

# 世芯-KY (3661.TW/3661 TT)

## 近期雜音大致不影響我們的觀點

### 增加持股 · 維持

收盤價 September 27 (NT\$)	2,020
12 個月目標價 (NT\$)	3,950
前次目標價 (NT\$)	3,950
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	95.5

### 焦點內容

1. 世芯-KY 股價於本週出現 13.1% 之回檔幅度，我們整理市場主要擔憂。
2. 當前未見到於晶圓代工合作夥伴下修 CoWoS 產能。
3. 美系 IDM 客戶之量產專案終端客戶並非以超大規模雲端服務提供商或中國客戶為主。

### 交易資料表

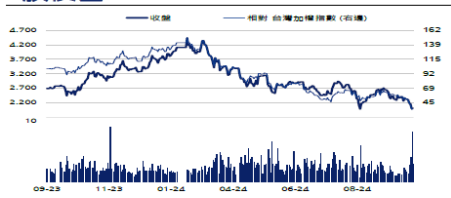
市值：(NT\$bn/US\$mn)	161.4/ 5,075
流通在外股數 (百萬股)：	79.88
外資持有股數 (百萬股)：	42.31
3M 平均成交量 (百萬股)：	1.90
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	1,980 -4,430

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-17.6	-35.9	-23.3
相對表現 (%)	-17.2	-48.9	-63.2

### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2023	8.09A	10.16A	12.03A	15.31A
2024	15.83A	20.05A	22.08F	20.74F
2025	23.19F	23.42F	24.68F	27.57F

### 股價圖



資料來源：TEJ

### 重要訊息

世芯-KY 股價於本週(9 月 27 日收盤價對比 9 月 20 日收盤價)出現 13.1% 之回檔幅度，我們整理市場主要擔憂，包括：(1) 2025 年營收年增長轉趨保守；(2) 美系 IDM 客戶之量產專案於 2025 年需求恐不佳，且近期存在下修風險；及(3) 美系 IDM 客戶之量產專案初期起量不順，且終端客戶仍不明確。

### 評論及分析

當前未見到於晶圓代工合作夥伴下修 CoWoS 產能。美系 IDM 客戶之量產專案(主要為 5nm AI ASIC)將支撐 2025 年營收年增，並提及世芯-KY 已為美系 IDM 客戶於 2025 年取得約 3 倍 CoWoS 產能(全年約為 25,000 片)。而我們當前未見到該 CoWoS 產能下修，並重申在考量晶圓代工合作夥伴生產與出貨時間之下，預估來自此客戶之量產營收將年增至約 6.5-7 億美元，而此與我們原先預估仍一致。

美系 IDM 客戶之量產專案終端客戶並非以超大規模雲端服務提供商或中國客戶為主。市場擔憂美系 IDM 客戶之量產專案之終端客戶仍不明確，主要終端客戶包括 Naver (韓)、Bharti Airtel (印)、Bosch (德)與 Infosys (印)等，係由數個客戶所構成之需求。另外我們亦提及，美系 IDM 客戶屢次強調該 5nm AI ASIC 之表現與功耗優於 Nvidia (美)之 H100 AI GPU，故我們認為該 5nm AI ASIC 得以直接出貨至中國之可能性較低。

### 投資建議

我們維持原先營收與毛利率預估不變，預估 2024-25 年營收將分別年增 66.0% 與 14.2% 至 506 億元與 578 億元，且 2026 年營收將恢復高速成長。我們亦重申季營收年增率將於 2H24-1H25 加速下滑，並於 2H25 方能重拾季營收年增動能。我們維持 2024-25 年每股盈餘預估大致不變，分別為 78.77 元與 98.85 元。目標價維持 3,950 元，基於 2025 年每股盈餘預估平均 40 倍不變(週期平均加 1 倍標準差)。目前股價交易於 2024-25 年每股盈餘預估 26 倍與 20 倍。我們仍正向看待世芯-KY 於設計服務領域之地位，考量其營收主要來自先進製程 AI、HPC 與車用等市場。維持「增加持股」。

