

买入

2025 年 4 月 25 日

FSD 推进加速，期待 Cybercab 与新车发布

- **2025 财年第一季度业绩情况：**公司实现营收 193.35 亿美元，同比降低 9%，不及市场预期，总毛利率为 16.3%。运营费用为 27.54 亿美元，同比增长 9%；运营利润率为 2.1%，同比下降 3.44 个百分点。净利润为 4.09 亿美元，同比减少 71%。季度末现金及现金等价物为 369.96 亿美元，同比增长 38%；自由现金流为 6.64 亿美元，同比增长 126%。
- **汽车业务收入为 139.67 亿美元：**汽车业务毛利率为 16.2%，ZEV Credit 贡献 5.95 亿美元收入，剔除该项收入后汽车业务毛利率为 12.5%。汽车毛利率下降主要因为降价和销量减少，但部分影响被原材料成本下降所抵消。
- **储能业务部署量维持新高，4680 电池产能持续爬坡：**发电与储能业务收入为 27.30 亿美元，部署量为 10.4 GWh，同比增长 154%。能源业务毛利率为 28.8%。关税对能源业务的影响相对较大，主要是由于需要从中国采购磷酸铁锂电池 (LFP) 电芯。目前特斯拉正努力在美国本地化生产 LFP 电芯并寻找非中国供应商。
- **将推出无监督版 FSD，Robotaxi 仍按原计划推出：**本季度 FSD 累计总里程超过 36 亿英里。特斯拉正式在中国推出了 FSD(监督)。FSD(无监督)预计将于今年年底前向私人用户开放。另一方面，Robotaxi 日程保持不变，仍计划于 2025 年 6 月在德克萨斯州奥斯汀推出。将使用现有的 Model Y 车辆 Cybercab 计划于 2026 年开始批量生产。
- **公司预计将推出低成本车型：**仍计划在 2025 年推出更实惠的车型，外观将与现有车型 Model 3/Y 相似，将在现有生产线上生产。
- **目标价 460.00 美元，维持买入评级：**预计未来三年公司交付量为 182.8 万/253.6 万/337.3 万台，收入预测为 1017 亿/1484 亿/2483 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%，求得合理股价为 460.00 美元，相当于 2025 财年 Non-GAAP 每股盈利的 73.42 倍，比当前股价高 77.26%，维持买入评级。
- **风险提示：**关税影响、美国 IRA 补贴取消、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

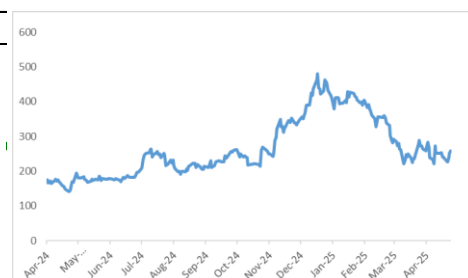
行业	汽车	
股价	259.51 美元	
目标价	460.00 美元 (77.26%)	
股票代码	TSLA	
总股本	32.21 亿股	
市值	8359 亿美元	
52 周高/低	488.54 美元/ 158.36 美元	
每股账面值	23.18 美元	
主要股东	Elon Musk	12.75%
	Vanguard	7.55%
	贝莱德	6.28%
	道富	3.48%
	Geode Capital	1.89%

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	101,725	148,421	248,278
变动	18.80%	0.95%	4.13%	45.90%	67.28%
Non-GAAP 净利润	10,882	8,419	11,326	22,404	44,037
Non-GAAP 每股盈利	3.12	2.42	3.20	6.27	12.18
变动	-23.27%	-22.51%	32.36%	95.60%	94.38%
基于250.74美元的市盈率 (估)	80.29	103.61	78.28	40.02	20.59
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

2025 年第一季度业绩情况

一季度收入、净利润不及市场一致预期

第一季度，公司实现营收 193.35 亿美元，同比降低 9%，不及市场预期。总毛利率为 16.3%，环比上升 0.05 个百分点，同比下降 1.04 个百分点。运营费用为 27.54 亿美元，同比增长 9%；运营利润率为 2.1%，同比下降 3.44 个百分点。净利润为 4.09 亿美元，同比减少 71%，不及市场预期。由于采用了新的加密资产标准，2024 年报告的净利润已被重新制定。季度末现金及现金等价物为 369.96 亿美元，同比增长 38%；自由现金流为 6.64 亿美元，同比增长 126%。

