

# 研華 (2395.TW/2395 TT)

## 積蓄能量以待 2025 年爆發

### 增加持股 · 維持

收盤價 July 31 (NT\$)	346.5
12 個月目標價 (NT\$)	457.0
前次目標價 (NT\$)	480.0
調降 (%)	4.8
上漲空間 (%)	31.9

### 焦點內容

- 2Q24 每股盈餘優於預期。
- 3Q24 財測不如預期，惟營運脫離谷底趨勢明確。
- 2025 年營收有望強勁反彈，主因 Edge AI 營收貢獻大幅提高。

### 交易資料表

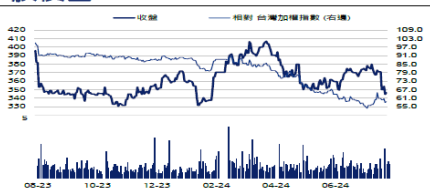
市值：(NT\$/bn/US\$mn)	299.1 / 9,178
流通在外股數 (百萬股)：	863
外資持有股數 (百萬股)：	351.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.82
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	330.5 - 407.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-8.8	2.7	-11.5
相對表現 (%)	-17.6	-21.4	-41

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	3.32A	3.17A	4.10A	3.27A
2023	3.80A	3.51A	3.01A	2.67A
2024	2.32A	2.46A	2.93F	3.34F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 重要訊息

研華舉辦 2Q24 法說會。

### 評論及分析

**2Q24 每股盈餘優於預期。** 2Q24 營收 146.4 億元，年減 14%。毛利率季增 0.5ppts 至 40.5% 優於我們預估的 40.0%，主因高毛利的 IIOT 佔比提高。營業利益僅 21.6 億元，年減 36.8%，低於我們預估 2%，主因：(1) 提列 3Q23 發行之 ESOP 費用；(2) IFRS 改變呆帳提列原則；(3) 匯兌導致營業費用增加 1-2%。在認列一次性處分利益貢獻業外收入下，每股盈餘 2.46 元，優於我們預估 3%。

**3Q24 財測不如預期，惟營運脫離谷底的趨勢明確。** 3Q24 財測預估營收 146.3-152.8 億元，低於我們與市場共識 16%/14%，係因：(1) 通膨仍處高檔下，歐美主要市場客戶遞延其訂單，並對下長單之態度較保守；(2) 歐美多數 Design in 專案需等到 2025 年方能貢獻營收。我們下修 2024 年營收至 606.0 億元，年減 6.1%，反應 3Q24 財測不如預期與營運復甦進度遞延。我們預估 2024 年毛利率為 40.5%，每股盈餘下調至 11.1 元。

**2025 年營收有望強勁反彈，主因 Edge AI 營收貢獻大幅提高。** 展望 2025 年，管理層認為在 2H24 接单持續成長的基礎下，營運有望強勁反彈，係因(1): Edge AI 將大規模導入工廠自動化、醫療影像、機器人與 AMR 領域，Edge AI 營收將爆發性成長。管理層預估 Edge AI 營收貢獻有望自 2023 年的 4% 大幅成長至 2025-26 年的雙位數以上；(2) 公司在北美地區 2023-24 年約有 7-7.2 億美元的 Design win，將於 2025 年進入量產。我們仍正向看待公司 2025 年營運顯著成長。由於 2024 年復甦進度遞延，我們調整 2025 年營收至 753.6 億元，年增 24%；每股盈餘預估 15.2 元。

### 投資建議

儘管 3Q24 財測低於預期可能使股價短期承壓，然而研華營運脫離谷底復甦的趨勢明確，且管理層預估 Edge AI 貢獻有望在 2025-26 年成長至雙位數以上，與我們在觀點相符。我們維持「增加持股」評等，目標價 457 元，係基於 2025 年每股盈餘預估的 30 倍換算得出。

