

貿聯-KY (3665.TW/3665 TT)

2Q24 EPS 優於預期；HPC 於 2025 年發酵

增加持股 · 維持

收盤價 August 26 (NT\$)	431.5
12 個月目標價 (NT\$)	508
前次目標價 (NT\$)	402
調升 (%)	26.4
上漲空間 (%)	17.7

焦點內容

1. 毛利率表現亮眼，2Q24 EPS 6.13 元超前市場預期 26%。
2. 受惠 GPU 與 ASIC 伺服器市場強勁成長，預期 HPC 營收占比將由 2024 年的 16% 提升至 2025 年的 24%。
3. 凱基預估 2Q24 強勁毛利率表現可延續；據此上修 2024-25 年 EPS 預估 7% 及 12%。

交易資料表

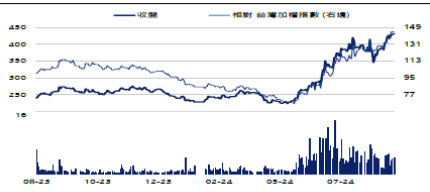
市值：(NT\$/US\$mn)	74.99 / 2,301
流通在外股數 (百萬股)：	173.8
外資持有股數 (百萬股)：	62.21
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.05
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	224.0 - 431.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	63.8	79	61.6
相對表現 (%)	60.7	61.6	26.7

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	4.01A	2.75A	4.54A	3.11A
2024	3.56A	6.13F	5.70F	6.78F
2025	6.37F	8.23F	9.10F	9.34F

股價圖



資料來源：TEJ

重要訊息

貿聯-KY (貿聯) 公告 2Q24 EPS 6.13 元，並宣布將以企業價值 5,150 萬歐元全資收購斯洛伐克商 Easys Electronics，預計 4Q24 完成交割。

評論及分析

毛利率亮眼使 2Q24 EPS 優於預期。2Q24 營收季增 4% 至 130 億元，其中 EA 與 IT 業務營收成長幅度最大，分別季增 26% 與 15%，工業營收季持平，汽車營收則持續萎靡，季減 18%。毛利率季增 1.8 個百分點至 28.1%，優於共識預估 1.2 個百分點，主因產品組合優化與庫存跌價損失回沖。2Q24 EPS 6.13 元，優於市場共識 26%。

HPC 為主要營收動能。1H24 HPC 營收年增 15%，占比達 15%，取代工廠自動化 (13%) 成為公司最大的終端應用。貿聯在 AI 浪潮中有望斬獲 GPU 與 ASIC 伺服器市場商機；其連接線/器產品已成功打入 Nvidia (美) GB200 平台之合格供應商認證，且長期與美系領先 CSP 合作，預期營收將自 2H24 起明顯提升。凱基更加正向看待其 HPC 業務，預估 2024-25 年營收將分別年增 36%、73%，占比達 16%、24%。

半導體為另一營收成長動能；汽車業務續呈疲軟。公司將受惠 2024-26 年由 AI 所驅動的半導體設備上行週期，並宣布全資併購 Easys 將進一步強化其 Box build 與系統整合能力。管理層重申大部分業務庫存去化已接近尾聲，而汽車業務需求雖仍低迷，但已看見需求探底之跡象。我們預期 2025 年營收將年增 17%，較 2024 年的 4% 顯著加速。

上修 2024-25 年 EPS 預估 7%、12%。因 HPC 業務利潤率佳，凱基看好貿聯 2Q24 強勁毛利率表現將可延續。我們修正後 2024-25 年 EPS 成長率將達 55% 與 49%，隱含 2023-25 年 EPS CAGR 達 52%。近期而言，我們預估 3Q-4Q24 營收將分別季增 4%、6%，毛利率 28.0%、28.3%，EPS 5.70 元、6.78 元。

投資建議

凱基維持貿聯「增加持股」評等，並上調 12 個月目標價至 508 元，相當於 2025 年完全稀釋後 EPS 預估 29.90 元的 17 倍，對比歷史區間為 9-24 倍。我們認為貿聯在 AI 伺服器供應鏈中占據良好產業地位，有利評價提升。