剔除碳积分后汽车毛利率为 12.5%

第一季度，汽车业务收入为 139.67 亿美元，同比减少 20%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比减少 21% 至 133.72 亿美元，汽车租赁收入同比下降 6% 至 4.47 亿美元。汽车业务毛利率为 16.2%；ZEV Credit 贡献 5.95 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 12.5%。汽车毛利率下降主要因为降价和销量减少，但部分影响被原材料成本下降所抵消，其中 Cybertruck 爬坡继续推动成本下行。

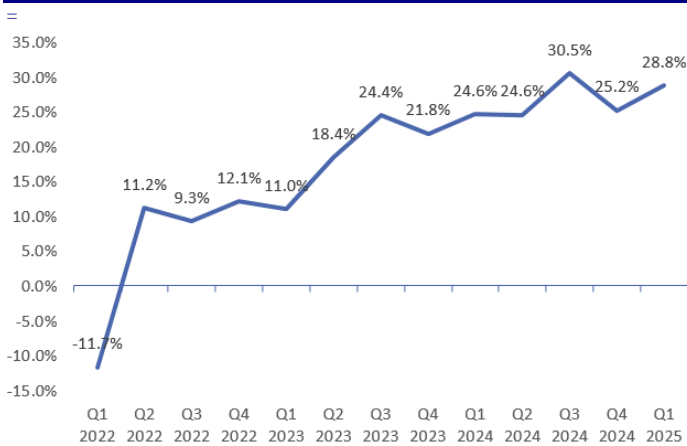
储能部署量维持新高，毛利率为 28.8%，维持在高水平

第一季度，发电与储能业务收入为 27.30 亿美元，同比增长 67%，不及市场预期。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署约为 10.4 GWh，同比增长 154%。能源业务毛利率为 28.8%。公司表示发电与储能业务是公司成长速度最快的业务，当前的环境下电网对于稳定性以及满足人工智能需求仍然有大量需求，目前主要是受制于产能问题。

二手车和保险业务承压导致利润降低，未来将持续提升盈利能力

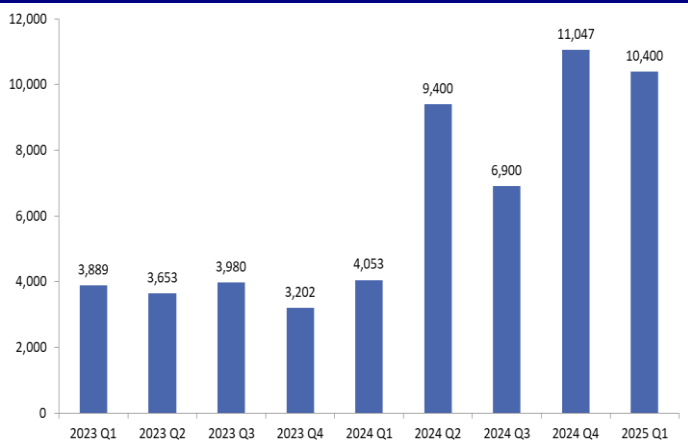
服务和其他业务收入为 26.38 亿美元，同比增长 15%，不及市场预期。毛利率为 3.8%，同比增长 0.29 个百分点，但环比下降 0.35 个百分点。主要是因为二手车业务和保险业务面临压力。

图表 1: 2022 Q1 - 2025 Q1 储能毛利率 (%)



资料来源：公司披露

图表 2: 2023 Q1 - 2025 Q1 储能部署 (MWh)

