

運動休閒產業

Adidas 財報通讀：美國關稅因應策略

焦點內容

1. 在美國關稅不確定下，多數國際鞋服領導品牌的短期供應策略不變。
2. Adidas (德) 美國產品漲價將跟進美國品牌步調，不會先發制人。
3. 品牌商與供應商對關稅分擔的觀點不同。

重要訊息

Adidas (德) 於 4 月 29 日法說會提出的美國關稅因應策略，我們認為可作為其他國際品牌想法之通讀。

評論及分析

在美國關稅不確定性下，冷靜為上策。美國關稅演變至今，Adidas 並未改變訂單與供應策略，主因：(1) 歷經前次中美貿易戰，公司中國產品輸美比重已降至 <3%，目前美國鞋類產品主要來自越南和印尼，服裝則高度分散；(2) 現行中國以外地區關稅皆為 10%，管理層認為美國與東南亞各國協商結果將大同小異；(3) 所有品牌商皆謹慎觀望終端市況，但在過去八週，消費者對 Adidas 產品需求未出現消退跡象；及 (4) 公司須確保零售商貨架上之暢銷產品供應，避免缺/斷貨風險 (成衣和鞋類下單到出貨耗時至少 60-90 天)。

產品漲價策略。管理層澄清任何 Adidas 產品售價已調升之傳聞，並指出：(1) 若美國關稅維持 10% 或更高，美國市場價格當然會上漲 (為修復品牌、零售商和供應商的合理利潤率)；(2) Adidas 美國產品漲價將採取市場追隨者策略 (market follower strategy)，跟進美國領導品牌步調，不會先發制人，主因 Adidas 美國營收佔比僅 20%，其他 80% 市場的強勁發展可彌補美國遭侵蝕的利潤率；及 (3) 美國關稅並無理由讓美國以外地區消費者共同承擔，意味產品漲價將只限於美國，與 Skechers (美) 4 月 25 日說法一致。

品牌商與供應商觀點不同。考量消費者對價格敏感度高，Adidas 認為，一旦關稅政策改變或確定，公司將立即與供應商和零售商一起就價格和折扣達成共識，後再衡量調漲產品售價，主因：(1) 在關稅政策反覆下，快速將成本增幅全數反映給消費者並非明智之舉，須考量情況逆轉之對策；及 (2) 產品售價之穩定性和合理性將影響消費者信賴與需求延續性。然而，供應商想法卻較為片面。供應商在成衣和鞋類產業價值鏈中所賺取的利潤微薄，能分擔關稅的空間很小，因此現仍希望增額成本由品牌商吸收或轉嫁予消費者。若關稅議題在暫緩期 90 天後未能緩解或惡化 (高於市場預期的 10-15%)，品牌商可能加快與供應鏈協商，例如透過保證更長期的基本訂單來換取供應商共體時艱之意願。

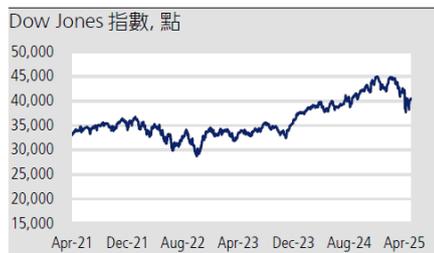
投資建議

Adidas 美國關稅因應策略可作為其他國際品牌想法指引。由於多數國際鞋服領導品牌美國銷售產品來自中國比重已降至低檔，品牌商營收及獲利展望將取決於美國對東南亞關稅發展、美國消費力道和品牌熱度，供應鏈訂單則將回歸客戶組成。考量產品需求與評價位階，我們美股首選為 On、Deckers、Lululemon，維持「增加持股」評等及目標價 56、132、300 元。

