

买入

2025 年 7 月 28 日

低成本车型已投产，短期仍将面临宏观逆风

- **2025Q2 业绩情况：**公司实现营收 224.96 亿美元，同比降低 12%，超市场预期。总毛利率为 17.2%，环比上升 0.9 个百分点，同比下降 0.71 个百分点。运营利润率为 4.1%，同比下降 2.19 个百分点。净利润为 11.72 亿美元，同比减少 16%，超市场预期。季度末现金及现金等价物为 367.82 亿美元，同比增长 20%；自由现金流为 1.46 亿美元，同比降低 89%。预计今年资本支出将超过 90 亿美元。
- **汽车毛利率环比改善：**汽车业务收入同比下降 16%至 166.61 亿美元，毛利率为 17.2%，环比上升 1.00 个百分点，同比下降 1.27 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 4.39 亿美元后，汽车业务毛利率为 15.0%。未来几个季度，汽车业务将持续面临关税及“大而美”法案的挑战。由于汽车属于受宏观影响的周期性行业，公司非常关注客户对价格的承受能力。
- **储能毛利率 30%，将面临宏观挑战：**发电与储能业务收入为 27.89 亿美元，同比降低 7%。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署量为 9.6 GWh，同比增长 2%。能源业务毛利率为 30.3%。尽管“大而美”法案对能源业务带来挑战，AI 和数据中心对能源的需求剧增，预计下半年部署将显著增加。为了应对关税逆风，内华达 LFP 电芯工厂将于年内投产。
- **Robotaxi 如期上线，年底覆盖美国一半人口：**本季度 Robotaxi 无人驾驶出租车服务如期在德州奥斯汀推出。公司正在加速扩张步伐，若进展顺利，预计 25 年底服务区域将覆盖美国一半人口，远期运营成本将至每英里 30 美分以下。
- **低成本车型已投产，Q4 批量交付：**低成本车型已于 6 月开始生产，预计 Q3 继续爬坡。公司将在 IRA 补贴结束前集中生产现有车型冲刺销量，因此预计新车型将在 Q4 迎来批量交付。
- **目标价 460.00 美元，维持买入评级：**我们下调未来三年汽车交付量至 163.8 万/230.8 万/297.7 万台。采用 2026 年自由现金流折现，WACC 10%，永续增长率为 3%，求得合理股价应为 460.00 美元，对应 2025 年 Non-GAAP 每股盈利的 129 倍，2026 年的 74 倍，比当前股价高 46%，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。

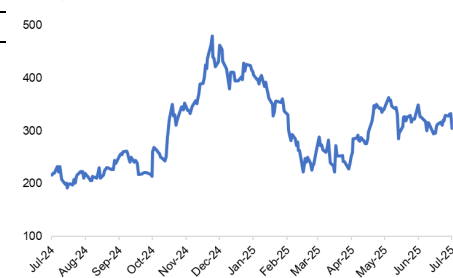
李京霖
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
唐伊莲
852-25321539
Alice.tang@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车	
股价	316.06 美元	
目标价	460.00 美元 (46%)	
股票代码	TSLA	
总股本	32.25 亿股	
市值	10,194 亿美元	
52 周高/低	488.54 美元/ 182.00 美元	
每股账面值	23.98 美元	
主要股东	Elon Musk	12.75%
	Vanguard	7.67%
	贝莱德	6.38%
	道富	3.53%
	Geode Capital	1.97%

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	96,738	136,171	176,304
变动	18.80%	0.95%	-0.97%	40.76%	29.47%
Non-GAAP 净利润	10,882	8,419	8,646	15,232	21,842
Non-GAAP 每股盈利	3.12	2.42	2.45	4.27	6.06
变动	-23.27%	-22.51%	1.30%	74.33%	41.81%
基于316.06美元的市盈率 (估)	101.20	130.60	128.93	73.95	52.15
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 年第二季度业绩情况