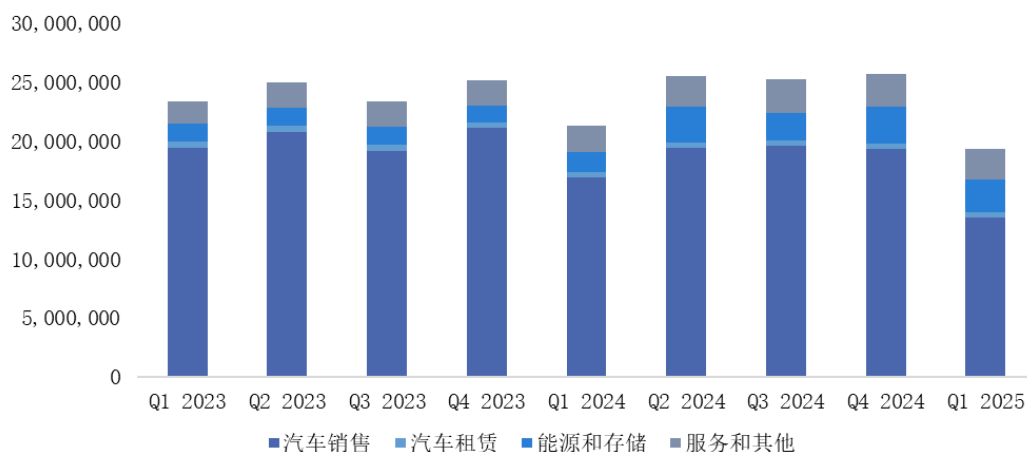


资料来源：公司披露

25 年 Q1 交付 336,681 台 一季度公司共交付 336,681 台电动车，环比减少 32%，同比减少 13%。其中，Model 电动车，同比减少 13% 3/Y 323,800 台，其他车型 12,881 台。

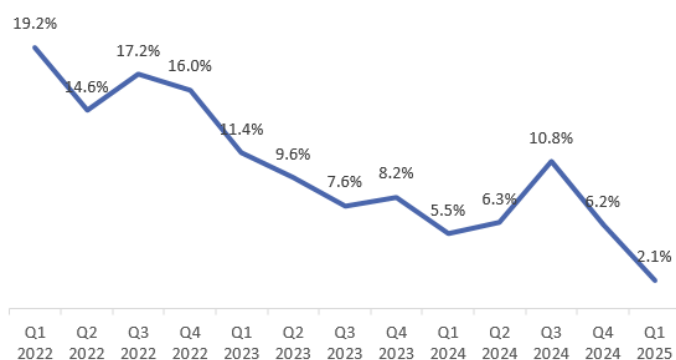
25 年 Q1 生产 362,615 万 一季度公司共生产 362,615 台电动车，环比减少 21%，同比减少 16%。其中，台电动车，同比减少 16% Model 3/Y 345,454 台，其他车型 17,161 台。季度产销比为 63%，全球库存天数环比增加 83% 至 22 天。

图表 3: 2022 Q1 - 2025 Q1 主营业务收入 (千美元)



