

**买入**

2026年3月19日

**核心业务稳健增长，全球化与 AI 加密布局加速未来空间**

➤ **25Q4 及全年业绩：**富途控股 2025 年第四季度总营收达到 64.38 亿港元，较去年同期的 44.33 亿港元增长 45.3%，全年总营收 228.47 亿港元，同比增长 68.1%，均创历史新高。公司收入结构多元化特征更加显著，三大主营业务板块持续贡献强劲增长，全年业绩全面超预期。

➤ **盈利能力再上台阶：**公司在 2025 年第四季度的盈利能力进一步强化，毛利润达到 57.10 亿港元，毛利率高达 88.7%，较去年同期的 82.5% 显著提升。运营费用为 15.63 亿港元，同比增长仅 8.6%，远低于收入增长幅度，公司规模扩张下运营杠杆效应凸显。运营利润达到 41.47 亿港元，同比增长 87.0%，运营利润率从去年同期的 50.0% 大幅提升至 64.4%。净利润达到 33.69 亿港元，同比增长 80.2%。按非 GAAP 准则计算的调整后净利润为 34.56 亿港元，同比增长 77.0%。净利润率从去年同期的 42.2% 提升至 52.3%，再创新高。全年非 GAAP 净利润 116.45 亿港元，同比增长 101.9%。

➤ **用户增长和参与度：**截至 2025 年 12 月 31 日，公司注册用户总数达到 2920 万，同比增长 16.0%。总经纪账户数达到 594.8 万，同比增长 29.8%。更有价值的有资产用户数增至 336.5 万，同比增长 39.6%。本季度新增有资产客户达到 23.4 万，同比增长 9.0%（环比略降 8.0%），全年新增有资产客户超过 95.4 万，超全年指引 19%。香港市场仍为最大贡献市场，但增速有所放缓；马来西亚市场份额显著提升，日本、美国等海外市场环比加速，新加坡高净值客户净流入强劲。

➤ **客户资产创五年最高增速：**公司的客户资产规模在 2025 年第四季度保持历史高位，总客户资产达到 1.23 万亿港元，同比增长 65.9%（环比持平，主要受港股持仓市值波动抵消强劲净流入）。日均客户资产为 1.24 万亿港元，同比增长 71.0%。增长主要由强劲净资产流入（香港、新加坡、美国为主）和客户多元化持仓共同驱动。全年客户资产增速创五年新高。

➤ **目标价 173.60 美元，维持“买入”评级：**基于 2025 年卓越的全年业绩表现、全球化与加密业务的清晰增长前景，以及强劲运营杠杆，市场仍可能未充分定价其长期催化剂。富途已从高增长周期股进化成具备强大网络效应、多元化收入与显著规模经济的金融科技平台，估值体系应向优质互联网平台靠拢。因此，给予公司目标价 173.60 美元（对应 2026E 约 16x PE），维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场波动、利率环境变化、监管不确定性、新市场投入。

**金焯**
**852-25321960**
**Lexy.jin@firstshanghai.com.hk**
**主要资料**

行业 金融服务

股价 144.67 美元

目标价 173.60 美元

(+20.00%)

股票代码 FUTU

已发行股本 1.39 亿股

市值 201.42 亿美元

52 周高/低 202.53/70.60 美元

每股账面价 33.67 美元

值

主要股东 李华 (36.26%)

腾讯控股 (20.36%)

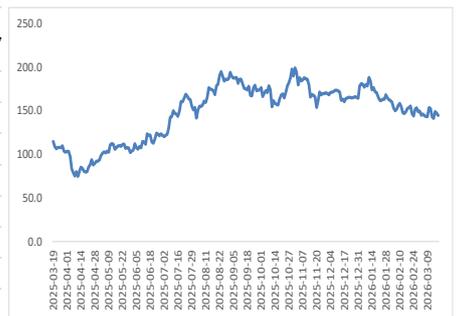
Blackrock (3.22%)

FMR (2.46%)

**盈利摘要**

截至12月31日财政年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入(百万港元)	13,590	22,847	27,762	30,815	31,590
变动(%)	35.8%	68.1%	21.5%	11.0%	2.5%
归母净利润(百万港元)	5,433	11,302	13,306	14,814	15,136
变动(%)	27.0%	108.0%	17.7%	11.3%	2.2%
每ADS盈利(港元)	38.89	80.24	91.93	102.35	104.58
变动(%)	27.1%	106.3%	14.6%	11.3%	2.2%
基于\$144.67的市盈率(倍)	29.0	14.0	12.3	11.0	10.8
每股派息(港元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 25Q4 及 2025 年全年业绩情况

