

心動公司 (2400.HK)

TapTap 表現良好 控制成本成關鍵
中國 | 遊戲 |

公司簡介

心動公司(2400.HK)為中國的遊戲開發、營運及發行商，主要業務是遊戲運營與信息服務。遊戲運營包括網絡遊戲及付費遊戲，收入主要來自第三方及自有分發平台銷售網絡遊戲的虛擬物品及付費遊戲產生的收入。信息服務收入主要來自於遊戲玩家互動社區及遊戲推薦平台 TapTap 提供在線推廣服務時產生的收入。公司目前遊戲組合包括 20 款網絡遊戲及 22 款付費遊戲。

公司中期業績點評

心動公司(2400.HK)在 2022 年上半年總收入為 1594.0 百萬元(人民幣，下同)，同比上升 15.6%。毛利為 782.9 百萬元，同比上升 15.7%。毛利率為 49.1%，同比大致持平。期內虧損為 381.4 百萬元，同比虧損擴大 18.3%。

遊戲運營方面：

網絡遊戲淨收入為 1042.1 百萬元，同比上升 10.9%。收入上升主要由於來自《香腸派對》的收入增加，不過部分收入增長被若干如《仙境傳說 M》及《不休的烏拉拉》等處於成熟期的現有遊戲收入減少所抵銷。

付費遊戲淨收入為 72.6 百萬元，同比下跌 18.0%。收入下跌主要由於若干現有付費遊戲收入減少，加上重點新遊戲正籌備上線，付費遊戲業務正處於過渡期。

整體遊戲業務的收入成本為 674.3 百萬元，同比上升 6%。另外毛利率為 40.1%，同比上升 1.1%。主要歸因於《香腸派對》的收入增加，導致遊戲開發商的收益分成增加人民幣 106.7 百萬元。

信息服務方面：

信息服務淨收入為 467.8 百萬元，同比上升 39.3%。主要是由於公司 TapTap 中國版移動應用程序的平均月活躍用戶於上半年同比增長 45.5%至 41.7 百萬人。公司 2022 年上半年開始產生雲玩服務的訂閱收入，但金額不大。至於 TapTap 國際版則未進行貨幣化。

信息服務業務的收入成本為 136.9 百萬元，同比上升 107.7%。另外毛利率為 70.7%，同比下跌 9.7%。主要由於 TapTap 中國版的平均月活躍用戶及玩家活動有所增長，加上若干新業務如 TDS、TapTap 雲玩及國際運營的開拓及擴充，導致帶寬及服務器託管費以及僱員福利開支增加。

業務特點

公司旗下多款熱門遊戲在全球多個地區上市，不限於內地市場。2022 年上半年就收入貢獻而言，公司前五大遊戲為《香腸派對》、《仙境傳說 M》、《不休的烏拉拉》、《藍顏清夢》及《神仙道高清重製版》。

09 Dec 2022

買入

現價 21.4HKD
(現價截至 12 月 06 日)
目標價 27.31 HKD (+27.6%)

公司資料

普通股股東 (百萬股) :	464.566
市值 (港幣億元) :	94.6
52 周最高價/最低價 (港幣) :	49.6/12.26

主要股東 %

Happy Today Holding limited	32.80%
Kros Dai Inc.	13.89%

股價 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB \$' mn	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
Net Sales	2847.55	2703.17	3118.20	3801.62	4689.15
Net Profit	55.79	-917.29	154.46	187.06	230.97
Diluted EPS (RMB)	0.02	-1.86	0.24	0.29	0.35
P/E ratio, x	1070.00		90.49	74.72	60.52
P/S ratio, x	3.25	3.68	3.19	2.62	2.12
Dividend Yield, %	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

輝立證券研究部 研究員

郭燦東 (+852 2277 6514)

elvskwok@phillip.com.hk

網絡遊戲業務方面

公司的網絡遊戲的平均月活躍用戶數同比減少了 2.2%，而平均月付費用戶數同比增加了 88.7%。平均月活躍用戶數下降主要是由於《仙境傳說 M》等老遊戲的平均月活躍用戶數較去年同期有所下降，而這部分下降被《香腸派對》的平均月活躍用戶數增加所抵消。而平均月付費用戶數上升主要是由於《香腸派對》的付費率較去年同期顯著提高。

