# 軟體產業

AI Labs IPO 系列

## Anthropic S-1 初覽：5 個關鍵數據組及 3 大延伸議題

### 重要訊息

Anthropic 公佈招股說明書 S-1，將以股票代號 ANT 掛牌交易。

### 評論及分析

**#1：訂閱營收占比 20%較 2H25 上升 2ppts，CSPs 渠道營收占比 48%高於預期。**1H26 營收與先前揭露一致 US$16.8bn，惟 3Q26 概況未在 S-1 正式公告，營收拆分依 Consumption-based & Subscription-based，前者 1H25/2H25/1H26 分別為 85/82/80%逐步下降 vs. 我們先前預估 API 營收佔比 80%大致相同，透過 CSPs 銷售渠道的營收佔比於 2024/2025/1H26 達 32/47/48% vs. 我們先前預估 40%略高。

**#2：1H26 功能別 GM 85%非常態揭露，2Q26 Adj. OPM 19%轉盈。**市場傳聞之 85% GM 僅在 S-1 附錄中呈現，1H25/2H25/1H26 功能別 GM(只計算 serving cost)為 12/49/85%，模型研發成本歸屬 R&D，免費用戶使用成本歸屬 S&M，按公司分類 Compute & infra 費用佔比於 4Q25/1Q26/2Q26 為 144/72/48% vs. 大致符合我們先前預估的 40-50%區間。

**#3：3Q26 NRR 900%，RPO US$10.8bn 其中 cRPO 占比 75%。**管理層看好 Powerful AI 將在未來數年內普及，3Q26 NRR 900%，惟 5-7%屬於違規使用之客戶，已於 8M-9M26 加強取締及封禁措施; RPO US$10.8bn 其中 75%未來一年內認列為營收。

**#4：算力承諾 US$740bn 落在 8 大具名供應商。**算力供應商(MSFT, GOOGL, AMZN, SPCX, AVGO, AMD, Nscale, Lambda)承諾合約 minimum purchase commitments 約 US$266bn，uncommenced lease obligations 約 US$321bn，另外 TPU 供應商 2028-31 年的追加採購 US$125-150bn，合計已知算力採購承諾約 US$740bn，高於先前媒體揭露約 US$550bn。

**#5：資本結構包含 A, N, T, F, E 類普通股，創辦團隊表決權達 50.1%。**F 類由創辦團隊 7 人持有，持 1 股但表決權達 50.1%，N 類由策略夥伴 AMZN, GOOGL, AVGO 持有但無投票權，T 類長期使命信託股票可透過更換董事會影響公司營運方向，A 類普通股為本次 IPO 募集類別。

**Q1：TAM 瞄準全球 10 億知識工作者及經濟價值 US$40tn。**公司將產品定位為 Claude as a Virtual Collaborator，瞄準全球 10 億知識工作者，經濟產值 US$40tn (by IDC & Anthropic 估計)。

**Q2：典型雙飛輪效應 Investment loop + Improvement loop 論述 LLM 非大衆商品。**高成長支應高投資，高投資帶來更領先的智慧模型，領先的智慧模型創造更多使用案例與回饋，回饋將用於改善模型進步並帶來高成長。

**Q3：多硬體合作夥伴混合 Fungible pool 與 Anthropic Direct 模式創造優異 Tokenomics。**多個策略合作夥伴（incl. AWS Trn, GCP TPU, NVDA GPU, AMD GPU）的運算資源作為一個單一、可互換的資源池 (fungible pool) 進行管理可以創造成本優勢，同時轉向 Anthropic direct 的重 Capex 模式。

### 投資建議

依 SPCX IPO 經驗 Anthropic 將於 2 周後更新 S-1/A(可能包含 3Q26 營運數據、承銷價、發行股數等揭露)，我們樂觀看待該司長期成長潛力。

