

中手游(302.HK)

新遊陸續上線 收入迎來復甦
中國 | 遊戲 |

18 May 2023

買入

現價 2.22 HKD
(現價截至 5 月 15 日)
目標價 3.00HKD (+35.1%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	2764.6
市值 (港幣億元):	66.1
52 周最高價/最低價 (港幣):	2.75/1.1

公司簡介

中手游是全球化 IP 遊戲生態公司，截至 2022 年 12 月 31 日，集團擁有龐大的 IP 儲備，包括 64 個授權 IP 及 68 個自有 IP，共計 132 個。根據 Analysys(易觀智庫)數據顯示，除騰訊遊戲外，集團是擁有 IP 儲備數量最多的中國遊戲發行商，以及過往兩年中推出最多的移動 IP 遊戲數量的中國遊戲發行商。集團的收入來源主要來自三部分，分別為遊戲發行、遊戲開發以及知識產權(IP)授權。

公司 2022 全年業績點評

公司 2022 年的收入為 27.1 億元(人民幣，下同)，同比下跌 31.4%。銷售成本為 16.0 億元，同比下降 35.5%。毛利為 11.1 億元，同比下跌 24.6%。毛利率為 41.0%，同比輕微上升 3.7 個百分點。期內歸屬於母公司擁有人應佔虧損 2.1 億元，同比由盈轉虧。經調整淨虧損為 2.0 億元，同比由盈轉虧。

按業務類型劃分收入

遊戲發行業務的收入為 21.1 億元，同比下跌 25.0%，佔總收入 77.9%。收入下跌的主要原因是集團預計在 2022 年上半年上線的多款遊戲，如《新仙劍奇俠傳之揮劍問情》、《鎮魂街:天生為王》、《我的御劍日記》等，未能如期取得版號，以致上線計劃延期並導致發行收入規模略有減少。不過由於《鎮魂街:天生為王》在 12 月上線並獲得極大成功；集團發行的《新射鵰群俠傳之鐵血丹心》、《真·三國無雙霸》等手遊在海外多個地區上線，取得優秀成績，為集團帶來新的發行收入。

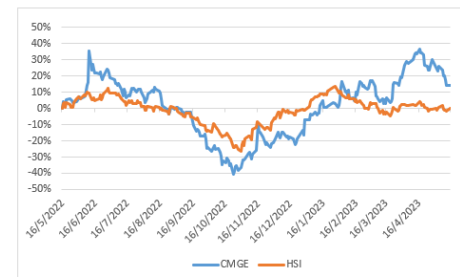
遊戲開發業務的收入為 4.5 億元，同比下跌 50.0%，佔總收入 16.7%。收入下跌的主要原因是集團全資子公司文脈互動開發的《傳奇世界之雷霆霸業》的收益表現較去年同期有所下降，導致遊戲開發收益下跌，加上集團預計在 2022 年上半年上線的自主研發遊戲《城主天下》等多款新遊戲，未能如期取得版號，以致上線計劃延期。不過由於集團自主研發及發行、獲得 SNK 多系列正版授權的 3D 手游《全明星激鬥》於 2022 年 11 月 在中國大陸地區上線，為集團帶來新的開發收入。

知識產權授權的收入為 1.5 億元，同比下跌 36.6%，佔總收入 5.4%。授權收入減少主要由於集團《仙劍奇俠傳》IP 的授權收入減少。

主要股東 %

Fairview Ridge Investment Limited	25.05%
Pegasus Network HK Limited	10.6%
Bilibili Inc.	7.15%

股價 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB \$' mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Net Sales	3820.3	3956.6	2713.9	3958.1	5074.2
Net Profit	690.2	593.9	(216.9)	654.2	858.9
Diluted EPS (RMB)	0.3	0.2	(0.1)	0.2	0.3
P/S ratio, x	1.4	1.5	2.3	1.6	1.2
Dividend Yield, %	4%	0%	0%	0%	0%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