投資風險

景氣放緩；新成長引擎貢獻不如預期。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (NT\$百萬)	53,757	51,052	52,935	61,930	68,550
營業毛利 (NT\$百萬)	13,787	12,587	14,672	17,855	19,914
營業利益 (NT\$百萬)	5,546	4,237	5,960	8,423	9,586
稅後淨利 (NT\$百萬)	3,838	2,317	3,751	5,742	6,690
每股盈餘 (NT\$)	25.02	14.37	22.24	33.04	38.50
每股現金股利 (NT\$)	10.10	8.83	13.50	20.00	23.00
每股盈餘成長率 (%)	64.4	(42.6)	54.8	48.5	16.5
本益比 (x)	17.2	30.0	19.4	13.1	11.2
股價淨值比 (x)	3.0	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	9.7	11.8	9.1	6.9	5.8
淨負債比率 (%)	38.8	29.4	10.1	1.3	Net cash
殖利率 (%)	2.3	2.0	3.1	4.6	5.3
股東權益報酬率 (%)	20.4	9.8	14.1	19.0	20.0

資料來源：公司資料、凱基

圖 1：2Q24 財報及 3Q24 財測修正 vs.市場共識

百萬元	2Q24						3Q24F							
	實際數	凱基預估	差異 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	12,984	13,238	(1.9)	4.5	(0.2)	13,174	(1.4)	13,419	13,851	(3.1)	3.4	2.0	14,125	(5.0)
毛利	3,650	3,503	4.2	11.5	28.1	3,541	3.1	3,752	3,683	1.9	2.8	6.9	3,775	(0.6)
營業利益	1,483	1,336	11.1	34.7	80.6	1,384	7.2	1,571	1,502	4.6	5.9	11.1	1,569	0.1
稅後淨利	1,002	824	21.7	72.6	127.3	849	18.1	990	975	1.6	(1.2)	33.7	986	0.4
每股盈餘 (元)	6.13	5.04	21.6	72.5	123.3	4.88	25.5	5.70	5.96	(4.5)	(7.1)	25.6	5.73	(0.5)
毛利率 (%)	28.1	26.5	1.7 ppts	1.8 ppts	6.2 ppts	26.9	1.2 ppts	28.0	26.6	1.4 ppts	(0.2) ppts	1.3 ppts	26.7	1.2 ppts
營業率 (%)	11.4	10.1	1.3 ppts	2.6 ppts	5.1 ppts	10.5	0.9 ppts	11.7	10.8	0.9 ppts	0.3 ppts	1.0 ppts	11.1	0.6 ppts
淨利率 (%)	7.7	6.2	1.5 ppts	3.0 ppts	4.3 ppts	6.4	1.3 ppts	7.4	7.0	0.3 ppts	(0.3) ppts	1.7 ppts	7.0	0.4 ppts

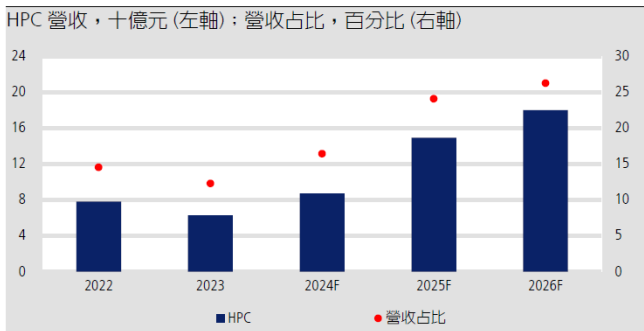
資料來源：Bloomberg、凱基

圖 2：2024-25 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2024F						2025F					
	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	52,935	53,668	(1.4)	3.7	54,062	(2.1)	61,930	61,244	1.1	17.0	62,645	(1.1)
毛利	14,672	14,235	3.1	16.6	14,435	1.6	17,855	16,513	8.1	21.7	17,174	4.0
營業利益	5,960	5,486	8.6	40.7	5,608	6.3	8,423	7,079	19.0	41.3	7,431	13.3
稅後淨利	3,751	3,401	10.3	61.9	3,444	8.9	5,742	4,820	19.1	53.1	4,824	19.0
每股盈餘 (元)	22.24	20.82	6.9	54.8	19.47	14.2	33.04	29.49	12.0	48.5	26.78	23.4
毛利率 (%)	27.7	26.5	1.2 ppts	3.1 ppts	26.7	1.0 ppts	28.8	27.0	1.9 ppts	1.1 ppts	27.4	1.4 ppts
營業率 (%)	11.3	10.2	1.0 ppts	3.0 ppts	10.4	0.9 ppts	13.6	11.6	2.0 ppts	2.3 ppts	11.9	1.7 ppts
淨利率 (%)	7.1	6.3	0.7 ppts	2.5 ppts	6.4	0.7 ppts	9.3	7.9	1.4 ppts	2.2 ppts	7.7	1.6 ppts

