

买入

2025年2月7日

2025年加速训练FSD，期待Robotaxi落地德州

- **2024 财年第四季度业绩情况：**2024 年第四季度交付量同比增加 2%至 49.6 万台；产量同比减少 7%至 45.9 万台。Q4 总收入为 257.07 亿美元，同比增长 2%，不及市场预期。总毛利率为 16.3%，环比下降 3.5 个百分点，同比下降 1.38 个百分点。运营费用为 25.96 亿美元，同比增长 9%；运营利润率为 6.2%，同比下降 2.04 个百分点。净利润为 23.17 亿美元，同比减少 71%，符合市场预期。季度末现金及现金等价物为 365.63 亿美元，同比增长 26%；自由现金流为 20.31 亿美元，同比减少 2%。
- **汽车毛利率较上季度下降至 16.6%：**汽车业务毛利率为 16.6%，环比下降 3.5 个百分点，同比下降 2.3 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 6.92 亿美元后，汽车业务毛利率为 13.6%，环比下降 3.5 个百分点，同比下降 3.6 个百分点，主要由于：1) 降价销售，公司为达既定的销量目标开启了多轮降价销售，平均销售单价因此下降；2) 材料成本降低带动生产成本降低；3) 开始生产焕新版 Model Y。
- **储能业务部署量创新高，4680 电池产能持续爬坡：**Q4 储能业务毛利率为 25.2%，增长阻力仍是受制于产能。目前上海储能工厂的建设完毕，开始产能爬坡；开始计划投资建设第三家储能工厂。此外，4680 电池内部产能有望于 2025 年超过 2500 辆 Cybertrucks/周。
- **FSD V12/V13 本季度累计里程超过 8 亿英里：**截至第四季度，FSD V12/V13 累计里程超过 8 亿英里，里程数直线增长。德州工厂启动了 Cortex 集群，未来将继续投资算力。
- **目标价 480.00 美元，维持买入评级：**预计未来三年公司交付量为 230.0 万/290.8 万/372.1 万台，收入预测为 1267 亿/1644 亿/2633 亿美元，未来三年均维持盈利水平。我们使用自由现金流折现对公司进行估值，WACC 10%，永续增长率为 3%，求得合理股价为 480.00 美元，相当于 2025 财年 Non-GAAP 每股盈利的 65.98 倍，比当前股价高出 26.93%，维持买入评级。
- **风险提示：**美国 IRA 补贴取消、中国市场竞争加剧、FSD 中欧推送不达预期、出行软件监管问题、机器人产能不达预期。

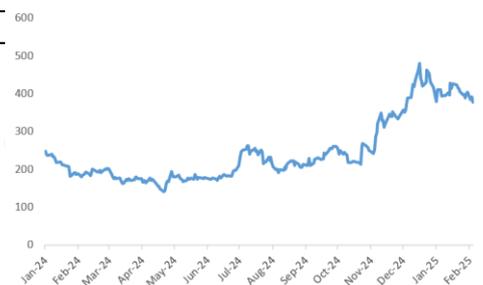
李京霖
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
李倩
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车
股价	378.17 美元
目标价	480.00 美元 (26.93%)
股票代码	TSLA
总股本	32.17 亿股
市值	1.22 万亿美元
52 周高/低	488.54 美元/ 138.80 美元
每股账面值	22.66 美元
主要股东	Elon Musk 12.77% Vanguard 7.45% 贝莱德 6.05% 道富 3.47% Geode Capital 1.85%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (美元百万元)	96,773	97,690	126,724	164,382	263,346
变动	18.80%	0.95%	29.72%	29.72%	60.20%
Non-GAAP 净利润	10,882	8,419	16,558	26,059	49,640
Non-GAAP 每股盈利	3.12	2.42	4.67	7.28	13.71
变动	-23.27%	-22.51%	93.17%	55.63%	88.38%
基于378美元的市盈率 (估)	121.03	156.20	80.86	51.96	27.58
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

财务摘要

2024年第四季度业绩情况

四季度收入不及预期，净利润符合市场一致预期

第四季度，公司实现营收 257.07 亿美元，同比增长 2%，不及市场预期。总毛利率为 16.3%，环比下降 3.5 个百分点，同比下降 1.38 个百分点。运营费用为 25.96 亿美元，同比增长 9%；运营利润率为 6.2%，同比下降 2.04 个百分点。净利润为 23.17 亿美元，同比减少 71%，符合市场预期。季度末现金及现金等价物为 365.63 亿美元，同比增长 26%；自由现金流为 20.31 亿美元，同比减少 2%。