輝立證券研究部 研究員

郭燦東 (+852 2277 6514)

elviskwok@phillip.com.hk

業務特點

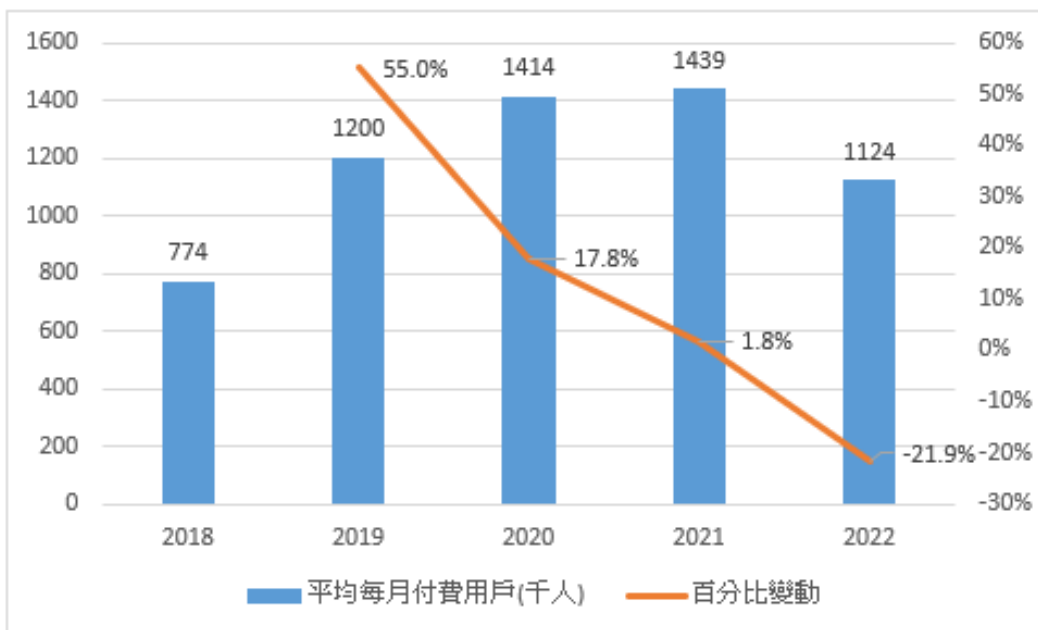
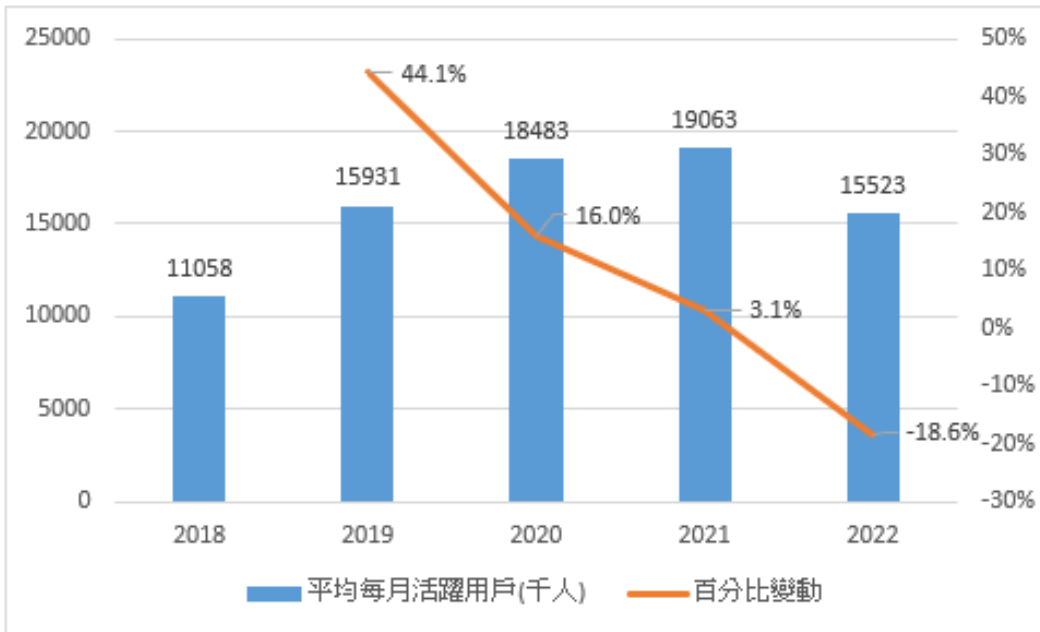
公司業務主要圍繞著自身擁有的大量著名文化產品及藝術作品 IP 發展，例如來自受歡迎的動畫、小說和電影。公司手上的著名影視類 IP 包括迪士尼、華納兄弟、環球片場的《星球大戰》、《迪士尼全明星》、《DC 漫畫》、《Minions》等授權。漫畫類 IP 包括日本著名漫畫《海賊王》(航海王)、《火影忍者》、《龍珠》等。影視與遊戲類 IP 包括中國著名仙俠系列《軒轅劍》和《仙劍奇俠傳》等。

