

## 买入

2026 年 2 月 3 日

### Robotaxi 车队加速扩张, AI 生态与自动驾驶迈向规模化

- **Cybercab 4 月投产, 长期将成为最高产量车型:** 专为完全自动驾驶设计的 Cybercab (双座、无方向盘) 将于 4 月投产, 预计将大幅优化每英里成本并提升使用率。由于 Cybercab 和擎天柱采用了大量新型定制化零部件, 预计产能爬坡较为缓慢, 但长期有望成为公司产量最高的车型。
- **26 年底 Robotaxi 将覆盖美国 25-50% 地区:** 公司在湾区和奥斯汀的 Robotaxi 车队规模已超过 500 辆。公司已在奥斯汀实现了首批无安全员/无追随车的付费乘客服务。预计 2026 年底将在美国 25%-50% 的地区实现完全无人驾驶运营。Robotaxi 收入计入在服务和其他业务中, 对毛利率有正面影响。
- **FSD 全球付费用户接近 110 万, 渗透率 12%:** 特斯拉正全面转向订阅销售模式, 逐步取消一次性买断选项。这一转变短期内会对汽车业务毛利率产生负面影响, 但长期利好经常性收入。海外市场方面, 公司已在韩国推出 FSD, 单月行驶里程超过 100 万英里。公司预计 2 月在欧洲市场获得许可。
- **擎天柱 V3 即将发布, 量产延期至 27 年:** 擎天柱机器人目前尚未在工厂中进行实质性量产作业, V3 版本预计在未来几个月内发布。V3 是首款可以量产的版本, 预计 2026 年底前无实质量产, 2027 年量产, 年产能目标 100 万台。
- **AI5 推迟至 27 年中:** AI5 芯片设计已进入关键期, 推迟至 27 年中交付。公司预计 3-4 年后外部供应将成为特斯拉增长的瓶颈, 因此必须实现垂直集成, 计划自建 TerraFab 芯片厂。
- **20 亿美元投资 xAI:** 特斯拉董事会已批准约 20 亿美元的投资, 收购 xAI 的 Series E 优先股, 预计持股比例低于 1%, 该投资旨在推进 Master Plan IV。2 月 2 日 SpaceX 宣布收购 xAI, 合并估值将达到 1.25 万亿。
- **目标价 520.00 美元, 维持买入评级:** 预计 2026 至 2028 年收入为 1140 亿/1411 亿/1769 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 166 倍, 比当前股价高 23%, 维持买入评级。
- **风险提示:** Cybercab 产能爬坡不达预期、FSD 中欧推送不达预期、出行软件监管问题、机器人进度不达预期。

### 盈利摘要

截至 12 月 31 日止财政年度	24 年历史	25 年历史	26 年预测	27 年预测	28 年预测
总营业收入 (美元百万元)	97,690	94,827	114,014	141,138	176,916
变动	0.95%	-2.93%	20.23%	23.79%	25.35%
Non-GAAP 净利润	7,960	5,858	9,055	11,942	17,923
Non-GAAP 每股盈利	2.29	1.66	2.54	3.31	4.92
变动	-26.78%	-27.39%	53.02%	30.42%	48.43%
基于 421.9 美元的市盈率 (估)	184.50	254.09	166.05	127.32	85.78
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

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

唐伊莲

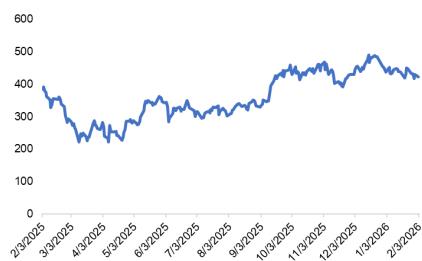
852-25321539

Alice.tang@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

行业	制造、人工智能	
股价	421.90 美元	
目标价	520.00 美元	(23%)
股票代码	TSLA	
总股本	37.52 亿股	
市值	1.58 万亿美元	
52 周高/低	498.83 美元/	214.25 美元
每股账面值	21.90 美元	
主要股东	Elon Musk	24.86%
	Vanguard	6.73%
	贝莱德	5.50%
	道富	3.03%

