

中國：食品

2016年3月2日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**20.2%**

 日期 **2016/03/01**

收盤價	RMB26.61
十二個月目標價	RMB32.00
前次目標價	RMB35.00
上海 A 股指數	2,860.1

資訊更新：

- ▶ 2015 年營收/獲利各年增 32.9%/26.4%至人民幣 23 億元/6.35 億元。營收較本中心預估高 2.6%，但獲利則較預期低 3.4%。

本中心觀點：

- ▶ 本中心持續看好湯臣倍健，係因主品牌穩健成長及新品牌可望持續帶動未來成長。
- ▶ 本中心獲利預估值大致維持不變，預估 2016/17 年獲利將年增 19.6%/22.4%。

公司簡介：湯臣倍健主要提供營養膳食補充劑，產品組合包含片劑、粉劑、膠囊等類型，主要在中國國內市場銷售。

股價相對上海 A 股指數表現


市值	RMB20,049.4 百萬元
六個月平均日成交量	RMB229.6 百萬元
總股本股數 (百萬股)	714.0
流通 A 股股數比例	59.1%
自由流通股數比例	37.3%
大股東；持股比例	梁允超, 48.8%
淨負債比率 (2016F)	(32.1%)
每股淨值 (2016F)	RMB6.74
股價淨值比 (2016F)	3.93 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
營業收入	1,705	2,266	2,760	3,415
營業利益 **	529	642	748	939
稅後純益 *	503	635	760	931
每股盈餘 (元)	0.76	0.89	1.06	1.30
每股盈餘年增率 (%)	(40.6)	16.5	19.6	22.4
每股股利 (元)	0.50	0.58	0.70	0.85
本益比 (倍)	34.7	29.8	24.9	20.3
殖利率 (%)	1.9	2.2	2.6	3.2
股東權益報酬率 (%)	21.5	18.2	16.2	18.8

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉珮均

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

蔡耀霆

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

湯臣倍健 (300146 CH)

潛在併購活動可望帶動投資價值提升

重申買進評等：湯臣倍健雖因銷售費用增加導致獲利低於預期，但本中心仍基於以下原因看好該公司：1) 新品牌持續帶動成長，公司預估佰嘉 (主要銷售「健力多」與「無限能」兩品牌) 將於 2016 年轉盈；2) 主品牌湯臣倍健穩健成長；3) 潛在併購活動可望帶動每股盈餘擴增，進而促進股價回升。該股目前股價相當於 25 倍 2016 年預估每股盈餘，低於其本益比歷史平均值之 48 倍。本中心重申該股買進評等，但目標價調降至人民幣 32 元。

湯臣倍健主品牌穩健成長；新品牌可望帶動未來成長：湯臣倍健主品牌 2015 年營收大幅年增 23.7%，總營收達人民幣 20.14 億元，印證本中心先前看法，亦即銷售網絡擴張將帶動主品牌營收回升。本中心預估 2016/17 年湯臣倍健主品牌營收將分別成長

15.6%/17.9%，新品牌 2015/16/17 年的總營收佔比將從 2014 年的 4.5% 升至 11.1%/15.6%/19.6%。我們認為公司自 2015 年調整品牌定位及開發銷售網絡等措施後，新品牌可望帶動公司未來成長。

新品牌相關費用增加導致獲利低於預期：2015 年毛利率年增 0.36 個百分點至 65.1%，顯示新品牌成長加速。然而，2015 年營業利益率 28.3% 則較本中心預估低 3.4 個百分點，係因新品牌業務擴大導致銷售費用高於預期。而公司也發布 2016 年第一季業績展望，預告在新品牌仍處於培育期使銷售費用攀升的狀況下，當季獲利將同比下滑 5%~ 上升 15%。

政策改變有助於併購活動：公司仍積極尋求海外併購目標，相關條件包括：1) 特定領域的一線品牌；2) 可與湯臣倍健產品線產生綜效並符合中國消費市場需求；3) 財務體質穩健。本中心預估，中國國家食品藥品監督管理局 (CFDA) 對進口營養膳食補充劑的政策改變將加速併購過程，有助於國內龍頭品牌業者收購海外品牌或與其結盟。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

