

軟體產業：CSP財報通讀

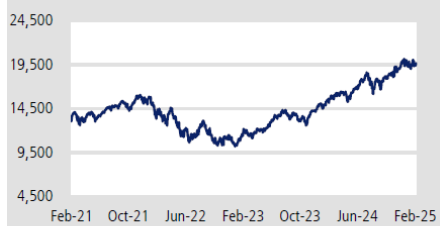
1H25 算力缺口將逐漸緩解；OpenAI Deep Research/GPT-o3 社群反饋正向

焦點內容

1. 雲服務：GenAI 需求強勁惟受算力供給限制，應用服務變現模式走向多元。
2. 數位廣告：META 持續擺脫 IDFA 影響，GenAI 廣告工具獲得青睞。
3. 電商：Amazon 利潤率表現持續亮眼，短期關稅逆風。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G
Amazon AMZN US	81	86	84	73
Alphabet Googl US	82	77	83	83
Meta Meta US	62	48	59	69
Microsoft MSFT US	93	78	97	94

資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

軟體龍頭 Amazon、Microsoft、Meta 及 Alphabet 公佈 4Q24 財報。

評論及分析

雲服務：GenAI 需求強勁惟受算力供給限制，應用服務變現模式走向多元。 財報大致符合我們前瞻報告觀點：AWS(年增持平; 符合共識) > Azure(財測加速成長 1ppts; 仍劣於共識 1ppts) > Google Cloud(年增減速 5ppts; 劣於共識 2ppts)。焦點：(1)AI 算力缺口將於 1H25 逐漸緩解：AWS/GCP/Azure 皆提及 AI 需求強勁，算力供給缺口導致成長率受限，Azure/AWS 分別預期 FY25 財年底(2025/6月)及 2H25 可大致滿足目前需求；(2)non-AI 復甦混和：AWS 提及 non-AI 業務亦觀察到客戶重啟或加速雲端遷移(使用 AI 的第一步)，惟 Azure 因客戶屬性及其銷售流程較長仍受預算優化負面影響；(3)應用變現正向且模式多元化：M365 Commercial Cloud 營收年增率及財測優於市場預期 0.6/0.5ppts 且財測年增持平(vs. 上季減速，係由 E5 及 Copilot 滲透率提高帶動，我們觀察到 Copilot Consumer 及 Gemini Workspace 網綁 AI 功能進行漲價，Microsoft 推出 Copilot Chat 採使用量計費，我們看好多元模式將推動 GenAI 在應用端的變現進程。

數位廣告：META 持續擺脫 IDFA 影響，GenAI 廣告工具獲得青睞。 整體而言廣告需求依然穩健：(a) 品牌廣告為主的平台(如 YouTube/YT、Google Network)表現混和，YT 受惠政治廣告及品牌廣告強勁，我們認為 Network 低於共識係因 META 獲得更多展示型廣告市占率；(b) 搜尋型 DR 廣告，Google Search 廣告營收持續受惠零售、金融等垂直領域廣告投放強勁優於預期 1%。Microsoft C4Q24/1Q25 搜尋廣告營收及財測年增 20/15%優於預期 6/4ppts 表現強勁；(c) 展示型 DR 廣告，Meta 4Q24 營收優於預期 3%由 eCPM 優於預期 10ppts 帶動，管理層看好 2025 營收維持強勁成長，目前至少使用一種 GenAI 廣告工具的廣告主已達 400 萬。

電商：Amazon 利潤率表現持續亮眼，短期關稅逆風。 Amazon 4Q24 北美/國際業務利潤率優於預期 1.6/0.2ppts 表現亮眼，雖與 UPS 取消部分送貨合作，但公司已有自行處理的物流能力，將持續推升倉儲物流使用率並帶動利潤率提升。惟我們觀察到 Amazon 賣家約 50%來自中國、近期推出類 Temu 服務 Amazon Haul 將在短期面臨關稅風險。

投資建議

依 2025 全年投資週期考量，我們對 CSP 偏好排序維持 Microsoft > Amazon(短期關稅/算力缺口逆風後佈局) > Meta(需依 2026 進行評價) > Alphabet(AI Search 競爭擔憂)。MSFT 係考量：(1)GPT-o3 mini 性價比優於 DeepSeek R1、GPT-o3 支應的 Deep Research 早期用戶反饋正向，看好 OpenAI 維持領先地位且高階訂閱方案滲透率持續提升；(2)MPC+PBP 業務(2Q FY25 營收占比 63%)受惠 GenAI 成本下滑&換機潮；(3)評價具吸引力，模型護城河 de-rating 在過去 6 個月已陸續反應。CSP 台股供應鏈見圖 3-6。