剔除碳积分后汽车毛利率为 13.6%

第四季度，汽车业务收入为 197.98 亿美元，同比减少 8%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比减少 9.5% 至 191.06 亿美元，汽车租赁收入同比下降 10.6% 至 4.47 亿美元。汽车业务毛利率为 16.6%；ZEV Credit 贡献 6.92 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 13.6%。公司透露汽车毛利率主要是受推出新款 Model Y 的折旧和其他成本增加影响，会在产能上升后消除。

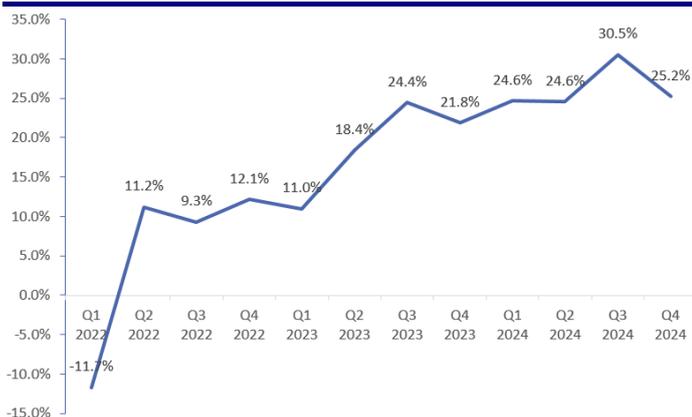
储能部署量达到新高，毛利率为 25%，维持在高水平

第四季度，发电与储能业务收入为 30.61 亿美元，同比增长 113%，高于市场预期。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署为 11 GWh，同比增长 243%，达到历史最高水平。能源业务毛利率为 25.2%。公司表示发电与储能业务是公司成长速度最快的业务，目前主要是受制于产能问题，上海工厂还在爬坡，计划建设第三个储能工厂。

未来将继续向北美地区以外的其他电动车开放超级充电站网络

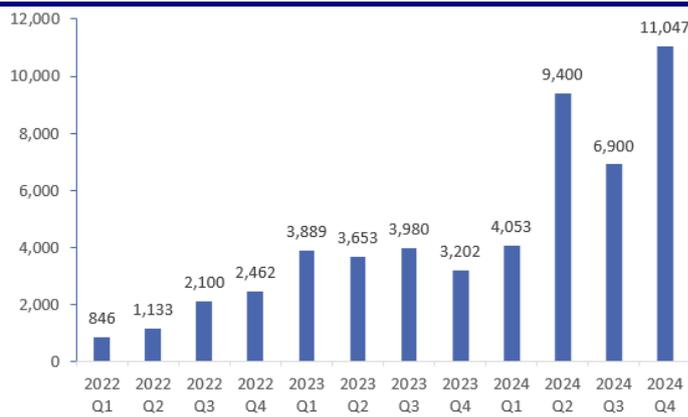
服务和其他业务收入为 28.48 亿美元，同比增长 31%，超出市场预期。毛利同比增长 1.5 个百分点，但环比有所下降。主要是由于由于服务中心成本较高和二手车业务利润降低的结果。公司将继续扩大超级充电网络，本季度发布了已加入以及即将加入超充网络的汽车制造商名单，在未来几个季度公司将继续与致力于 NACS 的 OEM 合作，同时也在北美以外地区向其他电动汽车开放更多站点，这两者都将推动收入和利润的增加。

图表 1: 2022 Q1 - 2024 Q4 储能毛利率 (%)



资料来源：公司披露

图表 2: 2022 Q1 - 2024 Q4 储能部署 (MWh)



资料来源：公司披露

24年Q4交付495,570台 四季度公司共交付495,570台电动车，环比增加7%，同比增加2%。其中，Model 3/Y 471,930台，其他车型23,640台。

24年Q4生产459,445万台 四季度公司共生产459,445台电动车，环比减少2%，同比减少7%。其中，Model 3/Y 436,718台，其他车型22,727台。季度产销比为108%，全球库存天数环比减少20%至12天。