獲利預估調整

圖 1：2015 年財報回顧

人民幣百萬元	2014 實際值	2015 實際值	年增率 (%)	2015 元大預估	差異	2015 市場預估	差異
營業收入	1,705	2,266	32.9%	2,209	2.6%	2,222	2.0%
營業毛利 (扣除增值稅後)	1,103	1,474	33.7%	1,443	2.2%	1,472	0.1%
營業利益 (調整後)	529	642	21.3%	702	-8.5%	766	-16.2%
稅前純益	592	740	24.9%	780	-5.2%	794	-6.9%
稅後純益 - 總計	503	620	23.4%	656	-5.5%	670	-7.4%
歸屬普通股股東稅後純益	503	635	26.4%	658	-3.4%	670	-5.1%
每股盈餘 (基本)	0.77	0.89	15.6%	0.90	-1.3%	0.94	-4.9%
每股盈餘 (稀釋)	0.76	0.89	17.1%	0.90	-1.3%	0.94	-4.9%
重要比率							
營業毛利率 (扣除增值稅後)	64.7%	65.1%	0.36	65.3%	-0.26	66.3%	-1.19
營業利益率 (調整後)	31.0%	28.3%	-2.70	31.8%	-3.43	34.5%	-6.14
稅前純益率	34.7%	32.7%	-2.08	35.3%	-2.66	35.8%	-3.10
稅後純益率-總計	29.5%	27.4%	-2.10	29.7%	-2.33	30.1%	-2.76
歸屬普通股股東稅後純益	29.5%	28.0%	-1.43	29.8%	-1.74	30.1%	-2.09

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

圖 2：湯臣倍健 - 2015/16/17 年獲利預估調整

人民幣百萬元	FY14A	FY15F	FY16F	FY17F	FY15F	FY16F	FY17F	FY15F	FY16F	FY17F
		調整前	調整前	調整前	調整後	調整後	調整後	差異	差異	差異
營業收入	1,705	2,209	2,849	3,550	2,266	2,760	3,415	2.6%	-3.1%	-3.8%
營業毛利 (扣除增值稅後)	1,103	1,443	1,865	2,332	1,474	1,818	2,272	2.2%	-2.5%	-2.6%
營業利益 (調整後)	529	702	929	1,159	642	748	939	-8.5%	-19.5%	-18.9%
稅前純益	592	780	1,004	1,233	740	873	1,069	-5.2%	-13.0%	-13.3%
稅後純益 - 總計	503	656	843	1,036	620	731	895	-5.5%	-13.3%	-13.6%
歸屬普通股股東稅後純益	503	658	846	1,040	635	760	931	-3.4%	-10.2%	-10.5%
每股盈餘 (基本)	0.77	0.90	1.16	1.42	0.89	1.06	1.30	-1.3%	-8.2%	-8.5%
每股盈餘 (稀釋)	0.76	0.90	1.16	1.42	0.89	1.06	1.30	-1.3%	-8.2%	-8.5%
重要比率										
營業毛利率 (扣除增值稅後)	64.7%	65.3%	65.5%	65.7%	65.1%	65.8%	66.5%	-0.26	0.39	0.84
營業利益率 (調整後)	31.0%	31.8%	32.6%	32.6%	28.3%	27.1%	27.5%	-3.43	-5.52	-5.14
稅前純益率	34.7%	35.3%	35.2%	34.7%	32.7%	31.6%	31.3%	-2.66	-3.60	-3.44
稅後純益率-總計	29.5%	29.7%	29.6%	29.2%	27.4%	26.5%	26.2%	-2.33	-3.10	-2.97
歸屬普通股股東稅後純益	45.6%	29.8%	29.7%	29.3%	28.0%	27.5%	27.2%	-1.74	-2.16	-2.04

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 3：同業評價比較表

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘			本益比(倍)			每股盈餘成長率(%)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
湯臣倍健	300146 CH	RMB26.61	2,956.7	0.89	1.06	1.30	29.8	24.9	20.3	16.5	19.6	22.4
全球同業												
Herbalife	HLF US	54.8	5,074	4.74	4.52	5.02	11.5	12.1	10.9	-9.4	-4.6	11.0
GNC	GNC US	28.5	2,114	2.92	3.21	3.52	9.8	8.9	8.1	2.9	10.1	9.8
Nu Skin	NUS US	30.5	1,702	2.90	2.48	2.90	10.5	12.3	10.5	-6.8	-14.4	17.1
Vitamin Shoppe	VSI US	27.6	711	2.10	2.32	2.51	13.1	11.9	11.0	-1.0	10.2	8.5
USANA	USNA US	112.7	1,439	7.34	8.23	9.32	15.4	13.7	12.1	31.1	12.1	13.2
全球同業平均							12.1	11.8	10.5	3.3	2.7	11.9
國內同業												
哈藥股份	600664 CH	9.4	2,748	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
仁和藥業	000650 CH	6.4	1,220	0.32	0.45	0.59	20.1	14.3	10.9	13.4	40.6	31.1
康恩貝	600572 CH	9.3	2,378	0.50	0.61	0.71	18.6	15.2	13.2	15.9	22.0	15.6
三精製藥	600829 CH	9.8	868	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
東阿阿膠	000423 CH	45.2	4,525	2.51	2.99	3.46	18.0	15.1	13.1	29.8	19.1	15.7
江中藥業	600750 CH	23.4	1,075	1.09	1.37	1.63	21.5	17.1	14.4	28.6	25.7	18.6
本地同業平均							19.6	15.4	12.9	21.9	26.9	20.3