二季度收入、净利润超市场一致预期

第二季度，公司实现营收 224.96 亿美元，同比降低 12%，超市场预期。总毛利率为 17.2%，环比上升 0.9 个百分点，同比下降 0.71 个百分点。运营费用为 29.55 亿美元，同比降低 1%；运营利润率为 4.1%，同比下降 2.19 个百分点。净利润为 11.72 亿美元，同比减少 16%，超市场预期。季度末现金及现金等价物为 367.82 亿美元，同比增长 20%；自由现金流为 1.46 亿美元，同比降低 89%。

剔除碳积分后汽车毛利率为 15.0%

第二季度，汽车业务收入为 166.61 亿美元，同比降低 16%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比减少 15% 至 162.22 亿美元，汽车租赁收入同比下降 5% 至 4.35 亿美元。汽车业务毛利率为 17.2%；ZEV Credit 贡献 4.39 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 15.0%。汽车毛利率上升主要因为新款 Model Y 的畅销，带来的平均售价和利润率的提升，但受关税和“大而美”法案的影响，未来几个季度汽车业务的成本将持续上升。

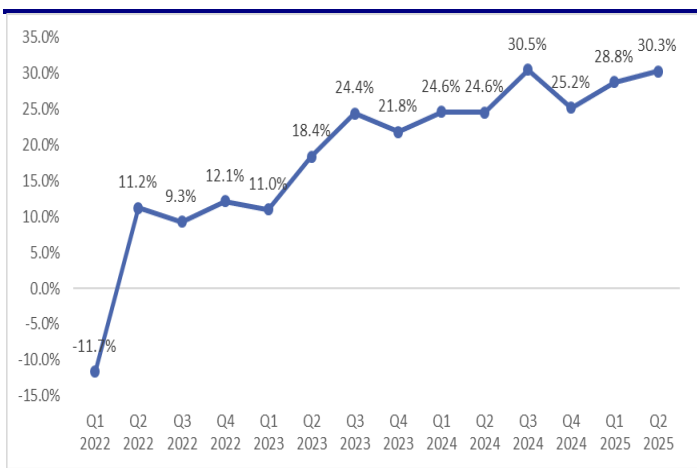
储能部署量 9.6 GWh，毛利率 30.3%，维持高位

第二季度，发电与储能业务收入为 27.89 亿美元，同比降低 7%，不及市场预期。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署量为 9.6 GWh，同比增长 2%。能源业务毛利率为 30.3%。公司表示发电与储能业务是公司成长速度最快的业务，储能业务面临的挑战依然来自“大而美”法案和关税。储能客户开始意识到储能对于满足人工智能需求的重要性，并愿意承担部分关税影响。涉及个体客户的住宅储能业务受法案影响最大，因为税收抵免将在今年年底提前到期。

超充业务表现良好，二手车和保险业务盈利能力提升

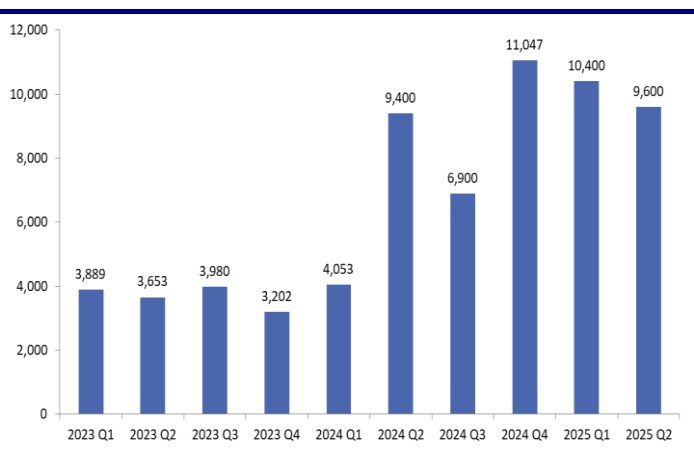
服务和其他业务收入为 30.46 亿美元，同比增长 17%，超市场预期。毛利率为 5.4%，同比下降 0.95 个百分点，但环比上升 1.62 个百分点，主要得益于超级充电站业务利润的增加，以及保险和服务中心盈利能力的提升。

