

买入

2025 年 10 月 28 日

Robotaxi 发展迅速，储能需求保持强劲

➤ **2025Q3 业绩摘要：**总收入 280.95 亿美元，同比增长 12%，超出市场预期。汽车收入同比增长 6%至 212.05 亿美元，储能收入同比增长 44%至 34.15 亿美元，服务收入同比增长 25%34.7 至 5 亿美元。汽车交付量和储能部署量均达到新高，汽车交付量 49.7 万台，环比增加 29%，同比增长 7%，储能部署量同比增长 81%至 12.5 GWh。剔除碳积分后汽车毛利率为 15.4%，能源业务毛利率为 31.4%。净利润为 13.73 亿美元，同比减少 37%，不及市场预期。自由现金流为 39.90 亿美元，同比增长 46%，高于市场预期。预计全年资本开支为 90 亿美元。

➤ **年底 Robotaxi 有望取消部分安全员配置，FSD 渗透率 12%：**Robotaxi 已在德州奥斯汀和加州湾区运营，分别覆盖 25 万和 100 万平方英里。预计年底奥斯汀部分区域将不再配备线下安全员，总运营区域将增加至 8 到 10 个，其中内华达州、佛罗里达州和亚利桑那州的可能性较大。V14 已大规模推送，公司表示当前 FSD 付费率为存量车的 12%，付费用户总数仍具备较大提升空间。V14.3 将加入推理，预计年底推送。

➤ **擎天柱发布延期：**擎天柱 V3 将在 2026 年第一季度发布，目标依然是建造年产能 100 万台的产线，将于 2026 年底投产。

➤ **未来 24 个月峰值年化产能目标 300 万台：**汽车生产规划上，预计未来 24 个月峰值产能目标为 300 万台，扩产计划将在不牺牲当前毛利率的前提之下进行。其中，最大的增量将来自 2026 年第二季度投产的 Cybercab。

➤ **储能需求保持强劲：**预计 2026 年 Megapack 和 Powerwall 需求将保持强劲，Megablock 发布后的订单反馈十分积极，将由休斯顿新工厂交付。由于政策变化，美国住宅太阳能需求出现激增，预计这种需求将持续至 2026 年上半年。

➤ **目标价 520.00 美元，维持买入评级：**我们上调未来三年汽车交付量至 201.1 万/245.2 万/331.1 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 520.00 美元，对应 2026 年 Non-GAAP 每股盈利的 186 倍，2027 年的 150 倍，比当前股价高 15%，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

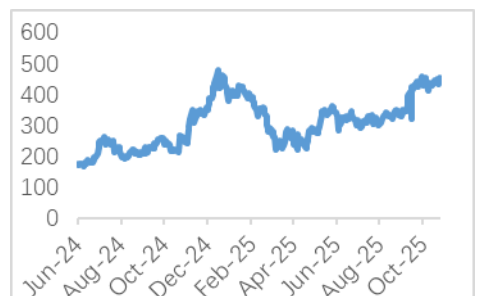
行业	汽车	
股价	452.42 美元	
目标价	520.00 美元 (15%)	
股票代码	TSLA	
总股本	33.26 亿股	
市值	1.50 万亿美元	
52 周高/低	488.54 美元/ 212.11 美元	
每股账面值	24.06 美元	
主要股东	Elon Musk	15.32%
	Vanguard	7.56%
	贝莱德	6.20%
	道富	3.41%
	Geode Capital	1.95%

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	97,928	126,159	153,973
变动	18.80%	0.95%	0.24%	28.83%	22.05%
Non-GAAP 净利润	10,882	8,419	7,323	9,945	12,502
Non-GAAP 每股盈利	3.12	2.42	2.08	2.79	3.47
变动	-23.27%	-22.51%	-14.17%	34.46%	24.32%
基于452.42美元的市盈率 (估)	144.86	186.95	217.82	162.00	130.31
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 年第三季度业绩情况