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

注：每股盈餘數字均以當地貨幣計價

圖 4：同業評價比較表(續)

公司	代碼	股價	市值 (百萬美元)	股東權益報酬率(%)			每股淨值			股價淨值比(倍)		
				2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
湯臣倍健	300146 CH	RMB26.61	2,956.7	18.2	16.2	18.8	6.4	6.7	7.2	4.1	3.9	3.7
全球同業												
Herbalife	HLF US	54.8	5,074	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
GNC	GNC US	28.5	2,114	38.0	52.2	57.6	6.1	6.8	7.1	4.7	4.2	4.0
Nu Skin	NUS US	30.5	1,702	19.2	16.8	19.9	13.6	15.2	N.A.	2.2	2.0	N.A.
Vitamin Shoppe	VSI US	27.6	711	11.3	11.8	11.8	19.3	20.9	25.1	1.4	1.3	1.1
USANA	USNA US	112.7	1,439	30.8	25.3	25.4	30.9	40.0	N.A.	3.7	2.8	N.A.
全球同業平均				24.8	26.5	28.7				3.0	2.6	2.6
國內同業												
哈藥股份	600664 CH	9.4	2,748	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
仁和藥業	000650 CH	6.4	1,220	16.5	19.1	20.3	1.9	2.4	2.9	3.3	2.7	2.2
康恩貝	600572 CH	9.3	2,378	23.5	23.4	22.7	2.3	2.8	3.3	4.1	3.4	2.8
三精製藥	600829 CH	9.8	868	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
東阿阿膠	000423 CH	45.2	4,525	23.3	22.8	22.0	11.2	13.8	17.1	4.1	3.3	2.7
江中藥業	600750 CH	23.4	1,075	14.3	15.7	16.2	7.9	9.1	10.5	3.0	2.6	2.2
本地同業平均				19.4	20.2	20.3				3.6	3.0	2.5

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

圖 5：湯臣倍健 - 季度與年度簡明損益表 (合併)

(人民幣百萬元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015A	FY2015A	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
營業收入	578	599	604	485	2,266	674	731	768	588	2,760
銷貨成本	(211)	(195)	(211)	(175)	(792)	(228)	(247)	(265)	(203)	(908)
營業毛利	367	404	392	311	1,474	446	483	503	385	1,818
營業費用	(150)	(172)	(220)	(290)	(832)	(215)	(215)	(296)	(344)	(1,070)
營業利益	217	232	172	21	642	231	268	207	41	748
業外利益	21	17	26	33	98	28	35	28	36	125
稅前純益	238	250	198	54	740	258	303	235	77	873
少數股東權益	0	1	7	8	15	9	10	8	2	29
所得稅費用	(33)	(39)	(37)	(11)	(120)	(36)	(47)	(44)	(15)	(142)
歸屬母公司稅後純益	205	212	168	51	635	232	265	199	64	760
每股盈餘(依加權稀釋股數)(元)	0.30	0.30	0.24	0.07	0.89	0.32	0.37	0.28	0.09	1.06
加權平均股數	684	707	713	714	714	714	714	714	714	714
重要比率										
營業毛利率	63.5%	67.5%	65.0%	64.0%	65.1%	66.2%	66.2%	65.5%	65.5%	65.8%
營業利益率	37.5%	38.8%	28.6%	4.2%	28.3%	34.2%	36.7%	27.0%	7.0%	27.1%
稅前純益率	41.2%	41.7%	32.8%	11.1%	32.7%	38.3%	41.4%	30.6%	13.1%	31.6%
有效所得稅率	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	16.2%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	16.3%
季增率(%)										
營業收入	80.5%	3.8%	0.7%	(19.6%)	32.9%	38.9%	8.3%	5.1%	(23.4%)	21.8%
營業利益	2,411.6%	7.2%	(25.9%)	(88.1%)	21.3%	1,023.1%	16.1%	(22.6%)	(80.1%)	16.4%
稅後純益	758.0%	3.1%	(20.7%)	(69.7%)	26.4%	356.7%	14.5%	(25.1%)	(67.8%)	19.6%
每股稀釋盈餘	725.17%	(0.16%)	(21.43%)	(69.79%)	16.52%	356.67%	14.48%	(25.08%)	(67.79%)	19.60%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