图表 3：2022 Q1 - 2024 Q4 主营业务收入（千美元）



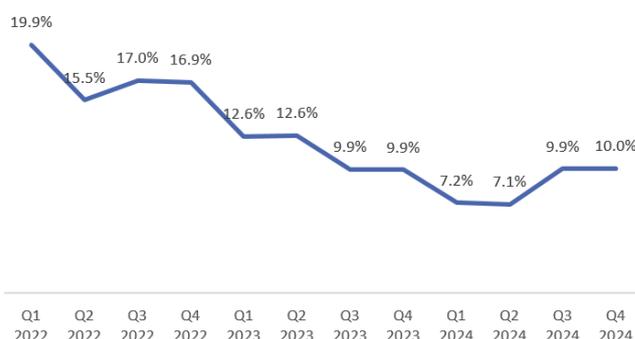
资料来源：公司披露

图表 4：2022 Q1 - 2024 Q4 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 5：2022 Q1 - 2024 Q4 净利润率



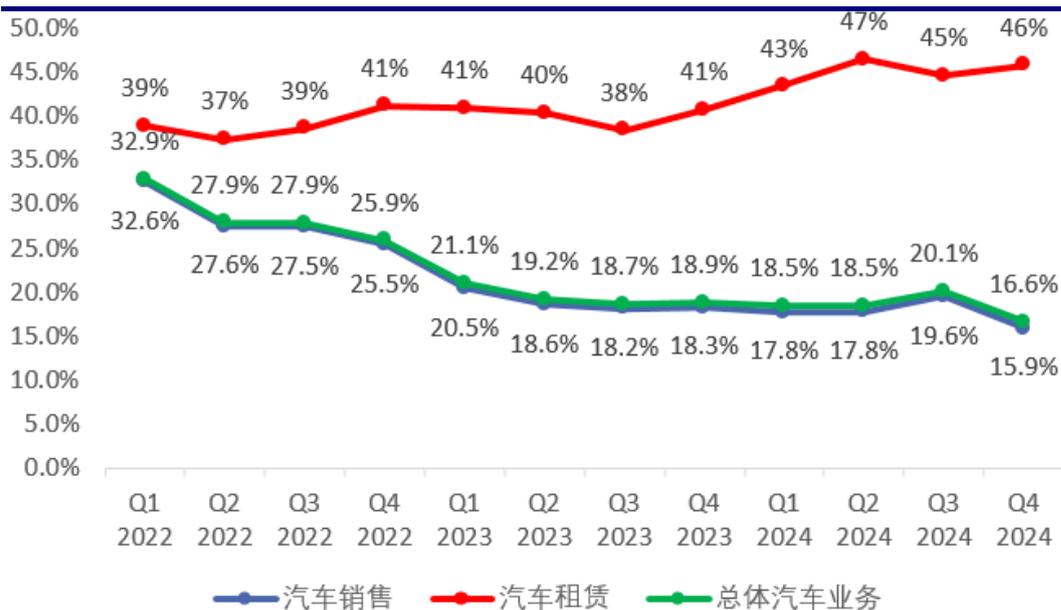
资料来源：公司披露

汽车毛利率较上季度降低至 16.6%

Q4 汽车毛利率降低至 16.6%

第四季度，汽车业务毛利率为 16.6%，环比下降 3.5 个百分点，同比下降 2.3 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 6.92 亿美元后，汽车业务毛利率为 13.6%，环比下降 3.5 个百分点，同比下降 3.6 个百分点，主要由于：1) 降价销售，公司为达既定的销量目标开启了多轮降价销售，平均销售单价因此下降；2) 材料成本降低带动生产成本降低；3) 开始生产焕新版 Model Y。

图表 6: 2022 Q1 - 2024 Q4 汽车业务毛利率



资料来源: 公司披露

未来影响毛利率的因素

未来几个季度, 随着焕新版 Model Y 和 Cybertruck 产能爬坡优化, 汽车毛利率将有所改善, 但可能会由以下因素影响: 1) 降息周期不达预期导致美国需求持续疲软; 2) 公司的持续降价策略; 3) 碳酸锂和中游材料价格下降, 有效降低单车成本; 4) 推出低成本新车型。

