

## 喬山 (1736.TW/1736 TT)

### 聚焦 3Q-4Q24 旺季效應

#### 增加持股 · 維持

收盤價 September 25 (NT\$)	134.0
12 個月目標價 (NT\$)	178.0
前次目標價 (NT\$)	108.0
調升 (%)	64.8
上漲空間 (%)	32.8

#### 焦點內容

- 商用健身器材客戶 2H24 需求較預期強勁。
- 美國收購案已自 8 月開始獲利，進度較預期提前。
- 我們預估今年獲利將年增 189% 至每股盈餘 6.75 元，2025 年將年增 39% 至 9.41 元。

#### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	40.65 / 1,266
流通在外股數 (百萬股)：	303.4
外資持有股數 (百萬股)：	30.79
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.90
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	64.10 -134.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	56.4	91.4	74
相對表現 (%)	56.9	78.7	35.7

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	(2.14)A	1.10A	1.22A	2.16A
2024	(0.46)A	0.96A	1.98F	4.28F
2025	(0.00)F	1.45F	2.32F	5.66F

#### 股價圖



資料來源：TEJ

#### 重要訊息

喬山看好商用健身器材客戶 2H24 拉貨需求強勁，且美國收購案較預期提早開始獲利。

#### 評論及分析

**商用健身器材客戶拉貨需求升溫。**喬山 2H23-1H24 家用健身器材營收年增 20-40%，主要受惠全球/美國家用市場汰換需求強勁。管理層如今看到商用健身市場亦在趕上熱潮，動能來自通膨驅動產業整併，平價連鎖健身房擴點更加積極。拉丁美洲第一大健身房業者 Smart-Fit (巴西) 計畫 2H24 將新增 150-170 家場館，展店規模更甚 1H24 的 91 家。歐洲平價健身房龍頭 Basic-Fit (荷) 正考慮開放加盟來加快成長，預計至 2030 年歐洲據點達 3,000-3,500 家，較目前 1,537 家翻倍，並進一步擴張至歐洲以外市場。喬山預估 2H24 商用產品營收將年增 20%，加速自 1H24 的 10-15% 成長。

**美國收購案獲利較預期提前。**喬山於今年 4 月收購全球第三大家用器材品牌 BowFlex (美)。公司僅費時兩週為 BowFlex 導入 SAP 軟體，並重啟 BowFlex 官網銷售；該收購案 8 月即轉虧為盈，進度超前預期。管理層預估 BowFlex 4Q24 和 2025 年營收貢獻將分別攀升至 12 億、40 億元，對比 5-8 月為 6 億元。短期而言，9 月營收將是一大亮點。管理層預估 9 月營收將月增 15-20%，隱含年增 30-35%，增幅高於 1Q-2Q24 的 14% 與 19%。

**獲利成長展望亮眼。**為反映最新營收財測與生產基地分散帶來的毛利率上檔效益，我們分別調升 2024-25 年獲利預估 82%、54% 至每股盈餘 6.75、9.41 元，年增 189%、39%。在 3Q-4Q24 旺季期間，我們預估獲利將分別季增 105%、117% 至每股盈餘 1.98、4.28 元，隱含年增 62%、99%。

#### 投資建議

過去三個月喬山股價上漲 56%，超越大盤 57%。我們預期，營運旺季期間營收及獲利成長加速將推升股價。我們調升目標價至 178 元，基於 2024-25 年平均每股盈餘預估 22 倍不變；維持「增加持股」評等。

#### 投資風險

商用產品需求復甦放緩、市場競爭加劇。

#### 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)	33,613	38,070	47,272	53,281	57,994
營業毛利 (NT\$百萬)	14,606	18,427	23,805	26,969	29,471
營業利益 (NT\$百萬)	(215)	1,242	2,817	3,947	4,328
稅後淨利 (NT\$百萬)	429	710	2,051	2,856	3,206
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.34	6.75	9.41	10.56
每股現金股利 (NT\$)	0.60	1.00	2.50	3.00	3.00
每股盈餘成長率 (%)	1024.5	65.3	188.3	39.3	12.2
本益比 (x)	94.5	57.2	19.8	14.2	12.7
股價淨值比 (x)	4.3	4.2	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA (x)	53.9	19.6	10.2	7.9	6.9
淨負債比率 (%)	137.8	116.2	95.6	74.6	47.0
殖利率 (%)	0.4	0.7	1.9	2.2	2.2
股東權益報酬率 (%)	4.8	7.4	20.1	24.8	24.4