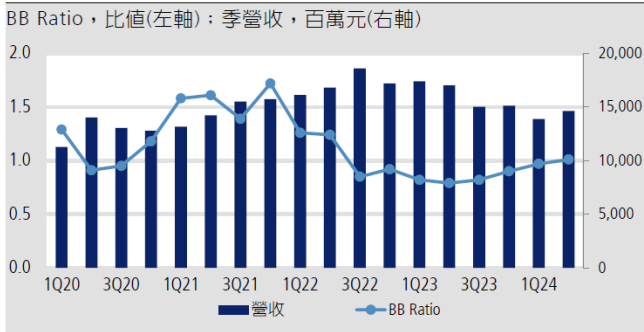
### 投資風險

全球經濟衰退；智慧工廠滲透率提升速度不如預期。

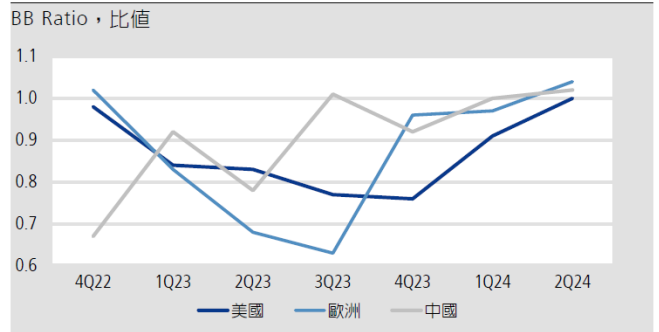
### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	58,622	68,745	64,568	60,601	75,360
營業毛利 (NT\$百萬)	22,132	26,113	26,162	24,637	31,050
營業利益 (NT\$百萬)	9,800	12,532	12,128	9,938	14,459
稅後淨利 (NT\$百萬)	8,250	10,757	10,838	9,493	13,077
每股盈餘 (NT\$)	10.67	13.85	12.65	11.05	15.22
每股現金股利 (NT\$)	8.00	10.00	9.50	8.30	11.43
每股盈餘成長率 (%)	13.5	29.8	(8.7)	(12.6)	37.7
本益比 (x)	32.5	25.0	27.4	31.4	22.8
股價淨值比 (x)	7.1	6.2	6.1	7.3	6.3
EV/EBITDA (x)	19.9	15.0	16.9	19.5	14.2
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	2.3	2.9	2.7	2.4	3.3
股東權益報酬率 (%)	22.8	26.3	23.5	21.3	29.8