投資風險

消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

圖 1：凱基財測暨目標調整

	KGI forecast		Chg. (%; pts)		Rating	Shr px (US\$)	Mkt cap (US\$bn)	Target price				Multiple	
	2025	2026	2025	2026				New (US\$)	Upside (%)	Old (US\$)	Chg. (%)	New	Old
Amazon													
Revenue (US\$m)	701,673	774,485	(1)	(1)									
Gross profit (US\$m)	354,775	397,308	(1)	(1)									
Operating profit (US\$m)	81,007	98,888	0	0									
EBITDA (US\$m)	163,651	192,193	0	0	OP	229	2,428	280	22	255	10	FY26 35x PE	FY25 40x PE
Net income (US\$m)	67,429	82,745	1	1									
EPS (US\$)	6.34	7.68	2	2									
Microsoft													
Revenue (US\$m)	315,518	361,879	(0)	(1)									
Gross profit (US\$m)	214,532	244,044	(0)	(0)									
Operating profit (US\$m)	141,381	162,138	1	0									
EBITDA (US\$m)	175,510	202,369	0	(1)	OP	410	3,046	540	32	540	0	FY25 35x PE	FY25 35x PE
Net income (US\$m)	112,927	129,885	1	0									
EPS (US\$)	15.17	17.52	1	(0)									
Alphabet													
Revenue (US\$m)	349,078	385,664	0	0									
Gross profit (US\$m)	226,135	250,600	(0)	(0)									
Operating profit (US\$m)	128,223	139,019	(0)	(0)									
EBITDA (US\$m)	148,809	165,318	0	0	OP	185	2,270	220	19	205	7	FY26 23x PE	FY25 23x PE
Net income (US\$m)	109,638	122,427	(0)	(0)									
EPS (US\$)	8.99	10.21	(0)	(0)									
Meta													
Revenue (US\$m)	188,594	214,708	1	1									
Gross profit (US\$m)	151,921	172,411	1	1									
Operating profit (US\$m)	74,546	85,873	(3)	(3)									
EBITDA (US\$m)	101,331	122,877	1	1	OP	715	1,810	865	21	725	19	FY26 30x PE	FY25 28x PE
Net income (US\$m)	65,469	74,124	(0)	(0)									
EPS (US\$)	25.32	29.02	(0)	(0)									

資料來源：凱基

備註：Microsoft 2025/26 係指 FY26/27 (財年止於6月)

Amazon 財報會議摘要

- AMZN 公佈 4Q24 財報盤後股價下跌 4%(一度接近平盤)，係因 1Q25 財測低於預期。4Q24 營收大致符合市場共識，國際地區低於預期 2%相對疲弱，EPS 優於預期 26%。1Q25 營收/OPM 財測低於預期 4%/1ppts，其中匯率逆風約 1.5ppts、2024 閏年高基期逆風 1.2ppts、AI 算力產能限制等，以及會計折舊變更影響、2025 Capex 高於市場預期影響。
- AWS 相關：1) 4Q24 in-line 算是 CSP 表現比較好的，管理層提及 AWS 在 AI 及 non-AI 皆有成長，看到客戶正重啟或加速雲端遷移，而這是使用 AI 的第一步，echo IT 支出復甦趨勢；2) 確實在 3P 晶片供應商進貨速度較先前慢，拖累營收成長速度，但 AI 業務年增 100%+很難不面臨供不應求的問題，Trn2 大部分的供應也會在未來數個月出現，預期 2H25 算力供不應求的問題會緩解，echo MSFT 看好 2Q25 季底供不應求會緩解；3) 對於 DS 在 RL 的技術令人印象深刻(DS R1 所用的模型優化方式)，AWS Bedrock/SageMaker 皆可使用該模型，已經有客戶開始使用，管理層看好 LLM 類似 2006 早期的雲端儲存產品一樣會隨著降價帶來更多的使用量，net-net 花費的總額會更多。
- 資本支出：1) 4Q24 年增 91%高於市場預期 28%；2) 2025 run-rate 與 4Q24 類似(US\$26.3bn)，亦即 2025 資本支出約 US\$105bn 高於市場預期 22%；3) 2025/1 開始部分的伺服器及網通設備折舊年限由 6 年縮短至 5 年(對 2025 OPI 逆風 US\$700mn)，4Q24 亦有提早退役設備(逆風 US\$600mn)，係因科技進步步伐加快，對比 Meta 則為 5.5 年，但物流倉儲折舊年限則由 10 年延長至 13 年(順風 US\$900mn)。
- 其他：1) 會繼續與 UPS 合作，但該公司認為來自 AMZN 的業務利潤率較低所以取消部分合作，AMZN 已有物流能力自行處理。