### 投資風險

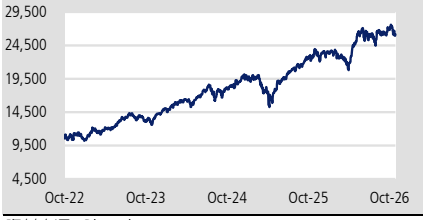
企業 IT 支出動能趨緩；AI 工作負載放量不如預期；市場競爭

## 焦點內容

1. 訂閱營收占比 20%較 2H25 上升 2ppts，CSPs 渠道營收占比 48%高於預期。
2. 1H26 功能別 GM 85%非常態揭露，2Q26 Adj. OPM 19%轉盈。
3. 3Q26 NRR 900%，RPO US$10.8bn 其中 cRPO 占比 75%。
4. 算力承諾 US$740bn 落在 8 大具名供應商。
5. 資本結構包含 A, N, T, F, E 類普通股，創辦團隊表決權達 50.1%。
6. TAM 瞄準全球 10 億知識工作者及經濟價值 US$40tn。
7. 典型雙飛輪效應 Investment loop + Improvement loop 論述 LLM 非大衆商品。
8. 多硬體合作夥伴混合 Fungible pool 與 Anthropic Direct 模式創造優異 Tokenomics。

### Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點

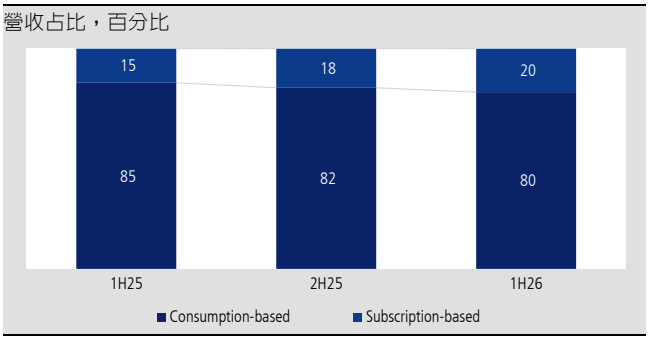



*資料來源：Bloomberg*

### 關鍵數據組 1：營收 & 營收分類

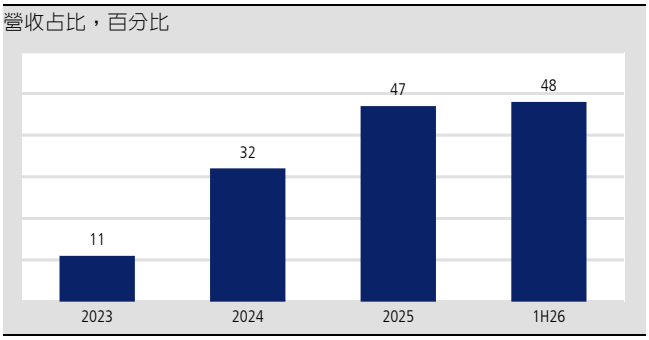
- 1H26 營收與先前揭露一致 US$16.8bn，惟 3Q26 概況未在 S-1 正式揭露;
- 營收拆分依 Consumption-based & Subscription-based，前者 1H25/2H25/1H26 分別為 85/82/80%逐步下降 vs. 我們先前預估 API 營收佔比 80%大致相同;
- 營收依地區拆分 US & Int'l，前者 1H25/2H25/1H26 分別為 71/74/72%;
- 透過 CSPs 銷售渠道的營收佔比於 2024/2025/1H26 達 32/47/48% vs. 我們先前預估 40%略高;
- 用戶組成方面沒有公布訂閱戶數 & ARPU 等，僅表示截至 9M26 TTM 營收貢獻超過 US$100k/1mn/10mn 達 11.9k/1.9k/250 家