### 核心运营指标与财务数据均实现高速增长

富途控股在 2025 年第四季度及全年实现了强劲业绩表现，总营收 Q4 达 64.38 亿港元（+45.3% YoY），全年 228.47 亿港元（+68.1% YoY）。公司收入结构多元化特征明显，三大主营业务板块均贡献显著增长。

**交易佣金及手续费收入：**Q4 达到 27.70 亿港元，同比增长 34.6%。主要得益于总交易量创纪录 3.98 万亿港元（+37.8% YoY，+2.0% QoQ），其中美股交易量 3.04 万亿港元（环比+17.1%），港股 8211 亿港元（环比-31.0%，受市场回调影响）。全年总交易量 14.68 万亿港元（+89.4% YoY）。

**利息收入：**Q4 贡献 30.38 亿港元，同比增长 50.2%，在总收入中占比约 47.2%，继续作为核心支柱。全年利息收入 104.42 亿港元（+56.6%）。

**其他收入（包括货币兑换、基金分销及 IPO 认购服务费）：**Q4 达到 6.30 亿港元，同比增长 78.7%。全年 183.26 亿港元（+108.6%），主要来自财富管理产品分销及 IPO 认购服务费增长。

### 利润率和盈利能力

富途控股在 2025 年第四季度盈利能力持续强化，呈现强劲运营杠杆。毛利润达到 57.10 亿港元，毛利率 88.7%，较去年同期提升 6.2 个百分点。运营费用 15.63 亿港元，同比增长仅 8.6%，远低于收入增速。运营利润 41.47 亿港元，同比增长 87.0%，运营利润率 64.4%。净利润 33.69 亿港元，同比增长 80.2%；非 GAAP 调整后净利润 34.56 亿港元，同比增长 77.0%；净利润率 52.3%，再创历史纪录。全年运营杠杆进一步显现，非 GAAP 净利润率持续提升至约 51%。

### 用户增长和参与度

截至 2025 年 12 月 31 日，公司注册用户总数 2920 万（+16.0%），总经纪账户 594.8 万（+29.8%），有资产用户 336.5 万（+39.6%）。全年新增有资产客户 95.4 万，超指引 19%，海外新增占比显著提升。香港市场连续贡献最多新客户（尽管 Q4 增速放缓），马来西亚市场份额大幅提升，美国/加拿大、澳大利亚、日本等市场客户资产与账户均实现高双位数或三位数增长。

### 客户资产和交易活动

客户资产规模保持强劲，总客户资产 1.23 万亿港元（+65.9% YoY），日均 1.24 万亿港元（+71.0%）。Q4 环比持平主要因港股持仓市值波动抵消强劲净流入，所有市场平均客户资产仍创新高。保证金融资和证券借贷余额 67.7 亿港元（+33.1% YoY，+7.3% QoQ），客户风险偏好提升。

交易活动保持高位，总交易量 3.98 万亿港元（+37.8% YoY）。加密货币交易额保持稳健约 20 亿港元，尽管市场情绪疲软，但香港、新加坡、美国市场加密渗透率持续提升至高个位数/低双位数。财富管理资产规模扩大至 179.6 亿港元（+62.0% YoY，+2.3% QoQ），主要得益于高股息基金、国内权益基金及伊斯兰合规产品资金流入。

**国际扩张战略**

国际化战略持续深化，海外客户新增强劲且广基，香港仍为最大市场但海外占比进一步提升（马来西亚、日本、美国等加速）。全年海外经纪账户与资产增长显著，全球化已成为核心增长引擎。