图表 1: 2022 Q1 - 2025 Q2 储能毛利率 (%)



资料来源：公司披露

图表 2: 2023 Q1 - 2025 Q2 储能部署 (MWh)

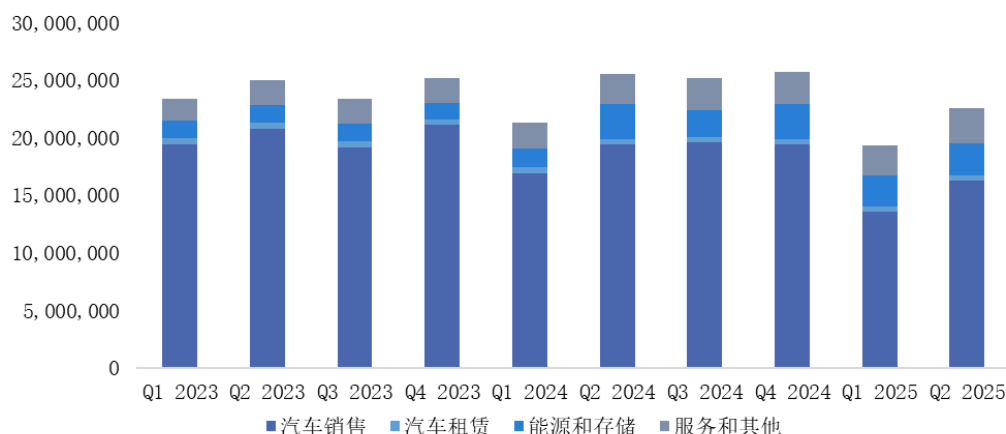


资料来源：公司披露

25 年 Q2 交付 384,122 台 二季度公司共交付 384,122 台电动车，环比增加 14%，同比减少 13%。其中，Model 电动车，同比减少 13% 3/Y 373,728 台，其他车型 10,394 台。

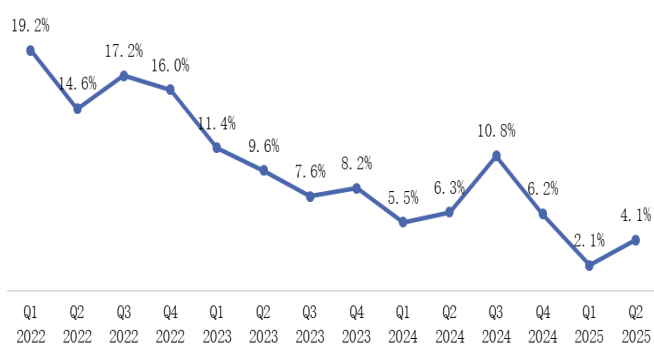
25 年 Q2 生产 410,244 台 二季度公司共生产 410,244 台电动车，环比增加 13%，同比基本持平。其中，电动车，同比持平 Model 3/Y 396,835 台，其他车型 13,409 台。季度产销比为 93.6%，全球库存天数环比增加 10% 至 24 天。

图表 3：2022 Q1 - 2025 Q2 主营业务收入（千美元）



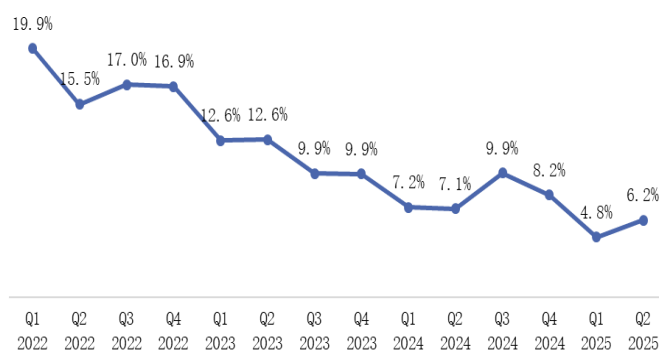
资料来源：公司披露

图表 4：2022 Q1 - 2025 Q2 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 5：2022 Q1 - 2025 Q2 净利润率