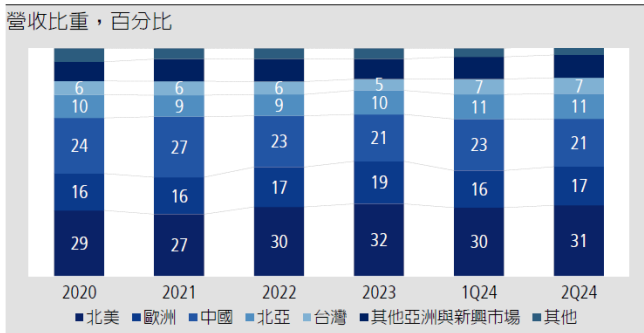
資料來源：公司資料，凱基

**圖 1：研華 2Q24 BB Ratio 已回升至 1.01**


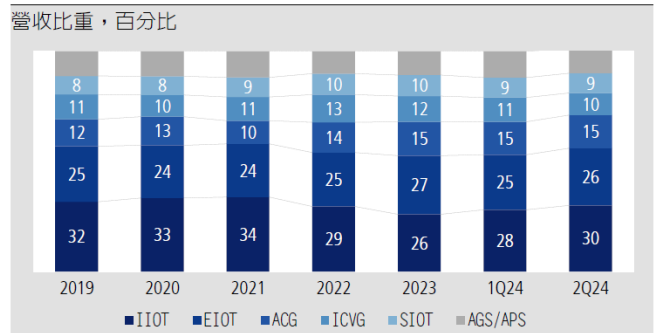
資料來源：公司資料，凱基

**圖 2：研華美歐中三大市場 BB Ratio 均回升至 1.0 以上**


資料來源：公司資料，凱基

**圖 3：研華各地區營收比重**


資料來源：公司資料，凱基

**圖 4：研華產品組合比重**


資料來源：公司資料，凱基

**圖 5：2Q24 財務數字 3Q24 財測暨市場共識比較**

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	14,644	14,643	0.0	5.5	(14.0)	14,719	(0.5)	15,275	17,775	(14.1)	4.3	1.8	17,467	(12.5)
毛利	5,931	5,857	1.3	6.9	(15.4)	5,920	0.2	6,265	7,143	(12.3)	5.6	4.1	7,040	(11.0)
營業利益	2,166	2,211	(2.0)	13.0	(36.8)	2,332	(7.1)	2,691	3,144	(14.4)	24.2	7.4	3,161	(14.9)
稅前淨利	2,633	2,527	4.2	9.9	(30.1)	2,679	(1.7)	3,112	3,494	(10.9)	18.2	0.8	3,532	(11.9)
稅後淨利	2,113	2,047	3.3	6.0	(29.7)	2,097	0.8	2,521	2,830	(10.9)	19.3	(2.4)	2,727	(7.6)
每股盈餘(元)	2.46	2.38	3.2	6.0	(29.9)	2.39	3.1	2.93	3.30	(11.0)	19.3	(2.6)	3.13	(6.2)
毛利率(%)	40.5	40.0	0.5 ppts	0.5 ppts	(0.7) ppts	40.2	0.3 ppts	41.0	40.2	0.8 ppts	0.5 ppts	0.0 ppts	40.3	0.7 ppts
營業利率率(%)	14.8	15.1	(0.3) ppts	1.0 ppts	(5.3) ppts	15.8	(1.1) ppts	17.6	17.7	(0.1) ppts	2.8 ppts	(1.2) ppts	18.1	(0.5) ppts
稅後淨利率(%)	14.4	14.0	0.5 ppts	0.1 ppts	(3.2) ppts	14.2	0.2 ppts	16.5	15.9	0.6 ppts	2.1 ppts	(0.6) ppts	15.6	0.9 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

**圖 6：2024-25 年財測暨市場共識比較**

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	60,601	66,808	(9.3)	(6.1)	65,093	(6.9)	75,360	81,535	(7.6)	24.4	75,452	(0.1)
毛利	24,637	26,906	(8.4)	(5.8)	26,241	(6.1)	31,050	33,384	(7.0)	26.0	30,502	1.8
營業利益	9,938	11,242	(11.6)	(18.1)	10,928	(9.1)	14,459	15,655	(7.6)	45.5	14,013	3.2
稅前淨利	11,679	12,678	(7.9)	(12.0)	12,108	(3.5)	16,144	16,970	(4.9)	38.2	15,037	7.4
稅後淨利	9,493	10,321	(8.0)	(12.4)	9,959	(4.7)	13,077	13,746	(4.9)	37.7	12,183	7.3
每股盈餘(元)	11.05	12.02	(8.1)	(12.6)	11.65	(5.2)	15.22	16.01	(4.9)	37.7	14.47	5.2
毛利率(%)	40.7	40.3	0.4 ppts	0.1 ppts	40.3	0.3 ppts	41.2	40.9	0.3 ppts	0.5 ppts	40.4	0.8 ppts
營業利率率(%)	16.4	16.8	(0.4) ppts	(2.4) ppts	16.8	(0.4) ppts	19.2	19.2	(0.0) ppts	2.8 ppts	18.6	0.6 ppts
稅後淨利率(%)	15.7	15.4	0.2 ppts	(1.1) ppts	15.3	0.4 ppts	17.4	16.9	0.5 ppts	1.7 ppts	16.1	1.2 ppts

資料來源：Bloomberg，凱基預估

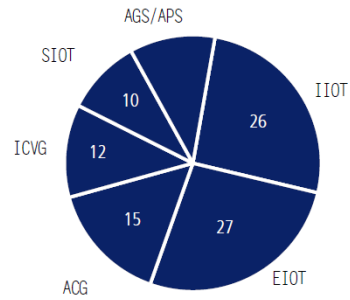
**圖 7: 公司概況**

研華成立於 1981 年 9 月 7 日，為全球工業電腦龍頭廠商。2023 年合併營收 646 億元，全球市佔率 43%。2023 產品比重依應用別可分為 IIOT 26%；EIOT 27%；ACG 15%；ICVG12%；SIOT 10%；AS+ 10%。公司主要業務涵蓋北美、歐洲、亞洲等，生產基地位於台灣林口廠與東湖廠、中國昆山廠、日本九州廠。