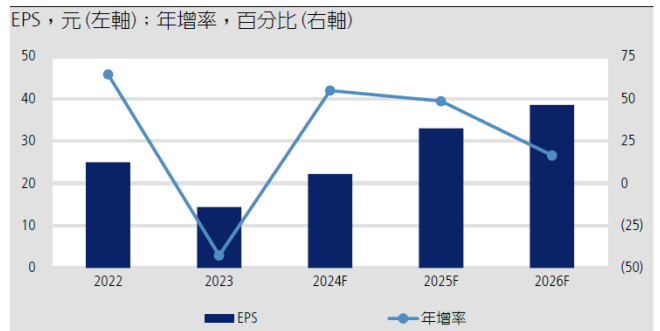
資料來源：Bloomberg、凱基

圖 3：HPC 有望貢獻 2025 年營收 24%



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：2023-25 年 EPS CAGR 將達 52%



資料來源：公司資料；凱基

圖 5 : AEC (紫) 可見於 Microsoft (美) Maia 伺服器機櫃



資料來源 : Microsoft ; 凱基

圖 6 : AEC 兩端有 Re-timer IC，可用於訊號強化



資料來源 : Credo ; 凱基

圖 7 : 電源產品 – Power whip



資料來源 : 公司資料 ; 凱基

圖 8：電源產品 – Rack busbar



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：電源產品 – Busbar connector

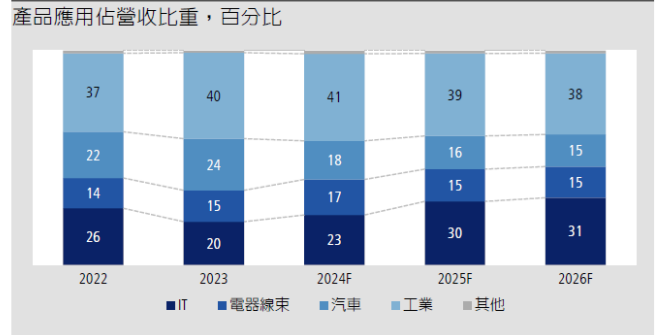


資料來源：公司資料；凱基

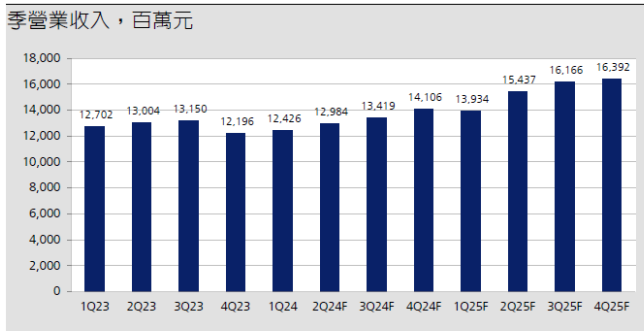
圖 10：公司概況

貿聯-KY 集團 (Bizlink) 成立於 1996 年，總部位於美國加州矽谷 (Fremont, California)，於 2011 年以貿聯-KY 在台灣掛牌上市；其產品以線束組裝、連接器為主；應用別則由 IT 產業拓展到工業、車用、醫療、太陽能等少量多樣且具技術進入障礙之產業。公司於 2017 年 5 月收購 Leoni AG (德) 的電器線束 (EA) 業務，將電源線納入其業務版圖，另在 2022 年 1 月併表 Leoni 旗下之工業應用事業群 (INBG)。

