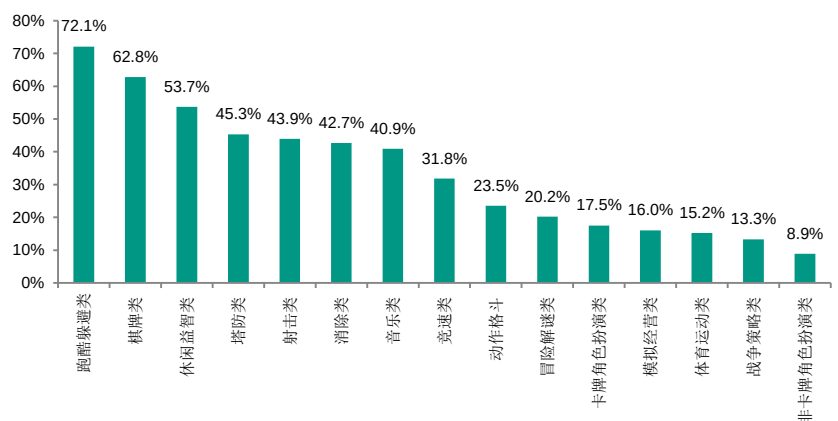
新技术和新载体的推出，将令产品出现较大突破。随着手机产品性能的提升，4G 网的普及，以及免费 WIFI 的延伸，过往手游公司产品设计和开发的瓶颈将进一步减少。不少手游公司正加紧将中重度 PC 游戏向手机端迁移，开发更适用于新型 4G 手机的产品，预计 2015 年此类产品会出现突破，这也会吸引更多玩家使用手游。由于此类产品的测试及运营需要时日，预计新品暂时不会有太多的竞争者出现，这为先行者提供了良好的收入增长空间。

图表 1：中国移动网用户数及使用率



数据来源：中国互联网络信息中心，农银国际证券

图表 2：中国手机游戏类型偏好



数据来源：中国互联网络信息中心



IGG 公司业务特点及经营强项

1. 以自营为主，兼以联运为辅

IGG 的手游分自营和联运两种。自营是由公司独立运营的游戏，包括自研游戏和来自第三方授权的游戏；该业务收入采用全额法确认，即收入金额基本等同于终端玩家的付费金额。**自营体现运营商的研发能力及渠道推广能力。**

联运游戏指的是由 IGG 和第三方运营平台共同运营的游戏(如与腾讯平台联运的游戏)。由 IGG 负责提供技术支持和游戏更新等服务，并有限制的享有对玩家数据的获取权。此业务分部的收入确认采用净额法，即根据收入分成协议，将 IGG 所享有的分成部分确认为公司的收入。在 3Q14，IGG 的自营游戏占收入总额的 91%，联运游戏占 7%。**对 IGG 来说，联运有助于创造更多元化的收入来源，同时利用本公司的富余资源。**

2. 公司国际市场执行能力强，产品在 GooglePlay 排名靠前

截至 2014 年 10 月 31 日，集团拥有来自于全球 180 多个国家的注册用户共计约 2 亿，其中月活跃用户约为 2 千万。为了提升用户体验，IGG 在海外聘请各国母语人士担任销售主力，以把握不同国家及市场的用户体验。

截至 2014 年 9 月底，IGG 共运营 40 余款游戏。根据 App annie 网站对 2015 年 2 月下载情况的统计，其最主要的游戏 Castle Clash(城堡争霸，以下简称“CC”)在美国、加拿大、澳大利亚、英国、瑞士、瑞典等国的 Google Play 最畅销策略类游戏中保持前 10 名。另一款新产品 Clash of Lords (I&II, 领主之战，简称 COL1/COL2)，在 Google Play 最畅销策略类游戏的排名也基本稳定。

COL 系列在截止至 10 月 31 日止的 6 个月时间内，总注册人数达 1700 万，MAU300 万，收入突破千万美元。由于 COL 系列和 CC 的玩家重叠度不高，有效地分散了公司的收入来源，减少对 CC 单一游戏的依赖。目前集团仍在研发新的类型的产品，预计将陆续推出塔防、策略、射击、弹珠等各类手游新品。

