

买入

长青与新作协同发力，积极探索非 SLG 赛道

IGG (799.HK)

2026-01-14 星期三

【投资要点】

目标价：**4.77 港元**
现价：**3.83 港元**
预计升幅：**24.6%**

重要数据

日期	2026-01-13
收盘价 (港元)	3.83
总股本 (亿股)	11.76
总市值 (亿港元)	45.04
净资产 (亿港元)	33.13
总资产 (亿港元)	44.53
52 周高低 (港元)	5.64/2.79
每股净资产 (港元)	2.78

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Duke Online	16.48%
Edmond Online	13.05%

相关报告

IGG (799.HK) -首发报告-20160511
IGG (799.HK) -更新报告-20161111、
20170330、20170622、20180810、
20190831、20210316、20210730、
20150128

研究部

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

➤ 收入结构优化，利润稳健增长

公司在上半年实现总收入 27.2 亿港元，与去年同期基本持平。这一数据在宏观经济环境依然充满挑战、游戏行业竞争日趋白热化的背景下，彰显了公司业务基本盘韧性。值得注意的是公司盈利端表现，得益于 AI 技术的全面应用以及投流分发环节的优化，使得成本和费用控制取得卓越成效，公司研发与行政开支比例有所降低。得益于此，2025 年上半年公司录得权益股东应占溢利约 3.22 亿港元。

➤ 长青与新作协同发力，积极探索非 SLG 赛道

在游戏业务板块，公司通过“长线运营+持续创新”的策略，构建了一个层次分明的产品组合。《王国纪元》作为公司的旗舰产品和 SLG 市场的标杆之作，《王国纪元》上市多年依然保持着强大的生命力。根据时代财经以海外上线 3 年以上且海外双端预估收入统计的《2025 年中国游戏出海常青榜》，《王国纪元》排在第 14 位。次新主力产品《Doomsday: Last Survivors》与《Viking Rise》已经成长为集团营收的中坚力量。年内上线的重点新品《Tycoon Master》的市场表现良好，成功切入非 SLG 市场。此外，公司储备的针对女性玩家的“PSS 项目”等也在积极推进中。

➤ 业务处于调整阶段，维持买入评级

我们认为 IGG 正处在关键调整阶段，仍在不断打磨新游戏产品。目前公司凭借其成熟的全球化运营体系，成功构建了“常青树游戏+多元化新品+高增长 APP”的立体化产品矩阵，有效对冲了单一产品的生命周期风险。公司通过覆盖全球主要市场的研运一体化网络，能够在全球范围内高效获取用户、进行精细化运营和实现最大化商业价值。综合来看，凭借其核心产品稳定流水贡献、高速增长 APP 业务、行业领先的游戏开发水平以及深厚的全球化运营能力，公司能够实现稳定业绩增长，因此给予公司对应 2026 年 9 倍 PE 估值，对应目标价 4.77 港元，有 24.6% 的上升空间。

港币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收 (百万港元)	5,265.9	5,737.1	6,054.2	6,478.9	6,854.1
变动	14.7%	8.9%	5.5%	7.0%	5.8%
净利润 (百万港元)	67.5	573.1	584.5	637.3	712.6
变动	-114.51%	697.48%	0.33%	9.05%	11.80%
净利润率	1.28%	9.99%	9.65%	9.84%	10.40%
每股盈利 (港元)	0.05	0.48	0.49	0.53	0.59
基于股价的市盈率 (倍)	80.3	7.9	7.9	7.2	6.5

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 收入结构优化，利润稳健增长

公司在上半年实现总收入 27.2 亿港元，与去年同期基本持平。这一数据在宏观经济环境依然充满挑战、游戏行业竞争日趋白热化的背景下，彰显了公司业务基本盘韧性。值得注意的是公司盈利端表现，得益于 AI 技术的全面应用以及投流分发环节的优化，公司将 AI 技术深度融入到产品开发和运营的各个环节，使得成本和费用控制取得卓越成效，从而让公司研发与行政开支比例有所降低。得益于此，2025 年上半年公司录得权益股东应占溢利约 3.22 亿港元。未来随着 AI 工具链的进一步成熟和应用范围的扩大，公司在策划、美术、程序、测试、本地化翻译、客户服务等多个领域的“降本增效”成果将更加显著，不仅直接提升了公司利润空间，更能让公司将研发资源从重复性、劳动密集型的工作中解放出来，使其能够更专注于核心玩法的创新和游戏品质打磨，从而构建成本降低、效率提升、创新加速的正向循环。

