

中國：食品

2016年6月15日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**18.4%**

 日期 **2016/06/15**

收盤價	RMB13.51
十二個月目標價	RMB16.00
前次目標價	RMB16.00
上海 A 股指數	3,022.0

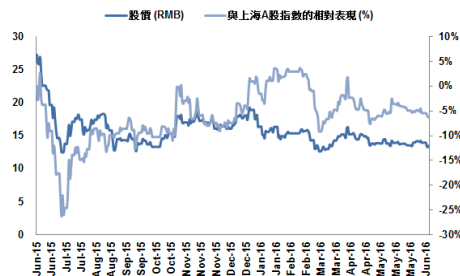
資訊更新：

► 西王食品收購加拿大 **lovate Health** (2015 年天貓銷售排名第 6)，我們認為對湯臣倍健影響為中性，係因西王收購案在產品組合或銷售通路上均無綜效。

本中心觀點：

► 我們建議在中國食品藥品監督管理總局 (CFDA) 保健品註冊備案雙軌制於 7 月 1 日生效前佈局此股，係因新規將明顯改善競爭態勢，有利具批文優勢之公司。重申買進，目標價人民幣 16 元。

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	RMB19,670.9 百萬元
六個月平均日成交量	RMB201.7 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,456.0
流通 A 股股數比例	59.1%
自由流通股數比例	39.0%
大股東：持股比率	梁允超, 48.8%
淨負債比率 (2016F)	(24.2%)
每股淨值 (2016F)	RMB3.05
股價淨值比 (2016F)	4.43 倍

簡明損益表 (RMB 百萬元)

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	1,705	2,266	2,742	3,415
營業利益 **	529	642	748	939
稅後純益 *	503	635	764	897
每股盈餘 (元)	0.38	0.44	0.52	0.62
每股盈餘年增率 (%)	(40.6)	14.3	20.2	17.4
每股股利 (元)	0.50	0.60	0.72	0.85
本益比 (倍)	35.4	31.0	25.7	21.9
殖利率 (%)	3.7	4.4	5.3	6.3
股東權益報酬率 (%)	20.5%	13.9%	17.2%	21.0%

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉珮昀

+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)
CFDA 即將實施保健品註冊備案雙軌制，有利國內具批文優勢業者

重申買進評等，目標價維持人民幣 16 元：西王食品近期收購加拿大領先運動膳食補充劑業者 **lovate Health**，印證了本中心看法，亦即 CFDA 保健品註冊及備案雙軌制施行 (於 2016 年 7 月起生效，參見本中心 3 月 16 日報告) 將促成更多併購案。我們認為湯臣倍健將成為 CFDA 新規最大受惠者，係因其持有大量批文的優勢，且與 **NBTY** 合作，使其得以把握電子商務銷售熱潮。個股目前股價相當於 26 倍 2016 年預估每股盈餘，與其歷史均值的 32 倍相較具吸引力。

西王近期收購 **lovate**，對湯臣倍健影響為中性：西王食品股份有限公司於 6 月 14 日宣布將收購加拿大營養膳食補充劑製造商 **lovate Health Sciences International Inc.**，購買價款為 7.3 億美元。由於西王主要經營食用油業務，而 **lovate Health** 為運動膳食補充劑的領先廠商，併購案似乎並無產品組合或銷售通路上的綜效，因此我們認為對湯臣倍健或其合資公司之品牌 **Met-RX/Nature's Bounty** 影響有限。然而由於 CFDA 新規將在 7 月生效 (參見圖 4)，我們認為本地業者仍具有併購的機會，以把握新興的膳食補充劑需求。

跨境電商新規定暫緩一年實施：中國財政部近期宣佈，將暫緩實施跨境電商進口商品的正面清單及通關單新規定一年，以減輕對跨境電商廠商的短期影響。稅率較高的新稅制仍維持不變。但我們認為一年的暫緩期不足以讓廠商取得 CFDA 批文，係因取得批文通常需時兩年，而新 CFDA 規定仍預定將在今年 7 月上路。

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。

CFDA 新規仍然適用

跨境電商進口商品正面清單及通關單新規暫緩實施

中國財政部近期宣佈，將暫緩實施跨境電商進口商品的正面清單及通關單新規定一年，以減輕對跨境電商廠商的短期影響。根據此通知，稅率較高的新稅制仍舊維持不變 (參見本中心 4 月 26 日報告)。