投資風險

上檔風險為關稅政策異動與品牌重拾人氣。下檔風險為經濟衰退。

Dow Jones 指數



資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等

Company	Overall	E	S	G
Nike	69	85	83	35
GAP	77	81	88	64
Lululemon	56	64	40	82

資料來源：Refinitiv、凱基

Adidas (德) 4 月 29 日法說會重點摘要：

- 儘管當前關稅、暫緩期 90 天後再度課徵高關稅的風險及其可能對美國消費者產生的負面影響將成為未來營運壓力所在，但 Adidas 美國營收佔比僅 20%，其他市場強勁發展將彌補美國遭侵蝕的利潤率。
- 假設關稅維持在 10%，管理層認為今年營業利益 1,700-1,800 萬歐元之目標有望達成。
- 公司已分析各種關稅情境，盡量將中國產品輸美比重從原先 3%降為趨近於 0，並重新進行訂價審視。
- 目前中國廠區主要供應內需及美國以外市場。美國鞋類產品主要來自越南和印尼，各貢獻 1/3，其餘 1/3 分布於眾多地區；服裝產能則高度分散，越南佔 15%，其他如巴基斯坦、埃及、印尼和歐洲各佔 10%。
- 現行中國以外地區關稅皆一致為增加 10%，因此供應策略不變；但若未來不同國家稅率不同，生產策略將因應調整。管理層認為，美國與東南亞各國協商結果將大同小異，因此 Adidas 採購策略應不會改變。
- Adidas 尚未進行任何售價調漲。但若關稅維持 10%或更高，美國市場價格當然會上漲（為修復品牌、零售和供應商的合理利潤率），但管理層表示，公司將跟進美國領導品牌的作法，不會先發制人，且從全球營運角度而言，也不需要這麼做。
- 若關稅政策改變或確定，公司將與供應商和零售商一起就價格和折扣達成共識。若真走到漲價這一步，無理由讓美國以外地區消費者共同承擔（漲價只在美國），策略與 Skechers (美) 一致。
- 在過去八週，消費者對 Adidas 產品需求並未出現消退跡象，零售商也無砍單（貨架上還是需要暢銷產品）。
- 儘管拉丁美洲存在惡性通膨，但 Adidas 顯然是當地第一品牌，且每個市場銷量都在成長。
- 新興市場方面，中東和印度已取得強勁發展，業務拓展轉向至澳洲和紐西蘭。
- 繼 Samba、Gazelle、Special、Campus 和 SL72 熱銷之後，生活風格跑步 (lifestyle running) 為 Adidas 未來 18 個月重要發展品項。管理層表示，原本打算走性能路線的鞋款轉向生活風格為當前市場趨勢，且將延伸至 2026 年。
- 今年 Adidas 開始銷售更多的服裝。目前零售夥伴服裝需求比 3-6 個月前大得多，但考量市面上服裝種類繁多、折扣也較大，公司將謹慎地管理服裝庫存。
- 預計 2Q25 庫存將微幅增加，反映新產品拉貨。目前庫齡非常穩健。
- 管理層看好 2026 年美國、加拿大和墨西哥聯合舉辦的世界盃足球賽將帶來熱絡盛況。
- 根據過往歷史，營利率 1Q、3Q 強，2Q、4Q 弱。隨輸美貨物抵達，關稅對 2Q25 利潤率將產生影響，4Q25 則取決於市況和折扣情形。
- 2026 年稅前息前利潤率目標 10%不變。

- 關於匯率影響，針對春夏訂單，公司在生產季節開始時避險達 80%，但美元較強時已結清，因此 2Q25 將有一些逆風；秋冬訂單也有進行部分避險。美元弱勢將有利 2H25、2026-27 年