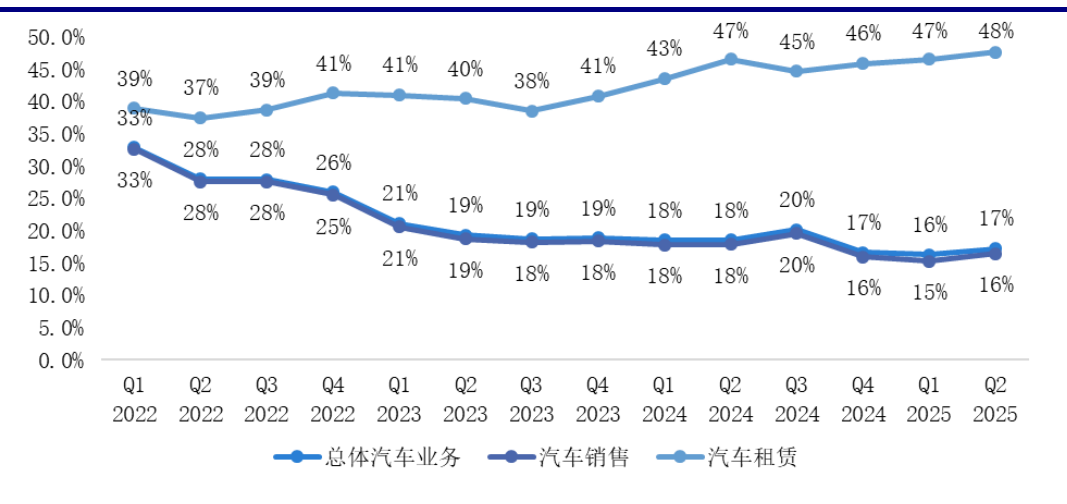
资料来源：公司披露

Non-GAAP 汽车毛利率环比恢复至 15.0%

Q2 汽车毛利率环比增加至 17.2%

第二季度，汽车业务毛利率为 17.2%，环比上升 1.00 个百分点，同比下降 1.27 个百分点。剔除 ZEV Credit 贡献的 4.39 亿美元后，汽车业务毛利率为 15.0%，环比上升 2.5 个百分点，同比上升 0.4 个百分点，毛利率的上升主要受多方面影响，包括：1) 焕新款 Model Y 顺利爬坡，交付结构变化带来的正面影响；2) 原材料成本下降带动单车成本的下降，部分被固定成本增加和关税影响所抵消；3) 第一季度进行过停产来升级工厂，第二季度产能顺利爬坡。