**圖 1: 訂閱營收占比提高至 20%**




*資料來源：Anthropic；凱基*

**圖 2: 透過 CSPs 銷售渠道營收占比提高至 48%**

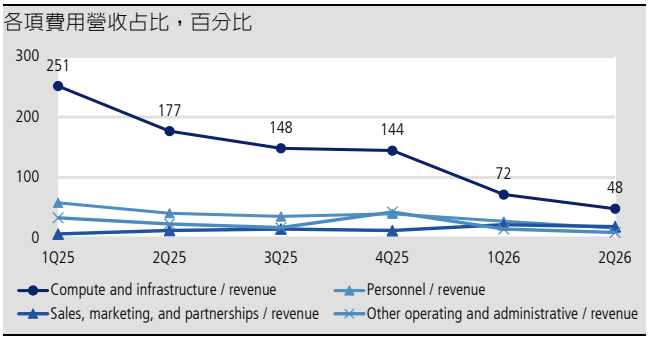



*資料來源：Anthropic；凱基*

### 關鍵數據組 2：GM & OPM

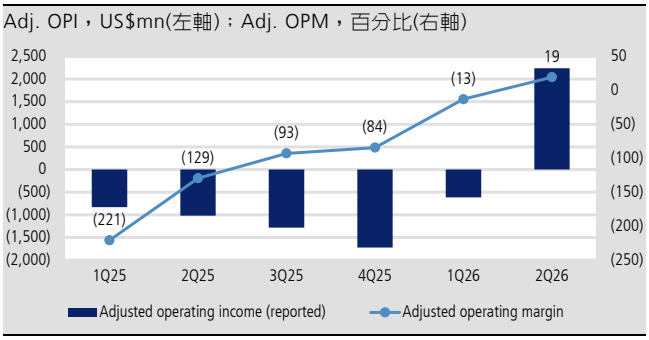
- 先前市場傳聞之 85% GM 僅在附錄中呈現，1H25/2H25/1H26 功能別 GM(只計算 serving cost)為 12/49/85%，模型研發成本歸屬 R&D，免費用戶使用成本歸屬 S&M；
- 按公司主要分類為 Compute & infra 費用佔比於 4Q25/1Q26/2Q26 營收比重 144/72/48% vs. 大致符合我們先前預估的 40-50%區間，Margin 改善係來自於模型進步等，如 Opus 5.5 vs. Opus 5 Cost per task 降低 40%；
- adj. OPM 4Q25/1Q26/2Q26 為 -84/-13/+19% vs. 未調整 -139/-35/+8%主要差異在於 SBC 認列，另有約 US$32bn RSU 隨 IPO 後條件達成逐步認列；
- 1H26 付給通路夥伴的費用（fees paid to channel partners）年增 US$2.7bn，我們依增量推算 1H26 marketplace 營收的 35%(take rate)、總營收的 17% vs. 先前預估 15-20% & 5-10%高

**圖 3: Compute & Infra 費用占比下降至 48%**




*資料來源：Anthropic；凱基*

**圖 4: 2Q26 adj. OPM 轉正至 19%**




*資料來源：Anthropic；凱基*

## 關鍵數據組 3：AI 應用與業績能見度

- Powerful AI 將在未來數年內普及，包含在大多數專業與科學領域中具備匹敵或超越頂尖人類專家的認知能力；能夠操作人類在虛擬工作中所能使用的所有介面；能夠在數小時、數天或數週的長時間內自主推理並完成複雜任務；能夠跨多個實例 (instances) 進行協調並與人類及其他 AI 系統協作；與實體世界進行互動；
- 3Q26 NRR 900%，惟 5-7%屬於違規使用之客戶，已經在 8M-9M26 加強取締及封禁措施;
- RPO US$10.8bn 其中 75%未來一年內認列為營收

