

**持有**

2025年8月5日

**技术驱动盈利爆发，三大增长飞轮重构估值逻辑**

- **25q2 财务表现:** 本季度总营收 9.89 亿美元、净利润 3.86 亿美元，分别同比增 45%与 105.3%，EPS 0.42 美元，均远超预期；调整后 EBITDA 利润率升至 55.5%，连续 4 季度维持 50%+高位，验证技术投入进入回报期。
- **高粘性资金池扩张:** 本季度注资客户达 2,650 万，同比增长 9.5%，管理资产突破 2,786 亿美元、同比翻番；ARPU 升至 151 美元，净存款 579 亿美元，用户黏性与资金留存显著增强，平台吸金与货币化能力同步跃升。
- **双轮驱动再平衡:** 交易收入 5.39 亿美元，同比增加 65%；其中加密收入 1.6 亿美元（同比+97.5%，季度交易量 350 亿美元），期权收入 2.65 亿美元（+45.6%），股票收入 0.66 亿美元（+65%）。净利息收入 3.57 亿美元（+25.3%）创新高；Robinhood Gold 订阅用户 348 万（+76%），退休账户资产 190 亿美元（+118%），用户粘性和长期资金大幅提升。
- **产品创新与国际扩张:** 公司通过收购 Bitstamp 和 WonderFi 把加密牌照与机构客户收入囊中，并自研 Layer2「Robinhood Chain」、上线欧洲 30 国代币化美股；同时手握 42 亿美元现金、年内已回购 7 亿美元并追加至 15 亿美元计划，管理层聚焦高频交易工具升级、整合 Banking+Gold 的财富管理生态，并加速亚太扩张，全球版图与现金流同步放大。
- **长期转型潜力并未充分定价:** Robinhood Gold 订阅与退休账户渗透率仍低，每提升 1 个百分点即可带来数千万美元年收入；AI 工具 Legend 推动期权收入高增。尽管市盈率承压、加密收入短期波动，但 Bitstamp 牌照+350 亿美元交易量、欧洲 30 国代币化美股及 42 亿美元现金回购计划，正将全球化与加密协同效应快速变现，长期价值尚未在股价充分体现。
- **目标价 110.00 美元，调整为持有评级:** 尽管 Robinhood 短期估值存在压力，但基于其可验证的增长动能和技术杠杆转化效率，给予公司 110 美元的目标价，对应 68x PE，较前一交易日收盘价格+3%，调整为持有评级。
- **风险因素:** 加密业务波动性、监管审查压力、国际扩张执行风险、竞争加剧、宏观经济压力。

**金煊**

**852-25321539**

**Lexy.jin@firstshanghai.com.hk**

**主要资料**

行业 金融服务  
 股价 106.37 美元  
 目标价 110.00 美元 (+3%)  
 股票代码 HOOD  
 已发行股本 8.89 亿股  
 总市值 945.28 亿美元  
 52 周高/低 113.44 美元/13.98 美元  
 每股账面价值 9.09 美元  
 主要股东 THE VANGUARD GROUP Inc. (8.41%)  
 Baiju Bhat (6.68%)  
 Vladimir Tenev (5.31%)  
 Blackrock, Inc. (4.49%)  
 FMR LLC (3.83%)

**表：盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入(百万美元)	1865.00	2951.00	3887.70	4195.71	4858.60
	变动 37.33%	58.23%	31.74%	7.92%	15.80%
净利润	-541.00	1411.00	1474.84	1625.53	2430.11
	变动 -47.37%	-360.81%	4.52%	10.22%	49.50%
每股盈利(美元)	(\$0.60)	\$1.56	\$1.62	\$1.79	\$2.67
	变动 -48.58%	103.13%	2682.94%	16.55%	19.30%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
市盈率106.37美元(估)	-91.39	55.76	70.10	68.64	53.17