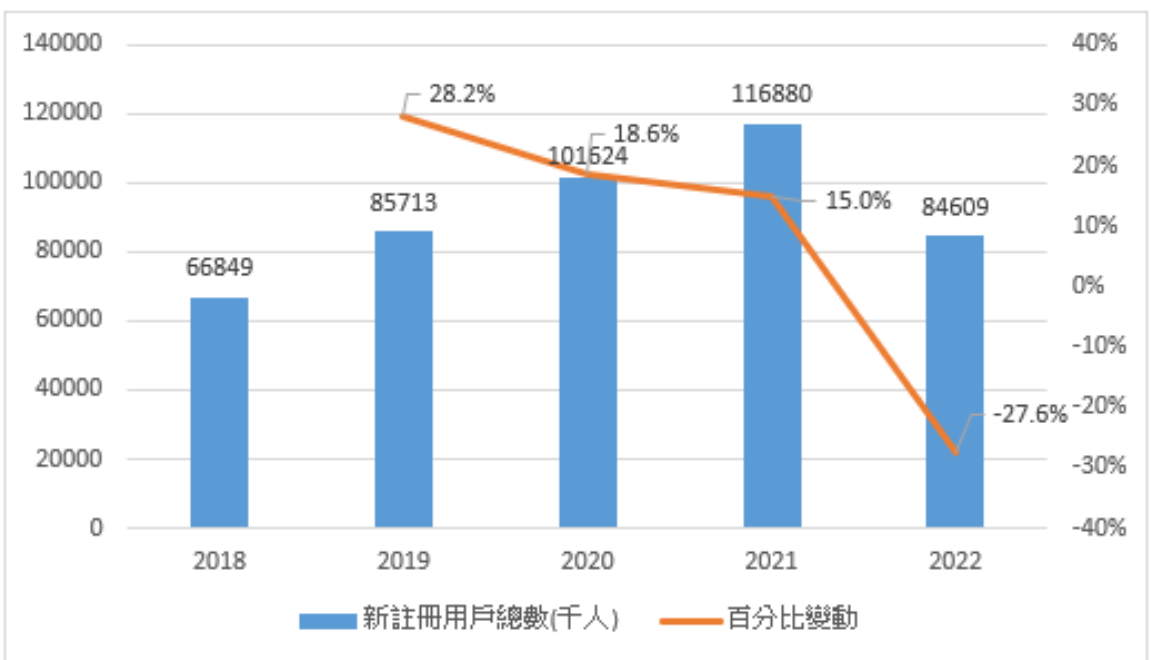
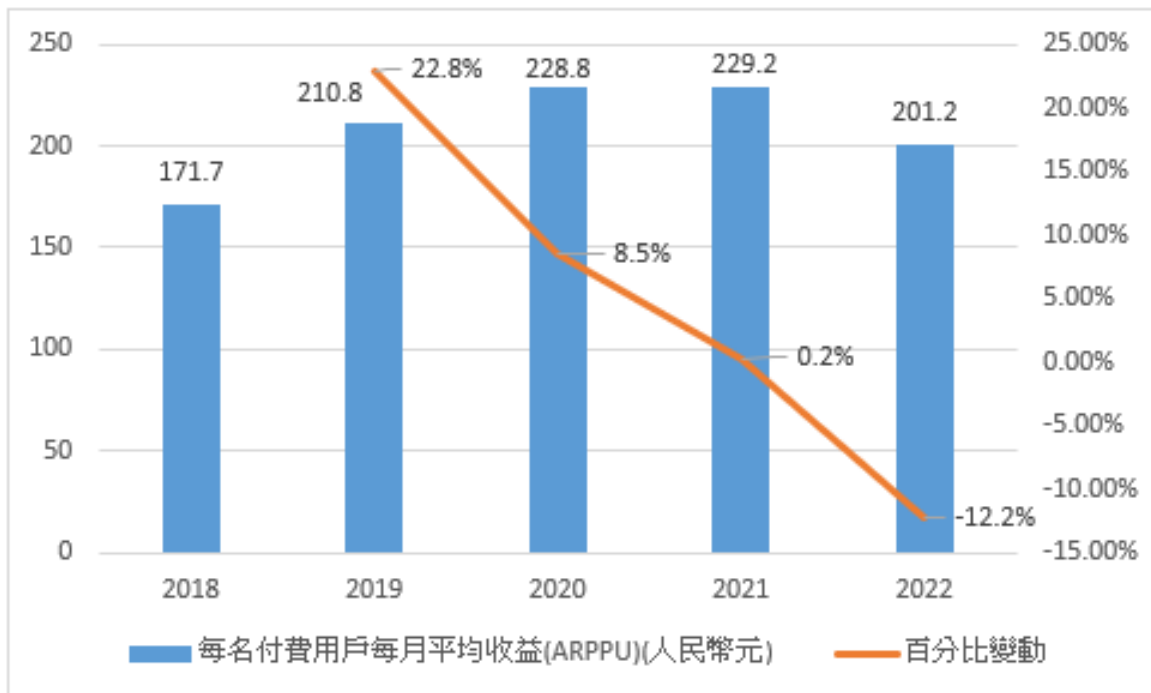
代理遊戲分成方面，根據公司的招股書，公司旗下的代理遊戲收入主要與遊戲開發商、發行渠道與 IP 版權方(如適用)進行分成，其中遊戲開發商將分到總收入的大約 14%至 25%，發行渠道將分到約 30%至 50%，IP 版權方(如適用)將分到約 5%至 9%，公司自身毛利能分到大約 16 至 51%。