1. 心動旗下最熱門的《香腸派對》是一款戰術競技遊戲，玩法以大逃殺及射擊為主，與《絕地求生 M》類似。遊戲於 2018 年 4 月在中國推出，至今仍然保持著旺盛的生命力和進一步增長的潛力。遊戲在 2022 年上半年活躍用戶數及付費率屢創新高，使其流水表現較去年同期顯著增長。加上該遊戲於今年二季度日本、港澳臺地區及韓國等地方推出，在海外市場初步建立起了用戶基礎，全球下載數突破 3 億。根據數據調查機構 Sensor Tower（數據不包括中國或其他地方的第三方安卓平台，下同），這款遊戲今年 10 月在內地的下載數為 30 萬，收入為 90 萬美元，而今年 10 月在海外的下載數為 9 萬，收入為 20 萬美元。另外，遊戲在 TapTap 中國版累計的下載數約 1.88 億，TapTap 海外版的累計下載數約 9.4 百萬。
2. 《仙境傳說 M》是一款大型多人在線角色扮演遊戲，於 2017 年 1 月在中國上線，之後陸續在全球多個國家和地區上線。遊戲目前處於成熟期（即是遊戲用戶數量及收入已經達到高點並逐漸下跌），收入較去年同期有一定程度的下降。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲今年 10 月下載數為 7 千，收入為 60 萬美元。
3. 《不休的烏拉拉》是一款以石器時代為背景的組隊放置類型手機遊戲，於 2019 年 5 月在台灣上線，之後陸續在全球多個國家和地區上線。遊戲目前處於成熟期，收入較去年同期有一定程度的下降。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲今年 10 月下載數為 1 萬，收入為 50 萬美元。
4. 《神仙道高清重製版》是一款仙俠題材的橫版回合制遊戲，於 2016 年 3 月推出，主要在中國內地營運。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲今年 10 月下載數少於 5 千，收入為 40 萬美元。
5. 《火炬之光：無限》是一款動作角色扮演遊戲，玩法類似於全球熱門遊戲系列《暗黑破壞神》。遊戲於 2022 年 10 月推出，是心動公司旗下一款較熱門的新遊戲，中期業績並未計算這款遊戲的收入。另外遊戲目前只開放亞服、歐服和美服，在中國未獲得版號。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲今年 10 月下載數為 60 萬，收入為 100 萬美元，是心動公司在十月下載數和收入最多的遊戲。加上，TapTap 國際版是這款遊戲在安卓端的獨家發行平台，遊戲在 TapTap 國際版累計下載數約 36 萬。以一款剛推出一個月、仍有增長潛力的遊戲來說，遊戲的下載數和收入表現不俗。另外，大衛·布雷維克加入這遊戲團隊並擔任顧問，他是製作出全球熱門遊戲系列《暗黑破壞神》的北方暴雪(原暴雪娛樂旗下的工作室)創始人之一。投資者能期望他運用自身對這類遊戲的專業知識及理解，幫助這遊戲發展

得更好。加上，若然遊戲得到中國版號並在國內上線，我們相信將有利公司收入增長。

6. 《T3 Arena》是一款 3v3 多英雄射擊遊戲，於 2022 年 5 月推出，是心動公司旗下一款較熱門的新遊戲，中期業績並未完全計算這款遊戲收入。遊戲今年 5 月上線後在 171 個國家和地區獲得蘋果商店推薦，並拿下 11 個蘋果商店免費榜榜首。由於遊戲在中國未獲得版號，目前主要在海外市場發展，例如美國、日本及韓國。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲今年 10 月下載數為 50 萬，收入為 50 萬美元。加上，TapTap 國際版是這款遊戲在安卓端的獨家發行平台，遊戲在 TapTap 國際版累計下載數約 150 萬。若然遊戲得到中國版號並在國內上線，我們相信將有利公司收入增長。

7. 《派對之星》是一款動作格鬥遊戲，玩法類似日本遊戲巨頭任天堂旗下的《任天堂明星大亂鬥》，於 2022 年 2 月推出，主要在日本市場發展，4 月在中國上線。遊戲在日本初上線時曾連續拿下日本蘋果商店免費榜榜首 12 天。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲的中國版在今年 10 月下載數為 5 萬，收入為 3 萬美元。而海外版在今年 10 月下載數為 3 萬，收入為 3 萬美元。另外，《派對之星》是由 TapTap 國際版作為安卓端的獨家發行平台，這遊戲在 TapTap 國際版累計下載數約 143 萬。不過整體數據反映遊戲的熱度減退速度較快。

