

電源供應器產業

800V HVDC 發展趨勢 — 內涵價值存在上修空間

焦點內容

1. 我們預期 HVDC 電源櫃最快將在 2H26 由 $\pm 400V$ 開始導入。短期而言，5.5kW PSU 將為 2025-26 年主流，預計待 VR200 升級為 12kW。
2. PSU ASP 自 5.5kW 世代開始有望突破長期 0.1-0.15 美元/W 的區間。我們預期 AC-DC 電源內涵價值將由 GB200 的 4.5-5.0 萬美元大幅成長至 Rubin Ultra 達 45 萬美元。
3. 凱基上修台達電 (2308 TT, NT\$848, 增加持股) 2026-27 年 EPS 預估 18%、33%，光寶科 (2301 TT, NT\$163.5, 增加持股) 則上修 3%、9%。

重要訊息

我們預期電源業者在 AI 伺服器迭代趨勢下其內涵價值存在上修空間，據此調升對台達電 (2308 TT, NT\$848, 增加持股) 與光寶科 (2301 TT, NT\$163.5, 增加持股) 的獲利預估。

評論及分析

HVDC 近況更新。台達電與光寶科於上月 OCP APAC Summit 揭露更多各自 HVDC 電源櫃設計細節，Flex (美) 則表示其正與 Google、Meta、Microsoft 等美系 CSP 展開合作。前述三大 CSP 於 2025 年 5 月共同釋出 Diablo 400 Project 規格，旨在基於 ORv3 標準上協助電源架構由 48V 平順轉換至 $\pm 400V$ ；相較之下，Nvidia (美) 則計畫於 2027 年導入 Kyber 機櫃架構時一步到位升級至 800V。我們預期 50V 電源櫃將自明年起獲部分導入，之後轉向 HVDC， $\pm 400V$ 電源櫃可望於 2H26 開始出貨。固態變壓器 (SST) 方面，台達電目標 2028 年將其解決方案準備就緒，但認為 SST 可能還須至少五年才會在資料中心領域商業化。凱基預期台達電仍將在 AI 伺服器電源市場維持主導地位，惟市占率已高，長期可能自目前約 60-65% 小幅回落。而隨電源架構轉向 HVDC，Vertiv (美) 有望成為值得關注的新進廠商，Flex 與光寶科則可望穩居 tier-2 供應商地位。光寶科已打入新美系超大雲端客戶，預計 4Q25 PSU 與 BBU 開始出貨，公司亦期待在 12kW PSU 世代的市占率較 5.5kW 提升。其他廠商方面，麥格米特 (中) 主要供應中國本地市場需求，旭隼 (6409 TT, NT\$933, 未評等) 則期待藉由與國際資料中心電源系統供應商合作 (多數為其既有 UPS 客戶) 跨入高成長的 AI 伺服器 PSU 市場。

GB300 電源內涵價值預期上修。我們認為 PSU ASP 自 5.5kW 世代起將有機會突破長期 0.1-0.15 美元/W 的區間，主因包括：(1) 電源架構自嵌入式電源，轉向機櫃內 Power shelf，未來進一步演進至專屬電源櫃；(2) 功率密度與能效要求持續提高；(3) 寬能隙半導體材料 (SiC、GaN) 搭載率上升；及 (4) 能投注大量研發資源以跟上 Nvidia 積極產品路徑的廠商有限。凱基重申 2025-26 年 5.5kW PSU 仍將為 GPU 與 ASIC 伺服器主流規格；預期 GB300 NVL72 機櫃普遍將配置 8-10 層 33kW Power shelf (含 6 顆 5.5kW PSU)，高於先前預期的 6-8 層，12kW PSU 的採用率則偏低。此外，GB300 的電源內涵價值還將受惠於 BBU 搭載率提升與以及 PSU 整合電容功能，而隨 R200 晶片 TDP 自 B300 的 1.4kW 大幅升至 2.3kW，12kW PSU 將成為 VR200 機櫃主流規格。近期新發布的 Rubin CPX 可能使 VR200 每櫃電力需求再額外提升 50%。我們現估計 GB200 與 GB300 的 AC-DC 電源內涵價值分別為 4.5-5.0 萬、8.0-8.5 萬美元，VR200 之電源內涵價值可望增至約 20 萬美元，而採用 800V HVDC 電源櫃的 Rubin Ultra 更可達 45 萬美元。

液冷業務再傳捷報。除電源需求強勁外，台達電 8 月液冷系統營收跳升至 46 億元，占比達 10%，較 7 月的 29 億元顯著成長；管理層表示到年底應可維持於相近水準，隱含 2025 年營收貢獻 6-7%。台達電坐擁三大美系 tier-1 CSP 客戶，於液對氣 Sidecar 市占率逾 50%，目前正評估於泰國擴充產能以支撐強勁需求；光寶科則重申 2H25 將開始對多家客戶啟動 Sidecar 出貨，目標 2026 年液冷系統營收貢獻達 5%。

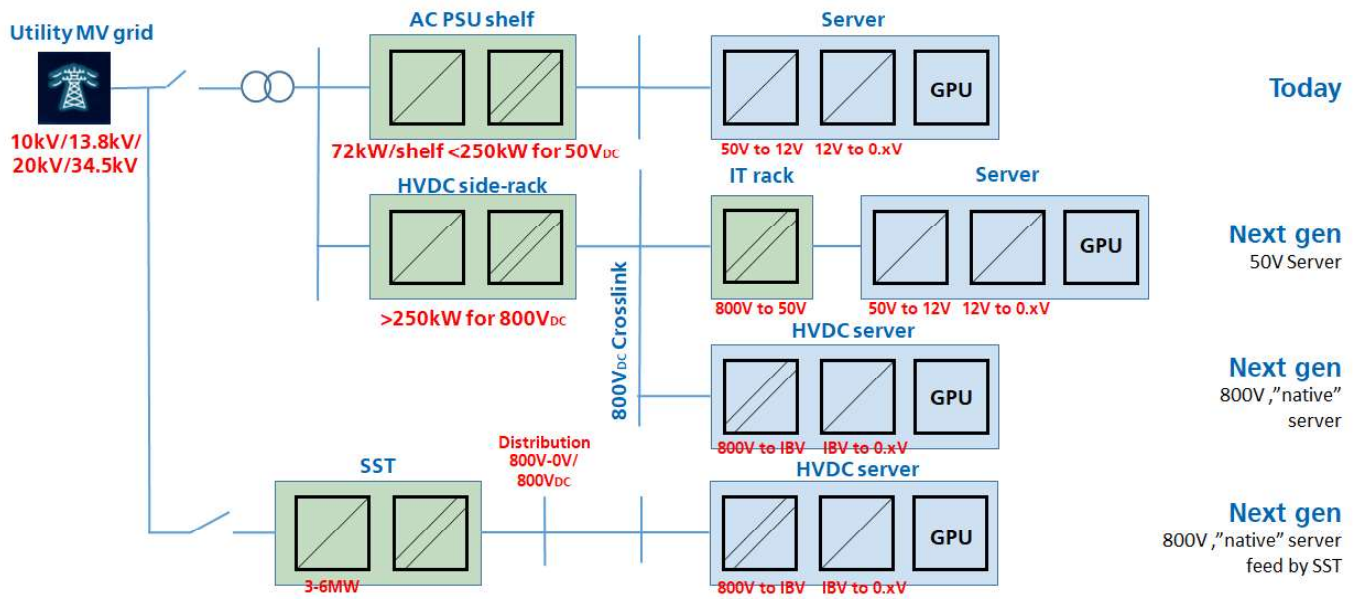
投資建議

凱基將台達電 2025-27 年 EPS 預估上修 9%、18%、33%，光寶科則上修 1%、3%、9%，據此將兩家公司 12 個月目標價上修至 1,075 元與 184 元並重申「增加持股」評等。伺服器電源相關供應鏈當中，我們亦給予連接線業者貿聯-KY (3665 TT, NT\$984, 增加持股) 與 BBU 供應商 AES-KY (6781 TT, NT\$1,085, 增加持股)「增加持股」評等，並看好英諾賽科(中)因 GaN 在 DC-DC 電源轉換的長期角色將更吃重而有望受惠。