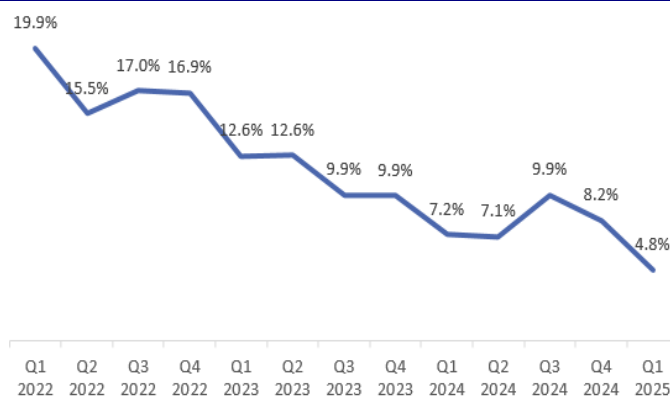
资料来源: 公司披露

图表 4: 2022 Q1 - 2025 Q1 运营利润率



资料来源: 公司披露

图表 5: 2022 Q1 - 2025 Q1 净利润率



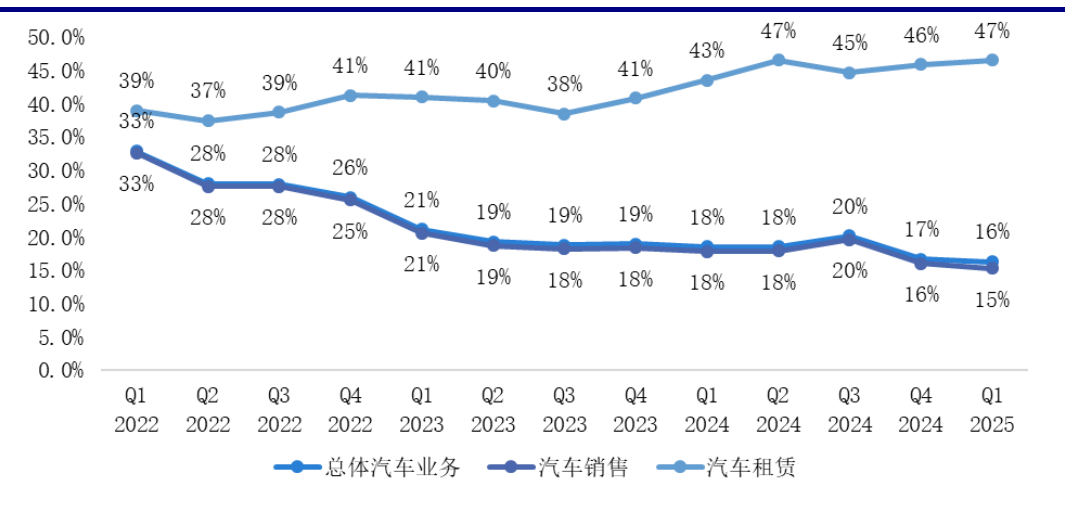
资料来源: 公司披露

汽车毛利率较上季度降低至 16.2%

Q1 汽车毛利率降低至 16.2%

第一季度, 汽车业务毛利率为 16.2%, 环比下降 0.38 个百分点, 同比下降 2.25 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 5.95 亿美元后, 汽车业务毛利率为 12.5%, 环比下降 1.1 个百分点, 同比下降 3.9 个百分点, 主要由于交付总量受多方面影响下降, 包括: 1) 受工厂升级影响, 损失了数周的生产时间; 2) 在个别市场受到了针对品牌的恶意攻击, 对品牌造成了负面影响; 3) 本季度在多个市场进行了促销活动。

图表 6：2022 Q1 - 2025 Q1 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

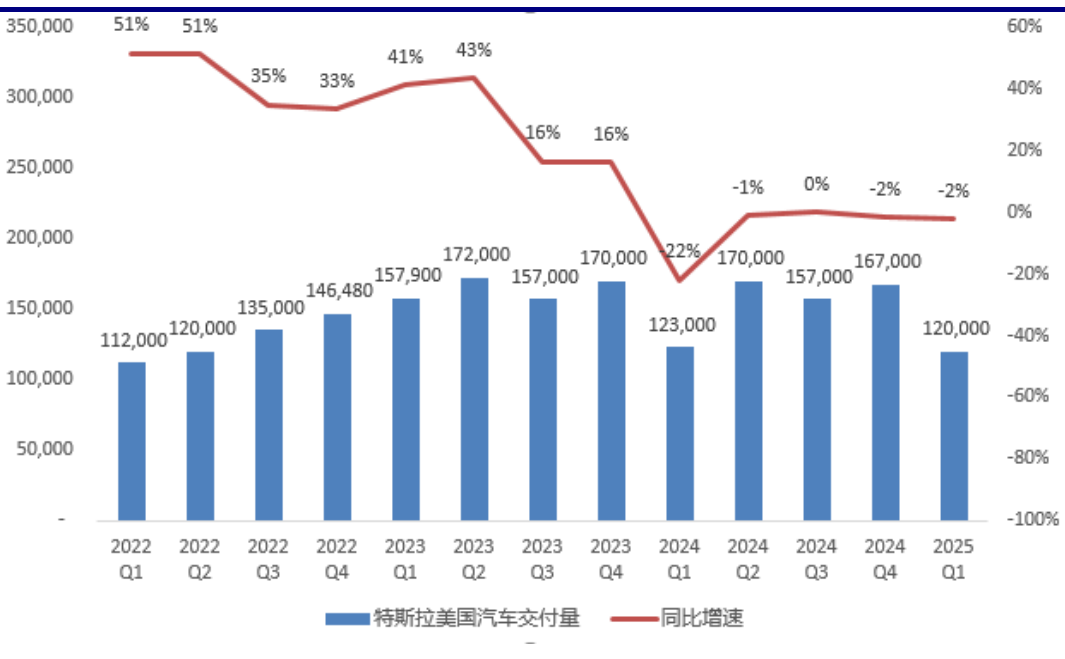
未来几个季度，随着焕新版 Model Y 产能爬坡优化，汽车毛利率将有所改善，但可能会由以下因素影响：1) 关税政策不稳定，公司积极采用本地供应链可以免受关税影响，但一些关键零部件仍然依赖从中国进口，所以供应链仍需时间转移至本土；2) 受政治影响，品牌遭受恶意攻击影响交付；3) 碳酸锂和中游材料价格下降，有效降低单车成本；4) 推出低成本新车型。

