

## 軟體產業：資訊安全及可觀測性

### AI-Native 顛覆敘事下應精選具營收加速成長契機之業者

#### 焦點內容

1. CRWD FY27 營收財測加速成長，有助減緩 AI-Native 顛覆下的敘事疑慮
2. ZS 全年 ARR 財測上修多來自併購貢獻，核心業務放緩使投資人擔憂
3. OKTA FY27 專注追加銷售，FY28 AI 產品將逐漸貢獻營收
4. RBRK 身份業務客戶數季增翻倍，惟 FY27 訂閱營收較無亮點

#### Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

#### ESG 分數評等

| Company              | Overall | E  | S  | G  |    |
|----------------------|---------|----|----|----|----|
| CrowdStrike Holdings | CRWD US | 25 | 20 | 29 | 23 |
| Zscaler Inc          | ZS US   | 38 | 68 | 58 | 13 |
| Okta Inc             | OKTA US | 40 | 37 | 62 | 23 |

資料來源：Refinitiv、凱基

#### 重要訊息

資安業資安業者 CrowdStrike (美; CRWD US)、Zscaler (美; ZS US)、Okta (美; OKTA US)、Rubrik (美; RBRK US) 亦陸續公佈 C4Q25 財報。

#### 評論及分析

**EDR: CRWD FY27 營收財測加速成長，身份資安出現斬獲。** CRWD 營收財測皆大致符合預期，FY27 營收財測 US\$5,898mn，YoY 23%，大致符合預期，而市場重點關注之 NNARR US\$1,241mn，YoY 23%，優於預期 5%。細分業務上，本季亮點為身份資安 FY26 ARR >US\$520mn，YoY 34%，優於預期 3%，PAM QoQ 170%、Falcon Shield 大幅成長，ITDR 的合規需求推動客戶採用。長期而言，管理層認為 AIDR 有機會與 EDR 類似成為合規標配，CRWD AIDR 產品 QoQ 5x，Charlotte 使用量年增數倍、相關 ARR 也大幅成長。針對 AI 顛覆論，CRWD 具 Threat Graph (資料來自真實客戶環境、威脅情資、MDR/IR 專家標註資料，非網路公開資料) 非脆弱型軟體公司，CSP 全包資安服務亦不符雲端時代經驗。

**SASE: ZS 全年 ARR 財測上修多來自併購貢獻，核心業務放緩使投資人擔憂。** ZS 營收財測優於預期 2%/符合預期，然有機 NNARR 僅 US\$139mn，低於投資人預期，有機營收 YoY 21%較上季放緩 1ppts，FY26 ARR 上修約 1%至 US\$3,738mn，但市場於財報前已納入預期且多來自 Red Canary 貢獻。管理層表示 Z-Flex 持續帶動銷售生產力提升，TCV 達 US\$290mn，QoQ 65%，過去一年已交付 US\$650mn TCV，而非 seat-based 計費解決方案佔新 ACV 25%+，年增 100%，預計該比例將隨時間成長。

**IAM/Data Security: OKTA FY27 專注追加銷售，FY28 AI 產品將逐漸貢獻營收；RBRK 身份業務客戶數季增翻倍，惟 FY27 訂閱營收較無亮點。** OKTA 營收財測皆大致符合預期，領先指標 cRPO F1Q27 財測優於預期 1%，本季新產品佔訂單約 30%，若交易包含新產品，平均合約金額提升約 40%。OIG 客戶數已超過 2,000 家，顯示 IGA 市場需求強。FY27 將專注於向客戶追加銷售新產品 (OIG, PAM, ISPM...)。管理層表示 AI 產品仍在早期階段，未納入於 FY27 財測過多，可能在 FY28-29 才有明顯貢獻，已有早期客戶使用案例。RBRK 營收財測優於預期 11/5%，然 F4Q26 與 FY27 財測訂閱 ARR 皆僅大致符合預期。本季資料備份業務亦持續於傳統供應商中搶奪市占，身份業務客戶數達 900 位季增翻倍，Agent Cloud 已於本季 GA，目前有多個 F500 POC。管理層認為 AI 自動化數據恢復產業從而威脅 RBRK 機率低，因 RBRK 為數據基礎建設的 SoR，且定價為基於數據量。

#### 投資建議

我們仍將資安產業視為在 AI 浪潮中較不易被顛覆之子產業，凱基偏好排序 CRWD > PANW > ZS > OKTA，持續看好 CRWD 透過平台化搶奪市佔，而 FY27 財測營收加速成長亦可部分抵銷市場對 AI-Native 競爭之疑慮。