註：標“A”為元大投顧彙整之歷史數據

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
現金與短期投資	1,530	1,537	1,444	1,540	1,726
存貨	234	229	309	308	416
應收帳款及票據	47	65	67	94	93
其他流動資產	48	81	1,315	1,256	1,177
流動資產	1,859	1,912	3,135	3,197	3,412
長期投資	1	49	866	955	1,043
固定資產	477	579	697	874	1,051
什項資產	118	161	207	150	150
其他資產	597	789	1,770	1,979	2,244
資產總額	2,455	2,701	4,905	5,176	5,656
應付帳款及票據	67	67	79	90	139
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	147	176	256	271	381
流動負債	214	243	335	361	520
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	8	10	17	12	13
長期負債	8	10	17	12	13
負債總額	223	253	352	373	533
股本	328	658	728	714	714
資本公積	1,163	874	2,639	2,639	2,639
保留盈餘	742	916	1,188	1,450	1,772
換算調整數	0	0	7	7	7
歸屬母公司之權益	2,233	2,448	4,562	4,811	5,132
少數股權	0	0	(8)	(8)	(8)
股東權益總額	2,233	2,448	4,554	4,802	5,124

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期純益	422	503	620	731	895
折舊及攤提	41	50	108	122	122
本期營運資金變動	87	(18)	(1,225)	61	130
其他營業資產	0	0	(32)	(88)	(88)
營運活動之現金流量	550	535	(528)	825	1,058
資本支出	(113)	(139)	(190)	(250)	(250)
本期長期投資變動	0	(48)	(786)	0	0
其他資產變動	(37)	(55)	(82)	8	(49)
投資活動之現金流量	(150)	(242)	(1,058)	(242)	(299)
股本變動	(116)	(288)	1,486	(482)	(573)
本期負債變動	0	2	7	(5)	1
其他調整數	0	0	0	0	0
融資活動之現金流量	(116)	(286)	1,492	(487)	(572)
本期產生現金流量	284	7	(93)	96	187
自由現金流量	348	276	(863)	537	766

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
營業收入	1,482	1,705	2,266	2,760	3,415
銷貨成本	(541)	(602)	(792)	(908)	(1,100)
營業毛利	941	1,103	1,474	1,818	2,272
營業費用	(471)	(574)	(832)	(1,070)	(1,333)
營業利益	470	529	642	748	939
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(34)	(44)	(51)	(55)	(55)
利息收入淨額	(34)	(44)	(51)	(55)	(55)
投資利益(損失)淨額	0	0	32	88	88
其他業外收入(支出)淨額	68	107	117	93	97
非常項目淨額	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
稅前純益	503	592	740	873	1,069
所得稅費用	(82)	(90)	(120)	(142)	(174)
少數股權淨利	0	0	15	29	36
歸屬母公司之淨利	422	503	635	760	931
稅前息前折舊攤銷前淨利	511	579	750	869	1,061
每股盈餘 (RMB)	1.29	0.76	0.89	1.06	1.30
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	1.29	0.76	0.89	1.06	1.303

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成長率 (%)					
營業收入	39.0	15.0	32.9	21.8	23.7
營業利益	57.6	12.7	21.3	16.4	25.6
稅前息前折舊攤銷前淨	58.2	13.4	29.5	15.8	22.1
稅後純益	50.4	19.2	26.4	19.6	22.4
每股盈餘	0.27	(40.57)	16.52	19.60	22.44
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	63.5	64.7	65.1	65.8	66.5
營業利益率	31.7	31.0	28.3	27.1	27.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.5	34.0	33.1	31.5	31.1
稅後純益率	28.4	29.5	28.0	27.5	27.2
資產報酬率	18.5	19.5	16.3	14.5	16.5
股東權益報酬率	20.3	21.5	18.2	16.2	18.8
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
淨負債比率 (%)	(68.5)	(62.8)	(31.7)	(32.1)	(33.7)
利息保障倍數 (倍)	15.6	14.5	15.4	16.8	20.3
利息及短期債	15.6	14.5	15.4	16.8	20.3
現金流量對利息保障倍數 (倍)	16.0	12.2	N.A.	14.9	19.1
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	16.0	12.2	N.A.	14.9	19.1
流動比率 (倍)	8.7	7.9	9.4	8.9	6.6
速動比率 (倍)	7.6	6.9	8.4	8.0	5.8
淨負債 (RMB 百萬元)	(1,530.1)	(1,537.04)	(1,443.64)	(1,539.55)	(1,726.48)
每股淨值 (RMB)	6.81	3.72	6.39	6.74	7.19
評價指標 (倍)					
本益比	20.6	34.7	29.8	24.9	20.3
股價自由現金流量比	25.0	63.2	(21.9)	35.2	24.7
股價淨值比	3.9	7.1	4.1	3.9	3.7
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	17.0	30.1	25.2	21.8	17.8
股價營收比	5.9	10.2	8.4	6.9	5.5

資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

湯臣倍健 (300146 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2015/09/01	29.79	34.20	34.20	買進	劉珮昀
2	2015/10/21	30.20	35.00	35.00	買進	劉珮昀
3	2016/03/02	26.61	32.00	32.00	買進	劉珮昀

資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	225	48%
持有-超越同業	113	24%
持有-落後同業	42	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計:	472	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