付費遊戲業務方面

公司的付費遊戲處於重點新遊籌備上線的過渡期，整體收入下滑。公司在 2022 上半年發售的《少年人間奇遇》和《進化之地 2》表現平平，而《泰拉瑞亞》、《人類跌落夢境》和《部落與彎刀》表現相對較好。

8. 《泰拉瑞亞》是一款 2D 沙盒模擬遊戲，由 Re-Logic 於 2011 年開發，沙盒模擬遊戲普遍要玩家以生存為首要目標，繼而探索和建設世界。遊戲以高自由度而聞名，目前由心動公司代理國服的手遊版，國服自 2021 年 9 月 28 日起上線，在中國版 TapTap 累計下載數約 297 萬。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲在今年 10 月的下載數為 3 萬，收入為 5 萬美元。

9. 《人類跌落夢境》是一款多人電子益智遊戲，由 No Brakes Games 開發，目前由心動公司代理國服的手遊版。遊戲在 2020 年 12 月 17 號發售，發售當日創下 20 分鐘 10 萬、12 小時 50 萬、一天雙平台近百萬的下載數。目前遊戲在 TapTap 中國版的累計下載數約 270 萬。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲在今年 10 月的下載數為 2 萬，收入為 7 萬美元。這款遊戲娛樂性質較重，非常適合直播，在全球亦曾引起熱潮，可惜心動公司只是國服的手遊版代理，遊戲收入受限於中國地區，而且收入還需要與開發商等分成。

10. 《部落與彎刀》是一款開放世界動作角色扮演遊戲，由專注在武俠題材並頗受國內玩家歡迎的漢家松鼠工作室開發，心動公司代理。遊戲同時有手遊版和電腦版，全平台銷量超過 150 萬。據 Sensor Tower 統計，這款遊戲在今年 10 月的下載數為 5 千，收入為 2 萬美元。

信息服務業務方面

公司擁有中國知名手機遊戲平台 TapTap，近年著力發展國際版以進入海外市場。截至 2022 年 6 月 30 日止六個月 TapTap 中國版 App 的平均月活躍用戶約 41.7 百萬，同比增長 45.5%，遊戲下載數為 402.3 百萬次，同比增長 62.2%，新增發帖數量為 4.3 百萬帖，同比增長 43.9%。這因為得益於公司在 2021 年對平台架構、用戶體驗和機器學習算法進行升級，使 TapTap 的遊戲分發效率和廣告系統的效率都得到了明顯提高。

TapTap 國際版的平均月活躍用戶約為 9.0 百萬，同比減少 31.9%。主要歸因於受個別熱門遊戲和海外疫情的影響，使 2021 年 TapTap 國際版增長較快，而今年用戶數據有所下滑。目前公司初步建立起一個專門的國際版團隊，對海外重點地區進行有針對性的版本開發及運營，主要建立社區氛圍和提高目標地區的用戶滲透率。

TapTap 主要提供三項服務，包括在線推廣服務、開發者服務及 TapTap 雲玩服務。

在線推廣服務方面，平台內包含多款海內外手機遊戲的下載渠道、遊戲資訊、評價及推薦，亦提供討論區讓用戶交流，從中賺取廣告收入。

開發者服務方面，主要為開發者提供多項功能以降低開發手機遊戲的難度與成本，也能讓開發者在遊戲研發階段就能與玩家直接交流、了解玩家口味及為新遊戲推廣和宣傳。例如平台有數據分析工具，能助開發者更了解用戶取向和部署廣告投放，另外還有平台內置實名制等防沉迷系統，遊戲開發者無需額外製作系統以符合法規。目前這業務對第三方開發者採取免費或者依成本定價的模式。

TapTap 雲玩方面，用戶能透過每月訂閱服務，遊玩 TapTap 提供的一系列手機遊戲，不過現時收入不顯著。這個業務主要照顧內地低端手機用戶，這業務技術特點在於心動公司需要準備大量設備和伺服器供玩家使用，當玩家使用服務時，伺服器會為玩家運行遊戲並實時傳送到玩家手機讓玩家操作，所以遊戲不會儲存在用戶的手機中，而且遊玩時相對地不需要使用太多手機效能，適合一些手機性能不太好或儲存量不夠的玩家使用，例如米哈遊的熱門遊戲《原神》就需要手機性能較好和儲存量較多的手機才能流暢地運行。另外，玩家亦不需要下載遊戲也能試玩各款遊戲。

