

买入

2025 年 5 月 29 日

25Q1 收入利润均超预期，将不惜代价赢下外卖竞争

➤ **2025Q1 收入利润均超预期，利润率稳步增长：**2025 年第一季度，美团收入为 866 亿元 (YoY+18.1%)，经营溢利大幅上升至 106 亿元 (YoY+102.8%)，经营利润率 12.2% (YoY+5.1pct)。实现期内溢利 101 亿元 (YoY+87.3%)，经调整 EBITDA 为 123 亿元 (YoY+52.4%)。从具体业务看，核心本地商业分部收入 643 亿元 (YoY+17.8%)，经营溢利达到 135 亿元 (YoY+39.1%)。与此同时，新业务分部的收入为 222 亿元 (YoY+19.2%)，经营亏损收窄至 23 亿元，主要由食杂零售业务增长及海外业务拓展驱动。现金流方面，25Q1 公司实现经营现金流 101 亿元。截至 2025 年 3 月 31 日，公司持有的现金及现金等价物和短期理财投资分别为 1150 亿元和 654 亿元。在股东回报层面，公司将继续实行股票回购计划，基本目标是抵消 ESOP 带来的股份稀释。

➤ **核心业务持续增长，“不惜一切代价赢得竞争”：**2025 年第一季度，核心本地商业分部收入 643 亿元 (YoY+17.8%)，经营溢利达到 135 亿元 (YoY+39.1%)，经营利润率为 21.0% (YoY+3.2pct)。其中，餐饮外卖业务保持健康增长，通过精细化运营提升中高频用户为主的黏性与购买频次。尽管“外卖战”的血拼可能带来短期财务压力，但供给侧迭代的“拼好饭”和“神抢手”有望承接战后流量。同期，“美团会员”推出促进了到店酒旅等业务间的交叉销售；美团闪购展现强劲增长势头，战略性营销活动推动闪购的日活跃用户峰值接近 650 万。

➤ **新兴业务亏损收窄，海外布局持续推进：**2025 年一季度，新业务分部收入同比增长 19.2%至 222 亿元，主要由食杂零售业务增长及海外业务拓展驱动；经营亏损同比收窄至 23 亿元，亏损率改善至 10.2%。Keeta 在中国香港和沙特阿拉伯跻身主流外卖平台，并有序布局巴西市场，承诺未来五年投资 10 亿美元。本季度，公司在人工智能的基础设施层、产品应用层、办公效率层持续提升能力。迭代了基础大语言模型，推出新人工智能应用与服务，升级员工生产力工具套件。

➤ **维持目标价至 230 港元，买入评级：**美团最新业绩发布会展现 CEO 王兴对公司未来的坚定信心，明确外卖和闪购业务具备必胜把握，依托十余年积累的即时配送体系。Q1 收入利润增速放缓主要因补贴，并不影响长期竞争力。闪购增长强劲，三分之二用户为 95 后，日活峰值达 650 万。股东回报方面，美团优先对冲股权激励稀释，海外扩张保持克制，亏损节奏受控。当前股价对应不到 8000 亿港元市值，成熟后美团具备千亿利润潜力。公司属轻资产模式，资本开支小，账上净现金达 1240 亿，Q1 现金流入超百亿，全年预计超 400 亿，是名副其实的现金奶牛。在本地生活高竞争市场中，王兴的专注与治理能力构筑强护城河。综合其管理层能力与稳固商业模式，考虑到外卖绝对领先地位及到店酒旅增长潜力，分别给予 25 倍和 26 倍和 20 倍 PE 估值，目标价 230 港元，维持买入评级。

