# 軟體產業

AI Labs IPO 系列

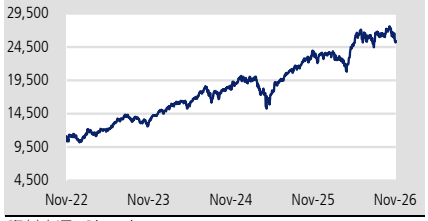
## 雖難完全擺脫 Commoditization 風險但仍獲取主要經濟價值

### 焦點內容

1. SOTA 模型領先期縮至以周計，企業每月切換主力模型成常態。
2. Tier 1 & 2 模型 Token 市占率 25%但獲取營收市佔率 61%。
3. 加速研發 + 鞏固人才 + 構建生態系 = 強化競爭護城河。

### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點




*資料來源：Bloomberg*

### 重要訊息

暨 11/3 報告「TAM US$4tn+帶動ANT 2027-30F營收成長達CAGR 32%」我們續談 10/27 報告「Anthropic S-1初覽：5個關鍵數據組及3大延伸議題」提出之三大議題。

### 評論及分析

**SOTA模型領先期縮至以周計，企業每月切換主力模型成常態。**Artificial Analysis Progress Index 數據顯示公司層級 SOTA 模型在 2026 年縮至每 7-47 天、平均 29 天便會易主，前緣仍由 Anthropic (ANT US) & OpenAI(簡稱OAI) 兩家輪替領先 (未計入尚未 GA 的 Gemini 4 Carbon)。Vercel AI Gateway 數據顯示付費團隊每月更換最常用模型的比率由 4 月 39% 升至 9 月 48%，更換 AI Lab 比率由 22% 升至 29%，投資人擔憂 LLM 轉換摩擦成本低、潛在 Commoditization(大眾商品化)風險有其依據。

**Tier 1 & 2 模型 Token 市占率 25%但獲取營收市佔率 61%。**Epoch AI 資安能力指數(Cyber ECI)顯示開放權重模型能力達歷史新高但仍落後閉源前緣約 6-7 個月，Vercel AI Gateway 數據顯示開源模型 Token 占比自 4M26 之13%快速攀升至 9M26 之 72%，然而佔營收比重僅由 4%上升至 23%，顯示主要經濟價值仍由閉源模型獲取。LLM 大眾商品化風險亦已反映在我們 AI Labs 的 API 營收預估當中，隱含假設包含：(1)付費 API 之 Tier 1&2(含數量)模型 Token 占比與營收占比自 2027 年 25/61%下滑至 2030 年 19/57%；(2)ANT/OAI 全 Tier 合計市佔率自 2027 年之 67%下滑至 51%；(3)ANT/OAI 平均 API 售價 2027-30F 年複合成長率 -14/13%。即使如此 ANT/OAI 用量制營收 2027-30F 年複合成長率仍可達 29/70%。

**加速研發 + 鞏固人才 + 構建生態系 = 強化競爭護城河。**我們將 AI Labs 性質比照 Foundry 產業，強化競爭護城河方式不外乎：(1)資本及先進者優勢推動加速研發，ANT R&D 工作中 AI 共同協作比例由 1M26 28%上升至 8M26 之 69%，甚至由 AI 主導的比例由 4M26 3%上升至 26%，故 OAI 刷新自身模型評分新高的平均間隔由 2023 年 171 天縮至 2026 年 53 天、ANT 由 119 天縮至 43 天；(2)鞏固人才，根據 Zeki Data 頂尖 AI 人才進出比數據 ANT/OAI 以 22/5.7 倍優於 Meta/Google DeepMind 之 3/2 倍，Levels.fyi 顯示其總薪資約為大型科技的 1.4-1.7 倍；(3)建構生態系，在 ToC 領域推動個人化 Agent(ChatGPT Dots、Claude Duet)、ToB 領域擴張 FDE 團隊，企圖深入消費者生活和企業用戶日常工作流。

### 投資建議

我們中性看待 LLM 的轉換成本及大眾商品化風險，凱基 AI Labs 營收預估模型已反應 2027-30F 之 API 售價年複合下降 13-14%、市佔率下滑 16ppts 之競爭加劇情境。ANT/OAI 是否加大優惠力道為後續重要風險觀察指標。

### 投資風險

企業 IT 支出動能趨緩；AI 工作負載放量不如預期；市場競爭。

## Anthropic API 營收市佔 2026F 43% → 2030F 26% 仍居首

### KGI 預估：市佔以營收計，不以 token 計

- 同級價差：Anthropic 實現價為 tier 均價 1.55 倍、OpenAI 0.95、Google 0.55（Vercel 支出/用量比佐證）。
- 2030F API 營收池 US$725bn：Anthropic 26%、OpenAI 25%、Google 7%、Meta 5%、xAI 3%、其他 34%。
- Tier 1 自 2027F 起納入 Google、xAI，Anthropic Tier 1 token 市佔由 2026F 57% 降至 2030F 24%。