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**



资料来源：彭博

## 2025年第二季度财务数据

### 全面超预期的高增长

Robinhood 在 2025 年第二季度交出了一份令人瞩目的财务成绩单，多项关键指标不仅实现大幅同比增长，而且全面超越市场预期，展现出强劲的业务发展势头和盈利能力提升。

#### 核心财务表现

#### 营收与利润

- 1) 总营收表现：公司本季度实现总营收 9.89 亿美元，同比增长 45%，较市场预期的 9.14 亿美元高出 8.3%。这一增长得益于交易活动增加和净利息收入提升的双重驱动。
- 2) 盈利指标：净利润达到 3.86 亿美元，同比暴涨 105.3%，环比增长 14.9%，创下六年来第二季度的最高盈利记录。摊薄后每股收益 (EPS) 为 0.42 美元，较市场预期的 0.31 美元高出 35.5%，较去年同期的 0.21 美元增长 100%，环比增长 13.5%。
- 3) 利润率优化：调整后 EBITDA 达 5.49 亿美元，同比增长 82.4%，利润率高达 55.5%，较去年同期的 27.7% 有显著提升。运营效率的改善直接推动了盈利能力增强，公司有良好的成本控制能力。

公司已步入“稳定高盈利区间”

图表 1: Robinhood 2025 年第二季度主要财务指标表现

	2025Q2	2024Q2	同比变化	超出预期幅度
总营收	9.89亿美元	6.82亿美元	45.0%	8.3%
净利润	3.86亿美元	1.88亿美元	105.3%	NM
摊薄后每股收益(EPS)	0.42美元	0.21美元	100.0%	35.0%
调整后EBITDA	5.49亿美元	3.01亿美元	82.4%	NM

资料来源：公司资料，Visible Alpha，第一上海

#### 用户与平台资产

- 1) 客户规模：注资客户数量达 2,650 万，同比增长 9.5% (同比增加 230 万)，环比增加 75 万。说明平台有持续吸引新用户的能力。
- 2) 平台资产：总资产规模达 2,786 亿美元，同比增长 99.4%，环比增长 26.3%，创历史新高。这一增长由净存款流入、资产增值和收购贡献共同推动。
- 3) 用户价值：单用户平均收入 (ARPU) 显著提升至 151 美元，同比增长 33.1%，公司货币化能力增强。过去 12 个月的净存款达 579 亿美元，年化增长率达 25%，显示客户对平台的高度信任和资金留存能力。

#### 加密与期权引领增长

#### 交易业务

交易业务作为 Robinhood 的传统强项，在本季度继续表现优异，实现收入 5.39 亿美元，同比大幅增长 64.8%。交易品类中加密货币和期权交易的表现尤为突出。

- 1) 加密货币业务：尽管受市场整体放缓和地缘政治因素影响，加密交易收入环比下降 36.5% 至 1.6 亿美元，但同比仍实现了 97.5% 的惊人增长。平台处理的加密货币交易量达 283 亿美元，加上收购 Bitstamp 带来的 67 亿美元交易量，Robinhood 整个季度的加密交易规模达到 350 亿美元，成为其交易业务中增长最快的板块。公司近期推出的以太坊 (ETH) 和 Solana (SOL) 质押服务以及面向欧洲用户的代币化美股及 ETF 交易进一步丰富了加密产品线，为未来增长奠定基础。
- 2) 期权与股票交易：期权交易收入达 2.65 亿美元，同比增长 45.6%；股票交易收入同比增长 65% 至 6,600 万美元。这一增长得益于公司为活跃交易者推出的创新工具，如 Legend 桌面平台和期权分析模块，吸引了更多高频交易用户。

### 利息收入与订阅服务

利息收入是 Robinhood 本季度另一重要增长引擎，实现收入 3.57 亿美元，同比增长 25.3%，创下历史记录。这一增长主要得益于：保证金贷款利率提升、现金扫荡计划优化以及证券借贷活动的增加。