➤ **风险提示：**本地生活竞争加剧、外卖盈利和新业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

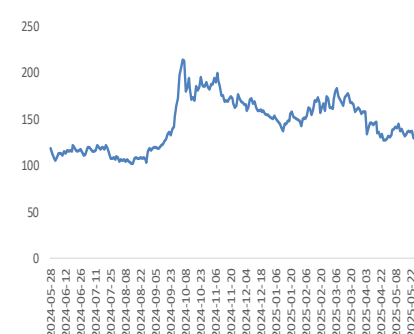
行业	TMT
股价	131 港元
目标价	230 港元 (+74%)
股票代码	3690
已发行股本	61.1 亿股
市值	8000 亿港元
52 周高/低	217/100 港元
每股净资产	33 港元
主要股东(B)	Xing Wang (9.5%) Blackrock (5.4%) Vanguard (3.7%) Baillie (2.0%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入 (人民币百万元)	276,745	337,592	391,747	447,760	503,262
变动 (%)	25.8%	22.0%	16.0%	14.3%	12.4%
经调整净利润	23,253	43,772	42,316	55,099	69,949
变动 (%)	722.4%	88.2%	-3.3%	30.2%	27.0%
归母净利润	13,857	35,808	35,816	48,599	63,449
基本每股盈利 (人民币元)	2.2	5.8	5.8	7.9	10.4
变动 (%)	NA	163.0%	0.0%	35.7%	30.6%
经调整市盈率131.4港元 (估)	55.3	21.0	21.0	15.5	11.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

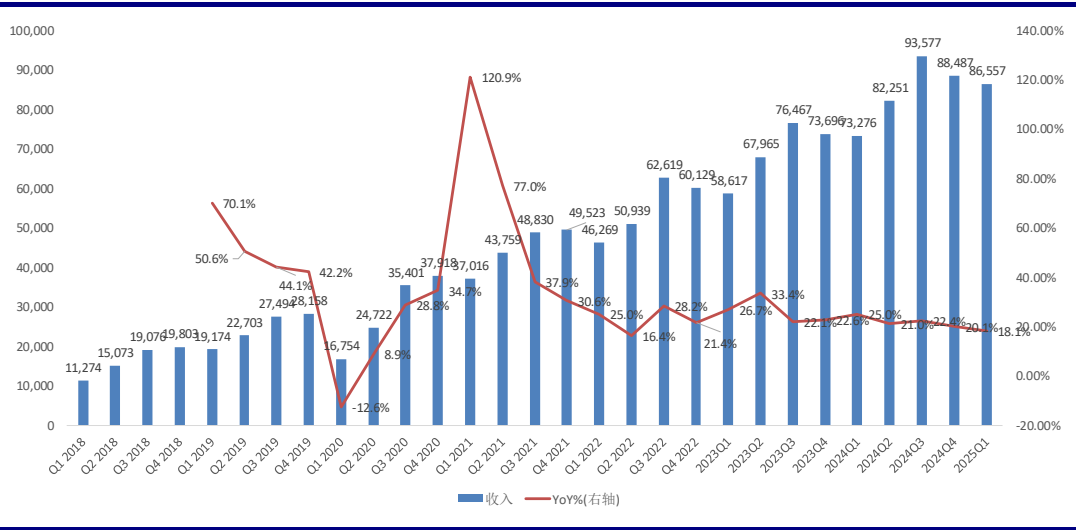
业绩摘要

25Q1 收入和利润端均超市场预期，核心本地业务有力增长

2025 年第一季度，美团收入为 866 亿元（YoY+18.1%），经营溢利大幅上升至 106 亿元（YoY+102.8%），经营利润率 12.2%（YoY+5.1pct）。实现期内溢利 101 亿元（YoY+87.3%），经调整 EBITDA 为 123 亿元（YoY+52.4%）。其中，核心本地商业分部收入 643 亿元（YoY+17.8%），经营溢利达到 135 亿元（YoY+39.1%），经营利润率为 21.0%（YoY+3.2pct）。与此同时，新业务分部的收入为 222 亿元（YoY+19.2%），经营亏损从 2024 年同期的 28 亿元收窄至 23 亿元，经营亏损率改善至 10.2%（YoY+4.6pct）。