#### 投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；競爭；GenAI 新創侵蝕次世代業者成長性。

**圖 1: 凱基財測及目標價調整**

|                                   | KGI forecast |             | Chg. (%; pts) |      | Rating | Shr px (US\$) | Mkt cap (US\$bn) | Target price |            |            |          | Multiple                           |                                   |
|-----------------------------------|--------------|-------------|---------------|------|--------|---------------|------------------|--------------|------------|------------|----------|------------------------------------|-----------------------------------|
|                                   | 2026         | 2027        | 2026          | 2027 |        |               |                  | New (US\$)   | Upside (%) | Old (US\$) | Chg. (%) | New                                | Old                               |
| <b>CrowdStrike (FY ends Jan.)</b> | <b>FY27</b>  | <b>FY28</b> |               |      |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Revenue (US\$m)                   | 5,906        | 7,256       | 1             | 1    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Gross profit (US\$m)              | 4,645        | 5,676       | 1             | 0    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Operating profit (US\$m)          | 1,447        | 1,892       | 2             | (2)  | OP     | 442           | 111              | 585          | 32         | 680        | (14)     | FY27 24x EV/sales<br>5yr +0.75std. | FY27 28x EV/sales<br>5yr +1std.   |
| Pre-tax income (US\$m)            | 1,601        | 2,055       | 1             | (2)  |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Net income (US\$m)                | 1,265        | 1,633       | 1             | (2)  |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| EPS (US\$)                        | 4.87         | 6.18        | 1             | (1)  |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| <b>Zscaler (FY ends Jul.)</b>     | <b>FY26</b>  | <b>FY27</b> |               |      |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Revenue (US\$m)                   | 3,318        | 3,973       | 1             | 1    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Gross profit (US\$m)              | 2,657        | 3,182       | 1             | 1    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Operating profit (US\$m)          | 746          | 929         | 1             | 1    | OP     | 154           | 25               | 195          | 27         | 290        | (33)     | FY26 9x EV/sales<br>5yr -0.75std.  | FY26 13x EV/sales<br>5yr -0.5std. |
| Pre-tax income (US\$m)            | 876          | 1,078       | 1             | 1    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Net income (US\$m)                | 677          | 808         | 4             | 3    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| EPS (US\$)                        | 4.01         | 4.58        | 5             | 2    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| <b>Okta (FY ends Jan.)</b>        | <b>FY27</b>  | <b>FY28</b> |               |      |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Revenue (US\$m)                   | 3,181        | 3,465       | 0             | 2    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Gross profit (US\$m)              | 2,618        | 2,872       | 1             | 3    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Operating profit (US\$m)          | 807          | 912         | (3)           | (2)  | N      | 79            | 14               | 90           | 14         | 95         | (5)      | FY27 4x EV/sales<br>2yr -1.25std.  | FY27 4x EV/sales<br>2yr -1std.    |
| EBITDA (US\$m)                    | 888          | 996         | (4)           | (1)  |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| Net income (US\$m)                | 702          | 786         | 1             | 1    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |
| EPS (US\$)                        | 3.79         | 4.20        | 2             | 6    |        |               |                  |              |            |            |          |                                    |                                   |