公司拥有较强的本土销售团队及销售渠道。手游产品具有较强的地域色彩和文化特征，需了解相关市场文化及习惯，才能对产品设计及运营起到良好的推动作用。CC 在 180 多个国家用 15 种语言发行，并能获得良好表现，显示公司具备较强的本土化销售团队，这有助于保持业绩长久持续发展。

图表 3: IGG 在全球部分手游市场的收入比重 (截止 9M2014)

国家或地区	收入占比
美国	31%
德国	8%
俄罗斯	8%
中国大陆	6%
法国	5%
英国	5%
加拿大	3%
澳大利亚	3%
台湾	2%
新加坡	2%

来源: 公司, 农银国际证券



图表 4: IGG 部分产品用户数及 MAU

产品名称	产品类别	用户注册数 (截至 2014.10)	MAU (截至 2014.10)
城堡争霸	城堡防御	7300 万	920 万
领主之战 II	策略	1700 万	300 万
黑帮冲突	团队作战 3D 策略	128 万	
God Rush	动作卡牌	124 万	
疾风勇者传	角色扮演 (RPG)	129 万	

来源: 公司, 农银国际证券

图表 5: Castle Clash 在 AppAnnie 最热门国家 GooglePlay 畅销排行榜变动情况

最热门市场	2015.1.31	2015.3.1	变动情况
澳大利亚	5	6	倒退 2 名
加拿大	4	5	倒退 2 名
法国	15	15	持平
德国	16	18	倒退 2 名
意大利	12	12	持平
日本	80	74	上升 6 名
荷兰	5	4	上升 1 名
俄罗斯	28	35	倒退 7 名
新加坡	6	6	持平
韩国	42	46	倒退 4 名
西班牙	15	14	上升 1 名
瑞典	6	5	上升 1 名
瑞士	6	6	持平
英国	6	8	倒退 2 名
美国	5	5	持平

来源: App Annie 网站

3. 创造 LINK 社交平台, 或有助于提升公司价值

IGG 在发展手游产品同时也在开拓新的业务。一个重要产品是社交平台 LINK, 其初期主要定位是服务手机游戏玩家社交圈。但预计一旦用户数量达到规模, IGG 将会进行大规模推广, 将产品打造成一个多语种、跨国的即时通平台, 并希望从长远看实现亿级用户的目标。届时 LINK 有望从手游及广告销售等多领域获得收入来源。

图表 6: LINK 产品相关介绍

上线时间	2014 年 8 月
注册用户数	265 万 (截至 2014 年 10 月底)
月活跃用户数	100 万 (截至 2014 年 10 月底)
广告费用投入	230 万美元 (2014 年 8 月-9 月)

来源: 公司, 农银国际证券



图表 7: LINK 在 Google Play 通讯类 app 下载排名 (2014.12.2~2015.3.1)

最热门国家	2015.1.31	2015.3.1
澳大利亚	58	64
加拿大	60	55
中国	94	54
法国	140	153
德国	101	109
意大利	118	185
日本	152	160
荷兰	60	78
俄罗斯	195	38
新加坡	14	38
韩国	311	465
西班牙	117	195
瑞典	53	81
瑞士	86	114
英国	70	67
美国	80	81
菲律宾	15	26

来源: App Annie 网站

4. 公司决策及执行有效

公司管理层于 2013 年初意识到手游行业的巨大潜力,迅速从 PC 游戏转向手游。结果在不到一年时间内,其手游收入占比已经已升至 51% (2013 年年报),成功转型为手游公司,且业绩强劲增长。上述比重在 3Q14 已经升至 87%。公司 9M14 收入/利润比 FY13 全年增长 63.64%/628.57%。由于第 4 季是行业旺季,我们预计其 FY14 净利润增幅会在前三季度的基础上继续扩大。

相比之下,其他港股游戏公司尽管也多有提及向手游板块发展,但在执行力及财务数据上,均未见明显成效,不如 IGG 的转身来得迅速。这一方面反映 IGG 的执行力较强,另一方面,也显示出其全球市场的布局的优势——可以有效避免中国内地手游行业的激烈竞争,而且在手游时,避免受制于过于中国国内过于强势的渠道商。