利好因素

1. TapTap 創造獨特優勢

TapTap 是中國著名的手機遊戲討論平台，創立至今大約 5 年，相比中國類似平台如騰訊旗下的 WeGame 等創立得比較早，有良好用戶黏性及先行者優勢。直到現在 TapTap 擁有大量用戶且人數持續增長，為公司帶來良好的廣告收入，發展情況樂觀。加上，TapTap 使心動旗下遊戲可以透過自家平台更好地傳播，能有效減少遊戲宣傳成本，而心動遊戲在平台獨家上線亦讓玩家對平台產生黏性，兩者互惠互利。不過投資者需要留意 TapTap 國際版的發展情況，TapTap 國際版與中國版不同，需要面對國際遊戲平台的競爭，例如國際知名多媒體評論平台 IGN 等等，相對於 TapTap 國際版，這些國際平台口碑非常好，知名度亦較高，相比下 TapTap 在競爭上沒有優勢，使心動需要投放更多資源到國際版作營銷及推廣。不過若然國際版在外國市場穩定下來，培養到用戶黏性及用戶人數重拾增長，將有利心動的遊戲和其他中國遊戲商透過國際版宣傳遊戲，更容易打進海外市場。

2. 平穩渡過熱門遊戲下行期

心動旗下熱門遊戲例如《仙境傳說 M》、《不休的烏拉拉》及《神仙道高清重製版》等進入成熟期，新推出的《派對之星》熱度亦下降得比較快，加上付費遊戲處於重點新遊戲籌備上線的過渡期，遊戲中只有《香腸派對》在中期業績表現亮麗，投資者或會擔心整體遊戲收入放緩的問題。不過《T3 Arena》和《火炬之光：無限》於近期上線，且在海外市場表現不錯，預計能為心動網絡遊戲業務的帶來新的增長動力，而且若然能獲得中國版號並在中國上線，相信兩款遊戲都能夠得到中國玩家喜愛，盈利潛力巨大。至於付費遊戲方面，由於缺乏表現亮麗的新遊戲，預計在 2022 財年這部分收入仍會下跌。

風險因素

1. 成本控制成難題

新業務 TapTap 雲玩成本過高

由於營運 TapTap 雲玩服務需要大量設備、伺服器及流暢及穩定的網路，當中會消耗大量伺服器運算成本與帶寬成本，TapTap 雲玩在 2021 年免費營運的 11 個月內就支付了數千萬元費用，其後 TapTap 雲玩開放收費模式並減少每日給予玩家的免費時數以減少虧損，不過官方坦言單靠收費難以收回成本。在 2022 年中期業績，帶寬及伺服器託管費為 177.5 百萬元，同比上升 63.3%，佔總成本 21.9%，此項成本增加主要由於 TapTap 中國版的移動應用程式的平均月活躍用戶及玩家活動有所增長，及若干新業務如 TapTap 開發者服務、TapTap 雲玩及國際運營的開拓及擴充所致。我們認為 TapTap 雲玩成本過高，亦難以轉嫁給消費者，因為 TapTap 雲玩目標客戶主要是國內使用低階手機的玩家，而這些玩家消費能力或不高，對價格也較為敏感，加上來自同業競爭，例如網易雲遊戲平台也有提供價錢相若的服務。我們認為現時這個新業務在收費上難有上升空間，暫時亦缺乏控制成本的辦法。

研發、銷售及營銷開支成本上升

心動有不少打入海外遊戲市場的經驗，相對一般遊戲公司有優勢，不過美國、日本、韓國及歐洲等地方玩家習慣遊玩質素較高的遊戲，例如講究玩法和 CG 藝術風格等，使心動在遊戲的質素上要求較高，惟心動自研能力不高，不但三款熱門的付費遊戲都是代理，而且在 2022 年上半年陸續終止了 4 款規模較小或進度不理想的遊戲項目的研發工作並解僱 233 名從事遊戲研發的員工以降低成本和增加效率。我們擔心公司在控制成本與推出質素較高的遊戲當中不能取得平衡。

2. 付費遊戲表現不符預期

心動的付費遊戲業務處於籌備重點新遊上線的過渡期，重點新遊沒有明確上線時間表，而 2022 年上半年新推出的三款付費遊戲，包括《部落與彎刀》、《少年的人間奇遇》及《進化之地 2》，只有《部落與彎刀》表現較好，不過心動只是代理商，收入需要分成予開發商，加上舊有付費遊戲熱度慢慢減退，預期付費遊戲業務收入在 2022 年將繼續減少，投資者需要留意後續付費遊戲的研發及收入情況。