**圖 5: Anthropic 知名客戶案例 & AI 應用效益節錄**

| 客戶 | 合作起點 | 成果與量化數字 | 背景與應用 | 影響 |
|---|---|---|---|---|
| **Accenture** | 2025 | 45,000 人完成 Anthropic 培訓；Cyber.AI 安全掃描覆蓋率約 10% → 超過 80%；共同 broadband 客戶回報首年 AI 投資回報 7x。 | 全球 專業服務 公司，員工逾 800,000 人；協助企業導入 digital core 與 AI。 | 2025 年 12 月擴大合作並成立 Accenture Anthropic Business Group；Claude Code 擴及數萬名 developers。18,000 多人取得 Claude 認證；Cyber.AI 用於自身 IT，亦與 Anthropic 共建企業與受監管產業方案。 |
| **DoorDash** | 2023 | 100% corporate 員工可使用 Claude Code／Cowork；Cowork MAU 超過 7,000；大型產品 產品推出時程減少逾 50%。 | Local commerce 平台，Claude 從 engineering 擴至設計、產品及知識工作。 | 2025 年 rollout Claude Code，2026 年 Cowork 開放全公司；上線第一個月 WAU 接近翻倍。單一 migration 由原估 4 人、超過一季，縮為 1 人、3 週。內部平台允許非工程人員在安全核准流程中提交 production code。 |
| **Eli Lilly** | 2024 | 50,000+ 員工可用 Claude Enterprise，較初次 rollout 擴大 5x；五個主要使用部門中逾 85% full-time 員工 actively engage。 | 製藥公司，自 2024 年透過 Amazon Bedrock 使用 Claude，先支援內部 AI 平台及 developer tools。 | 2025 年 7 月 Enterprise 首批約 10,000 人，主要在 research；2026 年 4 月開放全公司。Legal/compliance、tech、finance、oncology、research 為主要使用部門；2026 年 10 月開始 pilot Claude Science。 |
| **MercadoLibre** | 2023 | Q2 2026 merged code 年增逾 100%；過去一年 agents review 超過 500,000 筆 code submissions；非技術團隊 Cowork weekly active 比例 78%。 | 拉美電商及 fintech 公司，於 18 國營運，維護約 40,000 個 microservices；2025 年 1 月開始採用 Claude Code。 | 23,000+ developers 使用 Claude Code，agents 已 migration 約 9,000 個 services；Q2 2026 code submissions +110% YoY、deployments 約 +75%。Cowork 擴及非技術部門逾 26,500 人，引言另稱共觸及 31,000 員工；財務月結縮短約三分之一。 |
| **Salesforce** | 2023 | 每名 developer 有效產出 +151% YoY；單一 API migration 18x faster（原估 231 人天、實際 13 天）；Slackbot 年化 productivity gain 估 8.1M 小時、較前季逾 2x；99% 員工使用 Slackbot。 | Enterprise software 公司；83,000 名員工中超過 60% 使用 Claude，並將 Code／Enterprise 提供給 developers 及 knowledge workers。 | Claude Code 成為 engineering primary agent；每名 developer merged pull requests +79%、incidents −5%。Claude 同時支援 Slackbot、Agentforce Vibes 與 Agentforce 360；2026 年 8 月深化 Claudeforce 合作，Salesforce in Claude 提供 37 項預建 sales skills。 |
| **SAP** | 未揭露 | Joule for Consultants 專案交付最多快 14%；每名 consultant 每月節省 25 小時。 | Enterprise applications 與 business AI 公司，涵蓋 finance、procurement、HR、supply chain、CX；願景為 Autonomous Enterprise。 | Claude 是 SAP Business AI Platform 與 Joule 採用模型之一。Joule for Consultants 引用逾 25M 份文件、12TB expertise data，顧問每天最多省 1.5 小時；portfolio 逾 50 個 Joule Assistants、逾 200 個 specialized agents 使用 Claude 作為部分 reasoning 能力。 |
| **Shopify** | 2024 | Sidekick 服務數百萬 merchants；2026 年 daily active merchants 使用量較去年逾 3x；7,500+ 員工全公司可用 Claude Code。 | Commerce 平台，服務從創業者到大型品牌；Claude 是其 AI commerce assistant Sidekick 的模型之一。 | Sidekick 協助商家分析、促銷與執行任務；新商家首單由數週縮為數天，該季新增 Shopify Flow automations 中接近一半透過 Sidekick 建立。Code 已開放全員，非工程人員也能建立內部工具。 |

*資料來源: Anthropic；凱基*

## 關鍵數據組 4：算力承諾

- 8 大具名算力供應商(MSFT, GOOGL, AMZN, SPCX, AVGO, AMD, Nscale, Lambda)承諾合約 fixed／minimum purchase commitments 約 US$266bn(minimum obligations US$245bn + short-term minimum payments US$21bn), uncommenced lease obligations 約 US$321bn，截至 6M26 合計 US$587bn