### 數字變化 & 風險指標

- ANT3Q26 新模型降價及合約折扣抵銷營收約 US$600mn（~3.5%；4Q25 僅 ~US$70mn，S-1/A p.162），與 KGI 預估 API 均價年降約 14% 的方向一致。
- 風險指標 Anthropic Tier 1 token 市佔 2027F 跌破 40%（KGI 預估 44%），或 SOTA 領先天數占比連續兩季低於 30%。

**圖 1: 凱基預估 Anthropic 與 OpenAI 2030F 仍掌握 51% API 營收**

① by tier：token 占比 vs 營收占比（全市場付費 API；營收 = tier pool ÷ Σ tier pools）

| | | 2025 | | 2027F | | 2030F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tier | 單位 | tokens | 營收 | tokens | 營收 | tokens | 營收 |
| Tier 1 Frontier | % | – | – | 5% | 23% | 3% | 22% |
| Tier 2 Opus／Sol | % | 35% | 62% | 20% | 38% | 16% | 35% |
| Tier 3 Sonnet／Terra | % | 45% | 36% | 37% | 34% | 34% | 38% |
| Tier 4 Haiku／Luna／Flash | % | 10% | 2% | 13% | 3% | 12% | 3% |
| Tier 5 open-weight hosted | % | 10% | 1% | 25% | 1% | 35% | 2% |
| **頂級（Tier 1＋2）合計** | % | **35%** | **62%** | **25%** | **61%** | **19%** | **57%** |

② 兩家份額：頂級 tier（% of tier tokens）vs 全 tier 營收份額（% of API pool，US$）

| vendor · □徑 | 單位 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Anthropic：Tier 1 份額 | % T1 | | 57% | 44% | 36% | 28% | 24% |
| Anthropic：Tier 2 份額 | % T2 | 45% | 33% | 40% | 32% | 25% | 22% |
| **Anthropic：API 營收份額（全 tier）** | % pool | **54%** | **43%** | **46%** | **37%** | **31%** | **26%** |
| OpenAI：Tier 1 份額 | % T1 | | 43% | 29% | 29% | 31% | 32% |
| OpenAI：Tier 2 份額 | % T2 | 30% | 20% | 21% | 22% | 24% | 25% |
| **OpenAI：API 營收份額（全 tier）** | % pool | **26%** | **22%** | **21%** | **22%** | **24%** | **25%** |
| **兩家合計 API 營收份額** | % pool | **80%** | **65%** | **67%** | **59%** | **55%** | **51%** |

*資料來源: 公司資料；凱基預估*

## SOTA 領先期縮至以週計、企業每月 48% 換主力模型；兩家輪替迎 Google 挑戰

### 領先期：由 780 天縮至以週計

- Artificial Analysis Progress Index 數據顯示公司層級 SOTA 連續領先天數由 OpenAI 2023–25 年的 780 天，縮至 2026 年每次 7–47 天、平均 29 天；2025 年以來 SOTA 已易手 14 次。
- 2026 年迄今 SOTA 領先天數 OpenAI 186 天、Anthropic 119 天；截至 11/2，前緣仍由兩家輪替領先（未計入尚未 GA 的 Gemini 4 Carbon）。

### 轉換成本低：企業換模型已成常態

- Vercel AI Gateway 數據顯示付費團隊每月更換最常用模型的比率由 4 月 38.8% 升至 9 月 48.0%，更換 lab 比率由 22.1% 升至 28.6%；Recon 消費者調查顯示每月約 6% 更換主力助理。

- 開放權重模型雖占 token 用量 72%，支出仍有 77% 流向閉源前緣模型，顯示模型轉換主要集中於低價值任務。
- AI Gateway 業務快速發展，主要業者包括 OpenRouter、Vercel 及 CSP（AWS Bedrock、Azure Foundry、GCP Vertex 等）。

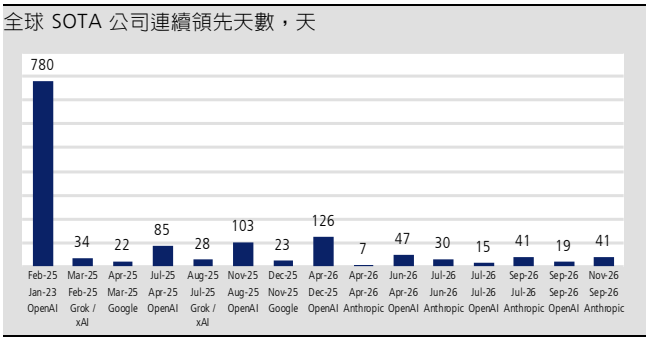
**近期事件：Gemini 4 Carbon 奪回榜首**

- 10/28 Carbon 以 Intelligence Index 59 分居首（Opus 5.5 為 58、Astra 為 57），惟尚未 GA；coding 指數仍由 Claude 領先（62 vs. 59）。