### 股价表现



来源: 彭博

## 财务摘要

### 2025 年第四季度业绩情况

Q4 收入超出市场预期，利润不及预期

Non-GAAP 汽车毛利率为 17.9%，环比提升 2.5pp

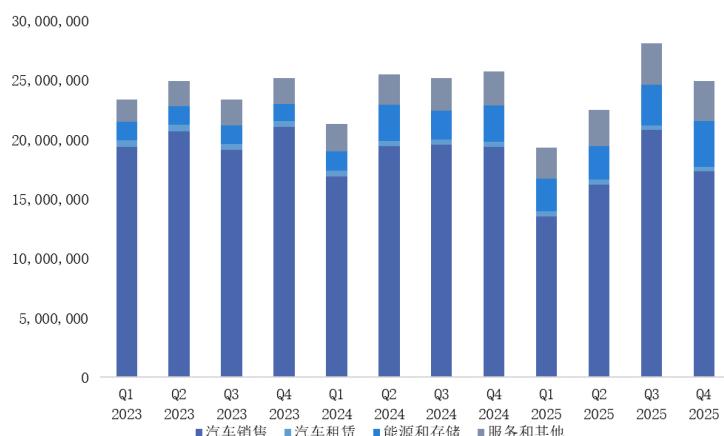
Q4 交付 41.8 万台电动车，同比下降 16%

第四季度，公司实现营收 249.01 亿美元，同比下降 3%，高于市场预期。总毛利率为 20.1%，环比上升 2.1 个百分点，同比上升 3.8 个百分点。运营费用为 34.38 亿美元，同比增长 32%；运营利润率为 6.3%，同比上升 0.1 个百分点。净利润为 8.40 亿美元，同比减少 61%，不及市场预期。季度末现金及现金等价物为 440.59 亿美元，同比增长 17%；自由现金流为 14.20 亿美元，同比减少 43%。

第四季度，汽车业务收入为 176.93 亿美元，同比下降 3%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比下降 11% 至 171.51 亿美元，汽车租赁收入同比下降 10% 至 4.01 亿美元。汽车业务毛利率为 17.42%；ZEV Credit 贡献 5.42 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 17.9%。

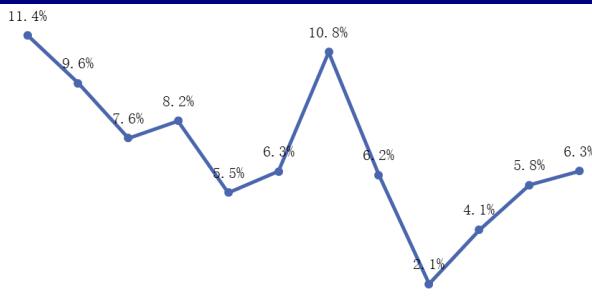
四季度公司共交付 418,227 台电动车，环比下降 16%，同比下降 16%。其中，Model 3/Y 406,585 台，其他车型 11,642 台。四季度公司共生产 434,358 台电动车，环比下降 3%，同比下降 5%。其中，Model 3/Y 422,652 台，其他车型 11,706 台。季度产销比为 96%，全球库存天数环比增长 25% 至 15 天。

图表 1：2022 Q1 – 2025 Q4 主营业务收入（千美元）



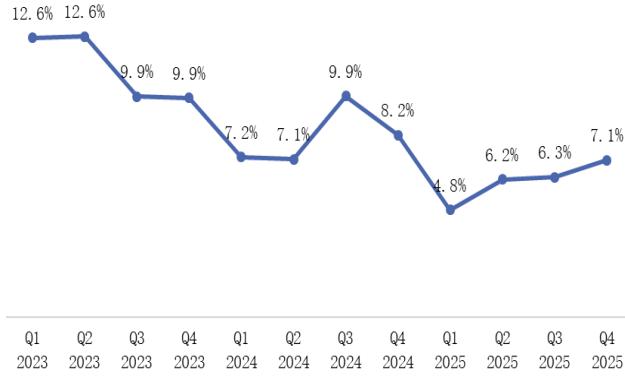
资料来源：公司披露

图表 2：2022 Q1 – 2025 Q4 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 3：2022 Q1 – 2025 Q4 净利润率