### 投資風險

競爭加劇；中美衝突或美對中限制加劇；需求降溫。

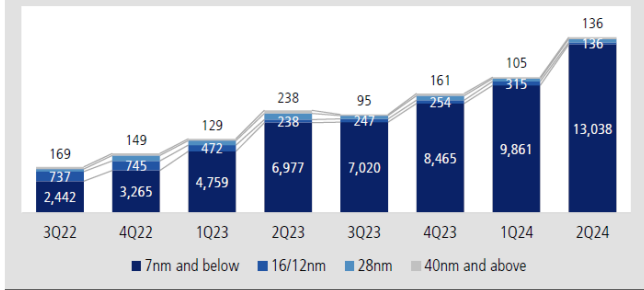
### 主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	10,428	13,725	30,482	50,587	57,774
營業毛利 (NT\$百萬)	3,563	4,430	6,794	10,101	12,348
營業利益 (NT\$百萬)	1,828	2,311	3,761	6,431	8,072
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,490	1,834	3,325	6,206	7,823
每股盈餘 (NT\$)	21.34	25.69	45.47	78.77	98.85
每股現金股利 (NT\$)	11.14	12.92	22.71	39.39	49.43
每股盈餘成長率 (%)	56.8	20.4	77.0	73.2	25.5
本益比 (x)	94.7	78.6	44.4	25.6	20.4
股價淨值比 (x)	13.8	11.2	8.3	4.5	4.0
EV/EBITDA (x)	39.5	31.1	23.0	15.4	12.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	0.6	0.6	1.1	1.9	2.4
股東權益報酬率 (%)	20.9	15.7	21.4	23.1	20.5

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 1：世芯-KY 營收結構(按製程)

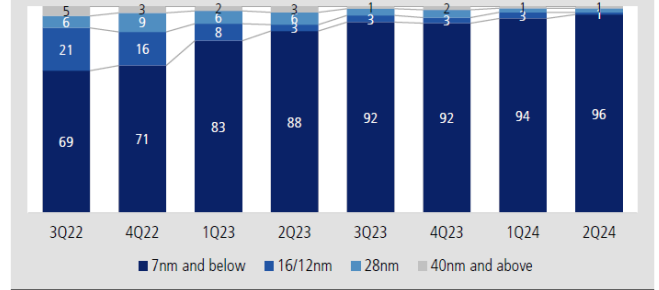
營收金額，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：世芯-KY 營收佔比(按製程)

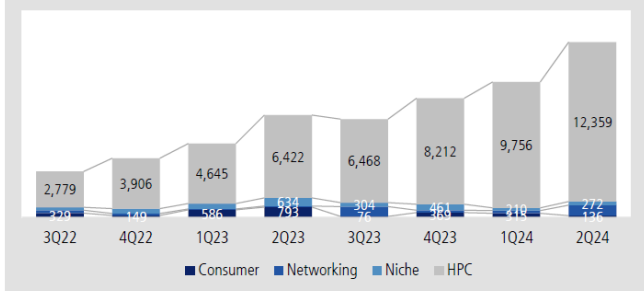
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：世芯-KY 營收結構(按應用領域)

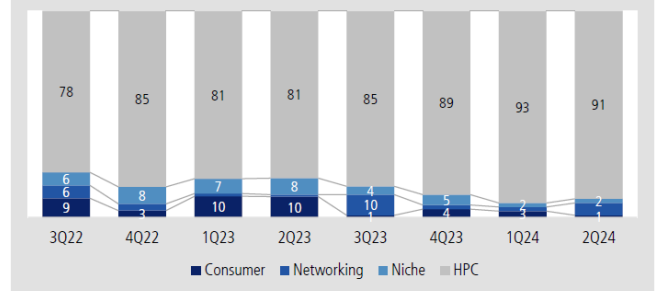
營收金額，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：世芯-KY 營收佔比(按應用領域)

