

## 正文 (4906.TW/4906 TT)

### 直供賽道開始起跑

#### 增加持股 · 調升

收盤價 July 1 (NT\$)	36.95
12 個月目標價 (NT\$)	45.00
前次目標價 (NT\$)	35.00
調升 (%)	28.6
上漲空間 (%)	21.8

#### 焦點內容

- 1Q24 直供比例增加帶動毛利率優於預期。
- 2024 年直供比例持續增加。
- 2025 年 Wi-Fi 7 與 25GPON 為主要動能。

#### 交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$mn)	15.27 / 471.0
流通在外股數 (百萬股)：	413.3
外資持有股數 (百萬股)：	76.55
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.95
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	31.35 -39.50

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	6.9	7.1	11.8
相對表現 (%)	-7.1	-21.5	-24.5

#### 每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	0.17A	0.14A	0.57A	0.82A
2023	0.16A	0.79A	0.90A	(0.30)A
2024	0.18A	0.49F	0.51F	0.54F

#### 股價圖



資料來源：TEJ

#### 重要訊息

我們預期 2H24-2025 年正文轉型直供商業模式將開始驅動獲利能力提升。

#### 評論及分析

**1Q24 直供比例增加帶動毛利率優於預期。**1Q24 營收 57.6 億元，季減 2.4%，年減 18.4%，主因客戶持續進行庫存調整。而正文自 2H23 起持續轉型，將純代工生產模式轉換為直接交貨給終端客戶模式，1Q24 直供比例已從 4Q23 之約 20% 提升到 30-40%，毛利率也自 4Q23 之 10.5% 提升至 12%。總計每股盈餘 0.18 元，年增 12.7%，優於凱基預期。

**2024 年直供比例持續增加。**我們看好 2024 年正文直接供貨比例將逐季增加，美系電信商新客戶之 10GPON 產品亦將於 2H24 逐漸增量，預期直接供貨比例至 2024 年底將達約 40-50%，驅動毛利率向上，營業費用則對應地因需要增加對客戶服務而增加，整體獲利能力較間接供貨有所提升。我們調整 2024 年營收預估至 281 億元，毛利率為 12.1%，每股盈餘為 1.71 元。

**2025 年 Wi-Fi 7 與 25GPON 為主要動能。**我們認為 2025 年正文營收將在客戶庫存於 2H24 逐漸調整結束後回復成長，而歐美客戶開始採用 Wi-Fi 7 與 25GPON 將進一步推升產品單價；module 業務則將受惠 5G 模組之需求增加；公司持續提升直供比例有助於獲利能力持續提升。綜上，我們調整 2024-25 年營收與每股盈餘預估至 281 億元與 306 億元，毛利率為 12.1/13.2%，每股盈餘為 1.71/2.96 元。

#### 投資建議

我們看好正文將受惠於直供比例持續提升，長期毛利率逐漸改善，將評等調整至「增加持股」評等，基於公司獲利 2024-25 年成長明確，將評價方式自股價淨值比調整為本益比，新目標價 45 元為 2025 年每股盈餘預估與 15 倍本益比換算得出。

#### 投資風險

毛利率改善不如預期，客戶需求遞延。

#### 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)	22,913	27,900	26,136	28,056	30,605
營業毛利 (NT\$百萬)	2,061	2,865	2,771	3,403	4,049
營業利益 (NT\$百萬)	356	728	464	844	1,406
稅後淨利 (NT\$百萬)	680	665	609	688	1,189
每股盈餘 (NT\$)	1.89	1.70	1.55	1.71	2.96
每股現金股利 (NT\$)	1.50	1.50	1.48	1.50	1.50
每股盈餘成長率 (%)	(51.0)	(10.3)	(8.9)	10.7	72.7
本益比 (x)	19.5	21.8	23.9	21.6	12.5
股價淨值比 (x)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA (x)	12.8	8.7	8.5	5.0	3.7
淨負債比率 (%)	14.2	11.3	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	4.1	4.1	4.0	4.1	4.1
股東權益報酬率 (%)	6.5	5.4	4.7	5.4	9.3