图表 6：2022 Q1 - 2025 Q2 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

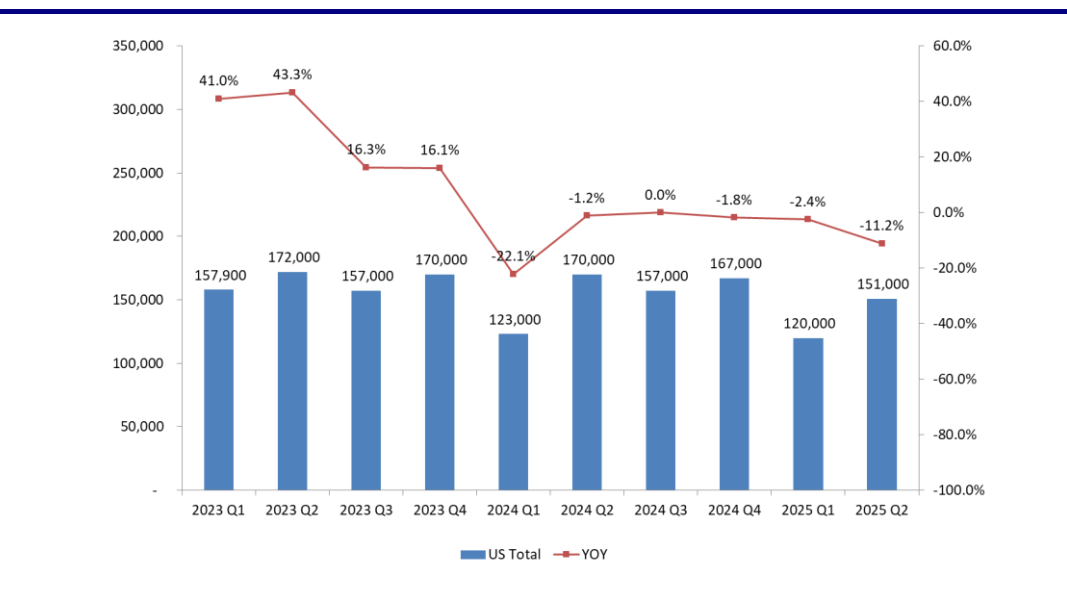
未来几个季度，汽车毛利率可能会由以下因素影响：1）“大而美”法案的通过意味着 7,500 美元的 IRA 补贴即将结束，公司将在 Q3 补贴结束前集中生产现有车型冲刺销量；2）伴随 Model YL 与低成本车型的投产和爬坡，短期折旧摊销可能上扬；3）关税政策的不确定性，尽管公司已积极采用本地供应链，部分关键零部件仍为中国进口，因此关税可能带来额外的成本；4）马斯克个人与特朗普政府之间的关系，可能对品牌产生持续的负面影响；5）碳酸锂和中游材料价格下降，有效降低单车成本。

回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

Q2 北美交付量同比降低 11.1%

第二季度，特斯拉在美国市场共交付 151,000 台电动车，同比降低 11.1%。公司第二季度北美交付量降低至 2024 年第三季度水平。

图表 7：2022 Q1 - 2025 Q2 特斯拉美国交付量



资料来源：第一上海整理，Troy Teslike

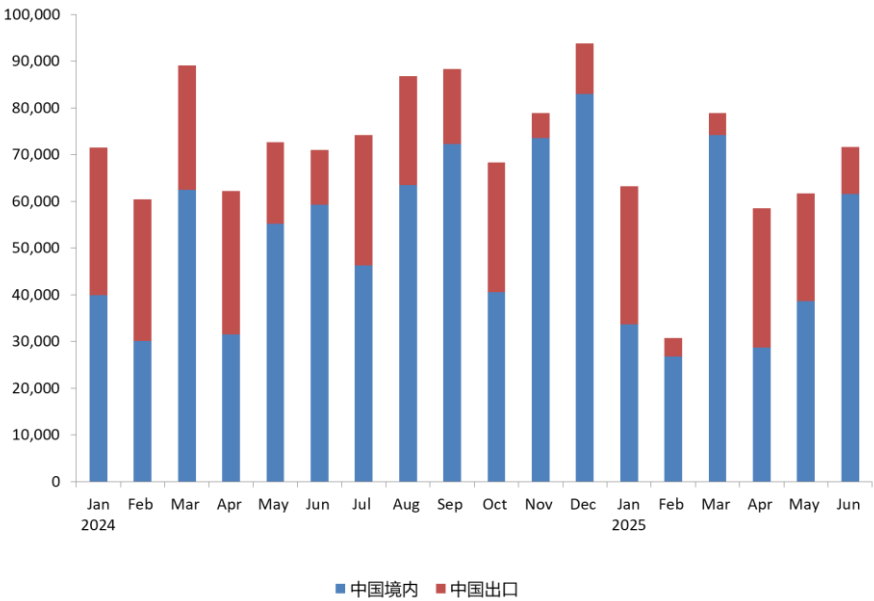
欧洲交付量同比减少 28.6%

第二季度，特斯拉在欧洲市场共交付 55,988 台电动车，同比减少 28.6%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为英国（18%）/挪威（16%）/法国（9%）。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。