短期影響減輕，但 CFDA 新制仍舊預定於 7 月上路

我們認為此規定將減輕大部份跨境電商業者短期因新制所受的衝擊，並提供一年過渡期讓公司取得認證。但有鑑於 1) CFDA 註冊時程約兩年，代表對大多數膳食補充劑品牌而言，一年的暫緩期不足; 2) 新的 CFDA 規定要求膳食補充劑產品備案且註冊，且根據本中心通路調查，該新規仍將於 2016 年 7 月 1 日起生效。本中心維持原先觀點，亦即政策改變將改善競爭態勢，有利已符合 CFDA 規定、批文數量佔優勢的公司。

圖 1：中國國家食品藥品監督管理總局的註冊與備案規定

產品	措施	方式
1	原料在保健食品管理目錄以外的國內保健食品	註冊
2	首次進口至中國的保健食品	
3	使用的原料已經列入保健食品原料目錄的國內保健食品	備案
4	首次進口屬於補充維生素、礦物質等營養物質的保健食品。其營養物質應列入保健食品原料目錄。	
產品宣稱之功效應被列入保健食品目錄。		

資料來源：中國國家食藥監局、元大投顧

圖 2：保健食品原料目錄

序號	原料名稱	保健功能
1	鈣(Ca, mg)	補充鈣
2	鎂(Mg, mg)	補充鎂
3	鉀(K, mg)	補充鉀
4	錳(Mn, mg)	補充錳
5	鐵(Fe, mg)	補充鐵
6	鋅(Zn, mg)	補充鋅
7	硒(Se, µg)	補充硒
8	銅(Cu, mg)	補充銅
9	維生素 A(視黃醇, µg)	補充維生素 A
10	維生素 D(D2、D3, µg)	補充維生素 D
11	維生素 B1 (硫胺素, mg)	補充維生素 B1
12	維生素 B2 (核黃素, mg)	補充維生素 B2
13	維生素 B6 (吡哆醇, mg)	補充維生素 B6
14	維生素 B12 (氰鈷氨酸/經鈷氨酸, µg)	補充維生素 B12
15	煙酸(煙酸, mg)	補充煙酸
16	葉酸(蝶酰谷氨酸, µg)	補充葉酸
17	生物素(生物素, µg)	補充生物素
18	膽鹼(膽鹼, mg)	補充膽鹼
19	維生素 C (抗壞血酸, mg)	補充維生素 C
20	維生素 K (K1, µg)	補充維生素 K
21	泛酸(泛酸, mg)	補充泛酸
22	維生素 E (α-生育酚, mg)	補充維生素 E

資料來源：中國海關總署、元大投顧

圖 3：中國國家食品藥品監督管理總局批文數

	國產	進口	總計
同仁堂	142	1	143
湯臣倍健	124	0	124
哈藥	101	0	101
安麗(Amway)	50	1	51
天獅	50	0	50
無限極	43	0	43
交大昂立	34	0	34
完美(中國)	24	0	24
賽諾菲民生健康藥業	22	0	22
賀寶芙(Herbalife)	13	8	21
碧生源	20	0	20

資料來源：中國國家食品藥品監督管理總局、元大投顧

中國的膳食補充劑市場為眾所矚目焦點...以及線下通路

由於政策異動，去年出現數樁大型併購及合作案，如合生元於 2015 年 9 月收購 SWISSE、湯臣倍健與 NBTY 共組合資公司，最新則為西王於 2016 年 6 月 14 日公佈將以 7.3 億美元收購加拿大的 Iovate Health。為了把握中國興起的膳食補充劑需求，且符合 CFDA 更趨嚴格的規定，之前透過跨境電商或 C2C 通路銷售的國際廠牌都在尋求方法，以避開更嚴格的規定，繼續參與新興的膳食補

充劑需求浪潮。近期眾多併購案顯示與中國公司合作為解決之道，係因中國公司擁有本地經驗及線下銷售通路。

圖 4：2015 年天貓排名

天貓排名	海外品牌	直銷 (是/否)	母公司
1	SWISSE	否	合生元
2	Herbalife	是	Herbalife
3	Amway	是	Amway
4	GNC	否	GNC
5	Puritan's Pride	是	NBTY
6	Muscletech	否	西王(000639CH)於 2016 年 6 月宣佈購併
7	Blackmores	否	Blackmores
8	MET-RX*	否	NBTY
9	Nature's Bounty*	否	NBTY
10	USANA	是	USANA