资料来源：公司披露

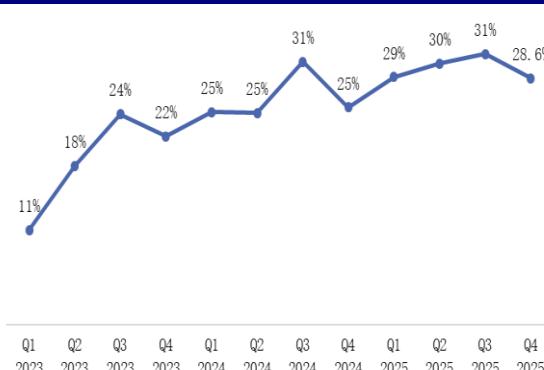
储能部署量 14.2 GWh，  
毛利率 28.6%

服务业务表现良好，超  
充业务利润率提升

第四季度，发电与储能业务收入为 38.37 亿美元，同比增长 25%。Powerwall 和 Megapack 储能系统部署为 14.2 GWh，同比增长 29%。能源业务毛利率为 28.6%，低于市场预期。公司表示预计能源行业在未来很长一段时间内都将保持高速增长，并表示太阳能被低估了，未来为电网大幅提升容量的最佳途径是在地球和太空部署太阳能和储能电池。

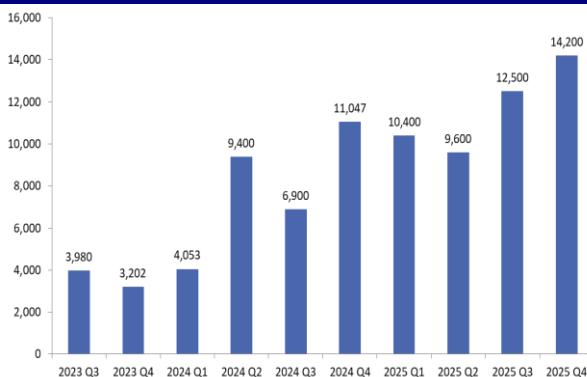
服务和其他业务收入为 33.71 亿美元，同比增长 16%，高于市场预期。毛利率为 8.84%，同比增长 4.66 个百分点，环比下降 1.69 个百分点，主要受到车队规模扩大、服务中心员工相关成本上升的影响。超级充电业务利润率有所提升。此外需要注意，无人驾驶出租车业务相关成本虽然不大，但也包含在内。

图表 4: 2022 Q1 – 2025 Q4 储能毛利率 (%)



资料来源：公司披露

图表 5: 2023 Q1 – 2025 Q4 储能部署 (MWh)



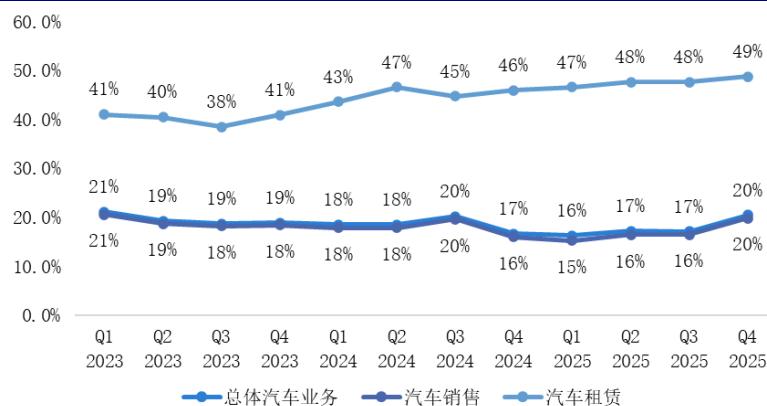
资料来源：公司披露

### Non-GAAP 汽车毛利率环比恢复至 17.9%

剔除碳积分后汽车毛利  
率 17.9%

第四季度，剔除 ZEV Credit 贡献的 5.42 亿美元后，汽车业务毛利率为 17.9%，环比上升 2.5 个百分点，同比上升 4.3 个百分点，主要由于区域构成变化所致，在亚太和欧洲、中东及非洲地区的交付量占比更高。目前最大制约因素仍然是电池组。

