

閱文集團 (772.HK)

反盜版任重道遠 關注旗下 IP 變現能力
中國 | 出版 |

公司簡介

閱文集團(772.HK)是以中國網絡文學為基礎，IP 培育與開發為核心的綜合性文化產業集團，旗下包括 QQ 閱讀、起點中文網、新麗傳媒等業界知名品牌，匯聚強大的創作者陣容及豐富的作品儲備，覆蓋 200 多種內容品類，觸達數億用戶，並將大量網文 IP，例如《慶餘年》、《全職高手》及《斗羅大陸》等，改編為動漫、影視及遊戲等產品。

公司 2022 年全年業績點評

公司 2022 年全年收入為 76.3 億元(人民幣，下同)，同比減少 12.0%。收入成本為 36.0 億元，同比減少 11.6%。毛利為 40.3 億元，同比減少 12.4%，毛利率 52.8%，同比輕微下跌 0.3 個百分點。經營利潤為 6.3 億元，同比下跌 71.1%。Non-IFRS 股東應佔盈利為 13.5 億元，同比上升 9.6%。

按業務類型劃分收入

公司業務主要分為兩部分，分別為在線業務和版權運營及其他。在線業務收入主要反映在線付費閱讀、網絡廣告及在公司平台上分銷第三方網絡遊戲所得的收入，佔總收入 57.2%。版權運營及其他主要反映來自製作及發行電視劇、網絡劇、動畫、電影、出授版權、運營自營網絡遊戲及銷售紙質圖書的收入，佔總收入 42.8%。

在線業務中的自有平台產品收入為 34.8 億元，同比下跌 9.5%，佔總收入 45.7%。這部分收入下降的主要原因是由於公司對業務實施降本增效的措施，並減少了用戶獲取相關的營銷開支，不過儘管公司削減了成本，公司核心產品之一的「起點讀書」全年仍然實現了超過 30% 的同比增長，主要得益於公司投資高品質內容及有效的反盜版措施。

騰訊產品渠道收入為 5.9 億元，同比下跌 26.9%，佔總收入 7.7%。收入下降的主要原因是由於宏觀市場因素導致廣告收入減少、以及公司遵循運營效率提升措施而進行渠道優化所致。

第三方平台在線業務收入為 2.9 億元，同比下跌 55.4%，佔總收入 3.8%。收入下降的主要原因是公司中止了與某些第三方分銷合作夥伴的合作所致。

版權運營收入為 31.6 億元，同比下跌 2.2%，佔總收入 41.4%。收入下降的主要原因是公司於 2022 年的自營網絡遊戲收入減少所致，不過公司的電視劇及網絡劇、電影、動畫片及版權授權的收入年內穩健增長。

28 Jun 2023

中性

現價 34.85HKD

(現價截至 6 月 26 日)

目標價 36.2HKD (+3.87%)

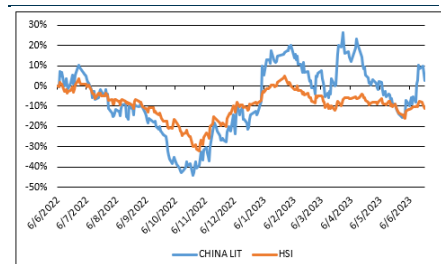
公司資料

普通股股東 (百萬股):	1015.2
市值 (港幣億元):	364.5
52 周最高價/最低價 (港幣):	45.75/18.9

主要股東 %

THL A13 Limited	26.46%
Qinghai Lake Investment Limited	22.72%
Tencent Mobility Limited	7.72%

股價 & 恆生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB \$' mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Net Sales	8525.7	8668.2	7625.6	8422.9	9153.1
Net Profit	(4500.2)	1842.9	607.6	1329.8	1437.5
Diluted EPS (RMB)	(4.4)	1.8	0.6	1.3	1.4
P/E ratio, x	N/A	19.3	58.2	26.7	24.7
Dividend Yield, %	0.0%	0.0%	0.0%	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