資料來源：凱基

**圖 8: 研華 2023 年產品組合**

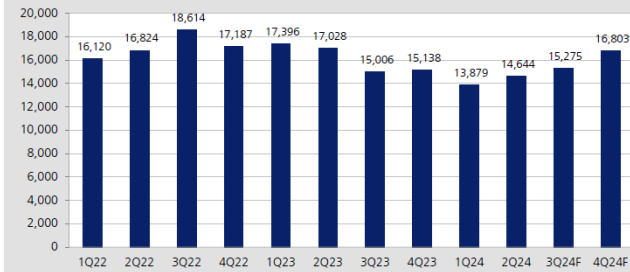
產品組合，百分比



資料來源：凱基

**圖 9: 季營業收入**

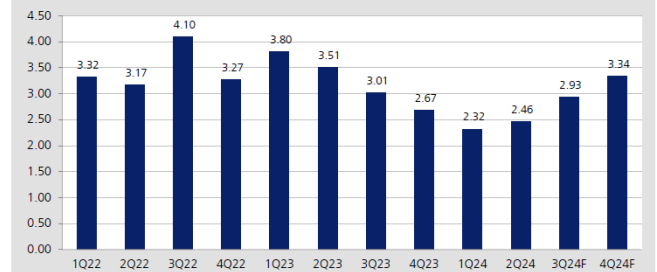
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

**圖 10: 每股盈利**

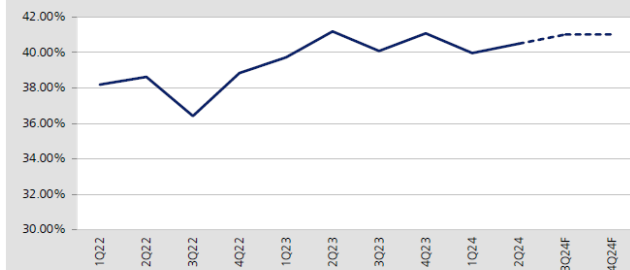
每股盈利，元



資料來源：凱基

**圖 11: 毛利率**

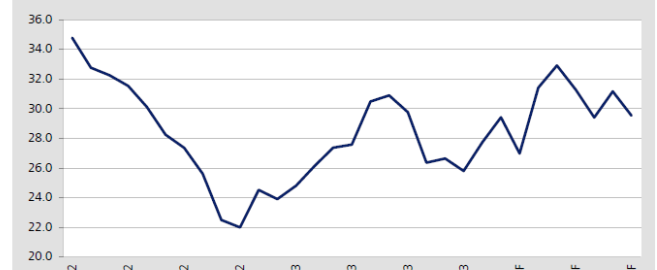
毛利率，百分比



資料來源：凱基

**圖 12: 本益比**

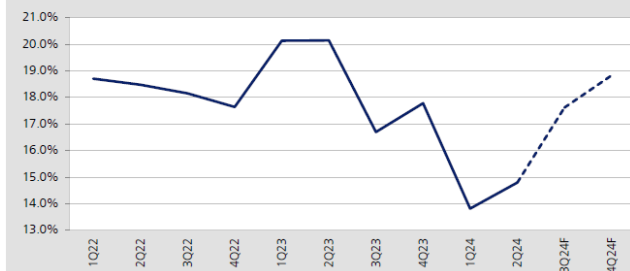
本益比，倍



資料來源：凱基

**圖 13: 營業利潤率**

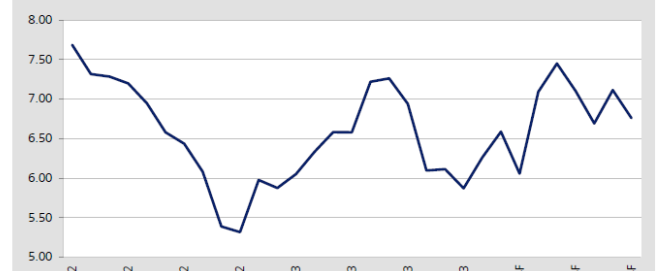
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