回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

Q4 北美交付量同比降低 1.8%

第四季度, 特斯拉在美国市场共交付 167,000 台电动车, 同比降低 1.8%。公司第四季度北美交付量降低至 2023 年第四季度水平。交付量降低主要是加拿大针对中国生产的车辆征收 100%关税。

图表 7: 2022 Q1 - 2024 Q4 特斯拉美国交付量



资料来源: 第一上海整理, Troy Teslike

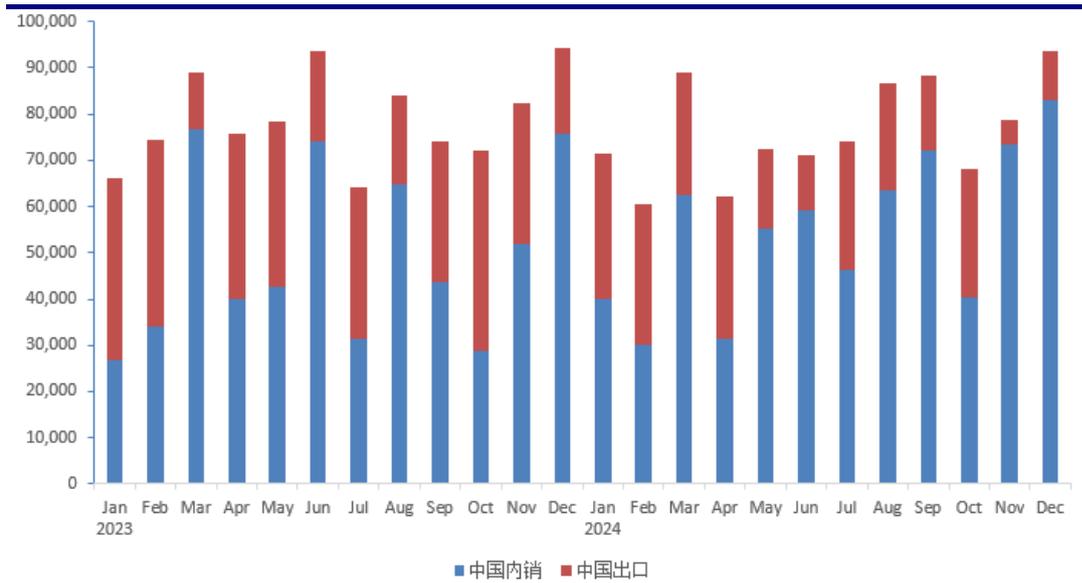
欧洲交付量同比减少 12.3%

第四季度，特斯拉在欧洲市场共交付 83,471 台电动车，同比减少 12.3%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为英国（17%）/法国（13%）/荷兰（12%）。目前欧洲市场车型仍主要来自上海工厂；柏林工厂产能超过 6,000 台/周，所生产的 Model Y 使用的 2170 电池包和电机由上海工厂组装出口。

特斯拉中国同比减少 3%

第四季度，特斯拉中国共交付 240,902 台电动车，环比减少 3.3%，同比减少 3%。其中，本土交付 196,902 台电动车，出口 44,000 台电动车。上海工厂第四季度占全球交付量的 48.6%。上海工厂 10 月共生产 68,280 台，11 月共生产 78,856 台，12 月共生产 93,766 台，年化产能超过 96 万台。

图表 8：2023 年至今特斯拉中国交付量



资料来源：第一上海整理、乘联会

2024 年第四季度年化产能超过 235 万台

第四季度年化产能已超过 235 万台

第四季度，特斯拉共生产 459,445 台电动车，环比增加 14%，同比增加 9%。第四季度产能汇总如下：Fremont 工厂规划年产能 65 万台，其中包含 Model S/X 年产能 10 万台，Model 3/Y 年产能 55 万台。上海工厂规划年产能 95 万台。柏林工厂的每条产线的初始规划年产能 37.5 万台，即 7,500 台/周。德州工厂 Model Y 的初始规划年产能超 25 万台，即 5,000 台/周，Cybertruck 的初始规划产能超过 12.5 万台，即 2,500 台/周。全球工厂合计规划产能超过 235 万台。