其他收入(主要來自紙質圖書銷售)為 1.0 億元，同比下跌 21.0%，佔總收入 1.4%。收入下降的主要原因是公司根據業務發展策略繼續調整紙質圖書業務所致。

業務特點

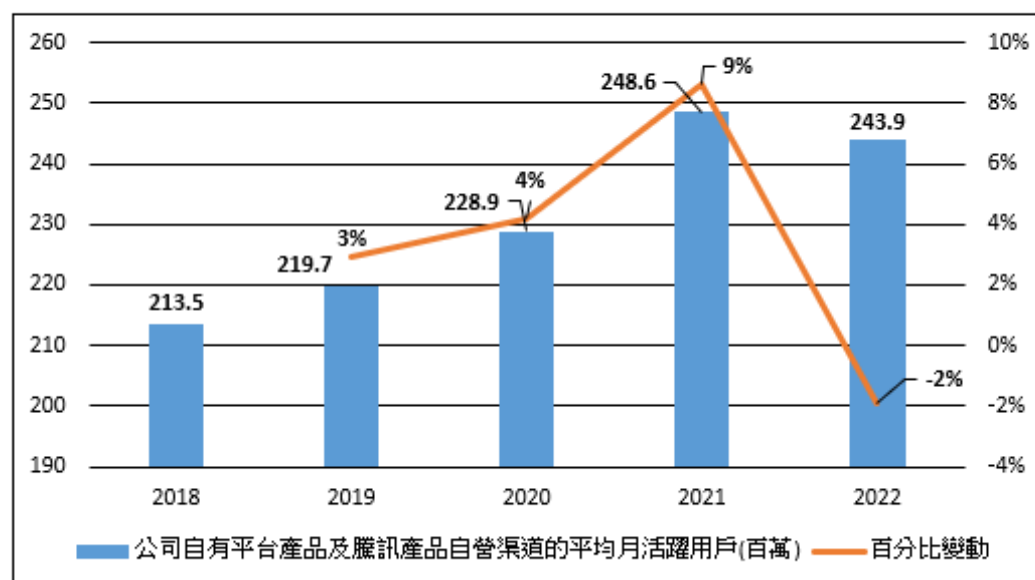
中國文學市場由三個部分組成，包括網絡文學、電子書及紙質圖書。而公司作為中國網絡文學平台龍頭，流量與作品對公司發展尤其重要，若然公司旗下平台有足夠流量，就能吸引更多作者進駐平台並創作更多作品，而平台擁有更多高質素作品能吸引更多流量，流量與作品之間形成良好循環。公司平台不但能從中收取版權費、訂閱費和廣告費，還能將受歡迎的網絡文學作品改編成電視劇、電影及遊戲等，將熱門 IP 充分變現。

據《2022 中國網絡文學報告》，2022 年中國網絡文學市場規模為 389.3 億元，同比上升 8.8%；用戶規模達 4.92 億；海外網文訪問用戶規模達 9.01 億。公司自身發展方面，截至 2022 年 12 月 31 日，公司自有平台產品及騰訊產品自營渠道的平均月活躍用戶為 2.44 億，市佔率為 49.6%，代表公司在中國網絡文學市場具領導地位，不過只有 7.9 百萬是付費用戶，付費比率為 3.2%，反映公司將活躍用戶變現方面強差人意。

主要經營數據

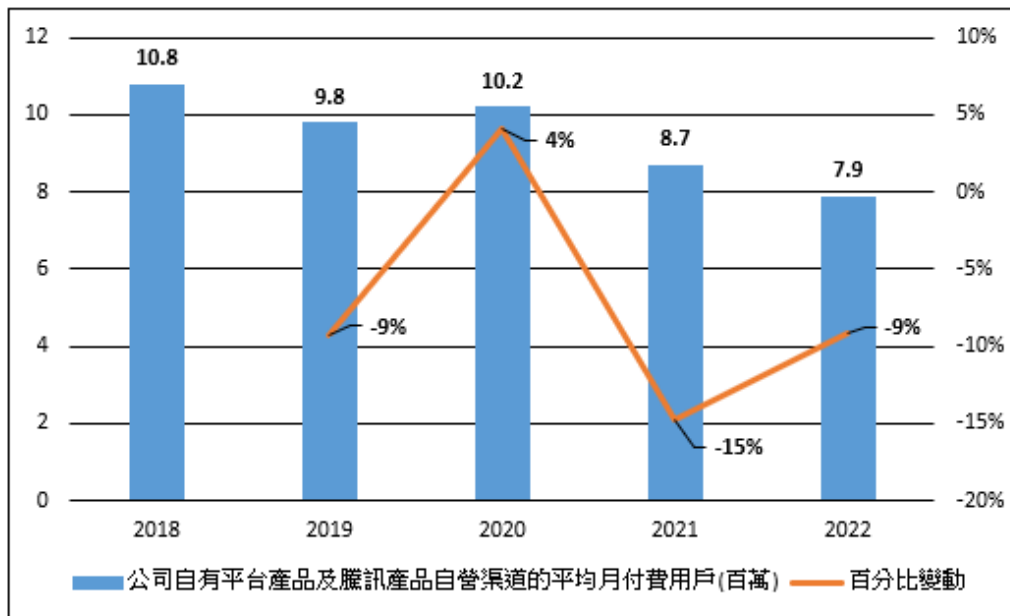
公司自有平台產品及騰訊產品自營渠道的平均月活躍用戶近年保持單位數緩慢增長，2018 至 2022 年的複合年均增長率為 3.4%，而公司在 2021 年的同比增長為 8.6%，主要是由於騰訊產品自營渠道方面擴張免費閱讀業務所致，不過由於公司在 2022 年採用降本增效措施，減少了用戶獲取相關的營銷支出，使自有平台產品月活躍用戶同比減少 5.8%至 110 百萬人。至於騰訊產品自營渠道的月活躍用戶則保持穩定，同比增長 1.6%至 133.9 百萬人。下圖為過去五年整體平均月活躍用戶表現趨勢：