图表 6: 2022 Q1 – 2025 Q4 汽车业务毛利率



资料来源：公司披露

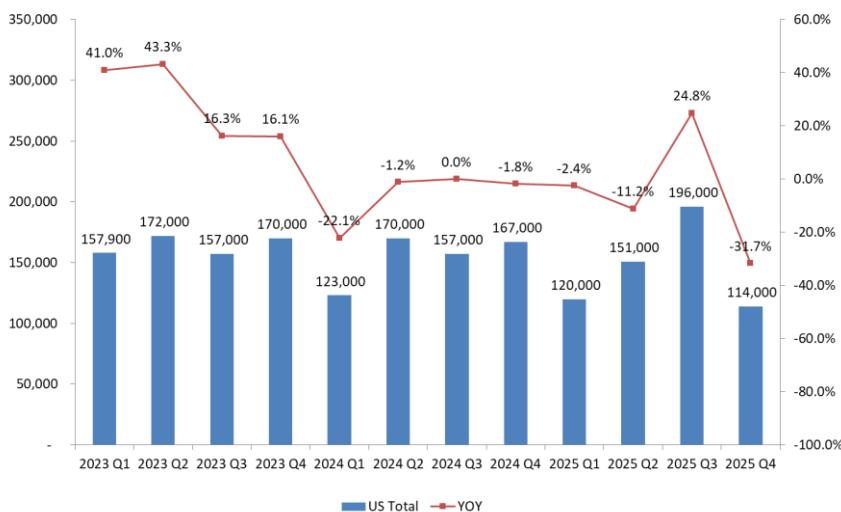
未来影响毛利率的因素

未来几个季度，汽车毛利率可能会由以下因素影响：1) 区域销量变化与定价变化；2) 销量波动导致固定成本上升或下降；3) 公司正在通过在德州生产 4680 电池以及在内华达州推进 LFP 生产线来缓解供应链挑战，电池产能的爬坡速度将直接影响整车成本。4) FSD 全面转向订阅制短期对毛利率产生负面影响；5) 随着地缘政治风险和贸易壁垒的持续，关税仍是影响未来成本的重要不确定因素。

## 回顾特斯拉在全球电动车市场的表现

北美交付量同比下降 32% 第四季度，特斯拉在美国市场共交付 114,000 台电动车，同比下降 32%。由于去年 9 月 30 日 IRA 税收减免政策已截止，导致部分购车需求前置。

图表 7：2022 Q1 – 2025 Q4 特斯拉美国交付量

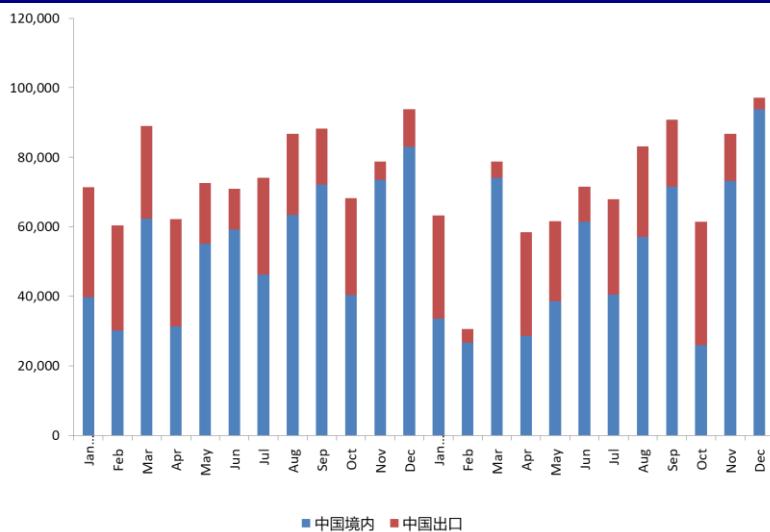


资料来源：第一上海整理，Troy Teslike

欧洲交付量同比减少 22% 第四季度，特斯拉在欧洲市场共交付 64,904 台电动车，同比减少 22%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为挪威（19%）/英国（14%）/荷兰（10%）。

特斯拉中国同比减少 7% 第四季度，特斯拉中国共交付 245,368 台电动车，环比增加 1%，同比增加 2%。其中，本土交付 192,994 台电动车，出口 52,374 台电动车。上海工厂第四季度占全球交付量的 59%。上海工厂 10 月共生产 61,497 台，11 月共生产 86,700 台，12 月共生产 97,171 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