*湯臣倍健與 NBTY 在中國成立合資公司，該公司擁有 NBTY 旗下兩大品牌美瑞克斯 (Met-RX) 和自然之寶 (Nature's Bounty) 在中國市場的使用權

資料來源：公司資料、天貓、元大投顧

圖 5：中國食藥監局法規調整催生近期多個併購/合夥項目

日期	公司	合作方式	支付價格	取得股權比例
2016/6/14	西王食品 (000639.CH) Iovate Health Sciences	西王食品收購 Iovate Health Sciences	USD 730 mn	100%
2016/3/11	湯臣倍健 (300146.CH) NBTY	成立合資公司	RMB 80~120mn	60%
2016/3/8	同仁堂 (600085.CH) Natural Factors	戰略結盟	N.A.	N.A.
2015/12/23	金達威 (002626.CH)	金達威子公司和 Zhang He、張葳成立合資公司	USD 15,300	51%
2015/11/3	雲集微店 Blackmores (BKL.AU)	戰略結盟	N.A.	N.A.
2015/9/1	合生元 (1112.HK) SWISSE	合生元收購 SWISSE	AUD 1,213 mn	83%
2015/9/18	網易考拉 (NTES.US) Pharmacare	戰略結盟	N.A.	N.A.
2015/9/18	網易考拉 Blackmores (BKL.AU)	戰略結盟	N.A.	N.A.
2015/6/29	金達威 (002626.CH) Vitatech	金達威收購 Vitatech	USD 96mn	100%
2015/5/29	中生聯合 (3332.HK) Goodhealth	中生聯合收購 Goodhealth	NZD 23mn	100%
2015/1/14	金達威 (002626.CH) Doctor's Best Holdings Inc	金達威收購 Doctor's Best Holdings Inc	USD 32mn	51%

資料來源：元大投顧

圖 6：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(%)		
				2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F
湯臣倍健	300146 CH	RMB13.51	2,981.8	0.44	0.52	0.62	31.0	25.7	21.9	14.29	20.21	17.39
全球同業												
Herbalife	HLF US	59.0	5,479	4.87	5.30	4.99	12.1	11.1	11.8	5.8	8.9	-5.8
GNC	GNC US	25.3	1,727	2.87	3.07	3.45	8.8	8.2	7.3	-2.0	7.3	12.2
Nu Skin	NUS US	40.1	2,246	2.71	3.09	3.36	14.8	13.0	12.0	20.3	14.3	8.5
Vitamin Shoppe	VSI US	30.4	737	2.32	2.54	2.87	13.1	12.0	10.6	15.1	9.3	13.1
USANA	USNA US	118.0	1,413	8.01	9.41	N.A.	14.7	12.5	N.A.	11.5	17.5	N.A.
Blackmores	BKL AU	135.0	1,713	5.74	7.13	8.22	23.5	18.9	16.4	113.1	24.3	15.3
全球同業平均							14.5	12.6	11.6	27.3	13.6	8.6
國內同業												
仁和藥業	000650 CH	7.4	1,382	0.42	0.54	0.67	17.5	13.6	11.0	43.2	28.6	24.1
康恩貝	600572 CH	6.5	2,486	0.26	0.29	0.32	25.6	22.9	20.4	10.2	11.8	12.3
東阿阿膠	000423 CH	50.9	5,047	2.82	3.22	3.67	18.0	15.8	13.9	23.2	14.2	13.8
江中藥業	600750 CH	30.1	1,371	1.43	1.72	2.04	21.1	17.5	14.8	25.6	20.3	18.3
金達威	002626.CH	15.0	1,312	0.43	0.56	N.A.	35.2	27.0	N.A.	137.5	30.4	N.A.
交大昂立	600530.CH	20.2	954	0.46	0.49	N.A.	43.8	41.2	N.A.	N.A.	6.5	N.A.
合生元	1112.HK	25.8	2,092	1.17	1.22	1.45	22.0	21.2	17.8	188.2	4.1	19.2
本地同業平均							26.2	22.7	15.6	71.3	16.6	17.5