推出焕新款 Model Y，产能受到小影响；4680 电池产能有望于明年超过 2500 辆 Cybertruck 每周

本季度在全球市场推出了焕新款 Model Y，目前处于从旧款 Model Y 过渡到新款的过程中，所以本季度产能有数周受到影响。此外，四季报电话会议上提到，4680 电池内部产能有望于 2025 年超过 2500 辆 Cybertrucks/周。

图表 9：2024 年 Q4 特斯拉产能汇总

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	>550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	Production
Berlin	Model Y	>375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
Various	Next Gen Platform	-	In development
TBD	Roadster	-	In development

资料来源：公司资料

估值

FSD 累计里程超过 29 亿英里，新一代车型或成新增长点

2025 年 FSD 将快速改进，汽车业务恢复增长

公司表示，2025 年将是特斯拉历史上具有开创性的一年，因为 FSD（监督式）将继续快速改进，以最终超越人类的安全水平。随着汽车自动驾驶技术的进步和新产品的推出，预计汽车业务将在 2025 年恢复增长。增长率将取决于多种因素，包括我们自主化努力的加速速度、工厂的产量增长以及更广泛的宏观经济环境。

本季度 FSD 累计里程超过 8 亿英里，开始推送 FSD v13.2

本季度 FSD 累计里程超过 29 亿英里，相较于上个季度的累计里程增加了超过 8 亿英里。11 月 30 日，特斯拉推出了 FSD v13.2 版本，开始累计数据。该版本的特点是开始使用 36 Hz 全分辨率的 HW4/AI4 视频输入（此前 FSD V12.5 和 V12.6 一直在使用较低的图像质量和较低的帧速率来匹配 HW3/AI3 摄像头）和由特斯拉 Cortex 集群重新训练的神经网络架构等等。改进后，从输入光子到控制的延迟减少了一半，从而提供更快、更准确的决策。FSD v13.2 实装了“停车到停车”功能，仅通过频幕上的“启动 FSD（监督）”按钮允许端到端免提驾驶，从停车状态启动，自动沿着导航路线行驶，并自动停在目的地。

硬件方面，德州工厂扩建完成，启动 Cortex 集群，包括 50000 张 H100，来加速 FSD v13 和 v14 的训练。此外还将继续向德州总部以外的算力资源投资。

此前特斯拉制定了未来几个月全自动驾驶（FSD）软件开发的详细路线图，未来将推出：2025 年第一季度向其他市场扩张，将 FSD 扩展到欧洲和中国市场。FSD 可能在第一季度末或第二季度初在右驾（RHD）市场推出，这同样需要获得监管部门的批准。

马斯克也详细介绍了将 FSD 引入中国面临的挑战。中国方面对数据隐私有着严格的规定，不允许特斯拉将从其车辆收集的视频数据传输到国外用于训练模型。同时，美国政府出于安全考虑，也不允许特斯拉在中国境内进行人工智能培训。目前主要是通过使用公开的中国街道、道路标志和交通法规的视频片段来训练模型，然后使用高精度模拟器对 FSD 进行微调。

低成本车型

财报会上提及，特斯拉仍有望在 2025 年上半年推出更实惠的车型，并将在此基础上继续扩大产品阵容。材料成本的降低，推动目前每辆车的平均成本降低到了 35000 美元以下，同时焕新版 Model Y 刚上线，产能还在爬坡，未来成本还会继续降低。

2025年年底前生产10000台 Optimus 并在工厂内部执行工作，并预计于明年推出量产版本

马斯克在财报会上表示，特斯拉内部目标是2025年底前制造10,000台 Optimus 机器人，该目标存在风险，最终可能只会生产几千台。生产出的机器人将用于特斯拉工厂内部，为特斯拉执行有用的工作。目前 Optimus 的生产线是每月生产1000台，马斯克表示可能会明年年初或年中推出第二种设计的 Optimus，并设计每月能生产10000件的 Optimus 产线。当机器人的年产能达到100万台的时候，机器人的生产成本将低于20000美元。

储能

马斯克表示，储能将是未来极其重要的业务，因为目前绝大多数电网都没有储能能力。一旦拥有电网储能和家庭储能，电网每年的实际总能源输出将大幅增加。仅在第四季度，特斯拉就部署了创纪录11GWh 储能，同比增长244%。2024全年，共部署了31.4 Gwh 的储能，同比增长114%。同时，上海的储能工厂已建设完毕、开始运营，特斯拉开始计划建设第三家储能工厂，以生产更多 Megapack。