投資風險

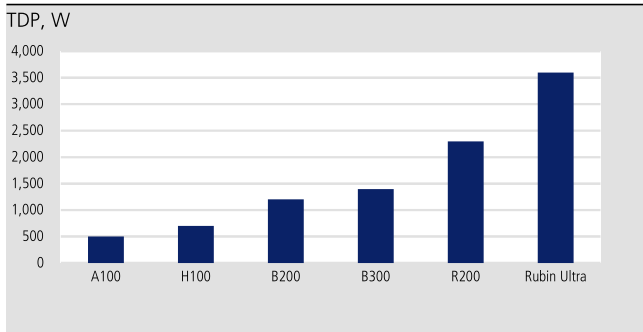
AI 伺服器供應鏈學習曲線過長；地緣政治風險導致大環境放緩。

圖 1：HVDC 電源架構推進藍圖



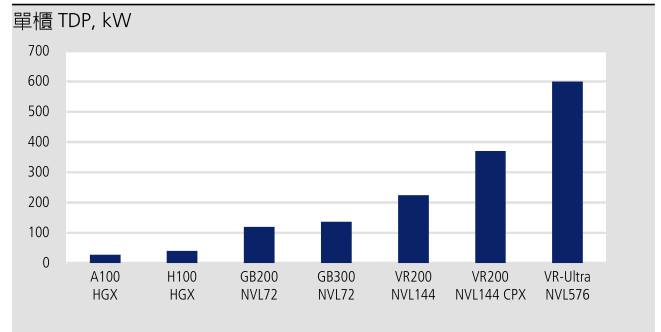
資料來源：台達電、凱基

圖 2：Nvidia GPU 之 TDP 逐代增加



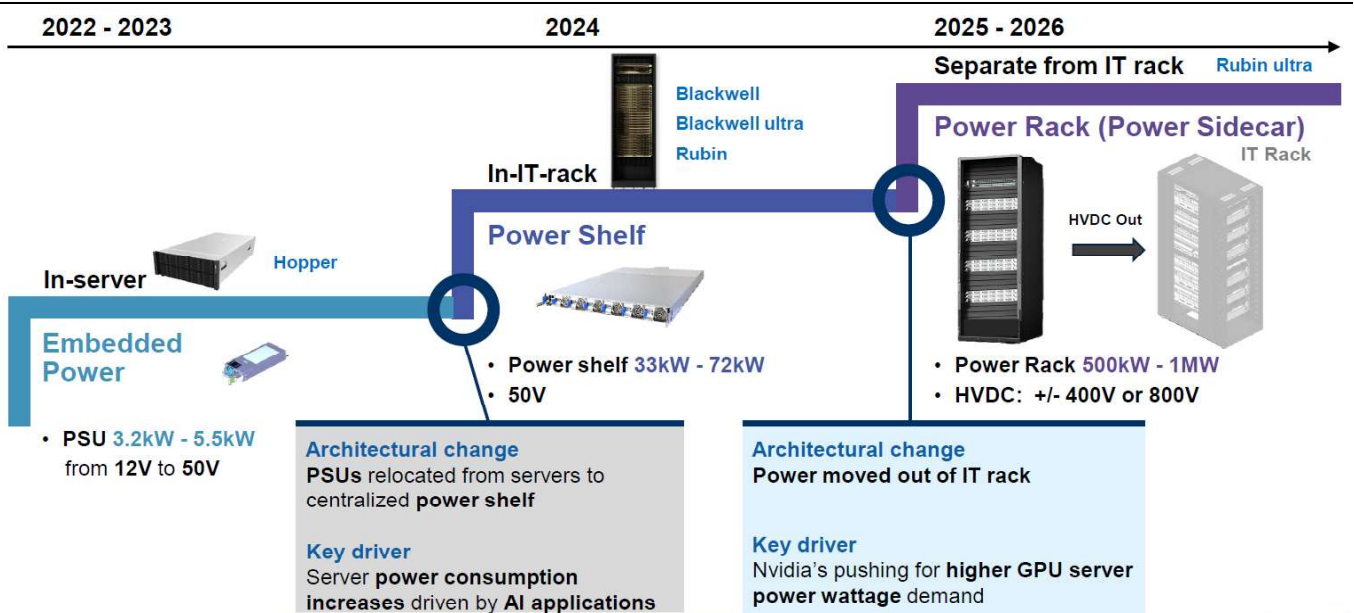
資料來源：Nvidia；凱基

圖 3：AI 伺服器機櫃 TDP 亦逐代提升



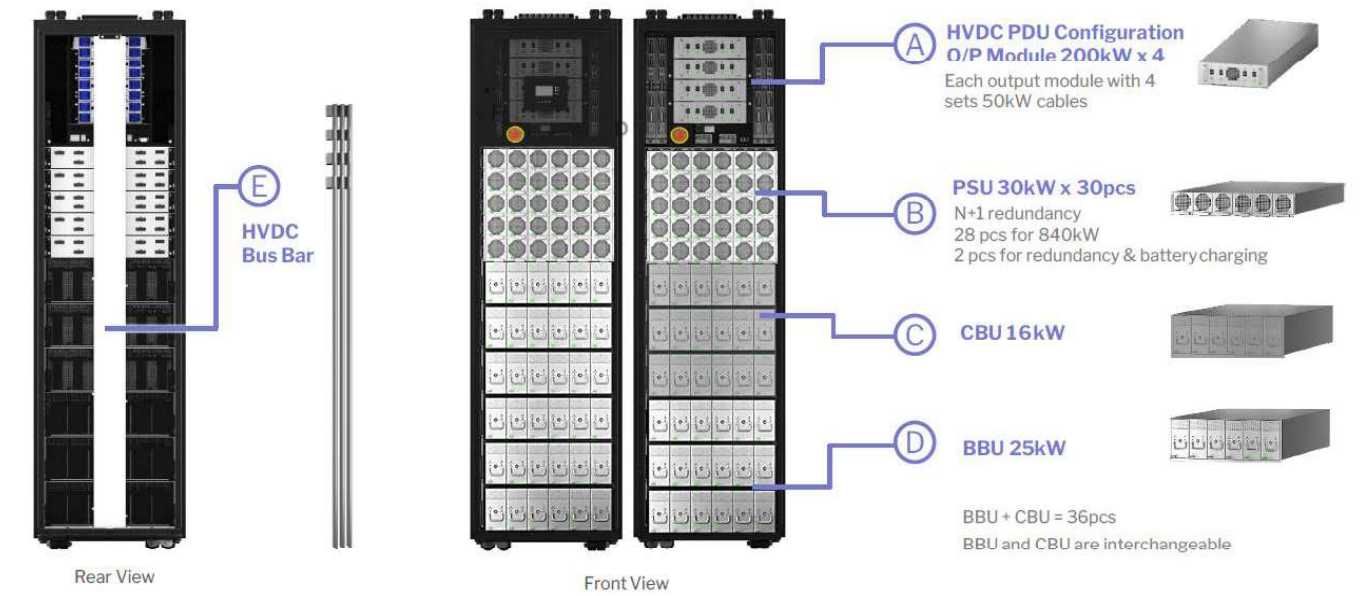
資料來源：Nvidia；凱基

圖 4：伺服器電源架構演進



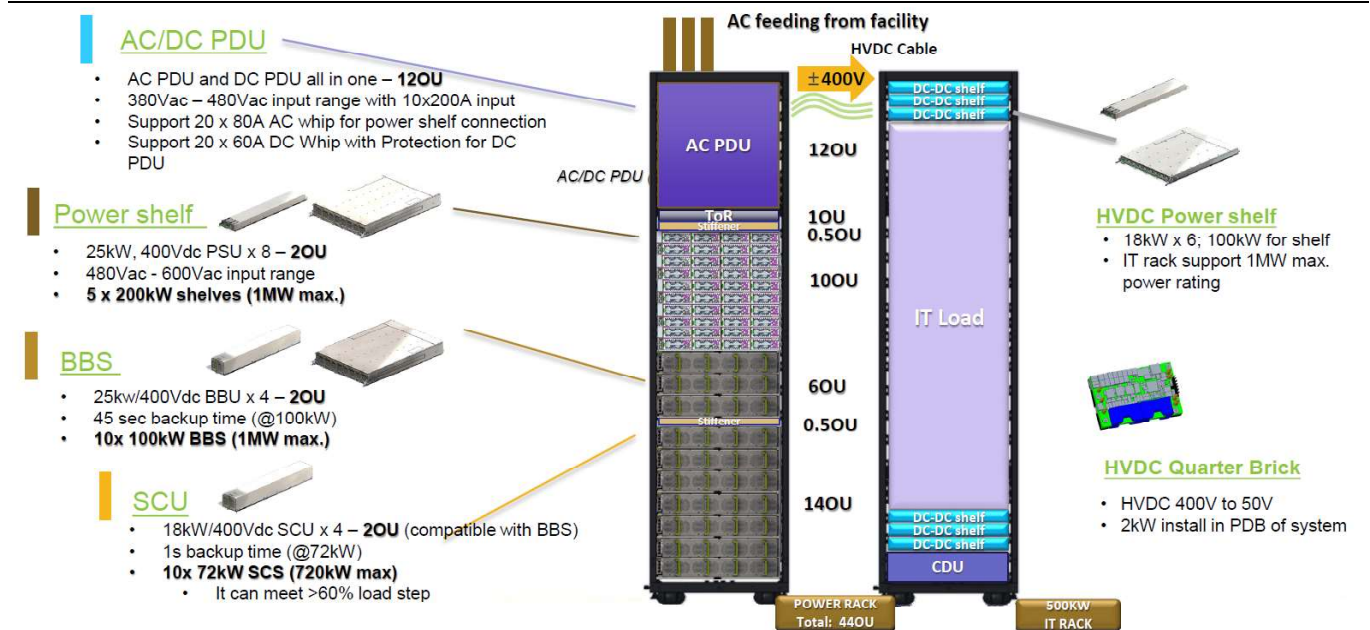
資料來源：光寶科、凱基

圖 5：台達電 HVDC 電源櫃設計原型



資料來源：台達電、凱基

圖 6：光寶科 HVDC 電源櫃設計原型



資料來源：光寶科、凱基

台達電 – 重申「增加持股」，並上調 12 個月目標價至 1,075 元

獲利預估修正：我們上修台達電 2025-27 年營收預估 3%、8%、14%，預估三年伺服器電源營收將成長 49%、42%、43%。公司重申預期 2025 年 DC-DC 電源營收將衰退 20-30%，但管理層認為其模組已被證明為能源轉換效率更高的方案，有助於在未來 AI 伺服器世代重奪市占。我們另將 2025-26 年液冷系統營收預估上修至 358 億、580 億元，占比 7%、9%。預估 2025-27 年伺服器相關業務營收比重將為 43%、51%、57%，自 2024 年的 29% 明顯提升。此外，由於公司的 AI 產品利潤率高於平均，尤其營益率更是顯著較高，我們反映產品組合轉佳而調升利潤率假設。

7-8 月累計營收 933 億元，年增 24%，優於市場預期且達凱基原先 3Q25 營收預估的 69.0%，主因 AI 需求強帶動電源與液冷系統拉貨；電動車動能則維持疲弱，預計季減幅度將達 20% 以上且占比已降至 5-6%。我們調整 3Q25 營收預估至 14%，4Q25 則因正常季節性衰退 1%。

評價：股價自凱基於 7 月初發布電源供應器產業報告以來已上漲 98%，現交易於 32 倍市場共識 Forward 12M PE，歷史區間為 14-35 倍。我們重申對台達電「增加持股」評等，並上調 12 個月至 1,075 元，係由 2027 年 EPS 預估的 28 倍得出（前為 2026 年 EPS 預估的 28 倍）。我們調整評價年度以反映 AI 伺服器電源升級路徑明確，且公司在電源領域穩居主導地位。

圖 7：3Q25 及 4Q25 財測修正 vs.市場共識

百萬元	3Q25F							4Q25F						
	修正後	修正前	差異 (%)	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	141,852	135,136	5.0	14.4	26.4	137,122	3.4	139,848	132,048	5.9	(1.4)	22.5	136,680	2.3
毛利	51,447	48,559	5.9	16.8	31.3	48,578	5.9	49,654	44,556	11.4	(3.5)	41.3	47,798	3.9
營業利益	24,424	22,478	8.7	30.8	48.7	21,170	15.4	22,314	18,410	21.2	(8.6)	108.5	20,419	9.3
稅後淨利	17,800	15,842	12.4	27.6	44.3	15,746	13.0	16,027	13,051	22.8	(10.0)	123.3	15,248	5.1
每股盈餘 (元)	6.85	6.10	12.4	27.6	44.3	6.10	12.4	6.17	5.02	22.8	(10.0)	123.3	5.82	6.0
毛利率 (%)	36.3	35.9	0.3 ppts	0.8 ppts	1.3 ppts	35.4	0.8 ppts	35.5	33.7	1.8 ppts	(0.8) ppts	4.7 ppts	35.0	0.5 ppts
營利率 (%)	17.2	16.6	0.6 ppts	2.2 ppts	2.6 ppts	15.4	1.8 ppts	16.0	13.9	2.0 ppts	(1.3) ppts	6.6 ppts	14.9	1.0 ppts