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧預估

註：每股盈餘數字均以當地貨幣計價

圖 7：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)		
				2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F
湯臣倍健	300146 CH	RMB13.51	2,981.8	13.9	17.2	21.0	3.13	3.05	2.93	4.3	4.4	4.6
全球同業												
Herbalife	HLF US	59.0	5,479	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
GNC	GNC US	25.3	1,727	49.2	56.2	66.1	5.6	5.8	5.8	4.5	4.4	4.4
Nu Skin	NUS US	40.1	2,246	18.1	20.4	N.A.	14.0	13.2	N.A.	2.9	3.0	N.A.
Vitamin Shoppe	VSI US	30.4	737	12.0	15.3	11.9	18.7	20.1	25.5	1.6	1.5	1.2
USANA	USNA US	118.0	1,413	25.0	27.2	N.A.	30.9	40.3	N.A.	3.8	2.9	N.A.
Blackmores	BKL AU	135.0	1,713	63.6	62.8	59.5	9.8	12.5	15.5	13.7	10.8	8.7
全球同業平均				33.6	36.4	45.8				5.3	4.5	4.8
國內同業												
仁和藥業	000650 CH	7.4	1,382	18.0	18.6	18.8	2.4	2.9	3.6	3.1	2.5	2.1
康恩貝	600572 CH	6.5	2,486	13.7	13.6	13.5	1.9	2.2	2.5	3.5	3.0	2.6
東阿阿膠	000423 CH	50.9	5,047	22.6	21.8	20.8	13.1	16.1	19.7	3.9	3.2	2.6
江中藥業	600750 CH	30.1	1,371	17.5	18.2	18.9	8.9	10.2	11.7	3.4	3.0	2.6
金達威	002626.CH	15.0	1,312	15.5	18.6	N.A.	2.9	3.1	N.A.	5.3	4.8	N.A.
交大昂立	600530.CH	20.2	954	17.6	13.6	N.A.	1.9	2.8	N.A.	10.7	7.2	N.A.
合生元	1112.HK	25.8	2,092	16.2	16.4	16.8	6.5	7.6	9.0	4.0	3.4	2.9
本地同業平均				17.9	18.0	18.0				3.5	2.9	2.4

資料來源：公司資料、元大投顧預估

圖 8：12 個月預估本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
現金與短期投資	1,530	1,537	1,444	1,072	477
存貨	234	229	309	317	406
應收帳款及票據	47	65	67	93	94
其他流動資產	48	81	1,315	1,330	1,440
流動資產	1,859	1,912	3,135	2,812	2,418
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	1,978	2,243
資產總額	2,455	2,701	4,905	4,790	4,662
應付帳款及票據	67	67	79	93	136
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	147	176	256	256	256
流動負債	214	243	335	349	392
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	361	405
股本	328	658	728	1,456	1,456
資本公積	1,163	874	2,639	1,911	1,911
保留盈餘	742	916	1,188	1,062	891
換算調整數	0	0	7	7	7
歸屬母公司之權益	2,233	2,448	4,562	4,437	4,265
少數股權	0	0	(8)	(8)	(8)
股東權益總額	2,233	2,448	4,554	4,429	4,257

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	2015A	2016F	2017F
本期純益	422	503	620	748	878
折舊及攤提	37	44	60	87	85
本期營運資金變動	17	16	10	(19)	(48)
其他營業資產	151	(1)	(55)	(15)	(110)
營運活動之現金流量	627	561	635	801	805
資本支出	(168)	(197)	(270)	(250)	(250)
本期長期投資變動	0	(40)	(1,950)	(88)	(88)
其他資產變動	(3)	0	5	44	(12)
投資活動之現金流量	(171)	(236)	(2,214)	(295)	(350)
股本變動	0	36	1,847	0	0
本期負債變動	0	0	0	(5)	1
其他調整數	(131)	(328)	(364)	(874)	(1,050)
融資活動之現金流量	(131)	(292)	1,483	(878)	(1,049)
匯率影響數	0	0	0	0	0
本期產生現金流量	324	32	(96)	(372)	(595)
自由現金流量	455	324	(1,579)	507	455

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	2015A	2016F	2017F
營業收入	1,482	1,705	2,266	2,742	3,415
銷貨成本	(523)	(580)	(764)	(922)	(1,100)
營業毛利	959	1,125	1,502	1,820	2,315
營業費用	(489)	(596)	(860)	(1,072)	(1,376)
營業利益	470	529	642	748	939
利息收入	34	44	51	44	44
利息費用	0	0	0	0	0
利息收入淨額	34	44	51	44	44
投資利益(損失)淨額	0	0	32	81	88
其他業外收入(支出)淨額	(1)	19	15	34	(6)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	503	592	740	907	1,065
所得稅費用	(82)	(90)	(120)	(158)	(186)
稅後純益	422	503	620	748	878
少數股權淨利	0	0	15	16	18
歸屬母公司之淨利	422	503	635	764	897
稅前息前折舊攤銷前淨利	506	573	702	835	1,024
每股盈餘 (RMB)	0.64	0.38	0.44	0.52	0.62
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.64	0.38	0.44	0.52	0.616