Semi 进度

专门用来生产 Semi 的内华达工厂扩建部分，目前已经完成了封顶，未来几个月内会完成全部的生产机械安装。Semi 量产版本有望将在25年底前生产，26年开始提升产量。马斯克强调了 FSD 在 Semi 上的重要性，能帮助美国解决运力资源不足的现状。

Robotaxi 业务

马斯克表示特斯拉计划于2025年6月在德克萨斯州奥斯汀推出首个付费自动驾驶叫车服务，车辆将在没有人工干预的情况下在城市街道上行驶。个人特斯拉汽车至少要到2026年才能加入出租车队，目前仍需要验证系统的安全性、支付机制和客户体验。除了德州外，今年会将 Robotaxi 扩展到美国其他几个城市，然后在2026年覆盖几乎所有市场，等待监管部门的批准。

目标价 480.00 美元，维持买入评级

考虑到特斯拉目前已将资本开支的重心从扩大汽车产能偏向 AI 领域，并结合当前宏观经济状况，我们对未来的产能扩张进行了重新评估。因此，我们将公司此前对2030年电动车的交付目标维持至1232万台，此预测不包括尚未发布的MPV/Van等车型。

DCF 法估值

预计未来三年公司交付量为230.0万/290.8万/372.1万台，收入预测为1267亿/1644亿/2633亿美元，未来三年均维持盈利水平。我们使用自由现金流折现对公司估值，WACC 10%，永续增长率为3%，求得合理股价应为480.00美元，相当于2025财年 Non-GAAP 每股盈利的65.98倍，比当前股价高26.93%，维持买入评级。

图表 10: DCF 估值模型

假设	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(千美元)											
CFO	21,715,149	29,085,269	53,366,016	84,804,318	114,485,830	140,817,571	163,348,382	184,583,672	204,887,876	219,707,416	
自由现金流增长率		63.9%	87.3%	90.7%	35.0%	23.0%	16.0%	13.0%	11.0%	7.2%	3.0%
自由现金流量	10,215,149	16,747,319	31,366,016	59,804,318	84,485,830	110,817,571	128,348,382	149,583,672	169,887,876	184,707,416	190,248,638
折合至2025年的现金流量	10,215,149	15,224,836	25,922,327	44,931,870	57,704,959	68,808,993	72,449,316	76,760,076	79,253,948	78,333,975	1,152,628,491
永续期折现值											2,799,372,821
WACC	10.00%										
长期增长率	3.00%										
valuation											
现金流折现	1,682,233,939										
减: 净金融负债	-18,631,349										
减: 少数股东权益+合伙人权益	704,000										
股本价值	1,700,161,288										
股本数量 (预期)	3,542,000										
DCF法之每股价值 (美元)	480.00										