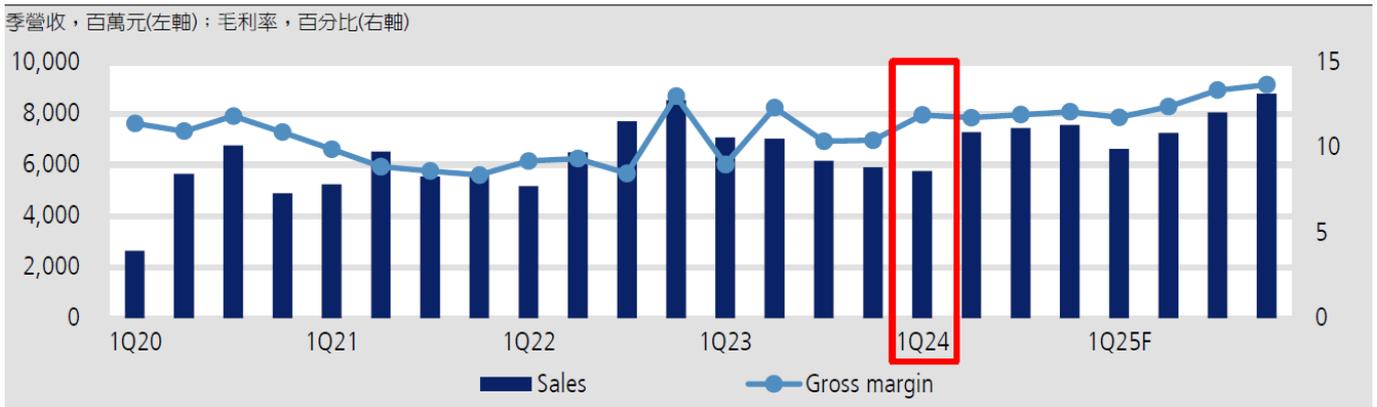
資料來源：公司資料，凱基

轉型直供將有助於毛利率持續改善

正文以往作為網通代工廠，由於主要客戶多為品牌商與系統整合業者，因此毛利率主要落於 9-11% 區間。在疫情之後，台廠不論是在零組件備料、各生產基地的產能分配、以及後續的運輸上展現出強大的運營能力。同時為了因應歐美客戶對於中美貿易戰所產生的地緣政治風險考量，台灣廠商跳過品牌商與系統整合商直接與電信業者合作的比例也持續增加，目前台灣網通下游領導業者中，啟碁(6285 TT，NT\$157，增加持股)、智易(3596 TT，NT\$163，增加持股)、中磊(5388 TT，NT\$117.5，增加持股)等皆為直接供貨給電信商業者。

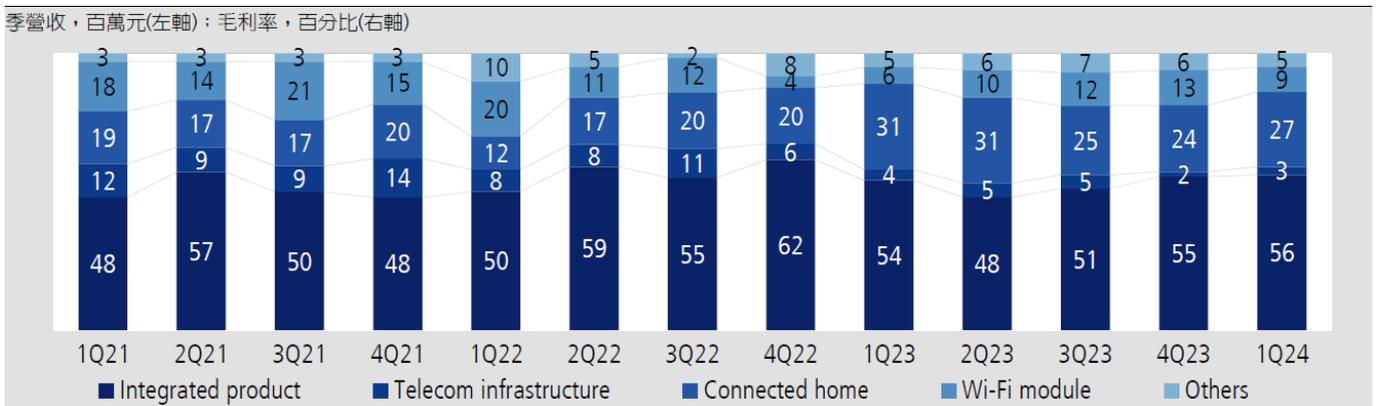
轉型為直接供貨模式，可以跳過品牌商與系統整合商直接與電信業者合作，因此正文毛利率將有所提升，然而在營業費用方面，則因需要直接面對電信業者提供系統整合以及售後等相關服務而增加，正文之直供比例於 4Q23 為約 20%，於 1H24 達到 30-40%，2H24 將達到 40-50%。我們認為正文間接供貨之歐洲主要客戶在短期內仍難以直接放棄合作，因此 2025 年仍將佔相當比例之營收貢獻。1Q24 營收 57.6 億元在產品組合近似下，毛利率 12%，已開始接近 4Q22 營收 85.3 億元規模時的 13.1% 毛利率水準，我們預估正文之直接供貨比例於 2025 年將提升至約 60%，並驅動毛利率提升至 13.2%，帶動獲利能力提升。