回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

Q1 北美交付量同比降低 2.4%

第一季度，特斯拉在美国市场共交付 120,000 台电动车，同比降低 2.4%。公司第一季度北美交付量降低至 2022 年第二季度水平。

图表 7：2022 Q1 - 2025 Q1 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 39.2%

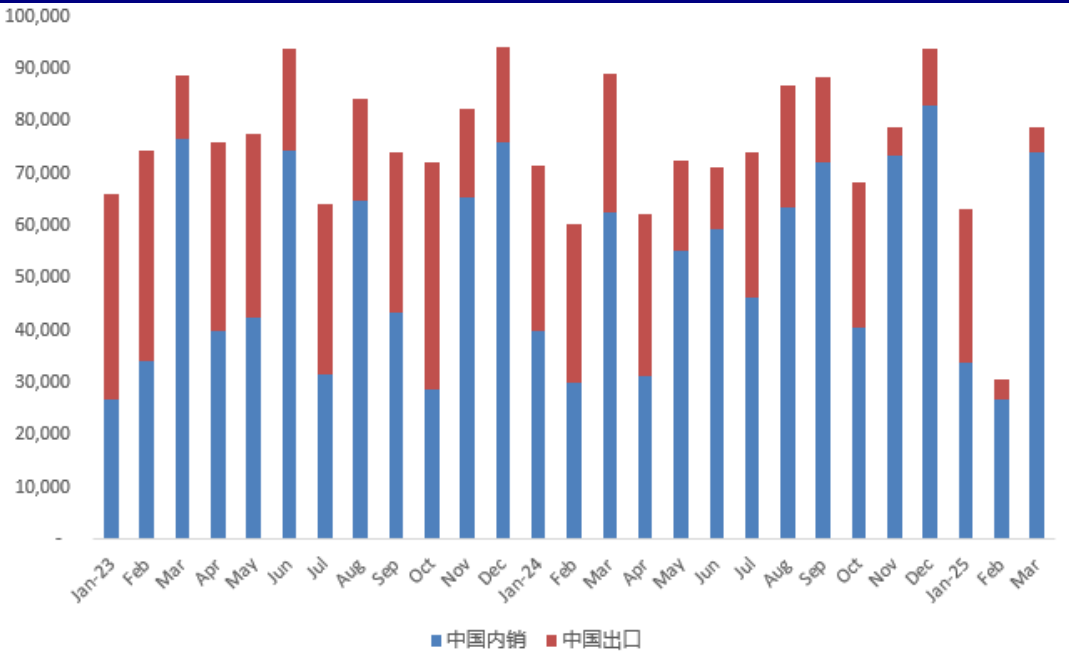
第一季度，特斯拉在欧洲市场共交付 52,156 台电动车，同比减少 39.2%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为英国（24%）/法国（13%）/德国与挪威（均为

特斯拉中国同比减少 21.8%

9.5%)。目前欧洲市场车型仍主要来自上海工厂；柏林工厂峰值产能超过 5,000 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。

第一季度，特斯拉中国共交付 172,754 台电动车，环比减少 28.3%，同比减少 21.8%。其中，本土交付 134,607 台电动车，出口 38,147 台电动车。上海工厂第一季度占全球交付量的 51.31%。上海工厂 1 月共生产 63,238 台，2 月共生产 30,688 台，3 月共生产 78,828 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