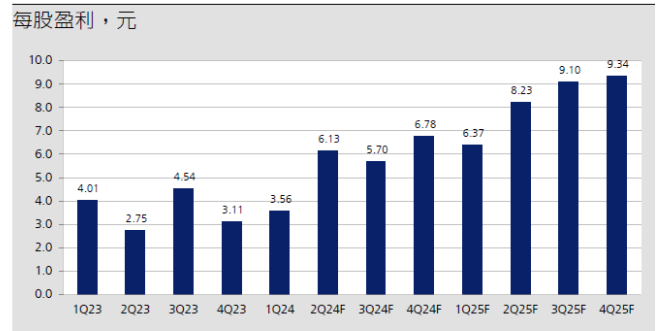
資料來源：凱基

圖 11：INBG 收購案後，工業躍升成為最大事業部門


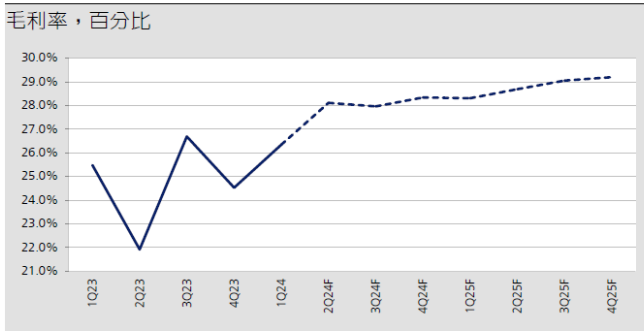
資料來源：凱基

圖 12：季營業收入


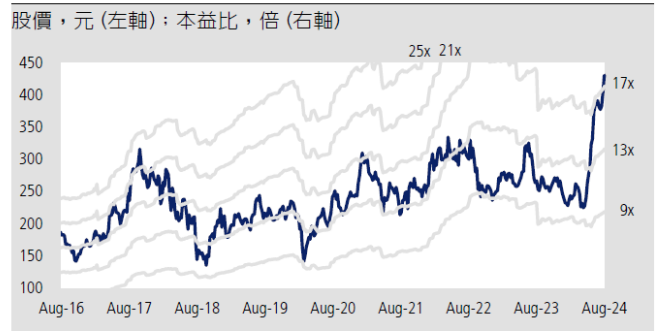
資料來源：凱基

圖 13：每股盈利


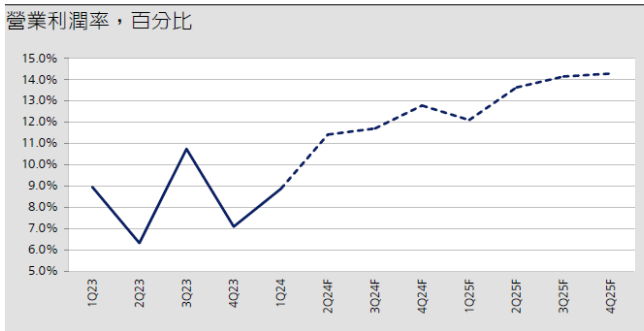
資料來源：凱基

圖 14：毛利率


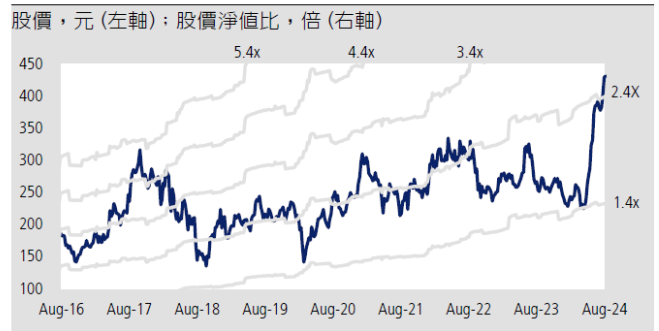
資料來源：凱基

圖 15：未來一年預估本益比區間


資料來源：凱基

圖 16：營業利潤率


資料來源：凱基

圖 17：未來一年預估股價淨值比區間


資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	12,426	12,984	13,419	14,106	13,934	15,437	16,166	16,392	52,935	61,930	68,550
營業成本	(9,153)	(9,334)	(9,667)	(10,109)	(9,990)	(11,009)	(11,470)	(11,607)	(38,263)	(44,075)	(48,636)
營業毛利	3,273	3,650	3,752	3,997	3,944	4,429	4,697	4,785	14,672	17,855	19,914
營業費用	(2,172)	(2,167)	(2,181)	(2,194)	(2,257)	(2,323)	(2,409)	(2,442)	(8,712)	(9,432)	(10,328)
營業利益	1,101	1,483	1,571	1,804	1,687	2,105	2,288	2,343	5,960	8,423	9,586
折舊	(425)	(435)	(445)	(455)	(465)	(475)	(485)	(495)	(1,760)	(1,920)	(2,080)
攤提	(94)	(94)	(94)	(94)	(94)	(94)	(94)	(94)	(376)	(376)	(376)
EBITDA	1,621	2,012	2,110	2,353	2,246	2,674	2,867	2,932	8,096	10,719	12,042
利息收入	97	96	94	80	71	76	74	71	367	292	313
投資利益淨額	0	-	-	-	-	-	-	-	0	-	-
其他營業外收入	35	35	35	35	35	35	35	35	140	140	140
總營業外收入	132	131	129	115	106	111	109	106	507	432	453
利息費用	(231)	(215)	(198)	(176)	(150)	(144)	(139)	(133)	(821)	(567)	(481)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(74)	86	(70)	(50)	(50)	(30)	-	-	(108)	(80)	-
總營業外費用	(305)	(130)	(268)	(226)	(200)	(174)	(139)	(133)	(929)	(647)	(481)