圖 1：正文 2020-25 年季營收與毛利率趨勢預估



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 2：正文 2021-1Q24 季營產品組合



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 3：2Q-3Q24 財測修正

百萬元	2Q24F					3Q24F				
	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)	修正後	修正前	調幅(%)	QoQ (%)	YoY (%)
營收	7,283	6,117	19.1	26.4	3.8	7,443	6,712	10.9	2.2	20.9
毛利	872	657	32.7	26.5	0.3	906	769	17.8	3.9	41.0
營業利益	230	99	133.0	95.8	(18.2)	241	193	24.7	4.7	345.3
稅前淨利	245	129	90.4	18.6	(34.6)	256	223	14.6	4.4	(41.2)
稅後淨利	196	103	90.4	176.5	(36.8)	205	179	14.6	4.4	(42.3)
每股盈餘(元)	0.49	0.26	86.2	176.5	(38.3)	0.51	0.45	12.1	4.4	(43.6)
毛利率(%)	12.0	10.7	1.2 ppts	0.0 ppts	(0.4)ppts	12.2	11.5	0.7 ppts	0.2 ppts	1.7 ppts
營業利率率(%)	3.2	1.6	1.5 ppts	1.1 ppts	(0.9)ppts	3.2	2.9	0.4 ppts	0.1 ppts	2.4 ppts
淨利率(%)	2.7	1.7	1.0 ppts	1.5 ppts	(1.7)ppts	2.8	2.7	0.1 ppts	0.1 ppts	(3.0)ppts

資料來源：公司資料，凱基預估

圖 4：2024-25 年財測修正

百萬元	2024F				2025F	
	修正後	修正前	調幅(%)	YoY (%)	凱基預估	YoY (%)
營收	28,056	26,201	7.1	7.3	30,605	9.1
毛利	3,403	2,942	15.7	22.8	4,049	19.0
營業利益	844	698	21.0	82.1	1,406	66.5
稅前淨利	979	813	20.4	24.1	1,486	51.8
稅後淨利	688	650	5.9	13.0	1,189	72.7
每股盈餘(元)	1.71	1.65	3.6	10.7	2.96	72.7
毛利率(%)	12.1	11.2	0.9 ppts	1.5 ppts	13.2	1.1 ppts
營利率率(%)	3.0	2.7	0.3 ppts	1.2 ppts	4.6	1.6 ppts
淨利率(%)	2.5	2.5	(0.0)ppts	0.1 ppts	3.9	1.4 ppts

資料來源：公司資料，凱基預估

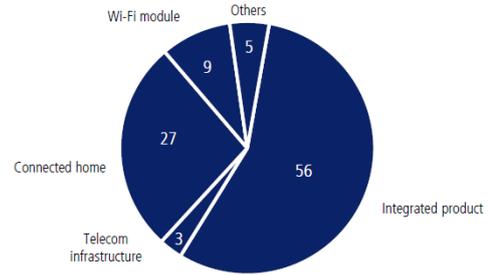
圖 5：公司概況

正文科技成立於 1988 年，並於 2003 年上市。主要從事網通設備 OEM/ODM/JDM 業務，公司 1Q24 產品佔營收比重約分別為：整合型產品 56% (VoIP、VDSL、G.fast 與 GPON)、電信基礎建設 3% (Small cell 與 CPE)、智慧家庭 27%、Wi-Fi 模組產品 9% (無線通訊)及其他 5%。公司於台灣、捷克、中國昆山、常熟及越南各設有工廠，目前公司在台員工人數約為 1,000 人，全球共約 4,900 名員工。正文的主要競爭對手為國內網通代工廠，主要客戶為國際電信營運商與零售通路業者。