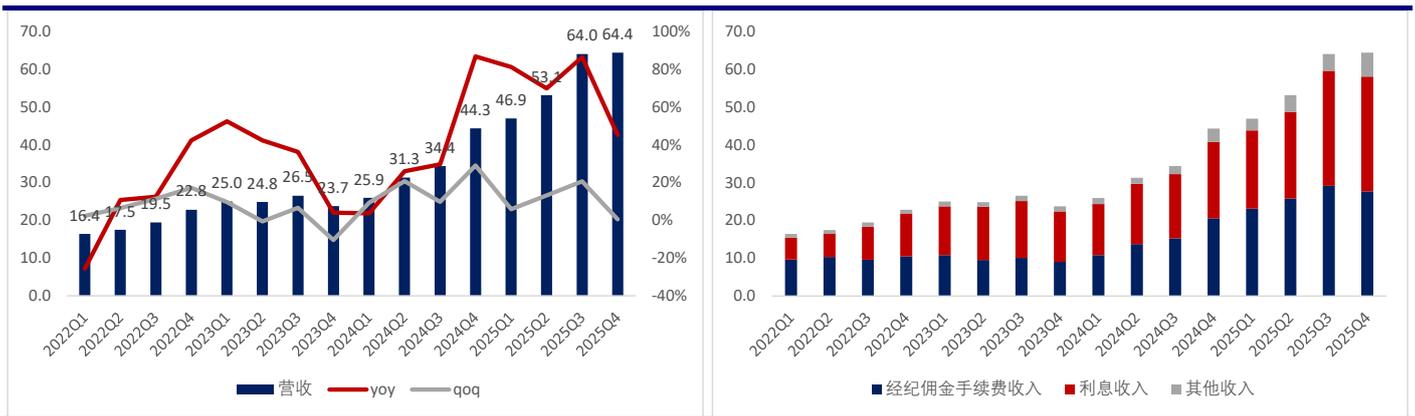
**产品和服务**

**加密货币交易：**公司在香港、新加坡、美国市场加密业务保持韧性增长，Q4 新增超 10 个币种，并集成 Fear & Greed 指数、精选排名、实时资讯等工具。尽管目前对总收入贡献仍小，但管理层强调渗透率提升仍处于“早期阶段”，结合 AI 工具，增长空间巨大。

**财富管理服务：**推出更多定制化产品，包括香港高股息基金、新加坡 T+1 短期收益基金、马来西亚伊斯兰黄金追踪器，并降低结构化产品门槛、扩大 Cash Sweep 范围，提升运营效率与客户黏性。

**企业服务：**期末 IPO 分销和 IR 客户达 600 家，同比增长 24.5%。作为联合账簿管理人参与多个香港 IPO，全年香港 IPO 认购金额平台占比领先（Q4 达 49%），美国 IPO（如 Medline、BitGo）认购 100% 中签。

**图表 1：2022Q1-2025Q4 营业收入（单位：亿港元）及增速**      **图表 2：2022Q1-2025Q4 营业收入（单位：亿港元）结构**



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

**图表 3：2022Q1-2025Q4 毛利润（单位：亿港元）及增速**      **图表 4：2022Q1-2025Q4 毛利率**



资料来源：公司资料，第一上海

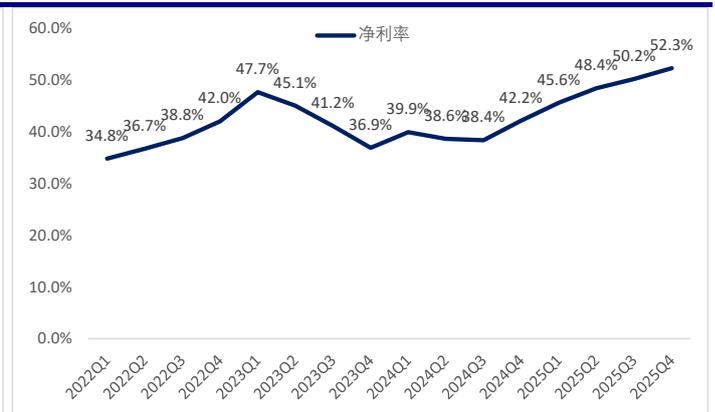
资料来源：公司资料，第一上海

图表 5: 2022Q1-2025Q4 净利润 (单位: 亿港元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 2022Q1-2025Q4 净利率



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 2022Q1-2025Q4 注册用户数 (单位: 万) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 2022Q1-2025Q4 开户用户数 (单位: 万) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9: 2022Q1-2025Q4 有资产用户数 (单位: 万) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 10: 2022Q1-2025Q4 客户总资产 (单位: 亿港元) 及增速