資料來源: Bloomberg ; 凱基

**圖 2: CrowdStrike 未來 12 個月預估 EV/Sales**

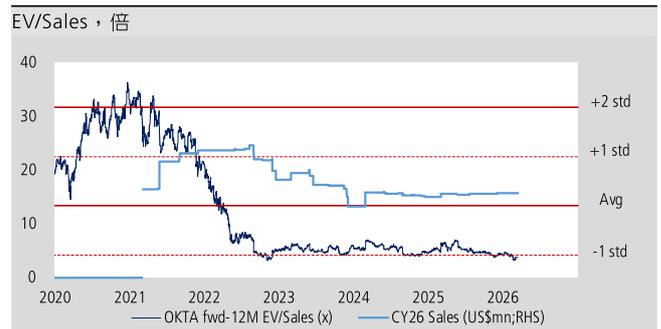
 資料來源: Bloomberg ; 凱基  
備註: 財年止於 1 月

**圖 3: Palo Alto Networks 未來 12 個月預估 EV/Sales**

 資料來源: Bloomberg ; 凱基  
備註: 財年止於 1 月

**圖 4: Zscaler 未來 12 個月預估 EV/Sales**

 資料來源: Bloomberg ; 凱基  
備註: 財年止於 7 月

**圖 5: Okta 未來 12 個月預估 EV/Sales**

 資料來源: Bloomberg ; 凱基  
備註: 財年止於 1 月

**CrowdStrike 公布 F4Q26 財報，FY27 營收財測加速成長**

- CrowdStrike (CRWD US) 公布 F4Q26 (FY end. Jan.) 財報，F4Q26/F1Q27/FY27 營收財測皆僅大致符合預期，管理層給予 FY27 營收財測 US\$5,898mn，YoY 23%，大致符合預期、non-GAAP 營業利益 US\$1,442mn，YoY 38%，大致符合預期、NNARR US\$1,241mn，YoY 23%，優於預期 5%，公司提及平台化與 AI 持續為需求驅動力，而 F1Q27 pipeline 年增 49%、Flex/Reflex 指標是關鍵信心來源。
- AI 顛覆論：CEO 認為可將軟體公司分成提供單點產品、舊定價、偏 nice-to-have 的「脆弱型」與任務關鍵、具深 IP、能產生獨有資料並形成黏著與規模的「受益型」。而 Falcon 是「淨資料創造者 + 第三方資料聚合者」，資料來自真實客戶環境、威脅情資、MDR/IR 專家標註資料，不是網路文字資料。Threat Graph 每日相關分析規模(事件、資料量)巨大，形成難以複製的網路效應。LLM 能協助摘要、查詢、分流，但「阻止入侵」需要感測器/即時遙測/專家驗證與強制執行。而從 GPU/硬體與 OEM、AI factory、雲端 (AWS/OCI/GCP/Azure 與新型推論雲)、到 frontier model 生態與 agentic workforce，都要被保護，並公司宣稱也在保護多數 AI 領導者本身。hyperscaler 全包資安服務不合乎雲端時代經驗。即便人類席次改變，AI agents 數量與 AI workloads 會大增，公司有機會去保護「AI agents 與 AI workloads」，整體可保護範圍反而變大。在 Managed 端，很多客戶缺乏技能/人力，外包能更快達到「阻止入侵」的結果，且成本難以被同業複製，因此需求持續強。
- AI 資安：AIDR 新推出後需求快速增長，QoQ 5x，主打可視性、合規偵測、掃描與護欄，AI 也會帶動 cloud、next-gen SIEM 等與 AI 攻擊面相關領域成長，未來 AIDR 有機會與 EDR 類似成為合規標配。Charlotte 使用量年增數倍、相關 ARR 也大幅成長，強調與人類 SOC 協作、以多模型組合並用自家安全資料訓練。
- SIEM：FY26 ARR >US\$585mn，YoY 75%，大致符合預期，管理層強調 CRWD 資料優勢使 LLM 業者不易效仿，亦會應用前緣模型與自家模型於產品中，將透過自家平台做成本下降、成果提升，而資安供應商需要「信任與合規」。但同時允許客戶自建 agents、使用其 MCP 服務等，強化平台吸引力。
- 身份資安：FY26 ARR >US\$520mn，YoY 34%，優於預期 3%，PAM QoQ 170%、Falcon Shield 大幅成長，ITDR 的合規需求推動客戶採用。宣布收購 Signal AI 主打「zero standing privilege」與即時授權情境。收購 Seraphic：把瀏覽器變成「安全企業瀏覽器」，對 AI 應用入口的可視性與防護。身份端為目前最大的威脅向量之一，報告指出大量資安事件與身分相關，非惡意程式型態的入侵比例高。
- 雲端資安：FY26 ARR >US\$800mn，YoY 35%，低於預期 2%，NNARR 連兩季加速，在客戶案例中以 runtime protection 為核心，整

合 CSPM/CIEM/CDR/OverWatch 等，主張可大幅縮短偵測與回應時間、並取代既有供應商。競爭主軸為 runtime security。

- 關注焦點：1) 偵測到企業端點上有 >1,800 種 AI 應用、約 1.6 億個應用實例，端點已成 AI 使用與攻擊面核心；2) 新增 >350 個 Flex 客戶、總 Flex 客戶 >1,600，380 個帳戶已 reflex，約占 Flex 客群 23%，較 Q1 的 5% 顯著提高，平均 7 個月發生、ARR 提升 26%，約 100 個客戶多次 reflex，多次 reflex 客群平均在初始 flex 基礎上再拉升 48%；3) 6+/7+/8+ 模組客戶佔比 50/34/24%，QoQ 1/0/0ppts，DBNRR 155%、GRR 97%；4) 顧問/系統整合夥伴（EY、Accenture、Deloitte 等）擴張，MSSP 業務成長至 >1.3B 規模、AWS 上的 TCV 強勁，Azure 消費承諾可用於購買 Falcon