Adidas (德) 1Q25 財報與財測展望：

- 1Q25 營收年增 13%、季增 3%至 61 億歐元，符合預期。受惠產品、運費成本下滑與折扣減少，毛利率年增 0.9、季增 2.3 個百分點至 52.1%；加上營運槓桿效益發揮，營利率 9.9%，年增 3.8、季增 9.0 個百分點，高於市場共識的 8.9%。稅後淨利 4.3 億元，折合每股盈餘 2.40 元，優於市場預期 16%。
- 產品別營收：(1) 鞋類需求 (佔總營收 61%) 保持強勁，年增 16%，動能來自 Originals、運動、跑步、訓練、籃球和專業運動鞋類呈雙位數成長；(2) 服飾銷售 (32%) 年增 8%，其中，Originals、運動和戶外產品表現較佳；及 (3) 配件銷售 (7%) 年增 10%。
- 市場別營收：歐洲 (佔總營收 32%)、拉丁美洲 (11%) 和新興市場 (14%) 營收分別年增 15%、14%、22%，大中華區 (17%)、日本及南韓 (6%) 表現亦不俗，分別呈 15%、10% 成長。受 Yeezy 業務退出影響，北美市場 (19%) 銷售年增 6%；若不計 Yeezy 業務，北美營收呈雙位數成長。
- 通路別營收：(1) 批發銷售持續成長，年增 18%；及 (2) 直接面對消費者 (DTC) 銷售年增 6%，其中，實體店年增 13%，抵銷電商 3% 衰退 (與 Yeezy 業務退出有關)。
- 1Q25 庫存週轉天數年增 2%、季增 7%至 157 天，為過去七季來首度反轉為年增走勢，但仍略低於過去五年同期平均之 159 天。
- 基於 1Q25 業績強勁，公司本來會調高 2025 年財測，但美國關稅不確定性成為阻礙。儘管 Adidas 已將中國輸美產品量降至最低，但其他國家關稅普遍調升仍將導致成本增加與售價上揚；目前這些成本尚無法量化，也無法得出會對消費者需求產生什麼影響。
- 美國關稅不確定將對 2H25 營運造成負面壓力，未來將致力在美國以外地區取得更好的業績來彌補美國的不確定性。目前維持原先財測，包括今年營收將年增高個位數，及營業利益 1,700-1,800 萬歐元 (以上皆不含 Yeezy 貢獻)。

圖 1：Adidas 1Q25 財報、2Q25-2025 年公司財測暨市場共識比較

百萬歐元	1Q25					2Q25F			2025F		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	YoY (%)
營收	6,153	3.2	12.7	6,113	0.7	6,369	3.5	9.4	年增高個位數	26,061	10.0
毛利	3,205	7.9	14.6	3,169	1.1	3,301	3.0	11.6		13,333	10.9
營業利益	610	970.2	81.5	544	12.2	539	(11.7)	55.7	1,700-1,800	2,015	50.7
稅前獲利	585	-	138.8	507	15.4	491	(16.0)	61.7		1,823	62.6
稅後淨利	428	-	150.3	369	16.0	356	(16.7)	68.9		1,339	62.5
每股盈餘 (元)	2.40	-	150.3	2.07	16.0	2.00	(16.7)	68.9		7.51	62.5
毛利率 (%)	52.1	2.3 ppts	0.9 ppts	51.8	0.2 ppts	51.8	(0.3)ppts	1.0 ppts		51.2	0.4 ppts
營業率 (%)	9.9	9.0 ppts	3.8 ppts	8.9	1.0 ppts	8.5	(1.5)ppts	2.5 ppts		7.7	2.1 ppts
淨利率 (%)	7.0	7.4 ppts	3.8 ppts	6.0	0.9 ppts	5.6	(1.4)ppts	2.0 ppts		5.1	1.7 ppts