资料来源: 公司资料, 第一上海

## 盈利预测与估值

### 目标价 173.60 美元，维持买入评级

基于 2025 年创纪录的全年业绩、清晰的全球化与多元化增长前景，市场目前可能仍未充分定价其多项长期增长催化剂。富途已进化成为具有强大网络效应、多元化收入结构和显著规模经济的金融科技平台，其估值体系应向更优质的互联网平台公司靠拢。因此，基于以上，给予公司目标价 173.60 美元，对应 2026E 约 16x PE，维持“买入”评级。

图表 11：盈利预测

FUTU Holdings Limited (In HK\$ millions, otherwise noted)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>Income Statement</b>										
<b>Revenues</b>										
Brokerage commission and handling charge income	511.37	1,990.14	3,913.03	4,007.64	3,944.78	6,044.75	10,572.74	14,575.19	17,426.85	18,061.48
Interest income	464.90	965.63	2,518.20	3,214.33	5,536.42	6,666.77	10,441.59	11,234.39	11,354.13	11,121.26
Other income	85.29	355.06	684.10	392.06	527.22	878.52	1,832.57	1,952.78	2,034.15	2,407.12
<b>Total revenues</b>	<b>1,061.56</b>	<b>3,310.82</b>	<b>7,115.32</b>	<b>7,614.03</b>	<b>10,008.42</b>	<b>13,590.04</b>	<b>22,846.90</b>	<b>27,762.36</b>	<b>30,815.13</b>	<b>31,589.86</b>
				7.0%						
<b>Costs</b>										
Brokerage commission and handling charge expenses	(100.55)	(361.49)	(572.16)	(329.79)	(249.57)	(341.24)	(606.04)	(837.65)	(1,001.53)	(1,038.01)
Interest expenses	(89.24)	(185.09)	(376.90)	(292.50)	(910.76)	(1,617.45)	(1,757.85)	(2,240.90)	(2,710.72)	(2,806.77)
Processing and servicing costs	(91.92)	(149.38)	(257.00)	(373.84)	(375.90)	(486.78)	(578.46)	(648.44)	(719.74)	(737.83)
<b>Total costs</b>	<b>(281.70)</b>	<b>(695.95)</b>	<b>(1,206.06)</b>	<b>(996.13)</b>	<b>(1,536.23)</b>	<b>(2,445.47)</b>	<b>(2,942.36)</b>	<b>(3,726.99)</b>	<b>(4,431.99)</b>	<b>(4,582.61)</b>
<b>Total gross profit</b>	<b>779.85</b>	<b>2,614.87</b>	<b>5,909.26</b>	<b>6,617.90</b>	<b>8,472.19</b>	<b>11,144.56</b>	<b>19,904.55</b>	<b>24,035.38</b>	<b>26,383.14</b>	<b>27,007.25</b>
<b>Operating expenses</b>										
Research and development expenses	(262.35)	(513.28)	(805.33)	(1,222.08)	(1,440.89)	(1,493.62)	(1,908.76)	(2,776.24)	(3,081.51)	(3,158.99)
Selling and marketing expenses	(164.70)	(385.32)	(1,392.07)	(895.77)	(710.35)	(1,409.31)	(1,980.49)	(2,307.87)	(2,596.02)	(2,696.13)
General and administrative expenses	(164.85)	(248.40)	(529.05)	(931.14)	(1,313.46)	(1,620.02)	(1,934.69)	(3,053.86)	(3,081.51)	(3,158.99)
<b>Total operating expenses</b>	<b>(591.90)</b>	<b>(1,147.01)</b>	<b>(2,726.44)</b>	<b>(3,048.99)</b>	<b>(3,464.71)</b>	<b>(4,522.95)</b>	<b>(5,823.94)</b>	<b>(8,137.97)</b>	<b>(8,759.05)</b>	<b>(9,014.10)</b>