- 另外不在承諾表內的還有 TPU 供應商（含 Google）2028–31 年的追加採購 US$125–150bn 等。

**圖 6: Anthropic 具名算力供應商及承諾達 US$740bn**

| 對象／範圍 | 金額性質 | 揭露金額／區間下緣 | 單位 | 期間／時點 | 主要條件與退出機制 |
|---|---|---|---|---|---|
| Microsoft | 最低支出承諾 | 45 | US$ bn | 2026/11–2033/05 | 2025/11 簽約，2026/02、10 修訂：不論實際用量均須支付。僅未補救重大違約或未交付 tranche 等情況可取消。 |
| Google | 最低支出承諾 | 115 | US$ bn | 2026/04–2033/07 | 2026/03 簽約，05–08 修訂：不論實際用量均須支付。未達支出須 true-up；存在部分調整及例外。 |
| TPU providers（含 Google） | 公司估計付款區間；非固定美元承諾 | 125 | US$ bn | 2028–2031 交付 | 實際付款依可用容量、部署方式、價格與部署條件。 |
| Amazon | 最低支出承諾 | 110 | US$ bn | 2026/05–2036/04 | 2026/04 簽約；不論用量須支付，未達承諾支出須 true-up；除未補救重大違約等約定外不可取消。 |
| SpaceXAI | 合約期限內支出上限 | 121 | US$ bn | 2026/05–10 簽約／修訂，期限至 2029 | 預計 2026/12 全部容量交付後每月約 US$3.1bn。初始不可取消期間分別至 2027/01、03；其後任一方提前 90 天通知可取消。 |
| SpaceXAI（月付） | 全部容量交付後月費 | 3 | US$ bn/月 | 公司預計 2026/12 達全部交付 | NVIDIA GPU 算力；交付爬坡期適用不同費用。 |
| AMD | 公司預期初始容量支出下限 | 20 | US$ bn | 2027 年初始 tranche；支出涵蓋合約期間 | 須符合部署提案條件；向核准製造商購買 Helios systems 或透過第三方取得。另可採購最高約等於初始承諾的追加容量。 |
| Nscale | 約定支出上限 | 45 | US$ bn | 2026/08 簽約，期限至 2033 | 容量交付並驗收後才開始計費；Nscale 須盡力取得合格融資。部分交付、可用性與違約條件可解除。 |
| Lambda | 合約支出總額約數 | 41 | US$ bn | 2026/05、06、08 簽約，期限至 2034 | 容量交付並驗收後計費；2026/08 協議占約 US$34.9bn，未按時取得場地租約時雙方可終止。另有違約與部分 tranche 交付例外。 |
| Broadcom | 設備租賃租金總額（不含利息） | 161 | US$ bn | 各 master equipment lease 為 5 年 | finance leases，按季付租金；一般於 ready for service 起算，部分延遲可提前起租。部分 TPU 容量於 2026 上線，追加容量預計 2027 起上線。 |

*資料來源: Anthropic；凱基*

## 關鍵數據組 5：資本結構 & 募資用途

- 資本結構包含 A, N, T, F, E 類普通股，其中 F 類普通股由創辦團隊 7 人持有，持 1 股但表決權達 50.1%，N 類由策略夥伴 AMZN, GOOGL, AVGO 持有無投票權，T 類長期使命信託股票可透過更換董事會影響公司營運方向，A 類普通股為本次 IPO 募集