資料來源：公司資料，凱基

圖 6：營收組成

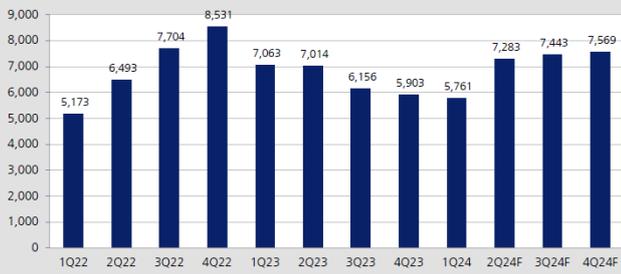
1Q24 產品別營收組成，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：季營業收入

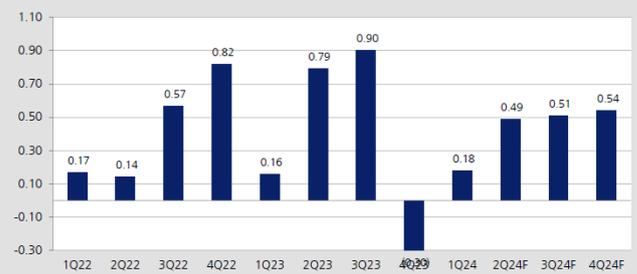
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 8：每股盈利

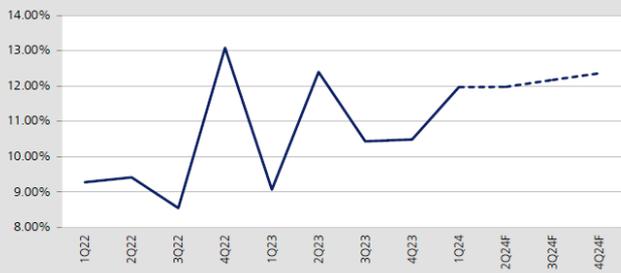
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 9：毛利率

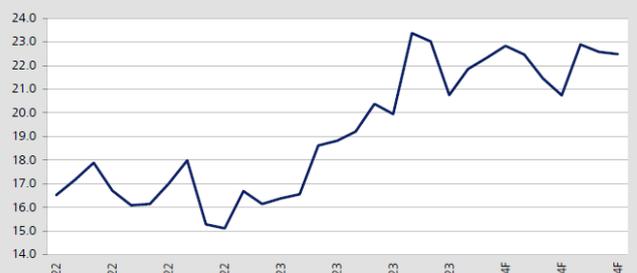
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 10：本益比

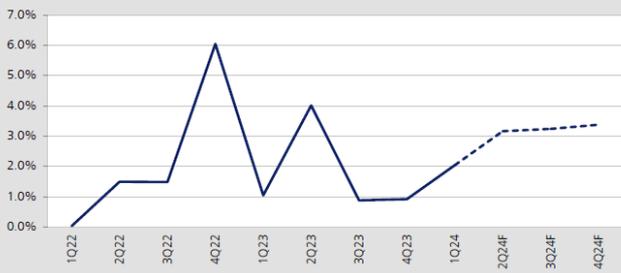
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 11：營業利潤率