2025 年第一季度年化产能超过 235 万台

第一季度年化产能已超过 235 万台

第一季度，特斯拉共生产 362,615 台电动车，环比减少 21%，同比减少 16%。第一季度产能汇总如下：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。

产线升级导致产能受到影响；4680 电池供应链转移至美国本土，不存在短缺问题

本季度在全球市场广泛推出焕新款 Model Y，全部工厂进行了产线升级，所以本季度产能有数周受到影响。此外，一季报电话会议上提到，通过在美国本地构建电池供应链、找寻中国以外的供应商、建立美国本土锂精炼厂，4680 电池目前供应没有受到任何限制，不存在电池短缺问题。

图表 9：2025 年 Q1 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
	Cybercab	-	Construction
Nevada	Tesla Semi	-	Construction
TBD	Roadster	-	Design development

资料来源：公司资料

估值

FSD 累计里程超过 36 亿英里，新一代车型或成新增长点

马斯克将于减少分配给 DOGE 部门的时间，把更多的时间投入到特斯拉

此前，特朗普任命马斯克为 “政府效率部”（DOGE）的共同负责人之一，主要负责缩减美国联邦政府不必要的规模并削减政府开支。在财报会上，马斯克称目前 DOGE 的组建工作和开展的理顺财政秩序工作基本已经完成，将于 5 月份大幅度减少分配给 DOGE 部门的时间，把更多的时间投入到特斯拉。

2025 年特朗普关税政策引发全球震荡，关税对特斯拉能源业务的影响相对大于汽车业务

特朗普于 2025 年 4 月 2 日实施了一系列的关税加征措施，对全球市场产生巨大冲击。特斯拉在车企同行中受到的冲击较小，主要是由于于在北美、欧洲和中国建立了本地化供应链。另一方面，关税对能源业务的影响相对大于汽车业务，主要是由于需要从中国采购磷酸铁锂电池 (LFP) 电芯。目前特斯拉正在努力在美国本地化生产 LFP 电芯并寻找非中国供应商，并通过上海储能工厂处理美国以外的能源储存业务。

马斯克表示，关税决策完全由美国总统决定，他本人倡导降低关税，但尊重总统的决定。如果其他国家进行掠夺性行为或提供极端政府财政支持，需要战略性地进行反制。

本季度 FSD 累计里程超过 7 亿英里，预计将于今年年底前在美国的几个城市向私人用户开放无监督版 FSD

本季度 FSD 累计总里程超过 36 亿英里，相较于上个季度的累计里程增加了超过 7 亿英里。马斯克重申，基于人工智能的端到端纯视觉解决方案是实现规模化的正确方法。本季度特斯拉正式在中国推出了 FSD(监督)，且未使用针对中国的数据进行训练，验证了通用化方法的有效性。在欧洲推出 FSD(监督)仍在按计划进行。

FSD（无监督）方面，特斯拉预计将于今年年底前在美国的几个城市向私人用户开放，目前正在解决非常罕见的长尾干预问题，于奥斯汀发布的 Robotaxi 将有助于集中开发力量解决该问题。未来将逐步放宽对驾驶员注意力的要求，后续版本还将整合音频输入，以便正确处理紧急车辆等情况。

电池

本季度内华达超级工厂实现了创纪录的电池组产量，目前车辆的电池供应完全没有限制，在美国交付的 Model 3/Y 车辆完全使用了美国制造的电池组。同时为了符合《通胀削减法案》(IRA)，推出了新的 4680 电池，使 Cybertruck 符合 7500 美元的

消费者税收抵免资格。电池原材料方面，锂精炼厂和正极材料生产工厂预计将于 2025 年开始生产，将关键电池材料生产本地化到美国。

低成本车型

财报会上提及，特斯拉仍计划在 2025 年推出更实惠的车型。低成本车型外观将与现有车型 Model 3/Y 相似，将在现有生产线上生产。马斯克表示，特斯拉并不能免受汽车宏观需求的影响，当经济出现不确定性时，人们通常会减少大型资本性支出，所以特斯拉很关注客户的承受能力。