同时，Robinhood Gold 订阅服务呈现爆发式增长，订阅用户达 348 万，同比大幅增长 76%，占资金客户的 13.1%。Gold 用户表现出更高的参与度和价值贡献，其托管资产约为平均客户的 5 倍。今年初推出的 Robinhood Gold 信用卡用户已突破 30 万，进一步增强了用户粘性。

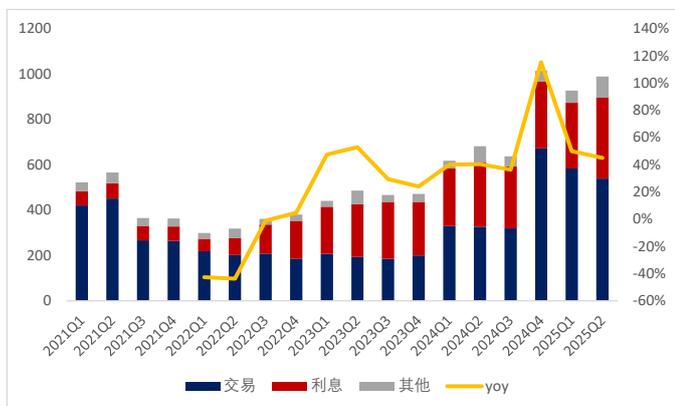
此外，Robinhood 退休账户资产达 190 亿美元，同比增长 118%，表明公司成功吸引了长期投资资金，增强了资产的稳定性。

**图表 2: Robinhood 各业务板块收入贡献及增长**

业务板块	Q2 2025收入	同比增长	主要驱动因素
交易业务总额	5.39亿美元	64.8%	加密、期权交易增长
其中：加密货币	1.60亿美元	97.5%	交易量增加、Bitstamp并表
其中：期权交易	2.65亿美元	45.6%	合约交易量增加
其中：股票交易	0.66亿美元	65.0%	创新交易工具增加
净利息收入	3.57亿美元	25.3%	保证金贷款、证券借贷
其他收入	0.93亿美元	257.7%	订阅服务等

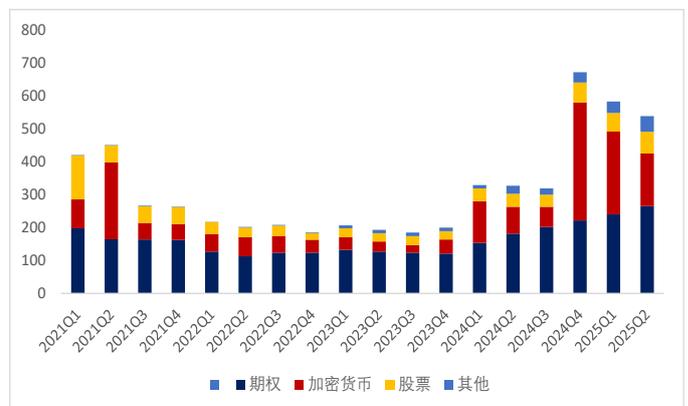
资料来源：公司资料，Visible Alpha，第一上海

**图表 3: 总收入 (\$M) 及增速 (%)**



资料来源：公司资料，第一上海

**图表 4: 交易收入 (\$M)**



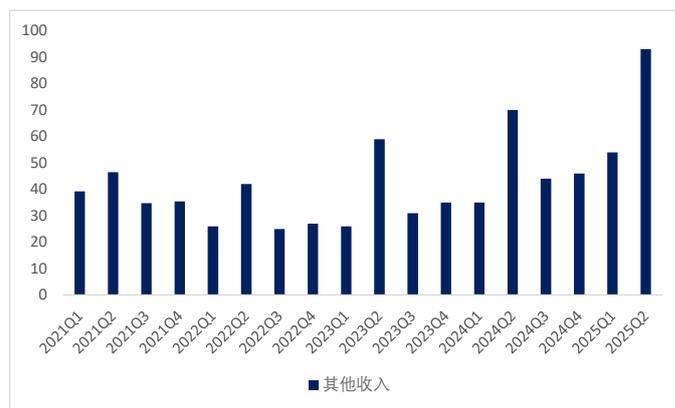
资料来源：公司资料，第一上海

图表 5: 利息收入 (\$M)