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：3Q-4Q24 財測修正暨市場預估

百萬元	3Q24F					4Q24F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	12,197	10,020	21.7	18.3	26.1	16,741	13,023	28.5	37.3	31.6
毛利	6,160	4,930	24.9	17.5	30.5	8,387	6,394	31.2	36.2	32.2
營業利益	866	581	49.0	112.4	80.4	1,875	1,224	53.2	116.5	48.4
稅前淨利	798	532	50.1	69.0	42.1	1,731	859	101.4	116.9	72.1
稅後淨利	599	388	54.4	104.9	62.0	1,298	653	98.7	116.8	98.6
每股盈餘(元)	1.98	1.28	54.4	104.9	62.0	4.28	2.16	98.7	116.8	98.6
毛利率(%)	50.5	49.2	1.3 ppts	(0.3)ppts	1.7 ppts	50.1	49.1	1.0 ppts	(0.4)ppts	0.2 ppts
營業利益率(%)	7.1	5.8	1.3 ppts	3.1 ppts	2.1 ppts	11.2	9.4	1.8 ppts	4.1 ppts	1.3 ppts
淨利率(%)	4.9	3.9	1.0 ppts	2.1 ppts	1.1 ppts	7.8	5.0	2.7 ppts	2.8 ppts	2.6 ppts

資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 2：1Q-2Q25 財測修正暨市場預估

百萬元	1Q25F					2Q25F				
	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	9,916	8,528	16.3	(40.8)	23.5	12,270	10,051	22.1	23.7	19.0
毛利	4,988	4,179	19.4	(40.5)	24.1	6,258	4,945	26.5	25.5	19.4
營業利益	59	(9)	-	(96.8)	-	687	281	144.2	-	68.6
稅前淨利	(2)	(3)	-	-	-	628	288	117.6	-	32.9
稅後淨利	(1)	(23)	-	-	-	440	210	109.1	-	50.5
每股盈餘(元)	(0.00)	(0.08)	-	-	-	1.45	0.69	109.1	-	50.5
毛利率(%)	50.3	49.0	1.3 ppts	0.2 ppts	0.2 ppts	51.0	49.2	1.8 ppts	0.7 ppts	0.2 ppts
營業利益率(%)	0.6	(0.1)	0.7 ppts	(10.6)ppts	4.7 ppts	5.6	2.8	2.8 ppts	5.0 ppts	1.6 ppts
淨利率(%)	(0.0)	(0.3)	0.3 ppts	(7.8)ppts	1.7 ppts	3.6	2.1	1.5 ppts	3.6 ppts	0.7 ppts

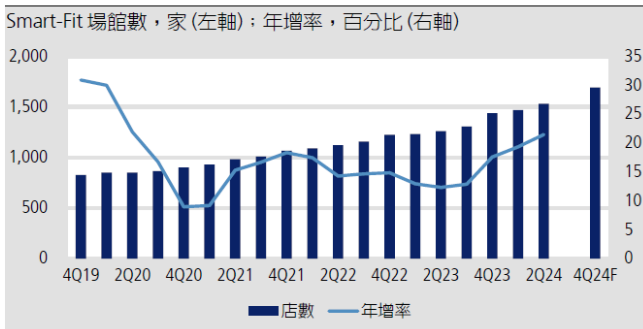
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 3：2024-25 年財測修正暨市場預估