同业比较

图表 8: 在港上市的游戏公司彭博市场指标及预期对比 (股价截止 2015 年 3 月 4 日)

代码	公司	股价	市值 百万港元	2014 预测 市盈率	2015 预测 市盈率	每股盈利 FY14E#	每股盈利 FY15E#
8002.HK	IGG 公司-ABCI 预测	2.92	4,005	9.80	7.60	0.05	0.06
8002.HK	IGG -彭博	2.92	4,005	7.24	5.98	0.05	0.06
0434.HK	博雅互动	5.41	4,114	10.67	8.13	0.41	0.54
0484.HK	云游控股	13.20	1,682	N/A	14.37	-0.01	0.74
0700.HK	腾讯控股	133.30	1,249,450	41.96	31.49	2.57	3.42
1022.HK	飞鱼科技	1.95	2,925	14.34	10.17	0.11	0.16
2100.HK	百奥家庭	0.65	1,826	5.91	7.10	0.09	0.07
3888.HK	金山软件	17.10	20,262	23.13	19.18	0.60	0.72
6899.HK	联众	3.64	2,850	13.38	9.11	0.22	0.32
0777.HK	网龙网络	13.08	6,453	17.99	16.45	0.59	0.64

除 IGG 为美元外，其余单位均为人民币

来源: 彭博, WIND, 农银国际证券预测

图表 9: 在港上市的游戏公司 3Q14 及 1H14 经营指标对比

代码	公司	主要产品类别	3Q14 手游 收入占比	主要市场	主要产品	1H14 收入#	1H14 毛利率	1H14 股东 纯利#
8002.HK	IGG	手游	91.26	全球	城堡争霸\领主之战	91.90	72.46	32.94
0434.HK	博雅互动	非移动类网游	58.87	中国	德州扑克\斗地主	457.95	61.98	137.83
0484.HK	云游控股	非移动类网游	未披露	中国	凡人修真	337.45	74.24	-21.77
0700.HK	腾讯控股	游戏平台	13	中国	英雄联盟	38146	59.70	12293
1022.HK	飞鱼科技	非移动类网游	1H14: 24.4	中国	神仙道\保卫萝卜	129.23	86.94	51.42
2100.HK	百奥家庭	非移动网游	未披露	中国	奥奇传说	287.77	72.42	-208.26
3888.HK	金山软件	应用软件+网游	未披露	中国	剑网 3	1426.13	84.37	364.36
6899.HK	联众	非移动网游	26.5	中国	德州扑克	207.29	62.80	33.21
0777.HK	网龙网络	网游+在线教育	未披露	中国	征服\魔域等	447.24	90.39	143.49
1980.HK	天鸽互动	实时社交视频平台	未披露	中国	实时社交视频平台	344.25	84.30	-174.35

除 IGG 为百万美元外，其余单位均为百万元人民币

来源: 相关公司季报, WIND, 农银国际证券计算



估值及评级

预计全行业估值调整接近到位。经过 2014 年的调整，整个港股手游板块的估值已经大幅度下调。我们认为优质游戏股从长远来看，仍然有较大的增长空间，考虑到 2015 年该行业仍然有众多的向上驱动诱因，我们认为整个板块会在 2015 年显著跑赢大市。

我们以行业普遍采用的前瞻性市盈率（12 个月预测 P/E 值）作为 IGG 的主要估值指标参考。从彭博数据终端提供的 IGG12 个月预测市盈率指标的时间序列值来看，IGG 现有的估值已经基本处于历史最低位水平。

图表 10：IGG 12 个月预测 P/E 的历史走势图（2013.11.29~2015.3.3）



来源：彭博，农银国际证券

如上图所示，IGG 的预测 P/E 指标（约 5.98 倍），低于历史均值（约 10 倍）1 个标准差，显示未来其估值有较大机会出现反弹。

投资者亦需留意，上述估值趋势或未必符合正态分布。原因是 IGG 于 2013 年 10 月 18 日 IPO 上市交易，彭博从 2013 年 11 月 29 日起提供 IGG 未来 12 个月的预测 P/E 指标，因此数据的时间较短；另外，通常新股上市后 1~2 年或存在“IPO 折让”（IPO puzzle）情况。有鉴于此，我们认为有必要结合公司基本面及行业催化剂因素，以进一步判断该公司是否应享有更高的估值。