遊戲業務

公司 2018 至 2022 年的遊戲發行收入分別佔總收入 88%、84%、78%、71% 及 77.9%，數據反映公司隨著手上的 IP 漸漸釋放價值，以及自主研發的遊戲業務發展，收入逐漸不再依賴單一業務。不過由於 2022 年上半年公司大受版號停批影響，新遊戲未能及時獲得版號及上線以取代現有熱度下降的自主研發和代理遊戲，加上沒有大型 IP 授權，使公司 2022 年上半年收入只能依賴現有的代理遊戲，而且整體收入大幅下降。

停批版號的嚴重性亦反映在用戶數據之中，2022 年全年的平均每月活躍用戶、平均每月付費用戶、ARPPU、新註冊用戶總數均改變以往的上升趨勢，分別同比下跌 18.6%、21.9%、12.2%、27.6%。下圖為用戶數據近年的趨勢：





不過，隨著先前因版號未能獲批而囤積的遊戲陸續獲批，而且部分遊戲表現良好，我們預期公司各項業務將在 2023 年逐漸重拾增長動力，同比出現一個較明顯的增長。其中公司預計《我的御劍日記》、《新仙劍奇俠傳之揮劍問情》、《吞噬星空：黎明》等已獲版號的遊戲將於 2023 上半年上線。另外，公司預計 2023 年還會在中國推出三款由 IP 改編的手遊，包括 MMORPG 手遊《斗羅大陸：史萊克學院》、RPG 卡牌手遊《聊天群的日常生活》和模擬經營手遊《鄉村愛情故事》，下表為目前公司新遊戲的情況：

遊戲名稱	版號	上線情況
鎮魂街：天生為王	獲批	2022年12月上線
召喚先鋒	獲批	未上線
全明星激鬥	獲批	2022年11月上線
奧特曼：集結	獲批	2023年1月上線
我的御劍日記	獲批	海外上線
新仙劍奇俠傳之揮劍問情	獲批	未上線
大富翁11	獲批	2022年10月上線
吞噬星空：黎明	獲批	2023年4月上線
城主天下	獲批	未上線
斗羅大陸：史萊克學院	未獲批	未上線
聊天群的日常生活	未獲批	未上線
鄉村愛情故事	未獲批	未上線