资料来源: 第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 千美元, 财务年度: 12月31日						单位: 千美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	96,773,000	97,690,000	126,724,447	164,381,940	263,345,816	盈利能力					
- 主营业务收入成本	79,113,000	80,240,000	101,445,466	127,590,388	198,166,635	毛利率 (%)	18%	18%	20%	22%	25%
毛利	17,660,000	17,450,000	25,278,981	36,791,552	65,179,181	EBITDA 利率 (%)	14%	13%	16%	19%	21%
营业开支	8,769,000	10,374,000	10,351,751	11,994,248	16,092,510	净利率 (%)	15%	7%	11%	14%	17%
- 营销和行政管理费用	4,800,000	5,150,000	5,282,773	5,418,970	5,558,678	Non-GAAP 净利率 (%)	11%	9%	13%	16%	19%
- 研究和开发开支	3,969,000	4,540,000	5,068,978	6,575,278	10,533,833	营运表现					
营业利润	8,891,000	7,076,000	14,927,230	24,797,305	49,086,670	行政管理与销售费用/收入	5%	5%	4%	3%	2%
- 利息支出	-156,000	-350,000	-473,239	-613,867	-983,436	研究和开发费用/收入 (%)	4%	5%	4%	4%	4%
- 营业外亏损净额	1,238,000	2,264,000	2,178,870	2,826,344	4,527,905	实际税率 (%)	-50%	20%	16%	16%	16%
税前利润	9,973,000	8,990,000	16,632,861	27,009,782	52,631,139	应收账款天数	12.0	14.6	14.6	14.6	14.6
- 所得税支出	-5,001,000	1,837,000	2,609,784	4,237,977	8,258,103	应付账款天数	67.5	60.4	60.0	60.0	60.0
净利润	14,974,000	7,153,000	14,023,077	22,771,805	44,373,035	财务状况					
Non-GAAP 净利润	10,882,000	8,419,000	16,557,566	26,059,443	49,639,952	总负债/总资产	40%	40%	39%	33%	33%
EBITDA	14,640,000	14,358,000	21,775,261	27,009,782	52,631,139	收入/净资产	91%	80%	86%	94%	106%
EBITDA 增长率 (%)	16%	2%	52%	24%	95%	经营性现金流/收入	14%	15%	17%	18%	20%
主营业务增速 (%)	19%	1%	30%	30%	60%	税前盈利对利息倍数	9	6	8	10	12
资产负债表						现金流量表					
单位: 千美元						单位: 千美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	16,398,000	16,139,000	26,600,349	43,581,559	75,169,770	+ 净利润	14,974,000	7,153,000	14,023,077	22,771,805	44,373,035
+ 应收账款与票据	3,508,000	4,418,000	5,863,687	7,473,311	13,893,042	+ 折旧、摊销	4,667,000	5,368,000	5,142,400	6,292,400	7,526,195
+ 库存	13,626,000	12,017,000	18,980,226	20,005,726	40,545,190	+ 股权激励	1,812,000	1,999,000	2,534,489	3,287,639	5,266,916
+ 其他流动资产	3,388,000	5,362,000	5,630,100	5,911,605	6,207,185	+ 库存	-1,195,000	937,000	-7,521,326	-1,639,411	-21,214,765
总计流动资产	49,616,000	58,360,000	77,498,362	97,396,200	156,239,187	+ 其他经营活动	-653,000	-1,011,000	7,536,509	-1,627,163	17,414,634
+ 运营租赁车辆- 净值	5,989,000	5,581,000	6,139,100	6,753,010	7,428,311	经营活动现金流量	13,256,000	14,923,000	21,715,149	29,085,269	53,366,016
+ 太阳能能源系统- 净值	5,229,000	4,924,000	4,677,800	4,443,910	4,221,715	+ 资本投入	-8,898,000	-11,339,000	-11,500,000	-12,337,950	-22,000,000
+ 库存与设备- 净值	29,725,000	35,836,000	42,193,600	48,239,150	62,712,955	+ 短期投资变动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	11,695,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	+ 收购与剥离净现金	-64,000	0	0	0	0
总计长期资产	57,002,000	63,710,000	70,379,500	76,805,070	91,731,981	+ 其他投资活动	-6,686,000	-7,448,000	246,200	233,890	222,196
总资产	106,618,000	122,070,000	147,877,862	174,201,270	247,971,167	投资活动现金	-15,584,000	-18,787,000	-11,253,800	-12,104,060	-21,777,805
+ 应付账款	14,431,000	12,474,000	21,341,155	21,188,974	44,866,571	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
+ 应计负债	9,080,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	+ 发行可转债	3,931,000	5,744,000	0	0	0
+ 其他流动负债	5,237,000	5,624,000	5,940,800	6,289,280	6,672,608	+ 期权行权收益	-1,351,000	-2,500,000	0	0	0
总计流动负债	28,748,000	28,821,000	38,004,955	38,201,254	62,262,179	+ 偿还债券	700,000	1,241,000	0	0	0
+ 长期借款	2,857,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	+ 其他融资活动	-691,000	-632,000	0	0	0
+ 其他长期负债	11,404,000	13,812,000	13,878,340	13,946,007	14,015,027	融资所得现金	2,589,000	3,853,000	0	0	0
总长期负债	14,261,000	19,569,000	19,635,340	19,703,007	19,772,027	现金净增减	265,000	-152,000	10,461,349	16,981,209	31,588,211
总负债	43,009,000	48,390,000	57,640,295	57,904,261	82,034,206						
总股东权益	62,634,000	72,913,000	89,470,566	115,530,010	165,169,961						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。