据我们预测，受惠于其手游产品付费用户量的增长，及每位用户的资费水平的增长，IGG 在 2014E-2017E 年间的每股收益有望达到 36% 的年复合增长率。不过，因为 2014 年的高增长基数，及其斥资对 LINK 进行市场推广，其盈利增速在 2015E 或会相对放缓至 29%，对应 2015E 的每股盈利为 0.06 美元。

考虑到 IGG 的收入及净收益的高增长潜力，以及当前的低估值的市場气氛，我们以 7 倍的预测 P/E 值作为 IGG 的未来 12 个月的 P/E 估值。结合其 2015 年的预测盈利，我们给出其目标价为 4.0 港元，这一价格较现价高 34.23%。结合 IGG 的良好基本面及行业前景，我们赋予该公司“买入”评级。

特别需要指出的是，如果公司能够成功转主板，并且行业估值逐步复苏的话，IGG 的估值极有可能会上行至 10x 甚至更高预测市盈率估值，推动其股价升至 4.65 港元之上。



财务预测

我们对于 IGG 的关注点主要集中于其收入及成本控制。要享受行业增长，公司需要进行研发，不断推陈出新，并在不同市场推进新业务，抑或需扩大渠道支出。另外，其 LINK 产品的推广也需要一定成本，这有可能会降低其毛利率。在随后几年，随着新业务的成长，其毛利有望保持稳定。另一方面，它的收入在未来几年将随着新旧业务的扩容，有显着提升。为了保持其行业优势，集团或需要在现有基础上增加研发支出，这也构成我们的财务预测基础。

图表 11: IGG 收益及盈利预测指标假设概览

主要假设	2013A	2014E	2015E	2016E
总体注册用户增速	NA	81.0	30.0	30.0
MAU/总注册数	10.9	11.5	11.5	11.5
MAU 付费率, %	1.10	1.10	1.10	1.10
产品月 ARPU 增速	NA	10	15	10
自营业务收入占比, %	94	94	94	94
毛利率, %	75	72	73.3	72.7
销售及分销成本/收入, %	26	21	23	20
管理费用/销售比, %	12.3	9.0	9.0	9.0
研发费用/收入, %	10.6	9.0	9.0	9.0
实际税率, %	16	8	10	15

来源: 公司, 农银国际证券预测



合并损益表 (2012A-2016E)

截止12月31日止 (千元人民币)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	43,154	87,986	208,028	311,949	446,087
网络游戏收益	41,810	85,251	196,142	293,232	419,321
特许权收益	548	234	321	481	446
联合经营收益	796	2,501	9,200	15,597	24,089
其他收益	0	0	2,365	2,639	2,230
销售成本	(10,358)	(22,264)	(58,248)	(83,141)	(121,898)
毛利	32,796	65,722	149,780	228,808	324,189
其他收入及收益	422	592	592	592	592
销售及分销开支	(12,071)	(23,246)	(42,646)	(71,748)	(89,217)
管理费用	(7,093)	(10,855)	(18,722)	(28,075)	(40,148)
研发成本	(6,331)	(9,333)	(18,722)	(28,075)	(40,148)
其他开支	(20,669)	(14,619)	(1,040)	(1,581)	(2,246)
除税前溢利/(亏损)	(12,946)	8,261	69,241	99,920	153,022
所得税开支	(163)	(1,313)	(5,539)	(16,986)	(26,014)
年内持续经营业务溢利/(亏损)	(13,109)	6,948	63,702	82,934	127,009
非持续经营业务损益	(326)	0	0	0	0
总利润	(13,435)	6,948	63,702	82,934	127,009
股东纯利润	(13,435)	6,948	63,383	81,991	125,566
EPS (基本), 美元	-0.0251	0.0078	0.0462	0.0598	0.0915
EPS (摊薄), 美元		0.0071	0.0462	0.0597	0.0915
每股派息, 港元	0.000	0.016	0.107	0.139	0.248