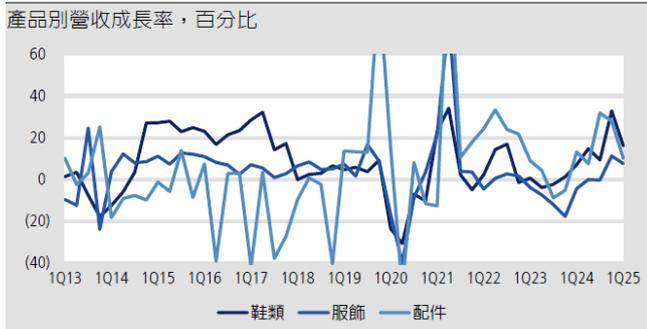
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 2：庫存天數為過去七季來首度反轉為年增走勢



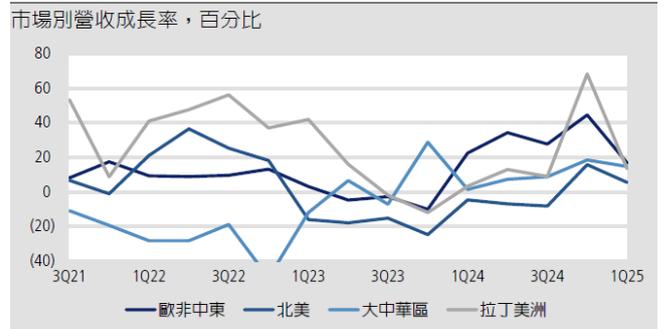
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 3：各產品需求強勁