**圖 7: 股權結構設計確保創辦團隊控制權與未來公司公益性**

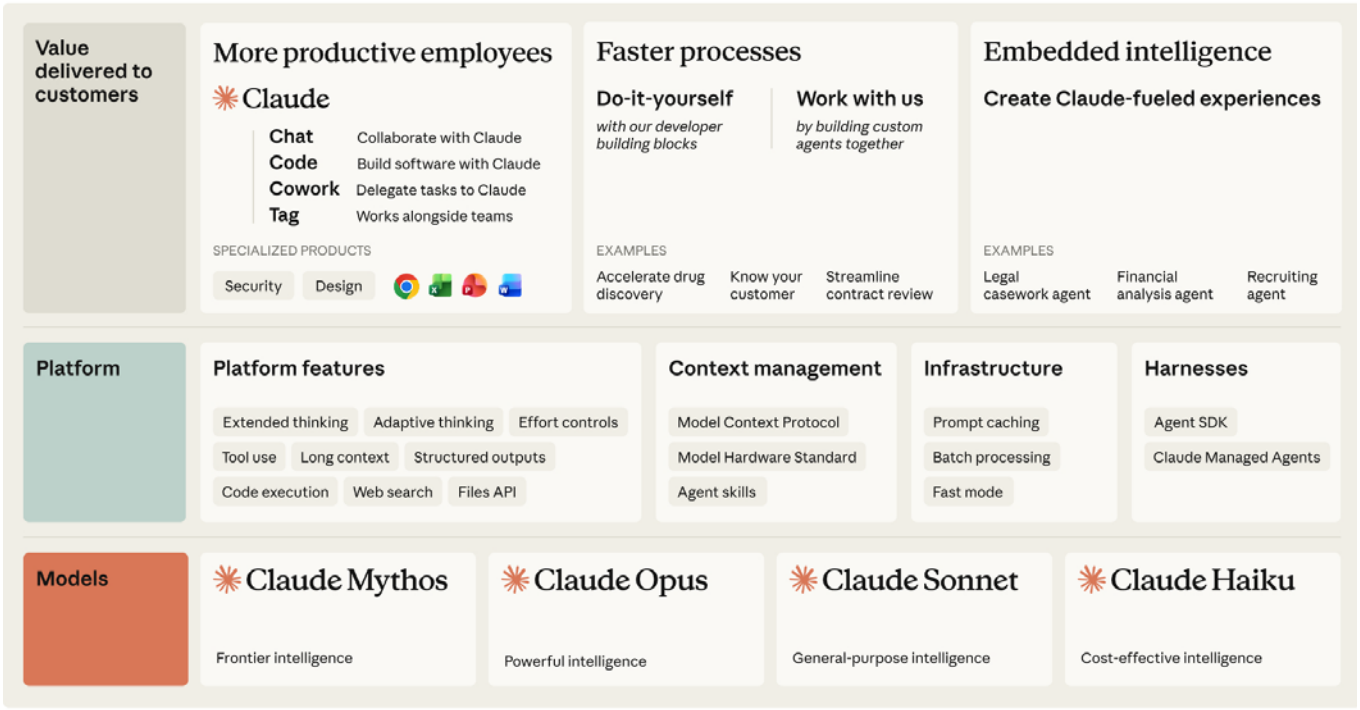
| 類股 | 募資角色 | 影響 |
|---|---|---|
| A：公開市場股票 | IPO 投資人，以及部分既有投資人、創辦人與員工。享有經濟利益、每股一票。公司本次發行新 A 股，才是向公開市場取得新資金。 | 公司可再發新股募資，也可用股票支付員工報酬或收購對價，可能稀釋原股東；既有股東解禁後出售，則增加市場供給。 |
| N：以策略投資為主的無一般投票權股票 | 經濟權利與 A 股相同，但通常沒有一般投票權、也不直接在交易所掛牌。公司可發行 N 股取得策略資金，而不把一般投票權交給出資夥伴。N 股也用於部分公益及捐贈配對安排。 | 未來合作里程碑達成，可能再發行 N 股；原持有人透過符合條件的出售／轉讓退出時，N 股按 1：1 轉為 A 股。前者可能增加經濟稀釋，後者可能增加可交易 A 股供給。 |
| E：員工治理股票 | 發給非共同創辦人的員工，沒有股利權、不能轉讓。讓員工參與特定董事爭議及信託制度變更。 | IPO 後才決定發放時點；按年資及捐股承諾等規則配發。一般離職後，每年無償收回剩餘 E 股的一半；加入直接競爭者等情況則全部收回。不是可出售變現的員工獎酬股票。 |
| F：創辦人共同控制股票 | Founder LLC 持有一股，掌握一般股東表決事項 50.1% 投票權；沒有股利權。 | 即使公司持續增資，F 股的 50.1% 一般表決權仍維持。若合格 Continuing Founders 少於 3 人持續 90 天，會啓動 450 天過渡期，期滿 F、E 股均無償收回。 |
| T：長期使命信託股票 | LTBT 持有一股，原則上能選任／撤換過半數董事，沒有股利權，也不直接經營公司。 | 可透過更換董事影響公司方向。T 股沒有固定年限自動失效；修改或終止須符合特別批准門檻。即使 F 股退出，T 股仍可能繼續掌握過半董事席次。 |