**KGI 預估：市佔下滑，兩家仍過半**

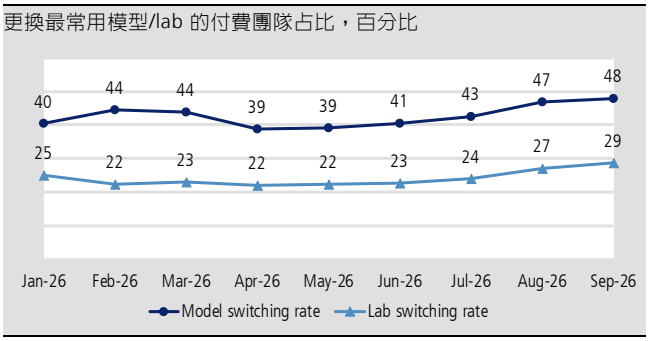
- Anthropic＋OpenAI API 營收市佔由 2026F 65% 降至 2030F 51%，API 均價每年約降 14%；受惠前緣模型輪替與企業整合（詳見後頁），兩家仍維持過半市佔。

**圖 2: SOTA 領先期由 780 天縮至 7-47 天**



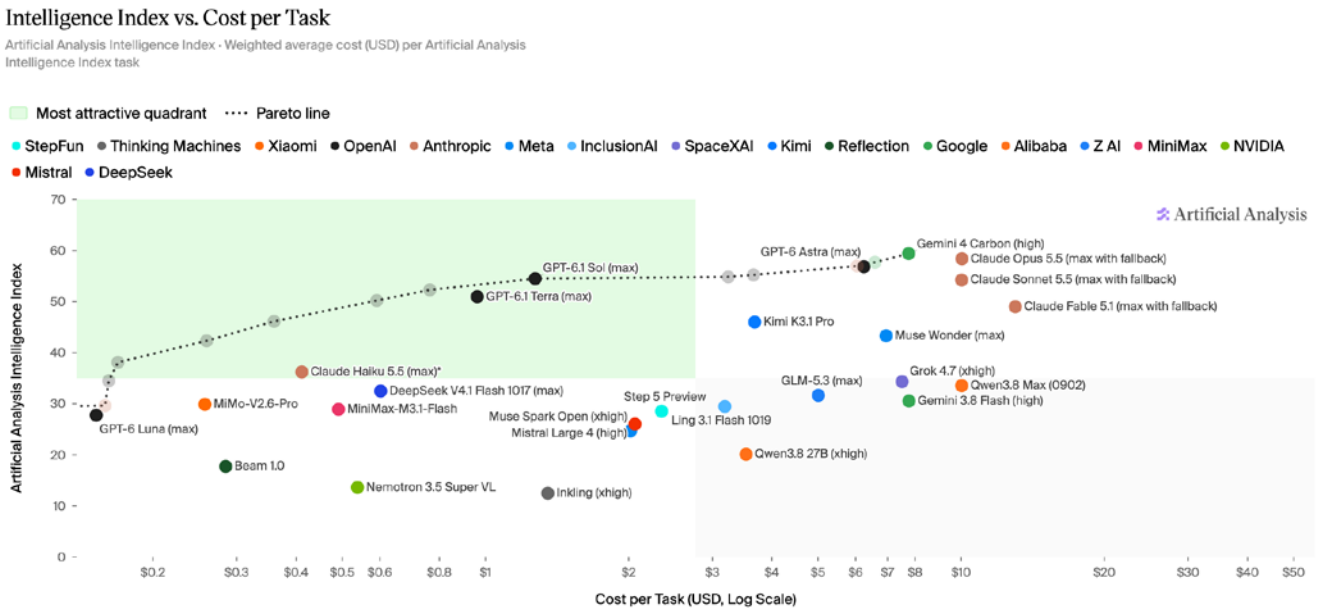

*資料來源：Artificial Analysis Progress Index；凱基*

**圖 3: 企業每月換主力模型比率升至 48%、換 lab 29%**




*資料來源：Vercel AI Gateway；凱基*

**圖 4: Tokenmaxxing 風氣已過，企業將更重視模型的性價比**




*資料來源: Artificial Analysis；凱基*

## 比照晶圓代工：資本＋know-how 讓領先者續領先，但 LLM 轉換成本更低

### 為何比照晶圓代工：資本與規模形成門檻

- 晶圓代工透過 capex/營收 30-50% 的長期投資維持製程領先，TSMC 毛利率由 2006 年 49% 升至 2026F 66%；LLM 同樣具高資本強度：2026F 算力占營收 Anthropic 58%、OpenAI 104%。
- 2027F 算力支出 Anthropic US$76bn、OpenAI US$86bn，二線業者難以追上前緣模型的訓練與推論規模。

### 關鍵差異：轉換成本與領先週期

- 晶圓設計定案後轉廠須重新驗證，週期以年計；LLM 則可透過 API 即時切換（企業每月 29% 更換 lab），開放權重模型落後前緣僅 6–7 個月（per Epoch AI）。