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 4：所有市場銷售動能延伸



資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

圖 5：同業評價比較表

公司	代號	市值 (美金 百萬元)	股價 (當地 貨幣)	每股盈餘(當地貨幣)			本益比(倍)		股東權益報酬率(%)			營業利率率(%)			股價表現(%)			
				2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	3M	6M	12M	YTD
Nike	NKE US	84,928	57.54	2.20	2.25	2.64	25.6	21.8	20.7	18.2	18.6	7.8	8.3	9.1	(25.2)	(25.4)	(37.6)	(24.0)
Adidas	ADS GR	42,083	205.60	4.28	7.73	11.09	26.6	18.5	15.2	22.1	26.6	5.6	7.8	9.9	(18.9)	(6.7)	(8.9)	(13.2)
Puma	PUM GR	3,851	22.62	1.89	1.37	2.00	16.5	11.3	10.5	7.2	9.6	7.1	5.6	6.8	(25.8)	(45.8)	(47.6)	(49.0)
Under Armour	UA US	2,439	5.81	(0.48)	0.41	0.49	14.2	11.9	(10.1)	8.7	9.5	(3.6)	4.7	5.3	(30.4)	(32.0)	(13.7)	(29.8)
Lululemon	LULU US	32,725	271.27	14.67	15.00	16.63	18.1	16.3	42.4	35.3	28.4	23.7	22.7	23.6	(34.5)	(8.9)	(24.8)	(29.1)
Gap	GAP US	8,195	21.76	2.24	2.40	2.59	9.1	8.4	28.8	25.2	22.8	7.4	7.9	8.3	(9.6)	4.8	6.0	(7.9)
VF公司	VFC US	4,558	11.70	0.73	0.95	1.26	12.3	9.3	N.A.	16.4	18.0	5.6	6.2	7.2	(54.9)	(43.5)	(6.1)	(45.5)
Skechers	SKX US	7,326	48.68	4.21	3.53	3.70	13.8	13.2	15.4	9.8	9.3	10.1	7.6	7.5	(35.4)	(20.8)	(26.3)	(27.6)
On Running	ONON US	15,512	47.90	0.75	0.90	1.20	53.4	39.9	19.6	16.9	18.7	9.1	12.8	13.6	(20.0)	1.0	50.9	(12.5)
Deckers	DECK US	16,952	111.69	5.99	6.62	N.A.	16.9	N.A.	35.6	28.6	N.A.	22.6	23.3	N.A.	(37.0)	(30.6)	(18.1)	(45.0)
Mizuno Corp	8022 JP	1,425	2,545.00	201.64	212.15	230.70	12.0	11.0	N.A.	10.6	11.0	8.0	8.2	8.5	(12.2)	(6.7)	(0.5)	(14.8)
Asics	7936 JP	15,909	3,084.00	88.30	114.92	131.43	26.8	23.5	29.1	33.0	32.0	14.8	16.2	17.1	(11.5)	13.6	82.5	(0.8)
Fast Retailing	9983 JP	105,001	46,980.00	1309.87	1387.37	1514.34	33.9	31.0	N.A.	17.8	17.3	16.0	16.2	16.4	(7.9)	(5.1)	13.1	(12.7)
李寧	2331 HK	4,895	14.70	1.17	1.05	1.17	14.0	12.5	11.9	10.0	10.6	12.8	10.9	11.8	(8.2)	(7.3)	(28.7)	(10.7)
安踏體育	2020 HK	33,253	91.95	5.55	4.80	5.40	19.2	17.0	27.6	20.2	20.2	23.4	22.8	23.2	11.4	10.8	2.5	18.1
特步國際	1368 HK	1,898	5.31	0.49	0.51	0.56	10.4	9.4	14.1	14.8	14.8	14.4	13.9	14.2	(11.5)	(7.8)	17.0	(5.9)
國際品牌同業平均							20.2	17.0	20.1	18.4	17.8	11.5	12.2	12.2	(20.7)	(13.2)	(2.5)	(19.4)
申洲國際	2313 HK	10,419	53.80	4.15	4.37	4.87	12.3	11.1	18.2	17.4	17.6	20.6	22.6	23.0	(8.3)	(10.3)	(31.2)	(13.2)
儒鴻	1476 TT	3,483	414.00	24.20	24.51	26.03	16.9	15.9	20.4	24.3	22.5	21.3	21.1	20.9	(21.9)	(23.8)	(19.6)	(18.7)
聚陽	1477 TT	2,149	284.00	16.68	16.66	17.11	17.0	16.6	25.6	27.0	28.0	14.9	14.9	14.4	(18.2)	(18.3)	(26.1)	(11.5)
廣越	4438 TT	267	84.10	3.89	8.17	N.A.	10.3	N.M.	5.1	N.A.	N.A.	2.8	5.0	N.A.	(14.7)	(18.0)	(22.1)	(15.9)
豐泰	9910 TT	3,407	112.50	5.94	5.40	5.69	20.8	19.8	20.7	23.5	20.3	7.7	8.4	8.4	(14.8)	(20.5)	(30.6)	(15.4)
寶成	9904 TT	2,960	32.75	5.44	5.37	5.50	6.1	6.0	12.0	9.5	11.8	6.0	6.3	6.2	(10.6)	(13.4)	(9.4)	(11.2)
來德-Ky	6890 TT	2,593	339.00	16.13	18.48	22.94	18.3	14.8	18.1	19.0	20.5	12.4	12.9	13.9	(31.5)	(14.9)	N.A.	(10.9)
志強-Ky	6768 TT	697	116.00	8.15	10.50	12.81	11.0	9.1	11.1	13.4	15.2	8.7	10.5	11.6	(14.7)	(2.5)	33.3	(3.3)
百和	9938 TT	533	58.30	4.75	5.97	6.83	9.8	8.5	11.4	11.7	13.0	17.8	19.7	19.7	(13.1)	(27.8)	(8.3)	(14.5)
廷晉-Ky	9802 TT	629	102.00	7.23	10.09	13.37	10.1	7.6	10.4	14.1	16.6	8.7	11.7	13.1	(27.4)	(3.3)	(14.2)	(13.9)
供應鏈同業平均							13.3	12.1	15.3	17.8	18.4	12.3	13.3	14.6	(15.6)	(15.1)	(9.9)	(11.1)