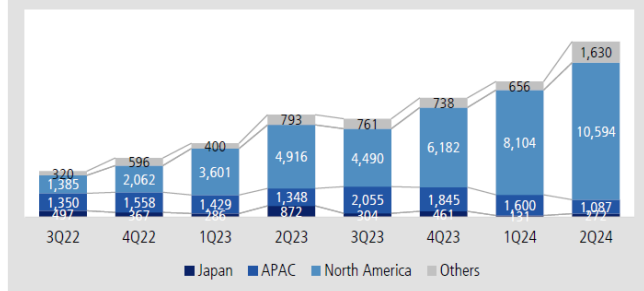
營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：世芯-KY 營收結構(按地區)

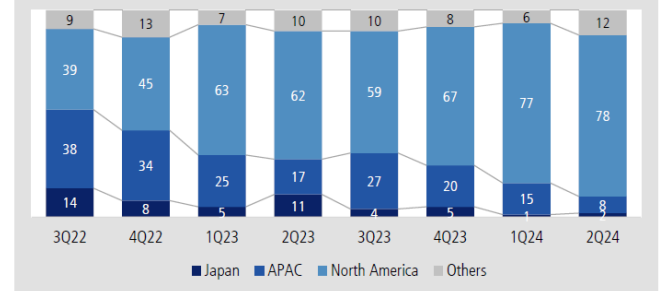
營收金額，百萬元



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：世芯-KY 營收佔比(按地區)

營收佔比，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：3Q-4Q24 財測修正暨市場共識比較

百萬元	3Q24F							4Q24F						
	修正後	修正前	調幅(%)	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	13,748	13,748	0.0	1.2	80.7	14,250	(3.5)	12,767	12,767	0.0	(7.1)	38.4	13,594	(6.1)
毛利	2,827	2,827	0.0	9.8	56.8	2,888	(2.1)	2,727	2,727	0.0	(3.6)	29.8	2,954	(7.7)
營業利益	1,865	1,865	0.0	13.1	85.1	1,920	(2.9)	1,705	1,705	0.0	(8.6)	36.8	1,998	(14.7)
稅後淨利	1,747	1,747	0.0	10.1	96.7	1,656	5.5	1,642	1,642	0.0	(6.0)	46.6	1,718	(4.5)
每股盈餘(元)	22.08	22.08	(0.0)	10.1	83.6	21.40	3.2	20.74	20.75	(0.0)	(6.0)	35.5	22.04	(5.9)
毛利率(%)	20.6	20.6	0.0 ppts	1.6 ppts	(3.1)ppts	20.3	0.3 ppts	21.4	21.4	0.0 ppts	0.8 ppts	(1.4)ppts	21.7	(0.4)ppts
營業率(%)	13.6	13.6	0.0 ppts	1.4 ppts	0.3 ppts	13.5	0.1 ppts	13.4	13.4	0.0 ppts	(0.2)ppts	(0.2)ppts	14.7	(1.3)ppts
淨利率(%)	12.7	12.7	0.0 ppts	1.0 ppts	1.0 ppts	11.6	1.1 ppts	12.9	12.9	0.0 ppts	0.2 ppts	0.7 ppts	12.6	0.2 ppts

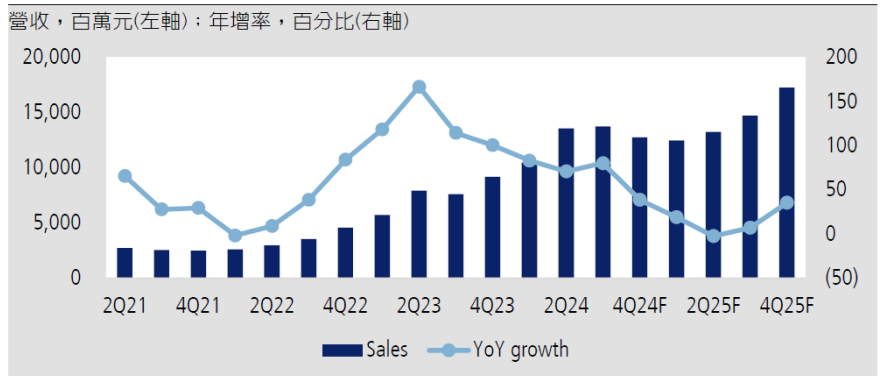
資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 8：2024-25 年財測修正暨市場共識比較

