



美食-KY

(2723.TW/2723 TT)

持有・調降

收盤價 February 16 (NT\$)	90.80
12 個月目標價 (NT\$)	82.00
前次目標價 (NT\$)	126.0
調降 (%)	34.9
下跌空間 (%)	9.7

焦點內容

1. 客流量下滑與關閉門店恐將拖累1H24 中國業務陷入虧損。
2. 潛在工資調漲可能造成美國市場營業利率率成長有限。
3. 營業利率率持續萎縮將壓抑近期股價表現。

交易資料表

市值：(NT\$bn/US\$m)	16.34 / 520
流通在外股數 (百萬股)：	180.0
外資持有股數 (百萬股)：	86.13
3M 平均成交量 (百萬股)：	0.56
52 週股價 (低 / 高) (NT\$)：	90.80 - 164.0

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	-13.1	-18.6	-43.3
相對表現 (%)	-21.5	-31.7	-63

每股盈餘

NT\$	1Q	2Q	3Q	4Q
2022	1.33A	(0.27)A	0.92A	0.71A
2023	1.38A	1.47A	1.27A	0.56F
2024	1.05F	1.24F	1.56F	1.59F

股價圖



資料來源：TEJ

凱基投顧

莊政翰
886 2 2181 8719
angus.chuang@kqi.com

張育程
886 2 2181 8735
eden.chang@kqi.com

重要免責聲明，詳見最終頁

中國市場疲弱拖累營利率復甦

重要訊息

我們舉辦美食-KY 法人座談。由於中國景氣放緩導致門市客流量持續下滑且產品面臨降價壓力，我們預期公司今年營利率復甦將較溫和。儘管過去六個月股價表現落後，但我們估計 1H24 中國營運虧損將持續壓抑近期股價。

評論及分析

1H24 中國恐將陷入虧損。1 月中國營收年減幅度由 4Q23 的 9% 擴大至 23%，係因同店營收衰退中雙位數加上公司關閉門市。管理層表示中國消費趨緩與市場競爭下客流量持續衰退，價格壓力持續存在。4Q23 公司關閉超過 40 家營運虧損的門市，再加上客流量依舊低迷，因此我們預期營運槓桿消失將使 1H24 中國事業陷入虧損（較 3Q23 的營運槓桿惡化），也落後我們原先認為今年營運將逐季好轉的預期。

美國營利率成長有限。美國市場營運維持穩健，4Q23 同店營收年增 4%。儘管去年同期比較基期偏高，但 1 月營收仍年增 5-6%。管理層維持今年在美國新增 8-10 家門市的目標，展店腳步較 2023 年預估的四家加速。今年的展店目標包括 2-3 家加盟店，且 4Q24 將進軍美東。然而，由於同店營收預估溫和成長低個位數，且加州工資可能調漲（4 月起速食店員工法定最低時薪預估將由目前的 16.6 美元調升至 20 美元），因此我們估計今年美食-KY 的美國營利率擴張可能有限，低於我們原本預期展店帶動下營業利益率將年增 0.5-1.0 個百分點。

營利率萎縮將抑制近期股價。雖然 4Q23 中國大規模關店產生的獲利下檔風險可能已反應在股價上，但我們認為 1H24 營業利率進一步下滑將持續拖累近期股價。我們將 2023-24 年預估獲利分別下修 10%、13%，反映中國業務惡化且美國營利率擴張可能有限。目前我們預估 2023-24 年每股盈餘為 4.68 元、5.45 元，分別較市場預期低 5%、11%。

投資建議

儘管過去六個月美食-KY 股價已修正 19%，落後大盤 32%，但我們認為 1H24 中國業務可能陷入虧損將持續抑制近期股價表現。我們將目標價下修為 82 元，係考量營利率成長有限故將目標本益比由先前的 20 倍降至 15 倍，投資評等調降至「持有」。

