

行業：

TMT、半導體、消費、醫療（李浩然）

TMT、食品（郭燦東）

### TMT、半導體、消費、醫療（李浩然）

本月本人發表了一篇研報：東方表行集團 (00398.HK)。

東方表行集團（「東方表行」）成立於 1961，為大中華區內具規模的鐘錶零售商之一。公司代理近百個世界鐘錶品牌，當中以勞力士、帝舵、伯爵、江詩丹頓、萬國錶、積家、芝柏、浪琴錶及歐米茄等享譽世界的瑞士優質名錶品牌為主。現時在香港及澳門共有 13 間店舖，分別為東方表行、瑞士表行、勞力士及帝舵專賣店及百年靈專門店。從由 2004 年起，公司亦在國內不斷拓展業務，先後開設多間零售店，版圖覆蓋多個城市；及後，業務更發展至台灣地區。於 2022 年 9 月底，公司於大中華地區經營 44 個零售點（包括聯營零售店）及分別於中國內地及香港各自經營 1 間網上商店。

1HFY2023（截至 2022 年 9 月底止六個月中期業績），收入收益按年減少 10.0% 至 1,674 百萬元（港元，下同），主要由於封城政策及限制使業務遭受干預，導致中國內地市場之收益減少所致。隨著收益減少，毛利減少 6.9% 至 537 百萬元，毛利率則上升 1.1 個百分點至 32.1%，而股東應佔溢利則減少 9.6% 至 151 百萬元。每股基本盈利 31.03 仙，按年下跌 9.2%。中期股息每股 7.8 仙（1HFY2022：8.6 仙）及特別股息每股 23.5 仙（1HFY2022：25.8 仙）。

按地區劃分，儘管香港的冠狀病毒病疫情於 2022 年第一季度開始受控，但是在市場不確定性籠罩底下，市場情緒依舊維持審慎，本地首 9 個月之零售銷售總額按年減少 1.3%。然而，珠寶、手錶、鐘錶及貴重禮品之銷售於同期錄得 0.2% 微增。雖然受到市場情緒不穩所影響，但東方表行於香港業務仍然優於市場，期內收益增加 6.1% 至 503.78 百萬元，佔整體收入 30.1%，分部溢利增加 81.8% 至 42.75 百萬元。

來自中國內地業務之收益減少 15.4% 至 1,101 百萬元，佔整體收入 65.8%，分部溢利減少 23% 至 189.86 百萬元。

前景方面，儘管中港在疫情後進入復常之路，但利率增加帶來不確定性，管理層也預期消費者在消費時將變得更為保守，尤其是在購買高端奢侈貨品方面。因此，業務在未來或可能仍承受一定壓力。

### TMT、食品(郭燦東)

本月本人發表了一篇中手游(302.HK)研報。

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。

### 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。

### 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%。

### 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。

## 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。

## 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)

## 風險因素

遊戲或未如預期上線 影響收入表現

Fig 1. 本月推薦公司股票一覽

日期	代碼	公司	分析師	投資建議	建議時股價	目標價	預期回報率	該月收盤價	該月回報率	上一月收盤價	該月股票漲跌幅
20230505	398 HK	東方表行集團	EL	增持	4.49	5.14	14.5%	4.30	-4.23%	4.49	-4.23%
20230515	302.HK	中手游	EK	買入	2.22	3.00	35.1%	1.99	-10.36%	2.53	-21.34%

A 股公司價格以人民幣計算

Source: Phillip Securities Research

**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 has any financial interest in or 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**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
Number 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Heng Feng Road,  
Green Tech Tower Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 60911155  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**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

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**

Level 10, 330 Collins Street

Melbourne VIC 3000

Tel (+61) 3 8633 9803

Fax (+61) 3 8633 9899

Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)