公司自有平台產品及騰訊產品自營渠道的平均月活躍用戶(百萬)



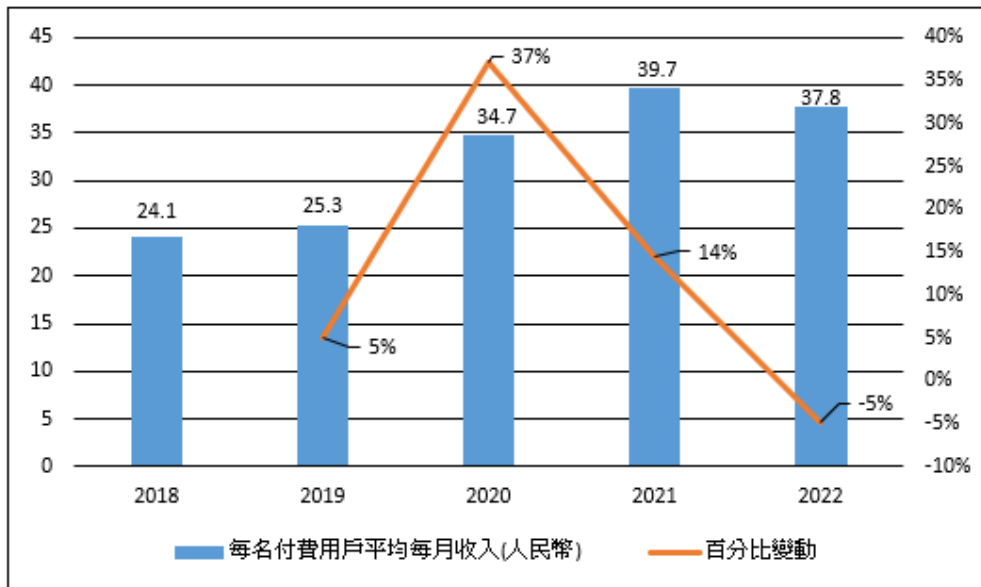
公司自有平台產品及騰訊產品自營渠道的平均月付費用戶近年持續下跌，2021 年同比下跌 14.7%至 8.7 百萬人，主要是由於公司免費閱讀業務擴張，更多用戶閱讀免費內容所致。而 2022 年同比下跌 9.2%至 7.9 百萬人，主要由於渠道優化及減少低投資回報率用戶的營銷所致。不過公司專注提升內容供應、以創新方式打擊盜版，並增強核心產品的用戶體驗，使自有平台產品的平均月付費用戶在 2022 年下半年實現了同比增長 16%及環比增長 14%。下圖為過去五年整體平均月付費用戶表現趨勢：

公司自有平台產品及騰訊產品自營渠道的平均月付費用戶(百萬)



每名付費用戶平均每月收入於 2020 年及 2021 年分別同比增長 37.2%及 14.4%，主要由於公司持續改善內容運營、豐富作品題材、優化社區功能和提升推薦效率，使得用戶為優質內容付費的意願進一步加強，至於 2022 年同比下跌 4.8%至 37.8 元，主要是由於不同產品的收入組合變動所致。下圖為過去五年每名付費用戶平均每月收入趨勢：