百萬元	2024F						2025F						2026F	
	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(%)	凱基預估	YoY (%)
營收	47,272	40,398	17.0	24.2	47,278	(0.0)	53,281	42,970	24.0	12.7	54,267	(1.8)	57,994	8.8
毛利	23,805	19,913	19.5	29.2	23,677	0.5	26,969	21,145	27.5	13.3	27,361	(1.4)	29,471	9.3
營業利益	2,817	1,669	68.7	126.7	2,604	8.2	3,947	2,586	52.6	40.1	3,308	19.3	4,328	9.6
稅前淨利	2,951	1,608	83.5	121.1	2,965	(0.5)	3,706	2,506	47.9	25.6	3,388	9.4	4,161	12.3
稅後淨利	2,051	1,127	81.9	188.9	1,934	6.0	2,856	1,854	54.0	39.3	2,372	20.4	3,206	12.2
每股盈餘(元)	6.75	3.71	81.9	188.9	6.37	6.0	9.41	6.11	54.0	39.3	7.81	20.4	10.56	12.2
毛利率(%)	50.4	49.3	1.1 ppts	2.0 ppts	50.1	0.3 ppts	50.6	49.2	1.4 ppts	0.3 ppts	50.4	0.2 ppts	50.8	0.2 ppts
營利率(%)	6.0	4.1	1.8 ppts	2.7 ppts	5.5	0.5 ppts	7.4	6.0	1.4 ppts	1.4 ppts	6.1	1.3 ppts	7.5	0.1 ppts
淨利率(%)	4.3	2.8	1.5 ppts	2.5 ppts	4.1	0.2 ppts	5.4	4.3	1.0 ppts	1.0 ppts	4.4	1.0 ppts	5.5	0.2 ppts

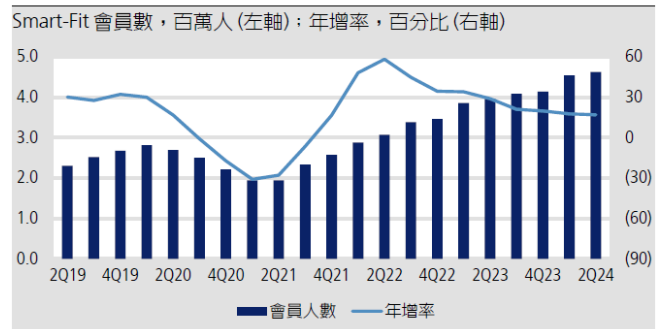
資料來源：Bloomberg；凱基預估

圖 4：Smart-Fit 展店加快

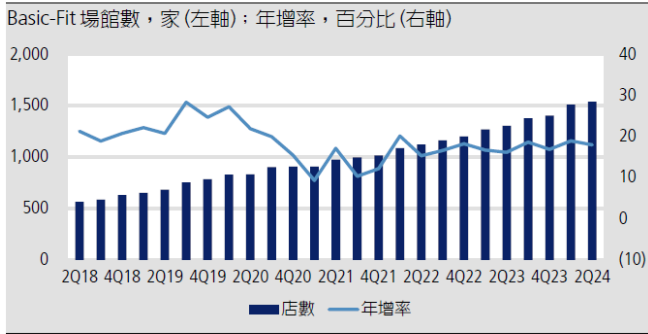
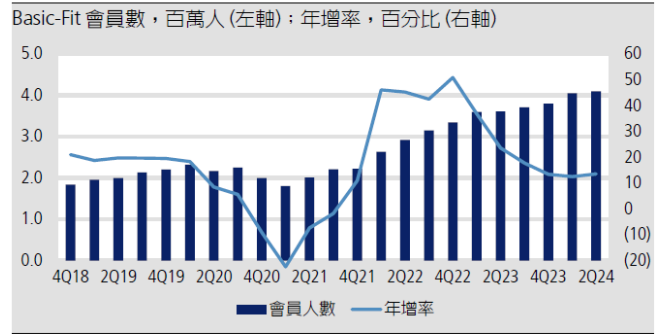