成本方面，公司经营杠杆持续释放，占收比较去年同期全面下降，2025 年 Q1 营收成本占比为 62.6%；销售及营销费用率降至 18.0%；研发费用率为 6.7%，同比持平。现金流方面，25Q1 公司实现经营现金流 101 亿元。截至 2025 年 3 月 31 日，公司持有的现金及现金等价物和短期理财投资分别为 1150 亿元和 654 亿元。

图表 1：公司营业收入（百万元）



资料来源：公司资料、第一上海整理

核心本地商业业务

核心本地商业收入及利润持续增长，将“不惜一切代价赢得竞争”

2025 年第一季度，核心本地商业分部收入 643 亿元（YoY+17.8%），经营溢利达到 135 亿元（YoY+39.1%），经营利润率为 21.0%（YoY+3.2pct）。

业务细分为：

- （1）餐饮外卖业务：2025 年一季度，餐饮外卖业务保持健康增长。通过精细化运营提升中高频用户为主的黏性与购买频次；在供给侧迭代“拼好饭”、“神抢手”，满足消费者对不同价格带高性价比产品的多样化需求。同时，以“品牌卫星店”等创新模式助力连锁商家降本扩张，为中小商家提供流量、数字化工具等扶持措施。食品安全方面，推出“明厨亮灶”行动并补贴硬件安装，未来三年将投入 1000 亿元推动行业高质量发展。

公司骑手保障体系持续完善。自 2022 年 7 月以来，已为 7 个试点省份骑手提供超 15 亿元职业伤害保障，计划今年扩展至更多省市、2026 年底前覆盖全国；2025 年 4 月启动养老保险试点并逐步全国推广。此外，公司为骑手提供管理岗晋升、内部转岗及大学深造资助，配套 1 亿元大病关怀金等生活医疗帮扶，为骑手子女提供的专项医疗救助金和教育支持，持续优化骑手福利与职业发展路径。

- （2）到店酒旅业务：到店业务通过多元化举措满足消费需求。针对特定品类的预付服务推出平台保障措施，推出“安心学”、“安心练”等预付保障服务，支持轻松下

单与退款；以线上工具和营销活动助力商家数字化转型，同时携手独立手艺人拓展特色服务，实现了低线市场交易规模与运营效率同步提升。与此同时，酒旅业务强化运营与商家合作，提供了更多高性价比的选择。自从“美团会员”推出以来，美团升级了更多酒旅权益（如房型升级、免费早餐、延迟退房等），深化品牌认知并带动交叉销售。

(3) 美团闪购：美团闪购展现强劲增长势头，获消费者广泛认可，即时零售潜力显著释放。饮料零食、3C 产品等多品类销售额攀升，情人节订单量同比近翻倍，非餐品类在第一季度的订单增长超过 60%。2025 年 4 月，公司正式推出“美团闪购”品牌，用户可通过美团 App 首页直达，享受 30 分钟即时配送服务。战略性营销活动推动闪购的日活跃用户峰值接近 650 万，其中 95 后年轻用户占比超过一半，美团闪购总交易用户数已突破 5 亿。此外，公司在供给端持续推进“美团闪电仓”建设，目前拥有超过 3 万家闪电仓，其中超过 1 万家是便利店，其数量及订单占比在低线市场增长尤为突出。后续将支持更多品类商家拓展闪电仓业务，助力商家提升线上运营效率，把握供应链升级机遇。

推出“美团会员”，强化全品类平台属性。3 月底推出的“美团会员”计划覆盖全业务场景，以“神券”为通用权益，设置分级差异化福利，鼓励会员通过高频交易升级解锁更多权益。当前权益涵盖公司即时配送、酒旅等业务，未来将拓展至更多领域，并推出等级专属特权。该计划旨在提升交易频次与交叉销售效率，强化美团全品类找店找优惠首选平台的用户心智。