圖 2 : Amazon 4Q24 財報結果及 1Q25 公司財測暨市場共識比較

AMZN US US\$m	4Q24						1Q25F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	187,792	187,314	0	18	10	185,000	2	153,250	158,822	(4)	(18)	7
Retail	140,128	139,623	0	21	8				113,595			
Online stores	75,556	74,613	1	23	7				57,900			
Physical stores	5,579	5,405	3	7	8				5,419			
3P seller services	47,485	48,026	(1)	25	9				38,446			
Subscription services	11,508	11,578	(1)	2	10				11,829			
AWS	28,786	28,814	(0)	5	19				29,755			
Ads	17,288	17,342	(0)	21	18				14,042			
other	1,590	1,417	12	21	17				1,302			
By market (Retail & Other)												
North America	115,586	114,208	1	21	10				94,024			
International	43,420	44,084	(2)	21	8				34,894			
Gross profits	88,899	90,266	(2)	14	15				79,416			
Operating income	21,203	18,918	12	22	61	18,000	18	16,000	18,210	(12)	(25)	5
North America	9,256	7,301	27	63	43				6,101			
International	1,315	1,252	5	1	-				1,543			
AWS	10,632	10,123	5	2	48				10,416			
Pretax Income	22,349	19,662	14	24	63				18,652			
Tax (GAAP)	2,325	3,579	(35)	(14)	(24)				3,460			
Net income	20,004	15,823	26	31	88				15,072			
EPS (US\$)	1.86	1.47	26	30	86				1.39			
Capex	27,834	21,726	28	23	91				20,102			
Gross margin (%)	47.3	48.2	(0.9)ppts	(1.7)ppts	1.8 ppts				50.0			
OP margin (%)	11.3	10.1	1.2 ppts	0.3 ppts	3.5 ppts	9.7	1.6 ppts	10.4	11.5	(1.0)ppts	(0.9)ppts	(0.2)ppts
North America	8.0	6.4	1.6 ppts	2.1 ppts	1.9 ppts				6.5			
International	3.0	2.8	0.2 ppts	(0.6)ppts	4.1 ppts				4.4			
AWS	36.9	35.1	1.8 ppts	(1.1)ppts	7.3 ppts				35.0			
Tax rate (%)	10.4	18.2	(7.8)ppts	(4.6)ppts	(12.0)ppts				18.6			
Net margin (%)	10.7	8.4	2.2 ppts	1.0 ppts	4.4 ppts				9.5			

資料來源：公司、Bloomberg；凱基

圖 3: Alphabet 4Q24 財報結果暨市場共識比較

GOOGL US US\$m	4Q24				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Net revenue	81,621	81,544	0	9	13
Google Services	84,094	83,708	0	10	10
Google Advertising	72,461	71,766	1	10	11
Google Search & other	54,034	53,295	1	9	13
YouTube Ads	10,473	10,236	2	17	14
Google Networks	7,954	8,235	(3)	5	(4)
Google Others	11,633	11,942	(3)	9	8
Google Cloud	11,955	12,155	(2)	5	30
Other Bets	400	595	(33)	3	(39)
Gross revenue	96,469	96,492	(0)	9	12
TAC	14,848	14,947	(1)	8	6
Gross profits	55,856	56,731	(2)	8	15
Operating income	30,972	30,256	2	9	31
Google Services	32,836	32,262	2	6	23
Google Cloud	2,093	2,001	5	7	142
Pretax Income	32,243	31,071	4	2	32
Tax (GAAP)	5,707	5,082	12	6	53
Net income	26,536	26,104	2	1	28
EPS (US\$)	2.15	2.12	2	1	31
Capex	14,276	16,134	(12)	9	30
Gross margin (%)	68.4	69.6	(1.1)ppts	(1.0)ppts	1.0 ppts
OP margin (%)	37.9	37.1	0.8 ppts	(0.3)ppts	5.2 ppts
Google Services	39.0	38.5	0.5 ppts	(1.3)ppts	4.0 ppts
Google Cloud	17.5	16.5	1.0 ppts	0.4 ppts	8.1 ppts
Tax rate (%)	17.7	16.4	1.3 ppts	0.7 ppts	2.4 ppts
Net margin (%)	32.5	32.0	0.5 ppts	(2.8)ppts	3.9 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

CSP 台股供應鏈

圖 4：Amazon 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	120	10	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	760		資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	56	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	400	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	640	<10	銅箔基板
聯發科	2454 TT	增加持股	1700	1-3	設計服務
信邦	3023 TT	增加持股	290	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	3345	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	3000	15-20	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	345	40-50	伺服器機殼

資料來源：凱基

圖 5：Microsoft 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	120	3-5	伺服器電源
英業達	2356 TT	持有	56	<10	伺服器原廠委託設計代工
金像電	2368 TT	增加持股	265	<10	印刷電路板
廣達	2382 TT	增加持股	400	<10	伺服器原廠委託設計代工
群光	2385 TT	增加持股	198	10-15	遊戲機
聯發科	2454 TT	增加持股	1,700	1-3	設計服務
創意	3443 TT	持有	1,340	5-10	設計服務
和碩	4938 TT	持有	105	10-15	遊戲機
緯穎	6669 TT	增加持股	3,000	30-40	伺服器原廠委託設計代工

資料來源：凱基

圖 6：Meta 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
金像電	2368 TT	增加持股	265	<10	印刷電路板
聯詠	3034 TT	持有	485	3-7	AR/VR解決方案
緯穎	6669 TT	增加持股	3,000	55-60	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	400	<10	伺服器原廠委託設計代工
智邦	2345 TT	增加持股	760	-	資料中心交換器