稅前純益	928	1,484	1,432	1,693	1,592	2,042	2,258	2,316	5,538	8,208	9,558
所得稅費用[利益]	(350)	(485)	(444)	(516)	(486)	(612)	(677)	(695)	(1,796)	(2,470)	(2,867)
少數股東損益	3	3	2	1	1	1	1	1	9	4	-
非常項目前稅後純益	581	1,002	990	1,178	1,108	1,430	1,581	1,622	3,751	5,742	6,690
非常項目	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	581	1,002	990	1,178	1,108	1,430	1,581	1,622	3,751	5,742	6,690
每股盈餘 (NT\$)	3.56	6.13	5.70	6.78	6.37	8.23	9.10	9.34	22.24	33.04	38.50
獲利率 (%)											
營業毛利率	26.3	28.1	28.0	28.3	28.3	28.7	29.1	29.2	27.7	28.8	29.1
營業利益率	8.9	11.4	11.7	12.8	12.1	13.6	14.2	14.3	11.3	13.6	14.0
EBITDA Margin	13.0	15.5	15.7	16.7	16.1	17.3	17.7	17.9	15.3	17.3	17.6
稅前純益率	7.5	11.4	10.7	12.0	11.4	13.2	14.0	14.1	10.5	13.3	13.9
稅後純益率	4.7	7.7	7.4	8.3	8.0	9.3	9.8	9.9	7.1	9.3	9.8
季成長率 (%)											
營業收入	1.9	4.5	3.4	5.1	(1.2)	10.8	4.7	1.4			
營業毛利	9.4	11.5	2.8	6.5	(1.3)	12.3	6.1	1.9			
營業收益增長	27.4	34.7	5.9	14.8	(6.5)	24.8	8.7	2.4			
EBITDA	15.5	24.2	4.9	11.5	(4.6)	19.1	7.2	2.3			
稅前純益	24.3	59.9	(3.5)	18.3	(6.0)	28.2	10.6	2.6			
稅後純益	14.3	72.6	(1.2)	19.0	(5.9)	29.1	10.6	2.6			
年成長率 (%)											
營業收入	(2.2)	(0.2)	2.0	15.7	12.1	18.9	20.5	16.2	3.7	17.0	10.7
營業毛利	1.1	28.1	6.9	33.7	20.5	21.3	25.2	19.7	16.6	21.7	11.5
營業收益	(3.2)	80.6	11.1	108.7	53.1	41.9	45.6	29.9	40.7	41.3	13.8
EBITDA	(0.3)	51.4	9.1	67.8	38.6	32.9	35.8	24.6	28.7	32.4	12.3
稅前純益	6.6	103.9	30.5	126.7	71.6	37.5	57.7	36.8	60.9	48.2	16.4
稅後純益	(7.5)	127.3	33.7	131.9	90.8	42.7	59.7	37.7	61.9	53.1	16.5