投資風險

上檔風險包括中國客流量加速回升與美國工資調漲較預期溫和。

主要財務數據及估值

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入 (NT\$百萬)	19,861	19,514	20,411	20,085	21,210
營業毛利 (NT\$百萬)	11,751	11,248	12,039	11,917	12,579
營業利益 (NT\$百萬)	1,415	731	1,223	1,252	1,547
稅後淨利 (NT\$百萬)	1,093	483	843	981	1,225
每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	4.68	5.45	6.81
每股現金股利 (NT\$)	5.00	2.50	3.75	4.36	5.45
每股盈餘成長率 (%)	7.7	(55.8)	74.5	16.4	24.9
本益比 (x)	14.9	33.8	19.4	16.7	13.3
股價淨值比 (x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	2.4	3.9	3.9	3.3	2.5
淨負債比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
殖利率 (%)	5.5	2.8	4.1	4.8	6.0
股東權益報酬率 (%)	10.1	4.4	7.7	8.8	10.8

資料來源：公司資料，凱基

圖 1：4Q23 與 1Q24 獲利預估修正暨市場共識比較

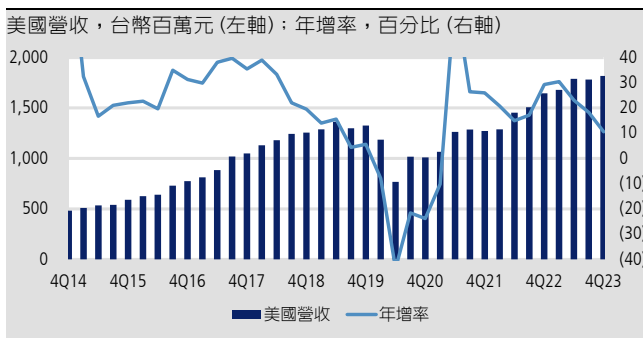
百萬元	4Q23F							1Q24F						
	修正後	修正前	差異(%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)	修正後	修正前	調幅 (%)	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異(%)
營收	5,007	5,092	(1.7)	(2.7)	(2.6)	5,099	(1.8)	4,923	5,266	(6.5)	(1.7)	(5.3)	5,213	(5.6)
毛利	2,929	2,963	(1.2)	(3.8)	(0.2)	3,024	(3.1)	2,877	3,078	(6.5)	(1.8)	(5.8)	3,084	(6.7)
營業利益	271	314	(13.6)	(11.9)	31.5	273	(0.5)	251	314	(20.0)	(7.4)	(24.0)	348	(27.8)
稅前淨利	166	299	(44.6)	(43.0)	(2.7)	190	(12.7)	270	337	(19.8)	62.9	(22.6)	349	(22.6)
稅後淨利	102	199	(49.0)	(55.6)	(20.9)	137	(26.0)	189	247	(23.4)	86.4	(23.6)	229	(17.5)
每股盈餘(元)	0.56	1.11	(49.0)	(55.6)	(20.9)	0.76	(26.0)	1.05	1.37	(23.4)	86.4	(23.6)	1.27	(17.5)
毛利率(%)	58.5	58.2	0.3 ppts	(0.7)ppts	1.4 ppts	59.3	(0.8) ppts	58.5	58.5	0.0 ppts	(0.0)ppts	(0.3) ppts	59.2	(0.7) ppts
營業利益率(%)	5.4	6.2	(0.7) ppts	(0.6)ppts	1.4 ppts	5.4	0.1 ppts	5.1	6.0	(0.9) ppts	(0.3)ppts	(1.3) ppts	6.7	(1.6) ppts
淨利率(%)	2.0	3.9	(1.9) ppts	(2.4)ppts	(0.5) ppts	2.7	(0.7) ppts	3.8	4.7	(0.8) ppts	1.8 ppts	(0.9) ppts	4.4	(0.6) ppts