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	50,587	50,587	0.0	66.0	51,695	(2.1)	57,774	57,774	0.0	14.2	60,816	(5.0)		
毛利	10,101	10,101	0.0	48.7	10,305	(2.0)	12,348	12,348	0.0	22.2	13,409	(7.9)		
營業利益	6,431	6,431	0.0	71.0	6,712	(4.2)	8,072	8,072	0.0	25.5	9,365	(13.8)		
稅後淨利	6,206	6,206	0.0	86.6	6,187	0.3	7,823	7,823	0.0	26.1	8,055	(2.9)		
每股盈餘(元)	78.77	78.78	(0.0)	73.2	79.84	(1.3)	98.85	98.86	(0.0)	25.5	102.00	(3.1)		
毛利率(%)	20.0	20.0	0.0 ppts	(2.3)ppts	19.9	0.0 ppts	21.4	21.4	0.0 ppts	1.4 ppts	22.0	(0.7)ppts		
營業率(%)	12.7	12.7	0.0 ppts	0.4 ppts	13.0	(0.3)ppts	14.0	14.0	0.0 ppts	1.3 ppts	15.4	(1.4)ppts		
淨利率(%)	12.3	12.3	0.0 ppts	1.4 ppts	12.0	0.3 ppts	13.5	13.5	0.0 ppts	1.3 ppts	13.2	0.3 ppts		

資料來源：Bloomberg，凱基預估

圖 9：營收年增率將於 2H24-1H25 加速下滑

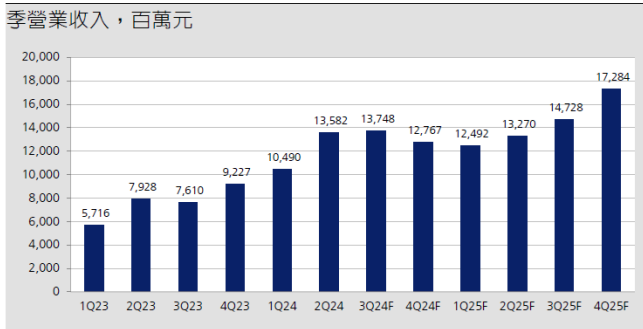


資料來源：公司資料，凱基預估

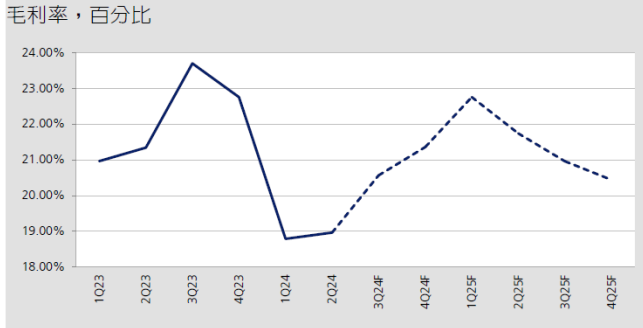
**圖 10：公司概況**

世芯-KY 成立於 2003 年，專精於提供高複雜度 ASIC 和 SoC 設計 (尤其是後段設計)與生產服務解決方案。公司多年來深耕 IC 設計服務領域，團隊主要延攬來自於美國矽谷和日本的 IC 設計專家。世芯-KY 總部位於台北，並於新竹設有 ASIC 製造中心。基於全球佈局策略，公司在中國、日本和美國設有分部。