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
資產總額	53,706	54,683	55,719	59,671	63,864
流動資產	32,594	31,891	31,153	35,401	40,050
現金及短期投資	8,921	12,430	9,717	12,180	15,483
存貨	12,323	10,103	10,069	10,951	11,628
應收帳款及票據	10,071	8,383	10,448	11,350	12,020
其他流動資產	1,279	974	920	920	920
非流動資產	21,111	22,792	24,566	24,270	23,814
長期投資	954	885	801	801	801
固定資產	10,301	12,143	13,952	14,032	13,952
什項資產	9,856	9,765	9,813	9,436	9,060
負債總額	31,202	30,086	27,198	27,759	28,737
流動負債	13,772	13,717	17,894	18,454	19,433
應付帳款及票據	5,876	4,744	5,630	6,191	7,169
短期借款	3,226	4,532	6,184	6,184	6,184
什項負債	4,670	4,441	6,079	6,079	6,079
長期負債	17,429	16,368	9,305	9,305	9,305
長期借款	14,011	13,322	6,242	6,242	6,242
其他負債及準備	2,332	2,150	2,144	2,144	2,144
股東權益總額	22,504	24,597	28,521	31,912	35,127
普通股本	1,564	1,633	1,738	1,738	1,738
保留盈餘	6,403	6,842	7,241	10,637	13,851
少數股東權益	19	12	5	1	1
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
年成長率					
營業收入	88.2%	(5.0%)	3.7%	17.0%	10.7%
營業收益增長	108.6%	(23.6%)	40.7%	41.3%	13.8%
EBITDA	106.8%	(15.4%)	28.7%	32.4%	12.3%
稅後純益	88.5%	(39.6%)	61.9%	53.1%	16.5%
每股盈餘成長率	64.4%	(42.6%)	54.8%	48.5%	16.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	25.6%	24.7%	27.7%	28.8%	29.1%
營業利益率	10.3%	8.3%	11.3%	13.6%	14.0%
EBITDA Margin	13.8%	12.3%	15.3%	17.3%	17.6%
稅後純益率	7.1%	4.5%	7.1%	9.3%	9.8%
平均資產報酬率	9.7%	4.3%	6.8%	10.0%	10.8%
股東權益報酬率	20.4%	9.8%	14.1%	19.0%	20.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	76.6%	72.6%	43.6%	38.9%	35.4%
淨負債比率	38.8%	29.4%	10.1%	1.3%	Net cash
利息保障倍數 (x)	11.3	4.0	7.7	15.5	20.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6
Cash Flow Int. Coverage (x)	5.4	6.4	6.7	12.0	18.2
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.7	1.3	0.8	1.0	1.3
流動比率 (x)	2.4	2.3	1.7	1.9	2.1
速動比率 (x)	1.5	1.6	1.2	1.3	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	8,740	7,227	2,868	405	(2,898)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	25.02	14.37	22.24	33.04	38.50
每股現金盈餘 (NT\$)	18.12	46.16	32.76	39.18	50.51
每股淨值 (NT\$)	143.72	150.54	164.08	183.61	202.11
調整後每股淨值 (NT\$)	146.57	152.41	169.09	183.61	202.11
每股營收 (NT\$)	350.43	316.48	313.88	356.33	394.43
EBITDA/Share (NT\$)	48.46	39.00	48.01	61.68	69.29
每股現金股利 (NT\$)	10.10	8.83	13.50	20.00	23.00
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	1.36	0.94	0.96	1.07	1.11
應收帳款周轉天數	68.4	59.9	72.2	66.9	64.0
存貨周轉天數	112.5	95.9	96.3	90.7	87.3
應付帳款周轉天數	53.7	45.0	53.9	51.3	53.8
現金轉換周轉天數	127.3	110.8	114.7	106.3	97.5