Others, net	(9.46)	(17.24)	2.48	(210.30)	33.44	(86.37)	(367.45)	(576.15)	(576.15)	(576.15)
<b>Income before income tax expense and share of loss from equity method investments</b>	<b>178.49</b>	<b>1,450.62</b>	<b>3,185.29</b>	<b>3,358.61</b>	<b>5,040.93</b>	<b>6,535.24</b>	<b>13,713.16</b>	<b>15,321.26</b>	<b>17,047.94</b>	<b>17,417.00</b>
Income tax expense	(12.29)	(124.79)	(375.08)	(413.96)	(748.48)	(998.34)	(2,359.63)	(1,988.28)	(2,213.57)	(2,261.75)
Share of loss from equity method investments	(0.54)	(0.31)	0.00	(17.75)	(13.50)	(51.62)	(26.80)	(20.47)	(18.88)	(18.88)
<b>Net income</b>	<b>165.67</b>	<b>1,325.52</b>	<b>2,810.21</b>	<b>2,926.89</b>	<b>4,278.95</b>	<b>5,432.97</b>	<b>11,301.91</b>	<b>13,306.18</b>	<b>14,813.90</b>	<b>15,136.36</b>
<b>Net income per share attributable to ordinary shareholder of the Company</b>										
Basic	0.21	1.27	2.37	2.58	3.88	4.93	10.17	11.93	13.28	13.57
Diluted	0.19	1.24	2.32	2.55	3.83	4.86	10.02	11.74	13.07	13.36
<b>Net income per ADS</b>										
Basic	1.71	10.08	18.97	20.63	30.98	39.43	81.44	93.39	103.97	106.24
Diluted	1.52	9.62	18.65	20.41	30.60	38.89	80.24	91.93	102.35	104.58
<b>Weighted average number of ordinary shares used in computing net income per share</b>										
Basic	3,325.40	4,146.47	4,802.38	4,558.37	4,419.91	4,416.78	4,457.83	4,462.38	4,462.38	4,462.38
Diluted	3,668.23	4,192.91	4,876.37	4,604.53	4,474.39	4,477.39	4,520.11	4,533.13	4,533.13	4,533.13
<b>Net income</b>	<b>165.67</b>	<b>1,325.52</b>	<b>2,810.21</b>	<b>2,926.89</b>	<b>4,278.95</b>	<b>5,432.97</b>	<b>11,301.91</b>	<b>13,306.18</b>	<b>14,813.90</b>	<b>15,136.36</b>
<b>Other comprehensive income/(loss), net of tax</b>										
Foreign currency translation adjustment	(3.15)	9.42	71.02	(123.84)	(1.59)	(200.22)	301.62	0.00	0.00	0.00
<b>Total comprehensive income</b>	<b>162.52</b>	<b>1,334.94</b>	<b>2,881.23</b>	<b>2,803.05</b>	<b>4,277.36</b>	<b>5,232.75</b>	<b>11,603.06</b>	<b>13,306.18</b>	<b>14,813.90</b>	<b>15,136.36</b>
<b>Net income</b>	<b>165.67</b>	<b>1,325.52</b>	<b>2,810.21</b>	<b>2,926.89</b>	<b>4,278.95</b>	<b>5,432.97</b>	<b>11,301.91</b>	<b>13,306.18</b>	<b>14,813.90</b>	<b>15,136.36</b>
Add: share-based compensation expenses	15.97	38.46	98.91	204.53	214.53	245.95	343.02	0.00	0.00	0.00
<b>Adjusted net income</b>	<b>181.63</b>	<b>1,363.98</b>	<b>2,909.12</b>	<b>3,131.42</b>	<b>4,493.48</b>	<b>5,678.91</b>	<b>11,644.93</b>	<b>13,306.18</b>	<b>14,813.90</b>	<b>15,136.36</b>