*資料來源: Anthropic；凱基*

## 延伸議題 1：TAM 真實性?

- 公司將產品定位為 Claude as a Virtual Collaborator，瞄準全球 1bn 知識工作者，經濟產值 US$40tn (by IDC & Anthropic 估計)，我們認為實質可轉換成營收的比例仍需深究

**圖 8: Anthropic 積極打造平台生態系拓展知識工作者商機 (vs. 過往著重 Coding 領域)**

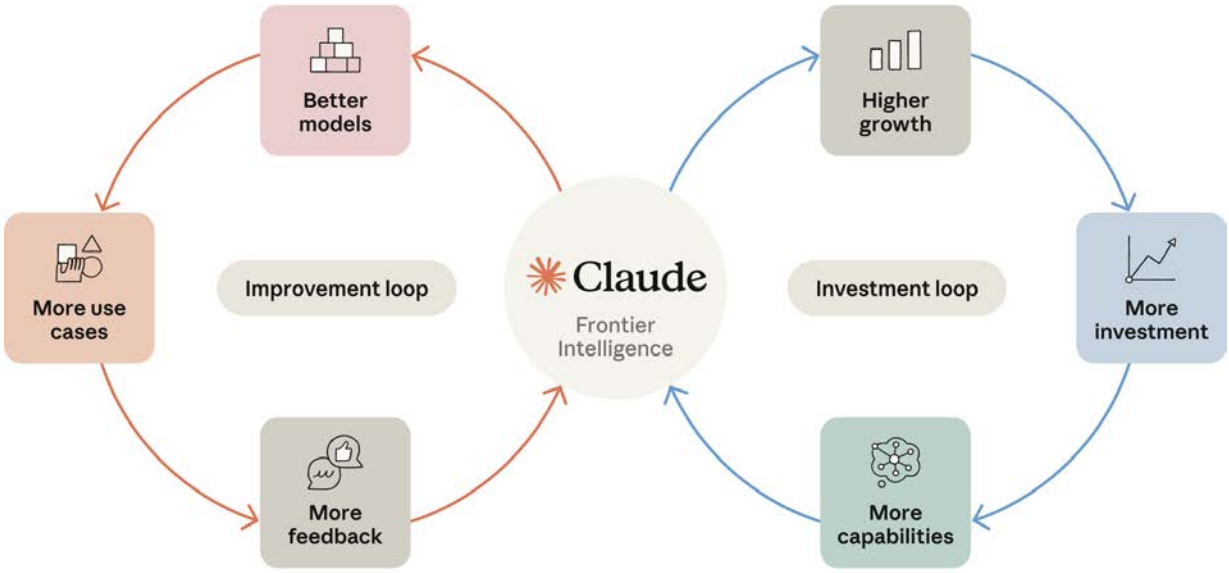



*資料來源: Anthropic；凱基*

### 延伸議題 2：擺脫 Commodity 角色?

- 公司提出典型雙飛輪效應 investment loop + improvement loop，高成長支應高投資，高投資帶來更領先的智慧模型，領先的智慧模型創造更多使用案例與回饋，回饋將用於改善模型進步並帶來高成長，我們認為企業是否持續優先採用前緣模型的偏好是否改變仍需探究

**圖 9: Anthropic 透過雙飛輪效應擺脫大眾商品化疑慮**




*資料來源: Anthropic；凱基*

### 延伸議題 3：Tokenomics 持續改善?

- 公司認為多個策略合作夥伴（incl. AWS Trn, GCP TPU, NVDA GPU, AMD GPU）的運算資源 (compute) 作為一個單一、可互換的資源池 (fungible pool) 進行管理可以創造成本優勢，
- 同時轉向 Anthropic direct 的重 Capex 模式（係因短期算力租賃合約價格高漲），故未來幾年的營運與投資活動合計仍可能出現龐大的淨現金流出，且會有認列的時間差異(短期算力簽約成本先顯現，營收隨後依變現情況出現），我們認為 OPM 是否維持仍需深究
- 2024/2025/1H26 Capex 分別為 US$15/131/482mn，資本密集度維持約 3-4%