呼吁理性高质量竞争，“不惜一切代价”捍卫份额。面对京东、阿里等竞争对手以“百亿补贴”冲击外卖市场的挑战，美团表达了迎战新玩家的开放态度，也关注维护健康行业生态，释放出对低质、低价、补贴竞争的深刻警惕，主张以服务质量和供给创新为核心，推动行业向成熟、理性、可持续的方向发展。为应对“外卖战”，美团短期内“将不惜一切代价赢得竞争”，加大必要投资巩固消费者心智，允许财务数据短期波动。长期看，补贴竞争是不可持续的，美团将聚焦供应侧创新，推动行业向健康可持续模式转型。依托规模经济释放收入与成本协同效应，提升 GMV 利润率至合理区间。因而，公司虽面临短期财务压力，但凭借长期竞争优势（规模、效率、体验），将在市场回归理性之后持续引领市场。

图表 2：美团核心分部业务收入和营业利润（百万元）

Millions	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
Business Breakdown									
Core Local Commerce									
Revenue	42,885	51,200	57,691	55,131	54,626	60,682	69,373	65,567	64,325
YoY	25.5%	39.2%	24.5%	26.8%	27.4%	18.5%	20.2%	18.9%	17.8%
Operating Profit	9,445	11,139	10,096	8,019	9,698	15,234	14,582	12,900	13,491
YoY	100.7%	34.8%	8.3%	11.1%	2.7%	36.8%	44.4%	60.9%	39.1%
OPM	22.0%	21.8%	17.5%	14.5%	17.8%	25.1%	21.0%	19.7%	21.0%
New Initiatives									
Revenue	15,732	16,765	18,776	18,565	18,650	21,569	24,204	22,920	22,232
YoY	30.1%	18.4%	15.3%	11.5%	18.5%	28.7%	28.9%	23.5%	19.2%
Operating Profit	-5,029	-5,193	-5,112	-4,833	-2,757	-1,314	-1,026	-2,176	-2,273
YoY	-40.5%	-23.5%	-24.5%	-24.1%	-45.2%	-74.7%	-79.9%	-55.0%	-17.5%
OPM	-32.0%	-31.0%	-27.2%	-26.0%	-14.8%	-6.1%	-4.2%	-9.5%	-10.2%

资料来源：公司资料、第一上海整理

新业务环比继续减亏，
海外市场拓展有序推进

新业务

2025 年一季度，新业务分部收入同比增长 19.2%至 222 亿元（2024 年同期 187 亿元），主要由食杂零售业务增长及海外业务拓展驱动；经营亏损同比收窄 17.5%至 23 亿元，亏损率从 14.8%改善至 10.2%。食杂零售业务通过优化运营、提升效率，依托小象超市、美团优选等平台为外贸企业提供营销、渠道等支持，助力优质外贸产品拓展国

内市场。

Keeta 在中国香港和沙特阿拉伯均进展顺利，计划进入巴西市场。过去两年，美团已成为中国香港最大的外卖平台，在订单量、平均订单价值、市场份额、合作餐厅数量和骑手规模等方面均持续增长。Keeta 在沙特阿拉伯凭借产品与技术优势，提升交易及配送体验，获当地消费者认可并跻身主流外卖平台。此外，公司宣布了进入巴西的计划，并承诺未来五年投资 10 亿美元。展望未来，美团计划凭借专业经验和世界领先的软件系统持续切入海外的餐饮外卖，乃至整体即时配送市场。

在 AI 层面，公司在基础设施层、产品应用层、办公效率层持续提升能力。迭代了基础大语言模型，推出新人工智能应用与服务，升级员工生产力工具套件。

- 基础设施层：加大对大语言模型投资，配置资本支出，招募人才，确保基础语言模型达国内第一梯队水平。持续升级内部大语言模型，能在推理与非推理模式间无缝切换，性能领先；更新端到端语音交互模型，性能接近 GPT 4.0。
- 产品应用层：AI 可赋能平台商家，助力数字化转型与成本优化。5 月 18 日研讨会后，计划 6 月推出面向餐饮行业的 AI 商业决策助手，覆盖四大核心场景，推动行业决策向“AI + 数据”驱动转变。
- 办公效率层：利用 AI 提升员工生产力和职场体验是 AI 战略核心。上季度提升工程师 AI 编码能力并推广，目前公司约 52%新代码由 AI 生成，部分团队超 90%成员使用 AI 编码工具，目标是工程师 100%使用。还推出无代码平台，已在内部广泛应用，各专业岗位都在用它创建产品原型等，62%的产品经理和 28%的业务分析师已在使用。