Q3 收入超出市场预期，
利润不及预期

Non-GAAP 汽车毛利率为
15.4%，环比提升 0.4pp

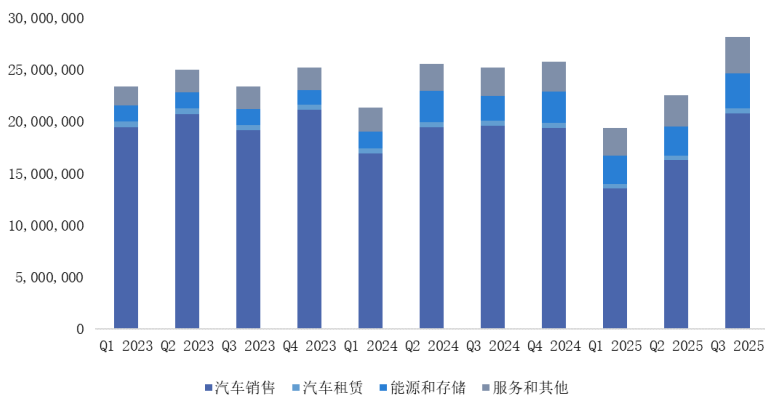
Q3 交付 49.7 万台电动
车，同比增长 7%

第三季度，公司实现营收 280.95 亿美元，同比增 12%，超市场预期。总毛利率为 18.0%，环比上升 0.8 个百分点，同比下降 1.8 个百分点。运营费用为 34.30 亿美元，同比增长 50%；运营利润率为 5.8%，同比下降 5.00 个百分点。净利润为 13.73 亿美元，同比减少 37%，不及市场预期。季度末现金及现金等价物为 416.47 亿美元，同比增长 24%；自由现金流为 39.90 亿美元，同比增长 46%。

第三季度，汽车业务收入为 212.05 亿美元，同比增长 6%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比增长 8%至 207.88 亿美元，汽车租赁收入同比下降 4%至 4.29 亿美元。汽车业务毛利率为 17.05%；ZEV Credit 贡献 4.17 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 15.4%。

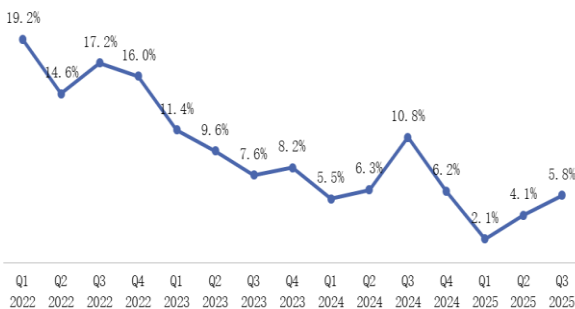
三季度公司共交付 497,099 台电动车，环比增加 29%，同比增长 7%。其中，Model 3/Y 481,166 台，其他车型 15,933 台。三季度公司共生产 447,450 台电动车，环比增加 9%，同比下降 5%。其中，Model 3/Y 435,826 台，其他车型 11,624 台。季度产销比为 111%，全球库存天数环比减少 47%至 10 天。

图表 1：2022 Q1 - 2025 Q3 主营业务收入（千美元）



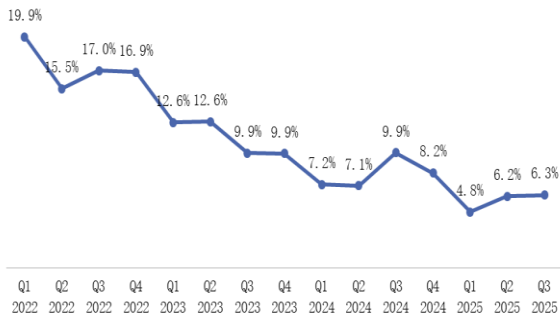
资料来源：公司披露

图表 2：2022 Q1 - 2025 Q3 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 3：2022 Q1 - 2025 Q3 净利润率