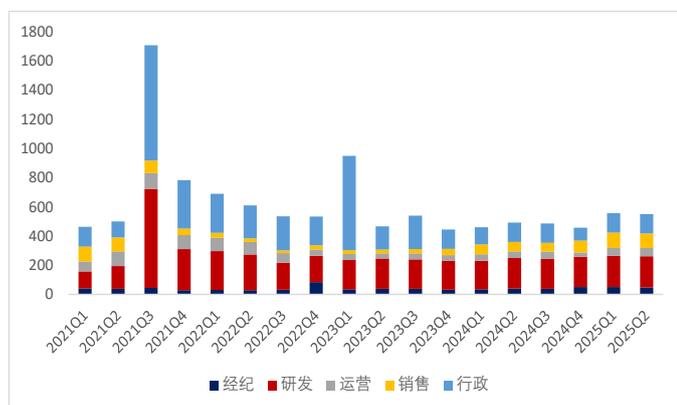
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 其他收入 (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 总营运费用 (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 整体费用率 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9: 净利润 (\$M) 及净利率 (%)



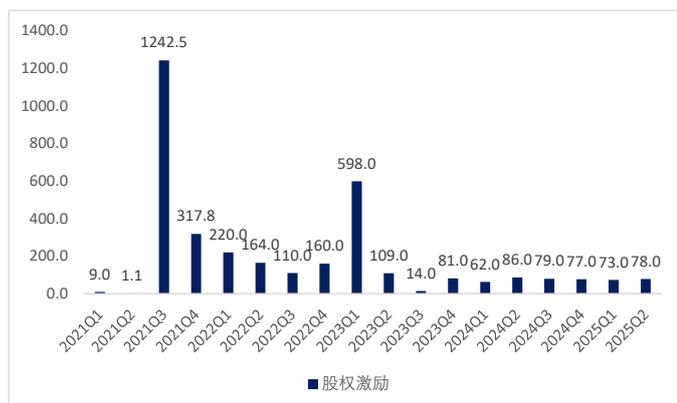
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 10: 调整后 EBITDA (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 股权激励 (\$M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 12: 现金及现金等价物 (\$B)



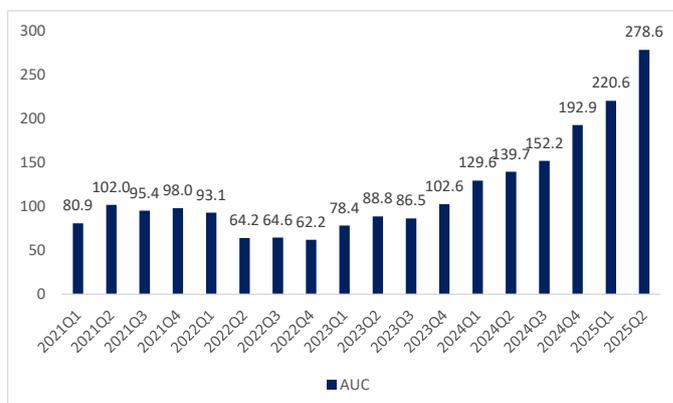
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 13: 入金用户数 (M)



