

买入

2016 年 3 月 24 日

《王国纪元》奠定主力游戏地位，推升公司行业地位，买入

- **全年收入符合预期，净利润超出市场预期：**2016 年全年，公司收入为 3.22 亿美元，同比增加 59%，基本符合市场预期。由于下半年对费用水平的控制，使得全年整体费用率下降 1.3%至 43.4%，推动归属股东净利达到 7262 万美元，同比增长 75%；经调整净利为 7494 万美元，同比增长 69.6%，超出市场预期。
- **《王国纪元》实现爆发增长，奠定主力游戏地位：**2016 年，《王国纪元》实现收入 1.25 亿美元，占比达到 38.6%。该游戏流水在推出 5 个月即达到 1000 万美元，并保持快速增长，至 2017 年 2 月超过了 3100 万美元，继续拉大与原旗舰游戏《城堡争霸》的差距。截止 2016 年 12 月底，《王国纪元》MAU 为 400 万，低于《城堡争霸》900 万的水平，这意味该游戏依然具备巨大的上升空间。《王国纪元》亦在 72 个国家荣获 Google Play 评选的 2016 年度“最佳对战游戏”。
- **《城堡争霸》继续贡献稳定流水：**2016 年，《城堡争霸》实现收入 1.36 亿美元，同比增长 12.1%，占比为 42.1%。该游戏于 2013 年即上线，虽然中间经历过流水波动，但是由于游戏优异的品质和公司出色的运营能力，整体依然保持稳定的收入状态，也证明了优质的单款手游能与端游保持类似的长生命周期。根据 App Annie，在 Google Play 平台上，截止 2016 年底，《城堡争霸》位列 7 个国家及地区的前五位和 8 个国家及地区的前十位。
- **提升目标价至 11.68 港元，买入评级：**出色的产品开发能力和国际化的游戏运营，使得公司行业地位不断上升。根据 App Annie 统计，2016 年公司收入在全球游戏发行商中名列第 27，比前一年排名上升 7 位。公司亦于 3 月正式进入第二批深港通名单，并持续受到南下资金追捧。鉴于《王国纪元》的出色表现和《城堡争霸》流水的稳定，我们提升未来收入和盈利预期，并提升目标价至 11.68 港元，较当前价格有 30.8%增长空间，维持买入评级。

张弘扬

+852 25321962

richard.zhang@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	8.93 港元
目标价	11.68 港元 (+30.80%)
股票代码	799
总股本	13.43 亿股
总市值	119.96 亿港元
52 周高/低	9.07 港元/3.20 港元
每股净资产	0.2 美元
主要股东	蔡宗建 (14.90%) 池元 (11.77%) Temasek (4.81%) IDG (4.65%) 许元 (2.04%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	15年历史	16年历史	17年预测	18年预测	19年预测
总营业收入 (千美元)	202,546	322,087	653,438	707,552	715,132
变动	-1.0%	59.0%	102.9%	8.3%	1.1%
净利润 (千美元)	41,248	71,623	184,375	207,511	215,036
变动	-37.9%	73.6%	157.4%	12.5%	3.6%
非IFRS净利润 (千美元)	44,187	74,941	189,602	213,172	220,757
变动	-35.6%	69.6%	153.0%	12.4%	3.6%
调整后每股盈利 (美元)	0.032	0.055	0.140	0.157	0.163
变动	-36.7%	73.2%	153.0%	12.4%	3.6%
基于8.93港元的市盈率	35.7	20.6	8.2	7.3	7.0
每股派息 (美元)	0.02	0.02	0.05	0.06	0.06