资料来源：公司披露

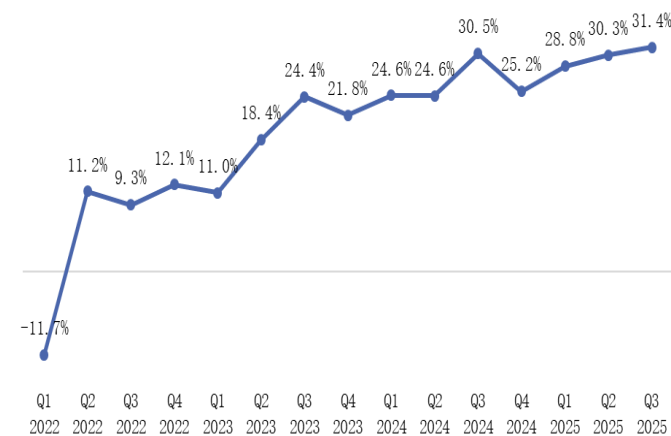
储能部署量 12.5 GWh，
毛利率 31.4%，达到新高

第三季度，发电与储能业务收入为 34.15 亿美元，同比增长 44%。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署为 12.5 GWh，同比增长 81%。能源业务毛利率为 31.4%，超出市场预期。公司表示发电与储能业务中，电网规模储能是快速增长的唯一途径，特斯拉储能有潜力大幅提高任何电网（无论美国还是其他国家）的年发电量。但由于竞争和关税的上升，这项业务正面临阻力。

超充业务表现良好，三
手车和保险业务盈利能
力提升

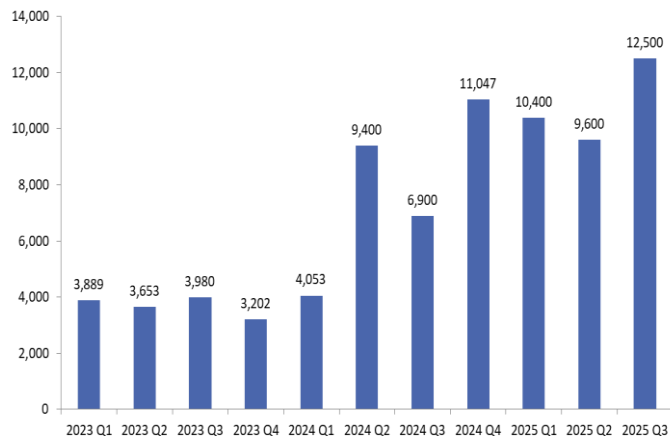
服务和
其他业务收入为 34.75 亿美元，同比增长 25%，超市场预期。毛利率为 10.53%，同比增长 1.71 个百分点，环比上升 5.08 个百分点，主要得益于保险和服务中心业务的改善。需要注意的是，Robotaxi 已包含在服务及其他业务中，同时还包括付费超级充电、二手车、零部件和商品销售等。

图表 4：2022 Q1 - 2025 Q3 储能毛利率 (%)



资料来源：公司披露

图表 5：2023 Q1 - 2025 Q3 储能部署 (MWh)