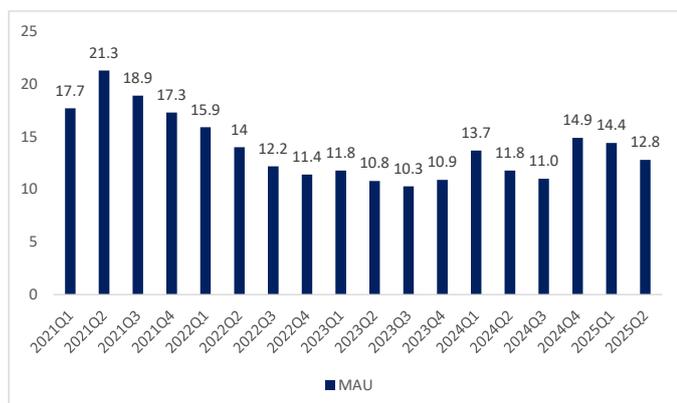
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 14: 平台总资产 (\$B)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 15: MAU (M)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 16: AUC 净存款 (\$B)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 17: 客均资产 (\$)

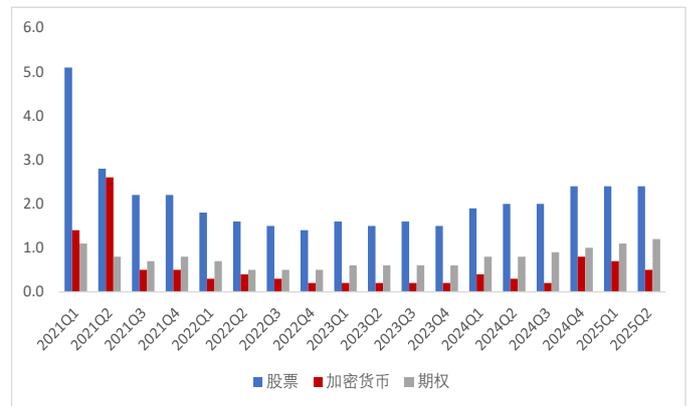


资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 18: 股票 (\$B)、期权合约 (M) 和加密货币 (\$B) 的交易量  
 图表 19: 股票、期权和加密货币 DARTs (M) (\$B) 的交易量



资料来源: 公司资料, 第一上海



资料来源: 公司资料, 第一上海

## 战略举措与未来展望

### 产品创新与国际扩张

Robinhood 本季度在产品创新和全球布局方面取得显著进展, 为未来发展奠定基础:

- 1) 加密生态拓展: 完成对 Bitstamp 交易所的收购, 新增 52 万注资客户和 90 亿美元平台资产。Bitstamp 拥有 50 多项全球加密牌照, 其 90% 的交易量来自机构用户, 平均每笔交易收费 5 个基点, 显著增强了 Robinhood 的机构服务能力和全球监管覆盖。公司计划收购加拿大平台 WonderFi, 进一步拓展北美市场。
- 2) 区块链技术创新: 开发自主的 Layer 2 区块链 “Robinhood Chain”, 支持链上交易和现实世界资产 (RWA) 代币化结算。在欧洲推出基于 Arbitrum 网络的代币化美股及 ETF 交易, 覆盖 200 多种美国资产, 目前已在 30 个欧洲国家上线 (去年同期仅 4 个国家)。

- 3) 产品多元化：推出 ETH/SOL 质押服务，允许用户通过持有代币赚取被动收入；计划推出加密永续合约。同时，Robinhood Strategies 数字化资产配置服务管理资产已超 5 亿美元，服务用户超 10 万。

### 资本配置与股东回报

Robinhood 展现出强大的现金流生成能力和股东回报意愿：

- 1) 股份回购：本季度回购价值 1.24 亿美元的股票（约 300 万股），过去 12 个月累计回购 7 亿美元股票。公司已将回购计划总额扩大至 15 亿美元，目前剩余授权约 8 亿美元。
- 2) 资产负债表：持有现金及等价物超 42 亿美元，为未来业务拓展和回购提供充足财务基础。公司的“40 法则”指标（收入增长率+EBITDA 利润率）达 112%，显示公司商业模式的健康度和执行能力。