特斯拉中国同比减少 7%

第二季度，特斯拉中国共交付 191,720 台电动车，环比增加 11%，同比减少 7%。其中，本土交付 128,803 台电动车，出口 62,917 台电动车。上海工厂第二季度占全球交付量的 49.91%。上海工厂 4 月共生产 58,459 台，5 月共生产 61,662 台，6 月共生产 71,599 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 年第二季度年化产能超过 235 万台

第二季度年化产能已超过 235 万台

第二季度，特斯拉共生产 410,244 台电动车，环比增加 13%，同比基本持平。第二季度产能汇总如下：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。

产能恢复至去年同期水平，正在推进关键电池材料的本土化

本季度伴随焕新版 Model Y 的产线升级完成，产能恢复至去年同期水平。电池方面，美国锂精炼厂和正极材料厂依然计划于年内投产，未来将实现关键电池材料的本土化。同时，预计内华达磷酸铁锂电池厂将在下半年投产，将用于储能业务。

图表 9：2025 年 Q2 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

Robotaxi 如期上线，低成本车型已于 Q2 投产

低成本车型 6 月投产，
预计 Q3 爬坡，Q4 交付

公司表示低成本车型已于 6 月开始生产，预计 Q3 继续爬坡。同时，“大而美”法案的通过意味着 7,500 美元的 IRA 补贴即将结束，公司将在 Q3 补贴结束前集中生产现有车型冲刺销量，因此预计低成本车型将在 Q4 迎来批量交付。低成本车型的外观与现有车型 Model 3/Y 相似，由现有产线负责生产。

由于汽车属于受宏观影响的周期性行业，公司非常关注客户对价格的承受能力。CFO 表示，关税已带来 3 亿美元的额外成本，其中三分之二与汽车业务相关，三分之一与储能业务相关。

Robotaxi 服务如期上线
将于 25 年底覆盖美国一
半人口

本季度 Robotaxi 无人驾驶出租车服务如期在德州奥斯汀推出，当前尚未开始生产 Cybercab，而是采用现有车型，同时副驾驶配备一位安全员，该服务已行驶超过 7,000 英里。公司正在加速扩张步伐，预计未来奥斯汀的服务区域将扩大 10 倍。公司正在等待加州、内华达、佛罗里达和亚利桑那的监管审批，若进展顺利，预计 25 年底服务区域将覆盖美国一半人口，远期运营成本将至每英里 30 美分以下。

Cybercab 的设计会更匹配无人驾驶出租车的应用，在生产成本上相比 Model Y 会更有优势，当前计划在 26 年投产。同时，预计 Robotaxi 业务对财务的影响将在 26 年底显现。目前公司 Robotaxi 业务主要依靠自主铺设的车辆，26 年 Robotaxi 功能可能开始陆续向第三方或现有车主开放。

V12 之后的 FSD 渗透率提
升 25%，未来仍具备渗透
空间；预计年底推送无
人监管的 FSD 功能

本季度 FSD 累计总里程超过 45 亿英里，环比增加接近 10 亿英里。FSD 渗透率自 V12 版本发布以来提升 25%，但仍有约半数特斯拉车主从未尝试过该功能，公司发布的车辆安全报告显示，使用 FSD 的车辆比未使用的车辆安全 10 倍。在 Robotaxi 服务上线后，公司计划将 Robotaxi 的优质功能逐步集成至其他车辆，预计未来几周 FSD 的体验将大幅提升。软件方面，尽管内存带宽存在瓶颈，公司计划基于现有硬件将模型参数提升近 10 倍。