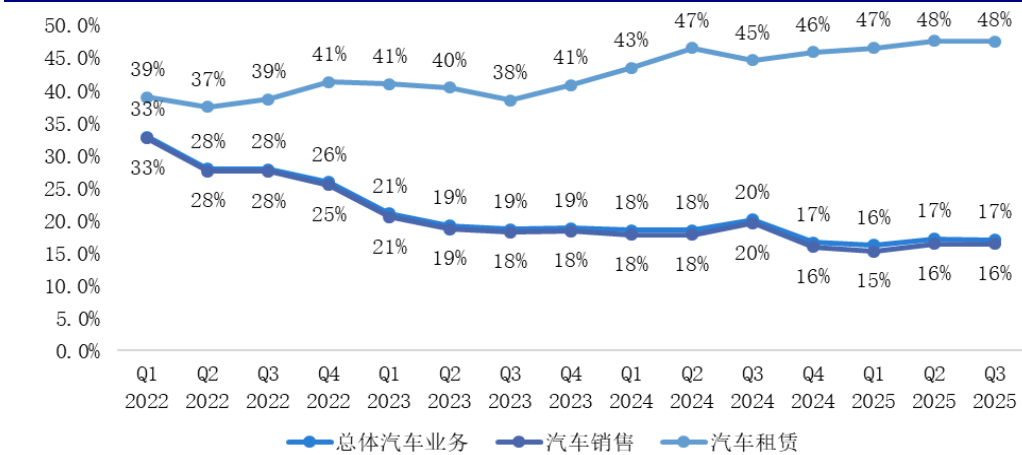
资料来源：公司披露

Non-GAAP 汽车毛利率环比恢复至 15.4%

剔除碳积分后汽车毛
率 15.4%

第三季度，剔除 ZEV Credit 贡献的 4.17 亿美元后，汽车业务毛利率为 15.4%，环比上升 0.4 个百分点，同比下降 1.7 个百分点，主要由于：1) 焕新款 Model 3、Y 广受好评，销量较上一季度提升了近 29%；2) 销量提升分摊固定成本。

图表 6：2022 Q1 - 2025 Q3 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) 关税带来的额外成本；2) 碳酸锂和中游材料价格下降，有效降低单车成本；3) 推出低成本新车型。本月特

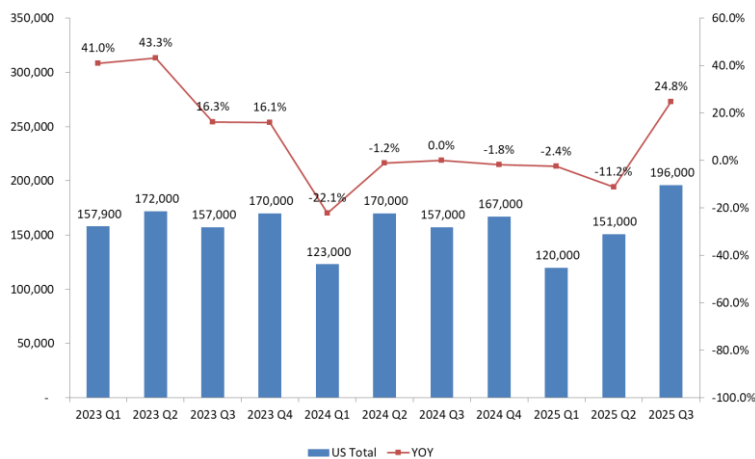
斯拉在美国发布减配版 Model 3/Y，起售价分别为 36,990/39,990 美元，较后驱版本便宜约 5 千美元。伴随 IRA 补贴结束，减配版车型将作为短期替代方案，维持现有车型的性价比。由于汽车属于受宏观影响的周期性行业，公司非常关注客户对价格的承受能力。