### 未来增长战略

管理层明确三大战略支柱，指导未来发展：

- 1) 活跃交易工具深化：升级 Robinhood Legend 平台，增加预测市场模块、模拟收益工具和跨品种图表分析，强化对高频用户的支持。
- 2) 财富管理生态构建：计划 2025 年秋季推出“Robinhood Banking”，整合支票、储蓄与财富管理功能；扩大 Gold 信用卡发行并与交易奖励系统联动。
- 3) 全球化布局加速：在完成欧洲 30 国布局基础上，计划进入亚太市场，已启动多个地区的金融许可申请。Bitstamp 和 WonderFi 整合完成后，公司将在欧美同时拥有面向机构和零售的加密服务能力。

## 投资建议与估值

### 估值是否存在泡沫？

估值已反映当前高增长，但未充分定价长期转型潜力

Robinhood 2025 年第二季度的财务表现验证了其长期增长的坚实根基。总营收 9.89 亿美元（同比增长 45%）和净利润 3.86 亿美元（同比激增 105.3%）的双爆发，源于业务模式的质变：Gold 订阅用户达 348 万，同比飙升 76%，但渗透率仅 13.1%，意味着每提升 1 个百分点就能带来约 4,200 万美元年收入增量；退休账户资产 190 亿美元（同比增长 118%）仅占美国万亿级市场的 0.05%，份额翻倍即可解锁 380 亿美元增量资金池。更关键的是，公司技术投入进入回报期——自研 AI 工具 Legend 推动期权收入同比增长 45.6%至 2.65 亿美元，调整后 EBITDA 利润率高达 55.5%（同比提升 25 个百分点），证明其已转向“效率驱动盈利”的健康模式。

短期估值压力确实存在。当前 64 倍的静态市盈率远超传统券商 15-20 倍的水平。这一溢价主要反映在加密业务的波动性上：尽管代币化美股已覆盖欧洲 30 国的 200 余种资产，但相关收入环比下降 36.5%，且立陶宛等国的监管审查可能延缓创新落地。此外，二季度超预期利润中约 5%源于税率优惠等临时因素，若后续季度无法维持 55.5%以上的 EBITDA 利润率，估值面临回调压力。

估值短期偏高但未形成泡沫，需跟踪三季报净存款与代币化产品合规进展

然而，全球化与加密生态的协同效应正在加速显现：Bitstamp 收购贡献的 50 张全球牌照及 350 亿美元加密交易量（占收入的 30%），为代币化资产扩张铺平道路；若欧洲代币化规模达 500 亿美元（按 0.1%费率测算），将新增 5000 万美元年收入。Robinhood 的用户价值（Gold 会员+退休账户）、资产形态（代币化+区块链）、全球市场（Bitstamp 牌照+30 国覆盖）的战略升级远未体现在当前股价中。