資料來源：彭博；凱基預估

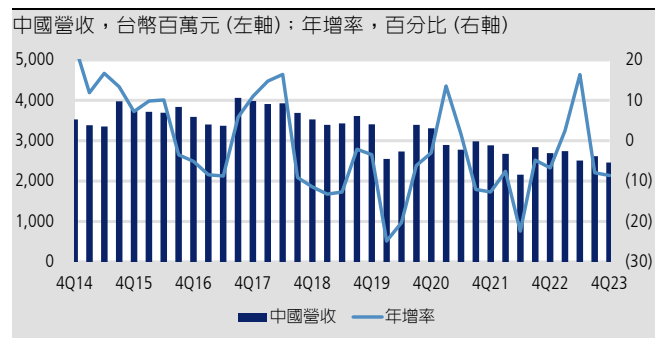
圖 2：2023-25 年獲利預估修正暨市場共識比較

百萬元	2023						2024F						2025F					
	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	20,411	20,496	(0.4)	4.6	20,489	(0.4)	20,085	21,333	(5.9)	(1.6)	21,209	(5.3)	21,210	22,696	(6.5)	5.6	22,410	(5.4)
毛利	12,039	12,073	(0.3)	7.0	12,122	(0.7)	11,917	12,623	(5.6)	(1.0)	12,607	(5.5)	12,579	13,423	(6.3)	5.6	13,435	(6.4)
營業利益	1,223	1,266	(3.4)	67.3	1,228	(0.4)	1,252	1,454	(13.9)	2.3	1,502	(16.7)	1,547	1,672	(7.5)	23.6	1,856	(16.7)
稅前獲利	1,155	1,288	(10.4)	59.3	1,194	(3.3)	1,344	1,549	(13.2)	16.4	1,516	(11.4)	1,678	1,806	(7.1)	24.9	1,841	(8.8)
稅後淨利	843	940	(10.4)	74.5	889	(5.2)	981	1,130	(13.2)	16.4	1,101	(10.9)	1,225	1,319	(7.1)	24.9	1,324	(7.5)
每股盈餘(元)	4.68	5.22	(10.4)	74.5	4.94	(5.2)	5.45	6.28	(13.2)	16.4	6.12	(10.9)	6.81	7.33	(7.1)	24.9	7.36	(7.5)
毛利率(%)	59.0	58.9	0.1 ppts	1.3 ppts	59.2	(0.2)ppts	59.3	59.2	0.2 ppts	0.4 ppts	59.4	(0.1)ppts	59.3	59.1	0.2 ppts	(0.0)ppts	60.0	(0.6)ppts
營業率(%)	6.0	6.2	(0.2)ppts	2.2 ppts	6.0	0.0 ppts	6.2	6.8	(0.6)ppts	0.2 ppts	7.1	(0.9)ppts	7.3	7.4	(0.1)ppts	1.1 ppts	8.3	(1.0)ppts
淨利率(%)	4.1	4.6	(0.5)ppts	1.7 ppts	4.3	(0.2)ppts	4.9	5.3	(0.4)ppts	0.8 ppts	5.2	(0.3)ppts	5.8	5.8	(0.0)ppts	0.9 ppts	5.9	(0.1)ppts

資料來源：彭博；凱基預估

圖 3：美國營收維持穩健


資料來源：公司資料；凱基

圖 4：中國營收進一步下滑


資料來源：公司資料；凱基

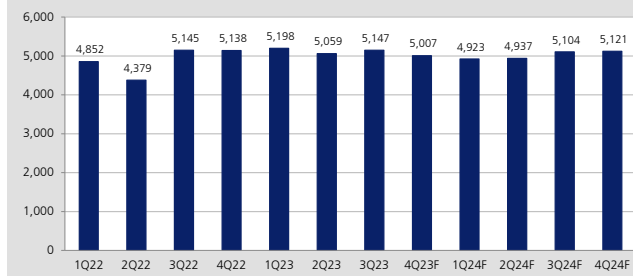
圖 5: 公司概況

成立於 2003 年的美食-KY 以 85 度 C 品牌從事咖啡與烘焙產品連鎖店的營運，旗下在台灣共 440 家店面供應麵包、蛋糕、咖啡與茶飲，其中超過 90% 為加盟店。公司於 2007 年進入中國市場，店面數截至 3Q23 為 575 家。美食-KY 另外在美國設有 71 家分店。2012 年透過合資開設首家香港據點，目前全港經營 6 家分店。3Q23 中國為美食-KY 最大營收來源，佔比為 51%，台灣地區則貢獻 14%。