**圖 10: Anthropic 簡明季度損益表**

| 科目 | 單位 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Revenue** | **US$ mn** | **376** | **787** | **1,382** | **2,040** | **4,731** | **11,555** |
| Compute and infrastructure | US$ mn | 944 | 1,390 | 2,047 | 2,945 | 3,387 | 5,558 |
| Personnel | US$ mn | 218 | 320 | 489 | 812 | 1,295 | 1,857 |
| Sales, marketing, and partnerships | US$ mn | 24 | 96 | 202 | 246 | 1,033 | 2,135 |
| Other operating and administrative | US$ mn | 125 | 181 | 233 | 873 | 683 | 1,031 |
| Bartz settlement | US$ mn | — | — | 1,500 | — | — | — |
| **Total operating expenses** | **US$ mn** | **1,311** | **1,987** | **4,471** | **4,876** | **6,398** | **10,581** |
| **Operating income (loss)** | **US$ mn** | **(935)** | **(1,200)** | **(3,089)** | **(2,836)** | **(1,667)** | **974** |
| Interest income | US$ mn | 51 | 64 | 124 | 192 | 349 | 762 |
| FV change: notes, derivatives and SAFEs | US$ mn | (5,701) | (5,241) | (9,165) | (14,201) | (12,791) | (59,597) |
| Other income (expense), net | US$ mn | — | — | (3) | (5) | (309) | (8,448) |
| **Total other income (expense), net** | **US$ mn** | **(5,650)** | **(5,177)** | **(9,044)** | **(14,014)** | **(12,751)** | **(67,283)** |
| **Loss before income taxes** | **US$ mn** | **(6,585)** | **(6,377)** | **(12,133)** | **(16,850)** | **(14,418)** | **(66,309)** |
| Provision for income taxes | US$ mn | 7 | — | 5 | 8 | 21 | — |
| **Net loss** | **US$ mn** | **(6,592)** | **(6,377)** | **(12,138)** | **(16,858)** | **(14,439)** | **(66,309)** |
| Basic / diluted EPS | US$ | | | | | | |
| Weighted-average shares, basic / diluted | mn shares | | | | | | |
| | | | | | | | |
| **YoY（%）** | | | | | | | |
| *Revenue* | *%* | | | | *936* | *1,158* | *1,368* |
| *Compute and infrastructure* | *%* | | | | | *259* | *300* |
| *Personnel* | *%* | | | | | *494* | *480* |
| *Sales, marketing, and partnerships* | *%* | | | | | *4,204* | *2,124* |
| *Other operating and administrative* | *%* | | | | | *446* | *470* |
| *Total operating expenses* | *%* | | | | | *388* | *433* |
| | | | | | | | |
| **QoQ（%）** | | | | | | | |
| *Revenue* | *%* | *91* | *109* | *76* | *48* | *132* | *144* |
| *Compute and infrastructure* | *%* | | *47* | *47* | *44* | *15* | *64* |
| *Personnel* | *%* | | *47* | *53* | *66* | *59* | *43* |
| *Sales, marketing, and partnerships* | *%* | | *300* | *110* | *22* | *320* | *107* |
| *Other operating and administrative* | *%* | | *45* | *29* | *275* | *(22)* | *51* |
| *Total operating expenses* | *%* | | *52* | *125* | *9* | *31* | *65* |
| | | | | | | | |
| **Margin／費用率（% of revenue）** | | | | | | | |
| *Compute and infrastructure / revenue* | *%* | *251* | *177* | *148* | *144* | *72* | *48* |
| *Personnel / revenue* | *%* | *58* | *41* | *35* | *40* | *27* | *16* |
| *Sales, marketing, and partnerships / revenue* | *%* | *6* | *12* | *15* | *12* | *22* | *18* |
| *Other operating and administrative / revenue* | *%* | *33* | *23* | *17* | *43* | *14* | *9* |
| *Bartz settlement / revenue* | *%* | — | — | *109* | — | — | — |
| *Total operating expenses / revenue* | *%* | *349* | *252* | *324* | *239* | *135* | *92* |
| *Operating margin* | *%* | *(249)* | *(152)* | *(224)* | *(139)* | *(35)* | *8* |
| *Net margin* | *%* | *(1753)* | *(810)* | *(878)* | *(826)* | *(305)* | *(574)* |

*資料來源: Anthropic ；凱基*

## 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。