图表 20: Robinhood 2025 年月度指标

Robinhood Markets, Inc.	2025						Change	
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	M/M	Y/Y
<i>(M - in millions, B - in billions)</i>								
<b>Funded Customer Growth (M)</b>								
Funded Customers	25.5	25.6	25.8	25.9	25.9	26.5	2%	10%
<i>yoY growth</i>	8.5%	8.5%	7.9%	7.9%	7.5%	9.5%		
<b>Assets Under Custody (AUC) (\$B)</b>								
Total AUC	\$203.7	\$187.4	\$220.6	\$232.3	\$255.3	\$278.6	9%	99%
Net Deposits	\$5.6	\$4.8	\$7.6	\$6.8	\$3.5	\$3.5	NM	NM
<i>annualized growth</i>	NM	28.3%	48.7%	37.0%				
<b>Trading</b>								
Trading Days (Equities and Options)	20	19	21	21	21	20	(5%)	5%
<b>Total Trading Volumes</b>								
Equity (\$B)	\$144.7	\$142.9	\$125.6	\$157.8	\$180.5	\$179.1	(1%)	108%
Options Contracts (M)	166.6	165.6	167.9	167.5	179.8	168.1	(7%)	28%
Crypto (\$B)	\$20.4	\$14.4	\$11.3	\$8.6	\$11.7	\$8.0	(32%)	86%
Bitstamp (\$B)						\$6.7	NM	NM
<b>Daily Average Revenue Trades (DARTs) (M)</b>								
Equity DARTs	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	13%	18%
Option DARTs	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	(8%)	22%
Crypto DARTs	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	-%	67%
<b>Customer Margin and Cash Sweep (\$B)</b>								
Margin Book	\$8.3	\$8.7	\$8.8	\$8.4	\$9.0	\$9.5	6%	90%
<b>Total Cash Sweep</b>	\$26.3	\$26.2	\$28.2	\$28.9	\$30.8	\$32.7	6%	56%
Gold Cash Sweep	\$25.6	\$25.5	\$26.4	\$26.9	\$28.8	\$30.7	7%	51%
Non-Gold Cash Sweep	\$0.7	\$0.7	\$1.8	\$2.0	\$2.0	\$2.0	-%	233%
Total Securities Lending Revenue (\$M)	\$25	\$22	\$24	\$25	\$33	\$54	64%	157%

资料来源: 公司资料, 第一上海

## 目标价 110.00 美元, 调整为持有评级

尽管 Robinhood 短期估值存在压力, 但基于其可验证的增长动能和技术杠杆转化效率, 给予公司 110 美元的目标价, 对应 68x PE, 较前一交易日收盘价格+3%, 调整为持有评级。

图表 21: 同类公司估值情况 (截至 2025 年 8 月 5 日)

	Price	Market Cap (\$B)	Price / Earnings		
			2025E	2026E	2027E
<b>Online Brokers</b>					
Coinbase	315	81	40	49	38
Charles Schwab	96	174	21	18	15
Interactive Brokers	64	28	32	30	27
<b>Fintech</b>					
Block	74	45	38	25	19
Paypal	67	64	13	12	10
<i>Average</i>			29	27	22
<b>Robinhood</b>					
Current	106	89	68	53	44
Target	110				
Upside	3%				

资料来源: Visible Alpha, 第一上海预测

## 风险因素

**加密业务波动性：**加密交易对市场环境敏感，25q2 加密交易收入环比下降 36.5%。加密货币价格波动、监管政策变化及地缘政治紧张局势可能持续影响交易量和收入稳定性。

**监管审查压力：**欧洲代币化股票产品已引起立陶宛央行等监管机构的关注，涉及合股权合规性问题。美国若推出类似产品也可能面临 SEC 审查，增加合规成本。

**国际扩张执行风险：**公司加速进入亚太等新市场，但各国金融法规差异大，可能遭遇本地化挑战和监管壁垒。收购 Bitstamp 和 WonderFi 后的整合效果也存在不确定性。

**竞争加剧：**传统券商(如 Charles Schwab)和新兴加密交易所(如 Coinbase)均在扩大产品线，行业竞争加剧可能压缩手续费率和市场份额。Robinhood 的质押服务收费(美国 25%，欧洲 15%)高于行业平均水平，已引发用户争议，可能影响竞争力。

**宏观经济压力：**高利率环境下消费者投资意愿可能减弱，影响净存款增长；经济衰退风险若隐若现，可能导致交易活动整体下滑。

# 主要财务报表

损益表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	1,865	2,951	3,888	4,196	4,859
交易开支	146	164	261	347	242
研发开支	805	818	895	1,003	976
运营开支	159	169	205	190	158
销售开支	122	272	330	236	239
行政与其他开支	1,169	474	532	570	473
<b>营运收入</b>	<b>-536</b>	<b>1,054</b>	<b>1,665</b>	<b>1,849</b>	<b>2,771</b>
<b>税前盈利</b>	<b>-533</b>	<b>1,064</b>	<b>1,675</b>	<b>1,861</b>	<b>2,783</b>
所得税	8	-347	200	236	353
<b>净利润</b>	<b>-541</b>	<b>1,411</b>	<b>1,475</b>	<b>1,626</b>	<b>2,430</b>
<b>增长</b>					
总收入 (%)	37%	58%	32%	8%	16%
营运收入 (%)	47%	297%	58%	11%	50%
净利润 (%)	47%	361%	5%	10%	49%