資料來源：凱基

圖 7: 季營業收入

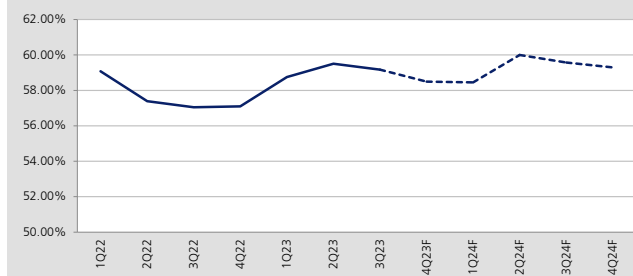
季營業收入，百萬元



資料來源：凱基

圖 9: 毛利率

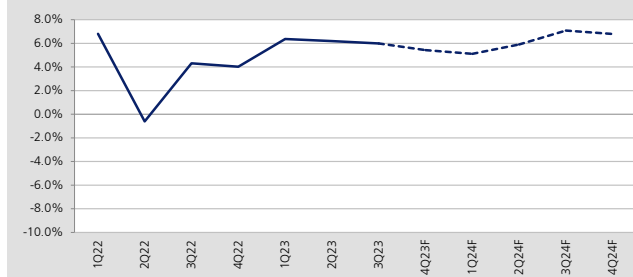
毛利率，百分比



資料來源：凱基

圖 11: 營業利潤率

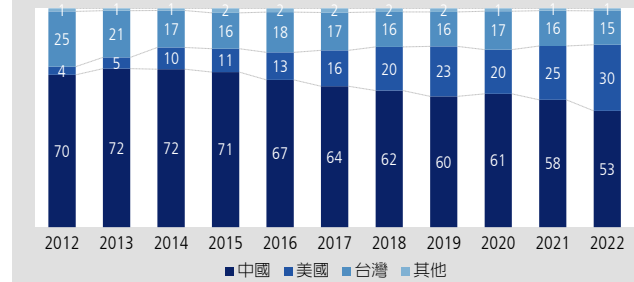
營業利潤率，百分比



資料來源：凱基

圖 6: 中國為主要營收來源

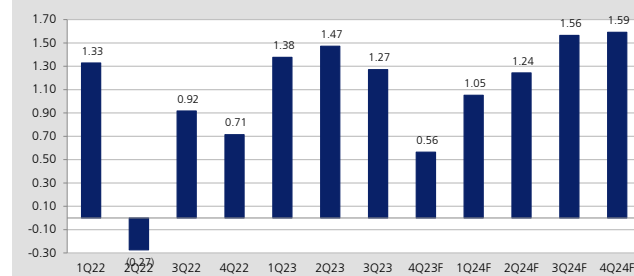
營收地區別，百萬元



資料來源：凱基

圖 8: 每股盈利

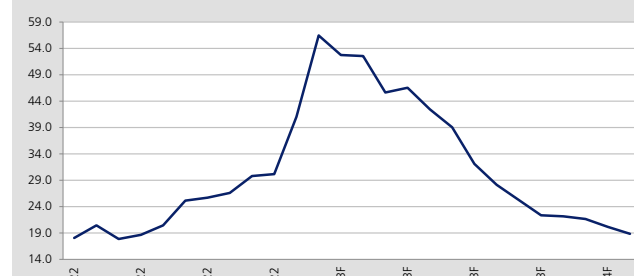
每股盈利，元



資料來源：凱基

圖 10: 本益比

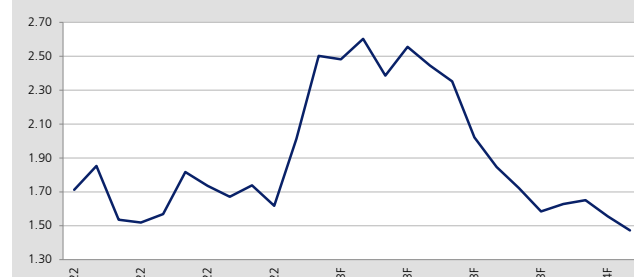
本益比，倍



資料來源：凱基

圖 12: 股價淨值比

股價淨值比，倍



資料來源：凱基

損益表

	季度								年度		
	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23A	Dec-23F	Mar-24F	Jun-24F	Sep-24F	Dec-24F	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
損益表 (NT\$百萬)											
營業收入	5,198	5,059	5,147	5,007	4,923	4,937	5,104	5,121	20,411	20,085	21,210
營業成本	(2,144)	(2,049)	(2,101)	(2,078)	(2,045)	(1,975)	(2,063)	(2,085)	(8,372)	(8,168)	(8,632)
營業毛利	3,054	3,010	3,045	2,929	2,877	2,963	3,040	3,037	12,039	11,917	12,579
營業費用	(2,723)	(2,697)	(2,737)	(2,658)	(2,626)	(2,671)	(2,679)	(2,689)	(10,815)	(10,665)	(11,032)
營業利益	331	313	308	271	251	292	361	348	1,223	1,252	1,547
折舊	(637)	(635)	(626)	19	(500)	(498)	(502)	(500)	(1,879)	(2,001)	(2,100)
攤提	(4)	(4)	(4)	(5)	(4)	(4)	(4)	(4)	(17)	(17)	(17)
EBITDA	972	952	938	257	756	794	868	852	3,119	3,270	3,664
利息收入	31	32	25	10	36	38	36	35	97	145	175
投資利益淨額	5	2	10	(0)	6	7	7	10	16	30	31
其他營業外收入	38	19	20	47	35	34	34	33	124	136	150
總營業外收入	73	53	55	57	77	79	77	78	237	311	356
利息費用	(45)	(42)	(40)	(30)	(38)	(40)	(40)	(42)	(156)	(159)	(162)