## 产能：Model S/X 改为擎天柱产线，26 年资本开支超 200 亿美元

Cybercab 与 Semi 将于 1H26 投产；Model S/X 停产，改为擎天柱产线

4680 实现干电极工艺；马斯克宣布 TerraFab 芯片厂计划

第四季度，特斯拉共生产 434,358 台电动车，环比增加 9%，同比下降 5%。全球工厂合计规划产能超过 235 万台。公司宣布将在 2026 年第一季度逐步停止 Model S 和 Model X 的生产，原生产空间将转为擎天柱工厂，长逝始产能目标为 100 万台。生产方面，Cybercab 将于 4 月在德州投产，Semi 重卡将于上半年在内华达投产。

德州 4680 电池实现量产，采用了本土生产的正负干电极。德州锂精炼厂和内华达磷酸铁锂电池产线预计 2026 年投产，休斯顿新工厂将于年内开始交付 Megapack 3。为应对地缘政治风险及未来 3-4 年可能出现的内存和逻辑芯片短缺，马斯克宣布计划建设集逻辑、内存和封装于一体的芯片工厂 TerraFab。该项目目前处于初期阶段，尚未计入当前的资本支出指引中。

图表 9：2025 年 Q4 特斯拉产能汇总

Region	Product	Capacity	Status
<b>Automotive</b>			
California	Model 3 / Model Y	>550,000	Production
	Model S / Model X	100,000	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	-	Tooling
Nevada	Tesla Semi	-	Tooling
TBD	Roadster	-	Design development
<b>Energy Generation and Storage</b>			
California	Megapack	40 GWh	Production
Nevada	Powerwall	>6 GWh	Production
Shanghai	Megapack	40 GWh	Production
Texas	Megapack	-	Construction
<b>Robotics</b>			
California	Optimus	-	Construction

资料来源：公司资料

## 估值

### 聚焦 Cybercab 投产、Robotaxi 扩张、擎天柱 V3 及与 xAI 协同

Cybercab 4 月投产，长期将成为最高产量车型

专为完全自动驾驶设计的 Cybercab（双座、无方向盘）将于 4 月投产。传统家用汽车的周使用时长仅为 10-11 小时，90% 的出行场景仅有 1-2 名乘客，因此 Cybercab 将大幅优化每英里成本并提升使用率。由于 Cybercab 和擎天柱采用了大量新型定制化零部件，预计产能爬坡较为缓慢，但长期有望成为公司产量最高的车型。

Robotaxi 德州取消部分线下安全员，26 年底将覆盖美国 25-50% 地区

公司在湾区和奥斯汀的 Robotaxi 车队规模已超过 500 辆，月度规模快速增长。2026 年 1 月，公司已在奥斯汀实现了首批无安全员/无追随车的付费乘客服务。预计 2026 年底将在美国 25%-50% 的地区实现完全无人驾驶运营（视监管审批），重点省份包括内华达、佛罗里达和亚利桑那州。财务角度，Robotaxi 收入计入在服

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%，全面转向订阅制收费模式	公司首次披露 FSD 用户数据，当前全球付费用户已接近 110 万，目前存量车中的 FSD 渗透率约为 12%。特斯拉正全面转向订阅销售模式，逐步取消一次性买断选项。这一转变短期内会对汽车业务毛利率产生负面影响，但长期利好经常性收入。V14 版本已实现大规模推送。V14.3 版本预计将于 2026 年底推送，并将首次引入推理功能。海外市场方面，公司已在韩国推出 FSD，单月行驶里程超过 100 万英里。公司预计 2 月在欧洲市场获得许可。
Optimus V3 即将发布，量产延期至 27 年	擎天柱机器人目前仍处于研发阶段，尚未在工厂中进行实质性量产作业，低于市场预期。V3 版本预计在未来几个月内发布，动作“极似人类”，能通过观察视频或描述进行学习。V3 是首款可以量产的版本，预计 2026 年底前无实质量产，2027 年量产，年产能目标 100 万台。
AI5 推迟至 27 年中，中长期计划自建芯片厂	AI5 芯片设计已进入关键期，预计推理性能较 AI4 提升 50 倍，推迟至 27 年中交付。其产能将首先满足公司内部需求，马斯克预计 3-4 年后外部供应将成为特斯拉增长的瓶颈，因此必须实现垂直集成，计划自建 TerraFab 芯片厂。
20 亿美元投资 xAI，加深与特斯拉生态的协同	特斯拉董事会已批准约 20 亿美元的投资，收购 xAI 的 Series E 优先股，预计持股比例低于 1%，该投资旨在推进 Master Plan IV。目前 Grok 已集成到车辆，支持导航指令，允许用户无需动手即可查找、添加和编辑导航目的地。未来 Grok 在特斯拉生态中将作为“交响乐指挥”，用于优化管理大规模无人车队和机器人的调度。
DCF 法估值	2 月 2 日 SpaceX 宣布收购 xAI，合并估值将达到 1.25 万亿，其中，SpaceX 估值 1 万亿美元，xAI 估值 2500 亿美元。