公司表示 25 年底有望在美国个别地区推送无人监管的 FSD，并预计年底将在湾区和奥斯汀实现自动交付（新车从工厂下线后直接自动驾驶至车主交付点）。海外进展方面，公司表示正在积极疏通欧洲和中国市场的监管阻力，荷兰可能率先批准。

Optimus 机器人五年内达到百万产能

Optimus 人形机器人第三代设计方案已接近完成，已拥有足够的自由度，公司预计 3 个月内或年底发布原型机，明年开启量产，有望五年内达到年化百万台的产能。公司认为擎天柱（Optimus）将会成为非常重要的产品。目前的挑战主要围绕着零部件、生产和训练等，由于机器人部分零部件为全新设计，缺乏现有供应链，因此爬坡较为缓慢。公司认为未来电动车的自动化生产需广泛应用人形机器人。

Dojo 2 明年规模化部署，AI5 明年底量产

Dojo 2 预计明年进行规模化部署，等效算力约为 10 万片 H100。车载方面，AI5 芯片预计会在明年底开始量产，公司正在考量 Dojo 3 与 AI6 芯片的融合方案。今年预计不会举办 AI Day 活动，但会在股东大会上做一些 AI 业务的更新。公司在奥斯汀的 Cortex 训练中心新增 16,000 片 H200，目前等效算力为 67,000 片 H100。截至本季度末，公司总计用于训练的等效算力已接近 11 万片 H100。

大法案与关税对储能带来挑战，但 AI 和数据中心需求剧增

储能方面，公司认为美国的市场空间巨大，当前美国电网的稳定发电量为 1 TW，平均使用量为 0.5 TW，电池储能需求有翻倍的空间。尽管“大而美”法案对住宅储能等能源业务带来挑战，AI 和数据中心对能源的需求剧增，预计下半年部署将显著增加。同时，为了有效应对关税逆风，内华达州的磷酸铁锂电芯工厂将于年内投产，并将在 2026 年在德州休斯顿建设第三个 Megapack 工厂。

目标价 460.00 美元，维持买入评级

考虑到中国新能源车市场的激烈竞争、7,500 美元 IRA 补贴及税收抵免的退坡、关税相关的额外成本，我们下调未来三年汽车交付量至 163.8 万/230.8 万/297.7 万台。预计今年资本支出将超过 90 亿美元，主要用于 AI 领域与制造方面。

DCF 法估值

预计 2025 至 2027 年收入为 967 亿/1,362 亿/1,763 亿美元，未来三年均维持盈利水平。我们采用 2026 年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，对应 2025 年 Non-GAAP 每股盈利的 129 倍，2026 年的 74 倍，比当前股价高 46%，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	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
(千美元)											
CFO	16,180,926	30,665,719	50,464,866	80,063,516	103,785,747	124,732,184	145,678,620	165,787,200	184,739,536	196,345,436	
自由现金流增长率		202.0%	90.0%	75.0%	35.0%	25.0%	20.0%	16.0%	13.0%	7.0%	3.0%
自由现金流量	6,180,926	18,665,719	35,464,866	62,063,516	83,785,747	104,732,184	125,678,620	145,787,200	164,739,536	176,345,436	181,635,799
折合至2026年的现金流量	6,180,926	16,968,836	29,309,807	46,629,238	57,226,793	65,030,446	70,942,305	74,811,885	76,852,209	74,787,679	1,100,447,282
永续期折现值											2,672,641,042