➤ 长青与新作协同发力，积极探索非 SLG 赛道

在游戏业务板块，公司通过“长线运营+持续创新”的策略，构建了一个层次分明的产品组合。《王国纪元》作为公司的旗舰产品和 SLG 市场的标杆之作，《王国纪元》上市多年依然保持着强大的生命力。根据时代财经以海外上线 3 年以上且海外双端预估收入统计的《2025 年中国游戏出海常青榜》，《王国纪元》排在第 14 位。在 2025 年上半年，该游戏贡献了 11.5 亿港元的收入，虽然相较巅峰时期有所回落，但其稳定的现金流贡献和庞大的核心用户群体，依然是 IGG 整个业务体系的“压舱石”。其长线运营的成功经验，也为公司后续产品的研发和运营提供了宝贵的范本。次新主力产品《Doomsday: Last Survivors》与《Viking Rise》两款 SLG 产品在 2025 年表现尤为上半年分别贡献了约 5.2 亿港元和 3.6 亿港元的收入。已经成长为集团营收的中坚力量。不仅证明了公司在 SLG 赛道上拥有可复制的方法论和持续产出爆款的能力，也通过差异化的题材（末日生存、维京文化）拓宽了用户覆盖面。另外公司在 2025 年加大了对非 SLG 品类的探索力度，开辟新的增长点。年内上线的重点新品《Tycoon Master》的市场表现良好。《Tycoon Master》融合了大富翁和老虎机玩法，成功切入非 SLG 市场。截至 2025 年 8 月，其月流水峰值达到 40 万美元，并稳定在 30 万美元左右，且仍有通过市场推广扩大规模的潜力。《Tycoon Master》的初步成功，对于 IGG 的多元化战略具有重要意义，它验证了公司在休闲品类上的研

发和调优能力，为后续在该领域的深入布局积累了宝贵的经验。此外，公司储备的针对女性玩家的“PSS 项目”等也在积极推进中。

➤ 业务处于调整阶段，维持买入评级

我们认为 IGG 正处在关键调整阶段，仍在不断打磨新游戏产品。目前公司凭借其成熟的全球化运营体系，成功构建了“常青树游戏+多元化新品+高增长 APP”的立体化产品矩阵，有效对冲了单一产品的生命周期风险。自 2012 年确立全球化为核心战略以来，IGG 已经建立覆盖全球主要市场的研运一体化网络，在全球多地设立了研发和运营中心，组建了精通当地语言和文化的本地化团队，使其产品和服务能够覆盖超过 200 个国家和地区。公司对不同区域市场的用户偏好、文化背景、法律法规、支付渠道和营销生态都有着深刻的理解和丰富的实践经验。这为其在全球范围内高效获取用户、进行精细化运营和最大化商业价值奠定了坚实基础。综合来看，凭借其核心产品的稳定流水贡献、高速增长 APP 业务、行业领先的游戏开发水平以及深厚的全球化运营能力，公司未来能够实现稳定业绩增长，因此给予公司对应 2026 年 9 倍 PE 估值，对应目标价 4.77 港元，有 24.6% 的上升空间。

表 1：互联网娱乐行业相关标的估值表（20260113）

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS（人民币元）			市盈率PE			市净率PB		市销率PS
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM	
1024.HK	快手-W	2,613.0	3.6	4.1	4.8	17.0	14.6	12.5	3.5		1.9
2400.HK	心动公司	284.6	1.7	3.3	4.0	32.0	17.2	14.2	9.6		4.9
1357.HK	美图公司	304.8	0.2	0.2	0.3	37.8	35.7	25.6	6.4		8.7
9890.HK	贪玩	82.9	0.0	1.9	1.8	188.3	8.4	8.6	2.6		1.9
0777.HK	网龙	51.1	0.6	0.9	1.4	44.8	10.9	7.0	0.9		1.0
0799.HK	IGG	41.1	0.5	0.4	0.5	7.6	7.9	7.7	1.3		0.8
0434.HK	博雅互动	25.5	1.3	1.3	1.5	2.9	2.5	2.2	0.8		5.7
2660.HK	禅游科技	23.8	0.4	N/A	N/A	5.5	N/A	N/A	0.9		1.7
6633.HK	青瓷游戏	18.7	0.1	N/A	N/A	39.6	N/A	N/A	1.0		3.5
3700.HK	映宇宙	17.6	0.1	0.2	0.1	8.1	4.2	6.5	0.4		0.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 新游戏上线表现不及预期
2. 海外移动游戏市场竞争加剧
3. 公司 APP 业务商业化场景拓展进程放缓