## 目标价 520.00 美元，维持买入评级

我们调整未来三年汽车交付量至 182.6 万/229.3 万/292.2 万台。预计今年资本支出将超过 200 亿美元，主要用于 AI 算力、新建工厂、车队扩张、现有产线扩容，不含 TerraFab 晶圆厂和光伏电池的产能规划。

预计 2026 至 2028 年收入为 1140 亿/1411 亿/1769 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 166 倍，2027 年的 127 倍，比当前股价高 23%，维持买入评级。

图表 10：DCF 估值模型

假设	高速成长期					稳定成长期					永续期
	0 2026E	1 2027E	2 2028E	3 2029E	4 2030E	5 2031E	6 2032E	7 2033E	8 2034E	9 2035E	
(千美元)											
CFO	15,443,997	17,201,375	29,303,783	52,329,078	86,941,703	123,759,639	163,188,302	198,985,377	222,253,476	235,484,899	
自由现金流增长率	214.2%	175.0%	140.0%	95.0%	55.0%	38.0%	25.0%	13.0%	6.5%	3.0%	
自由现金流量	(4,556,003)	5,201,375	14,303,783	34,329,078	66,941,703	103,759,639	143,188,302	178,985,377	202,253,476	215,484,899	221,949,446
折合至 2026 年的现金流量	(4,556,003)	4,728,523	11,821,308	25,791,945	45,722,084	64,426,572	80,826,064	91,847,799	94,352,739	91,386,632	1,344,689,020
永续期折现值											3,265,827,561
WACC	10.00%										
长期增长率	3.00%										
Valuation											
现金流折现	1,851,036,684										
减：净金融负债	(2,921,197)										
减：少数股东权益+合伙人权益	670,000										
股本价值	1,853,287,881										
股份数量（预期）	3,564,000										
DCF 法之每股价值（美元）	520.00										

资料来源：第一上海预测

## 主要财务报表

损益表

单位: 千美元, 财务年度: 12月31日

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	2024年 盈利能力	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
主营业务收入	97,690,000	94,827,000	114,014,402	141,137,917	176,915,712	毛利率 (%)	18%	18%	19%	20%
- 主营业务收入成本	80,240,000	77,733,000	92,139,411	112,881,990	137,357,912	EBITDA 利率 (%)	13%	11%	12%	13%
毛利	17,450,000	17,094,000	21,874,991	28,255,927	39,557,801	净利率 (%)	7%	4%	6%	8%
营业开支	10,374,000	12,739,000	14,194,459	17,737,277	22,298,262	Non-GAAP 净利率 (%)	8%	6%	8%	10%
- 营销和行政管理费用	5,150,000	5,834,000	7,353,595	9,269,002	11,683,319					
- 研究和开发开支	4,540,000	6,411,000	6,840,864	8,468,275	10,614,943					
营业利润	7,076,000	4,355,000	7,680,532	10,518,650	17,259,539					
- 利息支出	(350,000)	(338,000)	(389,190)	(481,777)	(603,905)					
- 营业外亏损净额	2,264,000	1,261,000	2,055,840	2,544,915	3,190,039					
税前利润	8,990,000	5,278,000	9,347,181	12,581,788	19,845,673					
- 所得税支出	1,837,000	1,423,000	2,572,256	3,462,389	5,461,341					
净利润	7,153,000	3,855,000	6,774,926	9,119,399	14,384,332					
Non-GAAP 净利润	7,960,000	5,858,000	9,055,214	11,942,158	17,922,646					
EBITDA	14,358,000	11,426,000	9,347,181	12,581,788	19,845,673					
EBITDA 增长率 (%)	2%	20%	18%	35%	58%					
主营业务增速 (%)	1%	-3%	20%	24%	25%					