熱門遊戲

- 《鎮魂街:天生為王》是一款 2022 年 12 月推出的「國潮」風格(含有中國傳統風格的新興潮流)立體角色扮演動作(3D ARPG)遊戲，遊戲題材來自內地熱門動漫 IP《鎮魂街》。遊戲在中國大陸地區有超過 5 百萬用戶預約下載，在上線首日全渠道下載數即突破 200 萬，首周流水破億，登上中國 App Store 免費榜榜首及暢銷榜第四名。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)，遊戲在 2023 年 4 月的收入為 50 萬美元，下載數為 3 萬。遊戲整體表現不俗，但是相比起 1 月 3 百萬美元的收入及 20 萬的下載數，數據下滑速度較快，遊戲團隊需要在保持遊戲熱度方面努力。
- 《航海王熱血航線》是一款中手游與字節跳動旗下的朝夕光年共同開發的立體動作遊戲，於 2021 年 5 月上線，遊戲題材來自中手遊獲授權的日本著名動漫 IP《海賊王》。根據 Sensor Tower，遊戲在 2023 年 4 月的收入為 3 百萬美元，下載數為 10 萬。遊戲自上線以來表現出色，現時仍然保持著良好的流水與熱度。
- 《集結:奧特曼》是中手游戰略投資的海南赫墨拉研發、由日本圓谷株式會社授權的奧特曼系列 IP 正版授權改編手遊，於 2023 年 1 月 13 日上線。不過，遊戲在測試期獲得超過百萬用戶註冊，反應良好。根據 Sensor Tower，遊戲在 2023 年 4 月的收入為 9 萬美元，下載數為 2 萬。遊戲整體表現普通，各項數據下滑速度較快。
- 《全明星激鬥》是中手游自主研发的大型 IP 改編手機精品遊戲，是一款採用寫實畫風的 3D 動作卡牌遊戲，遊戲內涵蓋日本電子遊戲公司 SNK 旗下所有的遊戲系列 IP 知名角色，例如拳皇等，並聯動多個頂級日漫角色，歷經三年時間打磨，於 2022 年 11 月上線，首周流水破 5000 萬。不過根據 Sensor Tower，遊戲在 2023 年 4 月的收入為 9 萬美元，下載數少於 5 千。

數據反映遊戲在中國不算突出，與公司的預期或有落差，但是由於這款遊戲所包含的 IP 在全球(尤其在日本、香港和台灣)都頗有名氣，而公司亦有意於海外多個地區發行這款遊戲，遊戲增長潛力仍然存在，投資者需要留意遊戲未來的出海情況。中手游在 2 月 10 日宣布這款遊戲正式於香港、澳門、台灣、新加坡和馬來西亞以名字《SNK:格鬥世代》上線，事前預約人數已突破百萬，上線當日奪得這五個地方應用市場遊戲類 APP 下載量第一。跟據 Sensor Tower，遊戲海外版在 4 月收入為 20 萬美元，下載數為 6 千，數據反映遊戲在海外的表現較內地好，而且我們認為投資者可以期待遊戲在日本上線的情況。

《吞噬星空：黎明》是公司投資的廣州麥吉信息科技有限公司，基於閱文集團旗下重量級頭部 IP《吞噬星空》研發的手遊，是一款以末日及科幻為主題的 3D 回合制卡牌遊戲，於 2023 年 4 月上線。根據 Sensor Tower，遊戲在 2023 年 4 月的收入為 100 萬美元，下載數為 40 萬。

遊戲出海

2022 年上半年集團已有 5 款遊戲在海外多個地區上線，而全年海外地區收入為 361.2 百萬元，佔集團總收入比重達到 13.3%。公司計劃 2023 年於港澳台地區推出多款新遊戲，包括《鎮魂街：天生為王》、3D 放置卡牌手遊《新仙劍奇俠傳之揮劍問情》、《新三國志曹操傳》、《別對童話說晚安》、《聊天群的日常生活》和《代號：FA》等。另外，《斗羅大陸 - 鬥神再臨》將於 2023 年上半年於韓國和歐美市場上線；《真三國無雙霸》將在 2023 年分別在日本及歐美市場上線。集團董事長受專訪時表示 2023 年的海外收入預計將追平國內的收入(海外與國內各佔總收入的 50%)，我們認為雖然今年公司於海外遊戲市場部署上線多款遊戲，將帶動海外遊戲收入，但是考慮到這些遊戲的 IP 在海外地區知名度低，且遊戲上線後的表現成疑，董事長這個目標難以達成。