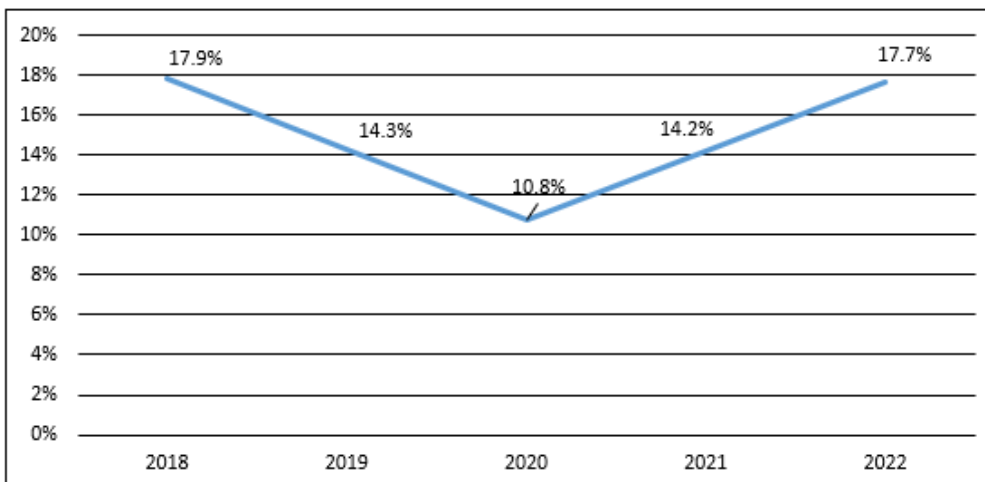
每名付費用戶平均每月收入(人民幣)



發展方向與瓶頸

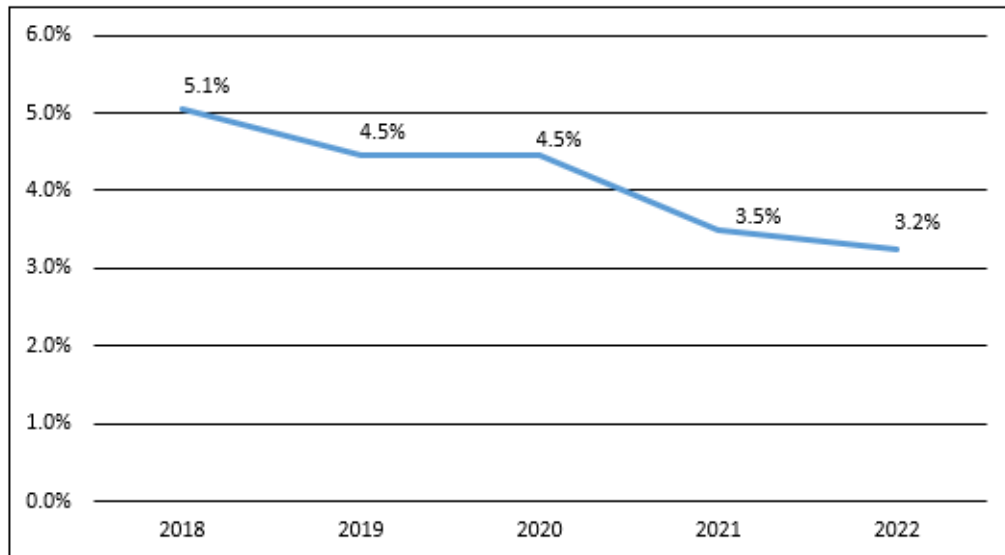
我們認為國內數字閱讀用戶規模正逐漸飽和，在行業發展紅利消退的情況下，公司未來需要在開源節流方面努力。「節流」方面，公司在 2022 年採取一系列降本增效措施以提升經營效率，例如減少在線業務的推廣及廣告開支等。實際作用上，Non-IFRS 公司持有人應佔利潤率從 2021 年的 14.2%升至 2022 年的 17.7%，上升了 2.5 個百分點，連續兩年回升反映公司降本增效措施見成效。下圖為過去五年的 Non-IFRS 公司持有人應佔利潤率趨勢：

Non-IFRS公司持有人應佔利潤率



至於「開源」方面，如何提高付費比率及將熱門文學 IP 在更多渠道變現將是公司最核心需要解決的問題。提高付費比率方面，公司付費比率自 2018 年的 5.1% 持續下降至 2022 年的 3.2%，相對於其他提供網上娛樂的公司，例如嗶哩嗶哩(9626.HK)在 2022 年的付費比率為 8.8%，閱文 3.2% 的付費比率處於一個非常低的水平，下圖為閱文近五年的付費比率趨勢：

付費比率



閱文的低付費比率反映一個多年來困擾中國網絡文學的問題——盜版。根據《2021 年中國網絡文學版權保護與發展報告》，網絡文學因盜版而損失的規模達 62 億元，同比上升 2.8%，保守估計侵佔網絡文學市場規模達 17.3%，盜版網站的月活躍用戶為 4371 萬，佔在線閱讀用戶 14.1%。報告顯示逾 8 成作家受侵害，其中有 96.6% 作家表示被盜版影響創作動力，但是只有 25.2% 作家願意主動維權。

我們認為盜版猖狂的情況下，只有少量作家願意主動維權的主要原因是由於隨著科技進步，從事盜版的成本遠遠低於被侵權網站的維權成本。在盜版成本方面，盜版團伙只需要在正版網站申請一個付費帳號，就能透過網絡爬蟲和文字識別等技術自動在正版網站下載文章，並上載到自建的盜版網站，而盜版而來的內容吸引流量後還能收取廣告費，整個流程所需要的成本相當低，只需要一個小規模團隊，甚至一個人就能成事，而且有利可圖，這使目前在內地搜索引擎依然存在大量盜版網站。

相反，正版網站的維權成本則相對地高。正版網站主要能從法律和防盜兩方面着手，在法律上，如果正版網站希望將盜版網站的經營者告上法庭，當中需要一定的調查及取證，若然經營者或盜版網站的伺服器在海外，便很難聯絡到經營者並發出阻斷通知，而且即使正版網站勝訴，獲賠的金錢往往不夠維權所支出的費用。在防盜方面，同樣需要投入相當大的成本，閱文在 2022 年正式將版權保護提升至公司戰略高度，並採取多項防盜措施，例如建立反盜版平台，呼

籲作者和讀者投訴盜版網站；提升整個平台的防護水平，包括使用人工智能(AI)識別異常行為、內容加密、逆向檢測等；建議作者在小說上架三個月後開通免費渠道，讓不想花錢的讀者能在免費網站看正版等等。

據閱文公布的防盜成果，旗下網站一年內共攔截盜版訪問 1.5 億次，並進行過 3000 次以上的防盜系統迭代。在旗下精品付費產品代表——起點讀書 APP 正式啟用防盜系統後，30 日內新增用戶中由盜版轉化而來的用戶佔比達到 40%，在 2022 年 12 月的 MAU 同比上升 80%，全年收入同比上升超 30%。另外，公司在線閱讀平台新增了約 54 萬名作家及 95 萬本小說，全平台新增的均訂(平均每章節訂閱量)3 千以上的作品數量同比上升超 50%。我們認為反盜版措施初見成效，某程度能保障到網絡作家的收入，使網絡作家有動力持續更新作品，減低斷更率(作者停止更新比率)並吸引更多新人投身網絡文學業，讓整個產業的生態發展更加健康。而且，隨著反盜版措施以及內地市民版權意識加強，閱文的付費比率亦有望回升。

在熱門文學 IP 變現方面，公司主要透過將熱門文學 IP 改編為影視、動畫、漫畫等作品，於多個渠道釋放 IP 價值。在影視領域，公司在 2022 年推出多部熱門新作，例如新春檔喜劇電影《這個殺手不太冷靜》收穫票房約 26.2 億元，時代劇《人世間》創下央視一套黃金檔近 8 年收視新高，全網各榜單穩居榜首。公司目前計劃將熱門 IP 劇集從兩個方向發展，第一個方向是將一些熱門 IP 劇集系列化，例如《慶餘年》、《斗破蒼穹》、《贅婿》等準備開拍第二季；第二個方向是跨渠道聯動，將熱門 IP 劇集改編成動漫及遊戲等，以延長這些 IP 的熱度，並為公司帶來更多變現機會。另外，公司在 2022 年搭建了 IP 衍生品體系的框架，並建設了專門的 IP 衍生品團隊，在消費品、潮流玩具等領域發展。例如 2022 年公司推出《斗破蒼穹》的數款雕像累計 GMV 超過了 2000 萬元，其中一套限量 688 套，售價達 6980 元的雕像在預售的 40 分鐘後便售罄，反映熱門 IP 衍生品的潛在市場龐大，未來公司將會繼續為手上的熱門 IP 開發衍生品，發掘相關市場潛力。

在動漫(動畫及漫畫)領域，公司將繼續把熱門 IP 改編成動畫，使旗下 IP 在熱度上擁有二次爆發及增加變現的機會，例如公司在 2022 年推出了熱門 IP 包括《斗破蒼穹》系列和《星辰變》系列的新季內容。根據骨朵數據平台顯示，2022 年騰訊視頻上新的國產動畫熱度榜前 10 的作品中，有 7 部改編自閱文的 IP。而漫畫方面，公司再持續提升內容產能、加速 IP 可視化進程。截至 2022 年底，公司與騰訊動漫合作推出了 230 多部漫畫，並出現多部一線作品，如《大奉打更人》及《從紅月開始》等。

在遊戲領域，公司目前主要與外部研發商合作，將手上的 IP 內容轉化為遊戲。另外，公司亦正在加強自身遊戲研發和運營能力。由於熱門 IP 在其他領域已受到大眾認可，變相保證相關題材有一定數量的受眾關注，加上 IP 改編遊戲相比

原創遊戲，不用再額外大幅設計角色背景和遊戲劇情等，在遊戲開發上略為簡單，我們預計未來將會推出更多 IP 改編遊戲。

估值及投資建議

我們認為公司一系列的防盜措施初見成效，對公司網絡文學業務帶來正面影響，不過由於盜版問題已經深深困擾整個網絡文學市場多年，難以迎刃而解，建議投資者繼續關注防盜措施帶來的後續影響。廣告業務方面，隨著內地防疫政策放寬，經濟活動大致回復正常，我們預期這業務將出現復甦。而版權運營方面，隨著內地遊戲版號審批正常化，預期公司將會有更多將熱門 IP 轉化為遊戲的合作，加上公司在 2023 年將會推出例如《慶餘年 2》和《贅婿 2》等熱門 IP 劇集，我們預期這部分收入將出現較明顯增長。我們採用分部估值法 (SOTP)，給予目標價 36.2 港元(以人民幣兌港元匯價 1.08 元計算)，包括: 1) 與其他在線娛樂公司 P/S 均值(2.73x)一致，在線業務每股估值 14.3 港元(佔整體估值的 39.5%); 2) 與其他 IP 內容創作公司 P/E 均值(32.3x)一致，IP 運營和其他業務估值每股 21.9 港元(佔整體估值的 60.5%)，並給予“中性”評級。(現價截至 6 月 26 日)

閱文集團: SOTP 估值

	估值方法	收入/調整後利潤		估值	佔估值比例
		2023E(人民幣,百萬元)	2023E PS/PE(x)		
在線業務	PS	4918.6	2.73	13447.5	39.5%
版權運營及其他業務	PE	637.1	32.3	20566.1	60.5%
總估值(人民幣,百萬元)				34013.5	
CNY/HKD				1.08	
總估值(港幣,百萬元)				36734.6	
流通普通股股數(稀釋)				1015.2	
每股估值				36.2	

Source: Phillip Securities (HK) Research

在線業務: 每股估值 14.3 港元

我們給予 2023 年在線業務 2.73x 預測 P/S 估值，與其他在線娛樂公司 P/S 均值(2.73x)一致。該板塊對應估值為 13447.5 百萬元，即每股 14.3 港元。

估值對比: 在線娛樂公司		股價(26/6/2023)	收入增長(YoY%)		PS(x)	
公司	股票代碼	(交易地貨幣)	2023E	2024E	2023E	2024E
掌閱科技	603533.SZ	28.9	11.0%	14.8%	4.4	3.9
快手科技	1024.HK	54.4	19.3%	14.7%	1.9	1.7
嗶哩嗶哩	9626.HK	118.0	14.3%	18.0%	1.7	1.5
騰訊音樂	1698.HK	29.3	6.0%	7.3%	2.9	2.7
平均值					2.73	2.42

Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

IP運營和其他業務:每股估值21.9港元

我們看好公司旗下IP的長期變現能力，給予2023年IP運營和其他業務32.3x 預測P/E估值，與其他IP內容創作公司P/E均值(32.3x)一致。該板塊對應估值為20566.1百萬元，即每股21.9港元。

估值對比:IP內容創作公司		股價(26/6/2023)	EPS增長(YoY%)		PE(x)	
公司	股票代碼	(交易地貨幣)	2023E	2024E	2023E	2024E
貓眼娛樂	1896.HK	7.1	397.9%	36.8%	15.8	11.6
迪士尼	DIS.US	88.1	74.6%	59.7%	29.3	18.4
網飛	NFLX.US	424.0	11.4%	28.1%	38.3	29.9
IMAX Corporation	IMAX.US	17.3	NA	38.2%	45.7	33.1
平均值					32.3	23.2

Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

風險因素

盜版問題使付費用戶人數減少 / IP 熱度減弱影響變現能力

財務資料:

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Total revenue	8525.7	8668.2	7625.6	8422.9	9153.1
Online business	4843.9	5308.5	4364.0	4918.6	5487.3
On our self-owned platform products	3903.4	3848.4	3482.9	3831.2	4214.3
On our self-operated channels on Tencent products	631.7	808.9	591.0	768.3	921.9
On third-party platforms	308.8	651.1	290.2	319.2	351.1
Intellectual property operations and others	3681.8	3359.8	3261.6	3504.3	3665.8
Intellectual property operations	3539.4	3231.4	3160.2	3413.1	3583.7
Others	142.4	128.4	101.4	91.2	82.1
Total cost of revenues	(4291.6)	(4068.8)	(3595.5)	(3820.5)	(4142.1)
Content costs	(1464.5)	(1774.2)	(1512.7)	(1583.0)	(1720.3)
Production costs of TV, web and animated series and film	(1111.9)	(430.7)	(660.2)	(729.2)	(792.4)
Platform distribution costs	(1194.4)	(1151.0)	(850.2)	(939.1)	(1020.5)
Cost of inventories	(94.6)	(72.2)	(57.2)	(51.4)	(46.3)
Amortization of intangible assets	(175.7)	(354.8)	(221.1)	(244.2)	(265.4)
Others	(250.6)	(285.8)	(294.1)	(273.5)	(297.2)
Total gross profit	4234.1	4599.4	4030.1	4602.4	5011.0
Selling and marketing expenses	(2498.2)	(2700.8)	(2002.6)	(2212.0)	(2403.8)
General and administrative expenses	(873.8)	(1323.8)	(1238.2)	(1150.2)	(1249.9)
Others, net	(5336.8)	1597.9	(160.5)	142.9	155.3
Operating profit	(4474.7)	2172.6	628.8	1383.2	1512.7
Finance costs	(68.8)	(68.8)	(54.0)	(64.8)	(70.4)
Share of net profit of associates and joint ventures	4.7	199.2	199.0	199.0	199.0
Profit before income tax	(4538.7)	2303.1	773.8	1517.3	1641.2
Income tax expense	38.5	(460.1)	(166.2)	(187.5)	(203.7)
Profit for the year	(4500.2)	1842.9	607.6	1329.8	1437.5
EPS(RMB)	(4.4)	1.8	0.6	1.3	1.4
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	1015.8	1022.0	1015.2	1015.2	1015.2

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Non-current assets					
Property, plant and equipment	39.6	45.1	132.9	146.7	159.5
Right-of-use assets	83.3	281.5	183.1	202.3	219.8
Intangible assets	7676.1	7455.5	7421.6	7644.3	7873.6
Investments in associates and joint ventures	598.6	932.3	1008.8	1114.2	1210.8
Financial assets at fair value through profit or loss	915.3	1310.0	862.2	952.4	1035.0
Others, net	502.6	542.6	649.9	619.3	672.3
Total non-current assets	9815.4	10567.0	10258.6	10679.2	11171.0
Current assets					
Inventories	571.8	653.8	760.3	737.5	801.4
Television series and film rights	640.5	1090.9	940.4	1137.8	1190.3
Trade and notes receivables	3296.3	2747.2	2048.9	2263.1	2459.4
Prepayments, deposits and other assets	734.8	1032.0	1212.5	1339.3	1455.4
Term deposits	3408.7	2678.0	1848.7	2041.9	2219.0
Cash and cash equivalents	2848.2	4528.4	5545.8	6295.9	7150.7
Others, net	0.0	0.0	119.3	119.3	119.3
Total current assets	11500.3	12730.3	12475.9	13935.0	15395.5
Total assets	21315.8	23297.3	22734.5	24614.2	26566.5
Non-current liabilities					
Financial liabilities at fair value through profit or loss	1037.9	827.2	490.6	541.9	588.9
Lease liabilities	34.8	201.9	134.6	148.7	161.6
Deferred income tax liabilities	187.6	149.3	139.6	154.2	167.5
Others, net	739.7	420.5	31.2	31.6	31.9
Total non-current liabilities	2000.1	1598.8	796.0	876.3	949.8
Current liabilities					
Trade payables	1039.7	1127.4	1203.9	1274.6	1385.1
Other payables and accruals	1149.7	1185.8	1019.4	1138.0	1236.7
Borrowings	554.4	792.8	417.9	461.6	501.6
Others, net	1473.4	1405.6	1342.6	1533.9	1666.9
Total current liabilities	4217.2	4511.5	3983.8	4408.1	4790.2
Total liabilities	6217.3	6110.3	4779.8	5284.4	5740.1
Equity					
Capital and reserves attributable to equity holders of the company	15093.5	17186.5	17957.3	19327.9	20819.5
non-controlling interests	5.0	0.5	(2.6)	2.0	6.9
Total equity	15098.5	17187.0	17954.7	19329.8	20826.4
Total equity and liabilities	21315.8	23297.3	22734.5	24614.2	26566.5

Consolidated Statement of Cash Flow

Dec Y/E, RMB mn	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
CFO	1110.3	1118.5	1576.8	1529.9	1627.4
Net income	(4500.2)	1842.9	607.6	1329.8	1437.5
Depreciation and Amortization	239.7	414.5	282.6	281.0	290.3
Share-based compensation expenses	120.2	188.1	241.3	181.3	195.2
change in working capital	(342.1)	41.5	72.9	(316.1)	(311.5)
Others	5592.7	(1368.7)	372.3	54.0	15.9
CFI	(4188.6)	936.2	528.1	(877.6)	(845.7)
Total Capex	(288.3)	(239.1)	(323.7)	(537.3)	(550.5)
Investments in associates and joint ventures	0.0	(405.6)	(94.3)	(265.7)	(273.6)
time deposits, net	(2992.9)	729.5	834.1	(193.3)	(177.0)
Others	(907.3)	851.5	111.9	118.6	155.4
CFF	(92.3)	(350.0)	(1145.4)	97.8	73.1
Borrowing, net	(57.1)	(70.6)	(792.8)	43.7	40.0
Financial investors in television series and film, net	(3.2)	(104.2)	(14.7)	(55.7)	(67.3)
Others	(32.0)	(175.2)	(337.9)	109.8	100.5
Cash and CE at Beg.	5931.8	2848.2	4528.4	5545.8	6295.9
Net Change in Cash	(3170.6)	1704.7	959.5	750.1	854.8
FX impact	87.0	(24.5)	57.8	0.0	0.0
Cash and CE at Y/E	2848.2	4528.4	5545.8	6295.9	7150.7

Key Financial Data

Dec Y/E	FY20	FY21	FY22	FY23E	FY24E
Valuation Ratio					
P/E ratio	N/A	19.3	58.2	26.7	24.7
Dividend Yield, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Per share data(RMB)					
EPS	(4.4)	1.8	0.6	1.3	1.4
BVPS	14.9	16.8	17.7	19.0	20.5
DPS(HKD)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Growth & Margin					
Growth					
Revenue Growth	2.1%	1.7%	N/A	10.5%	8.7%
Gross Profit Growth	14.7%	8.6%	N/A	14.2%	8.9%
Operating Profit Growth	N/A	N/A	N/A	120.0%	9.4%
Net Profit Growth	N/A	N/A	N/A	117.9%	8.1%
Margin					
Gross Profit Margin	49.7%	53.1%	52.8%	54.6%	54.7%
Operating Profit Margin	-52.5%	25.1%	8.2%	16.4%	16.5%
Net Profit Margin	-52.6%	21.3%	8.0%	15.7%	15.7%
Key Ratios					
ROE	-29.7%	10.7%	3.4%	6.9%	6.9%
ROA	-21.0%	7.9%	2.7%	5.4%	5.4%

現價截至 2023 年 6 月 26 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