Optimus 机器人

马斯克在财报会上表示，目前 Optimus 取得了良好进展，正在 Fremont 工厂的试点生产线上进行测试，后续会更广泛地部署在特斯拉工厂中。预计到今年年底将有数千个擎天柱机器人在特斯拉工厂工作，大部分产量集中在年底。有信心在五年内实现每年 100 万台年产量。当前生产 Optimus 的阻力主要是其独特的零部件，都是经过全新设计的，所以缺少现有供应链，预计产能爬坡会比较缓慢。而且由于需要使用永磁电动机，Optimus 的生产受到了中国对磁铁出口许可的要求影响，特斯拉正与中国合作获取许可，保证磁铁不用于军事目的。

储能

马斯克表示，关税上涨可能导致储能市场波动和近期供需受到影响，但长期来看，电气化和人工智能的增长增加了对储能的需求。上海储能工厂第一季度生产了超过 100 个 Megapack，拥有 20GWh 的年产能，并有能力将产能翻倍至 40 GWh。上海储能工厂凭借本地化供应链，在美国成本结构不确定的时期，可以满足全球能源需求。目前储能业务的增长还是受限于产能，未来还将持续扩充产能。

Robotaxi 业务

此次会议上，马斯克表示 Robotaxi 日程保持不变，仍计划于 2025 年 6 月在德克萨斯州奥斯汀推出。奥斯汀的 Robotaxi 将使用当前的 Model Y 车辆，无需对车辆进行任何改动。初次发布的规模，可能第一天约有 10-20 辆，之后将迅速扩大车队。而专用的 Robotaxi 车辆--Cybercab 仍在准备生产，计划于 2026 年开始批量生产，将采用全新的生产方式，降低生产成本并实现超高水平的自动化，最终可以实现每五秒或更短的时间生产一辆车。特斯拉的 Robotaxi 扩展计划是，先在一个法律管辖区内部成功跑通，然后扩展到拥有同等法律管辖区的所有城市，这套方法同时适用于美国、中国、欧洲市场。

目标价 460.00 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。

DCF 法估值

预计未来三年公司交付量为 182.8 万/253.6 万/337.3 万台，收入预测为 1017 亿/1484 亿/2483 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 460.00 美元，相当于 2025 财年 Non-GAAP 每股盈利的 73.42 倍，比当前股价高 77.26%，维持买入评级。

图表 10：DCF 估值模型

高速成长期						稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(千美元)											
CFO	17,963,561	23,406,602	49,744,353	74,409,554	104,173,376	130,216,720	153,655,730	176,704,089	199,675,621	216,021,067	
自由现金流增长率		71.2%	150.7%	78.1%	40.0%	25.0%	18.0%	15.0%	13.0%	8.2%	3.0%
自由现金流量	6,463,561	11,068,652	27,744,353	49,409,554	74,173,376	100,216,720	118,655,730	141,704,089	164,675,621	181,021,067	186,451,699
折合至2025年的现金流量	6,463,561	10,062,410	22,929,217	37,122,129	50,661,414	62,226,698	66,978,066	72,716,604	76,822,392	76,770,603	1,129,624,592
永续期折现值											2,743,503,569

WACC	10.00%
长期增长率	3.00%

valuation	
现金流折现	1,612,377,687
减：净金融负债	-14,879,761
减：少数股东权益+合伙人权益	704,000
股本价值	1,626,553,448
股本数量（预期）	3,536,000
DCF法之每股价值（美元）	460.00