盈利情况

运营杠杆释放，费率继续优化，盈利能力显著改善。

2025Q1 公司毛利率为 37.45%，同比提升了 2.4 个百分点。同期，经营溢利大幅上升至 106 亿元（YoY+102.8%），经营利润率 12.2%（YoY+ 5.1pct）。实现期内溢利 101 亿元（YoY+87.3%），经调整 EBITDA 为 123 亿元（YoY+52.4%）。经营溢利相关数据的增长主要是由于收入增长、经营利润率以及运营效率的提升。

2025Q1 的费用方面：

- （1）销售成本：2025 年一季度销售成本同比增长 13.8%至 541 亿元（2024 年同期 476 亿元），占收入比重从 64.9%降至 62.6%。成本增加主要来自即时配送、食杂零售及海外业务；占比下降因经营杠杆优化和食杂零售毛利率提升，但部分被海外市场的成本所抵消。
- （2）销售及营销开支：2025 年一季度销售及营销开支同比增长 12%至 156 亿元（2024 年同期 139 亿元），主要因业务规模扩大带动推广、广告及用户激励支出增加。其占收入比重从 19%降至 18%，得益于经营杠杆改善和营销效率提升。
- （3）研发开支：2025 年一季度研发开支同比增长 15.4%至 58 亿元（2024 年同期 50 亿元），主要因公司加大 AI 投入。其占收入比重为 6.7%，同比持平。
- （4）一般行政开支：2025 年一季度一般及行政开支同比增长 14.3%至 26 亿元（2024 年同期 23 亿元），主要因雇员薪酬及业务规模扩大带来的税收附加开支增加。其占收入比重为 3.0%，同比持平。

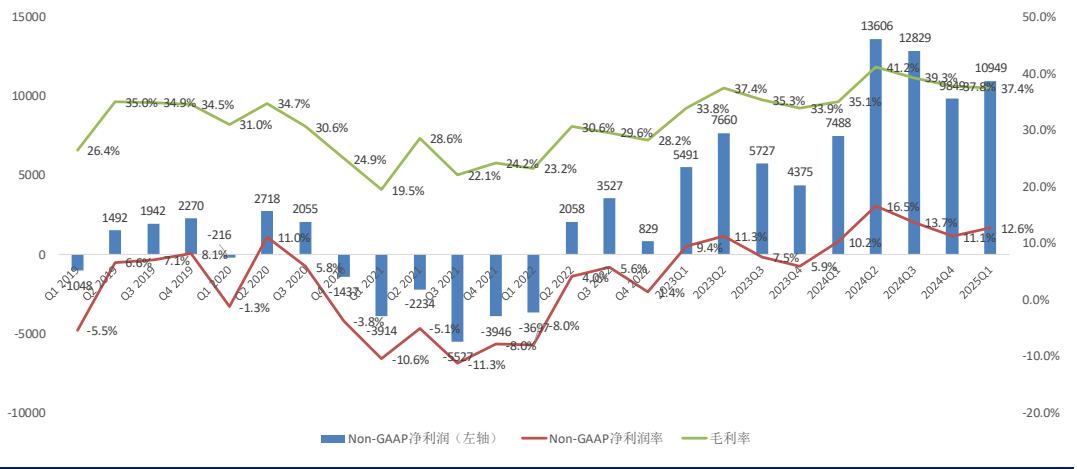
值得注意的是，针对海外扩张投资以及国内外卖补贴竞争，公司认为尽管竞争可能导致短期利润波动，坚信核心本地商业板块将继续产生强劲现金流，为海外扩张和生鲜零售业务提供坚实的财务基础。而对于相关资源配置，公司将分阶段管理，以差异化 KPI 评估表现，动态调整策略。