回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

Q3 北美交付量同比增长 24.8%

第三季度，特斯拉在美国市场共交付 196,000 台电动车，同比增长 24.8%。公司第三季度北美交付量取得新高。

图表 7：2022 Q1 - 2025 Q3 特斯拉美国交付量



资料来源：第一上海整理，Troy Teslike

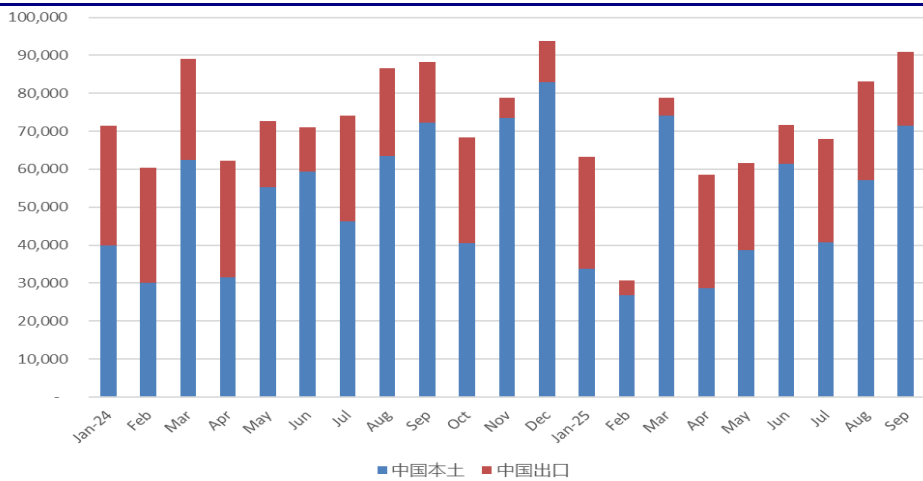
欧洲交付量同比减少 19.1%

第三季度，特斯拉在欧洲市场共交付 63,428 台电动车，同比减少 19.1%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为英国（19%）/挪威（14%）/法国（13%）。

特斯拉中国同比减少 7%

第三季度，特斯拉中国共交付 241,890 台电动车，环比增加 26.2%，同比减少 2.9%。其中，本土交付 169,294 台电动车，出口 72,596 台电动车。上海工厂第三季度占全球交付量的 48.66%。上海工厂 7 月共生产 67,886 台，8 月共生产 83,192 台，9 月共生产 90,812 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

年化产能超过 235 万台，计划 24 个月内扩产至 300 万台

年化产能超过 235 万台

第三季度，特斯拉共生产 447,450 台电动车，环比增加 9%，同比下降 5%。全球四家超级工厂的产能如下：Fremont 工厂规划年产能 65 万台，其中 Model S/X 10 万台，Model 3/Y 55 万台；上海工厂规划年产能 95 万台；柏林工厂规划年产能 37.5 万台；德州工厂规划年产能 37.5 万台，其中 Model Y 25 万台，Cybertruck 12.5 万台。全球工厂合计规划产能超过 235 万台。

未来 24 个月产能达到 300 万台

本季度在多个市场推出了新车型：中国市场推出了 Model 3+与 Model YL，未来计划推出续航里程更高的 Model Y+；欧洲市场推出了高性能版 Model Y；韩国市场推出了 Cybertruck。上一季度全部工厂进行了产线升级，本季度产能顺利爬坡。汽车生产规划上，预计未来 24 个月峰值产能目标为 300 万台，扩产计划将在不牺牲当前毛利率的前提之下进行。公司表示，当整体供应链的发展跟上之后，将考虑新建超级工厂的计划。电池方面，公司将继续推进各个地区的供应链本地化，包括在美国和欧洲实现磷酸铁锂与镍的本土供应和组装。公司预计德州锂精炼厂将于今年第四季度投产，内华达磷酸铁锂电池产线将推迟至 2026 年第一季度投产。

图表 9：2025 年 Q3 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 渗透率 12%，25 年底 Robotaxi 有望取消部分安全员配置

Cybercab 将于 2026 Q2 投产

随着自动驾驶的技术路径越来越清晰，当前目标是在未来 24 个月内将年化产能提升至 300 万台。其中，最大的增量将来自 2026 年第二季度投产的 Cybercab，这将是一台为完全自动驾驶而优化的车型。此外，公司已完成 Semi 重卡产线的建设，当前正在设备安装环节，预计将在 2026 年上半年投产，下半年达到量产规模。

Robotaxi 德州将取消线下安全员，年底运营区域增加至 8-10 个

Robotaxi 已在德州奥斯汀和加州湾区运营，分别覆盖 25 万和 100 万平方英里。奥斯汀相比初始覆盖区域扩大了 3 倍，行驶里程超过 25 万英里，预计年底奥斯汀部分区域将不再配备线下安全员。由于加州监管规定车辆仍需配备驾驶员，总行驶里程超过 100 万英里。预计截至年底 Robotaxi 的运营区域将增加至 8 到 10 个，其中内华达州、佛罗里达州和亚利桑那州的可能性较大。财务角度，目前 Robotaxi 财务计提在服务和其他业务中，对该业务的毛利率有正面影响。