**圖 14: 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-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23A	Mar-24A	Jun-24A	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	17,396	17,028	15,006	15,138	13,879	14,644	15,275	16,803	64,568	60,601	75,360
營業成本	(10,485)	(10,014)	(8,990)	(8,918)	(8,332)	(8,713)	(9,010)	(9,909)	(38,406)	(35,963)	(44,310)
營業毛利	6,911	7,014	6,017	6,220	5,548	5,931	6,265	6,893	26,162	24,637	31,050
營業費用	(3,409)	(3,585)	(3,511)	(3,529)	(3,630)	(3,765)	(3,574)	(3,730)	(14,034)	(14,700)	(16,590)
營業利益	3,502	3,430	2,506	2,691	1,917	2,166	2,691	3,163	12,128	9,938	14,459
折舊	(221)	(221)	(232)	(238)	(242)	(230)	(206)	(145)	(912)	(824)	(798)
攤提	(43)	(43)	(42)	(46)	(35)	(44)	(39)	(39)	(174)	(158)	(156)
EBITDA	3,765	3,693	2,780	2,975	2,195	2,440	2,937	3,348	13,214	10,920	15,413
利息收入	-	-	81	87	88	102	103	104	275	397	375
投資利益淨額	25	147	277	98	113	119	152	120	613	504	514
其他營業外收入	76	206	41	20	50	94	51	54	170	249	246
總營業外收入	101	353	399	205	250	316	306	279	1,059	1,151	1,135
利息費用	(11)	(11)	(11)	(11)	(23)	(21)	-	-	(46)	(44)	-
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	89	(2)	195	(155)	252	171	116	96	125	635	550
總營業外費用	77	(14)	183	(167)	229	151	116	96	80	591	550
稅前純益	3,680	3,769	3,088	2,730	2,397	2,633	3,112	3,538	13,267	11,679	16,144
所得稅費用[利益]	(725)	(763)	(531)	(458)	(428)	(523)	(591)	(672)	(2,477)	(2,215)	(3,067)
少數股東損益	5	(1)	26	19	24	4	-	-	48	28	-
非常項目前稅後純益	2,959	3,004	2,583	2,291	1,993	2,113	2,521	2,866	10,838	9,493	13,077
非常項目	0	(0)	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)	-	(0)	(0)
稅後淨利	2,959	3,004	2,583	2,291	1,993	2,113	2,521	2,866	10,838	9,493	13,077
每股盈餘 (NT\$)	3.80	3.51	3.01	2.67	2.32	2.46	2.93	3.34	12.65	11.05	15.22
獲利率 (%)											
營業毛利率	39.7	41.2	40.1	41.1	40.0	40.5	41.0	41.0	40.5	40.7	41.2
營業利益率	20.1	20.1	16.7	17.8	13.8	14.8	17.6	18.8	18.8	16.4	19.2
EBITDA Margin	21.6	21.7	18.5	19.7	15.8	16.7	19.2	19.9	20.5	18.0	20.5
稅前純益率	21.2	22.1	20.6	18.0	17.3	18.0	20.4	21.1	20.5	19.3	21.4
稅後純益率	17.0	17.6	17.2	15.1	14.4	14.4	16.5	17.1	16.8	15.7	17.4
季成長率 (%)											
營業收入	1.2	(2.1)	(11.9)	0.9	(8.3)	5.5	4.3	10.0			
營業毛利	3.5	1.5	(14.2)	3.4	(10.8)	6.9	5.6	10.0			
營業收益增長	15.5	(2.0)	(26.9)	7.4	(28.8)	13.0	24.2	17.5			
EBITDA	14.1	(1.9)	(24.7)	7.0	(26.2)	11.2	20.3	14.0			
稅前純益	16.1	2.4	(18.1)	(11.6)	(12.2)	9.9	18.2	13.7			
稅後純益	16.4	1.5	(14.0)	(11.3)	(13.0)	6.0	19.3	13.7			
年成長率 (%)											
營業收入	7.9	1.2	(19.4)	(11.9)	(20.2)	(14.0)	1.8	11.0	(6.1)	(6.1)	24.4
營業毛利	12.2	7.9	(11.3)	(6.8)	(19.7)	(15.4)	4.1	10.8	0.2	(5.8)	26.0
營業收益	16.1	10.4	(25.8)	(11.2)	(45.2)	(36.8)	7.4	17.5	(3.2)	(18.1)	45.5
EBITDA	15.0	9.6	(23.7)	(9.9)	(41.7)	(33.9)	5.6	12.5	(2.8)	(17.4)	41.1
稅前純益	16.1	20.1	(22.2)	(13.9)	(34.9)	(30.1)	0.8	29.6	(1.3)	(12.0)	38.2
稅後純益	15.0	22.2	(18.9)	(9.9)	(32.6)	(29.7)	(2.4)	25.1	0.7	(12.4)	37.7