来源: 公司, 农银国际证券预测



合并资产负债表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千元人民币)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
物业、厂房及设备	1,517	1,674	3,442	3,511	3,581
其他无形资产	152	97	410	410	410
非流动租赁按金	152	157	1,141	649	895
其他非流动资产	365	435	60,476	73,760	70,421
非流动资产总额	2,186	2,363	65,469	78,330	75,307
应收账款	496	314	1,567	1,731	2,918
应收关联方款项	0	114	135	303	361
预付款项、按金及其他应收款项	476	919	2,234	3,304	4,757
应收资金	3,233	12,248	15,602	23,396	33,456
现金及现金等价物	15,135	135,488	133,588	181,113	268,178
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总额	19,340	149,083	153,125	209,847	309,670
总资产	21,526	151,446	218,595	288,177	384,978
应付账款	1,841	3,228	2,535	2,881	2,708
应计负债及其他应付款项	3,124	3,006	3,600	8,028	9,600
递延收益-流动负债	5,556	7,805	6,681	7,243	6,962
其他流动负债(调整项)	66,596	1,317	659	988	823
流动负债合计	77,117	15,356	13,474	19,140	20,092
递延税项负债	250	317	284	300	350
其他非流动负债项目	0	0	0	0	0
非流动负债总额	250	317	284	300	350
负债总额	77,367	15,673	13,757	19,440	20,442
总权益	(55,841)	135,773	204,838	268,737	364,535
非控股股东权益	0	0	8,560	9,395	4,224
归属于公司股东之权益-净资产	(55,841)	135,773	196,277	259,343	360,311
每股净资产, 美元	-	0.10	0.14	0.19	0.26

来源: 公司, 农银国际证券预测



现金流量表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千美元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
除税前溢利(亏损)-持续经营业务	(12,946)	8,261	69,241	99,920	153,022
除税前溢利(亏损)-终止经营业务	(326)	—	—	—	—
利息收入	(24)	(160)	(92)	(126)	(109)
处置物业,厂房及设备之(收益)/亏损	(6)	10	2	6	4
可换股可赎回优先股的公平值变动	20,612	14,167	0	0	0
折旧	1,014	754	1,550	1,581	1,613
其他无形资产摊销	264	105	0	0	0
出售附属公司及联营公司(收益)/亏损	0	0	0	0	0
处置终止经营业务(收益)/损失	405	—	0	0	0
股本支付股份开支	126	1,030	578	578	578
营运资本变动前之现金流量	9,119	24,167	71,279	101,959	155,108
(增加)/减少应收资金	0	0	0	0	0
(增加)/减少应收账款	(883)	(9,015)	(3,354)	(7,794)	(10,060)
(增加)/减少按金,预付款项及其他应收款	(561)	68	(1,253)	(165)	(1,186)
增加/(减少)应付账款	(392)	(443)	(1,315)	(1,070)	(1,453)
增加/(减少)递延收益	1,650	1,387	(694)	347	(173)
增加/(减少)递延收益	265	2,249	(1,125)	562	(281)
增加/(减少)应计费用及其他应付款	689	(118)	594	4,428	1,572
(增加)/减少长期租金按金	(152)	—	—	—	—
经营活动之现金	9,735	18,295	64,134	98,267	143,526
已收利息-经营活动	24	160	92	126	109
已付所得税	(11)	3	(4)	(1)	(2)
经营活动产生的现金流量净额	9,748	18,458	64,222	98,393	143,632
投资现金流					
购买物业,厂房及设备	(658)	(940)	(63,394)	(32,167)	(32,167)
购买其他无形资产	(112)	(46)	(79)	(63)	(71)
其他投资活动	(93)	(9,967)	(30)	2	(14)
投资活动产生的现金流量净额	(863)	(10,953)	(63,503)	(32,228)	(32,252)
行使购股权所得款	42	302	302	302	302
向当时现有股东宣派及派付的股息	0	(4,923)	(2,897)	(18,926)	(24,597)
融资活动产生的现金流	0	107,477	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	42	102,856	(2,595)	(18,624)	(24,295)
现金及现金等价物净增加额	8,927	110,361	(1,876)	47,541	87,085
期初现金及现金等价物余额	6,248	15,135	135,488	133,588	181,113
汇率变动对现金的影响	(40)	(8)	(24)	(16)	(20)
期末现金及现金等价物余额	15,135	125,488	133,588	181,113	268,178