资产负债表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	4,835	4,332	5,236	7,392	7,806
应收经纪人、交易商和清算机构款项	89	471	471	471	471
应收用户款项	3,495	8,239	11,322	13,372	17,299
清算机构存款	338	489	489	489	489
限定用途现金	0	0	0	0	0
<b>总流动资产</b>	<b>31,790</b>	<b>25,103</b>	<b>34,269</b>	<b>45,469</b>	<b>56,070</b>
PP&E	120	139	101	78	67
商誉	175	179	179	179	179
无形资产	48	38	38	38	38
其他非流动资产	199	728	496	461	455
<b>总资产</b>	<b>32,332</b>	<b>26,187</b>	<b>35,083</b>	<b>46,226</b>	<b>56,809</b>
应付账款和应计费用	384	397	486	499	218
应付用户款项	5,097	7,448	6,703	10,236	12,051
借出证券	3,547	7,463	12,822	15,971	20,850
其他短期负债	16,517	2,796	4,673	5,785	7,407
<b>总短期负债</b>	<b>25,545</b>	<b>18,104</b>	<b>24,683</b>	<b>32,492</b>	<b>40,526</b>
长期债务	91	111	111	111	111
<b>总负债</b>	<b>25,636</b>	<b>18,215</b>	<b>24,794</b>	<b>32,603</b>	<b>40,637</b>
<b>股东权益</b>	<b>6,696</b>	<b>7,972</b>	<b>10,289</b>	<b>13,623</b>	<b>16,172</b>
<b>总负债和总股东权益</b>	<b>32,332</b>	<b>26,187</b>	<b>35,083</b>	<b>46,226</b>	<b>56,809</b>

财务分析					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	-29%	36%	43%	44%	57%
所得税率 (%)	-2%	-33%	12%	13%	13%
净利率 (%)	-29%	48%	38%	39%	50%
<b>营运表现</b>					
交易/收入 (%)	-8%	-6%	-7%	-8%	-5%
研发/收入 (%)	-43%	-28%	-23%	-24%	-20%
运营/收入 (%)	-9%	-6%	-5%	-5%	-3%
销售/收入 (%)	-7%	-9%	-8%	-6%	-5%
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	0.79	0.70	0.71	0.71	2.92
收入/净资产	0.28	0.37	0.38	0.31	0.30
经营性现金流/收入	0.75	-0.04	0.73	1.63	0.66

现金流量表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
<b>净利润</b>	<b>-541</b>	<b>1,411</b>	<b>1,475</b>	<b>1,626</b>	<b>2,430</b>
折旧和摊销	71	77	77	56	45
信贷损失准备金	41	76	0	0	0
SBC	802	304	416	531	426
递延所得税	83	-369	0	0	0
其他经营活动	-34	0	0	0	0
公允价值变动	-40	0	0	0	0
<b>营运现金流</b>	<b>1,406</b>	<b>-112</b>	<b>2,842</b>	<b>6,830</b>	<b>3,219</b>
购买PP&E	-2	-13	-8	-7	-7
开发软件的资本化	-19	-37	-31	-26	-27
M&A	-93	123	0	0	0
其他投资活动	-475	-191	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-582</b>	<b>-148</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-34</b>
普通股收益	-1	0	0	0	0
普通股回购	-601	-223	0	0	0
信贷还款	-20	-12	0	0	0
其他融资活动	12	-110	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-610</b>	<b>-345</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

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。