營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 12：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-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	7,063	7,014	6,156	5,903	5,761	7,283	7,443	7,569	26,136	28,056	30,605
營業成本	(6,423)	(6,144)	(5,514)	(5,284)	(5,072)	(6,411)	(6,537)	(6,633)	(23,365)	(24,653)	(26,556)
營業毛利	640	869	642	619	689	872	906	936	2,771	3,403	4,049
營業費用	(566)	(588)	(588)	(565)	(572)	(642)	(665)	(680)	(2,308)	(2,559)	(2,643)
營業利益	74	281	54	54	118	230	241	256	464	844	1,406
折舊	(124)	(121)	(120)	(123)	(138)	(241)	(241)	(345)	(489)	(965)	(1,072)
攤提	(52)	(39)	(47)	(40)	(57)	(44)	(44)	(31)	(178)	(175)	(175)
EBITDA	250	441	221	217	312	515	526	631	1,130	1,984	2,652
利息收入	9	16	15	16	19	10	10	10	56	49	40
投資利益淨額	8	17	31	6	13	25	25	25	61	88	100
其他營業外收入	9	14	24	16	13	-	-	-	63	13	-
總營業外收入	25	47	71	37	45	35	35	35	180	150	140
利息費用	(29)	(40)	(25)	(20)	(35)	(30)	(30)	(30)	(114)	(125)	(100)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	6	87	336	(170)	79	10	10	10	259	109	40
總營業外費用	(22)	47	311	(190)	45	(20)	(20)	(20)	145	(15)	(60)
稅前純益	77	375	436	(99)	207	245	256	271	789	979	1,486
所得稅費用[利益]	(31)	(71)	(89)	(53)	(132)	(49)	(51)	(54)	(243)	(286)	(297)
少數股東損益	16	6	8	34	(4)	-	-	-	64	(4)	-
非常項目前稅後純益	62	311	355	(118)	71	196	205	216	609	688	1,189
非常項目	(0)	(0)	0	(0)	0	-	-	-	-	0	-
稅後淨利	62	311	355	(118)	71	196	205	216	609	688	1,189
每股盈餘 (NT\$)	0.16	0.79	0.90	(0.30)	0.18	0.49	0.51	0.54	1.55	1.71	2.96
獲利率 (%)											
營業毛利率	9.1	12.4	10.4	10.5	12.0	12.0	12.2	12.4	10.6	12.1	13.2
營業利益率	1.0	4.0	0.9	0.9	2.0	3.2	3.2	3.4	1.8	3.0	4.6
EBITDA Margin	3.5	6.3	3.6	3.7	5.4	7.1	7.1	8.3	4.3	7.1	8.7
稅前純益率	1.1	5.3	7.1	(1.7)	3.6	3.4	3.4	3.6	3.0	3.5	4.9
稅後純益率	0.9	4.4	5.8	(2.0)	1.2	2.7	2.8	2.9	2.3	2.5	3.9
季成長率 (%)											
營業收入	(17.2)	(0.7)	(12.2)	(4.1)	(2.4)	26.4	2.2	1.7			
營業毛利	(42.6)	35.8	(26.1)	(3.6)	11.4	26.5	3.9	3.3			
營業收益增長	(85.7)	280.6	(80.8)	0.2	116.8	95.8	4.7	6.0			
EBITDA	(62.3)	76.5	(49.9)	(1.8)	43.5	65.1	2.1	20.0			
稅前純益	(77.3)	389.5	16.1	(122.6)		18.6	4.4	5.7			
稅後純益	(80.8)	404.6	14.3	(133.2)		176.5	4.4	5.7			
年成長率 (%)											
營業收入	36.5	8.0	(20.1)	(30.8)	(18.4)	3.8	20.9	28.2	(6.3)	7.3	9.1
營業毛利	33.4	42.3	(2.4)	(44.5)	7.7	0.3	41.0	51.1	(3.3)	22.8	19.0
營業收益	4539.9	190.0	(52.6)	(89.5)	59.1	(18.2)	345.3	371.1	(36.3)	82.1	66.5
EBITDA	89.0	86.2	(15.2)	(67.2)	24.8	16.7	137.6	190.3	(12.6)	75.5	33.7
稅前純益	(48.1)	170.5	47.2	(129.3)	169.9	(34.6)	(41.2)		(14.2)	24.1	51.8
稅後純益	(3.3)	450.5	59.0	(136.7)	15.3	(36.8)	(42.3)		(8.4)	13.0	72.7