資料來源：凱基

圖 7：Alphabet 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
廣達	2382 TT	增加持股	400	<10	伺服器原廠委託設計代工
英業達	2356 TT	持有	56	<10	伺服器原廠委託設計代工
聯發科	2454 TT	增加持股	1,700	1-3	設計服務

資料來源：凱基

Amazon (AMZN US)

圖 8 : Amazon – ESG 整體分數

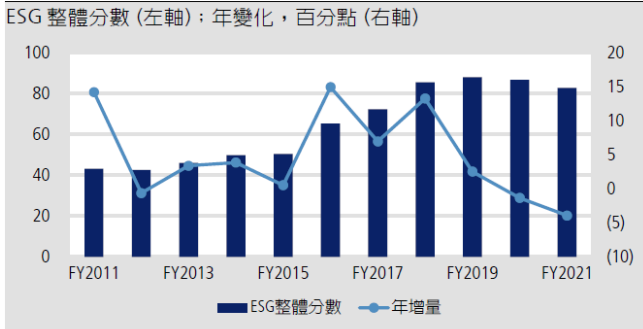


圖 9 : Amazon – ESG 各項分數

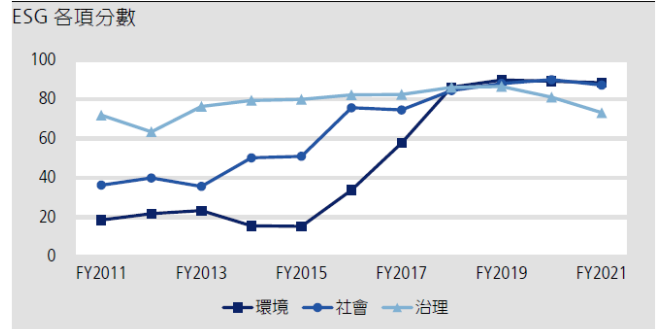


圖 10 : Amazon – 碳排量

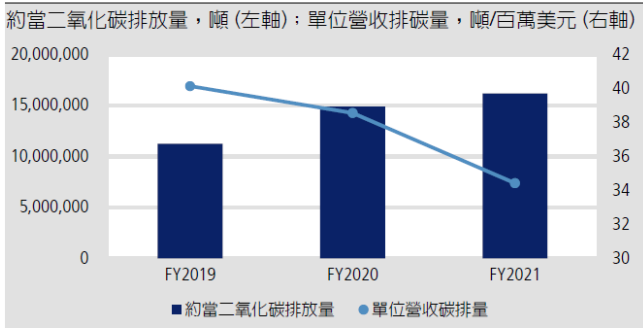


圖 11 : Amazon – 碳排量

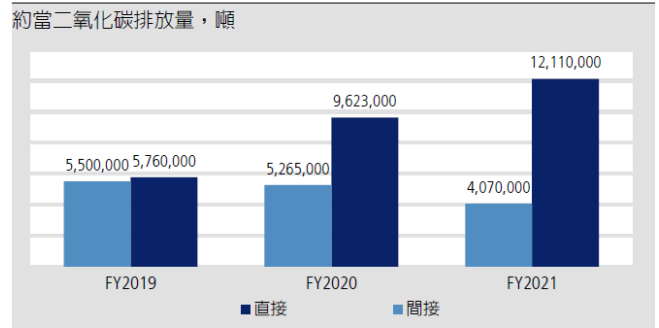


圖 12 : Amazon – 獨立董事

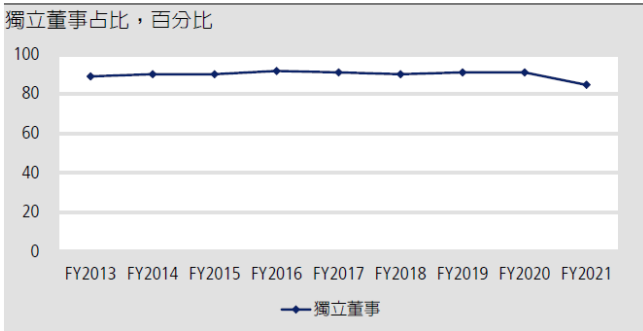


圖 13 : Amazon – 董事性別多樣性

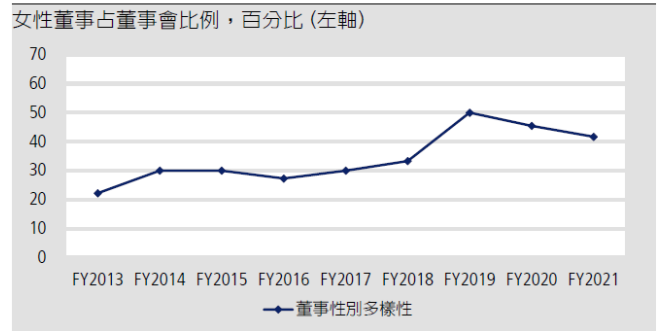


圖 14 : Amazon – 性別多樣性