### KGI 判斷：領先者續領先，溢價靠生態系鎖定

- 我們假設 Anthropic 同級 API 實現價為 tier 均價 1.55 倍（OpenAI 0.95、Google 0.55），反映企業對 coding／agent 模型品質的偏好。
- Gemini 4 Carbon 上市價 US$2／10，為 Opus 5.5 的一半（折扣後；定價同為 US$4／20）；KGI base 已假設 Google 實現價僅 Anthropic 約 35%（0.55÷1.55），故主要風險在市佔而非價格。

**圖 5: 晶圓代工 vs LLM：資本強度相似、轉換成本迥異**

| 維度 | 晶圓代工（TSMC） | LLM（Anthropic/OpenAI） | 估值含意 |
|---|---|---|---|
| 資本強度 | capex／營收長期 30–50% | 算力占營收 2026F 58%／104%；2027F 算力 US$76bn／86bn | 資本門檻排除二線玩家 |
| 規模經濟 | 良率與產能利用率決定成本曲線：GM 2006 年 49% → 2026F 66% | 推論規模攤薄 token 成本：GM（扣全部算力）Anthropic 2026F 42% → 2030F 56% | 領先者單位成本較低、毛利隨規模擴張 |
| 領先週期 | 製程世代 2–3 年，追趕者落後 1–2 個世代 | SOTA 領先期 7–47 天；開放權重落後 6–7 個月 | 領先溢價期短，需持續投入 |
| 轉換成本 | 高：換廠需重新驗證與流片，週期以年計 | 低：API 可即時切換，企業每月 29% 換 lab | 溢價需靠生態系與企業整合鎖定 |
| 定價權 | 先進製程獨家供應、可調漲 | 同級實現價 Anthropic 1.55×、OpenAI 0.95×、Google 0.55× | bear（較低 API 價格基準）：Anthropic 2027F 營收 −33% |

*資料來源：TSMC、Amazon 財報；Anthropic S-1；Epoch AI；凱基預估*

## 轉換淨流入只到三家：ChatGPT +8%、Claude +4%、Gemini +3%

### 轉換流向：用戶集中到前緣三家

- Recon Analytics 消費者調查顯示主力助理轉換淨流入僅出現在 ChatGPT（+8%）、Claude（+4%）、Gemini（+3%），Perplexity、Copilot、Meta AI、Alexa+ 均呈淨流出。
- 轉入 Claude 用戶中，29% 因「答案更好」（Gemini 19%、ChatGPT 17%）、18% 因功能、14% 因推薦；轉入 Gemini 者則有 10% 因價格、9% 因免費方案限制較少。

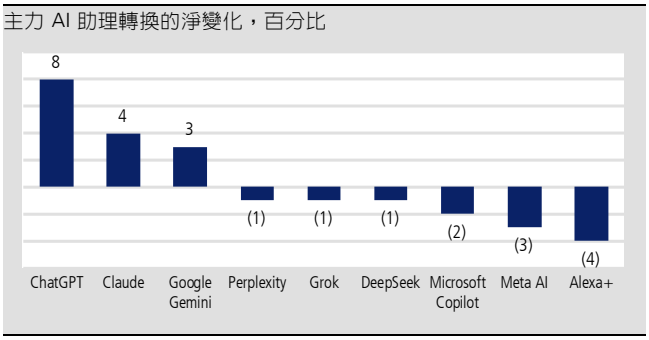
**付費意願：品質、規模與價格三種打法**

- 付費比例 Claude 58%、ChatGPT 42%、Gemini 23%（per Recon Analytics）；Gemini 付費用戶中 51% 選擇 US$3-10 低價方案（per a16z/YipitData），透過綑綁策略搶占低價市場。

**KGI 預估含意：只要模型能力領先，市佔率假設即穩固**

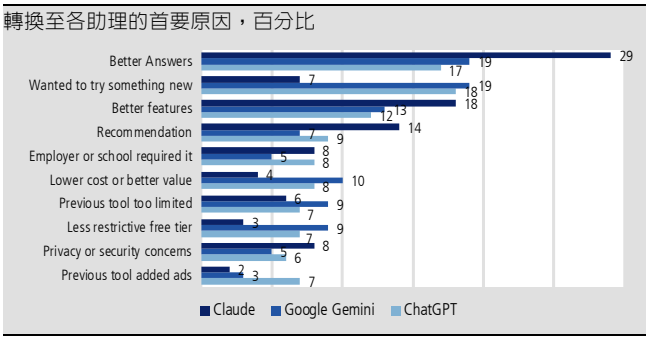
- ToC 市場不致淪為純價格競爭：我們維持 Claude 付費轉換率約 15%、ChatGPT 6-8%，兩家合計個人訂閱營收 2030F US$101bn。