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
<b>資產總額</b>	<b>20,217</b>	<b>24,831</b>	<b>21,970</b>	<b>32,298</b>	<b>43,196</b>
<b>流動資產</b>	<b>12,009</b>	<b>15,279</b>	<b>13,526</b>	<b>23,914</b>	<b>34,970</b>
現金及短期投資	1,556	1,031	3,528	13,277	23,394
存貨	3,749	4,601	3,009	3,166	3,420
應收帳款及票據	6,359	9,368	6,828	7,310	7,996
其他流動資產	345	279	160	160	160
<b>非流動資產</b>	<b>8,208</b>	<b>9,551</b>	<b>8,444</b>	<b>8,384</b>	<b>8,227</b>
長期投資	3,953	4,565	4,045	4,133	4,232
固定資產	3,472	4,043	3,412	3,264	3,007
什項資產	783	944	987	987	987
<b>負債總額</b>	<b>8,301</b>	<b>11,452</b>	<b>8,775</b>	<b>19,106</b>	<b>30,016</b>
<b>流動負債</b>	<b>8,057</b>	<b>11,213</b>	<b>7,269</b>	<b>8,008</b>	<b>12,116</b>
應付帳款及票據	3,951	7,104	4,805	5,056	5,462
短期借款	2,966	2,526	952	1,361	4,558
什項負債	1,140	1,583	1,511	1,591	2,097
<b>長期負債</b>	<b>245</b>	<b>239</b>	<b>1,506</b>	<b>11,097</b>	<b>17,900</b>
長期借款	-	-	1,227	10,818	17,621
其他負債及準備	220	226	273	273	273
<b>股東權益總額</b>	<b>11,916</b>	<b>13,379</b>	<b>13,196</b>	<b>13,192</b>	<b>13,180</b>
普通股本	3,706	3,946	4,056	4,056	4,056
保留盈餘	697	1,728	1,592	1,584	1,572
少數股東權益	226	306	356	360	360
優先股股東資金	-	-	-	-	-

**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	15.0%	21.8%	(6.3%)	7.3%	9.1%
營業收益增長	(23.9%)	104.5%	(36.3%)	82.1%	66.5%
EBITDA	(6.3%)	55.7%	(12.6%)	75.5%	33.7%
稅後純益	(50.4%)	(2.2%)	(8.4%)	13.0%	72.7%
每股盈餘成長率	(51.0%)	(10.3%)	(8.9%)	10.7%	72.7%
<b>獲利能力分析</b>					
營業毛利率	9.0%	10.3%	10.6%	12.1%	13.2%
營業利益率	1.6%	2.6%	1.8%	3.0%	4.6%
EBITDA Margin	3.6%	4.6%	4.3%	7.1%	8.7%
稅後純益率	3.0%	2.4%	2.3%	2.5%	3.9%
平均資產報酬率	3.5%	3.0%	2.6%	2.5%	3.1%
股東權益報酬率	6.5%	5.4%	4.7%	5.4%	9.3%
<b>穩定 \ 償債能力分析</b>					
毛負債比率 (%)	24.9%	18.9%	16.5%	92.3%	168.3%
淨負債比率	14.2%	11.3%	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	24.5	12.2	7.9	8.8	15.9
利息及短期債保障倍數 (x)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.2
Cash Flow Int. Coverage (x)	(18.6)	11.6	22.8	10.8	18.0
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	(0.2)	0.4	2.4	0.9	0.4
流動比率 (x)	1.5	1.4	1.9	3.0	2.9
速動比率 (x)	1.0	1.0	1.4	2.6	2.6
淨負債 (NT\$百萬)	1,691	1,517	(767)	(516)	(632)
<b>每股資料分析</b>					
每股盈餘 (NT\$)	1.89	1.70	1.55	1.71	2.96
每股現金盈餘 (NT\$)	(1.60)	2.44	6.62	3.36	4.48
每股淨值 (NT\$)	31.54	33.13	31.65	31.64	31.61
調整後每股淨值 (NT\$)	32.55	33.38	32.58	31.90	31.87
每股營收 (NT\$)	63.80	71.24	66.31	69.75	76.08
EBITDA/Share (NT\$)	2.31	3.30	2.87	4.93	6.59
每股現金股利 (NT\$)	1.50	1.50	1.48	1.50	1.50
<b>資產運用狀況</b>					
資產周轉率 (x)	1.18	1.24	1.12	1.03	0.81
應收帳款周轉天數	101.3	122.6	95.4	95.4	95.4
存貨周轉天數	65.6	67.1	47.0	47.0	47.0
應付帳款周轉天數	69.2	103.6	75.1	75.1	75.1
現金轉換周轉天數	97.8	86.1	67.3	67.3	67.3