在股东回报层面，公司将继续以股票回购计划作为股东回报的主要渠道，基本目标是每年抵消员工持股计划（ESOP）带来的股份稀释。举措包括适时减少流通股数量，基于现

去

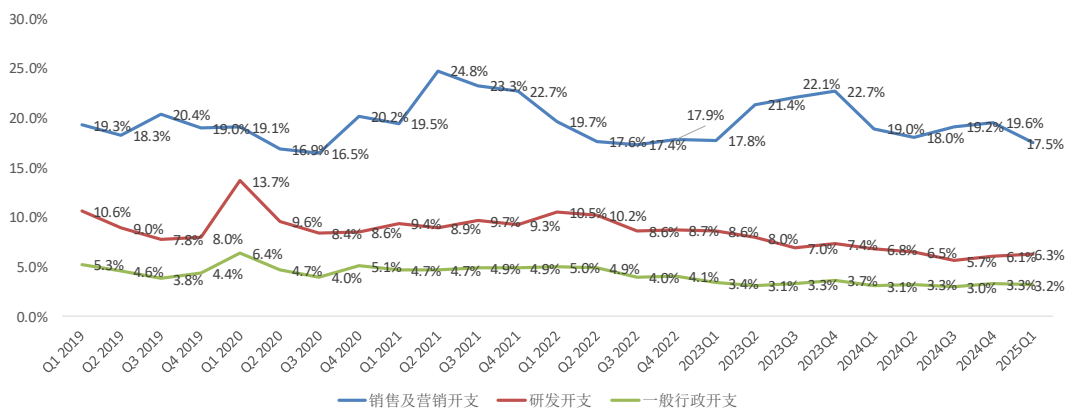
金储备及市场窗口灵活安排。

图表 3：公司综合毛利率和 Non-GAAP 净利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司资料、第一上海整理

提升目标价至 230 港元，维持买入评级

美团最新业绩发布会展示了 CEO 王兴对公司未来的坚定信心，明确表达了在外卖和闪购业务上的必胜决心，这建立在十余年即时配送体系的深厚积累上。虽然第二季度核心本地商业收入和利润增速有所放缓，但背后逻辑清晰：主要是补贴所致，并不影响长期竞争力。闪购业务用户结构年轻（三分之二是 95 后）、增长强劲，日活峰值已达 650 万，展现出广阔的增长潜力。在股东回报上，美团明确要先对冲股权激励带来的稀释。海外扩张虽具潜力，但当前以控制亏损节奏为先，资本配置保持克制。当前股价对应不到 8000 亿港币市值，成熟稳态下，我们认为美团将是千亿级别利润的公司，公司属于轻资产模式，无大资本开支，账上净现金高达 1240 亿，25Q1 现金流入超 100 亿，全年超 400 亿，是现金奶牛公司，8000 亿港币市值从性价比看具备明显吸引力。面对激烈的本地生活竞争，王兴的专注与治理能力是美团最核心的护城河之一。在一个极度内卷的市场中，判断长期投资价值的核心，是管理层能力与商业模式的坚韧性，美团在这两方面都值得信赖。考虑到美团外卖业务的绝对领先地位，以及到店酒旅业务具备的长期增长潜力和盈利能力，给予一定估值溢价，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 25 年扣税利润的 26 倍和 20 倍 PE 估值，得出 230 港元目标价，维持买入评级。

图表 5：分部估值结果

2025年	餐饮外卖	到店、酒店及旅游
预计收入（百万）	166,336	69,565
预计分部经营利润	31,590	24,348
税后利润	28,431	21,913
分部估值中枢	PE: 26X	PE: 20X
分部估值结果（百万）	821,350	486,957
占比	62.8%	37.2%
主营业务估值总和（百万）		1,308,307
汇率（RMB/HKD）	1.07	
股份总额	6,125	
每股目标价（HKD）	229	
每股现价（HKD）	132	
上涨空间	73%	