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	53,757	51,052	52,935	61,930	68,550
營業成本	(39,970)	(38,465)	(38,263)	(44,075)	(48,636)
營業毛利	13,787	12,587	14,672	17,855	19,914
營業費用	(8,241)	(8,350)	(8,712)	(9,432)	(10,328)
營業利益	5,546	4,237	5,960	8,423	9,586
總營業外收入	238	563	507	432	453
利息收入	62	349	367	292	313
投資利益淨額	-	7	0	-	-
其他營業外收入	176	207	140	140	140
總營業外費用	(492)	(1,357)	(929)	(647)	(481)
利息費用	(512)	(1,166)	(821)	(567)	(481)
投資損失	(13)	(6)	-	-	-
其他營業外費用	33	(185)	(108)	(80)	-
稅前純益	5,293	3,442	5,538	8,208	9,558
所得稅費用[利益]	(1,462)	(1,132)	(1,796)	(2,470)	(2,867)
少數股東損益	7	7	9	4	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	3,838	2,317	3,751	5,742	6,690
EBITDA	7,435	6,291	8,096	10,719	12,042
每股盈餘 (NT\$)	25.02	14.37	22.24	33.04	38.50

現金流量

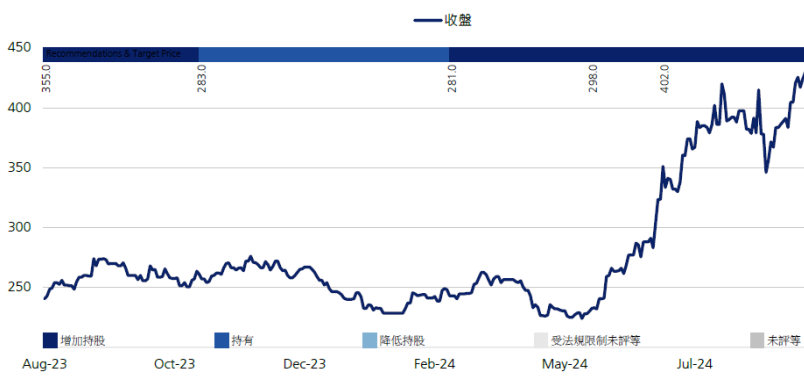
NT\$百萬	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營運活動之現金流量	2,779	7,446	5,524	6,810	8,778
本期純益	3,838	2,317	3,751	5,742	6,690
折舊及攤提	1,888	2,054	2,136	2,296	2,456
本期運用資金變動	(4,256)	2,877	(593)	(1,224)	(368)
其他營業資產及負債變動	1,309	198	229	(4)	0
投資活動之現金流量	(11,615)	(4,575)	(1,749)	(2,000)	(2,000)
投資用短期投資出售[新購]	(234)	(1,382)	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(2,046)	(2,942)	(3,196)	(2,000)	(2,000)
其他資產變動	(9,335)	(251)	1,447	-	-
自由現金流	(807)	4,422	1,999	4,584	6,422
融資活動之現金流量	13,861	(942)	(5,005)	(2,346)	(3,476)
短期借款變動	(2,510)	1,893	-	-	-
長期借款變動	15,427	(1,935)	(2,919)	-	-
現金增資	2,880	1,150	-	-	-
已支付普通股股息	(1,386)	(1,564)	(1,519)	(2,277)	(3,476)
其他融資現金流	(550)	(486)	(567)	(70)	-
匯率影響數	263	201	160	-	-
本期產生現金流量	5,288	2,130	(1,070)	2,464	3,302

投資回報率

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入	15.3%	16.4%	16.5%	15.2%	15.1%
= 銷管費用/營業收入	10.3%	8.3%	11.3%	13.6%	14.0%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.3	2.2	2.2	2.4	2.6
營業利益率	10.3%	8.3%	11.3%	13.6%	14.0%
x 資本周轉率	2.3	2.2	2.2	2.4	2.6
x (1 - 有效現金稅率)	72.4%	67.1%	67.6%	69.9%	70.0%
= 稅後 ROIC	16.8%	12.4%	16.5%	22.9%	25.8%

資料來源：公司資料，凱基

貿聯-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-06-17	增加持股	402.0	351.0
2024-05-14	增加持股	298.0	232.5
2024-03-08	增加持股	281.0	243.0
2023-11-10	持有	283.0	257.0
2023-08-25	增加持股	355.0	267.0
2023-07-13	增加持股	375.0	322.5
2023-05-11	持有	280.0	257.5
2023-03-30	持有	302.0	278.0
2023-03-08	持有	307.0	282.0
2023-01-12	增加持股	288.0	250.0

資料來源：TEJ，凱基

上述凱基分析員為證監會持牌人，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 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 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的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、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，凱基並不另行通知。凱基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，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。