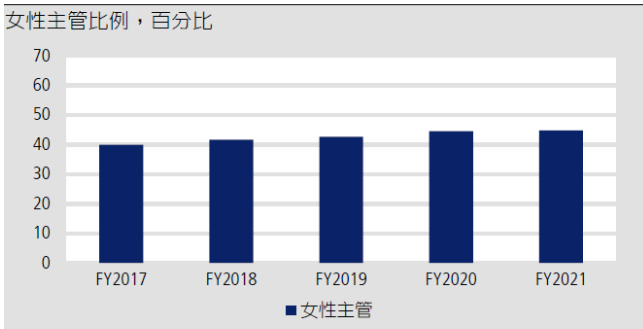
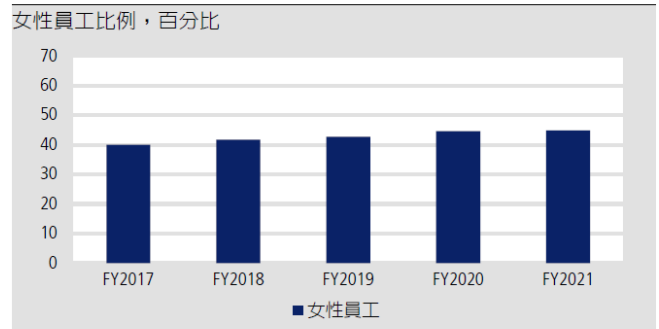
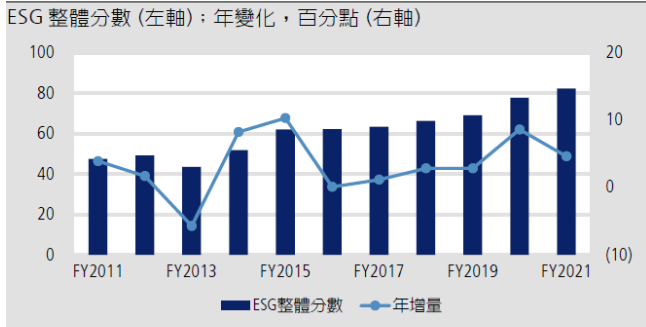


圖 15 : Amazon – 性別多樣性



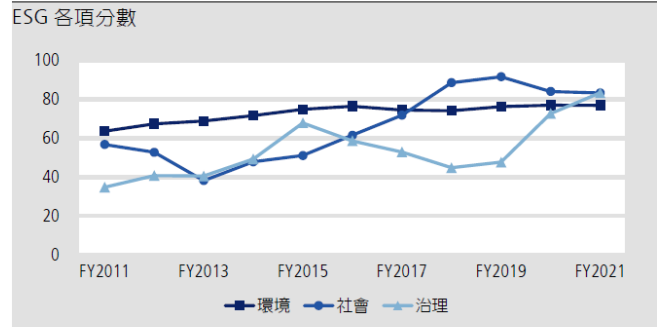
Alphabet (GOOGL US)

圖 16 : Alphabet – ESG 整體分數



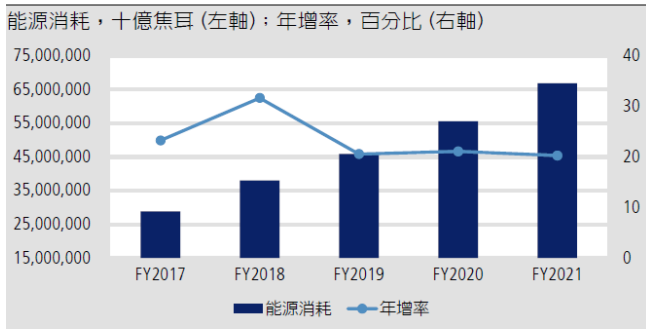
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 17 : Alphabet – ESG 各項分數



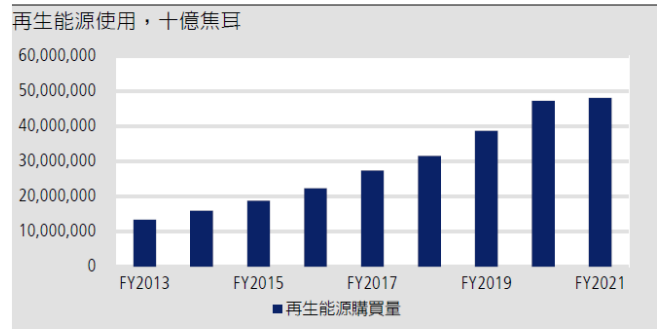
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 18 : Alphabet – 能源消耗



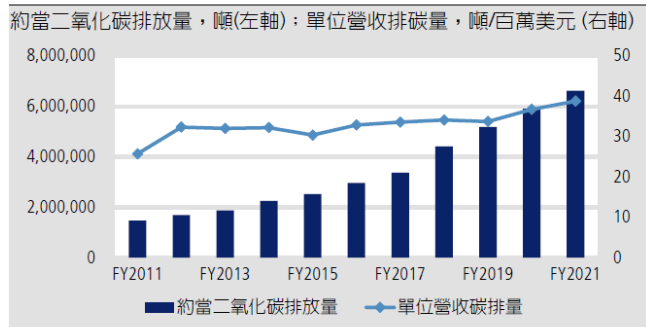
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 19 : Alphabet – 再生能源使用