**圖 6: 轉換淨流入：ChatGPT +8%、Claude +4%、Gemini +3%**




*資料來源：Recon Analytics；凱基*

**圖 7: 轉入 Claude 主因是答案品質（29%）**




*資料來源：Recon Analytics；凱基*

## 智能過剩風險：開放權重占 token 72%、支出僅 23%，前緣仍有定價權

**量在開放權重、錢在前緣**

- Vercel AI Gateway 數據顯示開放權重模型 token 占比由 2025/12 的 7% 升至 2026/9 的 72%，惟支出占比僅 23%；大量低價值任務轉向低價模型，高價值 agent 工作仍由前緣模型承接。
- 對兩家而言，open-weight 主要侵蝕 token 而非營收市佔：KGI 預估 2030F 兩家仍掌握 API 營收的 51%。

**前緣 lab 正用 AI 加速自身研發**

- Anthropic R&D Automation Index 顯示 Claude 主導（AL4）的模型研發任務占比由 2026/3 的 1% 升至 8 月 26%，AI 協作以上（AL3+）合計達 96%；惟屬公司自評，不宜直接換算成本節省。
- 研發自動化（closing the loop）可加速模型迭代、降低每次突破的人力成本，為前緣與追隨者差距不易收斂的關鍵。

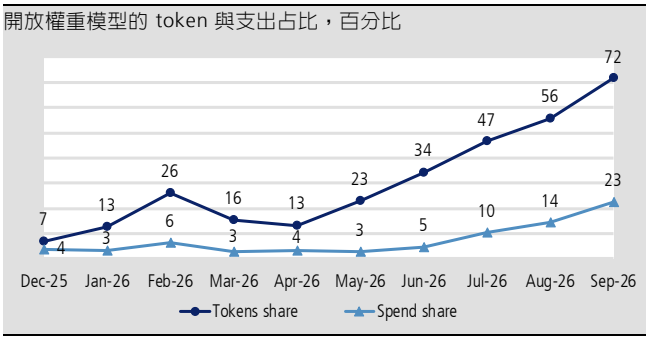
**Study case：能力提升＋降價後營收加速**

- Opus 4.5（2025/11）能力提升並降價後，總營收 QoQ 由 4Q25 48% 加速至 1Q26 132%；2026/9 Opus 5.5 cost per task 降約 40%、Fable 5.1 降約 25%（S-1/A p.200，多因素疊加）。
- 降價代價逐步浮現：3Q26 降價與折扣抵銷營收約 US$600mn（~3.5%；4Q25 僅 ~US$70mn，p.162）。

### S-1/A 新增揭露：可能接近 RSP 研發加速門檻

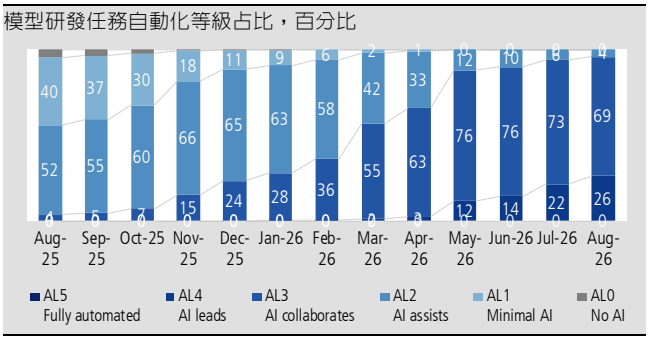
- 內部估計與未來模型預期顯示 AI 驅動研發可能即將達到 RSP 定義的顯著加速門檻，惟尚未認定現有模型超標（p.30）；2026/9 codebase 貢獻逾 90% 由 Claude 撰寫（p.138）。