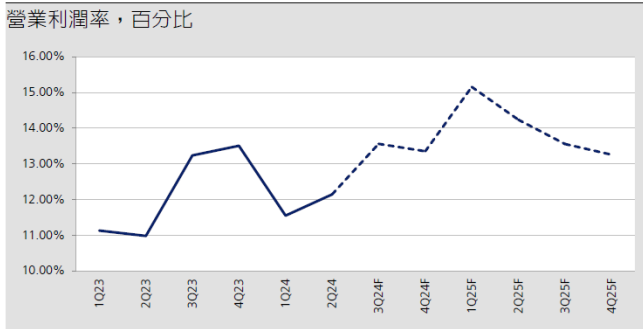
資料來源：公司資料，凱基

**圖 12：季營業收入**


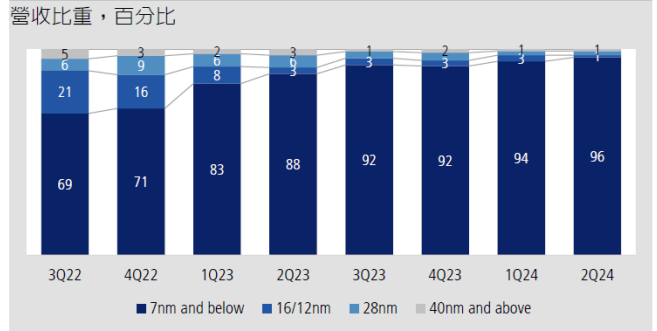
資料來源：凱基

**圖 14：毛利率**


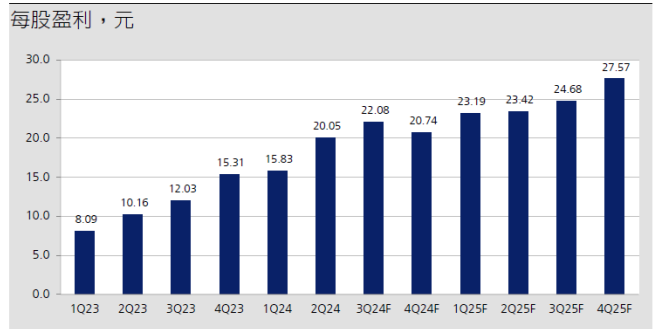
資料來源：凱基

**圖 16：營業利潤率**


資料來源：凱基

**圖 11：營收佔比(按製程)**


資料來源：公司資料，凱基

**圖 13：每股盈利**


資料來源：凱基

**圖 15：未來一年預估本益比區間**


資料來源：TEJ，凱基預估

**圖 17：未來一年預估股價淨值比區間**


資料來源：TEJ，凱基預估

## 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-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,490	13,582	13,748	12,767	12,492	13,270	14,728	17,284	30,482	50,587	57,774
營業成本	(8,519)	(11,006)	(10,921)	(10,040)	(9,649)	(10,385)	(11,641)	(13,751)	(23,687)	(40,486)	(45,426)
營業毛利	1,971	2,576	2,827	2,727	2,843	2,885	3,087	3,533	6,794	10,101	12,348
營業費用	(759)	(926)	(962)	(1,022)	(949)	(995)	(1,090)	(1,241)	(3,033)	(3,670)	(4,275)
營業利益	1,212	1,650	1,865	1,705	1,894	1,890	1,997	2,292	3,761	6,431	8,072
折舊	(261)	(391)	(373)	(467)	(562)	(562)	(562)	(562)	(1,356)	(1,492)	(2,247)
攤提	(146)	(151)	(105)	(18)	(63)	(63)	(63)	(63)	(666)	(421)	(251)
EBITDA	1,619	2,192	2,343	2,190	2,518	2,514	2,622	2,916	5,783	8,344	10,570
利息收入	278	318	358	388	388	423	433	429	353	1,343	1,674
投資利益淨額	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外收入	54	24	10	10	10	10	10	10	80	98	40
總營業外收入	332	342	368	398	398	433	443	439	433	1,440	1,714
利息費用	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(6)	(12)	(14)
投資損失	(24)	4	-	-	-	-	-	-	(15)	(20)	-
其他營業外費用	16	(9)	-	-	-	-	-	-	24	7	-
總營業外費用	(11)	(7)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	3	(25)	(14)