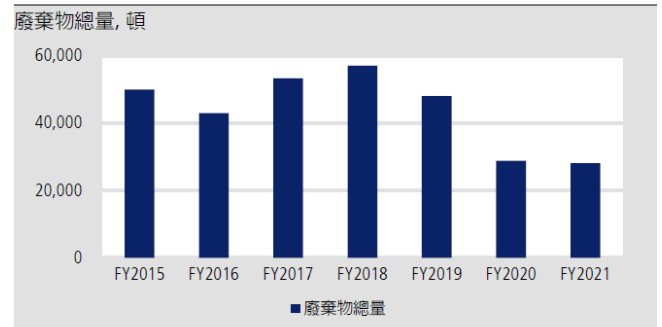
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 20 : Alphabet – 碳排放量



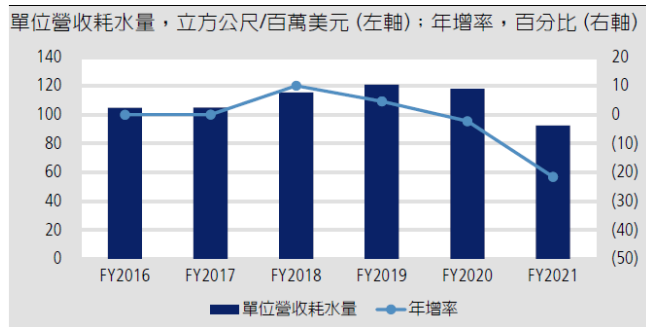
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 21 : Alphabet – 廢棄物總量



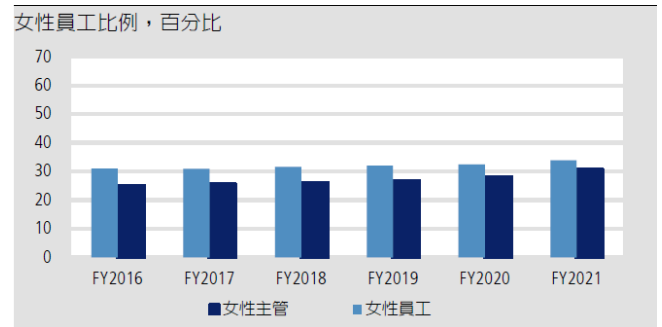
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 22 : Alphabet – 耗水量



資料來源: Refinitiv、公司資料

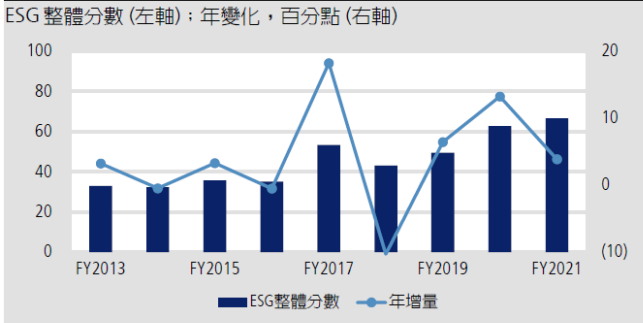
圖 23 : Alphabet – 性別多樣性



資料來源: Refinitiv、公司資料

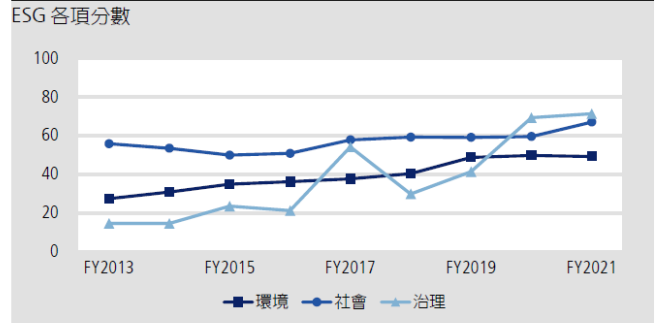
Meta (META US)

圖 24：Meta – ESG 整體分數



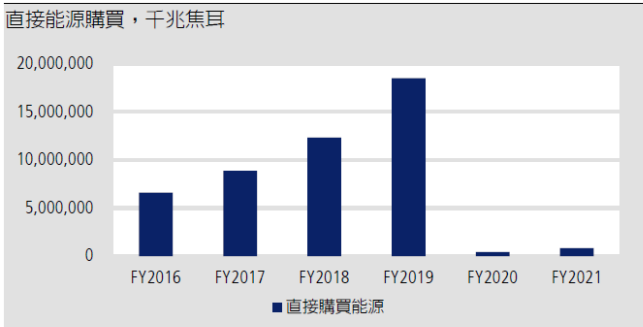
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：Meta – ESG 各項分數