来源: 公司, 农银国际证券预测

部分财务指标(2012A-2016E)

截止12月31日止	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率, %	76.00	74.70	72.00	73.35	72.67
税前利润率, %	NA	9.39	33.28	32.03	34.30
净利率, %	NA	7.90	30.47	26.28	28.15
总资产报酬率, %	NA	8.03	34.26	32.36	37.31
净资产报酬率, %	NA	17.38	38.18	35.99	40.53

来源: 公司, 农银国际证券预测



风险因素分析

以下因素有可能对于我们的估值及公司前景判断构成风险。

1. 整个手游市场的前景存在不确定

手游市场主要伴随智能手机的发展而发展。但新技术或令新的游戏载体出现，如果游戏公司无法迅速跟进和调整，将会面临用户流量下降的风险。IGG 公司 9M14 的业绩显示，CC 一款游戏占收入份额高达 63%，虽然 CC 的销售市场分布较为多元化，不会因为单一市场的波动而受重大影响，但如果因为手游行业整体波动增加导致 CC 的收入出现大幅波动，或会对 IGG 的销售额造成重大影响。

2. 行业竞争激烈，导致价格战及产品同质化

手游行业的发展或会吸引越来越多参与者，不排除会出现产品同质化倾向，行业竞争恶化，导致用户体验受挫。如果游戏销售平台为自身利益盲目引入产品，或会加剧这一趋势。

3. 旗下主要产品生命周期及新品的受欢迎程度或严重低于我们预测值

IGG 的主要产品生命周期或会与我们的预测偏离较大。有关产品既可能提前进入衰退期，亦可能因改版或更换语言在其他市场全新增长，这些因素都会令本报告的预测显得过于乐观/悲观。此外，社交产品 LINK 也可能提前成熟，令我们的预测显得悲观。

4. 跨市场经营涉及的法律风险

IGG 在全球多个国家及地区进行产品销售，如果未能熟悉相关市场对游戏产品内容及运营的法规，或会引发法律风险。

5. IGG 若不能成功转主板，其股票或继续面临流动性风险

尽管 IGG 管理层去年确认过希望转香港主板上市的意愿。但是在本报告刊发之时，公司尚未正式递交转主板的申请，能否成功转主板仍面临较大变数。如果未能成功转主板，其交投或出现较大波动，诱发流动性风险。



公司简介及大事记

公司简介

公司业务：公司创立于 2006 年，是快速发展的全球网络游戏开发商及营运商。向全球玩家提供多语言网页游戏、客户端游戏及手机游戏。主要目标客户是中高端玩家，每日游戏时间通常不少于 1 小时。除在国外拥有业务外，公司在中国部署大部分开发人员，使公司能发挥成本优势及以具成本效益的方式开发游戏。

公司总部：新加坡（公司在美国、中国及菲律宾等设有办事处）

研发总部：中国

主要产品：知名游戏包括《城堡争霸》、《德州扑克》等。

公司主席及主要管理层简介（摘自公司 1H14 报告）

蔡宗建先生：于2007年10月31日获委任为执行董事，现任首席执行官。蔡先生为创办人之一，主要负责本集团的企业策略规划及整体业务发展。蔡先生拥有约 14 年的网络游戏行业经验。其于2000年5月至2003年11月担任福建网龙计算机信息技术有限公司副总裁，17173.com正是由此团队开发。蔡先生亦于2003年11月至2005年1月担任17173.com（由纳斯达克上市公司Sohu.com Inc.（股份代号：SOHU）收购）的行政总裁。

池元先生：于2007年8月16日获委任为执行董事，现任高级副总裁。池先生亦为公司创办人之一，主要负责本集团游戏开发。池先生拥有约16年的信息科技行业经验。其于2000年11月至2003年9月为深圳证券交易所上市公司福建榕基软件股份有限公司（股份代号：002474）副总裁。

许元先生：首席运营官。许先生拥有约 14 年的项目及企业管理经验。其于 2007 年 9 月加入该集团，主要负责集团在中国境外的业务营运与发展。在加入集团前，许先生曾任加利福尼亚大学圣克鲁斯分校(University of California, Santa Cruz) 研究生研究员。