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
<b>營業收入</b>	<b>22,913</b>	<b>27,900</b>	<b>26,136</b>	<b>28,056</b>	<b>30,605</b>
營業成本	(20,852)	(25,035)	(23,365)	(24,653)	(26,556)
<b>營業毛利</b>	<b>2,061</b>	<b>2,865</b>	<b>2,771</b>	<b>3,403</b>	<b>4,049</b>
營業費用	(1,704)	(2,137)	(2,308)	(2,559)	(2,643)
<b>營業利益</b>	<b>356</b>	<b>728</b>	<b>464</b>	<b>844</b>	<b>1,406</b>
<b>總營業外收入</b>	<b>268</b>	<b>251</b>	<b>180</b>	<b>150</b>	<b>140</b>
利息收入	21	36	56	49	40
投資利益淨額	186	140	61	88	100
其他營業外收入	61	75	63	13	-
<b>總營業外費用</b>	<b>99</b>	<b>(61)</b>	<b>145</b>	<b>(15)</b>	<b>(60)</b>
利息費用	(31)	(82)	(114)	(125)	(100)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	130	22	259	109	40
<b>稅前純益</b>	<b>723</b>	<b>919</b>	<b>789</b>	<b>979</b>	<b>1,486</b>
所得稅費用[利益]	(42)	(173)	(243)	(286)	(297)
少數股東損益	(2)	(81)	64	(4)	-
非常項目	-	(0)	(0)	0	-
<b>稅後淨利</b>	<b>680</b>	<b>665</b>	<b>609</b>	<b>688</b>	<b>1,189</b>
EBITDA	<b>831</b>	<b>1,294</b>	<b>1,130</b>	<b>1,984</b>	<b>2,652</b>
每股盈餘 (NT\$)	1.89	1.70	1.55	1.71	2.96

**現金流量**

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
<b>營運活動之現金流量</b>	<b>(573)</b>	<b>956</b>	<b>2,609</b>	<b>1,353</b>	<b>1,801</b>
本期純益	680	665	609	688	1,189
折舊及攤提	475	565	667	1,140	1,246
本期運用資金變動	(1,800)	(901)	1,587	(388)	(534)
其他營業資產及負債變動	72	627	(254)	(88)	(100)
<b>投資活動之現金流量</b>	<b>(248)</b>	<b>(663)</b>	<b>(83)</b>	<b>(992)</b>	<b>(989)</b>
投資用短期投資出售[新購]	214	25	(338)	-	-
本期長期投資變動	-	1	-	0	0
資本支出淨額	(551)	(825)	(811)	(818)	(814)
其他資產變動	88	137	1,065	(175)	(175)
<b>自由現金流</b>	<b>(1,646)</b>	<b>(701)</b>	<b>1,586</b>	<b>357</b>	<b>848</b>
<b>融資活動之現金流量</b>	<b>309</b>	<b>(704)</b>	<b>(520)</b>	<b>9,388</b>	<b>9,304</b>
短期借款變動	1,026	418	(1,574)	-	-
長期借款變動	-	(3)	1,552	10,000	10,000
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(715)	(608)	(592)	(616)	(696)
其他融資現金流	(2)	(204)	94	4	-
匯率影響數	(137)	144	(70)	-	-
<b>本期產生現金流量</b>	<b>(649)</b>	<b>(266)</b>	<b>1,936</b>	<b>9,749</b>	<b>10,116</b>

**投資回報率**

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	7.4%	7.7%	8.8%	9.1%	8.6%
= 營業利益率	<b>1.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.6%</b>
1 / (營業運用資金/營業收入	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.1	0.1	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	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>
營業利益率	1.6%	2.6%	1.8%	3.0%	4.6%
x 資本周轉率	2.5	2.9	3.5	3.7	4.2
x (1 - 有效現金稅率)	94.2%	81.2%	69.2%	70.8%	80.0%
= 稅後 ROIC	<b>3.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>15.4%</b>

資料來源：公司資料，凱基

## 正文 – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2024-03-14	持有	35.00	34.90
2023-07-16	持有	35.00	32.75
2022-09-28	未評等	N.A.	26.05

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有。