稅前純益	1,533	1,984	2,230	2,100	2,288	2,319	2,437	2,728	4,198	7,847	9,773
所得稅費用[利益]	(307)	(395)	(486)	(458)	(458)	(464)	(487)	(546)	(877)	(1,645)	(1,955)
少數股東損益	4	(2)	3	(1)	4	(2)	3	(1)	5	4	4
非常項目稅後純益	1,230	1,587	1,747	1,642	1,835	1,853	1,953	2,182	3,325	6,206	7,823
非常項目	0	(0)	0	0	0	0	0	0	-	(0)	0
稅後淨利	1,230	1,587	1,747	1,642	1,835	1,853	1,953	2,182	3,325	6,206	7,823
每股盈餘 (NT\$)	15.83	20.05	22.08	20.74	23.19	23.42	24.68	27.57	45.47	78.77	98.85
獲利率 (%)											
營業毛利率	18.8	19.0	20.6	21.4	22.8	21.7	21.0	20.4	22.3	20.0	21.4
營業利益率	11.6	12.1	13.6	13.4	15.2	14.2	13.6	13.3	12.3	12.7	14.0
EBITDA Margin	15.4	16.1	17.0	17.2	20.2	18.9	17.8	16.9	19.0	16.5	18.3
稅前純益率	14.6	14.6	16.2	16.4	18.3	17.5	16.5	15.8	13.8	15.5	16.9
稅後純益率	11.7	11.7	12.7	12.9	14.7	14.0	13.3	12.6	10.9	12.3	13.5
季成長率 (%)											
營業收入	13.7	29.5	1.2	(7.1)	(2.2)	6.2	11.0	17.4			
營業毛利	(6.1)	30.7	9.8	(3.6)	4.3	1.5	7.0	14.4			
營業收益增長	(2.8)	36.1	13.1	(8.6)	11.1	(0.2)	5.7	14.8			
EBITDA	(23.6)	35.4	6.9	(6.5)	15.0	(0.2)	4.3	11.2			
稅前純益	8.6	29.4	12.4	(5.8)	9.0	1.3	5.1	11.9			
稅後純益	9.9	29.0	10.1	(6.0)	11.8	1.0	5.4	11.7			
年成長率 (%)											
營業收入	83.5	71.3	80.7	38.4	19.1	(2.3)	7.1	35.4	122.1	66.0	14.2
營業毛利	64.5	52.2	56.8	29.8	44.2	12.0	9.2	29.6	53.4	48.7	22.2
營業收益	90.4	89.4	85.1	36.8	56.3	14.6	7.1	34.4	62.8	71.0	25.5
EBITDA	74.8	72.5	59.8	3.3	55.6	14.7	11.9	33.2	32.3	44.3	26.7
稅前純益	110.2	115.3	96.5	48.7	49.3	16.9	9.3	29.9	76.1	86.9	24.5
稅後純益	111.2	115.9	96.7	46.6	49.1	16.8	11.8	32.9	81.3	86.6	26.1