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 风险因素

**市场波动风险：**港股、美股及加密市场大幅波动可能导致交易量、客户资产市值及融资融券余额显著下降，直接影响佣金、手续费及利息收入。

**利率环境变化：**美联储及香港金管局利率路径不确定性，若利率快速下行，将压缩融资融券及证券借贷利息收入，影响公司核心盈利支柱。

**监管不确定性：**香港、新加坡、美国、马来西亚、日本等多地监管政策收紧（包括加密货币牌照要求、跨境资金流动限制、反洗钱/投资者保护新规等），可能增加合规成本、限制新产品推出或影响业务扩张速度。

**新市场投入：**全球化布局及加密、财富管理、AI 工具等新业务前期投入较大，若用户获取成本高于预期或渗透率提升慢于预期，可能短期拖累盈利能力。

## 附录：主要财务报表

损益表					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
手续费及佣金收入	6,045	10,573	14,575	17,427	18,061
利息收入	6,667	10,442	11,234	11,354	11,121
其他收入	879	1,833	1,953	2,034	2,407
<b>总收入</b>	<b>13,590</b>	<b>22,847</b>	<b>27,762</b>	<b>30,815</b>	<b>31,590</b>
手续费及佣金成本	(341)	(606)	(838)	(1,002)	(1,038)
利息成本	(1,617)	(1,758)	(2,241)	(2,711)	(2,807)
服务成本	(487)	(578)	(648)	(720)	(738)
<b>总成本</b>	<b>(2,445)</b>	<b>(2,942)</b>	<b>(3,727)</b>	<b>(4,432)</b>	<b>(4,583)</b>
营运支出	(1,409)	(1,980)	(2,308)	(2,596)	(2,696)
其他支出	(3,114)	(3,843)	(5,830)	(6,163)	(6,318)
税前溢利	6,535	13,713	15,321	17,048	17,417
税项	(998)	(2,360)	(1,988)	(2,214)	(2,262)
<b>净利润</b>	<b>5,433</b>	<b>11,302</b>	<b>13,306</b>	<b>14,814</b>	<b>15,136</b>
股东应占利润	<b>5,433</b>	<b>11,302</b>	<b>13,306</b>	<b>14,814</b>	<b>15,136</b>
每股已摊薄收益(港元)	4.86	10.02	11.74	13.07	13.36
每ADS收益(港元)	38.89	80.24	91.93	102.35	104.58
<b>增长</b>					
收入(%)	35.8%	68.1%	21.5%	11.0%	2.5%
每股收益(%)	26.9%	106.2%	17.2%	11.3%	2.2%
每ADS收益(%)	27.1%	106.3%	14.6%	11.3%	2.2%

资产负债表					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
公司现金	11,688	10,466	38,685	53,331	60,228
代客持有现金	68,640	113,398	138,202	166,754	169,073
可供出售的金融资产	316	508	523	539	512
权益投资	0	0	0	0	0
贷款及预付款	49,696	64,607	74,952	90,437	91,695
应收账款	1,794,337	13,328,595	17,335,863	18,391,299	18,391,300
其他资产	1,833	4,442	4,575	4,712	4,954
<b>总资产</b>	<b>158,757</b>	<b>228,437</b>	<b>303,711</b>	<b>368,993</b>	<b>375,705</b>
应付关联方款项	79	67	69	71	168
应付款项	117,174	166,019	238,356	287,289	291,300
借款	5,702	12,143	6,746	8,139	8,253
据回购协议出售证券	2,575	4,743	0	0	0
经营租赁负债	144	200	208	216	459
其他负债	5,078	4,943	4,449	4,004	2,423
<b>总负债</b>	<b>130,752</b>	<b>188,116</b>	<b>249,827</b>	<b>299,720</b>	<b>302,604</b>
<b>股东权益</b>	<b>28,004</b>	<b>40,001</b>	<b>53,884</b>	<b>69,274</b>	<b>73,101</b>

现金流量表					
财务年度截至<12月31日>百万港元					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
<b>净利润</b>	<b>5,433</b>	<b>11,302</b>	<b>13,306</b>	<b>14,814</b>	<b>15,136</b>
折旧及摊销	0	0	0	0	0
其他	20,451,284	27,729,459	55,869,099	56,778,870	56,778,547
<b>营运活动现金流</b>	<b>20,456,717</b>	<b>27,740,761</b>	<b>55,882,406</b>	<b>56,793,683</b>	<b>56,793,683</b>
资本开支	(44,649)	(158,991)	(144,092)	(130,683)	(130,683)
其他投资活动	(199,526)	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>340</b>	<b>(2,925)</b>	<b>(150)</b>	<b>(155)</b>	<b>(59)</b>
银行借款变化	51	6,441	(5,398)	1,394	113
股利及发行所得	351	0	0	0	1
其他融资活动	(10)	0	0	0	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>392</b>	<b>6,441</b>	<b>(5,398)</b>	<b>1,394</b>	<b>118</b>
<b>现金变化</b>	<b>33,162</b>	<b>50,764</b>	<b>48,052</b>	<b>44,528</b>	<b>(3,336)</b>
期初持有现金	49,306	82,468	133,231	181,284	225,812
期末持有现金	82,468	133,231	181,284	225,812	222,475

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。