**圖 8: 開放權重占 token 72%、占支出僅 23%**



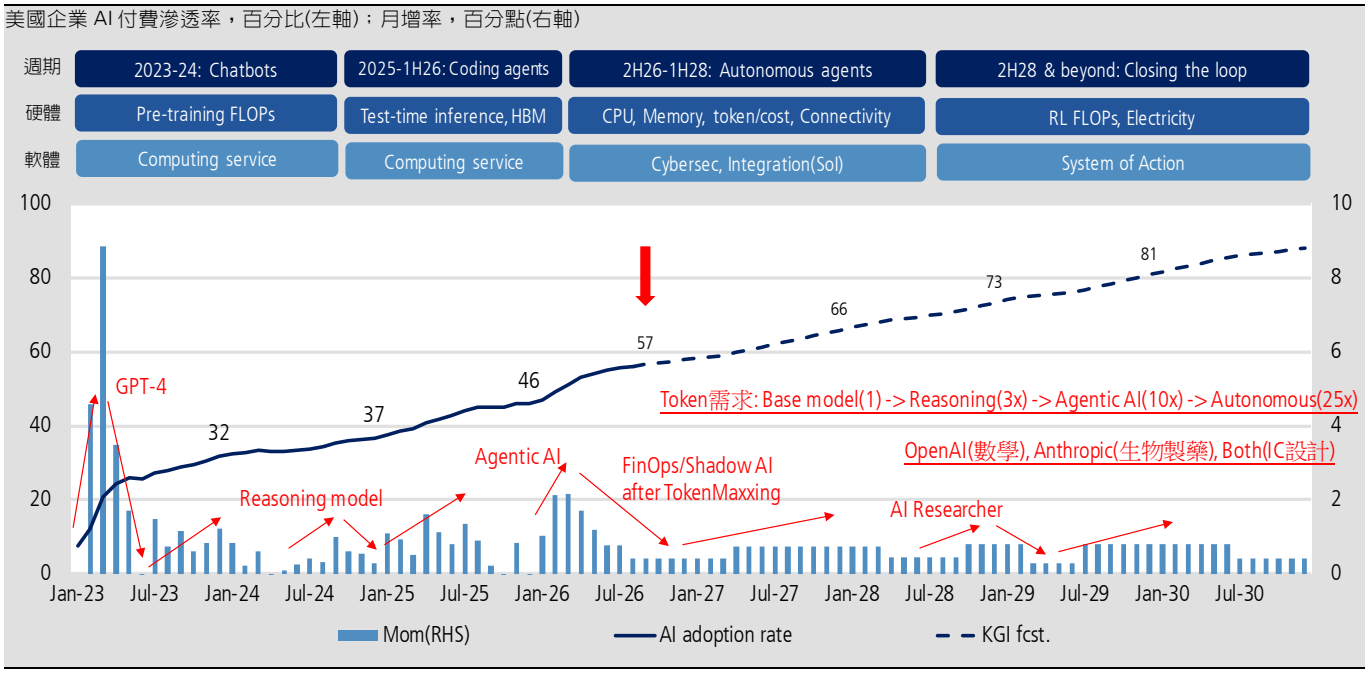

*資料來源：Vercel AI Gateway；凱基*

**圖 9: Claude 已主導 26% 的 Anthropic 模型研發工作**




*資料來源：Anthropic R&D Automation Index；凱基*

**圖 10: 企業 AI 付費滲透率 S 曲線：KGI 預估 YE27F 66%、YE29F 81%**




*資料來源：Ramp；凱基*

### 開放權重落後前緣僅 6-7 個月：擋蒸餾與法規門檻成新護城河

**追趕速度：開放權重落後 6-7 個月**

- Epoch AI 資安能力指數（Cyber ECI）：開放權重模型歷史新高落後閉源前緣約 6–7 個月，且差距尚未擴大。
- 根據 Artificial Analysis，OpenAI 刷新自身新高的平均間隔由 2023 年 171 天縮至 2026 年 53 天、Anthropic 由 119 天縮至 43 天，每次增分則由 17.6／28.7 點收斂至約 10 點，顯示單次領先幅度縮小、迭代速度加快，凸顯資本優勢。

**新護城河 1：擋蒸餾**

- Anthropic 自 2025/9 起禁止中國控股實體使用 Claude（per Anthropic）；S-1/A 揭露違反使用政策或商業條款客戶占 9M26 營收約 5-7%，2026/8-9 月強化偵測與執法，顯示防範蒸餾伴隨短期營收代價（p.147；蒸餾風險見 p.42-43）。

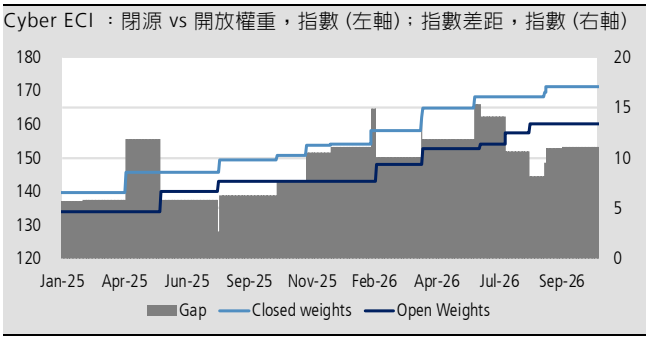
**新護城河 2：法規與出口管制**

- 2026/6/12–7/1 Fable 5／Mythos 5 因美國出口管制暫停供應（per Anthropic），顯示前緣模型逐漸被視為戰略物資，合規與資安能力形成新門檻，惟監管影響具雙面性。

**近期事件：資本門檻開始分化**

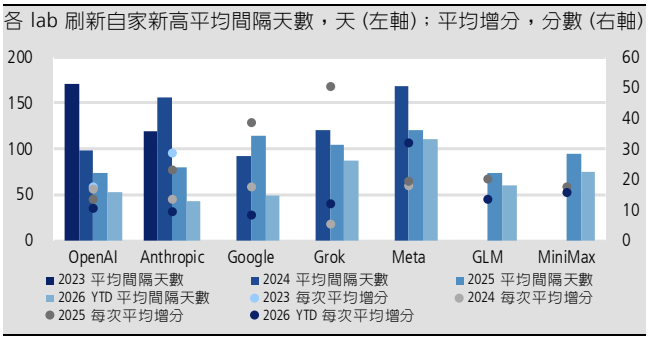
- OpenAI 新一輪募資目標由 US$30bn 降至 US$20bn，已取得約 US$11bn（per FT/WSJ）；Anthropic 9/30 流動性達 US$146.6bn（S-1/A p.140）。
- 惟資本優勢仍仰賴 IG 夥伴背書：Blackstone 預期 Anthropic IPO 後信用評等落於 BB（per FT）；Hubbard US$14.2bn bridge 的 HY 再融資延後，改由 Google 擔保租約與 PPA（per Bloomberg）。