资产负债表

单位: 千美元

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测	
+ 现金与现金等同	16,139,000	16,513,000	12,187,197	17,607,263	30,425,461	+ 净利润	7,153,000	3,855,000	6,774,926	9,119,399	14,384,332
+ 应收账款与票据	4,418,000	4,576,000	4,925,200	6,836,293	7,906,683	+ 折旧、摊销	5,368,000	6,148,000	6,081,600	8,081,600	9,281,600
+ 库存	12,017,000	12,392,000	15,249,823	18,614,774	21,829,500	+ 股权激励	1,999,000	2,825,000	2,280,288	2,822,758	3,538,314
+ 其他流动资产	5,362,000	7,615,000	7,995,750	8,395,538	8,815,314	+ 库存	937,000	(630,000)	(3,349,023)	(3,905,270)	(3,809,079)
总计流动资产	58,360,000	68,642,000	67,903,971	78,999,867	96,522,959	+ 其他经营活动	(1,011,000)	3,081,000	3,656,207	1,082,888	4,215,275
+ 运营租赁车辆- 净值	5,581,000	4,912,000	5,403,200	5,943,520	6,537,872	经营活动现金流量	14,923,000	14,747,000	15,443,997	17,201,375	27,610,443
+ 太阳能能源系统- 净值	4,924,000	4,604,000	4,373,800	4,155,110	3,947,355	+ 资本投入	(11,339,000)	(8,527,000)	(20,000,000)	(12,000,000)	(15,000,000)
+ 库存与设备- 净值	35,836,000	40,643,000	54,561,400	58,479,800	64,198,200	+ 短期投资变动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	11,133,000	11,970,000	11,970,000	11,970,000	11,970,000	+ 收购与剥离净现金	0	0	0	0	0
总计长期资产	63,710,000	69,164,000	83,343,400	87,583,430	93,688,427	+ 其他投资活动	(7,448,000)	(6,951,000)	230,200	218,690	207,756
总资产	122,070,000	137,806,000	151,247,371	166,583,297	190,211,385	投资活动现金	(18,787,000)	(15,478,000)	(19,769,800)	(11,781,310)	(14,792,245)
+ 应付账款	12,474,000	13,371,000	17,342,137	20,285,193	25,500,778	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
+ 应计负债	10,723,000	13,279,000	13,279,000	13,279,000	13,279,000	+ 发行可转债	5,744,000	5,586,000	0	0	0
+ 其他流动负债	5,624,000	5,064,000	5,406,400	5,783,040	6,197,344	+ 期权行权收益	(2,500,000)	(5,546,000)	0	0	0
总计流动负债	28,821,000	31,714,000	36,027,537	39,347,233	44,977,122	+ 偿还债券	1,241,000	1,186,000	0	0	0
+ 长期借款	5,757,000	6,736,000	6,736,000	6,736,000	6,736,000	+ 其他融资活动	(632,000)	(87,000)	0	0	0
+ 其他长期负债	13,812,000	16,491,000	16,563,620	16,637,692	16,713,246	融资所得现金	3,853,000	1,139,000	0	0	0
总长期负债	19,569,000	23,227,000	23,299,620	23,373,692	23,449,246	现金净增减	(152,000)	579,000	(4,325,803)	5,420,065	12,818,198
总负债	48,390,000	54,941,000	59,327,157	62,720,925	68,426,368						
总股东权益	72,913,000	82,137,000	91,192,214	103,134,372	121,057,018						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务能力分析

单位: 千美元

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18%	18%	19%	20%	22%
EBITDA 利率 (%)	13%	11%	12%	13%	15%
净利率 (%)	7%	4%	6%	6%	8%
Non-GAAP 净利率 (%)	8%	6%	8%	8%	10%
营运表现					
行政管理与销售费用/收入 (%)	5%	6%	6%	7%	7%
研究和开发费用/收入 (%)	5%	7%	6%	6%	6%
实际税率 (%)	20%	27%	28%	28%	28%
应收账款天数	14.6	17.1	15.0	15.0	15.0
应付账款天数	60.4	59.8	60.0	60.0	60.0
财务状况					
总负债/总资产	40%	40%	39%	38%	36%
收入/净资产	80%	69%	75%	85%	93%
经营性现金流/收入	15%	16%	14%	12%	16%
税前盈利对利息倍数	6	3	5	5	6

## 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。