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	101,724,840	148,421,232	248,278,122	毛利率 (%)	18%	18%	20%	23%	25%
- 主营业务收入成本	79,113,000	80,240,000	81,699,847	114,672,626	186,332,387	EBITDA 利率 (%)	14%	13%	16%	20%	22%
毛利	17,660,000	17,450,000	20,024,993	33,748,606	61,945,735	净利率 (%)	15%	7%	9%	13%	16%
营业开支	8,769,000	10,374,000	9,393,567	10,206,068	13,818,164	Non-GAAP 净利率 (%)	11%	9%	11%	15%	18%
- 营销和行政管理费用	4,800,000	5,150,000	4,688,974	4,269,219	3,887,040						
- 研究和开发开支	3,969,000	4,540,000	4,704,594	5,936,849	9,931,125	营运表现					
营业利润	8,891,000	7,076,000	10,631,426	23,542,538	48,127,570	行政管理与销售费用/收入 (%)	5%	5%	5%	3%	2%
- 利息支出	-156,000	-350,000	-478,767	-698,543	-1,168,519	研究和开发费用/收入 (%)	4%	5%	5%	4%	4%
- 营业外亏损净额	1,238,000	2,264,000	1,985,470	3,070,519	5,136,346	实际税率 (%)	-50%	20%	25%	25%	25%
税前利润	9,973,000	8,990,000	12,138,129	25,914,514	52,095,397	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	3,032,782	6,478,629	13,023,849	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	9,105,347	19,435,886	39,071,548	财务状况					
Non-GAAP 净利润	10,882,000	8,419,000	11,326,144	22,404,310	44,037,110	总负债/总资产	40%	40%	38%	36%	33%
EBITDA	14,640,000	14,358,000	17,280,529	25,914,514	52,095,397	收入/净资产	91%	80%	75%	89%	109%
EBITDA 增长率 (%)	16%	2%	20%	50%	101%	经营性现金流/收入	14%	15%	18%	16%	20%
主营业务增速 (%)	19%	1%	4%	46%	67%	税前盈利对利息倍数	9	6	6	8	10
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	22,848,761	34,151,302	62,117,850	+ 净利润	14,974,000	7,153,000	9,105,347	19,435,886	39,071,548
+ 应收账款与票据	3,508,000	4,418,000	3,835,364	8,206,674	11,937,172	+ 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	12,946,842	22,092,016	34,842,880	+ 股权激励	1,812,000	1,999,000	2,220,797	2,968,425	4,965,562
+ 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	-1,487,942	-9,759,084	-13,426,165
总计流动资产	49,616,000	58,360,000	65,685,066	90,785,597	135,529,088	+ 其他经营活动	-653,000	-1,011,000	2,982,959	4,468,975	11,607,213
+ 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	17,963,561	23,406,602	49,744,353
+ 太阳能能源系统- 净值	5,229,000	4,924,000	4,677,800	4,443,910	4,221,715						
+ 库存与设备- 净值	29,725,000	35,836,000	42,193,600	48,239,150	62,712,955	+ 资本投入	-8,898,000	-11,339,000	-11,500,000	-12,337,950	-22,000,000
+ 其他长期资产	11,695,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	+ 短期投资变动	0	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	+ 收购与剥离净现金	-64,000	0	0	0	0
总资产	106,618,000	122,070,000	136,064,566	167,590,668	227,261,069	+ 其他投资活动	-6,686,000	-7,448,000	246,200	233,890	222,196
+ 应付账款	14,431,000	12,474,000	14,759,282	23,464,927	38,645,869	投资活动现金	-15,584,000	-18,787,000	-11,253,800	-12,104,060	-21,777,805
+ 应计负债	9,080,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000						
+ 其他流动负债	5,237,000	5,624,000	5,940,800	6,289,280	6,672,608	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
总计流动负债	28,748,000	28,821,000	31,423,082	40,477,207	56,041,477	+ 发行可转债	3,931,000	5,744,000	0	0	0
+ 长期借款	2,857,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	+ 期权行权收益	-1,351,000	-2,500,000	0	0	0
+ 其他长期负债	11,404,000	13,812,000	13,878,340	13,946,007	14,015,027	+ 偿还债券	700,000	1,241,000	0	0	0
总长期负债	14,261,000	19,569,000	19,635,340	19,703,007	19,772,027	+ 其他融资活动	-691,000	-632,000	0	0	0
总负债	43,009,000	48,390,000	51,058,422	60,180,213	75,813,504	融资所得现金	2,589,000	3,853,000	0	0	0
总股东权益	62,634,000	72,913,000	84,239,144	106,643,454	150,680,565	现金净增减	265,000	-152,000	6,709,761	11,302,542	27,966,548

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。