3. 中國政策風險

政策風險分為兩大類，分別為未成年人限玩政策和遊戲版號審批風險。在限玩政策方面，中國 18 歲以下青少年每周玩遊戲時間最多為 3 小時，並且只能在周末和節日假期進行。雖然 18 歲以下青少年消費能力較低，對遊戲收入影響不大，但是在限玩政策下青少年難以投入遊戲，對建立玩家社群及用戶黏性有負面影響，亦會減低遊戲的壽命和收入潛力。

在遊戲版號審批方面，中國相關部門對遊戲審批較嚴謹，近年亦有兩次停止批發新版號的情況，影響到遊戲公司的業務發展、收入等計劃。雖然現在已經重新批發版號，並有常態化的跡象，但是目前相關部門偏向批出一些規模較少的遊戲公司的版號，至於心動在 4 月復批版號以來獲批三個版號。目前版號審批情況趨向樂觀，投資者需要留意後續情況，若心動的版號能恆常發放或能成為股價上升的催化劑。

估值與投資建議

我們認為現時中國遊戲市場處於重整期尾聲，中國遊戲企業正加快發展海外市場，包括收購海外遊戲工作室等，以適應內地政策上的轉變及減低政策風險，使整體行業在營運成本上有所上升。不過，心動在遊戲業務上有充足的海外市場經驗，多款遊戲受海外不同地區的玩家歡迎，今年推出的《T3 Arena》和《火炬之光：無限》在海外市場表現不錯，而 TapTap 遊戲平台在中國擁有龐大用戶群，能與自家遊戲互惠互利，使心動有獨特優勢。加上，近期官媒發表評論重新肯定遊戲業的經濟貢獻，與之前的觀點大為不同，投資者能期待遊戲行業寒冬期已過，對行業稍為樂觀一點。我們預測公司 2022-2024 年的淨利潤

增長分別為 N/A 、 21.1% 、 23.5% ，每股銷售額在 2022-2024 年分別為 6.7 、 8.2 、 10.1 人民幣，對應市銷率(P/S) 3.19/2.62/2.12x ，我們認為雖然重點付費遊戲上線時間成疑，影響業務增長能力，但是公司新推出的網絡遊戲表現不錯，加上中國版 TapTap 用戶增長持續，而海外版 TapTap 亦有望為公司帶來新的增長動力。我們給予公司 2023 年 3 倍 P/S ，並給予目標價 27.31 港元(以人民幣兌港元匯價 1.11 元計算)，給予“買入”評級。(現價截至 12 月 06 日)

財務資料

Consolidated Statement of Profit or Loss					
Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
Total net revenues	2847.6	2703.2	3118.2	3801.6	4689.2
Online games	2148.3	1784.0	2019.7	2288.6	2588.7
Premium games	143.7	204.0	183.2	262.7	422.9
In-game marketing and promotion	36.0	16.3	0.0	0.0	0.0
Others	3.9	6.5	6.6	6.7	6.9
Information services	515.6	692.4	928.6	1245.6	1670.7
Total cost of revenues	(1315.5)	(1476.9)	(1420.3)	(1731.8)	(2135.9)
Total gross profit	1532.0	1226.2	1697.9	2070.0	2553.3
Selling and marketing expenses	(633.4)	(780.2)	(743.8)	(908.9)	(1118.8)
Research and development expenses	(857.5)	(1242.2)	(820.2)	(756.1)	(932.7)
General and administrative expenses	(179.9)	(235.1)	(212.5)	(259.1)	(319.8)
Others	26.5	75.7	27.0	33.0	40.7
Operating profit	87.7	(955.5)	148.3	180.8	223.1
Net non-operating income and expenditure	19.3	(0.4)	36.7	43.2	53.6
(Loss)/profit before income tax	107.0	(955.9)	185.0	224.1	276.7
Income tax credits/(expenses)	(51.2)	38.6	(30.8)	(37.0)	(45.7)
(Loss)/profit for the year	55.8	(917.3)	154.5	187.1	231.0
EPS(RMB)	0.02	(1.88)	0.24	0.29	0.35
DPS(HKD)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Weighted shares outstanding	432.5	464.6	464.6	464.6	464.6