### ZS 公佈 F2Q26 財報，核心業務未見上修使投資人擔憂

- Zscaler (ZS US) 公布 F2Q26 (FY ends Jul.) 財報，有機 NNARR 僅 US\$139mn，YoY 7%，低於部分投資人預期。而雖 FY26 ARR 上修約 1% 至 US\$3,738mn，但市場於財報前已納入預期且多來自 Red Canary 貢獻。
- AI 顛覆論：相信 ZS 將成為 AI 平台，在與百位 CEO/CIO 交談中已確認 AI 資安急迫性為其最關心的議題之一，AI Agent 加速攻擊速度因此需要大規模地執行統一的政策，ZS 在全球有 160 多個資料中心提供 99.999% 可靠性服務，為關鍵基礎建設。2025 年已處理 1 兆筆 AI 流量，每月處理數百萬個 MCP 請求。Zero Trust Exchange 與傳統防火牆的架構具差異性，預計在 AI 時代將推動長期需求。看到客戶持續對零信任抱持高度興趣，預算來自既有資安預算亦來自 AI 預算。
- AI 產品：客戶表示初期雖與 AI-Native 簽訂 1 年合約，但待既有業者推出相關方案後仍會選擇其整合方案，多數 AI 產品皆為 token 計費，初期交易規模較小但將隨用量擴增。研究發現 2025 年客戶 AI 應用使用量擴大至 3.4k，過去十二個月成長四倍，傳輸到 AI 應用的數據將超過 18000 TB，而 AI 應用多存在嚴重漏洞。AI Protect 可管理 AI 資產，阻止數據洩漏與 prompt injection，並提供紅隊演練與持續的安全評估。AI Protect 涵蓋全 AI 生命週期為競爭關鍵差異化因素，客戶案例 - F500 半導體製造商成為新客戶、G2k 建築公司的追加銷售。Agent Operations 產品整合 Red Canary 與 ZTE 資安間接提升 Agent 資安營運能力。本季客戶包含 AI 軟體和研究機構、G2k 公用事業/能源公司、和石油和天然氣公司。
- Data Security：企業將資料安全單點產品整合到 ZS 平台上並簡化部署，帶來顯著成長動能。AI 應用普及使得資料保護至關重要。G2k 金融服務客戶在一筆八位數的追加銷售中替換多個舊式獨立產品，使其貢獻 ZS ARR 成長 5x。

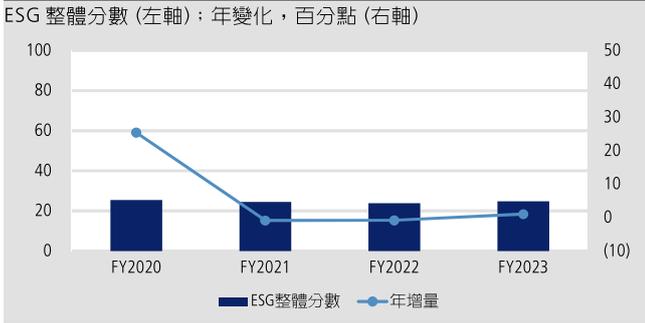
- Z-Flex : Z-Flex 持續帶動銷售生產力提升，TCV 達 US\$290mn，QoQ 65%，過去一年已交付 US\$650mn TCV，平均交易規模為八位數，期限為四年。客戶案例包含：1) 美國的金融和保險客戶透過擴大其在 11 個現有模組中的應用範圍並採用 5 個新模組 (包括 AI 安全解決方案)，使年度支出翻三倍；2) F500 零售新客戶購買 11 個模組，簽訂一份為期五年、金額達八位數的合約。
- 關注焦點：1) ZIA/ZPA 維持 15% 左右 ARR 穩健成長，Zero Trust Everywhere 客戶達 550 位，推動 ARR 2-3 倍提升，Branch 與 Cloud 方案需求強勁，競爭環境並無太大變化，在零信任競爭中通常皆能獲勝；2) 非 seat-based 計費解決方案佔新 ACV 25%+，年增 100%，預計比例將隨時間成長，產品線包含工作負載、分支機構、設備與 AI Agents；3) 記憶體上漲尚未帶來影響，將在必要時調整價格。

### OKTA 公佈 F4Q26 財報，靜待 FY28 後 AI Agent 業務發酵

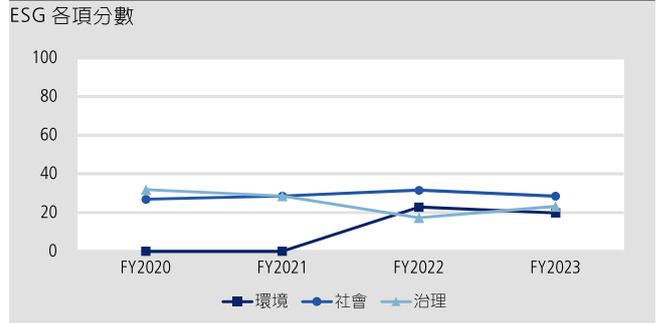
- Okta (OKTA US) 公布 F4Q26 (FY end. Jan.)財報，係反應：1) F1Q27 cRPO 財測優於預期 1%；2) 提供 AI Agent 防護早期客戶案例市場信心。管理層表示本季需求由大型企業客戶、channel partners 貢獻與新產品共同貢獻。
- AI Agent 防護：91% 的企業已使用 AI agents，然只有 10% 有治理策略。Agentic products 仍處於早期階段，未納入於過多的 FY27 財測，可能在 FY28-29 才會有明顯貢獻，受限於企業 AI Agent 採用速度與治理框架建立。目前收費模式為：1) 按 Agent 數量；2) 按 Agent 連接的系統數量，但收費模式仍在早期探索階段。早期客戶案例包含金融服務公司用 Auth0 for AI Agents 建立 AI agent，安全存取客戶資料與內部系統、全球科技服務公司用 Okta for AI Agents 管理 agent identity sprawl。
- 新產品：新產品占 bookings 約 30%，若交易包含新產品，平均合約金額提升約 40%。OIG 客戶數已超過 2,000 家，成長速度快，顯示 IGA 市場需求強。
- 關注焦點：1) CRWD, RBRK 等競爭對手著重身份資安，而 OKTA 同時涵蓋身份資安+基礎建設，競爭目前無顯著改變交易狀況；2) LLM/Vibe Coding 需面對準確度與推理成本的挑戰；3) FY27 策略將著重 Secure AI、大型客戶成長、政府與高度監管產業；4) 前 20 大簽約中有 18 個由 channel partner 貢獻，AWS Marketplace FY26 TCV 年增 45%至 US\$750mn；5) Auth0 成長趨緩係因較高基期與 GTM 轉型影響，customer-facing agents 需要 identity；6) FY27 營收成長約 1ppts 受管理層決定將更多專業服務轉移至 GSI 影響、利息收入下降使 FCF margin -1ppts。