資料來源：公司資料，凱基

**資產負債表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	57,828	66,385	69,056	70,309	77,664
流動資產	36,686	41,747	41,386	42,441	49,519
現金及短期投資	12,991	15,381	21,200	19,739	23,544
存貨	12,517	14,008	9,804	11,006	12,600
應收帳款及票據	10,292	11,109	9,271	10,573	12,242
其他流動資產	886	1,250	1,111	1,122	1,133
非流動資產	21,142	24,638	27,671	27,869	28,144
長期投資	6,468	9,286	10,624	10,856	10,841
固定資產	10,247	11,039	11,326	11,458	11,749
什項資產	4,428	4,312	5,721	5,555	5,555
負債總額	19,465	22,101	20,247	26,968	28,086
流動負債	16,504	18,481	16,027	22,937	24,055
應付帳款及票據	7,487	7,126	6,089	7,207	8,325
短期借款	256	531	356	-	-
什項負債	8,761	10,823	9,582	15,730	15,730
長期負債	2,962	3,620	4,220	4,031	4,031
長期借款	-	122	-	-	-
其他負債及準備	2,895	3,323	2,609	4,031	4,031
股東權益總額	38,363	44,284	48,810	43,341	49,578
普通股	7,745	7,780	8,584	8,611	8,611
保留盈餘	13,706	17,750	19,599	11,895	18,132
少數股東權益	510	469	348	120	120
優先股股東資金	-	-	-	2,437	2,437

**主要財務比率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>年成長率</b>					
營業收入	14.7%	17.3%	(6.1%)	(6.1%)	24.4%
營業收益增長	8.5%	27.9%	(3.2%)	(18.1%)	45.5%
EBITDA	8.9%	24.7%	(2.8%)	(17.4%)	41.1%
稅後純益	13.8%	30.4%	0.7%	(12.4%)	37.7%
每股盈餘成長率	13.5%	29.8%	(8.7%)	(12.6%)	37.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	37.8%	38.0%	40.5%	40.7%	41.2%
營業利益率	16.7%	18.2%	18.8%	16.4%	19.2%
EBITDA Margin	18.6%	19.8%	20.5%	18.0%	20.5%
稅後純益率	14.1%	15.6%	16.8%	15.7%	17.4%
平均資產報酬率	15.3%	17.3%	16.0%	13.6%	17.7%
股東權益報酬率	22.8%	26.3%	23.5%	21.3%	29.8%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	0.7%	1.5%	0.7%	0.0%	0.0%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	655.5	499.0	292.2	268.2	
利息及短期債保障倍數 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Cash Flow Int. Coverage (x)	582.8	360.5	212.2	107.7	
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	33.7	17.4	24.1	107.7	
流動比率 (x)	2.2	2.3	2.6	1.9	2.1
速動比率 (x)	1.5	1.5	2.0	1.4	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(9,045)	(11,377)	(10,655)	(8,696)	(13,171)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	10.67	13.85	12.65	11.05	15.22
每股現金盈餘 (NT\$)	11.81	12.53	11.28	5.48	13.83
每股淨值 (NT\$)	48.88	56.32	56.45	47.51	54.77
調整後每股淨值 (NT\$)	48.97	56.41	56.56	47.48	54.73
每股營收 (NT\$)	75.84	88.51	75.36	70.55	87.72
EBITDA/Share (NT\$)	14.10	17.50	15.42	12.71	17.94
每股現金股利 (NT\$)	8.00	10.00	9.50	8.30	11.43
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.09	1.11	0.95	0.87	1.02
應收帳款周轉天數	64.1	59.0	52.4	63.9	59.3
存貨周轉天數	125.2	119.9	93.2	112.0	103.8
應付帳款周轉天數	74.9	61.0	57.9	73.3	68.6
現金轉換周轉天數	114.4	117.9	87.7	102.5	94.5