資料來源：公司資料、凱基投顧

圖 5：Smart-Fit 會員成長率



資料來源：公司資料、凱基投顧

**圖 6：Basic-Fit 持續擴點**

**圖 7：Basic-Fit 會員成長率**


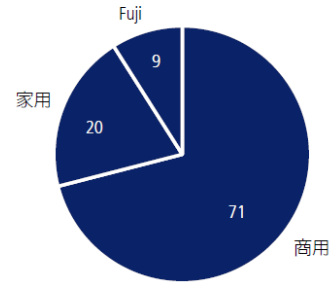
**圖 8: 公司概況**

喬山成立於 1975 年，最初是全球健身器材品牌的 OEM 合作夥伴，後來切入自有品牌業務，目前已成為全球第一大商用健身器材供應商，估計市佔率約 14%。公司共有三個自有品牌，其中 Vision Fitness 鎖定家用市場，Horizon 和 Matrix 則主攻健身房、飯店和企業等商用市場。目前商用業務佔公司營收大宗，約佔 2023 年營收的 71%，其餘為家用客戶及 Fujiiryoki (日)。

資料來源：凱基

**圖 9: 2023 年市場應用別營收**

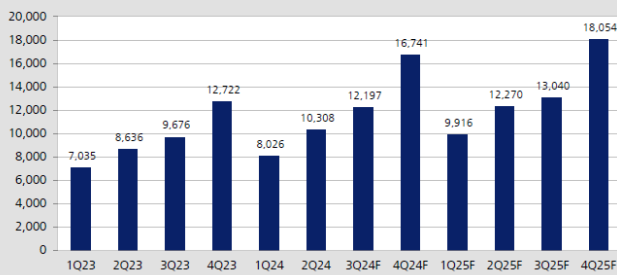
營收佔比，百分比



資料來源：凱基

**圖 10: 季營業收入**

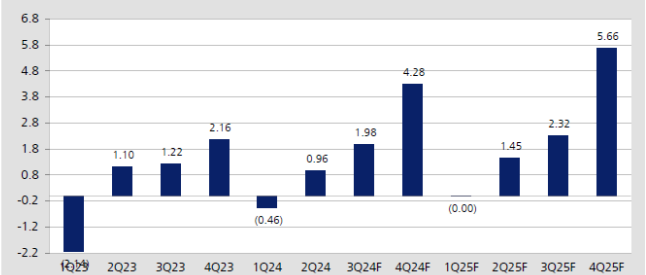
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 11: 每股盈利**

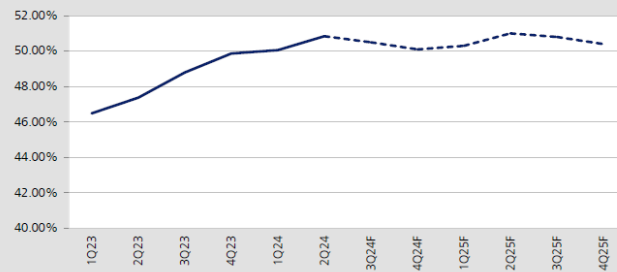
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 12: 毛利率**

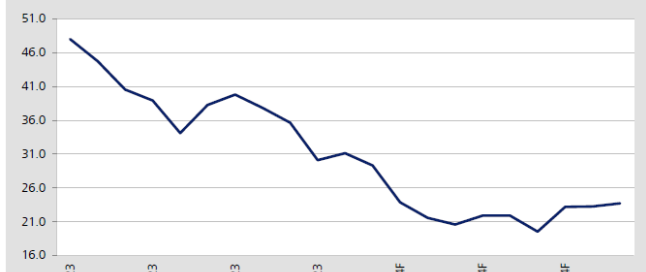
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 13: 本益比**

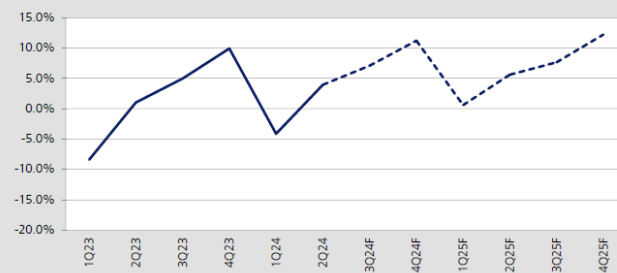
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 14: 營業利潤率**