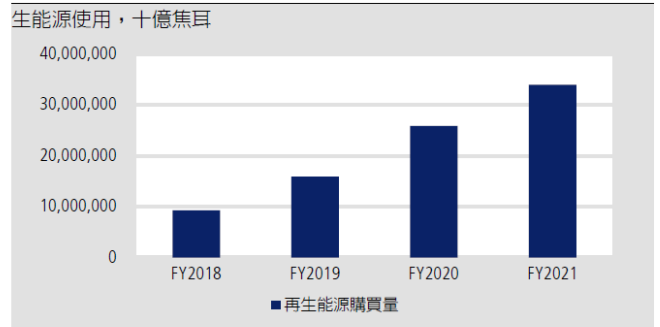
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 26：Meta – 能源消耗



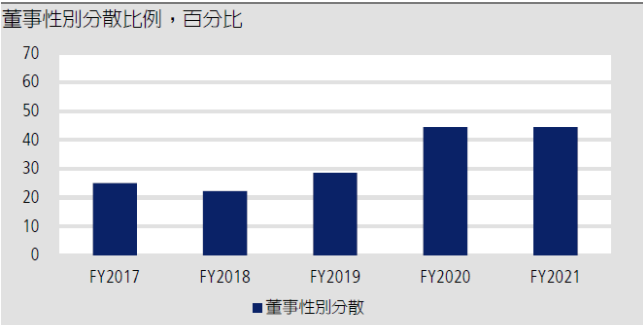
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 27：Meta – 再生能源使用



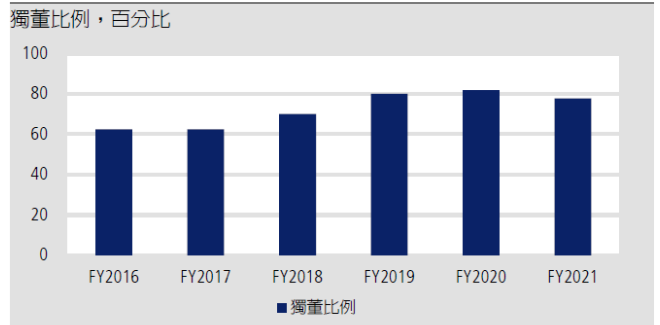
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 28：Meta – 董事性別多樣性



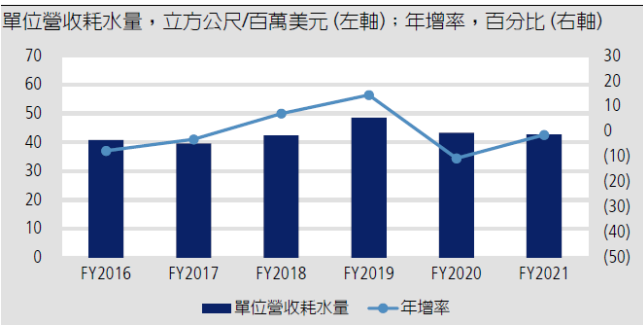
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 29：Meta – 獨立董事



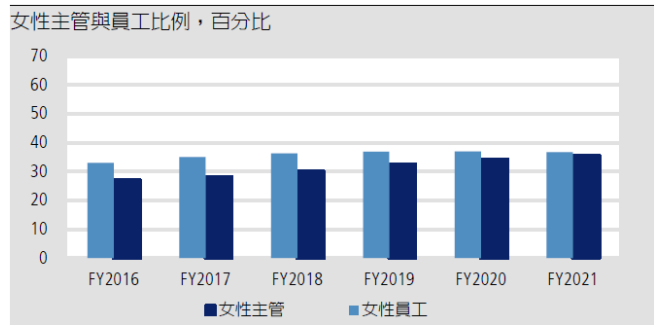
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 30：Meta – 耗水量



資料來源：Refinitiv、公司資料

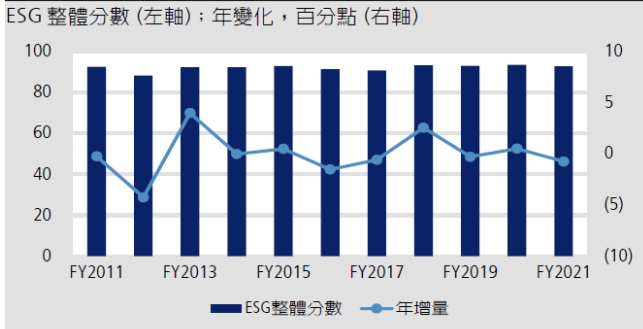
圖 31：Meta – 性別多樣性



資料來源：Refinitiv、公司資料

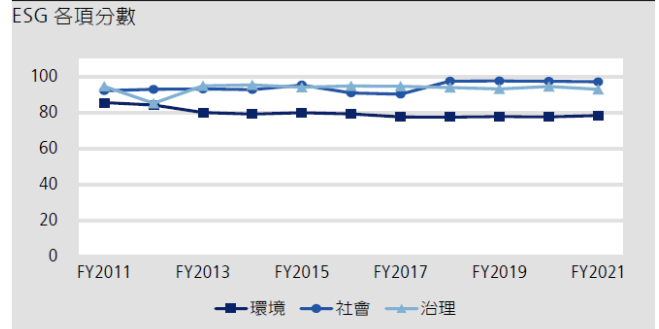
Microsoft (MSFT US)