张斌先生：为首席技术官及全球业务的高级副总裁。张先生拥有约 17 年的信息技术行业经验。其于 2008 年 12 月加入集团，主要负责集团的整体技术营运。

陈智祥先生：为高级副总裁及 IGG Singapore 董事。陈先生拥有约 10 年的网络游戏行业经验。其主要负责集团在中国的业务营运与发展。陈先生于 2005 年 12 月加入集团，2005 年 12 月至 2006 年 6 月参与创办集团及 IGG.com 平台。其于 2007 年 12 月至 2009 年 6 月任职首席运营官。其于 2009 年 8 月至 2012 年 8 月为 IGG Singapore 总裁，负责扩大海外（东南亚）业务。



公司大事记

- 2006 年 2 月，蔡宗建及池元创立 IGG
- 2006 年 6 月，IGG 推出首款获许可 MMORPG-《神界》
- 2007 年，IGG 推出多款 MMO 游戏，包括《海盗王》及《天使之恋》
- 2007 年 12 月，IGG 完成由 IDG 集团牵头的 A 系列融资
- 2008 年 3 月，IGG 推出《漂流幻境》
- 2008 年 11 月，IGG 发布首款自主开发的 MMORPG《众神之战》
- 2008 年 11 月，由 IDG 集团、Vertex 及 Hearst 牵头 B 系列融资
- 2009 年 3 月，IGG 推出首款自主开发即时战略游戏《星际文明》。
- 2009 年 6 月，IGG 在新加坡设立总部
- 2010 年全年，IGG 的系列社交游戏，其中《鱼塘》、《疯狂诊所》、《魔幻花园》、《疯狂寻宝》、《银龙之翼》及《德州扑克至尊版》打入 Facebook 游戏平台
- 2011 年 1 月，IGG 发布《星际文明 II》，在全球范围拥有多个版本，包括法语、德语、西班牙语、土耳其语、及其他若干语种
- 2011 年 10 月，IGG 的扑克应用程序《德州扑克至尊版》登陆 ios
- 2011 全年，IGG 发布多款高端 3D 页游，包括《百年战争》及《泰坦战争》
- 2012 年 1 月，安卓版《德州扑克至尊版》在 Google Play 上发布
- 2012 年，IGG 发布新网页游戏，包括《英雄道》、《神之翼》及《暗月》
- 2013 年 2 月，IGG 于 Google Play 发布《暗月》安卓版
- 2013 年 3 月，IGG 在台湾 Facebook 上发布《天空文明》
- 2013 年 3 月，IGG 在 Google Play 上发布安卓版《老虎机》
- 2013 年 4 月，IGG 在菲律宾 Facebook 上发布《英雄道》；在 Google Play 上发布安卓版《环龙迷城》
- 2013 年 5 月，IGG 于 Google Play 推出安卓版《至尊老虎机》
- 2013 年 7 月，IGG 于 Google Play 推出安卓版《领主之战》
- 2013 年 7 月，IGG 于 Google Play 推出安卓版《城堡争霸》
- 2013 年 10 月 18 日，IGG 于香港联交所创业板上市，代码 8002.HK
- 2013 年 11 月，城堡争霸登陆 IOS 平台
- 2013 年 12 月，领主之战 II 登陆安卓平台
- 截至 2013 年底，IGG 集团拥有的注册用户数超过 1 亿
- 2014 年 1 月，于加拿大成立了以研发为核心业务的全资子公司
- 2014 年 2 月，《城堡争霸》月流水突破千万美金
- 2014 年 4 月，《领主之战》系列月流水突破百万美金
- 2014 年 5 月，城堡争霸简体中文版登陆腾讯移动社交平台
- 截至 2014 年 6 月底，手机游戏收入于总收入占比超过 80%
- 2014 年 8 月，推出基于地理位置的实时通讯社交手机软件 Link
- 截至 2014 年 10 月底，集团拥有的注册用户数超过 2 亿



权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率}$
高	$1.5 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 2.6$
中等	$1.0 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 1.5$
低	$180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183