Key Financial Data					
Dec Y/E	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
Valuation Ratio					
P/E ratio	1070.0		90.5	74.7	60.5
P/S ratio	3.25	3.68	3.19	2.62	2.12
Dividend Yield, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per share data(RMB)					
EPS	0.02	(1.88)	0.24	0.29	0.35
BVPS	6.0	5.1	5.5	5.9	6.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sales Per Share	6.6	5.8	6.7	8.2	10.1
Growth & Margin					
Growth					
Revenue Growth	0.3%	-5.1%	15.4%	21.9%	23.3%
Gross Profit Growth	-13.5%	-20.0%	38.5%	21.9%	23.3%
Operating Profit Growth	-83.4%	-1189.7%		21.9%	23.3%
Net Profit Growth	-97.4%	-9545.7%		21.1%	23.5%
Margin					
Gross Profit Margin	53.8%	45.4%	54.5%	54.5%	54.5%
Operating Profit Margin	3.1%	-35.3%	4.8%	4.8%	4.8%
Net Profit Margin	0.3%	-32.0%	3.5%	3.5%	3.5%
Key Ratios					
ROE	0.4%	-37.5%	4.6%	5.2%	6.1%
ROA	0.3%	-17.1%	1.9%	2.1%	2.3%

Consolidated Statement of Financial Position					
Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
Non-current assets					
PP&E, net	112.6	148.6	226.2	344.3	524.1
Right-of-use assets	129.6	139.9	151.1	163.1	176.2
Intangible assets	199.3	248.8	272.7	298.8	327.4
Other non-current assets	133.5	258.8	241.2	292.9	358.2
Total Non Current Assets	575.0	796.1	891.1	1099.1	1385.9
Current Asset					
Trade receivables	299.2	223.6	178.0	141.7	112.8
Prepayments, deposits and other assets	120.8	64.7	70.7	77.2	84.3
Short-term investments	0.0	792.4	497.0	605.9	747.3
Cash and cash equivalents	2319.5	3164.7	4001.0	4388.1	4920.4
Other current assets	30.3	2.6	0.0	0.0	0.0
Total Current Assets	2769.8	4248.0	4746.6	5212.9	5864.8
Total Assets	3344.7	5044.1	5637.6	6312.0	7250.7
Non Current Liabilities					
Convertible bonds	0.0	1662.1	1761.9	1761.9	1761.9
Other non-current liabilities	83.5	90.0	99.6	112.5	127.2
Total Non-Current Liabilities	83.5	1752.1	1861.6	1874.4	1889.1
Current Liabilities					
Trade payables	164.6	205.4	249.7	303.6	369.0
Other payables and accruals	240.0	341.6	531.3	826.4	1285.4
Contract liabilities	128.5	206.6	251.0	304.8	370.3
Other current liabilities	148.0	156.0	207.2	278.8	381.9
Total Current Liabilities	681.1	909.7	1239.2	1713.6	2406.6
Total Liabilities	764.6	2661.7	3100.8	3588.0	4295.8
Equity					
Equity attributable to equity holders of the company	2296.5	2304.2	2414.1	2547.2	2711.5
Non-controlling interests	283.7	78.2	122.8	176.8	243.5
Total equity	2580.1	2382.4	2536.9	2723.9	2954.9
Total liabilities and equity	3344.7	5044.1	5637.6	6312.0	7250.7

Consolidated Statement of Cash Flow					
Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
CFO					
Net income before tax	107.0	(955.9)	185.0	224.1	276.7
Depreciation and amortization	141.6	187.3	201.0	243.1	301.6
Change in working capital	135.4	297.8	317.9	435.6	620.8
Others	(35.8)	(4.4)	147.0	(10.3)	(4.5)
CFI	387.2	(966.0)	(35.7)	(529.8)	(690.7)
Total Capex	(110.5)	(147.4)	(313.6)	(399.4)	(523.1)
Short-term investments, net	508.6	(766.0)	295.5	(108.9)	(141.4)
Others	(9.0)	(72.6)	(17.6)	(21.5)	(26.2)
CFF	330.4	(2387.7)	21.1	24.5	28.4
Payment for lease liabilities	(32.0)	(61.3)	21.1	24.5	28.4
Convertible bonds	0.0	1807.5	0.0	0.0	0.0
Others	362.4	641.5	0.0	0.0	0.0
Net Change in Cash	1065.8	926.5	838.2	387.1	532.3
FX impact	(83.1)	(81.3)	0.0	0.0	0.0
Cash and CE at Y/E	2319.5	3164.7	4001.0	4388.1	4920.4

現價截至 2022 年 12 月 06 日

來源：PSHK Est.

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2022 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050

The Chicago Board of Trade Building

Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

Level 10, 330 Collins Street

Melbourne VIC 3000

Tel (+61) 3 8633 9803 Fax (+61) 3 8633 9899

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm