

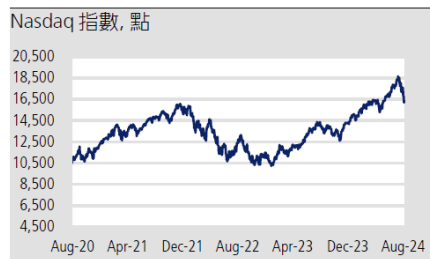
## 金融科技與支付產業

### 2Q24 財報：消費出現雜音，首選具轉機題材業者

#### 焦點內容

1. Shopify 1H24 行銷投資將驅動 2H24-2025 成長。
2. PayPal 及 Block 產品及組織改善逐漸體現在財報數字，股票回購計畫助攻。
3. Visa 及 MasterCard 指出消費出現雜音，7 月刷卡量受特定事件影響波動。

#### Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

Company		Overall	E	S	G
Visa	V US	60	48	75	50
MasterCard	MA US	76	75	77	76
PayPal	PYPL US	82	51	80	93
Shopify	SHOP US	51	43	49	55

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

美國金融科技與支付領導業者 Visa(美)、MasterCard(美)、Block(美)、PayPal(美)及 Shopify(美)公佈 2Q24 財報。

#### 評論及分析

**SHOP：1H24 行銷投資將驅動 2H24-2025 成長。** Shopify 2Q24 營收/營業利率優於預期 2%/2.8ppts，GMV、GPV 及 MRR 等關鍵指標皆優於市場預期 2/3/6%，係受惠訂閱價格調漲、試用時間縮短及 Shopify Payments 滲透率提高。3Q24 營收及調整後營業利率財測優於預期 2%/3.1ppts，係因營運槓桿改善並限制員工人數、更注重成效的行銷支出(以 18 個月作為回收期評估)及提高員工生產力(透過 GSD 及 Shopify OS 等內部自建系統及 AI/自動化工具)。管理層看好 1H24 行銷投資將持續成為 2025 成長驅動力，在 OMO、B2B 及跨境電商領域拓展更多商家訂戶及業務成長機會。

**PYPL & SQ：產品及組織改善逐漸體現在財報數字，股票回購計畫助攻。** PayPal 2Q24 營收及調整後每股盈餘優於市場預期 1/21%，3Q24 調整後每股盈餘財測優於預期 9%，2024 全年調整後每股盈餘財測上修 6%，股票回購計畫增加至 60 億美元(vs. 先前 50 億美元)。管理層指出：(1)Braintree 兩年來首次為交易利潤做出正面貢獻，8 月將全面向美國商家開放 Fastlane，PPCP 亦呈現正面趨勢；(2)品牌結帳在 7 月有良好的開始，預計 2H24 成長動能與 1H24 保持一致。**Block 2Q24 毛利及調整後營業利率優於預期 2%/5.5ppts**，3Q24 營業利率財測優於預期 2.3ppts，上修 2024 年 40 法則(2026 年 GP 成長率 15% + adj. OPM 25%目標)財測進展至 35%(vs. 先前 32%)，由嚴格的支出控管、產品改善及推廣所帶動，並宣佈股票回購計畫 30 億美元。管理層指出：(1)預期 Cash App 2H24 毛利成長率僅略低於 2Q24 的 23%，滲透率仍有成長空間；(2)預期 Square 2H24 毛利成長與 2Q24 一致，專注跨售機會、銀行業務及軟體服務；(3)預期 GPV 2H24 相對穩定，但消費者在可支配支出變化仍大。

**V & MA：消費出現雜音，7 月刷卡量受特定事件影響波動。** Visa 3Q FY24(財年止於 9 月)淨營收、調整後每股盈餘及 4Q FY24 財測大致符合市場預期，MasterCard 2Q24 淨營收及調整後每股盈餘優於預期 2/2%，3Q24 及 2024 財測大致符合預期。通讀焦點：(1)Visa 指出中低收入族群出現消費放緩，MasterCard 則認為總經環境混和複雜；(2)Visa 7 月前三周美國刷卡量進一步放緩至 4%(vs. C2Q24 5%)，係因電商購物節時間不同、颶風及 Microsoft 藍屏當機事件影響，MasterCard 數據則顯示第 4 周已恢復；(3)GenAI 將用於 AI 模型訓練、協助防範詐欺及提供智慧決策服務；(4)RegII、MDL 和解案等。

#### 投資建議

雖總經不確定性升溫，考量評價水平及非消費全面急凍情境，建議投資人逢低布局具個別成長題材或轉機的金融科技業者，凱基偏好為 SHOP > PYPL/SQ > V/MA，個股評等、目標價及財測調整見圖 1。

#### 投資風險

消費動能趨緩；競爭導致抽成率下降幅度大於預期；監管議題升溫。

圖 1: 凱基財測及目標價調整

	KGI forecast		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2024	2025				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
<b>Visa</b>											
Gross revenue (US\$mn)	49,645	54,437									
Net revenue (US\$mn)	35,812	39,372									
Operating profit (US\$mn)	24,177	26,907	OP	257	551	305	19	320	(5)	FY25 30x PE	FY24 33x PE
EBITDA (US\$mn)	25,188	27,865									
Net profit (US\$mn)	20,142	21,992									
EPS (US\$)	9.91	11.05									
<b>MasterCard</b>											
Gross revenue (US\$mn)	45,457	50,951									
Net revenue (US\$mn)	27,947	31,332									
Operating profit (US\$mn)	16,302	18,581	OP	450	416	530	18	530	0	FY25 33x PE	FY24 37x PE
EBITDA (US\$mn)	17,200	19,569									
Net profit (US\$mn)	13,245	15,090									
EPS (US\$)	14.30	16.64									
<b>PayPal</b>											
Revenue (US\$mn)	31,956	34,453									
Gross profit (US\$mn)	14,257	14,881									
Operating profit (US\$mn)	5,668	6,038	OP	63	64	75	20	75	0	FY25 15x PE	FY24 15x PE
EBITDA (US\$mn)	6,465	6,773									
Net income (US\$mn)	4,597	4,854									
EPS (US\$)	4.42	4.93									
<b>Block</b>											
Revenue (US\$mn)	24,783	27,659									
Gross profit (US\$mn)	8,927	10,092									
Operating profit (US\$mn)	1,441	2,242	OP	58	36	75	29	95	(21)	FY25 5x EV/GP	FY24 7x EV/GP
EBITDA (US\$mn)	2,890	3,594									
Net income (US\$mn)	2,151	2,809									
EPS (US\$)	3.38	4.39									
<b>Shopify</b>											
Revenue (US\$mn)	8,614	10,319									
Gross profit (US\$mn)	4,391	5,257									
Operating profit (US\$mn)	1,281	1,719	OP	64	83	85	33	90	(6)	FY25 20x EV/GP	FY24 26x EV/GP
EBITDA (US\$mn)	1,304	1,772									
Net income (US\$mn)	1,387	1,685									
EPS (US\$)	1.09	1.31									

資料來源: Bloomberg ; 凱基

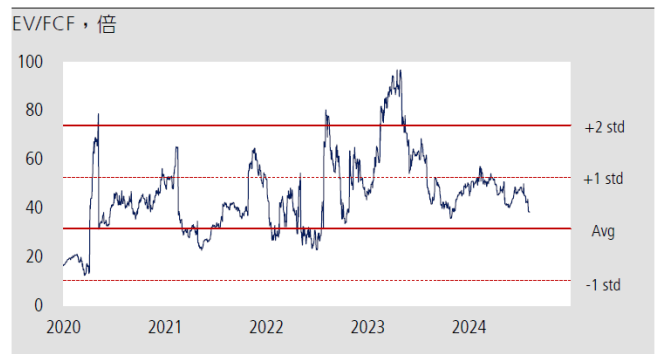
備註: Visa 2024/25 係指 FY24/25(財年止於9月)

圖 2: Shopify 未來 12 個月預估 EV/GP



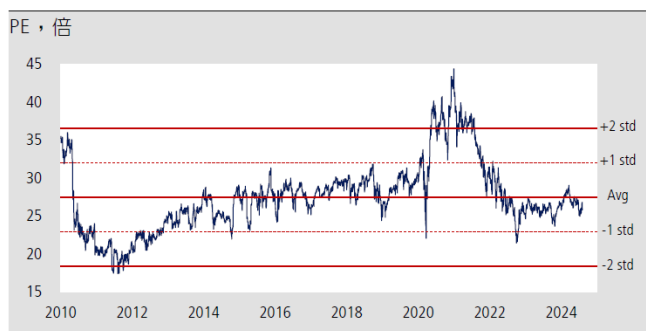
資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 3: Shopify 預估 FY25 EV/FCF



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 4: Visa 未來 12 個月預估 PE



資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 5: MasterCard 未來 12 個月預估 PE



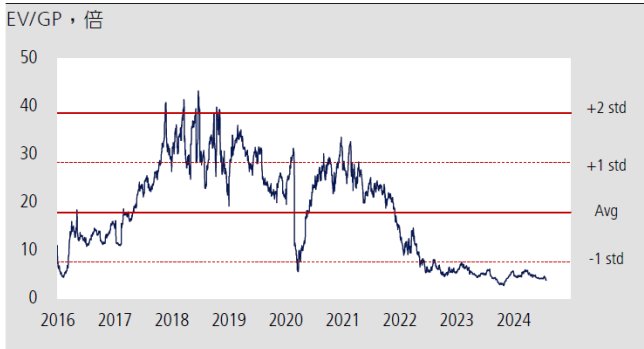
資料來源: Bloomberg ; 凱基

**圖 6: PayPal 未來 12 個月預估 EV/GP**

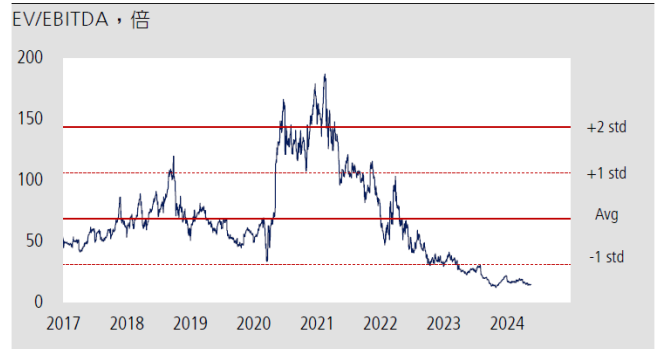

資料來源: Bloomberg ; 凱基

**圖 7: PayPal 預估 FY25 PE**


資料來源: Bloomberg ; 凱基

**圖 8: Block 未來 12 個月預估 EV/GP**


資料來源: Bloomberg ; 凱基

**圖 9: Block 未來 12 個月預估 EV/EBITDA**


資料來源: Bloomberg ; 凱基

圖 10: PayPal 2Q24 財報結果及 3Q24 公司財測暨市場共識比較

PYPL US	2Q24						3Q24F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
US\$m												
Revenue	7,885	7,787	1	2	8	7,761	2	7,789	7,947	(2)	(1)	5
Transaction revenue	7,153	7,076	1	2	9				7,207			
Other value added services	732	711	3	10	0				739			
Key metrics												
Total TPV	416,814	417,268	(0)	3	11				428,128			
Venmo TPV	73,290	72,154	2	6	8				74,268			
Contributing of TPV (%)	18	17	0.3 ppts	0.4 ppts	(0.4)ppts				17			
Transaction take rate (%)	1.72	1.70	0.0 ppts	(0.0)ppts	(0.0)ppts				1.68			
Active customer accounts (mn)	429	427	0	0	(0)				428			
NNAs (mn)	2.0	0.5							0.3			
Gross profits	3,608	3,338	8	4	8				3,402			
Operating income	1,460	1,277	14	4	24				1,294			
Pretax Income	1,399	1,304	7	16	7				1,335			
Tax (GAAP)	271	255	6	(16)	(1)				294			
Net income	1,243	1,049	18	8	28				1,041			
EPS (US\$)	1.19	0.99	21	10	37	0.97	23	1.07	0.98	9	(10)	9
Gross margin (%)	45.8	42.9	2.9 ppts	0.8 ppts	(0.2)ppts				42.8			
OP margin (%)	18.5	16.4	2.1 ppts	0.3 ppts	2.3 ppts				16.3			
Tax rate (%)	19.4	19.5	(0.1)ppts	(7.2)ppts	(1.7)ppts				22.0			
Net margin (%)	15.8	13.5	2.3 ppts	0.8 ppts	2.4 ppts				13.1			

資料來源：公司、Bloomberg；凱基

圖 11: PayPal 主要營運數據

PYPL US	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2021	2022	2023
<b>Sales mix (%)</b>													
Transaction revenue	93	92	91	91	90	90	90	91	91	91	92	92	90
Other value added services	7	8	9	9	10	10	10	9	9	9	8	8	10
By region													
US	57	57	58	58	59	58	57	58	58	58	54	57	58
Int'l	43	43	42	42	41	42	43	42	42	42	46	43	42
<b>Sales YoY growth (%)</b>													
Transaction revenue	7	8	11	5	6	5	7	9	11	9	17	8	7
Other value added services	18	21	6	26	39	37	25	9	-2	0	17	17	26
By region													
US	-5	-1	6	2	3	5	10	10	12	8	12	0	7
Int'l	7	9	11	7	9	7	8	9	9	8	18	8	8
<b>Accounts &amp; transactions</b>													
Active customer accounts (mn)	429	429	432	435	433	431	428	426	427	429	426	435	426
Active merchant accounts (mn)	35	35	35	35	53	55	57	59	60	61	34	35	59
Number of payment transactions (mn)	5,161	5,513	5,643	6,032	5,835	6,074	6,275	6,798	6,505	6,580	19,349	22,349	24,982
Payment transactions per active account	47	49	50	51	53	55	57	59	60	61	45	51	59
YoY (%)													
Active customer accounts	9	7	4	2	1	0	-1	-2	-1	0	13	2	-2
Active merchant accounts	13	9	6	3	52	56	62	68	13	11	17	3	68
Number of payment transactions	18	16	15	13	13	10	11	13	11	8	25	16	12
Payment transactions per active account	11	12	13	13	13	12	13	14	13	11	11	13	14
Net New Active Accounts (NNAs)	3	0	3	3	-2	-2	-3	-2	1	2	49	9	-9
<b>Total Payment Volume (TPV)</b>													
Mix (%)													
US TPV	64	65	66	65	65	63	63	63	64	64	61	65	59
International TPV	36	35	34	35	35	37	37	37	36	36	39	35	41
YoY (%)													
US TPV	21	16	15	10	12	9	10	11	12	11	36	15	3
International TPV	1	-2	-1	-2	6	14	25	21	18	10	29	-1	2
Total	13	9	9	5	10	11	15	15	14	11	33	9	13
TPV YoY across PayPal's payments platform													
Branded checkout					6	5		5	7	6		5	6
Unbranded card processing (PSP)					29	28		29	26	19		39	30
Venmo					9	9		8	8	8		7	9
P2P ex-Venmo					(6)	(8)		1	3	4		(1)	(4)
Other merchant services					6	3		12	13	15		15	7
eBay					(8)	(10)		(9)	(7)	(6)		(31)	(10)
Mix (%)													
Branded checkout					29	28		30	27	27		30	29
Unbranded card processing (PSP)					33	34		35	37	37		30	35
Venmo					18	18		17	17	18		18	18
P2P ex-Venmo					9	8		8	8	8		10	8
Other merchant services					9	9		9	9	10		10	9
eBay					2	2		2	2	2		2	2
<b>Take rate</b>													
Transaction take rate (%)	1.86	1.85	1.85	1.87	1.80	1.74	1.72	1.78	1.74	1.72	1.88	1.86	1.76
Total take rate (%)	2.01	2.00	2.03	2.06	1.99	1.94	1.91	1.96	1.91	1.89	2.04	2.03	1.95

資料來源：公司；凱基

**圖 12: Shopify 2Q24 財報結果及 3Q24 公司財測暨市場共識比較**

SHOP US US\$m	2Q24							3Q24				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	2,045	2,009	2	10	21	1,999	2	2,108	2,068	2	3	23
Merchant solutions	1,482	1,476	0	10	19				1,500			
Subscription solutions	563	533	6	10	27				568			
<b>Key metrics</b>												
GMV (US\$bn)	67.2	65.7	2	11	22				66.6			
GPV (US\$bn)	41.1	40.0	3	13	30				40.8			
GPV/GMV (%)	61.1	60.8	0.3 ppts	1.6 ppts	3.5 ppts				61.3			
MRR (US\$m)	169.0	158.8	6	12	25				164.8			
Gross profits	1,052	1,026	2	9	25	1,023	3	1,095	1,072	2	4	21
Opex	753	788	(4)	(1)	8	785		755	802	(6)	0	19
Operating income	299	238	26	49	105	238	25	340	270	26	14	26
Net income	345	274	26	35	94				301			
EPS (US\$)	0.26	0.21	27	30	86				0.23			
Gross margin (%)	51.4	51.1	0.3 ppts	(0.3)ppts	1.6 ppts	51.2	0.2 ppts	51.9	51.8	0.1 ppts	0.5 ppts	(0.9)ppts
Merchant solutions	39.1	40.0	(0.9)ppts	(1.0)ppts	1.0 ppts				40.3			
Subscription solutions	84.0	81.8	2.2 ppts	1.6 ppts	1.1 ppts				82.2			
OP margin (%)	14.6	11.8	2.8 ppts	3.8 ppts	6.0 ppts	11.9	2.7 ppts	16.1	13.0	3.1 ppts	1.5 ppts	0.3 ppts
Net margin (%)	16.9	13.6	3.2 ppts	3.1 ppts	6.4 ppts				14.6			

資料來源：公司；凱基

**圖 13: Shopify 主要營運數據**

SHOP US	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2020	2021	2022	2023
<b>Sales mix (%)</b>														
Merchant solutions	71	72	72	77	75	74	72	76	73	72	69	71	73	74
Subscription solutions	29	28	28	23	25	26	28	24	27	28	31	29	27	26
<b>Sales YoY growth (%)</b>														
Merchant solutions	29	18	26	30	31	35	24	21	20	19	116	62	26	27
Subscription solutions	8	10	12	14	11	21	29	31	34	27	41	48	11	23
<b>Gross margin (%)</b>														
Merchant solutions	43.1	40.3	37.2	36.3	37.2	38.1	41.0	39.2	40.1	39.1	40.9	25.3	29.4	36.2
Subscription solutions	79.9	79.3	83.3	83.7	83.5	82.9	82.7	82.5	82.4	84.0	81.7	78.4	80.1	80.7
<b>Other metrics</b>														
MRR (US\$m)	105	107	107	110	114	135	141	149	151	169	83	102	110	149
YoY (%)	17	13	8	7	8	26	32	36	32	25	53	23	7	36
Shopify Plus MRR	32	34	35	37	39	41	44	46	48	52	21	30	37	46
Shopify Plus MRR contribution (%)	30	31	33	33	34	30	31	31	32	31	25	29	33	31
YoY (%)	38	34	29	23	23	22	25	26	24	28	44	42	23	26
Net dollar retention (%)	117	113	108	107	108	126	132	136	132	125	153	123	107	136
<b>GMV (US\$bn)</b>	43	47	46	61	50	55	56	75	61	67	120	175	197	236
YoY (%)	16	11	11	13	15	17	22	23	23	22	96	47	12	20
<b>GPV (US\$bn)</b>	22	25	25	34	28	32	33	45	36	41	54	86	106	137
YoY (pts)	27	23	22	23	25	27	31	32	32	30	109	59	24	29
<b>GPV/GMV (%)</b>	51	53	54	56	56	58	58	60	60	61	45	49	54	58
<b>Take rate - Merchant Solutions sales/GMV (%)</b>	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	1.7	1.9	2.1	2.2

資料來源：公司；凱基

圖 14: Block 2Q24 財報結果暨市場共識比較

SQ US	2Q24						
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)
US\$m							
Revenue	6,156	6,313	(3)	3	11		
Transaction-based	1,713	1,757	(3)	13	5		
Subscription and services-based	1,788	1,745	2	6	22		
Hardware	43	39	9	32	(4)		
Bitcoin	2,612	2,728	(4)	(4)	9		
By segments							
Square	1,979	2,012	(2)	14	3		
Cash app	4,129	4,196	(2)	(1)	16		
Cash app (ex-Bitcoin)	1,517	1,468	3	5	30		
Adj. revenue (excl. Bitcoin)	3,544	3,585	(1)	10	13		
Gross processing volume (GPV; US\$m)	61,941	63,382	(2)	14	5		
Gross profits	2,233	2,189	2	7	20	2,175	3
Transaction-based	713	740	(4)	12	4		
Subscription and services-based	1,496	1,402	7	6	27		
Hardware	(25)	(28)	-	-	-		
Bitcoin	67	62	9	(16)	52		
Opex	1,834	1,918	(4)	6	(0)		
Operating income	399	271	47	10	1465	315	27
EBITDA	759	686	11	8	98	680	12
Net income	589	558	6	9	139		
EPS (US\$)	0.93	0.86	9	9	138		
Gross margin (%)	36.3	34.7	1.6 ppts	1.1 ppts	2.6 ppts		
Transaction-based	41.6	42.1	(0.5)ppts	(0.6)ppts	(0.3)ppts		
Subscription and services-based	83.7	80.3	3.4 ppts	(0.3)ppts	2.8 ppts		
Hardware	(59.0)	(71.1)	12.1 ppts	(2.7)ppts	5.9 ppts		
Bitcoin	2.6	2.3	0.3 ppts	(0.4)ppts	0.7 ppts		
OP margin of GP (%)	17.9	12.4	5.5 ppts	0.5 ppts	16.5 ppts	14.5	3.4 ppts
EBITDA margin of GP (%)	34.0	31.3	2.7 ppts	0.3 ppts	13.4 ppts	31.3	2.7 ppts
Net margin (%)	9.6	8.8	0.7 ppts	0.5 ppts	5.1 ppts		

資料來源：公司、Bloomberg；凱基

圖 15: Block 3Q24 及 2024 財測暨市場共識比較

SQ US	3Q24F					2024F					
	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
US\$m											
Revenue		6,393							25,210		
Transaction-based		1,806							6,829		
Subscription and services-based		1,797							7,152		
Hardware		40							141		
Bitcoin		2,731							10,719		
By segments											
Square		2,067							7,839		
Cash app		4,206							16,900		
Cash app (ex-Bitcoin)		1,476							6,181		
Adj. revenue (excl. Bitcoin)		3,663							14,491		
Gross processing volume (GPV; US\$m)		65,448							246,561		
Gross profits	2,220	2,222	(0)	(1)	17	8,890	8,780	1	8,820	1	18
Transaction-based		751							3,018		
Subscription and services-based		1,447							5,927		
Hardware		(27)							(82)		
Bitcoin		58							264		
Opex		1,956							7,603		
Operating income	320	266	20	(20)	256	1,440	1,300	11	1,217	18	310
EBITDA	695	670	4	(8)	46	2,900	2,760	5	2,796	4	62
Net income		552							2,163		
EPS (US\$)		0.84							3.43		
Gross margin (%)		34.8							35.0		
Transaction-based		41.6							44.2		
Subscription and services-based		80.5							82.9		
Hardware		(67.9)							(58.4)		
Bitcoin		2.1							2.5		
OP margin of GP (%)	14.4	12.0	2.4 ppts	(3.5)ppts	9.7 ppts	16.2	14.8	1.4 ppts	13.8	2.4 ppts	11.5 ppts
EBITDA margin of GP (%)	31.3	30.2	1.1 ppts	(2.7)ppts	6.2 ppts	32.6	31.4	1.2 ppts	31.7	0.9 ppts	8.7 ppts
Net margin (%)		8.6							8.6		

資料來源：公司；凱基

圖 16: Block 主要營運數據

SQ US	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	2020	2021	2022	2023
<b>Sales mix (%)</b>														
Transaction-based	31	34	34	32	29	30	30	28	25	28	35	27	33	29
Subscription and services-based	24	25	26	28	27	26	27	28	28	29	16	15	26	27
Hardware	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Bitcoin	44	41	39	39	43	43	43	44	46	42	48	57	41	43
Square	36	39	39	38	31	35	35	31	29	32	37	29	38	33
Cash app	61	60	59	61	68	64	64	68	70	67	63	70	60	66
Cash app (ex-Bitcoin)	17	19	20	22	24	21	21	24	24	25	15	13	20	23
Corporate and other	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1			1	1
<b>Sales YoY growth (%)</b>														
Transaction-based	28	20	17	13	15	11	9	8	6	5	7	45	19	11
Subscription and services-based	72	60	71	69	42	33	25	24	23	22	49	76	68	31
Hardware	30	10	16	(1)	0	(7)	(2)	(9)	(13)	(4)	8	59	13	(4)
Bitcoin	(51)	(34)	(3)	(7)	25	34	37	37	26	9	785	119	(29)	34
Square	42	32	27	19	8	12	12	3	11	3	2	47	29	9
Cash app	(40)	(21)	12	12	40	36	34	37	23	16	440	106	(14)	36
Cash app (ex-Bitcoin)	30	38	60	76	78	39	26	36	18	30	137	64	51	42
Corporate and other		46	(3)	(41)	(49)	(12)	(11)	31	7	(6)				(20)
<b>Gross margin (%)</b>														
Transaction-based	42	41	41	41	42	42	41	41	42	42	42	43	41	41
Subscription and services-based	80	81	81	83	81	81	83	83	84	84	85	82	81	82
Hardware	(71)	(74)	(75)	(79)	(57)	(65)	(85)	(74)	(56)	(59)	(57)	(52)	(75)	(70)
Bitcoin	3	2	2	2	2	2	2	3	3	3	2	2	2	2
Square	46	44	44	46	50	46	50	46	47	47	43	45	45	48
Cash app	26	27	29	30	28	27	25	30	30	31	21	17	28	28
Cash app (ex-Bitcoin)	84	79	80	79	72	79	74	80	82	81	81	81	81	77
<b>Other metrics</b>														
GPV YoY (%)	31	23	20	15	17	12	10	8	6	5	6	49	21	12
<b>Gross processing volume (GPV; US\$m)</b>														
Micro (<\$125K GPV)	43,504	52,499	54,373	53,160	51,117	59,012	60,076	57,494	54,426	61,941	112,295	167,720	203,536	227,699
SMB (\$125K-\$500K GPV)	13,800	15,600	15,800	15,900	15,200	16,800	17,000	16,900	16,000	17,500	34,119	53,561	61,100	65,900
Mid-market (>\$500K GPV)	11,800	14,100	14,400	14,000	13,700	15,700	16,000	15,300	14,800	16,900	25,617	45,296	54,300	60,700
Larger Sellers (>\$125K GPV)	14,000	18,600	19,900	18,900	17,500	21,800	22,800	21,400	19,600	24,000	24,916	53,967	71,400	83,500
	25,800	32,700	34,300	32,900	31,200	37,500	38,800	36,700	34,400	40,900	47,249	99,263	125,700	144,200
<b>Mix (%)</b>														
Micro (<\$125K GPV)	35	32	32	33	33	31	31	32	32	30	30	32	30	30
SMB (\$125K-\$500K GPV)	30	29	29	29	30	29	29	29	29	29	23	27	27	27
Mid-market (>\$500K GPV)	35	39	40	39	38	40	41	40	39	41	22	32	35	35
Larger Sellers (>\$125K GPV)	65	68	69	68	68	69	70	69	68	70	42	59	62	62
<b>Take rates (%)</b>														
Transaction-based	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8
Total	9.1	8.4	8.3	8.7	9.8	9.4	9.4	10.0	10.9	9.9	8.5	10.5	8.6	9.6

資料來源：公司、凱基

## Visa 財報及財測暨市場共識比較

圖 17 : Visa 3Q FY24 財報結果及 4Q FY24 公司財測暨市場共識比較

V US (FY ends Sep.)	3Q24					4Q24F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
US \$mn										
Net revenue	8,900	8,929	(0)	1	10	9,556	9,586	(0)	7	11
Service	3,967	3,945	1	(2)	8		4,243			
Data processing	4,489	4,528	(1)	5	9		4,719			
International transaction	3,194	3,261	(2)	7	9		3,577			
Others	780	727	7	3	31		868			
Gross revenue	12,430	12,426	0	3	10		13,349			
Incentives	3,530	3,497	1	8	11		3,763			
<b>Key metrics</b>										
US Payments volume (US \$bn)	1,652	1,671	(1)	6	5		1,682			
Cross-border volume FXN YoY (%)	14	14	(0.0)ppts	(2.0)ppts	(3.0)ppts		14			
Gross profits	8,900	8,929	(0)	1	10		9,586			
Total expense	2,927	2,942	(1)	2	14	3,142	3,133	0	7	9
Operating income	5,973	6,016	(1)	1	8	6,414	6,455	(1)	7	12
Pretax Income (GAAP)	5,989	6,073	(1)	9	16		6,537			
Tax (GAAP)	1,117	1,163	(4)	31	13		1,265			
Net income	4,909	4,906	0	(4)	9		5,260			
EPS (US\$)	2.42	2.42	0	(4)	12	2.61	2.61	0	8	12
Incentives as % of gross revenue	28.4	28.1	0.3 ppts	1.3 ppts	0.3 ppts		28.2			
OP margin (%)	67.1	67.4	(0.3)ppts	(0.2)ppts	(1.2)ppts		67.3			
Tax rate (%)	19	19	(0.5)ppts	3.2 ppts	(0.6)ppts		19			
Net margin (%)	55.2	54.9	0.2 ppts	(3.2)ppts	(0.2)ppts		54.9			

資料來源：公司、Bloomberg；凱基

備註：財年止於9月



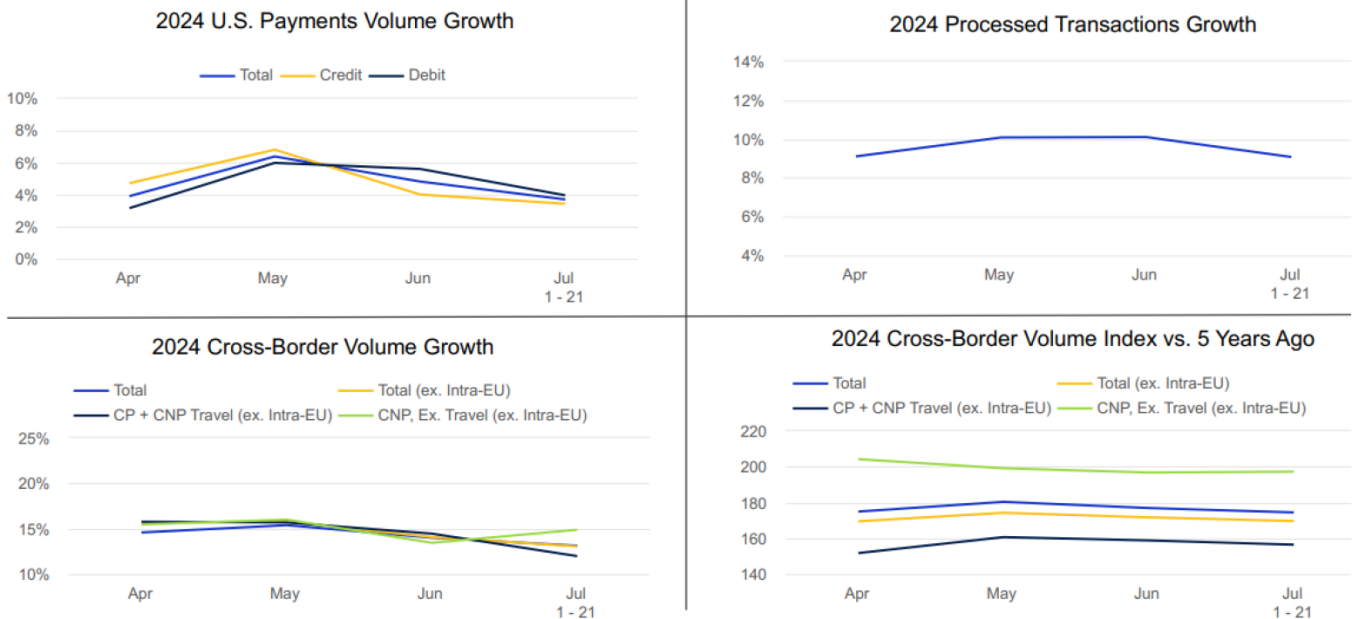
圖 18 : Visa 主要營運數據

CY	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023
FY (Fiscal year ends September)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24				
<b>Sales mix (%)</b>																	
Service	35	37	34	35	75	36	32	32	33	35	32	32	33	34	35	43	33
Data processing	40	39	40	38	38	36	26	35	36	35	36	35	36	38	39	34	36
International transaction	19	19	21	21	34	23	26	27	26	25	26	26	25	22	20	27	26
Others	5	5	5	5	(47)	5	5	5	5	5	5	6	6	5	5	(7)	6
Incentives as % of gross revenue	25	26	26	27	25	26	26	27	26	27	28	29	28	23	26	26	27
<b>Payment volume YoY (%)</b>																	
US	8	18	40	21	22	16	12	12	9	10	6	6	5	3	21	15	8
Int'l	2	10	38	16	18	14	4	(1)	(5)	3	10	12	12	(2)	16	8	5
Europe	7	10	44	14	15	14	2	(6)	(4)	3	11	20	16	2	18	6	7
APAC	(3)	9	20	7	9	6	5	4	(6)	1	3	1	4	(8)	7	6	(0)
Canada	3	10	48	23	27	24	19	14	3	8	2	4	5	(3)	20	21	4
CEMEA	8	19	60	30	34	10	(23)	(24)	(29)	(10)	25	22	21	8	27	(2)	(2)
Total	5	14	39	18	20	15	8	5	2	6	8	9	9	0	18	12	6
US debit	21	34	36	27	18	6	5	(1)	9	10	6	7	5	12	29	6	8
Int'l debit	14	19	33	18	20	13	(2)	(7)	(10)	(1)	12	17	16	9	21	5	4
US credit	(3)	2	44	26	27	28	21	17	10	10	5	6	6	(5)	15	23	8
Int'l credit	(7)	3	45	5	16	14	11	16	(0)	7	8	8	9	(11)	9	14	6
<b>Payment volume mix (%)</b>																	
US	37	38	39	38	38	40	42	42	42	41	41	41	41	36	38	40	41
Int'l	43	42	41	42	43	42	41	41	41	42	42	43	43	42	42	42	42
Europe	16	15	16	16	16	16	15	15	15	15	16	17	16	15	16	15	16
APAC	16	16	14	14	15	15	14	14	14	14	14	13	13	16	15	15	14
Canada	2	2	2	2	3	2	3	3	3	3	3	3	3	2	2	3	3
CEMEA	5	5	5	5	6	5	4	4	4	4	4	4	5	5	5	5	4
Cash	21	20	19	20	18	18	17	17	17	17	17	16	16				
US debit	19	22	21	22	20	21	21	21	21	22	21	21	21	19	21	21	21
Int'l debit	21	20	21	21	22	21	19	19	19	20	20	21	21	20	21	20	20
US credit	17	16	18	18	19	19	20	21	21	20	20	20	20	17	17	20	20
Int'l credit	22	21	20	19	22	22	21	22	22	22	22	22	22	22	21	22	22
<b>Other Metrics</b>																	
Processed transactions (mn)	39,213	37,644	42,561	45,315	47,558	44,807	49,279	50,885	52,512	50,069	54,034	55,963	57,472	140,839	164,733	192,530	212,579
YoY (%)	4	8	39	21	21	19	16	12	10	12	10	10	9	2	17	17	10
Cross-border volume YoY (%)	(21)	(11)	47	38	40	38	40	36	31	24	17	16	16	(16)	9	38	20

資料來源：公司：凱基

圖 19 : Visa 季內美國地區及跨境刷卡量趨勢

Operational Performance Metrics through July 21, 2024



Notes:  
 1) All figures shown on a constant-dollar basis and growth rates are calculated over the comparable prior year period. Refer to Operational Performance Data Footnote for further information on these metrics.  
 2) CP denotes Card Present and CNP denotes Card Not Present.

VISA Fiscal Third Quarter 2024 Financial Results

©2024 Visa. All rights reserved. 3

資料來源：Visa：凱基



## MasterCard 財報及財測暨市場共識比較

圖 20 : MasterCard 2Q24 財報結果及 3Q24 公司財測暨市場共識比較

MA US	2Q24							3Q24F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
US \$mn												
Net revenue	6,961	6,856	2	10	11	6,833	2	7,252	7,243	0	4	11
Payment Network (Net)	4,375	4,291	2	12	7				4,529			
Domestic Assessments	2,596	2,682	(3)	5	5				2,713			
Cross-Border Assessments	2,433	2,383	2	9	19				2,641			
Transaction Processing Assessments	3,324	3,337	(0)	8	12				3,558			
VAS & Solutions (Net)	2,586	2,567	1	7	18				2,710			
Gross revenue	11,183	11,211	(0)	7	12				11,830			
Rebates and incentives	4,222	4,354	(3)	3	14				4,587			
Gross profits	6,961	6,856	2	10	11				7,243			
Opex	2,828	2,833	(0)	8	9	2,825	0	2,985	2,981	0	6	11
Operating income	4,133	4,024	3	11	12	4,008	3	4,267	4,268	(0)	3	11
Pretax Income	3,939	3,941	(0)	11	6				4,186			
Tax (GAAP)	681	672	1	24	(21)				714			
Net income	3,341	3,277	2	8	22				3,477			
EPS (US\$)	3.59	3.52	2	8	24				3.75			
Incentives as % of gross revenue (%)	37.8	38.8	(1.1)ppts	(1.5)ppts	0.7 ppts				38.8			
OP margin (%)	59.4	58.7	0.7 ppts	0.6 ppts	0.7 ppts	58.7	0.7 ppts	58.8	58.9	(0.1)ppts	(0.5)ppts	(0.0)ppts
Net margin (%)	48.0	47.8	0.2 ppts	(0.7)ppts	4.3 ppts				48.0			

資料來源：公司、Bloomberg；凱基

圖 21: MasterCard 2024 公司財測調整暨市場共識比較

MA US	2024F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
US \$mn						
Net revenue	27,984	27,859	0	27,850	0	12
Payment Network (Net)				17,063		
Domestic Assessments				10,524		
Cross-Border Assessments				9,793		
Transaction Processing Assessments				13,768		
VAS & Solutions (Net)				10,794		
Gross revenue				45,517		
Rebates and incentives				17,667		
Gross profits				27,850		
Opex	11,711	11,711	0	11,619	1	11
Operating income	16,274	16,148	1	16,211	0	12
Pretax Income				15,894		
Tax (GAAP)				2,542		
Net income				13,280		
EPS (US\$)				14.28		
Incentives as % of gross revenue (%)				38.8		
OP margin (%)				58.2		
Net margin (%)				47.7		

資料來源：公司、Bloomberg；凱基

圖 22 : MasterCard 主要營運數據

MA US	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023
<b>Gross revenue mix (%)</b>																				
Domestic assessments	27	29	29	27	28	28	27	26	27	26	25	24	25	25	23	22	28	27	25	24
Cross-border volume fees	20	13	13	13	14	15	16	16	18	19	20	19	20	21	22	21	15	16	19	21
Transaction processing fees	36	37	38	37	37	36	36	36	31	30	31	35	30	30	30	30	37	36	32	30
Other revenues	17	21	19	22	21	20	20	22	25	25	24	22	25	25	24	27	20	21	24	25
<b>Rebates and incentives</b>																				
Purchase volume YoY (%)	35	35	35	36	35	37	36	38	35	36	38	38	37	37	38	39	35	37	37	38
<b>US</b>																				
US	7	(6)	4	5	14	36	23	26	18	12	12	8	9	6	6	5	3	25	12	6
<b>ROW</b>																				
ROW	9	(11)	1	2	8	35	23	27	22	21	18	12	0	0	0	0	(1)	14	13	11
APMEA	5	(9)	(0)	1	8	21	11	14	13	14	15	9	13	12	9	10	(3)	17	19	9
Canada	4	(16)	(2)	(1)	3	29	17	20	21	24	18	13	16	8	7	8	2	32	20	23
Europe	13	(13)	4	3	8	48	33	39	33	24	16	13	31	25	22	18	3	35	33	19
Latin America	17	(13)	(2)	7	12	52	42	39	40	40	32	23	22	17	18	20	1	24	16	13
Worldwide	8	(9)	2	3	10	36	23	27	22	18	15	11	17	14	12	11	1	24	16	13
<b>US debit</b>																				
US debit	8	14	21	17	28	25	13	18	5	0	3	2	0	0	0	0	15	20	3	3
<b>ROW debit</b>																				
ROW debit	18	(3)	18	21	32	63	37	36	20	15	9	6	0	0	0	0	14	41	12	21
<b>US credit</b>																				
US credit	7	(22)	(10)	(5)	1	50	35	34	32	25	20	14	0	0	0	0	(8)	29	22	8
<b>ROW credit</b>																				
ROW credit	(1)	(22)	(9)	(6)	2	35	19	18	15	11	4	(1)	0	0	0	0	(10)	18	7	11
<b>Purchase volume mix (%)</b>																				
US	27	29	27	27	28	29	28	28	29	30	30	30	29	29	29	28	28	28	30	29
<b>ROW</b>																				
ROW	47	46	48	49	48	48	50	50	50	50	51	51	52	52	53	53	47	49	50	53
APMEA	20	20	20	21	21	19	19	19	20	19	19	19	19	19	18	19	20	20	19	19
Canada	2	3	3	3	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Europe	20	19	21	21	20	22	24	24	22	23	23	24	24	25	26	26	21	23	23	25
Latin America	4	3	4	4	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	6	6	4	4	5	6
Cash	26	25	25	24	24	23	23	22	21	20	19	19	19	19	18	18	25	23	20	19
<b>US debit</b>																				
US debit	13	16	15	14	15	15	14	13	14	14	14	13	13	13	13	13	14	14	14	13
<b>ROW debit</b>																				
ROW debit	16	16	18	19	19	19	20	21	20	21	21	22	22	23	23	24	17	20	21	23
<b>US credit</b>																				
US credit	14	13	13	13	13	14	14	15	15	16	17	17	16	16	16	16	13	14	16	16
<b>ROW credit</b>																				
ROW credit	31	29	30	30	29	29	29	29	30	30	29	29	29	30	29	29	30	29	29	30
<b>Other metrics</b>																				
Processed transactions (mn)	22,132	19,369	23,807	24,756	23,772	27,228	29,718	31,400	29,000	30,400	32,352	33,959	32,500	35,519	37,155	38,058	90,064	112,118	125,711	143,196
YoY	15	(10)	4	4	7	41	25	27	22	12	9	8	12	17	15	12	3	24	12	14
<b>Cross-border volume YoY (%)</b>																				
YoY	(1)	(45)	(36)	(29)	(17)	58	52	53	53	58	44	31	35	24	21	18	(29)	32	45	24

資料來源：公司；凱基

圖 23 : MasterCard 季內刷卡量趨勢

## Business Update Through July 28<sup>th</sup>

Year-over-year growth %

	2024					
	Q1	Apr	May	Jun	Q2	Jul 28 MTD
<b>Switched volume<sup>1</sup></b>	<b>12%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>
United States	7%	5%	8%	6%	6%	6%
Worldwide less U.S.	15%	12%	14%	14%	14%	14%
<b>Switched transactions</b>	<b>13%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>
<b>Cross-border volume<sup>1</sup></b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
Intra-Europe	17%	15%	15%	16%	15%	16%
Other Cross-border	19%	20%	18%	17%	18%	17%
XB CNP ex travel	21%	22%	19%	19%	20%	20%
XB Travel (CP + CNP travel)	17%	14%	15%	15%	15%	15%

1. Mastercard-branded programs only; on a local currency basis.

July 31, 2024

資料來源：MasterCard；凱基

## Visa (V US)

圖 24 : Visa – ESG 整體分數

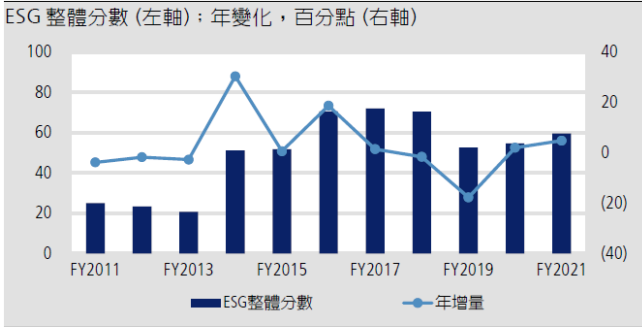


圖 25 : Visa – ESG 各項分數

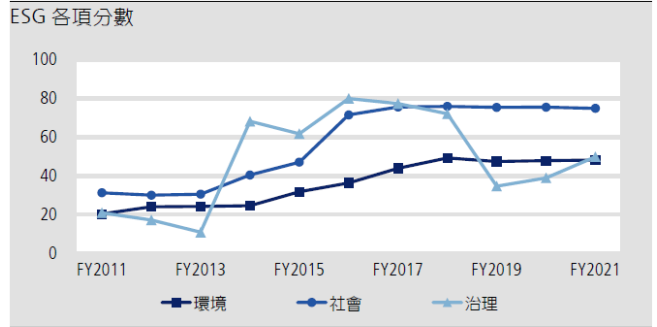


圖 26 : Visa – 能源消耗

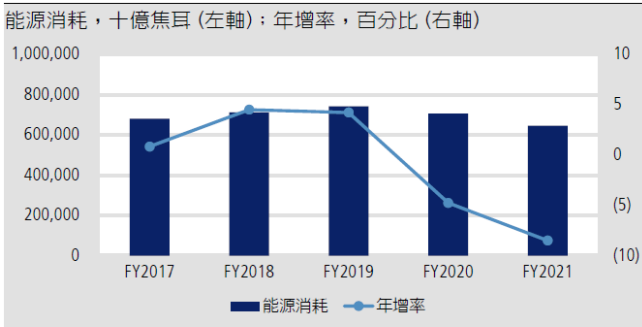


圖 27 : Visa – 獨立董事

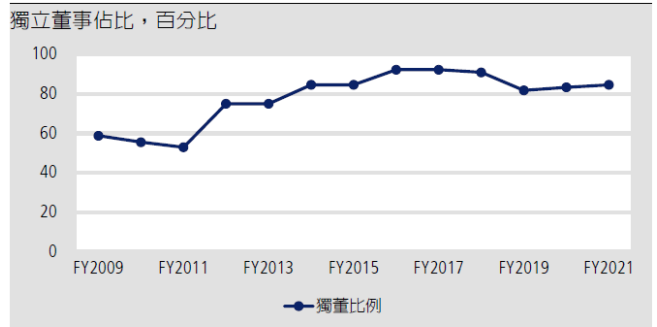


圖 28 : Visa – 碳排量

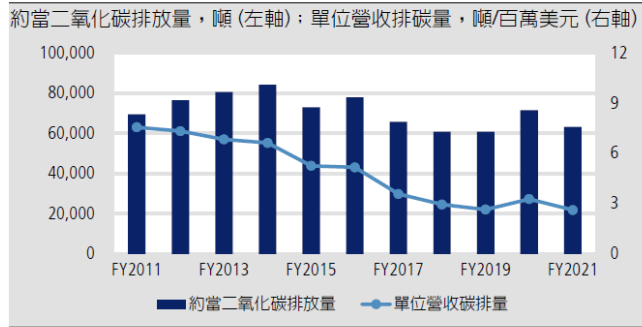


圖 29 : Visa – 廢棄物總量

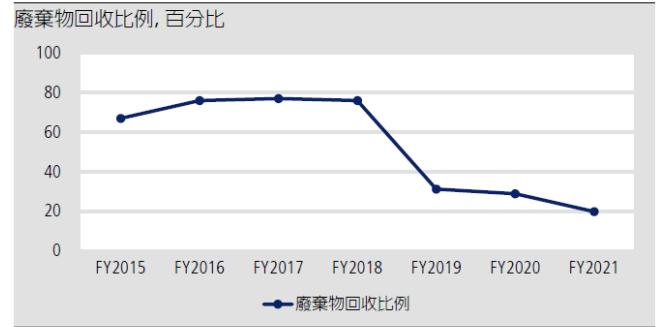


圖 30 : Visa – 耗水量

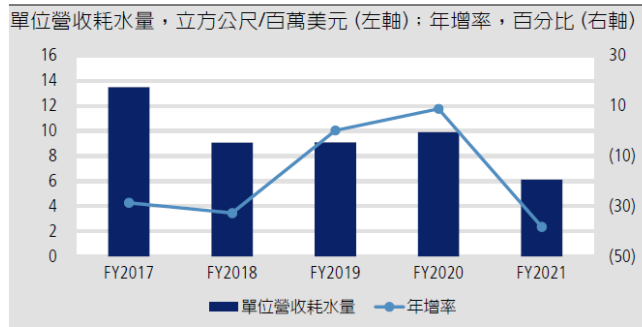
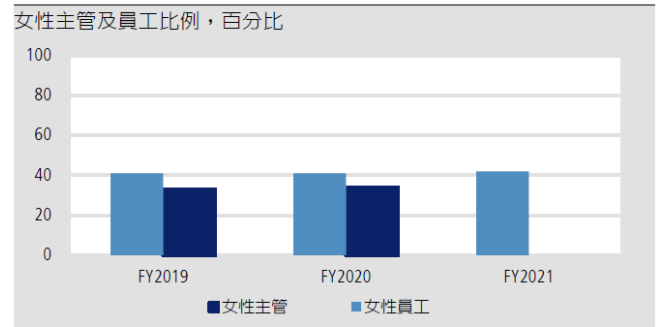
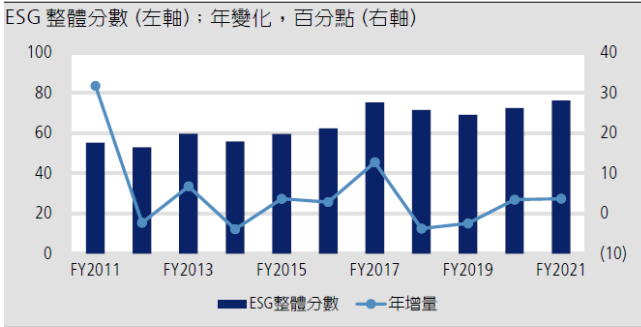
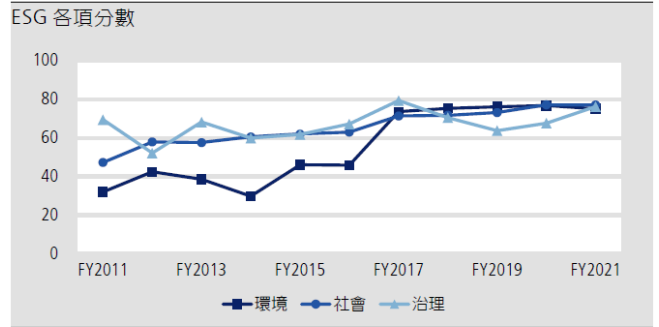
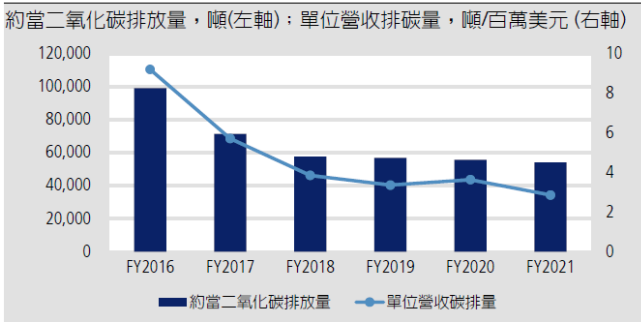
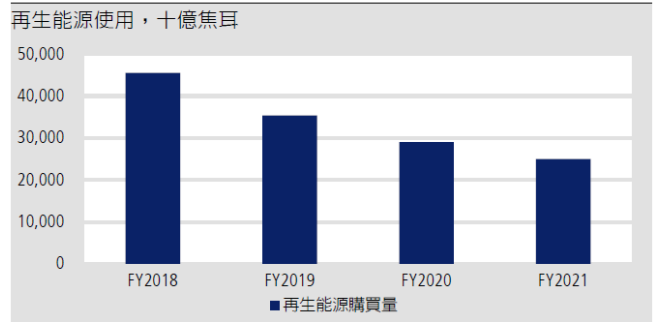
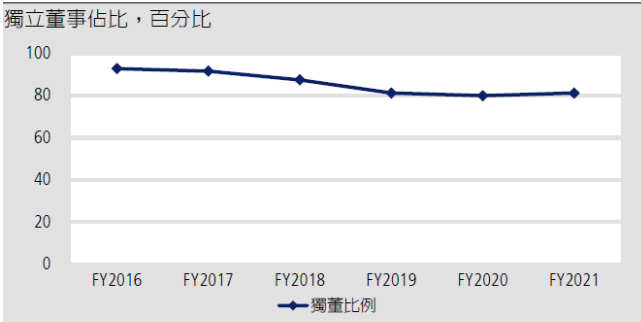
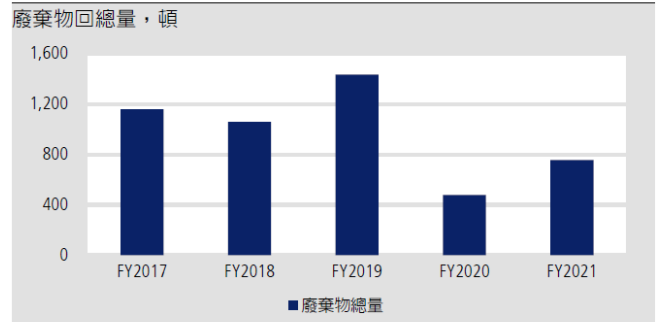
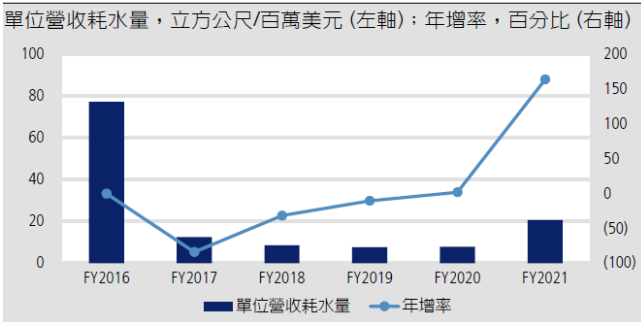
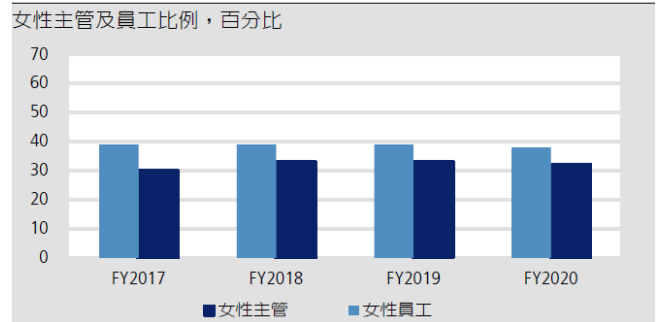


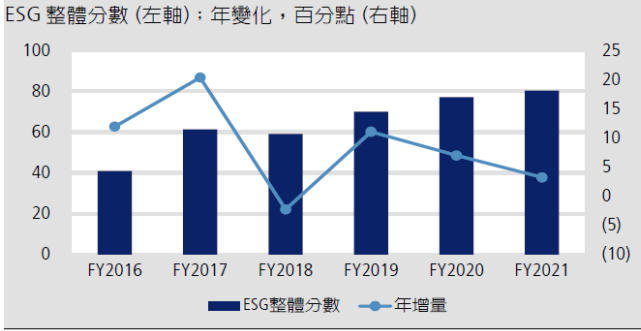
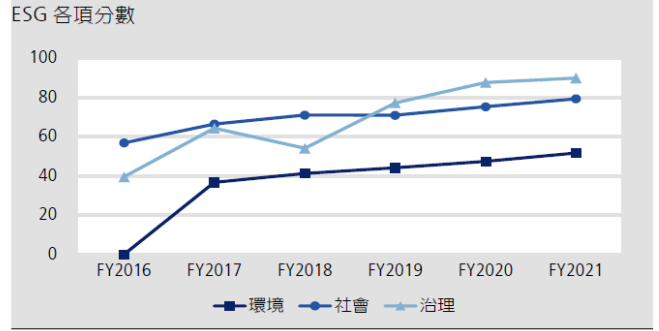
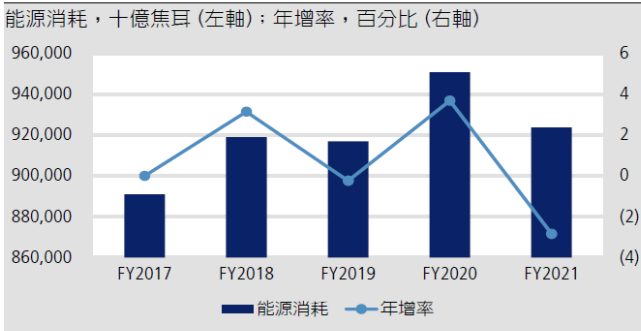
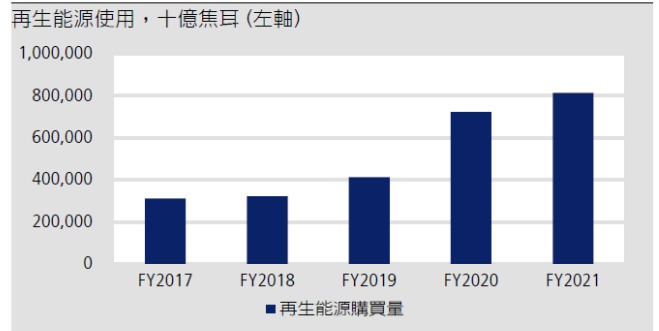
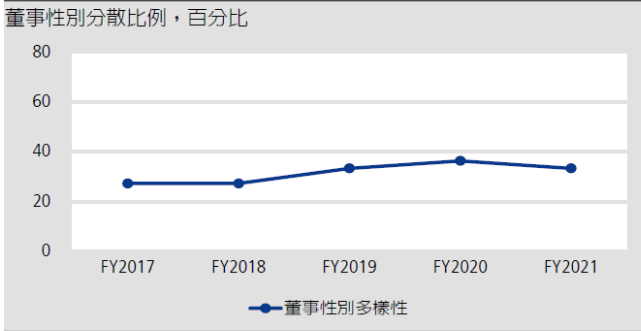
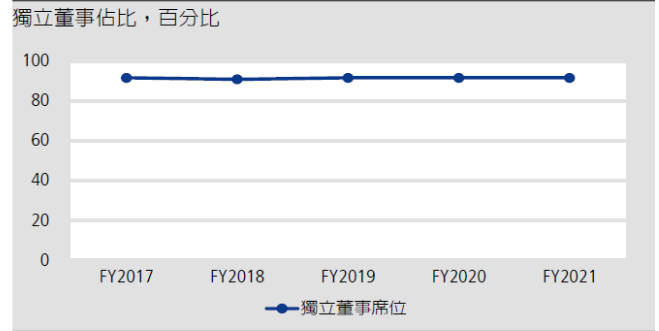
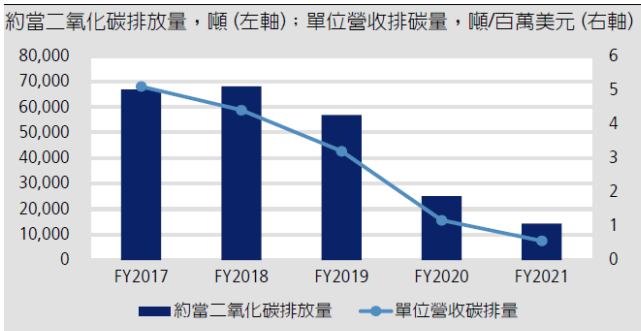
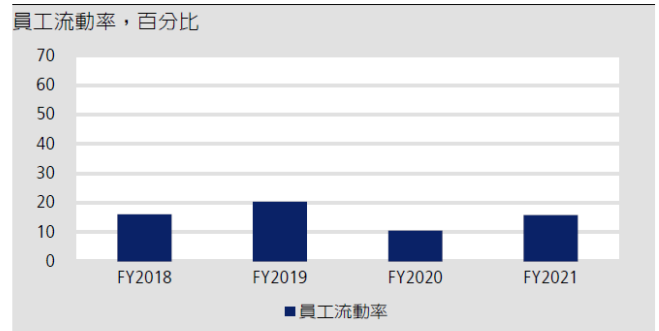
圖 31 : Visa – 性別多樣性



## MasterCard (MA US)

**圖 32 : MasterCard – ESG 整體分數**

**圖 33 : MasterCard – ESG 各項分數**

**圖 34 : MasterCard – 碳排放量**

**圖 35 : MasterCard – 再生能源使用**

**圖 36 : MasterCard – 獨立董事**

**圖 37 : MasterCard – 廢棄物總量**

**圖 38 : MasterCard – 耗水量**

**圖 39 : MasterCard – 性別多樣性**


## PayPal (PYPL US)

**圖 40：PayPal – ESG 整體分數**

**圖 41：PayPal – ESG 各項分數**

**圖 42：PayPal – 能源消耗**

**圖 43：PayPal – 再生能源使用**

**圖 44：PayPal – 董事性別多樣性**

**圖 45：PayPal – 獨立董事**

**圖 46：PayPal – 碳排量**

**圖 47：PayPal – 員工流動率**


## Block (SQ US)

圖 48 : Block – ESG 整體分數

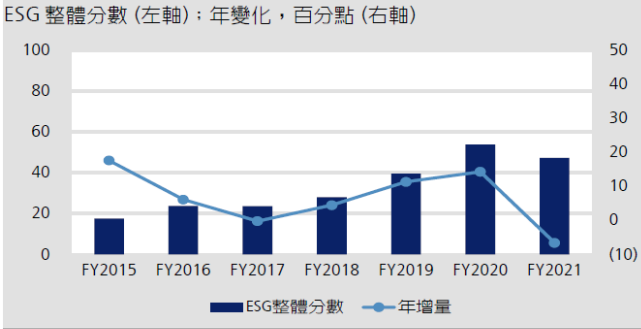


圖 49 : Block – ESG 各項分數

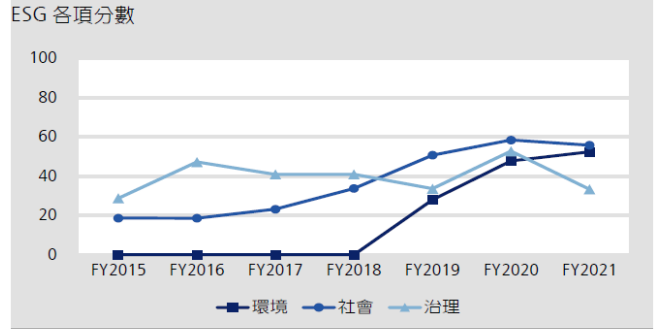


圖 50 : Block – 性別多樣性

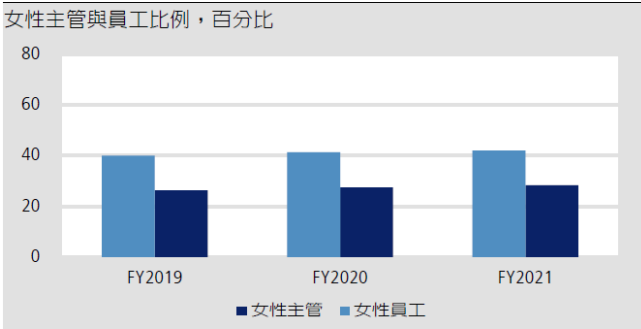


圖 51 : Block – 董事性別多樣性

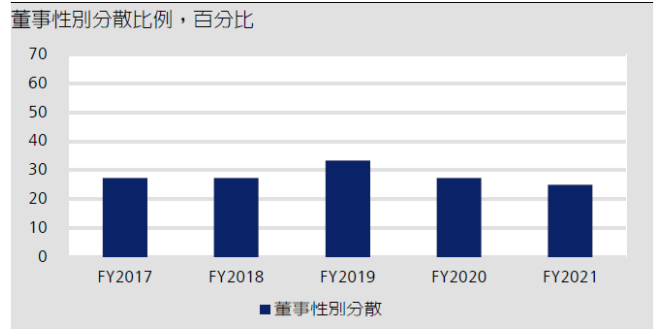


圖 52 : Block – 獨立董事

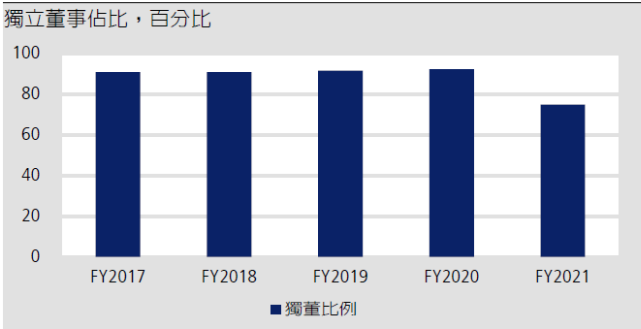


圖 53 : Block – 碳排量

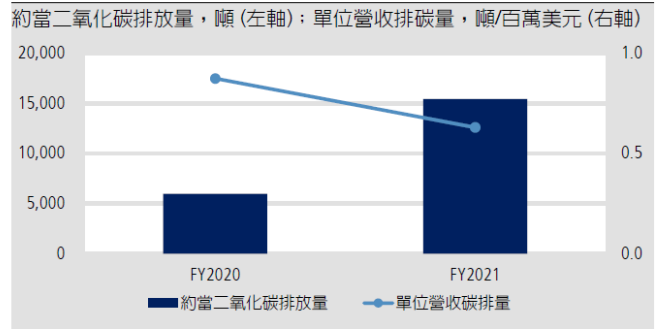


圖 54 : Block – 資源使用

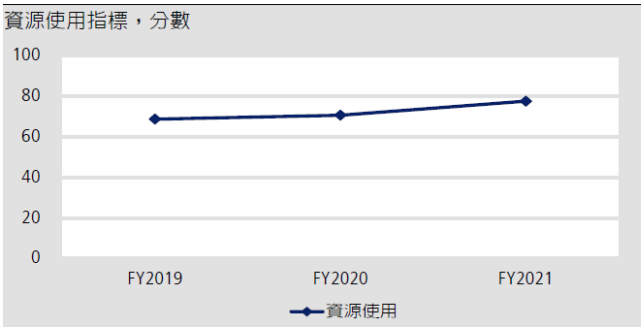
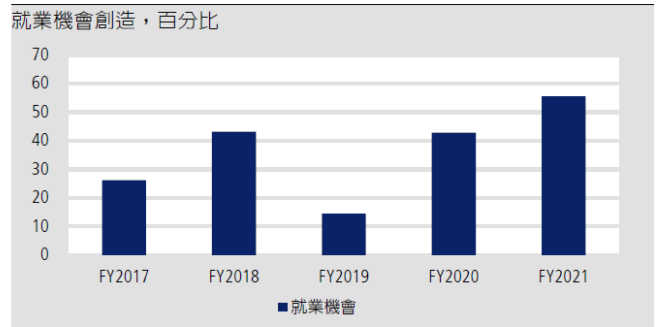
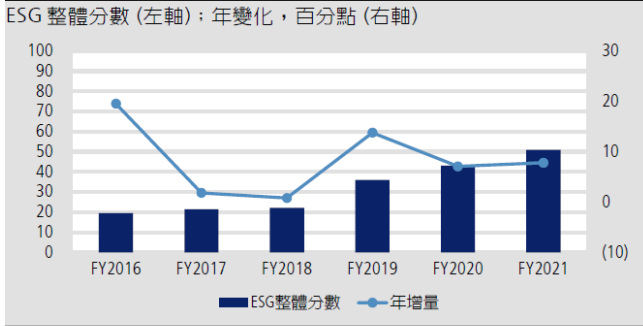


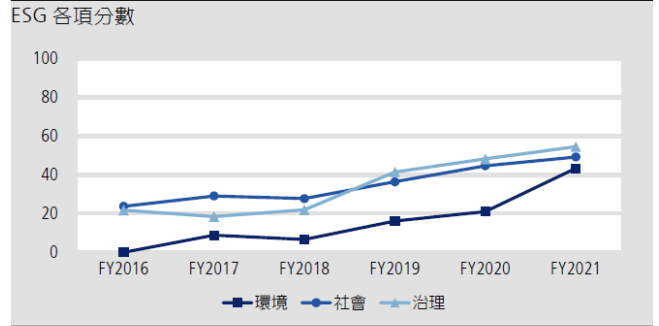
圖 55 : Block – 就業機會



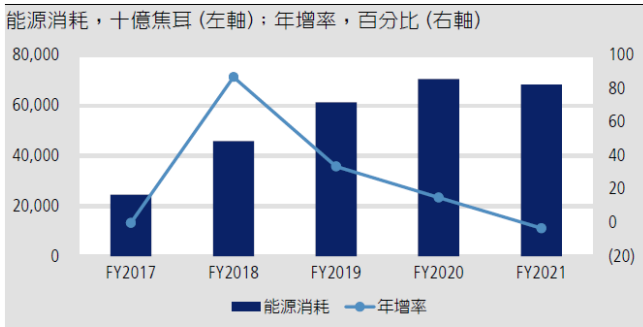
## Shopify (SHOP US)

**圖 56：Shopify – ESG 整體分數**


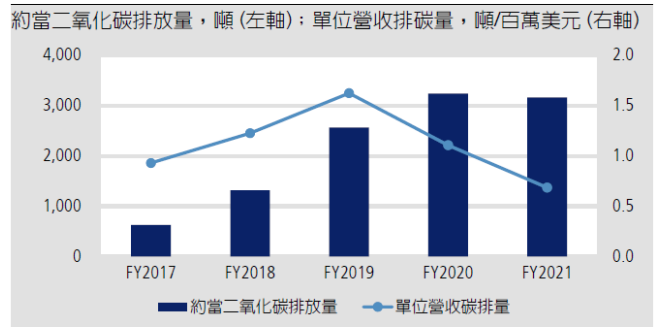
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 57：Shopify – ESG 各項分數**


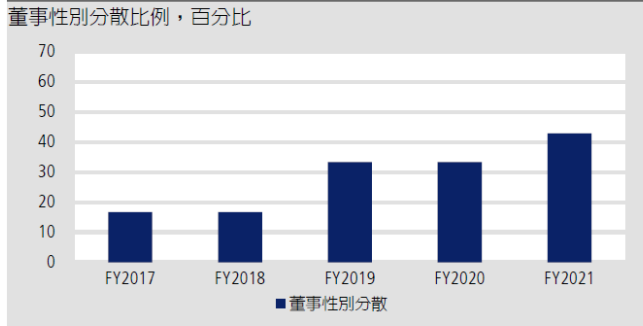
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 58：Shopify – 能源消耗**


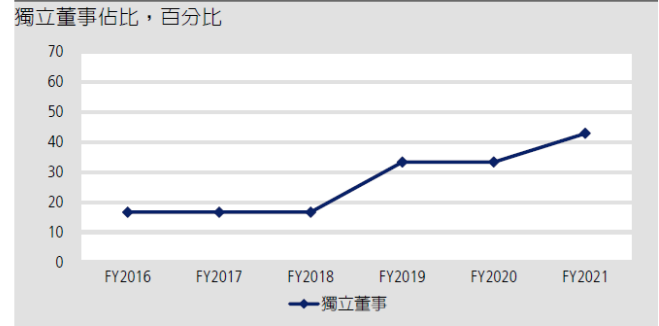
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 59：Shopify – 碳排放量**


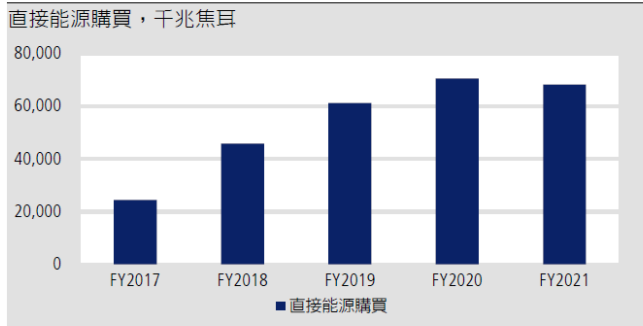
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 60：Shopify – 董事性別多樣性**


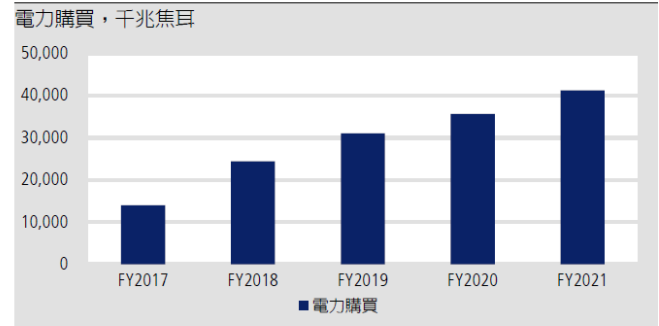
資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 61：Shopify – 獨立董事**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 62：Shopify – 能源購買**


資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 63：Shopify – 電力購買**


資料來源：Refinitiv、公司資料



項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工人數 - 離開之員工人數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及/或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及/或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。