

买入

多元化战略初见成效，业绩未来增长可期

IGG (799. HK)

2025-01-28 星期二

目标价:	5.45 港元
现价:	4.01 港元
预计升幅:	35.8%

重要数据

日期	2025-01-28
收盘价 (港元)	4.01
总股本 (亿股)	11.74
总市值 (亿港元)	46.96
净资产 (亿港元)	33.11
总资产 (亿港元)	41.04
52 周高低 (港元)	4.85/2.37
每股净资产 (港元)	2.56

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Duke Online	16.50%
Edmond Online	13.07%

相关报告

首发报告-20160511

更新报告-20190318、20190815、20210730

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 半年报利润增长超预期，多元化战略初见成效：

公司 24 年上半年实现收入 27 亿港元，同比增长 9%；毛利率同比改善 6.5 个百分点至 78.8%，主要受益于 APP 业务收入占比提升。调整后净利润为 3.5 亿港元，调整后净利率为 12.7%，超出市场预期 2024 年上半年，《王国纪元》的收入占比从 2023 年的 66.3% 下降至 48.9%，而新游戏和 APP 业务的收入占比显著提升。

➤ APP 业务持续发力，带动毛利率提升：

APP 业务方面，公司在 2024 年初完成业务转型后，该业务收入迅速恢复增长，并再创新高，发挥 APP 业务平台化效应，推动 7 月流水攀升至 1.2 亿港元。整体看，上半年为公司贡献了 4.09 亿港元收入，约占公司收入比重 15%，成为公司增长的新引擎，去年同期该业务同期收入比重为 7.6%。

➤ 给予“买入”评级：

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.45/0.50/0.53 港元，当前股价对应 2024 年至 2026 年 PE 估值分别为 8.9/8.1/7.6 倍。由于公司 APP 业务持续超预期，因此我们上调了 2024 年归母净利润预期。目前公司在研的 20 多款新游戏，预计在 2025 年上线三款新作，将进一步丰富公司的产品线，增强市场竞争力。APP 业务的增长也让公司收入来源更加多元化。此外，公司通过 AI 技术的应用，降低了研发成本，提升了盈利能力，未来有望释放更多利润空间。综上，给予公司对应 2025 年 11 倍 PE，目标价 5.45 港元，给予“买入”评级。

截至12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万港元)	4,591.3	5,265.9	5,629.6	6,054.2	6,478.9
变动	-24.1%	14.7%	6.9%	7.5%	7.0%
净利润 (百万港元)	(502.1)	67.5	543.4	595.5	637.3
变动	-236.25%	-114.51%	643.88%	9.58%	7.03%
净利润率	-10.94%	1.28%	9.65%	9.84%	9.84%
每股盈利 (港元)	-0.58	0.05	0.45	0.50	0.53
基于股价的市盈率 (倍)	-6.9	84.1	8.9	8.1	7.6

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

半年报利润增长超预期，多元化战略初见成效

IGG24 年上半年实现收入 27 亿港元，同比增长 9%；毛利率同比改善 6.5 个百分点至 78.8%，主要受益于 APP 业务收入占比提升。调整后净利润为 3.5 亿港元，调整后净利率为 12.7%，超出市场预期。从业绩情况来看，公司多元化战略在 2024 年上半年取得了显著成效。尽管《王国纪元》的收入同比下降了 19%，但公司通过新游戏《Doomsday: Last Survivors》和《Viking Rise》的强劲表现，一定程度上弥补了老游戏下滑的影响。这两款新游戏分别贡献了 5 亿港元和 3 亿港元的收入，同比增长 97% 和 151%，合计占游戏收入的 34%。此外，公司新的 APP 业务转型也取得了显著成果，收入同比增长 116%，达到 4 亿港元，成为公司未来新的增长引擎。从收入结构来看，IGG 已经不再过度依赖《王国纪元》。2024 年上半年，《王国纪元》的收入占比从 2023 年的 66.3% 下降至 48.9%，而新游戏和 APP 业务的收入占比显著提升。这种多元化的收入结构不仅降低了对单一产品的依赖，还增强了抗风险能力。我们预计随着《Doomsday: Last Survivors》和《Viking Rise》的持续推广，以及 APP 业务的进一步发展，IGG 的收入结构将更加健康，利润将持续释放。

APP 业务持续发力，带动毛利率提升：

APP 业务方面，公司在 2024 年初完成业务转型后，该业务收入迅速恢复增长，并再创新高，发挥 APP 业务平台化效应，推动 7 月流水攀升至 1.2 亿港元。整体看，上半年为公司贡献了 4.09 亿港元收入，约占公司收入比重 15%，成为公司增长的新引擎，去年同期该业务同期收入比重为 7.6%。上半年，APP 业务月活跃用户超 4100 万，随着公司持续买量，用户规模仍然能够维持增长。该业务目前专注于以内容为导向的信息服务类 APP，该业务不仅能带来收入增长，还能对冲游戏买量成本。我们预计公司 APP 业务当前利润率在 10% 左右，未来稳定之后利润率能达到 20%。随着未来 APP 业务收入增长，这将进一步提高公司整体毛利率，从而带动公司盈利能力提升。。