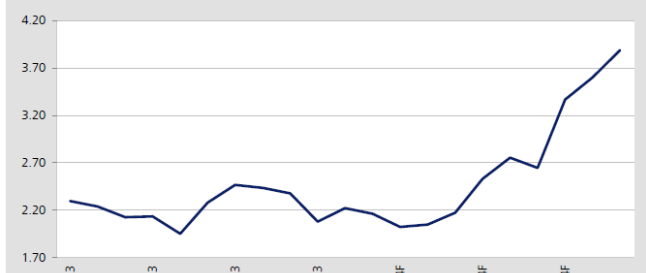
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 15: 股價淨值比**

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

## 損益表

損益表 (NT\$百萬)	季度								年度		
	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Mar-25F	Jun-25F	Sep-25F	Dec-25F	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
營業收入	8,026	10,308	12,197	16,741	9,916	12,270	13,040	18,054	47,272	53,281	57,994
營業成本	(4,008)	(5,067)	(6,038)	(8,354)	(4,928)	(6,012)	(6,416)	(8,955)	(23,467)	(26,311)	(28,523)
營業毛利	4,018	5,241	6,160	8,387	4,988	6,258	6,625	9,099	23,805	26,969	29,471
營業費用	(4,350)	(4,833)	(5,294)	(6,512)	(4,928)	(5,571)	(5,627)	(6,897)	(20,988)	(23,022)	(25,144)
營業利益	(332)	408	866	1,875	59	687	998	2,203	2,817	3,947	4,328
折舊	(380)	(382)	(522)	(804)	(560)	(560)	(560)	(560)	(2,088)	(2,242)	(2,413)
攤提	(30)	(16)	(22)	(20)	(22)	(22)	(22)	(22)	(87)	(87)	(87)
EBITDA	78	806	1,410	2,699	642	1,269	1,580	2,785	4,992	6,276	6,828
利息收入	79	86	39	(49)	39	39	39	39	154	156	196
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	24	2	29	27	20	22	21	22	82	85	90
總營業外收入	103	88	68	(22)	59	61	60	61	236	241	286
利息費用	(80)	(112)	(86)	(65)	(80)	(80)	(80)	(80)	(342)	(320)	(292)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	258	89	(50)	(57)	(41)	(41)	(41)	(41)	240	(162)	(160)
總營業外費用	178	(23)	(136)	(122)	(120)	(120)	(120)	(120)	(102)	(482)	(452)
稅前純益	(50)	472	798	1,731	(2)	628	937	2,143	2,951	3,706	4,161
所得稅費用[利益]	(88)	(180)	(199)	(433)	0	(188)	(234)	(429)	(901)	(851)	(956)
少數股東損益	0	0	0	(0)	0	0	0	0	1	1	1
非常項目前稅後純益	(138)	292	599	1,298	(1)	440	703	1,715	2,051	2,856	3,206
非常項目	(0)	0	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	(138)	292	599	1,298	(1)	440	703	1,715	2,051	2,856	3,206
每股盈餘 (NT\$)	(0.46)	0.96	1.98	4.28	(0.00)	1.45	2.32	5.66	6.75	9.41	10.56
獲利率 (%)											
營業毛利率	50.1	50.8	50.5	50.1	50.3	51.0	50.8	50.4	50.4	50.6	50.8
營業利益率	(4.1)	4.0	7.1	11.2	0.6	5.6	7.7	12.2	6.0	7.4	7.5
EBITDA Margin	1.0	7.8	11.6	16.1	6.5	10.3	12.1	15.4	10.6	11.8	11.8
稅前純益率	(0.6)	4.6	6.5	10.3	(0.0)	5.1	7.2	11.9	6.2	7.0	7.2
稅後純益率	(1.7)	2.8	4.9	7.8	(0.0)	3.6	5.4	9.5	4.3	5.4	5.5
季成長率 (%)											
營業收入	(36.9)	28.4	18.3	37.3	(40.8)	23.7	6.3	38.4			
營業毛利	(36.7)	30.4	17.5	36.2	(40.5)	25.5	5.9	37.4			
營業收益增長	(126.3)		112.4	116.5	(96.8)	1054.9	45.2	120.8			
EBITDA	(95.2)	935.2	75.0	91.4	(76.2)	97.8	24.5	76.3			
稅前純益	(105.0)		69.0	116.9	(100.1)		49.3	128.7			
稅後純益	(121.1)		104.9	116.8	(100.1)		59.9	143.9			
年成長率 (%)											
營業收入	14.1	19.4	26.1	31.6	23.5	19.0	6.9	7.8	24.2	12.7	8.8
營業毛利	22.9	28.1	30.5	32.2	24.1	19.4	7.5	8.5	29.2	13.3	9.3
營業收益	(43.8)	357.9	80.4	48.4		68.6	15.2	17.5	126.7	40.1	9.6
EBITDA		86.8	63.0	66.4	724.5	57.5	12.1	3.2	89.1	25.7	8.8
稅前純益	(93.0)	(2.4)	42.1	72.1	(96.2)	32.9	17.4	23.8	121.1	25.6	12.3
稅後純益	(78.7)	(12.4)	62.0	98.6	(99.0)	50.5	17.5	32.1	188.9	39.3	12.2