遊戲研發方面，公司在產品研發前期就會考慮遊戲題材能否在多地上線及在地化，並持續收購全球化 IP，反映集團非常重視海外業務，期望發展海外市場以減少內地的政策風險。集團目前主要發展東南亞(越南、泰國、菲律賓)及港澳台市場，並計劃將來發展日本、韓國、美國等市場，不過目前公司大部分遊戲的風格都是偏向中國風，難以打進歐美市場，集團需要開發一些例如在美術風格和玩法等符合歐美市場口味的高質素遊戲，這將增加公司的研發成本。

IP發展

根據伽馬數據的 2021 中國自研遊戲 IP 研究報告，集團旗下的知名 IP《軒轅劍》和《仙劍奇俠傳》是中國影響力 TOP50 自研遊戲 IP 產品之一。目前集團深入發展仙劍 IP 的全產業鏈合作，覆蓋遊戲、影視、動漫、內容文學、音樂、衍生品及實景娛樂等領域，期望聯手相關領域的頂尖合作夥伴共同打造仙劍 IP 宇宙。公司目前有三個項目值得投資者關注，包括《新仙劍奇俠傳之揮劍問情》、《仙劍·緣起》、《仙劍世界》。《新仙劍奇俠傳之揮劍問情》是劇情冒險卡牌手遊，目前已獲批版號。

至於《仙劍·緣起》是公司與阿里巴巴旗下靈犀互娛合作的大型多人在綫角色扮演(MMORPG)手遊，目前已進入最後的測試，不過尚未獲得版號。鑑於靈犀互娛擅長製作精品遊戲，例如旗下遊戲《三國志戰略版》、《三國志幻想大陸》表現非常出色，根據 Sensor Tower 的數據，前者上線後長期登上全球熱門移動遊戲的前十名，後者在 2022 年 10 月海外上線後即登上該月中國手遊海外收入增長排行榜第一名。考慮到大型多人在綫角色扮演遊戲的吸金能力較強和研發公司口碑良好，我們預計這款遊戲上線或會成為公司股價的催化劑。

《仙劍世界》是國內首個具備開放世界元素的跨平台國風文化元宇宙遊戲，也是國內首個提供虛擬現實深度體驗，並讓玩家利用虛擬現實設備真正化身虛擬角色的國風文化元宇宙娛樂社交平台。加上，公司已成為百度「文心一言」的合作夥伴，將會在遊戲中應用到「文心一言」的技術，在遊戲內實現非玩家角色(NPC)互動的功能及更加便捷的用戶生成內容(UGC)創作以增加玩家遊戲體驗。目前公司計劃這款遊戲於 2023 年內獲得版號並上線，我們預計這款遊戲上線後會因其獨特性及新鮮感而吸引不少玩家嘗試，不過由於仙俠結合元宇宙這一概念過於獨特和創新，投資者需要留意遊戲上線後玩家的回饋和遊戲質素等因素，以評估遊戲的變現能力和後續表現。

風險因素

遊戲或未如預期上線 影響收入表現

公司除了版號未能如期獲批而影響新遊戲上線外，公司過往亦因為其他因素，例如遊戲質素不符預期等，而推遲遊戲上線時間。例如《全明星激鬥》與《召喚先鋒》等，《全明星激鬥》早已在2019年11月獲得版號，而公司在2020年的全年業績中表示遊戲已進行多次外部開放測試，並已開啟遊戲預約，預計將在2021上半年內正式上線。不過實際上遊戲上線時間推延到2022年11月才正式上線。至於《召喚先鋒》早已在2021年2月獲批版號，並在2022年中期業績中表示計劃在12月上線，同樣亦沒有如期上線。