FSD 渗透率 12%，V14 已大规模推送	本季度 FSD 累计行驶里程超过 60 亿英里，环比增加约 15 亿英里。V14 版本于 10 月初发布，截至 Q3 财报已实现大规模推送，公司表示当前 FSD 付费率为存量车的 12%，付费用户总数仍具备较大提升空间。V14.3 将加入推理，预计年底推送。预计 2026 年第二季度将针对 HW3 车型推送特定优化版本的 V14 软件。此外，公司正在与中国、欧洲、中东等地的监管机构合作，争取尽快获得 FSD 准入许可。
Optimus V3 预计 2026 Q1 发布，年底投产	擎天柱 V3 由今年年底推迟至 2026 年第一季度发布，目标依然是建造年产能 100 万台的产线，将于 2026 年底投产。马斯克声称这款机器人会非常像人穿着皮套一样，与人的动作非常相似。擎天柱 V2 从成本角度无法量产，目前公司公开视频中擎天柱均为 V2.5。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。
AI5 将替代传统 GPU，产能上实现供大于求，多余算力用于数据中心	AI5 芯片计划由三星和台积电代工，当前 AI3 芯片由台积电代工，AI4 芯片由三星代工。工艺上，AI5 将取代 AI4 中 GPU 和图像信号处理器等组件，预计最佳每瓦性能会提升两到三倍。性能成本效率估计可以提升 10 倍。马斯克表示 AI5 的产能对于公司汽车生产会供大于求，多余的产能将用于数据中心训练。
xAI 与特斯拉在 AI 领域的重心不同	对于特斯拉和 xAI 之间是否会有收购或者投资的提问，马斯克表示两家公司注重 AI 不同领域，当前自动驾驶模型体量不足 Grok 大语言模型的十分之一。但是，双方会进行合作，比如特斯拉的车载 Grok 功能。
26 年储能需求保持强劲，储能受益于 AI 电力瓶颈	Megablock 和 Megapack 3 已经发布，Megapack 4 已经在计划中。预计 2026 年 Megapack 和 Powerwall 需求将保持强劲，Megablock 发布后的订单反馈十分积极，将由休斯顿新工厂交付。由于政策变化，美国住宅太阳能需求出现激增，预计这种需求将持续至 2026 年上半年。Buffalo 太阳能板工厂恢复生产，将在 2026 年第一季度发货。公司认为储能对于电力瓶颈和 AI 行业的发展至关重要，由于审批流程繁琐，建造发电厂的耗时较长，而特斯拉储能具备快速提高电网发电量的潜力。

目标价 520.00 美元，维持买入评级

考虑到低成本车型抵消 7,500 美元 IRA 补贴及税收抵免的影响，并且考虑 Cybercab 的交付以及潜在新车型的发布。我们调整未来三年汽车交付量至 201.1 万/245.2 万/331.1 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 979 亿/1,262 亿/1,540 亿美元，未来三年均维持盈利水平。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 520.00 美元，对应 2026 年 Non-GAAP 每股盈利的 186 倍，2027 年的 150 倍，比当前股价高 15%，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	11,580,225	21,286,058	40,536,660	66,519,653	97,631,445	132,565,596	166,335,274	192,675,624	215,123,455	227,705,015	
自由现金流增长率		487.6%	175.0%	90.0%	60.0%	45.0%	30.0%	18.0%	13.0%	6.4%	3.0%
自由现金流量	1,580,225	9,286,058	25,536,660	48,519,653	77,631,445	112,565,596	146,335,274	172,675,624	195,123,455	207,705,015	213,936,166
折合至2026年的现金流量	1,580,225	8,441,871	21,104,677	36,453,534	53,023,322	69,894,379	82,602,447	88,609,898	91,026,532	88,087,202	1,296,140,262
永续期折现值											3,147,917,866