**圖 11: 開放權重模型資安能力落後閉源前緣仍有 6-7 個月**




*資料來源：Epoch AI；凱基*

**圖 12: 前緣迭代間隔壓縮至 ~1.5 個月，每次增分收斂至 ~10 點**




*資料來源：Artificial Analysis；凱基*

## Anthropic 頂尖人才進出比 22 倍居冠；兩家薪酬為大型科技 1.4–1.7 倍

**人才流向：Anthropic 吸引力最強**

- 根據 Zeki Data（3Q26）頂尖 AI 人才進出比數據，Anthropic 22 倍、OpenAI 5.7 倍、Meta 3 倍、Google DeepMind 2 倍；DeepMind、OpenAI 流向 Anthropic 的人才分別約為反向流動的 11 倍、8 倍（per SignalFire）。
- SignalFire 兩年留任率數據顯示，Anthropic 80%、DeepMind 78%、OpenAI 67%、Meta 64%；2026 年具名流入人才包括 Karpathy（5 月）、Jumper（6 月）。

**代價：薪酬與 SBC**

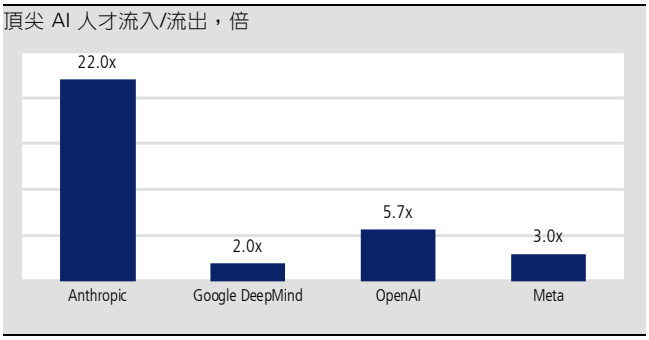
- 根據 Levels.fyi（2026/11）美國 SWE 總薪酬數據，OpenAI L4 US$711k、Anthropic Senior US$621k，對比 Meta E5 US$453k、Google L5 US$427k，約為大型科技的 1.4–1.7 倍。

- S-1/A 生效時 RSU 將一次性 catch-up（參考額 US$8.2bn）：KGI 預估 Anthropic FY26 SBC 達 US$16.7bn，人才優勢須以持續股權稀釋支撐。
- AI labs 招募以資深工程師為主，初階工作逐漸由 AI 取代，有助控制整體 Opex。

**近期觀察：IPO 後的留才與賣壓**

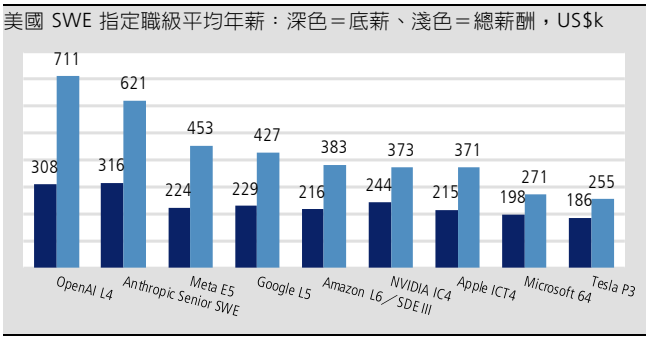
- S-1/A 揭露 lock-up 分 23 批自動解禁，365 天組（含七位共同創辦人）預計約 2027/11 解禁；9/30 未認列 RSU 費用達 US$32.3bn。
- 2026/9 codebase 貢獻逾 90% 由 Claude 撰寫（p.138），人均產出提升為人才薪酬溢價提供經濟基礎。

**圖 13: Anthropic 頂尖 AI 人才進出比 22 倍，為同業 4-11 倍**




*資料來源：Zeki Data；凱基*

**圖 14: OpenAI／Anthropic 工程師總薪酬為大型科技 1.4–1.7 倍**




*資料來源：Levels.fyi；凱基*

**FDE 是入場券而非護城河：OpenAI 控股交付、Anthropic 夥伴覆蓋**

- KGI 判讀：客戶鎖定力取決於交付組織與合約掌控權，而非模型供應商。Microsoft（6,000 人）及 AWS（數千人）的多模型 FDE 規模已超越兩家 lab 自有團隊（OpenAI 約 150 人起步）；Anthropic 則透過逾 4,000 家夥伴、逾 15 萬名認證人員擴大覆蓋，S&M＋partnerships（不含人事）僅占 9M26 公布營收 17%（3Q26 為 14%，per S-1/A）。