### BRK 公佈 F4Q26 財報，靜待 FY28 後 AI Agent 業務發酵

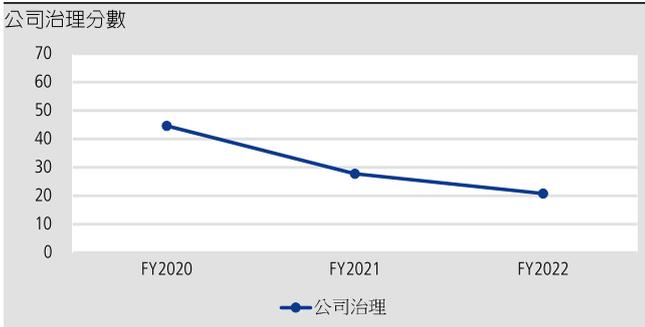
- Rubrik (RBRK US) 公布 F4Q26 (FY end. Jan.)財報， F4Q26 與 FY27 財測訂閱 ARR 皆僅大致符合預期，並無正向驚喜，F4Q26 SaaS 防護表現強勁、資料備份業務亦持續於傳統供應商中搶奪市占。管理層給予 FY27 財測，營收 US\$1,602mn，YoY 21%，大致符合預期；訂閱 ARR US\$1,824mn，YoY 25%，大致符合預期
- 資料備份 & 還原業務：核心能力在於「Pre-emptive Recovery Engine」，系統會預先計算 clean recovery points，在遭遇勒索攻擊時快速恢復企業系統。本季 SaaS 防護表現強勁，>50% M365 deals 同時購買 identity solution。客戶代表案例：F500 醫療客戶因更快的勒索恢復時間和混合雲/多雲防護替代傳統與雲原生備份業者，節省數百萬美元雲端備份成本、歐洲大型金融機構導入 RBRK 已符合 DORA 和 ECB regulations，替換傳統備份業者。
- 身份業務：客戶數突破 900 位 (上季 400 位)，為公司歷史上成長最快之產品線。推出 Okta Identity Recovery，RBRK 為唯一同時能恢復 OKTA, MSFT AD, MSFT Entra ID 的業者。客戶代表案例：F500 導入 Okta Recovery、Identity Resilience、Cloud data protection 目標達到 <48 小時恢復時間、大型美國醫療機構需防護 10PB 數據、AD & Extra ID，導入 RBRK 後恢復時間從 30 天縮短至 <4 小時。
- Agentic AI：希望打造 AI Agent Control Layer，功能包含：1) Agent Discovery - 找出企業內所有 Agents；2) Agent Guardrails - 動態控制 Agent 行動、政策合規；3) Agent Rewind - 若 Agent 行為錯誤可復原 Agent 行動。技術來源為收購之 Predibase，Agent Cloud 已於本季 GA，目前有多個 F500 POC。Agent Cloud 競爭者為可觀測性業者與資安新創，RBRK 競爭優勢在於 model engineers 和 Predibase technology 可達到 AI 管控 AI。
- 關注焦點：1) AI 自動化數據恢復從而威脅 RBRK 機率低，因 RBRK 需要數據基礎建設的 SoR，RBRK 定價為基於數據量，因此數據越多，RBRK 需求越大；2) 主權雲要求資料、資料中心皆建於當地，AI 主權雲亦可能增加市場機會，但仍在觀察；3) 供應商替換仍是長賽道，對上傳統供應商的勝率仍高 (>90%)；4) AI 長期會帶來數據量激增，但短期還是著重政策、資安管控。