WACC	10.00%
长期增长率	3.00%
valuation	
现金流折现	1,836,964,349
减：净金融负债	-15,475,425
减：少数股东权益+合伙人权益	704,000
股本价值	1,851,735,774
股本数量（预期）	3,561,000
DCF法之每股价值（美元）	\$20.00

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	97,927,980	126,158,598	153,973,351	毛利率 (%)	18%	18%	17%	19%	20%
- 主营业务收入成本	79,113,000	80,240,000	80,874,503	101,970,564	123,186,945	EBITDA 利率 (%)	14%	13%	10%	12%	12%
毛利	17,660,000	17,450,000	17,053,477	24,188,034	30,786,406	净利率 (%)	15%	7%	5%	6%	6%
营业开支	8,769,000	10,374,000	11,936,362	15,350,888	19,486,717	Non-GAAP 净利率 (%)	11%	9%	7%	8%	8%
- 营销和行政管理费用	4,800,000	5,150,000	5,908,263	7,781,372	10,248,316						
- 研究和开发开支	3,969,000	4,540,000	6,028,099	7,569,516	9,238,401	营运表现					
营业利润	8,891,000	7,076,000	5,117,115	8,837,147	11,299,689	行政管理与销售费用/收入 (%)	5%	5%	6%	6%	7%
- 利息支出	-156,000	-350,000	-328,748	-341,273	-416,514	研究和开发费用/收入 (%)	4%	5%	6%	6%	6%
- 营业外亏损净额	1,238,000	2,264,000	1,841,547	1,971,298	2,405,919	实际税率 (%)	-50%	20%	26%	29%	29%
税前利润	9,973,000	8,990,000	6,629,913	10,467,172	13,289,093	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	1,738,388	3,045,578	3,866,658	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	4,891,525	7,421,594	9,422,435						
Non-GAAP 净利润	10,882,000	8,419,000	7,322,564	9,944,766	12,501,902	财务状况					
						总负债/总资产	40%	40%	39%	38%	36%
EBITDA	14,640,000	14,358,000	11,772,313	10,467,172	13,289,093	收入/净资产	91%	80%	74%	86%	95%
EBITDA 增长率 (%)	16%	2%	18%	11%	27%	经营性现金流/收入	14%	15%	15%	9%	14%
主营业务增速 (%)	19%	1%	0%	29%	22%	税前盈利对利息倍数	9	6	4	5	6

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	21,630,310	23,444,425	32,952,678	+ 净利润	14,974,000	7,153,000	4,891,525	7,421,594	9,422,435
+ 应收账款与票据	3,508,000	4,418,000	3,527,308	6,708,469	5,784,036	+ 折旧、摊销	4,667,000	5,368,000	5,142,400	6,042,400	7,042,400
+ 库存	13,626,000	12,017,000	12,694,654	18,463,019	19,177,437	+ 股权激励	1,812,000	1,999,000	2,431,040	2,523,172	3,079,467
+ 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	-1,235,754	-6,382,275	-1,389,719
总计流动资产	49,616,000	58,360,000	63,906,372	74,951,517	84,545,336	+ 其他经营活动	-653,000	-1,011,000	3,015,899	1,975,334	3,131,475
+ 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	14,245,110	11,580,225	21,286,058
+ 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	39,693,600	43,651,200	48,608,800	+ 资本投入	-8,898,000	-11,339,000	-9,000,000	-10,000,000	-12,000,000
+ 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	67,879,500	72,217,120	77,627,826	+ 收购与剥离净现金	-64,000	0	0	0	0
总资产	106,618,000	122,070,000	131,785,872	147,168,637	162,173,162	+ 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	14,484,168	19,506,020	21,556,295	投资活动现金	-15,584,000	-18,787,000	-8,753,800	-9,766,110	-11,777,805
+ 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	31,147,968	36,518,300	38,951,903	+ 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	50,783,308	56,221,307	58,723,930	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	80,235,564	90,180,330	102,682,232	现金净增减	265,000	-152,000	5,491,310	1,814,115	9,508,254

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。