## 圖 15: OpenAI 透過控股交付掌握客戶關係，Anthropic 借力夥伴網絡加速市場擴張

| 公司 | 交付模式 | 自有交付組織 | 夥伴網絡與訓練 | 投入資本 | 部署控制力 | KGI 判讀 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| OpenAI | 控股型交付公司 | OpenAI Deployment Company（2026-05-11 成立，OpenAI 過半控股；併 Tomoro 起步約 150 名 FDE）；另有 2024 年起的內部 FDE 團隊，人數未揭露 | OpenAI Partner Network：Select／Advanced／Elite 三級；Forward Deployed Experts 計畫對接夥伴與自有團隊；目標 YE26 認證 30 萬名顧問，進度未揭露 | Deployment Co >US$4bn（TPG 領投；Advent、Bain、Brookfield 參與）；Partner Network US$150mn | 4 | 客戶合約與交付利潤自留，兩家 lab 中鎖定力最強；代價是服務毛利（併表拉低 GM）與 FDE 招募速度 |
| Anthropic | 夥伴＋外部資本代營 | Applied AI（含 FDE）：與 GTM 組成 hybrid sales＋engineering，按地區／產業編組；人數未揭露（全公司約 5,300 人，2026-09-30） | Claude Partner Network（2026-03）：S-1 揭露 >4,000 家機構、>15 萬人已認證（2026-09-30；6 月官方僅 1 萬餘人）；Ode with Anthropic（2026-07-15 推出，PE 主導，主攻中型企業，約 100 名工程師）；Claude Frontier Academy（2026-10）：YE27 訓練 1 萬名客戶與夥伴工程師 | Partner Network US$100mn（2026）：Frontier Academy US$100mn；Ode 約 US$1.5bn（Blackstone、H&F 為創始夥伴） | 3 | 覆蓋最快、最省（1H26 S&M＋partnerships 占營收 19%）；代價是客戶關係分散在 SI、Ode 與 CSP（1H26 48% 營收經 CSP marketplace，通路費約 35%，KGI 推算） |
| Microsoft | 既有合約延伸（完全自有） | Microsoft Frontier Company（2026-07-02）：6,000 名產業與工程專家（未說明新聘或內部調動） | Accenture Microsoft FDE Practice（2026-03-18，「數千名」AI 工程師）；EY 五年逾 US$1bn | US$2.5bn | 4 | 多模型交付層（OpenAI、Anthropic 皆上架）；鎖定力歸 Microsoft，靠 M365／Azure 既有合約觸及同一批預算 |
| AWS | 多模型中立交付（完全自有） | AWS Forward Deployed Engineering（2026-06-30）：「embed thousands of experts」；延續 2023 年 US$100mn 的 GenAI Innovation Center | partner-led motion：官方明確與傳統顧問專案制切割，強調長期嵌入 | US$1bn | 4 | Anthropic 最大通路同時是刻意不綁單一模型的中立交付者，對任何 lab 皆不形成獨占 |
| Google Cloud | 純自有擴編 | FDE 職能既有，因 agentic AI 擴編：2026-05 職缺 59 個（含 12 個 Applied AI FDE）；媒體稱將聘數百名 | Accenture 1,000 人 FDE workforce（Gemini Enterprise）；未見專屬認證計畫 | 未揭露 | 3 | 規模受招募速度限制；交付綁 Gemini，對兩家 lab 是競爭者而非通路 |
| Palantir（對照組） | 交付即產品 | FDE 即產品開發方法本身；全公司 4,429 人（2025-12-31，10-K），FDE 人數未揭露 | 不以夥伴為主要交付路徑 | — | 5 | 唯一驗證過「FDE → 護城河」的案例；交付成果成為客戶營運系統（替換＝重做業務），但耗時 20 餘年，且靠產品化（Foundry／AIP）才有軟體毛利 |

*資料來源: 公司資料；凱基整理*

## 凱基證券集團據點


| | | |
|---|---|---|
| **中國** | 上海 | 上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室<br>郵政編號：201103 |
| **台灣** | 台北 | 104 台北市明水路 700 號<br>電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691 |
| **香港** | | 香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓<br>電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800 |
| **泰國** | 曼谷 | 8th - 11th floors, Asia Centre Building<br>173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand<br>電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014 |
| **新加坡** | | 珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈<br>郵政編號：068807<br>電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826 |
| **印尼** | | Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia<br>電話 62 21 250 6337 |


## 股價說明

| 等級 | 定義 |
|---|---|
| 增加持股 (OP) | 對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 持有 (N) | 對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 降低持股 (U) | 對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。 |
| 未評等 (NR) | 凱基證券未對該個股加以評等。 |
| 受法規限制未評等 (R) | 受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。 |
| | *總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價 |

## 免責聲明


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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。