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價(當地貨幣)	營收佔比(%)	產品/服務
Nike					
台灣供應鏈					
豐泰	9910 TT	持有	108.0	80-90	鞋類
儒鴻	1476 TT	持有	368.0	10-15	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	10-15	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	20-25	服飾
Lululemon					
台灣供應鏈					
儒鴻	1476 TT	持有	368.0	5-10	服飾
廣越	4438 TT	增加持股	136.0	0-5	服飾
香港供應鏈					
申洲國際	2313 HK	增加持股	98.1	0-5	服飾
GAP					
聚陽	1477 TT	持有	233.0	20-25	服飾
儒鴻	1476 TT	持有	368.0	5-10	服飾

資料來源：公司資料；凱基

Nike (NKE US)

圖 7：ESG 整體分數

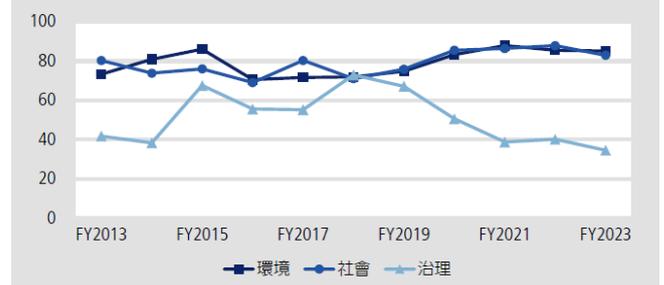
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 8：ESG 各項分數

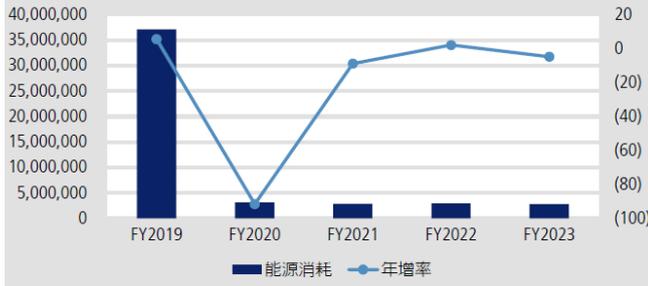
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 9：能源消耗

能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 10：再生能源使用

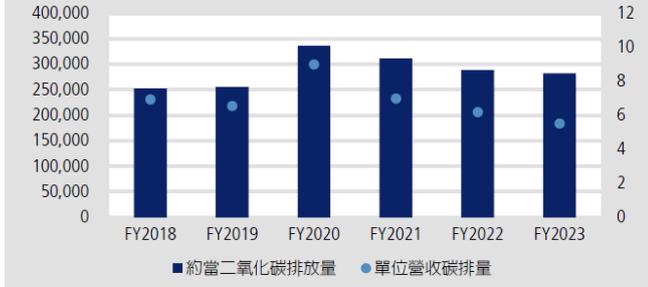
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 11：碳排放量

約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：廢棄物總量

廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：耗水量

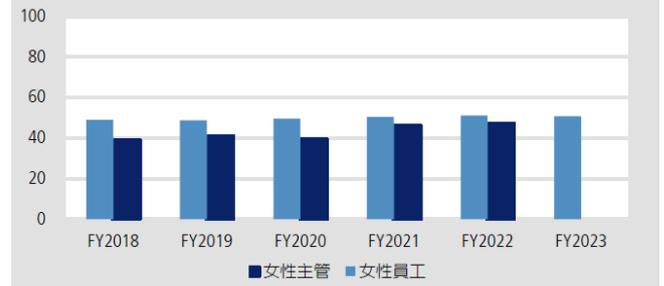
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

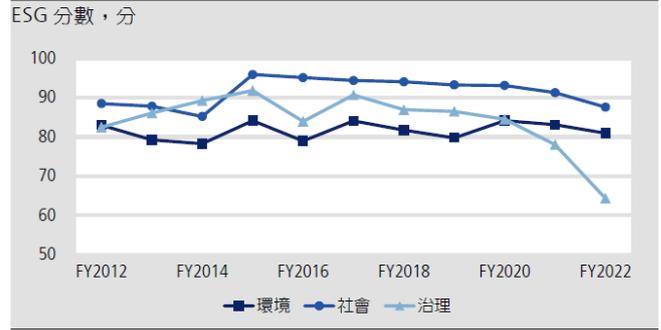
Gap (Gap US)