淨利率 (%)	12.5	11.7	0.8 ppts	1.3 ppts	1.6 ppts	11.5	1.1 ppts	11.5	9.9	1.6 ppts	(1.1) ppts	5.2 ppts	11.2	0.3 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

圖 8：2025-27 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2025F						2026F						2027F					
	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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	524,654	510,138	2.8	24.6	515,497	1.8	622,699	577,345	7.9	18.7	601,645	3.5	754,363	658,915	14.5	21.1	715,858	5.4
毛利	182,939	174,952	4.6	33.9	177,470	3.1	225,152	200,858	12.1	23.1	212,164	6.1	280,070	230,200	21.7	24.4	254,402	10.1
營業利益	79,443	73,593	7.9	66.7	73,487	8.1	104,797	88,797	18.0	31.9	95,840	9.3	139,355	104,614	33.2	33.0	124,420	12.0
稅後淨利	58,005	53,072	9.3	64.7	54,941	5.6	74,973	63,665	17.8	29.3	71,977	4.2	99,521	74,942	32.8	32.7	93,389	6.6
每股盈餘 (元)	22.33	20.43	9.3	64.7	21.20	5.3	28.86	24.51	17.8	29.3	28.08	2.8	38.31	28.85	32.8	32.7	36.01	6.4
毛利率 (%)	34.9	34.3	0.6 ppts	2.4 ppts	34.4	0.4 ppts	36.2	34.8	1.4 ppts	1.3 ppts	35.3	0.9 ppts	37.1	34.9	2.2 ppts	1.0 ppts	35.5	1.6 ppts
營利率 (%)	15.1	14.4	0.7 ppts	3.8 ppts	14.3	0.9 ppts	16.8	15.4	1.4 ppts	1.7 ppts	15.9	0.9 ppts	18.5	15.9	2.6 ppts	1.6 ppts	17.4	1.1 ppts
淨利率 (%)	11.1	10.4	0.7 ppts	2.7 ppts	10.7	0.4 ppts	12.0	11.0	1.0 ppts	1.0 ppts	12.0	0.1 ppts	13.2	11.4	1.8 ppts	1.2 ppts	13.0	0.1 ppts

資料來源：Bloomberg、凱基

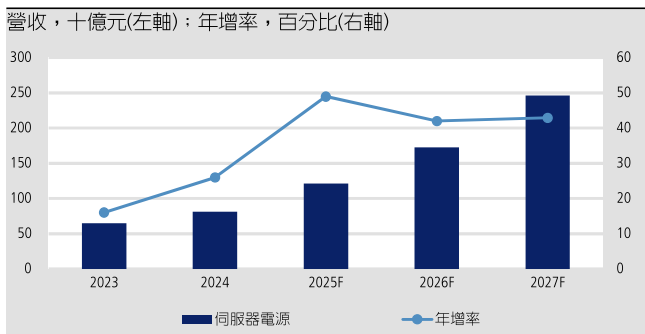
圖 9：台達電業務結構

業務類別	2025 營收比重 (%)	事業群	2024 營收成長 (%)	2025F 營收成長 (%)	2025F 營收比重 (%)	產品
電源及零組件	52	電源及系統 (PSBG)	6	29	34	DT電源、筆電電源、伺服器電源、家電電源、遊戲機電源、離線式UPS、印表機電源及其他
		零組件 (CPBG)	29	7	10	被動元件 (乾坤)、光纖收發器
		風扇與散熱 (FMBG)	6	7	8	風扇、散熱模組
交通	9	電動車解決方案 (EVSBG)	(1)	(15)	7	車載充電器、DC-DC轉換器、感應馬達
自動化	11	工業自動化 (IABG)	0	3	7	工業自動化(伺服馬達、變頻器、PLC、CNC控制器、HMI、機器手臂)
		樓宇自動化 (BABG)	(11)	9	4	樓宇自動化解決方案、LED照明、監視攝像頭
基礎設施	29	資訊通訊技術 (ICTBG)	9	78	27	電信電源、資料中心基礎設施、在線式UPS、網通
		能源基礎設施系統 (EISBG)	(20)	(6)	4	太陽能逆變器、風電轉換器、電動車充電站、中壓驅動、功率調節系統、顯示器、醫療裝置電源、工業電源模組