估值及投資建議

中手游的獨特之處在於公司擁有很多知名的 IP，能吸引喜愛該 IP 的玩家因為 IP 而嘗試該遊戲，同時其他遊戲公司會因為中手游擁有的 IP 而與他們合作開發遊戲並互補不足。隨著內地遊戲版號復批，主要影響中手游的負面因素消除，而 2022 年上半年因版號未能獲批而囤積的重點遊戲正陸續上線，預期將會大幅改善公司 2023 年的收入，而《仙劍·緣起》亦值得投資者期待。我們預測公司 2023-2024 年的收入分別為 39.6 億元及 50.7 億元，22-24 年的複合年增長率為 23.2%，對應市盈率(P/S) 1.6/1.2x，而公司過去三年平均 P/S 約 1.86，我們給予公司 2023 年 1.86 倍 P/S，並給予 3.00 港元(以人民幣兌港元匯價 1.13 元計算)，給予“買入”評級。



(現價截至5月15日)

Source: Winds, Phillip Securities (HK) Research

財務資料:

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Total net revenues	3820.3	3956.6	2713.9	3958.1	5074.2
Game publishing	2977.9	2819.6	2114.2	2959.9	3403.9
Game development	730.3	905.0	452.6	784.6	1360.2
IP Licensing	112.1	231.9	147.1	213.6	310.1
Total cost of revenues	(2597.1)	(2483.1)	(1602.2)	(2361.8)	(3007.6)
Commissions charged by channels	(2430.0)	(2113.5)	(1366.3)	(1992.6)	(2554.5)
Commissions charged by IPs	(40.5)	(156.0)	(114.6)	(167.1)	(194.1)
Amortisation of IP royalties	(25.8)	(33.4)	(16.7)	(27.6)	(35.4)
Amortisation of game royalties	(24.8)	(27.5)	(56.0)	(37.7)	(48.3)
Game development costs	(15.4)	(65.9)	0.0	(66.0)	(84.6)
Amortisation of software copyright	(28.0)	(13.6)	(11.7)	(17.1)	(21.9)
Others	(32.6)	(73.0)	(36.8)	(53.7)	(68.8)
Gross profit	1223.3	1473.5	1111.7	1596.3	2066.6
Other income and gains, net	389.2	237.0	63.9	237.1	303.9
Selling and distribution expenses	(341.5)	(497.6)	(238.0)	(379.7)	(486.8)
Administrative expenses	(403.6)	(445.8)	(730.7)	(609.7)	(781.7)
Impairment losses of financial and contract assets, net	(52.3)	(54.1)	(137.0)	(54.1)	(69.4)
Other expenses	(50.5)	(31.0)	(193.4)	(32.4)	(41.6)
Finance costs	(35.2)	(24.3)	(35.3)	(24.3)	(31.2)
Share of losses of a joint venture	0.0	(4.1)	(0.0)	0.0	0.0
Share of profits and losses of associates	(12.6)	(2.5)	(16.7)	0.0	0.0
(Loss)/Profit before tax	716.8	651.1	(175.5)	733.0	959.9
Income tax expense	(26.6)	(57.2)	(41.4)	(78.8)	(101.0)
(Loss)/Profit for the period	690.2	593.9	(216.9)	654.2	858.9
EPS(RMB)	0.3	0.2	(0.1)	0.2	0.3
DPS(HKD)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout ratio	33.21%	0.0	0.0	0.0	0.0
Weighted shares outstanding	2343.9	2676.9	2764.6	2764.6	2764.6

Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Non-Current Assets					
Property and equipment	5.8	8.7	17.9	15.9	20.4
Right-of-use assets	27.7	24.2	40.9	66.4	85.2
Goodwill	1107.9	1107.9	1124.8	1124.8	1124.8
Other intangible assets	154.6	536.5	538.8	785.8	1007.3
Investment in a joint venture	8.8	4.7	4.7	4.7	4.7
Investment in associates	96.5	231.4	156.6	156.6	156.6
Financial assets at fair value through profit or loss	1539.3	1896.9	2099.5	2323.6	2571.7
Deferred tax assets	49.3	58.2	58.4	144.3	185.0
Prepayment	330.8	648.0	881.2	930.6	1193.0
Total Non Current Assets	3320.8	4516.5	4922.7	5552.6	6348.6
Current Assets					
Trade and bills receivables	13.3	11.1	12.4	19.3	24.7
Prepayments, other receivables and other assets	882.6	1052.4	909.9	1050.8	1213.6
Due from related parties	519.8	940.9	1070.8	1342.7	1683.7
Pledged deposits	799.2	502.3	1.0	465.4	596.6
Cash and cash equivalents	794.9	818.5	237.0	36.9	57.7
Total Current Asset	3009.8	3325.2	2231.0	2915.1	3576.4
Total Asset	6330.6	7841.7	7153.8	8467.8	9925.0
Current Liabilities					
Trade payables	268.7	378.5	307.7	378.6	485.4
Other payables and accruals	572.1	489.0	282.7	489.2	627.1
Interest-bearing bank and other borrowings	451.4	764.6	444.2	989.5	1268.5
Tax payable	137.6	135.3	133.1	143.5	183.9
Other current liabilities	34.0	20.8	191.7	40.7	52.2
Total Current Liabilities	1463.8	1788.2	1359.3	2041.4	2617.1
Non-Current Liabilities					
Contingent consideration for business combination	0.0	178.2	0.0	0.0	0.0
Other non-current liabilities	65.9	81.4	102.5	80.2	102.8
Total Non-Current Liabilities	65.9	259.7	102.5	80.2	102.8
Total Liabilities	1529.7	2047.9	1461.9	2121.7	2719.9
Equity					
Equity attributable to equity holders of the compar	4704.4	5793.9	5674.8	6337.5	7207.5
Non-controlling interests	96.4	0.0	17.1	8.6	(2.5)
Total equity	4800.9	5793.9	5691.9	6346.1	7205.0
Total liabilities and equity	6330.6	7841.7	7153.8	8467.8	9925.0

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
CFO	623.5	355.6	(1.6)	478.2	469.0
(Loss)/profit before tax	716.8	651.1	(175.5)	733.0	959.9
Depreciation and amortization	104.2	156.6	93.2	95.7	115.1
Change in working capital	(79.6)	(339.0)	(264.3)	(182.0)	(522.1)
Others	(117.9)	(113.1)	345.0	(168.5)	(83.9)
CFI	(884.7)	(994.8)	(224.2)	(1223.7)	(739.2)
Purchases of items of property and equipment	(4.0)	(7.3)	(14.4)	(28.4)	37.0
Additions to other intangible assets	(120.6)	(791.1)	(528.0)	(338.1)	(397.2)
Financial assets, net	(369.7)	(425.3)	(211.8)	(265.0)	(293.3)
Others	(390.4)	228.9	529.9	(592.3)	(85.8)
CFF	329.7	689.8	(410.2)	545.4	291.0
Issue of shares, net	449.4	702.0	0.0	0.0	0.0
bank loan and interest, net	9.3	313.3	(338.4)	566.0	325.1
Others	(129.1)	(325.4)	(71.7)	(20.6)	(34.0)
Net Change in Cash	68.5	50.6	(635.9)	(200.0)	20.8
Cash and CE at Beg	771.1	794.9	818.5	237.0	36.9
FX impact	(44.7)	(27.0)	54.4	0.0	0.0
Cash and CE at Y/E	794.9	818.5	237.0	36.9	57.7

Key Financial Data

Dec Y/E	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Valuation Ratio					
P/E ratio	7.4	9.7	N/A	9.3	7.1
P/S ratio	1.4	1.5	2.3	1.6	1.2
Dividend Yield, %	4%	0.0	0.0	0.0	0.0
Per share data(RMB)					
EPS	0.30	0.23	(0.07)	0.24	0.31
BVPS	2.05	2.16	2.06	2.30	2.61
DPS	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
Sales Per Share	1.63	1.48	0.98	1.43	1.84
Growth & Margin					
Growth					
Revenue Growth	25.8%	3.6%	N/A	45.8%	28.2%
Gross Profit Growth	12.9%	20.5%	N/A	43.6%	29.5%
Operating Profit Growth	108.6%	N/A	N/A	N/A	31.0%
Net Profit Growth	182.4%	N/A	N/A	N/A	31.3%
Margin					
Gross Profit Margin	32.0%	37.2%	41.0%	40.3%	40.7%
Operating Profit Margin	18.8%	16.5%	-6.5%	18.5%	18.9%
Net Profit Margin	18.4%	15.5%	-7.6%	16.7%	17.1%
Key Ratios					
ROE	14.6%	10.6%	-3.6%	10.4%	12.1%
ROA	11.1%	7.8%	-2.9%	7.8%	8.8%

現價截至 2023 年 5 月 15 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>.

© 2023 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