投資損失	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(10)	24	(31)	(132)	(20)	(15)	(15)	(10)	(150)	(60)	(62)
總營業外費用	(55)	(18)	(71)	(162)	(58)	(55)	(55)	(52)	(306)	(219)	(224)
稅前純益	349	348	291	166	270	316	383	374	1,155	1,344	1,678
所得稅費用[利益]	(111)	(88)	(60)	(52)	(81)	(92)	(102)	(88)	(312)	(363)	(453)
少數股東損益	10	5	(3)	(12)	-	-	-	-	-	-	-
非常項目前稅後純益	248	265	229	102	189	224	281	286	843	981	1,225
非常項目	0	(0)	(0)	0	-	-	-	-	-	-	-
稅後淨利	248	265	229	102	189	224	281	286	843	981	1,225
每股盈餘 (NT\$)	1.38	1.47	1.27	0.56	1.05	1.24	1.56	1.59	4.68	5.45	6.81
獲利率 (%)											
營業毛利率	58.8	59.5	59.2	58.5	58.5	60.0	59.6	59.3	59.0	59.3	59.3
營業利益率	6.4	6.2	6.0	5.4	5.1	5.9	7.1	6.8	6.0	6.2	7.3
EBITDA Margin	18.7	18.8	18.2	5.1	15.4	16.1	17.0	16.6	15.3	16.3	17.3
稅前純益率	6.7	6.9	5.7	3.3	5.5	6.4	7.5	7.3	5.7	6.7	7.9
稅後純益率	4.8	5.2	4.4	2.0	3.8	4.5	5.5	5.6	4.1	4.9	5.8
季成長率 (%)											
營業收入	1.2	(2.7)	1.7	(2.7)	(1.7)	0.3	3.4	0.3			
營業毛利	4.1	(1.4)	1.2	(3.8)	(1.8)	3.0	2.6	(0.1)			
營業收益增長	60.3	(5.3)	(1.7)	(11.9)	(7.4)	16.0	23.9	(3.6)			
EBITDA	15.8	(2.1)	(1.4)	(72.6)	193.5	5.1	9.3	(1.7)			
稅前純益	104.7	(0.3)	(16.3)	(43.0)	62.9	16.8	21.5	(2.5)			
稅後純益	93.0	6.9	(13.7)	(55.6)	86.4	18.2	25.8	1.7			
年成長率 (%)											
營業收入	7.1	15.5	0.0	(2.6)	(5.3)	(2.4)	(0.8)	2.3	4.6	(1.6)	5.6
營業毛利	6.5	19.8	3.8	(0.2)	(5.8)	(1.6)	(0.2)	3.7	7.0	(1.0)	5.6
營業收益	0.2		39.1	31.5	(24.0)	(6.9)	17.2	28.2	67.3	2.3	23.6
EBITDA	(1.9)	55.0	10.9	(69.3)	(22.2)	(16.6)	(7.5)	231.1	(5.2)	4.8	12.1
稅前純益	(0.3)		25.3	(2.7)	(22.6)	(9.3)	31.6	125.4	59.3	16.4	24.9
稅後純益	3.6		38.6	(20.9)	(23.6)	(15.5)	23.1	181.9	74.5	16.4	24.9