註：工業及醫療電源(合計占比營收2%)自1Q21起由EISBG移動至PSBG

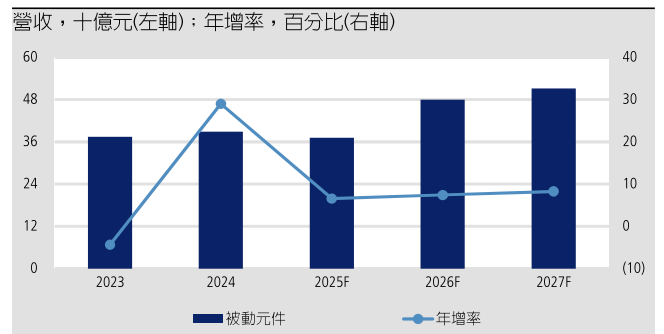
資料來源：公司資料、凱基

圖 10：AI 伺服器滲透率提升，拉抬 2024-27 伺服器電源營收 CAGR 達 45%



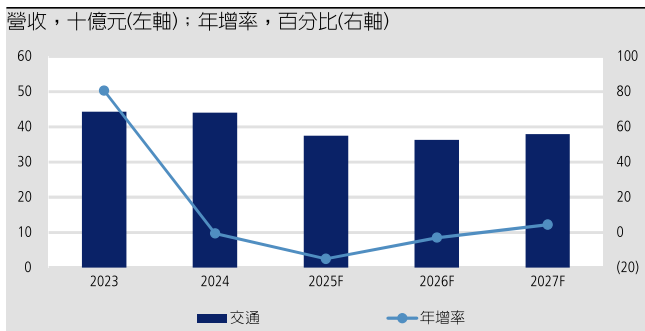
資料來源：公司資料、凱基

圖 11：因基期較高，被動元件營收成長放緩



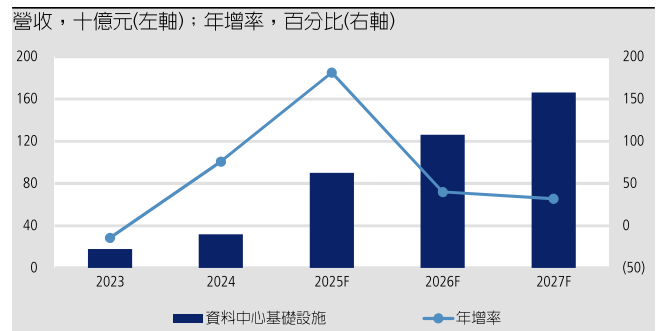
資料來源：公司資料、凱基

圖 12：預期至 2026 年電動車需求無明顯回升



資料來源：公司資料、凱基

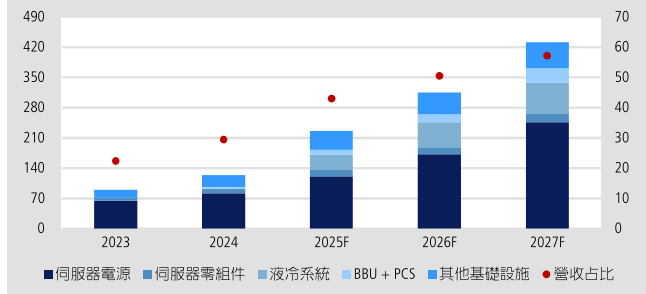
圖 13：液冷系統與 BBU 拉抬資料中心基礎設施營收激增



資料來源：公司資料、凱基

圖 14：2026 年起伺服器相關營收占比將超過 50%

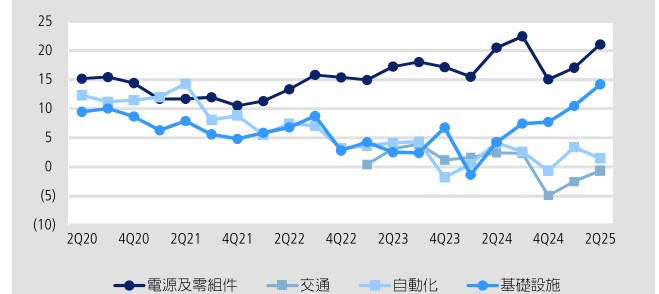
營收，十億元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料，凱基

圖 15：AI 伺服器電源與液冷系統營收強勁將優化產品組合

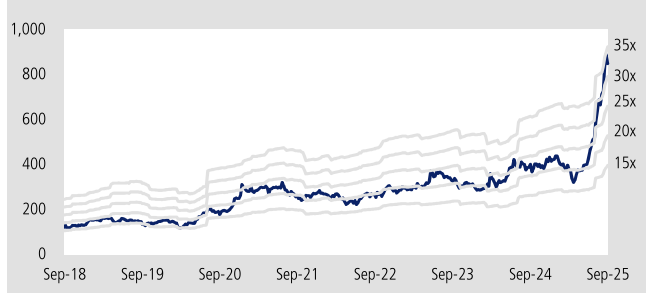
營益率(依部門)，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 16：未來一年預估本益比區間

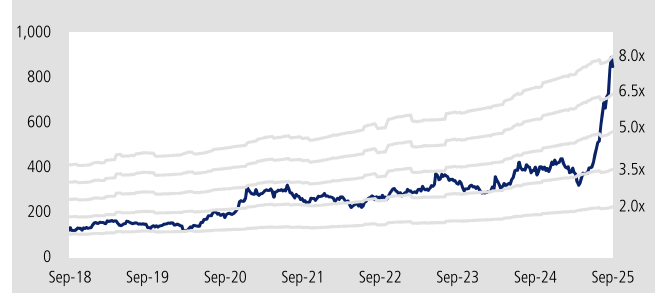
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：Bloomberg；凱基