给予买入评级：

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.45/0.50/0.53 港元，当前股价对应 2024 年至 2026 年 PE 估值分别为 8.9/8.1/7.6 倍。由于公司 APP 业务持续超预期，因此我们上调了 2024 年归母净利润预期。目前公司在研的 20 多款新游戏，预计在 2025 年上线三款新作，将进一步丰富公司的产品线，增强市场竞争力。此外，公司通过 AI 技术的应用，降低了研发成本，提升了盈利能力，未来有望释放更

多利润空间。综上，给予公司对应 2025 年 11 倍 PE，目标价 5.45 港元，给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、新游戏上线流水不及预期、APP 业务监管风险

财报报表摘要

财务报表摘要

损益表

<百万美元>，财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
收入	4,591	5,266	5,630	6,054	6,479
成本	(1,440)	(1,347)	(1,407)	(1,514)	(1,620)
毛利	3,151	3,919	4,222	4,541	4,859
销售费用	(1,702)	(2,666)	(2,449)	(2,634)	(2,818)
管理费用	(363)	(317)	(338)	(351)	(376)
研发费用	(1,305)	(935)	(844)	(908)	(972)
其他	(264)	90	6	7	7
营运利润	(484)	91	597	654	700
所得税	(18)	(24)	(54)	(59)	(63)
净利润	(502)	68	543	595	637
派息	(279)	23	217	238	255
增长					
总收入 (%)	-24.1%	14.7%	6.9%	7.5%	7.0%
净利润 (%)	-236.2%	-114.5%	643.9%	9.6%	7.0%

资产负债表

<百万美元>，财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
固定资产	586	662	679	707	746
无形资产	8	3	3	3	3
其他固定资产	271	235	235	235	235
可供出售投资	463	471	471	471	471
非流动资产	1,328	1,371	1,388	1,416	1,455
应收账款	71	119	127	137	147
预付款	41	37	39	42	45
应收资金	334	357	373	401	429
现金	1,587	1,470	1,865	2,225	2,598
总资产	3,360	3,353	3,792	4,221	4,674
应付款项	538	571	596	641	686
其他应付款	43	35	108	118	127
应交税费	130	118	118	118	118
递延收入	188	207	222	238	255
总流动负债	900	931	1,044	1,116	1,186
递延税项负债	5	4	4	4	4
总负债	905	935	1,048	1,120	1,190
股东权益	2,712	2,735	3,061	3,418	3,801
每股账面值(美元)	2	2	3	3	3
营运资金	1,132	1,051	1,361	1,690	2,033

财务分析

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	68.6%	74.4%	75.0%	75.0%	75.0%
EBIT率 (%)	-10.5%	1.7%	10.6%	10.8%	10.8%
净利率 (%)	-10.9%	1.3%	9.7%	9.8%	9.8%
ROE	-18.5%	2.5%	17.8%	17.4%	16.8%
营运表现					
费用/收入 (%)	73.4%	74.4%	64.5%	64.3%	64.3%
实际税率 (%)	-3.7%	35.5%	9.9%	9.9%	9.9%
股息支付率 (%)	55.5%	34.0%	40.0%	40.0%	40.0%
应收账款天数	32	33	32	32	32
应付账款天数	147	164	183	183	183
财务状况					
负债/权益	0.33	0.34	0.34	0.33	0.31
收入/总资产	1.37	1.57	1.48	1.43	1.39
总资产/权益	1.24	1.23	1.24	1.23	1.23

现金流量表

<百万美元>，财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预期	2025年 预期	2026年 预期
税前利润	(485)	97	597	654	700
调整	488	63	107	128	133
运营资本变化	(87)	(116)	89	34	32
已收利息	15	35	3	3	3
已付所得税	(99)	(18)	(54)	(59)	(63)
营运现金流	(167)	61	741	761	806
物业及设备变动	(134)	(134)	(147)	(162)	(178)
银行存款变动	(5)	5	0	0	0
投资活动	53	30	0	0	0
投资活动现金流	(86)	(99)	(147)	(162)	(178)
支付股息	0	(45)	0	0	0
其他融资活动	3	0	(217)	(238)	(255)
融资活动现金流	3	(44)	(217)	(238)	(255)
现金变化	(251)	(82)	377	360	373
期初持有现金	1,944	1,634	1,488	1,865	2,225
汇兑变化	(44)	(1)	0	0	0
期末持有现金	1,649	1,551	1,865	2,225	2,598

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>