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	38,866	36,422	39,568	41,520	43,095
流動資產	26,419	23,610	28,090	31,283	34,318
現金及短期投資	3,540	2,372	2,318	2,438	3,522
存貨	11,808	9,039	11,221	12,903	14,066
應收帳款及票據	8,778	10,563	12,916	14,305	15,094
其他流動資產	2,293	1,636	1,636	1,636	1,636
非流動資產	12,447	12,812	11,478	10,238	8,778
長期投資	46	44	44	44	44
固定資產	4,494	4,581	3,246	2,006	546
什項資產	7,907	8,187	8,187	8,187	8,187
負債總額	29,384	26,772	28,825	29,253	29,117
流動負債	24,800	18,124	21,043	22,182	23,310
應付帳款及票據	4,758	4,333	6,732	7,785	8,987
短期借款	14,151	7,599	7,465	7,177	6,939
什項負債	5,891	6,192	6,845	7,221	7,384
長期負債	4,584	8,648	7,782	7,070	5,807
長期借款	2,447	5,959	5,093	4,382	3,119
其他負債及準備	892	780	780	780	780
股東權益總額	9,482	9,649	10,744	12,268	13,978
普通股	3,036	3,036	3,036	3,036	3,036
保留盈餘	4,227	5,032	6,127	7,651	9,362
少數股東權益	7	7	6	6	5
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**主要財務比率**

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
<b>年成長率</b>					
營業收入	9.2%	13.3%	24.2%	12.7%	8.8%
營業收益增長	(239.4%)		126.7%	40.1%	9.6%
EBITDA	(17.0%)	166.3%	89.1%	25.7%	8.8%
稅後純益	1024.6%	65.5%	188.9%	39.3%	12.2%
每股盈餘成長率	1024.5%	65.3%	188.3%	39.3%	12.2%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	43.5%	48.4%	50.4%	50.6%	50.8%
營業利益率	(0.6%)	3.3%	6.0%	7.4%	7.5%
EBITDA Margin	3.0%	6.9%	10.6%	11.8%	11.8%
稅後純益率	1.3%	1.9%	4.3%	5.4%	5.5%
平均資產報酬率	1.2%	1.9%	5.4%	7.0%	7.6%
股東權益報酬率	4.8%	7.4%	20.1%	24.8%	24.4%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	175.0%	140.5%	116.9%	94.2%	72.0%
淨負債比率	137.8%	116.2%	95.6%	74.6%	47.0%
利息保障倍數 (x)	2.2	4.5	9.6	12.6	15.2
利息及短期債保障倍數 (x)	0.0	0.1	0.3	0.3	0.3
Cash Flow Int. Coverage (x)	1.5	10.2	6.1	9.9	16.9
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	0.0	0.5	0.3	0.4	0.7
流動比率 (x)	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
速動比率 (x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
淨負債 (NT\$百萬)	13,067	11,217	10,271	9,151	6,567
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.34	6.75	9.41	10.56
每股現金盈餘 (NT\$)	1.30	12.68	6.88	10.43	16.32
每股淨值 (NT\$)	31.21	31.76	35.36	40.39	46.02
調整後每股淨值 (NT\$)	31.31	31.83	35.36	40.39	46.02
每股營收 (NT\$)	111.07	125.67	155.70	175.49	191.01
EBITDA/Share (NT\$)	3.28	8.72	16.44	20.67	22.49
每股現金股利 (NT\$)	0.60	1.00	2.50	3.00	3.00
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	0.91	1.01	1.24	1.31	1.37
應收帳款周轉天數	95.3	101.3	100.0	98.0	95.0
存貨周轉天數	226.8	168.0	175.0	179.0	180.0
應付帳款周轉天數	91.4	80.5	105.0	108.0	115.0
現金轉換周轉天數	230.7	188.7	170.0	169.0	160.0