**CrowdStrike (CRWD US)**
**圖 6 : CrowdStrike – ESG 整體分數**


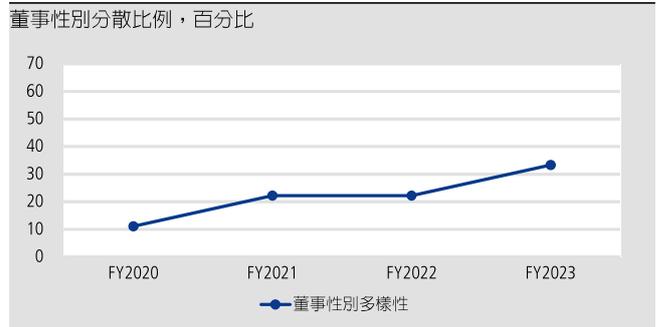
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 7 : CrowdStrike – ESG 各項分數**


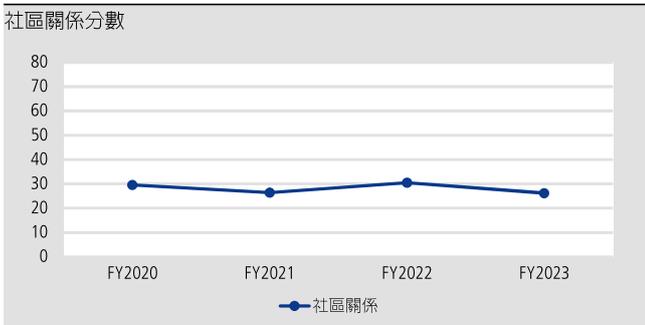
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 8 : CrowdStrike – 公司治理**


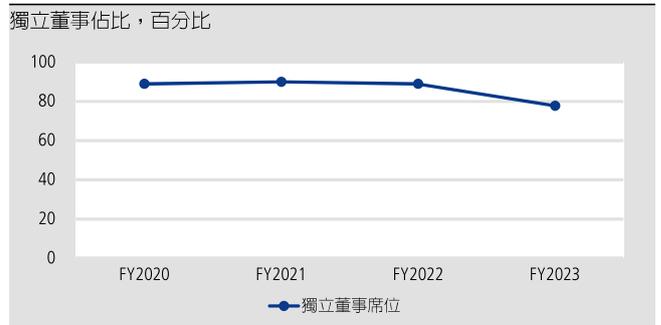
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 9 : CrowdStrike – 董事性別多樣性**


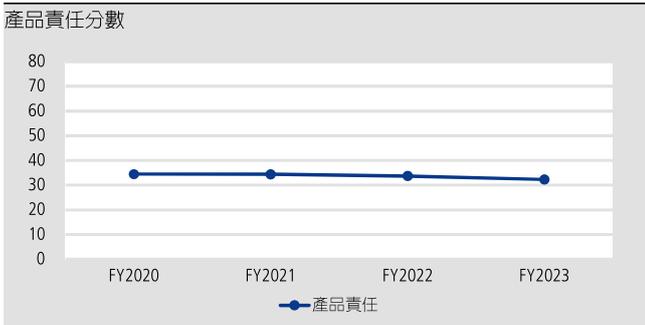
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 10 : CrowdStrike – 社區關係**


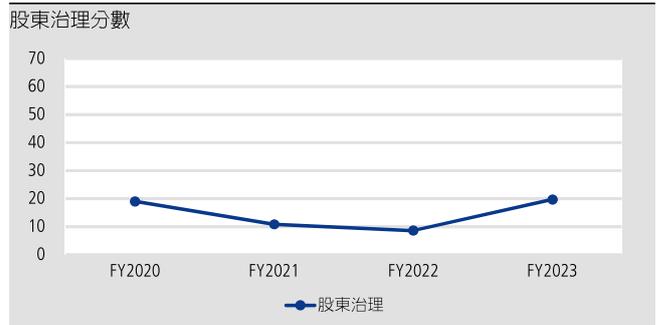
資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 11 : CrowdStrike – 獨立董事**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 12 : CrowdStrike – 產品責任**


資料來源: Refinitiv、公司資料

**圖 13 : CrowdStrike – 股東治理**


資料來源: Refinitiv、公司資料

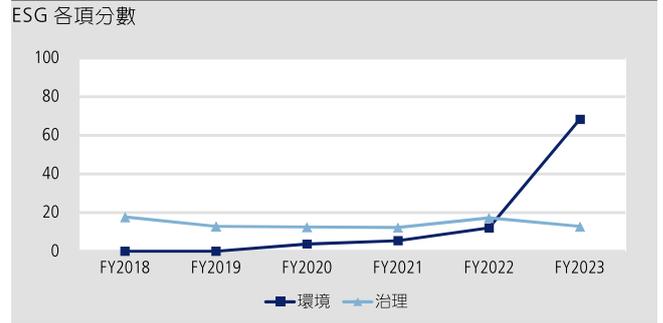
## Zscaler (ZS US)