来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现



来源: 彭博

附录：主要财务报表

损益表						财务分析					
<千美元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测		2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
收入	202,546	322,087	653,438	707,552	715,132	盈利能力					
毛利	140,539	218,903	444,010	480,780	485,931	毛利率 (%)	69.39%	67.96%	67.95%	67.95%	67.95%
其他业务净额	-32,112	-36,868	-49,008	-55,189	-57,211	EBITDA 率 (%)	23.13%	24.82%	31.01%	32.27%	33.14%
销售及管理费用	-63,492	-103,685	-196,031	-201,652	-196,661	调整后净利率 (%)	21.82%	23.27%	29.02%	30.13%	30.87%
营运收入	44,935	78,350	198,971	223,939	232,059						
财务开支/收入	0	0	0	0	0	营运表现					
联营公司收入/开支	0	-1,057	0	0	0	销售及管理费用/收入 (%)	31.35%	32.19%	30.00%	28.50%	27.50%
其他	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	8.21%	7.34%	7.34%	7.34%	7.34%
税前盈利	44,935	77,293	198,971	223,939	232,059	股息支付率 (%)	89.66%	42.31%	40.00%	40.00%	40.00%
所得税	-3,687	-5,670	-14,596	-16,428	-17,023	库存周转	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	41,248	71,623	184,375	207,511	215,036	应收账款天数	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
少数股东应占利润	-244	-993	0	0	0	应付账款天数	59.3	59.3	59.3	59.3	59.3
本公司股东应占利润	41,492	72,616	184,375	207,511	215,036						
经调整应占利润	44,187	74,941	189,602	213,172	220,757	财务状况					
折旧及摊销	-1,918	-2,641	-3,691	-4,412	-4,906	总负债/总资产	0.13	0.15	0.18	0.15	0.12
EBITDA	46,853	79,934	202,662	228,351	236,966	收入/净资产	1.06	1.39	1.91	1.51	1.20
						经营性现金流/收入	0.26	0.23	0.30	0.30	0.31
增长											
总收入 (%)	-1.0%	59.0%	102.9%	8.3%	1.1%						
EBITDA (%)	-35.8%	70.6%	153.5%	12.7%	3.8%						

资产负债表						现金流量表					
<千美元>, 财务年度截至<12月31日>						<千美元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2015年 实际	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测		2015年 实际	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
现金	185,503	226,221	344,009	468,473	596,618	EBITDA	46,853	79,934	202,662	228,351	236,966
应收账款	17,589	29,922	57,590	62,108	62,741	净融资成本	-578	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	营运资金变化	4,713	-1,326	9,472	1,546	217
其他流动资产	0	0	-0	0	-0	所得税	-5,062	-5,670	-14,596	-16,428	-17,023
总流动资产	203,092	256,143	401,599	530,581	659,359	其他	7,636	0	0	0	-0
固定资产	5,379	3,984	4,540	4,901	5,135	营运现金流	53,562	72,938	197,538	213,469	220,159
无形资产	903	1,157	2,910	4,137	4,996	资本开支	-4,255	-1,500	-6,000	-6,000	-6,000
长期投资	8,215	8,215	8,215	8,215	8,215	其他投资活动	49,859	0	0	0	0
其他	2,537	2,537	2,537	2,537	2,537	投资活动现金流	45,604	-1,500	-6,000	-6,000	-6,000
总资产	220,126	272,036	419,800	550,371	680,242	负债变化	0	0	0	0	0
应付账款	4,586	16,761	34,020	36,837	37,232	股本变化	0	0	0	0	0
短期银行借款	0	0	0	0	0	股息	0	0	0	0	0
递延收入	16,982	19,325	39,206	42,453	42,908	其他融资活动	-39,904	-30,721	-73,750	-83,005	-86,014
其他短期负债	6,850	3,339	3,339	3,339	3,339	融资活动现金流	-39,904	-30,721	-73,750	-83,005	-86,014
总短期负债	28,418	39,426	76,565	82,629	83,479						
长期银行借款	0	0	0	0	0						
其他负债	454	454	454	454	454						
总负债	28,872	39,880	77,019	83,083	83,933	现金变化	59,262	40,718	117,788	124,464	128,145
归属股东权益	190,524	232,419	343,044	467,551	596,573	期初持有现金	127,088	185,503	226,221	344,009	468,473
少数股东权益	730	-263	-263	-263	-263	汇兑变化	-847	0	0	0	0
股东权益	191,254	232,156	342,781	467,288	596,310	期末持有现金	185,503	226,221	344,009	468,473	596,618

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。