台達電 (2308 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25F	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	118,919	124,035	141,852	139,848	137,406	151,838	167,178	166,276	524,654	622,699	754,363
營業成本	(81,131)	(79,986)	(90,405)	(90,194)	(89,120)	(96,627)	(105,548)	(106,251)	(341,716)	(397,546)	(474,293)
營業毛利	37,788	44,049	51,447	49,654	48,286	55,212	61,631	60,024	182,939	225,152	280,070
營業費用	(23,752)	(25,380)	(27,023)	(27,340)	(27,481)	(29,684)	(31,680)	(31,509)	(103,496)	(120,355)	(140,715)
營業利益	14,036	18,669	24,424	22,314	20,805	25,527	29,950	28,515	79,443	104,797	139,355
折舊	(5,820)	(5,798)	(5,914)	(6,032)	(6,153)	(6,276)	(6,402)	(6,530)	(23,565)	(25,361)	(27,451)
攤提	(1,013)	(948)	(960)	(960)	(960)	(960)	(960)	(960)	(3,880)	(3,840)	(3,840)
EBITDA	20,869	25,415	31,298	29,306	27,918	32,763	37,312	36,005	106,889	133,998	170,646
利息收入	824	1,039	949	938	994	1,028	970	991	3,750	3,984	4,865
投資利益淨額	93	106	250	30	100	120	280	35	479	535	580
其他營業外收入	1,106	1,250	900	900	1,000	1,000	1,000	1,000	4,155	4,000	4,400
總營業外收入	2,022	2,395	2,099	1,868	2,094	2,148	2,250	2,026	8,384	8,519	9,845
利息費用	(511)	(527)	(527)	(514)	(488)	(464)	(440)	(440)	(2,078)	(1,832)	(1,761)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	115	(966)	(200)	(100)	-	-	-	-	(1,150)	-	-
總營業外費用	(395)	(1,492)	(727)	(614)	(488)	(464)	(440)	(440)	(3,228)	(1,832)	(1,761)
稅前純益	15,663	19,571	25,797	23,568	22,411	27,212	31,760	30,101	84,599	111,484	147,439
所得稅費用[利益]	(3,620)	(4,237)	(5,675)	(5,185)	(4,930)	(5,987)	(6,987)	(6,622)	(18,717)	(24,526)	(32,437)
少數股東損益	(1,812)	(1,386)	(2,322)	(2,357)	(2,409)	(2,925)	(3,414)	(3,236)	(7,877)	(11,984)	(15,481)
非常項目稅後純益	10,231	13,948	17,800	16,027	15,071	18,300	21,358	20,243	58,005	74,973	99,521
非常項目	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	10,231	13,948	17,800	16,027	15,071	18,300	21,358	20,243	58,005	74,973	99,521
每股盈餘 (NT\$)	3.94	5.37	6.85	6.17	5.80	7.05	8.22	7.79	22.33	28.86	38.31
獲利率 (%)											
營業毛利率	31.8	35.5	36.3	35.5	35.1	36.4	36.9	36.1	34.9	36.2	37.1
營業利益率	11.8	15.1	17.2	16.0	15.1	16.8	17.9	17.1	15.1	16.8	18.5
EBITDA Margin	17.5	20.5	22.1	21.0	20.3	21.6	22.3	21.7	20.4	21.5	22.6
稅前純益率	13.2	15.8	18.2	16.9	16.3	17.9	19.0	18.1	16.1	17.9	19.5
稅後純益率	8.6	11.2	12.5	11.5	11.0	12.1	12.8	12.2	11.1	12.0	13.2
季成長率 (%)											
營業收入	4.1	4.3	14.4	(1.4)	(1.7)	10.5	10.1	(0.5)			
營業毛利	7.5	16.6	16.8	(3.5)	(2.8)	14.3	11.6	(2.6)			
營業收益增長	31.2	33.0	30.8	(8.6)	(6.8)	22.7	17.3	(4.8)			
EBITDA	19.9	21.8	23.1	(6.4)	(4.7)	17.4	13.9	(3.5)			
稅前純益	59.2	25.0	31.8	(8.6)	(4.9)	21.4	16.7	(5.2)			
稅後純益	42.5	36.3	27.6	(10.0)	(6.0)	21.4	16.7	(5.2)			
年成長率 (%)											
營業收入	30.3	19.9	26.4	22.5	15.5	22.4	17.9	18.9	24.6	18.7	21.1
營業毛利	40.2	24.8	31.3	41.3	27.8	25.3	19.8	20.9	33.9	23.1	24.4
營業收益	89.8	42.2	48.7	108.5	48.2	36.7	22.6	27.8	66.7	31.9	33.0
EBITDA	57.7	31.2	38.1	68.4	33.8	28.9	19.2	22.9	47.1	25.4	27.3
稅前純益	78.7	30.2	46.0	139.5	43.1	39.0	23.1	27.7	64.9	31.8	32.3
稅後純益	77.5	40.2	44.3	123.3	47.3	31.2	20.0	26.3	64.7	29.3	32.7

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	457,747	531,898	572,280	639,412	732,630
流動資產	259,958	310,925	355,063	418,861	510,790
現金及短期投資	92,620	121,793	146,943	180,574	231,268
存貨	76,227	83,856	88,970	100,516	112,212
應收帳款及票據	79,380	89,921	103,857	122,478	152,017
其他流動資產	11,732	15,355	15,293	15,293	15,293
非流動資產	197,788	220,973	217,217	220,551	221,840
長期投資	3,505	8,503	4,138	4,673	5,253
固定資產	98,002	115,710	121,111	127,750	132,299
什項資產	96,282	96,760	91,968	88,128	84,288
負債總額	215,011	252,332	272,877	282,924	298,803
流動負債	126,085	152,283	171,312	181,359	197,238
應付帳款及票據	53,539	69,223	74,987	85,034	100,913
短期借款	5,875	8,121	21,805	21,805	21,805
什項負債	66,671	74,939	74,520	74,520	74,520
長期負債	88,927	100,049	101,565	101,565	101,565
長期借款	51,420	56,309	58,648	58,648	58,648
其他負債及準備	34,951	41,523	40,539	40,539	40,539
股東權益總額	242,735	279,565	299,403	356,488	433,826
普通股本	25,975	25,975	25,975	25,975	25,975
保留盈餘	83,904	98,433	138,153	182,112	243,002
少數股東權益	43,572	49,478	53,379	65,363	80,844
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	4.4%	5.0%	24.6%	18.7%	21.1%
營業收益增長	(1.2%)	16.4%	66.7%	31.9%	33.0%
EBITDA	3.6%	16.2%	47.1%	25.4%	27.3%
稅後純益	2.2%	5.5%	64.7%	29.3%	32.7%
每股盈餘成長率	2.2%	5.5%	64.7%	29.3%	32.7%
獲利能力分析					
營業毛利率	29.2%	32.4%	34.9%	36.2%	37.1%
營業利益率	10.2%	11.3%	15.1%	16.8%	18.5%
EBITDA Margin	15.6%	17.3%	20.4%	21.5%	22.6%
稅後純益率	8.3%	8.4%	11.1%	12.0%	13.2%
平均資產報酬率	7.6%	7.1%	10.5%	12.4%	14.5%
股東權益報酬率	17.3%	16.4%	24.4%	27.9%	30.9%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	23.6%	23.0%	26.9%	22.6%	18.5%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	42.5	34.2	41.7	61.8	84.7
利息及短期償保障倍數 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
Cash Flow Int. Coverage (x)	60.7	47.1	39.2	52.1	68.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	10.1	7.5	3.4	4.0	5.1
流動比率 (x)	2.1	2.0	2.1	2.3	2.6
速動比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.8	2.0
淨負債 (NT\$百萬)	(30,161)	(53,029)	(62,668)	(96,299)	(146,992)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	22.33	28.86	38.31
每股現金盈餘 (NT\$)	27.37	28.06	31.33	36.77	46.34
每股淨值 (NT\$)	76.67	88.58	94.71	112.08	135.89
調整後每股淨值 (NT\$)	76.67	88.58	94.71	112.08	135.89
每股營收 (NT\$)	154.46	162.13	201.98	239.73	290.41
EBITDA/Share (NT\$)	24.08	27.98	41.15	51.59	65.70
每股現金股利 (NT\$)	6.43	7.00	11.50	14.50	19.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.91	0.85	0.95	1.03	1.10
應收帳款周轉天數	72.2	78.1	72.3	71.8	73.6
存貨周轉天數	98.0	107.9	95.0	92.3	86.4
應付帳款周轉天數	68.8	89.0	80.1	78.1	77.7
現金轉換周轉天數	101.4	97.0	87.2	86.0	82.2

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	401,227	421,148	524,654	622,699	754,363
營業成本	(284,013)	(284,567)	(341,716)	(397,546)	(474,293)
營業毛利	117,213	136,580	182,939	225,152	280,070
營業費用	(76,263)	(88,928)	(103,496)	(120,355)	(140,715)
營業利益	40,950	47,652	79,443	104,797	139,355
總營業外收入	6,519	8,163	8,384	8,519	9,845
利息收入	2,070	3,407	3,750	3,984	4,865
投資利益淨額	222	438	479	535	580
其他營業外收入	4,227	4,319	4,155	4,000	4,400
總營業外費用	1,173	(4,499)	(3,228)	(1,832)	(1,761)
利息費用	(1,171)	(1,547)	(2,078)	(1,832)	(1,761)
投資損失	-	(73)	-	-	-
其他營業外費用	2,344	(2,879)	(1,150)	-	-
稅前純益	48,642	51,316	84,599	111,484	147,439
所得稅費用[利益]	(9,762)	(10,925)	(18,717)	(24,526)	(32,437)
少數股東損益	(5,488)	(5,163)	(7,877)	(11,984)	(15,481)
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	33,393	35,229	58,005	74,973	99,521
EBITDA	62,540	72,668	106,889	133,998	170,646
每股盈餘 (NT\$)	12.86	13.56	22.33	28.86	38.31