圖 14 : Zscaler – ESG 整體分數



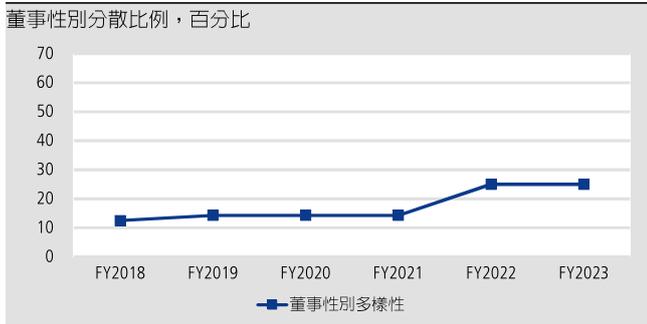
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : Zscaler – ESG 各項分數



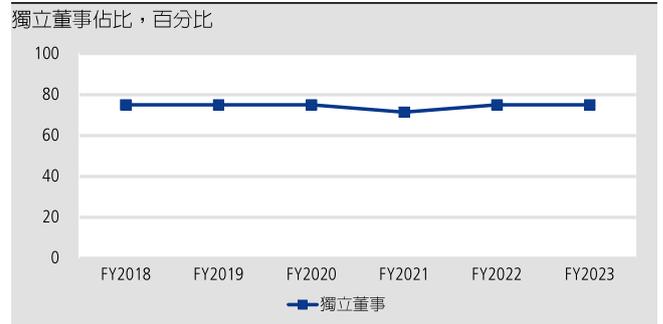
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Zscaler – 董事性別多樣性



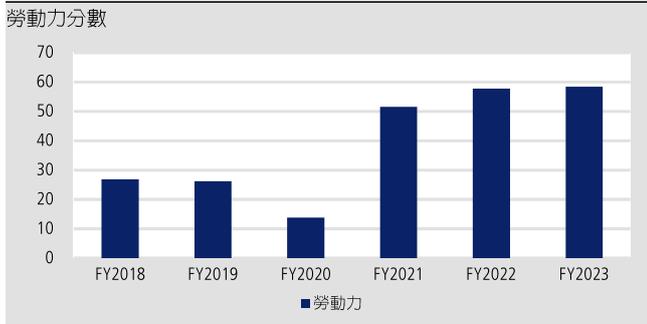
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Zscaler – 獨立董事



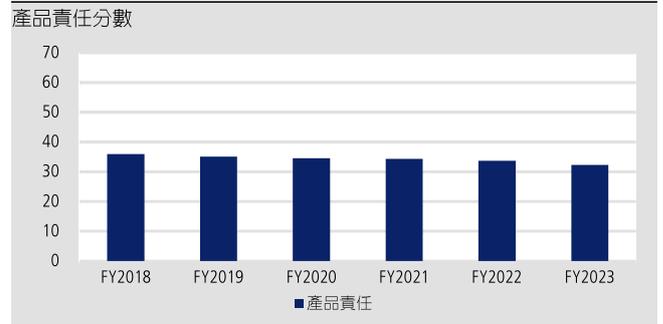
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Zscaler – 勞動力



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Zscaler – 產品責任



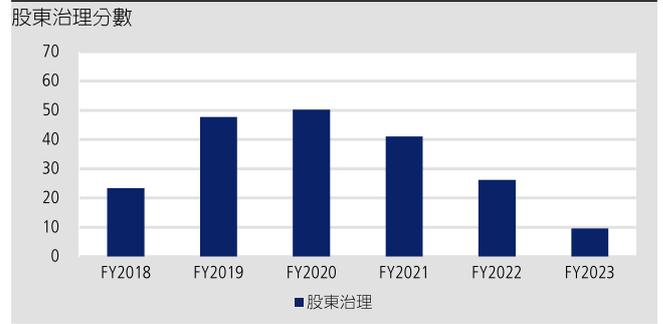
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : Zscaler – 公司治理