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	2015A	2016F	2017F
年成長率 (%)					
營業收入	39.0	15.0	32.9	21.0	24.6
營業利益	57.6	12.7	21.3	16.5	25.5
稅前息前折舊攤銷前淨	58.4	13.1	22.6	18.9	22.7
稅後純益	50.4	19.2	26.4	20.2	17.4
每股盈餘	0.27	(40.57)	14.29	20.21	17.39
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	64.7	66.0	66.3	66.4	67.8
營業利益率	31.7	31.0	28.3	27.3	27.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	34.2	33.6	31.0	30.4	30.0
稅後純益率	28.4	29.5	28.0	27.9	26.3
資產報酬率	18.5	19.5	16.3	15.4	18.6
股東權益報酬率	18.9	20.5	13.9	17.2	21.0
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)	(24.2)	(11.2)
利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期債	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
現金流量對利息保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
流動比率 (倍)	8.7	7.9	9.4	8.1	6.2
速動比率 (倍)	7.6	6.9	8.4	7.1	5.1
淨負債 (RMB 百萬元)	(1,530)	(1,537)	(1,444)	(1,072)	(477)
每股淨值 (RMB)	3.40	1.86	3.13	3.05	2.93
評價指標 (倍)					
本益比	21.0	35.4	31.0	25.7	21.9
股價自由現金流量比	19.5	54.8	(12.5)	38.8	43.3
股價淨值比	4.0	7.3	4.3	4.4	4.6
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	17.5	31.0	28.0	23.6	19.2
股價營收比	6.0	10.4	8.7	7.2	5.8

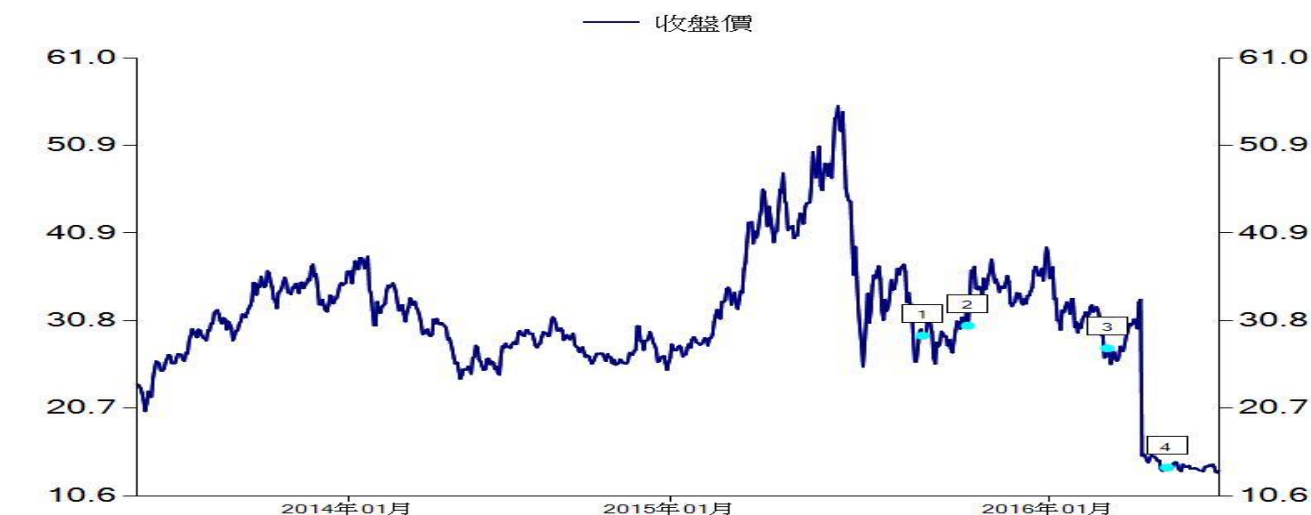
資料來源：公司資料、元大投顧

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
4	2016/04/26	13.66	16.00	16.00	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	223	47%
持有-超越同業	116	24%
持有-落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計：	475	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請。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