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	71,086	72,895	81,370	95,503	120,358
本期純益	33,393	35,229	58,005	74,973	99,521
折舊及攤提	21,590	25,016	27,446	29,201	31,291
本期運用資金變動	2,466	(2,538)	(13,469)	(20,120)	(25,355)
其他營業資產及負債變動	13,638	15,188	9,388	11,449	14,901
投資活動之現金流量	(33,502)	(40,360)	(38,249)	(32,000)	(32,000)
投資用短期投資出售[新購]	213	(334)	-	-	-
本期長期投資變動	89	(213)	-	-	-
資本支出淨額	(27,830)	(33,430)	(35,041)	(32,000)	(32,000)
其他資產變動	(5,974)	(6,383)	(3,208)	-	-
自由現金流	24,945	22,634	36,921	54,882	78,793
融資活動之現金流量	(10,478)	(11,118)	(989)	(29,872)	(37,664)
短期借款變動	874	(1,417)	(309)	-	-
長期借款變動	9,452	8,552	16,333	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(27,455)	(16,702)	(18,183)	(29,872)	(37,664)
其他融資現金流	6,651	(1,550)	1,170	-	-
匯率影響數	(1,198)	8,586	(16,470)	-	-
本期產生現金流量	25,909	30,003	25,662	33,631	50,694

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入	19.0%	21.1%	19.7%	19.3%	18.7%
- 銷管費用/營業收入					
= 營業利益率	10.2%	11.3%	15.1%	16.8%	18.5%
1 / (營業運用資金/營業收入)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
+ 什項資產/營業收入)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
= 資本周轉率	2.7	2.6	2.8	2.9	3.1
營業利益率	10.2%	11.3%	15.1%	16.8%	18.5%
x 資本周轉率	2.7	2.6	2.8	2.9	3.1
x (1 - 有效現金稅率)	79.9%	78.7%	77.9%	78.0%	78.0%
= 稅後 ROIC	21.9%	22.7%	32.8%	38.0%	44.4%

資料來源：公司資料，凱基

光寶科 – 重申「增加持股」，並上調 12 個月目標價至 184 元

獲利預估修正：我們上調光寶科 2025-27 年營收預估 4%、7%、13%，主要係納入新美系大型雲端客戶樂觀展望之影響數，並因產品組合轉佳調升毛利率預估。由於品質管控改善，光寶科 2025 年伺服器電源市占率相較 2024 年已有所回升，預期營收成長率將由 2024 年的 7%加速至 2025 年的 56%。我們認為 2026 年隨 12kW PSU 導入 AI 伺服器機櫃，市占率提升趨勢應可延續。預估 2025-27 年雲端業務（包含 PSU、BBU、伺服器機構件）營收占比為 30%、38%、46%，2024-27 年 CAGR 為 55%。另一方面，因將費用率假設由 12%左右上修至 13%以上，我們小幅下修 2026-27 年營益率預期，反映公司目標將研發費用率提升至 6%（1H25 為 5.4%）以強化 HVDC 及其他重要產品開發。

7-8 月累計營收 295 億元顯著優於市場預期，年增 18%並達成凱基原 3Q25 營收預估的 69.8%。儘管美國加徵關稅實施使營收有所膨脹，但管理層表示營收強勁主因為伺服器電源與 BBU 出貨暢旺，並認為原先 3Q25 營收展望季增中個位數有望超標。我們調升 3Q25 營收預估至季增 12%，4Q25 營收因伺服器出貨動能續增而有望再季增 1%。

評價：股價自凱基於 7 月初發布產業報告以來已上漲 47%，現交易於 22 倍市場共識 Forward 12M PE，歷史區間為 9-24 倍。我們維持對光寶科「增加持股」評等，並上調 12 個月至 184 元，係由 2026-27 年平均 EPS 預估的 20 倍得出（前為 2026 年 EPS 預估的 18 倍）。我們認可光寶科獲重大新客戶的利多，並認為公司可在伺服器電源升級路徑當中成為主要受惠廠商之一。

圖 18：3Q25 及 4Q25 財測修正 vs.市場共識

百萬元	3Q25F							4Q25F						
	修正後	修正前	差異 (%)	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	45,141	42,205	7.0	11.7	22.8	42,868	5.3	45,577	42,627	6.9	1.0	19.0	42,627	6.9
毛利	10,383	9,573	8.5	16.1	25.8	9,737	6.6	10,645	9,788	8.8	2.5	30.7	9,652	10.3
營業利益	4,357	4,192	3.9	16.9	11.0	4,620	(5.7)	4,492	4,438	1.2	3.1	28.5	4,518	(0.6)
稅後淨利	3,755	3,631	3.4	19.0	10.8	4,046	(7.2)	3,878	3,840	1.0	3.3	27.2	4,033	(3.8)
每股盈餘 (元)	1.66	1.60	3.4	19.4	11.9	1.76	(5.8)	1.71	1.69	1.0	3.3	28.6	1.74	(1.8)
毛利率 (%)	23.0	22.7	0.3 ppts	0.9 ppts	0.6 ppts	22.7	0.3 ppts	23.4	23.0	0.4 ppts	0.4 ppts	2.1 ppts	22.6	0.7 ppts
營利率 (%)	9.7	9.9	(0.3) ppts	0.4 ppts	(1.0) ppts	10.8	(1.1) ppts	9.9	10.4	(0.6) ppts	0.2 ppts	0.7 ppts	10.6	(0.7) ppts
淨利率 (%)	8.3	8.6	(0.3) ppts	0.5 ppts	(0.9) ppts	9.4	(1.1) ppts	8.5	9.0	(0.5) ppts	0.2 ppts	0.5 ppts	9.5	(1.0) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

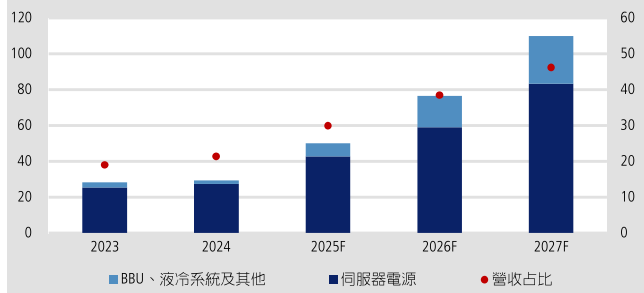
圖 19：2025-27 年財測修正 vs.市場共識

百萬元	2025F						2026F						2027F					
	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 (%)	修正後	修正前	調幅 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	167,556	161,670	3.6	22.2	162,754	3.0	198,861	186,494	6.6	18.7	183,811	8.2	237,823	210,880	12.8	19.6	214,284	11.0
毛利	38,192	36,525	4.6	28.9	36,660	4.2	48,147	44,125	9.1	26.1	42,817	12.4	59,914	51,229	17.0	24.4	52,080	15.0
營業利益	16,251	16,032	1.4	25.6	16,499	(1.5)	21,990	21,293	3.3	35.3	20,737	6.0	28,713	26,106	10.0	30.6	26,179	9.7
稅後淨利	14,244	14,081	1.2	19.3	14,677	(3.0)	18,402	17,888	2.9	29.2	17,951	2.5	23,372	21,463	8.9	27.0	22,167	5.4
每股盈餘 (元)	6.26	6.19	1.2	20.1	6.40	(2.2)	8.12	7.89	2.9	29.6	7.77	4.5	10.31	9.47	8.9	27.0	9.68	6.5
毛利率 (%)	22.8	22.6	0.2 ppts	1.2 ppts	22.5	0.3 ppts	24.2	23.7	0.6 ppts	1.4 ppts	23.3	0.9 ppts	25.2	24.3	0.9 ppts	1.0 ppts	24.3	0.9 ppts
營利率 (%)	9.7	9.9	(0.2) ppts	0.3 ppts	10.1	(0.4) ppts	11.1	11.4	(0.4) ppts	1.4 ppts	11.3	(0.2) ppts	12.1	12.4	(0.3) ppts	1.0 ppts	12.2	(0.1) ppts
淨利率 (%)	8.5	8.7	(0.2) ppts	(0.2) ppts	9.0	(0.5) ppts	9.3	9.6	(0.3) ppts	0.8 ppts	9.8	(0.5) ppts	9.8	10.2	(0.4) ppts	0.6 ppts	10.3	(0.5) ppts

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 20：預估 2026-27 年伺服器相關營收占比 38%、46%

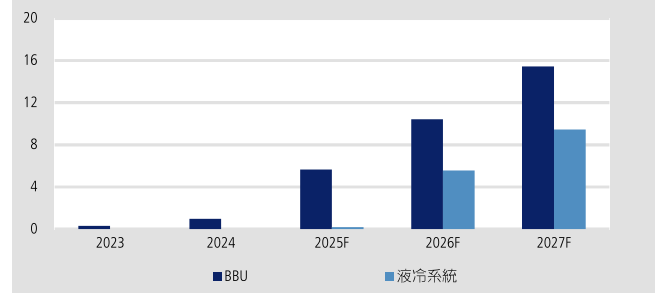
營收，十億元（左軸）；營收占比，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 21：BBU 及液冷系統為 2025-27 年為營收成長重要推手