資料來源 : Refinitiv、公司資料

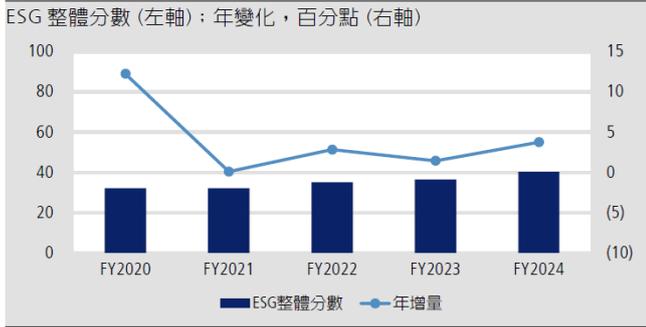
圖 21 : Zscaler – 股東治理



資料來源 : Refinitiv、公司資料

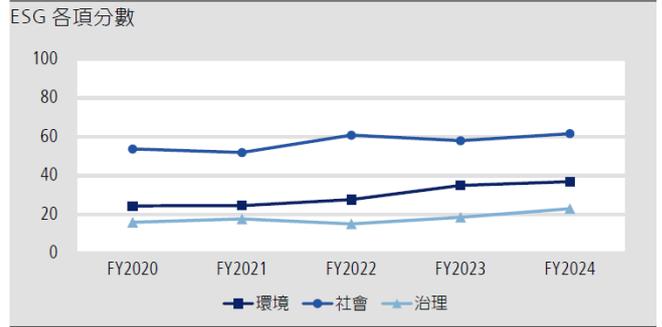
## Okta (OKTA US)

圖 22 : Okta – ESG 整體分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : Okta – ESG 各項分數



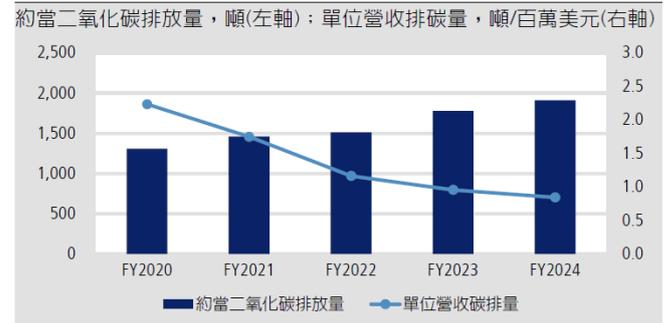
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : Okta – 能源消耗



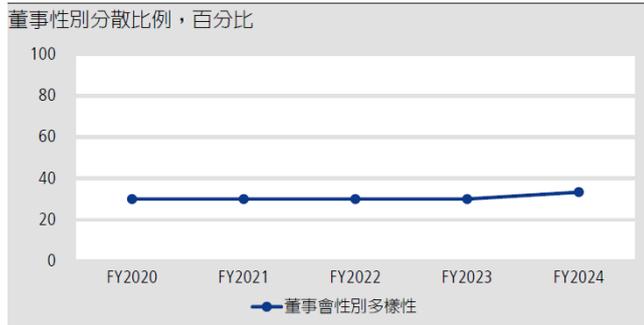
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 25 : Okta – 碳排量



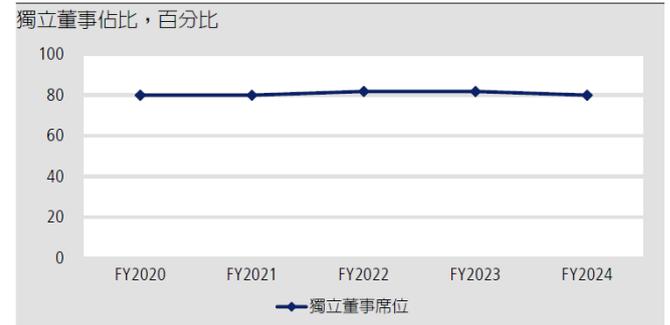
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 26 : Okta – 董事性別多樣性



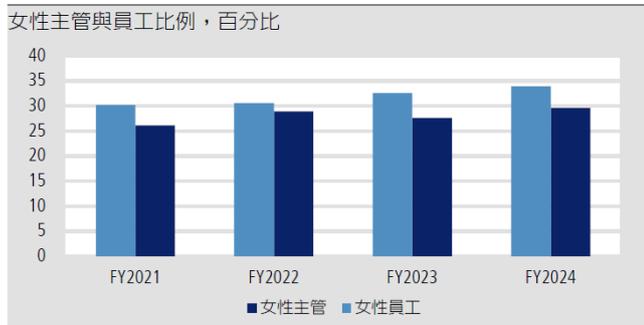
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 27 : Okta – 獨立董事



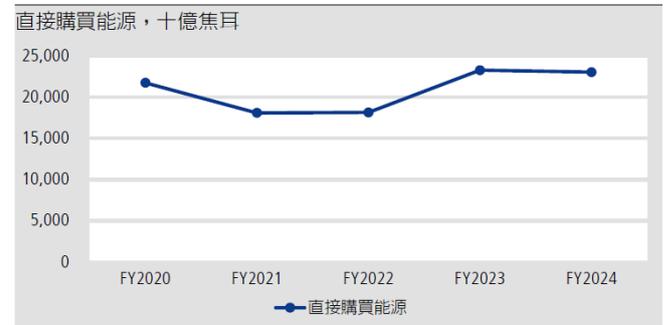
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 28 : Okta – 性別多樣性



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 29 : Okta – 直接購買能源



資料來源 : Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人，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** 部份凱基證券亞洲有限公司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證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、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，本行并不另行通知。本行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，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自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、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。