資料來源：公司資料，凱基

**損益表**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	58,622	68,745	64,568	60,601	75,360
營業成本	(36,490)	(42,632)	(38,406)	(35,963)	(44,310)
營業毛利	22,132	26,113	26,162	24,637	31,050
營業費用	(12,331)	(13,581)	(14,034)	(14,700)	(16,590)
營業利益	9,800	12,532	12,128	9,938	14,459
總營業外收入	665	904	1,059	1,151	1,135
利息收入	27	-	275	397	375
投資利益淨額	449	447	613	504	514
其他營業外收入	189	457	170	249	246
總營業外費用	(210)	6	80	591	550
利息費用	(16)	(27)	(46)	(44)	-
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(195)	33	125	635	550
稅前純益	10,255	13,443	13,267	11,675	16,144
所得稅費用[利益]	(1,948)	(2,700)	(2,477)	(2,215)	(3,067)
少數股東損益	(57)	15	48	28	-
非常項目	-	(0)	0	(0)	(0)
稅後淨利	8,250	10,757	10,838	9,493	13,077
EBITDA	10,897	13,589	13,214	10,920	15,413
每股盈餘 (NT\$)	10.67	13.85	12.65	11.05	15.22

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	9,132	9,731	9,665	4,709	11,885
本期純益	8,250	10,757	10,838	9,493	13,077
折舊及攤提	1,097	1,057	1,086	982	953
其他營業資產及負債變動	(3,061)	(2,727)	5,006	(1,386)	(2,145)
本期運用資金變動	2,846	644	(7,265)	(4,380)	(0)
投資活動之現金流量	(1,276)	(2,240)	(2,573)	226	(570)
投資用短期投資出售[新購]	54	(902)	(1,265)	1,083	659
本期長期投資變動	(390)	(39)	(117)	38	15
資本支出淨額	(1,036)	(1,353)	(1,236)	(820)	(1,089)
其他資產變動	96	54	45	(75)	(156)
自由現金流	4,670	6,808	14,546	6,672	9,277
融資活動之現金流量	(5,564)	(5,649)	(8,064)	(7,602)	(7,130)
短期借款變動	91	280	(276)	(4)	-
長期借款變動	-	122	-	(119)	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(5,506)	(6,196)	(7,800)	(8,140)	(7,130)
其他融資現金流	(148)	146	12	661	-
匯率影響數	(488)	886	(46)	385	291
本期產生現金流量	1,804	2,729	(1,018)	(2,281)	4,475

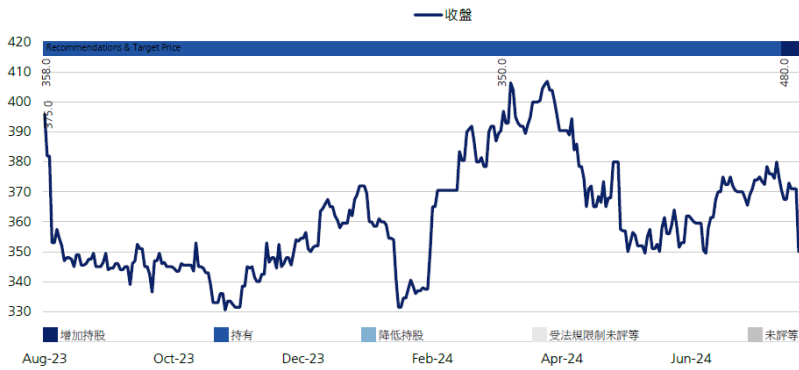
**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	21.0%	19.8%	21.7%	24.3%	22.0%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	16.7%	18.2%	18.8%	16.4%	19.2%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	(0.0)	0.0
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.2	0.2	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	3.3	3.5	4.0	5.3	5.4
營業利益率	16.7%	18.2%	18.8%	16.4%	19.2%
x 資本周轉率	3.3	3.5	4.0	5.3	5.4
x (1 - 有效現金稅率)	81.0%	79.9%	81.3%	81.0%	81.0%
= 稅後 ROIC	44.4%	50.9%	61.6%	70.5%	84.3%

資料來源：公司資料，凱基



## 研華 – 以往評級及目標價



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](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關聯人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之關聯人。凱基集團成員公司、其關聯人及其董事、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。