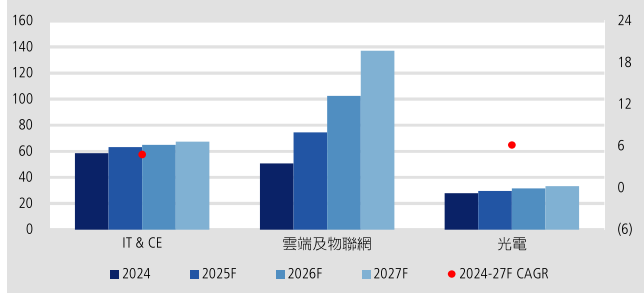
營收，十億元



資料來源：公司資料；凱基

圖 22：非雲端業務回復成長動能

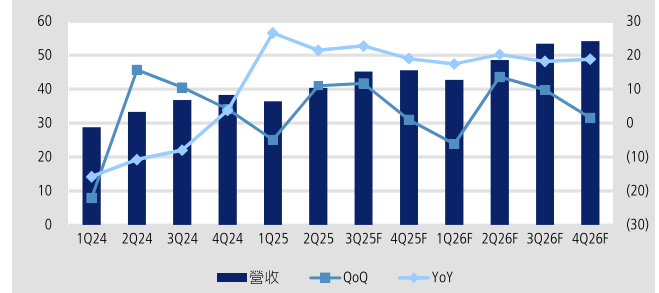
營收貢獻，十億元（左軸）；2024-27 年 CAGR，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 23：營收自 4Q24 起重返年增

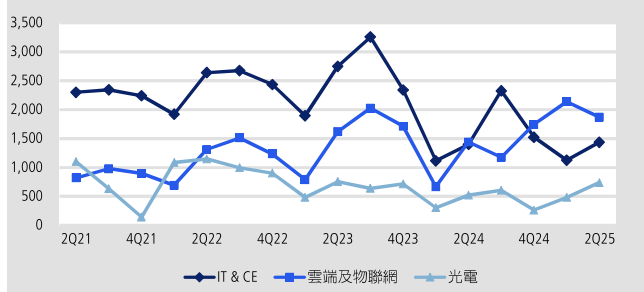
營收，十億元（左軸）；季增率與年增率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 24：雲端與物聯網已成為公司本業獲利最高部門

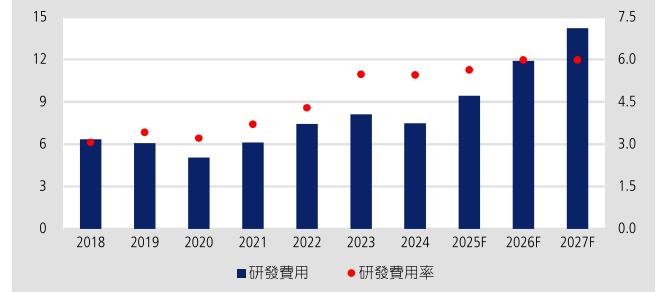
營業淨利，十億元



資料來源：公司資料；凱基

圖 25：預估 2026-27 年研發費用率提升至 6%

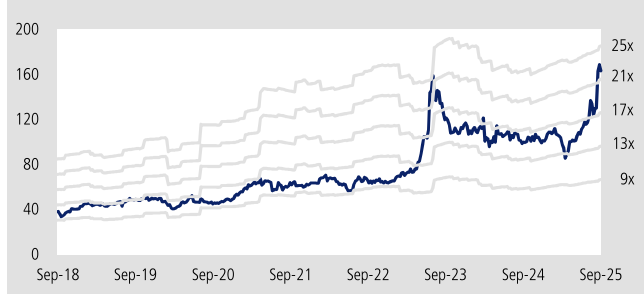
研發費用，十億元（左軸）；研發費用率，百分比（右軸）



資料來源：公司資料；凱基

圖 26：未來一年預估本益比區間

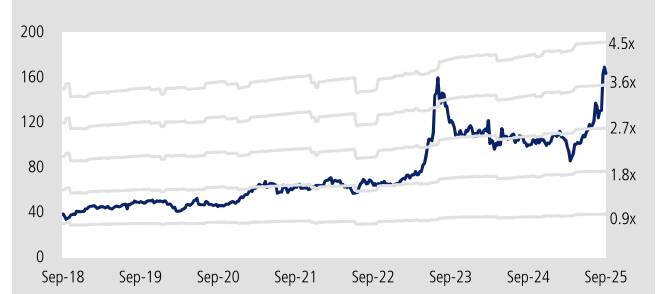
股價，元（左軸）；本益比，倍（右軸）



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 27：未來一年預估股價淨值比區間

股價，元（左軸）；股價淨值比，倍（右軸）



資料來源：Bloomberg；凱基

光寶科 (2301 TT)

損益表

	季度								年度		
	Mar-25A	Jun-25A	Sep-25F	Dec-25F	Mar-26F	Jun-26F	Sep-26F	Dec-26F	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	36,417	40,421	45,141	45,577	42,757	48,592	53,355	54,157	167,556	198,861	237,823
營業成本	(28,195)	(31,479)	(34,758)	(34,932)	(32,656)	(36,915)	(40,401)	(40,742)	(129,365)	(150,713)	(177,909)
營業毛利	8,222	8,942	10,383	10,645	10,102	11,677	12,953	13,415	38,192	48,147	59,914
營業費用	(4,546)	(5,215)	(6,026)	(6,153)	(5,879)	(6,463)	(6,856)	(6,959)	(21,941)	(26,157)	(31,201)
營業利益	3,675	3,727	4,357	4,492	4,222	5,215	6,097	6,456	16,251	21,990	28,713
折舊	(873)	(860)	(870)	(880)	(890)	(900)	(910)	(920)	(3,482)	(3,619)	(3,779)
攤提	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(200)	(200)	(200)
EBITDA	4,598	4,637	5,277	5,422	5,162	6,165	7,057	7,426	19,933	25,810	32,692
利息收入	751	682	670	691	693	622	620	642	2,794	2,578	2,564
投資利益淨額	8	-	10	10	10	10	10	10	3	40	40
其他營業外收入	78	1,053	200	200	200	200	200	200	1,531	800	800
總營業外收入	837	1,735	880	901	903	832	830	852	4,328	3,418	3,404
利息費用	(336)	(372)	(412)	(401)	(391)	(381)	(381)	(381)	(1,521)	(1,536)	(1,526)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	492	(828)	250	250	250	250	250	250	190	1,000	1,000
總營業外費用	156	(1,200)	(162)	(151)	(141)	(131)	(131)	(131)	(1,331)	(536)	(526)
稅前純益	4,669	4,262	5,075	5,242	4,985	5,915	6,796	7,176	19,248	24,872	31,591
所得稅費用[利益]	(1,214)	(1,108)	(1,319)	(1,363)	(1,296)	(1,538)	(1,767)	(1,866)	(5,005)	(6,467)	(8,214)
少數股東損益	0	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	0	(4)	(5)
非常項目前稅後純益	3,456	3,155	3,755	3,878	3,688	4,376	5,028	5,309	14,244	18,402	23,372
非常項目	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-	0	0
稅後淨利	3,456	3,155	3,755	3,878	3,688	4,376	5,028	5,309	14,244	18,402	23,372
每股盈餘 (NT\$)	1.51	1.39	1.66	1.71	1.63	1.93	2.22	2.34	6.26	8.12	10.31
獲利率 (%)											
營業毛利率	22.6	22.1	23.0	23.4	23.6	24.0	24.3	24.8	22.8	24.2	25.2
營業利益率	10.1	9.2	9.7	9.9	9.9	10.7	11.4	11.9	9.7	11.1	12.1
EBITDA Margin	12.6	11.5	11.7	11.9	12.1	12.7	13.2	13.7	11.9	13.0	13.7
稅前純益率	12.8	10.5	11.2	11.5	11.7	12.2	12.7	13.3	11.5	12.5	13.3
稅後純益率	9.5	7.8	8.3	8.5	8.6	9.0	9.4	9.8	8.5	9.3	9.8
季成長率 (%)											
營業收入	(4.9)	11.0	11.7	1.0	(6.2)	13.6	9.8	1.5			
營業毛利	1.0	8.8	16.1	2.5	(5.1)	15.6	10.9	3.6			
營業收益增長	5.1	1.4	16.9	3.1	(6.0)	23.5	16.9	5.9			
EBITDA	2.7	0.8	13.8	2.8	(4.8)	19.4	14.5	5.2			
稅前純益	17.1	(8.7)	19.1	3.3	(4.9)	18.7	14.9	5.6			
稅後純益	13.3	(8.7)	19.0	3.3	(4.9)	18.7	14.9	5.6			
年成長率 (%)											
營業收入	26.6	21.4	22.8	19.0	17.4	20.2	18.2	18.8	22.2	18.7	19.6
營業毛利	40.6	21.0	25.8	30.7	22.9	30.6	24.8	26.0	28.9	26.1	24.4
營業收益	64.8	13.6	11.0	28.5	14.9	39.9	40.0	43.7	25.6	35.3	30.6
EBITDA	40.6	7.9	6.9	21.1	12.3	33.0	33.7	37.0	17.4	29.5	26.7
稅前純益	49.2	4.4	14.5	31.4	6.8	38.8	33.9	36.9	23.1	29.2	27.0
稅後純益	44.7	1.3	10.8	27.2	6.7	38.7	33.9	36.9	19.3	29.2	27.0