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万美元>，财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
收入	5,266	5,737	6,054	6,479	6,854
成本	(1,347)	(1,126)	(1,514)	(1,620)	(1,714)
毛利	3,919	4,611	4,541	4,859	5,141
销售费用	(2,666)	(2,811)	(2,634)	(2,818)	(2,947)
管理费用	(317)	(349)	(363)	(376)	(398)
研发费用	(935)	(787)	(908)	(972)	(1,020)
其他	90	6	7	7	8
营运利润	91	670	642	700	783
所得税	(24)	(97)	(58)	(63)	(70)
净利润	68	573	584	637	713
派息	23	233	234	255	285
增长					
总收入 (%)	14.7%	8.9%	5.5%	7.0%	5.8%
净利润 (%)	-114.5%	697.5%	0.3%	9.0%	11.8%

资产负债表

<百万美元>，财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
固定资产	662	776	813	860	916
无形资产	3	4	4	4	4
其他固定资产	235	126	126	126	126
可供出售投资	471	395	395	395	395
非流动资产	1,371	1,301	1,338	1,384	1,441
应收账款	119	184	194	207	219
预付款	37	49	52	56	59
应收资金	357	281	378	404	427
现金	1,470	2,250	3,060	3,470	3,921
总资产	3,353	4,065	5,021	5,521	6,067
应付款项	571	789	1,060	1,134	1,200
其他应付款	35	52	298	325	364
应交税费	118	197	197	197	197
递延收入	207	222	234	251	265
总流动负债	931	1,260	1,789	1,907	2,026
递延税项负债	4	3	3	3	3
总负债	935	1,262	1,792	1,910	2,029
股东权益	2,735	3,124	3,475	3,858	4,285
每股账面值(美元)	2	3	3	3	4
营运资金	1,051	1,505	1,893	2,229	2,601

财务分析

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
盈利能力					
毛利率 (%)	74.4%	80.4%	75.0%	75.0%	75.0%
EBIT率 (%)	1.7%	11.7%	10.6%	10.8%	11.4%
净利率 (%)	1.3%	10.0%	9.7%	9.8%	10.4%
ROE	2.5%	18.3%	16.8%	16.5%	16.6%
营运表现					
费用/收入 (%)	74.4%	68.8%	64.5%	64.3%	63.7%
实际税率 (%)	35.5%	16.9%	9.9%	9.9%	9.9%
股息支付率 (%)	34.0%	40.7%	40.0%	40.0%	40.0%
应收账款天数	33	29	34	34	34
应付账款天数	164	272	328	329	333
财务状况					
负债/权益	0.34	0.40	0.52	0.50	0.47
收入/总资产	1.57	1.41	1.21	1.17	1.13
总资产/权益	1.23	1.30	1.44	1.43	1.42

现金流量表

<百万美元>，财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预期	2026年 预期	2027年 预期
税前利润	97	680	642	700	783
调整	94	174	180	109	115
运营资本变化	(116)	207	423	78	83
已收利息	35	63	3	3	3
已付所得税	(18)	(10)	(58)	(63)	(70)
营运现金流	92	1,114	1,190	827	914
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	32	16	0	0	0
投资活动现金流	(96)	(123)	(147)	(162)	(178)
支付股息	(45)	(47)	0	0	0
其他融资活动	0	(97)	(234)	(255)	(285)
融资活动现金流	(44)	(144)	(234)	(255)	(285)
现金变化	(49)	848	809	410	451
期初持有现金	1,582	1,470	2,246	3,055	3,465
汇兑变化	(1)	(17)	0	0	0
期末持有现金	1,532	2,301	3,055	3,465	3,916

投资评级定义及免责条款

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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>