圖 32 : Microsoft – ESG 整體分數



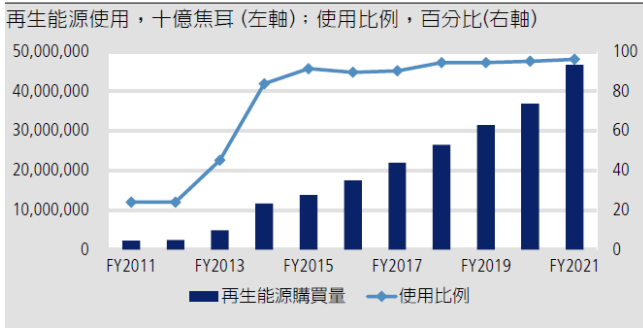
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 33 : Microsoft – ESG 各項分數



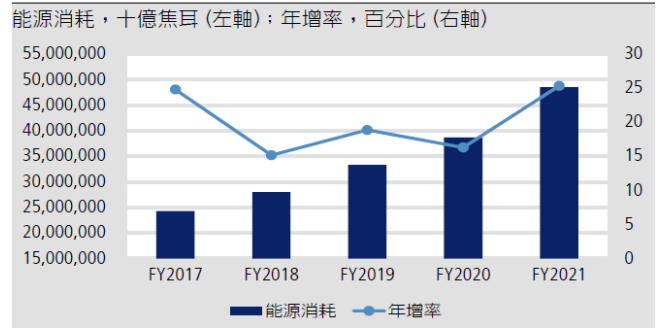
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 34 : Microsoft – 再生能源使用



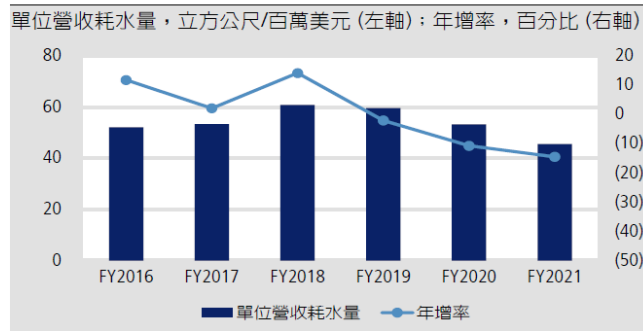
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 35 : Microsoft – 能源消耗



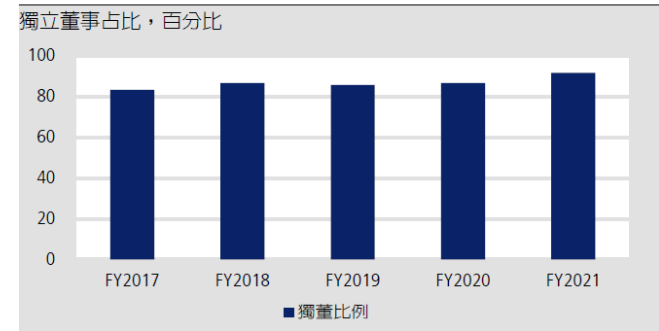
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 36 : Microsoft – 耗水量



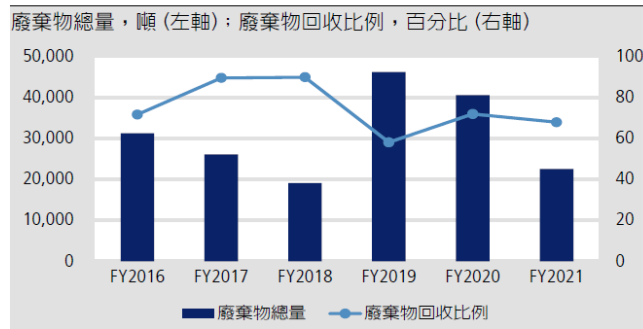
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 37 : Microsoft – 獨立董事



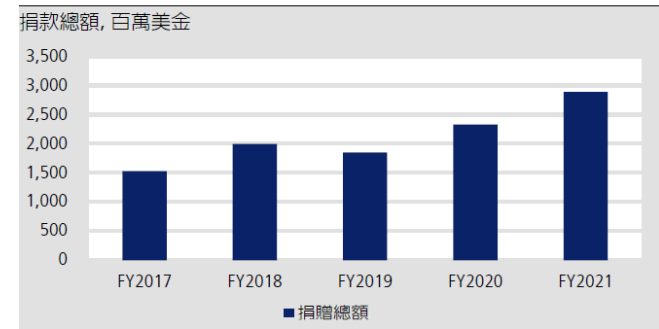
資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 38 : Microsoft – 廢棄物回收總量



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 39 : Microsoft – 捐款



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 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内部研究活動。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之任何證券持有。