資料來源：公司資料，凱基

資產負債表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
資產總額	20,823	20,494	21,005	21,373	21,995
流動資產	8,283	7,379	8,327	9,646	11,376
現金及短期投資	6,710	5,626	6,548	7,898	9,556
存貨	764	936	948	922	977
應收帳款及票據	327	291	304	298	316
其他流動資產	482	528	528	528	528
非流動資產	12,539	13,114	12,677	11,727	10,619
長期投資	847	967	983	1,014	1,046
固定資產	5,691	6,537	6,083	5,102	3,962
什項資產	6,001	5,611	5,611	5,611	5,611
負債總額	9,899	9,699	10,041	10,214	10,591
流動負債	6,173	6,157	6,399	6,505	6,804
應付帳款及票據	1,479	1,388	1,406	1,368	1,450
短期借款	204	413	413	446	469
什項負債	4,489	4,356	4,580	4,690	4,886
長期負債	3,726	3,542	3,642	3,709	3,787
長期借款	-	-	100	167	244
其他負債及準備	364	331	331	331	331
股東權益總額	10,924	10,795	10,963	11,159	11,405
普通股股本	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
保留盈餘	5,571	4,949	5,117	5,313	5,558
少數股東權益	(68)	(104)	(104)	(104)	(104)
優先股股東資金	-	-	-	-	-

主要財務比率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
年成長率					
營業收入	0.9%	(1.7%)	4.6%	(1.6%)	5.6%
營業收益增長	(11.0%)	(48.3%)	67.3%	2.3%	23.6%
EBITDA	(14.4%)	(21.2%)	(5.2%)	4.8%	12.1%
稅後純益	7.7%	(55.8%)	74.5%	16.4%	24.9%
每股盈餘成長率	7.7%	(55.8%)	74.5%	16.4%	24.9%
獲利能力分析					
營業毛利率	59.2%	57.6%	59.0%	59.3%	59.3%
營業利益率	7.1%	3.7%	6.0%	6.2%	7.3%
EBITDA Margin	21.0%	16.9%	15.3%	16.3%	17.3%
稅後純益率	5.5%	2.5%	4.1%	4.9%	5.8%
平均資產報酬率	5.1%	2.3%	4.1%	4.6%	5.7%
股東權益報酬率	10.1%	4.4%	7.7%	8.8%	10.8%
穩定 \ 償債能力分析					
毛負債比率 (%)	1.9%	3.8%	4.7%	5.5%	6.3%
淨負債比率	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍數 (x)	9.1	5.1	8.4	9.4	11.4
利息及短期償保障倍數 (x)	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7
Cash Flow Int. Coverage (x)	19.3	14.4	17.4	18.6	20.5
Cash Flow/Int. & ST Debt (x)	9.2	4.3	4.8	4.9	5.3
流動比率 (x)	1.3	1.2	1.3	1.5	1.7
速動比率 (x)	1.2	1.0	1.2	1.3	1.5
淨負債 (NT\$百萬)	(4,806)	(1,785)	(2,607)	(3,857)	(5,415)
每股資料分析					
每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	4.68	5.45	6.81
每股現金盈餘 (NT\$)	19.90	14.19	15.08	16.46	18.45
每股淨值 (NT\$)	61.06	60.55	61.48	62.57	63.94
調整後每股淨值 (NT\$)	61.06	60.55	61.48	62.57	63.94
每股營收 (NT\$)	110.34	108.41	113.39	111.58	117.84
EBITDA/Share (NT\$)	23.20	18.28	17.33	18.17	20.36
每股現金股利 (NT\$)	5.00	2.50	3.75	4.36	5.45
資產運用狀況					
資產周轉率 (x)	0.92	0.94	0.98	0.95	0.98
應收帳款周轉天數	6.0	5.4	5.4	5.4	5.4
存貨周轉天數	34.4	41.3	41.3	41.3	41.3
應付帳款周轉天數	66.6	61.3	61.3	61.3	61.3
現金轉換周轉天數	(26.2)	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)