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
資產總額	188,972	204,683	204,467	215,399	230,573
流動資產	155,618	169,117	165,382	175,095	189,208
現金及短期投資	93,341	101,616	95,257	92,896	93,481
存貨	25,808	26,817	29,188	34,055	39,650
應收帳款及票據	32,099	37,182	37,019	44,225	52,157
其他流動資產	4,371	3,501	3,918	3,918	3,918
非流動資產	33,354	35,566	39,084	40,305	41,365
長期投資	6,377	8,195	6,727	6,767	6,807
固定資產	18,392	18,776	21,597	22,978	24,199
什項資產	8,585	8,595	10,760	10,560	10,360
負債總額	103,905	113,772	116,192	120,057	122,058
流動負債	98,001	107,869	110,206	114,071	116,071
應付帳款及票據	40,918	43,126	46,116	49,981	56,516
短期借款	22,493	30,187	36,673	36,673	36,673
什項負債	34,590	34,556	27,417	27,417	22,882
長期負債	5,903	5,903	5,987	5,987	5,987
長期借款	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
其他負債及準備	1,962	2,196	2,283	2,283	2,283
股東權益總額	85,067	90,911	88,274	95,342	108,515
普通股股本	23,531	23,473	23,410	23,410	23,410
保留盈餘	23,507	26,671	34,579	39,649	52,817
少數股東權益	687	138	152	156	161
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
年成長率					
營業收入	(14.5%)	(7.6%)	22.2%	18.7%	19.6%
營業收益增長	(3.7%)	(10.9%)	25.6%	35.3%	30.6%
EBITDA	(3.7%)	(10.0%)	17.4%	29.5%	26.7%
稅後純益	3.0%	(18.0%)	19.3%	29.2%	27.0%
每股盈餘成長率	2.8%	(18.1%)	20.1%	29.6%	27.0%
獲利能力分析					
營業毛利率	22.0%	21.6%	22.8%	24.2%	25.2%
營業利益率	9.8%	9.4%	9.7%	11.1%	12.1%
EBITDA Margin	12.7%	12.4%	11.9%	13.0%	13.7%
稅後純益率	9.8%	8.7%	8.5%	9.3%	9.8%
平均資產報酬率	7.5%	6.1%	7.0%	8.8%	10.5%
股東權益報酬率	17.6%	13.6%	15.9%	20.1%	23.0%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	30.0%	36.5%	44.9%	41.6%	36.6%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	13.2	11.3	13.7	17.2	21.7
利息及短期債保障倍數 (x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
Cash Flow Int. Coverage (x)	18.2	8.2	9.3	9.1	13.3
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	1.1	0.4	0.4	0.4	0.5
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
速動比率 (x)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3
淨負債 (NT\$百萬)	(67,249)	(67,496)	(55,493)	(53,132)	(53,717)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.36	5.21	6.26	8.12	10.31
每股現金盈餘 (NT\$)	11.91	5.42	6.20	6.16	8.96
每股淨值 (NT\$)	35.86	38.67	38.73	41.98	47.79
調整後每股淨值 (NT\$)	36.86	39.61	38.73	41.98	47.79
每股營收 (NT\$)	64.80	59.84	73.64	87.70	104.88
EBITDA/Share (NT\$)	8.24	7.41	8.76	11.38	14.42
每股現金股利 (NT\$)	4.50	4.51	4.50	6.00	7.50
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.76	0.70	0.82	0.95	1.07
應收帳款周轉天數	79.0	99.2	80.6	81.2	80.0
存貨周轉天數	81.4	91.3	82.4	82.5	81.3
應付帳款周轉天數	129.1	146.8	130.1	121.0	115.9
現金轉換周轉天數	31.3	43.7	32.9	42.6	45.4

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入	148,333	137,134	167,556	198,861	237,823
營業成本	(115,665)	(107,504)	(129,365)	(150,713)	(177,909)
營業毛利	32,668	29,630	38,192	48,147	59,914
營業費用	(18,152)	(16,696)	(21,941)	(26,157)	(31,201)
營業利益	14,516	12,934	16,251	21,990	28,713
總營業外收入	4,897	3,851	4,328	3,418	3,404
利息收入	2,854	2,970	2,794	2,578	2,564
投資利益淨額	7	20	3	40	40
其他營業外收入	2,036	861	1,531	800	800
總營業外費用	(1,047)	(1,150)	(1,331)	(536)	(526)
利息費用	(1,501)	(1,516)	(1,521)	(1,536)	(1,526)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	454	366	190	1,000	1,000
稅前純益	18,366	15,635	19,248	24,872	31,591
所得稅費用[利益]	(3,767)	(3,674)	(5,005)	(6,467)	(8,214)
少數股東損益	(28)	(19)	0	(4)	(5)
非常項目	-	(0)	0	0	0
稅後淨利	14,571	11,942	14,244	18,402	23,372
EBITDA	18,872	16,980	19,933	25,810	32,692
每股盈餘 (NT\$)	6.36	5.21	6.26	8.12	10.31

現金流量

NT\$百萬	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營運活動之現金流量	27,266	12,411	14,107	13,977	20,324
本期純益	14,571	11,942	14,244	18,402	23,372
折舊及攤提	4,356	4,047	3,682	3,820	3,980
本期運用資金變動	4,980	(3,683)	(6,725)	(10,475)	(13,795)
其他營業資產及負債變動	3,359	105	2,906	2,231	6,767
投資活動之現金流量	(3,340)	(4,843)	(5,697)	(5,000)	(5,000)
投資用短期投資出售[新購]	1,037	1,796	-	-	-
本期長期投資變動	-	(2,245)	(301)	-	-
資本支出淨額	(3,703)	(3,548)	(5,452)	(5,000)	(5,000)
其他資產變動	(674)	(846)	56	-	-
自由現金流	17,003	6,505	3,331	4,417	6,231
融資活動之現金流量	(22,045)	(3,363)	(6,020)	(11,338)	(14,739)
短期借款變動	(10,120)	7,584	6,761	-	-
長期借款變動	-	-	-	-	-
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(11,520)	(10,372)	(10,289)	(11,338)	(14,739)
其他融資現金流	(406)	(574)	(2,492)	0	(0)
匯率影響數	(204)	3,736	(7,908)	-	-
本期產生現金流量	1,677	7,942	(5,518)	(2,361)	585

投資回報率

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	12.2%	12.2%	13.1%	13.2%	13.1%
= 營業利益率	9.8%	9.4%	9.7%	11.1%	12.1%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.1
+ 淨固定資產/營業收入	0.1	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	23.2	12.9	8.2	6.6	5.6
營業利益率	9.8%	9.4%	9.7%	11.1%	12.1%
x 資本周轉率	23.2	12.9	8.2	6.6	5.6
x (1 - 有效現金稅率)	79.5%	76.5%	74.0%	74.0%	74.0%
= 稅後 ROIC	180.6%	92.9%	58.9%	54.2%	49.7%

資料來源：公司資料，凱基

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 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。