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	33,613	38,070	47,272	53,281	57,994
營業成本	(19,007)	(19,642)	(23,467)	(26,311)	(28,523)
營業毛利	14,606	18,427	23,805	26,969	29,471
營業費用	(14,821)	(17,185)	(20,988)	(23,022)	(25,144)
營業利益	(215)	1,242	2,817	3,947	4,328
總營業外收入	199	234	236	241	286
利息收入	165	194	154	156	196
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	34	40	82	85	90
總營業外費用	319	(142)	(102)	(482)	(452)
利息費用	(256)	(377)	(342)	(320)	(292)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	576	235	240	(162)	(160)
稅前純益	304	1,334	2,950	3,706	4,161
所得稅費用 [利益]	(79)	(625)	(901)	(851)	(956)
少數股東損益	204	0	1	1	1
非常項目	-	(0)	-	-	-
稅後淨利	429	710	2,051	2,856	3,206
EBITDA	992	2,640	4,992	6,276	6,828
每股盈餘 (NT\$)	1.42	2.34	6.75	9.41	10.56

**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	392	3,843	2,090	3,166	4,956
本期純益	429	710	2,051	2,856	3,206
折舊及攤提	1,207	1,398	2,175	2,329	2,500
本期運用資金變動	(1,159)	458	(2,136)	(2,019)	(750)
其他營業資產及負債變動	(85)	1,277	-	-	(0)
投資活動之現金流量	(668)	(681)	(841)	(1,089)	(1,040)
投資用短期投資出售 [新購]	-	-	-	-	-
本期長期投資變動	-	-	-	-	-
資本支出淨額	(408)	(650)	(754)	(1,002)	(953)
其他資產變動	(260)	(31)	(87)	(87)	(87)
自由現金流	(601)	1,774	1,156	2,261	4,043
融資活動之現金流量	847	(3,871)	(1,303)	(1,957)	(2,832)
短期借款變動	4,677	(7,187)	-	-	-
長期借款變動	273	4,638	(1,000)	(1,000)	(1,500)
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(151)	(182)	(303)	(956)	(1,331)
其他融資現金流	(3,952)	(1,141)	(1)	(1)	(1)
匯率影響數	345	(481)	-	-	-
本期產生現金流量	916	(1,190)	(54)	120	1,084

**投資回報率**

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F	Dec-26F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	44.1%	45.1%	44.4%	43.2%	43.4%
= 營業利益率	(0.6%)	3.3%	6.0%	7.4%	7.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	1.9	2.4	2.9	3.2	3.7
營業利益率	(0.6%)	3.3%	6.0%	7.4%	7.5%
x 資本周轉率	1.9	2.4	2.9	3.2	3.7
x (1 - 有效現金稅率)	74.1%	53.2%	69.5%	77.0%	77.0%
= 稅後 ROIC	(0.9%)	4.1%	12.0%	18.2%	21.1%

資料來源：公司資料，凱基

## 喬山 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-05-21	增加持股	108.0	93.3
2024-04-26	增加持股	93.3	82.2
2023-07-11	增加持股	104.0	76.2
2023-03-14	增加持股	90.0	64.3
2022-11-10	增加持股	95.0	64.3
2022-09-08	增加持股	95.0	67.1

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](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倉。