資料來源：公司資料，凱基

損益表

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營業收入	19,861	19,514	20,411	20,085	21,210
營業成本	(8,110)	(8,265)	(8,372)	(8,168)	(8,632)
營業毛利	11,751	11,248	12,039	11,917	12,579
營業費用	(10,336)	(10,517)	(10,815)	(10,665)	(11,032)
營業利益	1,415	731	1,223	1,252	1,547
總營業外收入	452	276	237	311	356
利息收入	138	140	97	145	175
投資利益淨額	17	24	16	30	31
其他營業外收入	297	112	124	136	150
總營業外費用	(367)	(282)	(306)	(219)	(224)
利息費用	(186)	(177)	(156)	(159)	(162)
投資損失	-	-	-	-	-
其他營業外費用	(181)	(105)	(150)	(60)	(62)
稅前純益	1,500	725	1,155	1,344	1,678
所得稅費用[利益]	(431)	(255)	(312)	(363)	(453)
少數股東損益	24	14	-	-	-
非常項目	-	0	-	-	-
稅後淨利	1,093	483	843	981	1,225
EBITDA	4,176	3,290	3,119	3,270	3,664
每股盈餘 (NT\$)	6.07	2.68	4.68	5.45	6.81

現金流量

NT\$百萬	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
營運活動之現金流量	3,583	2,555	2,715	2,962	3,320
本期純益	1,093	483	843	981	1,225
折舊及攤提	2,761	2,559	1,896	2,018	2,117
本期運用資金變動	(12)	(252)	(7)	(7)	9
其他營業資產及負債變動	(259)	(236)	(16)	(30)	(31)
投資活動之現金流量	312	(3,058)	(1,443)	(1,038)	(978)
投資用短期投資出售[新購]	953	(1,838)	-	-	-
本期長期投資變動	-	(1)	(1)	(1)	(1)
資本支出淨額	(947)	(1,446)	(1,425)	(1,020)	(960)
其他資產變動	306	227	(17)	(17)	(17)
自由現金流	2,795	1,319	1,339	1,888	2,278
融資活動之現金流量	(3,437)	(2,383)	(350)	(574)	(685)
短期借款變動	(656)	209	-	-	-
長期借款變動	(149)	-	100	100	100
現金增資	-	-	-	-	-
已支付普通股股息	(728)	(919)	(450)	(674)	(785)
其他融資現金流	(1,905)	(1,673)	(0)	0	0
匯率影響數	70	74	-	-	-
本期產生現金流量	529	(2,812)	922	1,350	1,658

投資回報率

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
1 - 營業成本/營業收入					
- 銷管費用/營業收入	52.0%	53.9%	53.0%	53.1%	52.0%
= 營業利益率	7.1%	3.7%	6.0%	6.2%	7.3%
1 / (營業運用資金/營業收入)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
+ 淨固定資產/營業收入	0.3	0.3	0.3	0.3	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	9.0	6.1	8.1	13.9	204.9
營業利益率	7.1%	3.7%	6.0%	6.2%	7.3%
x 資本周轉率	9.0	6.1	8.1	13.9	204.9
x (1 - 有效現金稅率)	71.3%	64.8%	73.0%	73.0%	73.0%
= 稅後 ROIC	45.8%	14.8%	35.3%	63.1%	1090.8%

資料來源：公司資料，凱基

美食-KY – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-11-09	增加持股	126.0	101.5
2023-08-24	增加持股	140.0	106.5
2023-07-10	增加持股	168.0	136.5
2023-06-01	增加持股	188.0	148.5
2023-05-10	增加持股	188.0	151.5
2023-04-18	增加持股	188.0	155.5
2023-03-23	增加持股	180.0	149.0
2023-03-21	增加持股	180.0	146.0
2023-02-13	增加持股	180.0	153.0
2022-11-25	增加持股	122.0	111.0

資料來源：TEJ，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 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 電話 852.2878.6888 · 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 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 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 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	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。
未評等 (R)	
*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價	

免責聲明

凱基證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱本公司）為開發金控集團之成員。本報告之內容皆來自本公司認可之資料來源，但不保證其完整性及精確性。報告內容所提及之各項業務、財務等相關檔案資料及所有的意見及預估皆基於本公司於特定日期所做之判斷，故有其時效性限制，遲後若有變更時，本公司將不做預告或更新。本報告內容僅供參考，並不提供或遊說客戶為買賣股票之投資依據。投資人應審慎考量本身之投資風險，並就投資結果自行負責。本公司及所屬集團成員，暨其主管或員工皆有可能持有報告中所提及的證券。本公司及所屬集團成員並可能經常提供投資銀行或其他服務給報告中提及之公司或向其爭取相關業務。本報告之著作權為本公司所有，非經本公司同意，本報告全文或部份內容，不得以任何形式或方式引用、轉載或轉寄。