資料來源：公司資料，凱基預估

## 資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	13,258	19,738	32,458	54,105	60,476
流動資產	11,558	18,240	29,416	49,244	54,575
現金及短期投資	8,300	6,806	14,136	26,687	24,268
存貨	1,057	9,125	11,614	16,063	22,002
應收帳款及票據	970	1,413	2,437	4,523	6,335
其他流動資產	1,230	897	1,229	1,970	1,970
非流動資產	1,700	1,498	3,042	4,862	5,902
長期投資	335	340	580	1,315	1,315
固定資產	884	710	1,160	2,696	3,737
什項資產	481	447	1,302	850	850
負債總額	2,909	6,736	14,424	18,346	20,016
流動負債	2,839	6,608	14,246	18,157	19,827
應付帳款及票據	394	1,938	1,925	3,791	5,460
短期借款	-	-	-	-	-
什項負債	2,445	4,670	12,320	14,366	14,366
長期負債	70	128	178	189	189
長期借款	-	-	-	-	-
其他負債及準備	20	58	28	26	26
股東權益總額	10,348	13,002	18,034	35,759	40,461
普通股	707	719	743	797	797
保留盈餘	2,495	3,388	6,057	8,641	13,346
少數股東權益	-	9	20	16	12
優先股股東資金	-	-	-	-	-

## 主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	47.3%	31.6%	122.1%	66.0%	14.2%
營業收益增長	85.2%	26.4%	62.8%	71.0%	25.5%
EBITDA	61.5%	30.1%	32.3%	44.3%	26.7%
稅後純益	78.4%	23.1%	81.3%	86.6%	26.1%
每股盈餘成長率	56.8%	20.4%	77.0%	73.2%	25.5%
獲利能力分析					
營業毛利率	34.2%	32.3%	22.3%	20.0%	21.4%
營業利益率	17.5%	16.8%	12.3%	12.7%	14.0%
EBITDA Margin	32.2%	31.8%	19.0%	16.5%	18.3%
稅後純益率	14.3%	13.4%	10.9%	12.3%	13.5%
平均資產報酬率	13.3%	11.1%	12.7%	14.3%	13.7%
股東權益報酬率	20.9%	15.7%	21.4%	23.1%	20.5%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	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)	735.0	831.9	687.0	677.0	722.7
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)	133.4	(85.7)	1,520.8	249.6	312.7
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	133.4	(85.7)	1,520.8	249.6	312.7
流動比率 (x)	4.1	2.8	2.1	2.7	2.8
速動比率 (x)	3.7	1.4	1.2	1.8	1.6
淨負債 (NT\$百萬)	(3,849)	(4,775)	(10,160)	(25,247)	(22,828)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	21.34	25.69	45.47	78.77	98.85
每股現金盈餘 (NT\$)	4.95	(3.44)	127.25	36.77	53.52
每股淨值 (NT\$)	146.39	180.65	242.39	448.39	507.42
調整後每股淨值 (NT\$)	148.22	182.00	246.32	453.71	511.15
每股營收 (NT\$)	149.37	192.25	416.80	642.13	730.08
EBITDA/Share (NT\$)	48.12	61.20	79.07	105.92	133.57
每股現金股利 (NT\$)	11.14	12.92	22.71	39.39	49.43
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.93	0.83	1.17	1.17	1.01
應收帳款周轉天數	33.9	37.6	29.2	32.7	40.0
存貨周轉天數	56.2	358.3	179.0	145.2	176.8
應付帳款周轉天數	21.0	76.1	29.7	34.3	43.9
現金轉換周轉天數	69.2	319.8	178.5	143.7	172.9

資料來源：公司資料，凱基預估

## 損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	10,428	13,725	30,482	50,587	57,774
營業成本	(6,866)	(9,296)	(23,687)	(40,486)	(45,426)
營業毛利	3,563	4,430	6,794	10,101	12,348
營業費用	(1,735)	(2,119)	(3,033)	(3,670)	(4,275)
營業利益	1,828	2,311	3,761	6,431	8,072
總營業外收入	60	140	433	1,440	1,714
利息收入	36	88	353	1,343	1,674
投資利益淨額	-	-	-	-	-
其他營業外收入	25	53	80	98	40
總營業外費用	13	(68)	3	(25)	(14)
利息費用	(3)	(3)	(6)	(12)	(14)
投資損失	-	-	(15)	(20)	-
其他營業外費用	15	(65)	24	7	-
稅前純益	1,901	2,383	4,198	7,847	9,773
所得稅費用[利益]	(411)	(550)	(877)	(1,645)	(1,955)
少數股東損益	-	1	5	4	4
非常項目	-	0	0	(0)	0
稅後淨利	1,490	1,834	3,325	6,206	7,823
EBITDA	3,360	4,369	5,783	8,344	10,570
每股盈餘 (NT\$)	21.34	25.69	45.47	78.77	98.85