WACC	10.00%
长期增长率	3.00%

valuation	
现金流折现	1,619,187,406
减：净金融负债	(20,944,488)
减：少数股东权益+合伙人权益	704,000
股本价值	1,639,427,894
股本数量（预期）	3,564,000
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	盈利能力	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	96,738,004	136,171,085	176,303,797	毛利率 (%)	18%	18%	18%	21%	22%
- 主营业务收入成本	79,113,000	80,240,000	79,000,376	107,912,365	138,229,117	EBITDA 利率 (%)	14%	13%	12%	15%	16%
毛利	17,660,000	17,450,000	17,737,627	28,258,721	38,074,680	净利率 (%)	15%	7%	7%	9%	10%
营业开支	8,769,000	10,374,000	11,033,517	13,829,128	16,631,483	Non-GAAP 净利率 (%)	11%	9%	9%	11%	12%
- 营销和行政管理费用	4,800,000	5,150,000	5,290,167	5,658,863	6,053,255	营运表现					
- 研究和开发开支	3,969,000	4,540,000	5,743,350	8,170,265	10,578,228	行政管理与销售费用/收入 (%)	5%	5%	5%	4%	3%
营业利润	8,891,000	7,076,000	6,704,110	14,429,593	21,443,197	研究和开发费用/收入 (%)	4%	5%	6%	6%	6%
- 利息支出	(156,000)	(350,000)	(386,904)	(520,569)	(673,992)	实际税率 (%)	-50%	20%	23%	23%	23%
- 营业外亏损净额	1,238,000	2,264,000	1,949,772	2,372,825	3,072,150	应收账款天数	12.0	14.6	14.6	14.6	14.6
税前利润	9,973,000	8,990,000	8,266,978	16,281,849	23,841,355	应付账款天数	67.5	60.4	60.0	60.0	60.0
- 所得税支出	(5,001,000)	1,837,000	1,926,681	3,773,521	5,525,530	财务状况					
净利润	14,974,000	7,153,000	6,340,297	12,508,328	18,315,825	总负债/总资产	40%	40%	38%	38%	34%
Non-GAAP 净利润	10,842,000	8,419,000	8,646,437	15,231,750	21,841,901	收入/净资产	91%	80%	73%	87%	98%
EBITDA	14,640,000	14,358,000	13,409,378	16,281,849	23,841,355	经营性现金流/收入	14%	15%	16%	12%	17%
EBITDA 增长率 (%)	16%	2%	7%	21%	46%	税前盈利对利息倍数	9	6	5	7	8
主营业务增速 (%)	19%	1%	-1%	41%	29%						
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	22,498,672	28,913,488	47,801,403	+ 净利润	14,974,000	7,153,000	6,340,297	12,508,328	18,315,825
+ 应收账款与票据	3,508,000	4,418,000	3,430,761	7,617,372	6,686,896	+ 折旧、摊销	4,667,000	5,368,000	5,142,400	6,092,400	7,092,400
+ 库存	13,626,000	12,017,000	12,122,004	20,851,219	21,385,456	+ 股权激励	1,812,000	1,999,000	2,306,140	2,723,422	3,526,076
+ 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	(663,104)	(9,343,125)	(1,209,538)
总计流动资产	49,616,000	58,360,000	64,105,536	83,717,683	102,504,940	+ 其他经营活动	(653,000)	(1,011,000)	2,487,738	4,199,901	2,940,957
+ 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	15,613,472	16,180,926	30,665,719
+ 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)	(9,500,000)	(10,000,000)	(12,000,000)
+ 库存与设备- 净值	29,725,000	35,836,000	40,193,600	44,101,200	49,008,800	+ 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	68,379,500	72,667,120	78,027,826	+ 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	132,485,036	156,384,803	180,532,766	投资活动现金	(15,584,000)	(18,787,000)	(9,253,800)	(9,766,110)	(11,777,805)
+ 应付账款	14,431,000	12,474,000	13,859,459	22,111,329	23,965,043	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
+ 应付负债	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	30,523,259	39,123,609	41,360,651	+ 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)	6,359,672	6,414,816	18,887,915
总负债	43,009,000	48,390,000	50,158,599	58,826,616	61,132,678						
总股东权益	62,634,000	72,913,000	81,559,437	96,791,187	118,633,088						

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。