圖 15 : Gap - ESG 整體分數



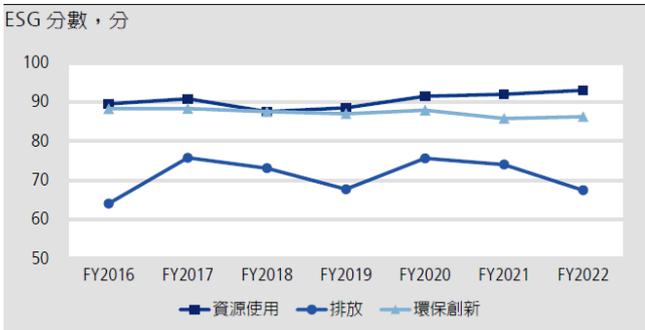
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 16 : Gap - ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 17 : Gap - 環境各項分數



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 18 : Gap - 碳排量



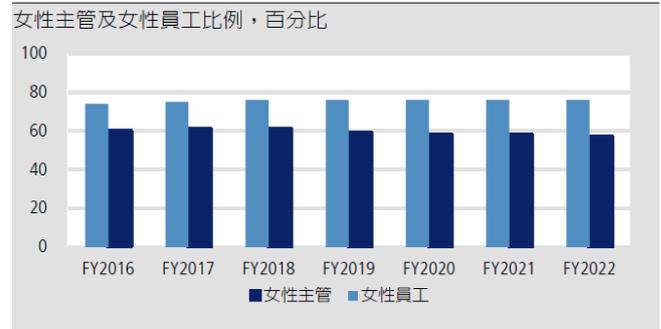
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 19 : Gap - 能源消耗



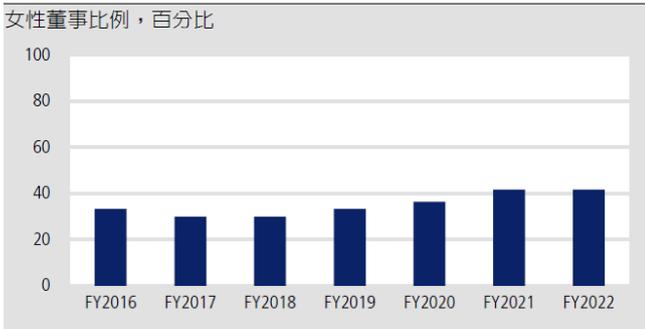
資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 20 : Gap - 性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 21 : Gap - 董事性別多樣性



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

圖 22 : Gap - 獨立董事



資料來源：Refinitiv；凱基：公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)
	- 公司運營範圍內消耗之能源總量
	- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量
	- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源
購買之再生能源	- 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產）
	- 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
再生能源購買總量(十億焦耳)	- 再生能源購買總量(十億焦耳)
再生能源使用率	- 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
約當二氧化碳排放量	再生能源占總能源消耗量之比例
單位營收碳排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)
	- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比
	- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物回收率	廢棄物總量(公噸)
	- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
耗水量	公司呈報的廢棄物回收率
	- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
環保支出	耗水量(立方公尺)
	- 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
員工流動率	環保支出總金額
	- 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
女性主管	員工流動率
	- 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性員工	女性主管百分比
	- 女性主管占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性主管之百分比 - 女性主管百分比 = 女性主管人數/主管總數 * 100
教育訓練總時數	女性員工百分比
	- 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
每位員工教育訓練時數	所有員工教育訓練總時數
	- 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
	平均每年每位員工總教育訓練時數

資料來源：Refinitiv，凱基

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 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，並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。