## 現金流量

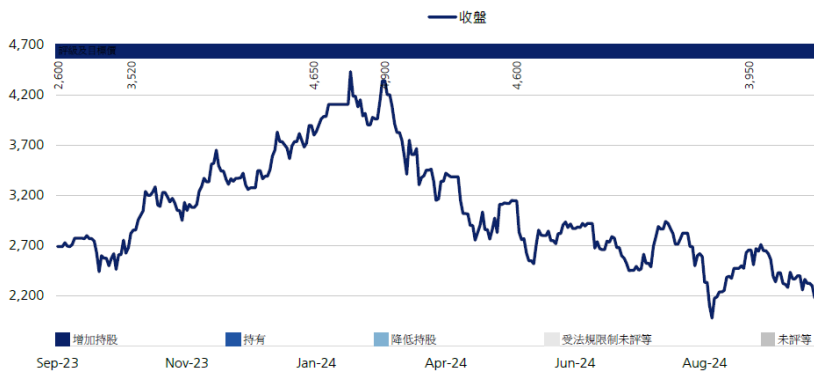
NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	345	(246)	9,306	2,897	4,235
本期純益	1,490	1,834	3,325	6,206	7,823
折舊及攤提	1,532	2,058	2,021	1,913	2,498
本期運用資金變動	(604)	(6,750)	(3,996)	(4,670)	(6,081)
其他營業資產及負債變動	(2,073)	2,611	7,955	(551)	(4)
投資活動之現金流量	(5,711)	1,476	(5,118)	(714)	(3,538)
投資用短期投資出售[新購]	(3,969)	2,787	(2,101)	1,899	-
本期長期投資變動	-	-	(70)	(67)	-
資本支出淨額	(1,342)	(1,027)	(2,321)	(2,773)	(3,287)
其他資產變動	(401)	(284)	(626)	227	(251)
自由現金流	551	(4,238)	(1,986)	(868)	(663)
融資活動之現金流量	4,773	(766)	1,276	11,875	(3,117)
短期借款變動	-	-	-	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	5,396	-	1,998	13,354	-
已支付普通股股息	(465)	(846)	(931)	(1,778)	(3,117)
其他融資現金流	49	80	208	299	-
匯率影響數	(147)	462	(79)	1,029	-
本期產生現金流量	(739)	927	5,384	15,087	(2,419)

## 投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入	16.6%	15.4%	10.0%	7.3%	7.4%
- 銷管費用/營業收入	-	-	-	-	-
= 營業利益率	17.5%	16.8%	12.3%	12.7%	14.0%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.0	0.4	0.0	0.1	0.2
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
+ 什項資產/營業收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	6.5	2.4	11.3	6.7	3.9
營業利益率	17.5%	16.8%	12.3%	12.7%	14.0%
x 資本周轉率	6.5	2.4	11.3	6.7	3.9
x (1 - 有效現金稅率)	78.4%	76.9%	79.1%	79.0%	80.0%
= 稅後 ROIC	89.7%	31.1%	110.6%	67.0%	43.9%

資料來源：公司資料，凱基預估

## 世芯-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-08-23	增加持股	3,950	2,655
2024-05-04	增加持股	4,600	3,145
2024-03-02	增加持股	4,900	4,340
2024-01-28	增加持股	4,650	3,895
2023-11-02	增加持股	3,520	2,820
2023-08-18	增加持股	2,600	1,970
2023-06-21	增加持股	2,400	1,810
2023-01-13	增加持股	1,110	837
2022-11-04	增加持股	1,070	725
2022-10-13	增加持股	1,070	681

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。