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

损益表					
<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	276,745	337,592	391,747	447,760	503,262
毛利	97,191	129,383	152,269	177,659	207,350
销售及营销开支	-58,617	-63,975	-73,591	-85,074	-93,104
研发开支	-21,201	-21,054	-25,017	-27,761	-31,202
经营利润	13,415	36,845	39,685	54,120	70,620
财务开支	-1,425	-1,337	-1,555	-1,200	-1,200
税前盈利	14,022	37,985	39,360	53,998	70,499
所得税	-165	-2,177	-3,544	5,400	7,050
净利润	13,857	35,808	35,816	48,599	63,449
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占溢利	13,857	35,808	35,816	48,599	63,449
折旧及摊销	7,997	8,421	0	0	0
EBITDA	23,444	47,744	40,915	55,198	71,699
增长					
总收入 (%)	25.8%	22.0%	16.0%	14.3%	12.4%
EBITDA (%)	409.2%	103.7%	-14.3%	34.9%	29.9%

资产负债表					
<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	33,340	70,834	103,886	150,978	213,945
应收账款	2,743	2,653	2,653	2,653	2,653
存货	1,305	1,734	1,995	2,250	2,465
其他流动资产	145,729	134,514	134,514	134,514	134,514
总流动资产	183,116	209,735	243,047	290,394	353,576
有形资产	25,978	30,239	33,263	36,589	40,248
无形资产	30,398	30,230	33,253	36,579	40,237
权益法计投资	18,289	19,800	19,800	19,800	19,800
其他	35,248	34,351	34,351	34,351	34,351
总资产	293,030	324,355	363,714	417,713	488,211
应付帐款	22,981	25,132	25,132	25,132	25,132
短期银行贷款	19,322	25,193	1	1	1
其他流动负债	58,572	57,610	82,803	82,803	82,803
总流动负债	100,874	107,935	107,936	107,936	107,936
非流动负债	40,199	43,815	43,815	43,815	43,815
总负债	141,073	151,750	151,751	151,751	151,751
少数股东权益	-57	-59	-59	-59	-59
股东权益	151,956	172,605	211,963	265,962	336,460

财务分析					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	35.1%	38.3%	38.9%	39.7%	41.2%
EBITDA 利率 (%)	8.5%	14.1%	10.4%	12.3%	14.2%
净利率 (%)	5.0%	10.6%	9.1%	10.9%	12.6%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	21.2%	19.0%	18.8%	19.0%	18.5%
实际税率 (%)	-1.2%	-5.7%	-9.0%	10.0%	10.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款天数	25.6	24.6	24.5	24.5	24.5
应收账款天数	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
财务状况					
总负债/总资产	0.48	0.47	0.42	0.36	0.31
收入/净资产	1.82	1.96	1.85	1.68	1.50
经营性现金流/收入	0.15	0.17	0.10	0.12	0.14
税前盈利对利息倍数	NA	NA	NA	NA	NA

现金流量表					
<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	23,444	47,744	40,915	55,198	71,699
净融资成本	-1,425	-1,337	-1,555	-1,200	-1,200
营运资金变化	13,476	6,465	-260	-255	-215
已交所得税	-223	-790	0	0	0
其他	5,473	5,854	-0	-0	-0
营运现金流	40,745	57,936	39,100	53,743	70,284
资本开支	-6,880	-10,999	-3,024	-3,326	-3,659
其他投资活动	-17,784	21,205	-3,023	-3,325	-3,658
投资活动现金流	-24,664	10,205	-6,047	-6,652	-7,317
负债变化	663	-1,230	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	-3,444	-29,185	0	0	0
融资活动现金流	-2,781	-30,415	0	0	0
现金变化	13,300	37,726	33,053	47,092	62,967
期初持有现金	20,158	33,340	70,833	103,886	150,978
期末持有现金	33,340	70,833	103,886	150,978	213,945

资料来源：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。