

买入

2026年4月8日

季度经营亏损收窄，反内卷静待盈利修复

利润由盈转亏，公司账上现金充足：2025Q4 美团实现营收 921 亿元（yoy+4%），系因新业务板块的持续拓展，核心本地商业板块受市场竞争下补贴扣除增加影响收入略有下滑。经营亏损 161 亿元，经营利润（亏损）率-17.5%，经调整溢利净额亏损 151 亿元，经调整 EBITDA 亏损 140 亿元。利润大幅承压主要源于行业竞争加剧下，公司加大推广投入，同时增加 AI 技术研发和海外业务布局成本。现金流方面，截至 2025 年 12 月末，公司持有现金及现金等价物 1068 亿元，短期理财投资 601 亿元，资本负债率 53%。此外，公司于 2025 年 5 月完成股份回购，后续注销回购股份，有效维护股东利益。

核心本地商业短期因竞争加剧承压：核心本地商业收入 648 亿元（yoy-1%），占收比 70.4%；经营亏损 100 亿元，利润率-15.5%，系毛利率下滑及营销、用户激励开支增加所致。2025 年公司 GTV 和交易量均实现双位数增长，新增用户数、交易频次及 ARPU 均达到新高。此外公司加快供给侧及服务升级：餐饮端落地千个品牌卫星店、五百余个浣熊食堂。即时零售领域供应链布局深化，闪电仓与品牌官旗闪电仓成核心供给，歪马送酒增长强劲。到店酒旅拓展体育赛事、家政服务等新场景。美团会员多场景权益融合，促使高价值会员规模与消费额双升。公司主动退出低效价格战，行业竞争理性后盈利修复可期。

美团优选业务拖累影响出清，专注即时零售市场：新业务收入 273 亿元（yoy+19%），占收比 29.6%，关停美团优选后仍靠海外扩张、食杂零售效率改善实现增长。经营亏损 47 亿元，亏损率 17.1%（YoY+8pct），主因海外投入增加，食杂零售效率提升部分抵销亏损。小象超市运营能力行业领先，自有品牌贡献提升，且收购叮咚买菜后将整合其生鲜供应链与华东前置仓资源，进一步强化品类与区域布局优势。Keeta 香港 Q4 单位效益转正，沙特订单高增，有望于 26 年实现月度盈利，新拓中东及巴西市场增长强劲。AI 技术全面落地，小美、小团 AI 助手上线，340 万商户受益于 AI 经营助手，技术赋能长期发展。

下调目标价至 128 港元，买入评级：鉴于竞争格局持续恶化超出预期，核心本地商业盈利修复节奏后移，我们下调 2026/2027 年经调整净利润预测。结合目前港股互联网企业普遍估值在 15-20 倍区间，考虑到竞争出清后核心本地商业盈利能力有望快速修复，Keeta 把握蓝海市场、叮咚整合强化供应链布局，叠加“零售+科技”战略落地与 AI 深度赋能，公司长期成长逻辑依然清晰。给予一定估值溢价，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 26 年扣税利润的 15 倍和 20 倍 PE 估值，得出 128 港元目标价，维持买入评级。

风险提示：本地生活竞争加剧、外卖盈利和新业务减亏不及预期等。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

李京霖

852-25321539

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	80 港元
目标价	128 港元 (+60%)
股票代码	3690
已发行股本	61.74 亿股
市值	4900 亿港元
52 周高/低	152/73 港元
每股净资产	27 港元
主要股东(B)	XingWang (9.5%) Blackrock (5.6%) Baillie (4.8%) Vanguard (3.8%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入（人民币百万元）	337,592	365,982	400,971	449,787	499,525
变动(%)	22.0%	8.4%	9.6%	12.2%	11.1%
经调整净利润	43,772	-18,648	-6,009	28,780	41,281
变动(%)	90.7%	-142.6%	NA	NA	43.4%
归母净利润	35,808	-23,354	-10,011	22,280	34,781
基本每股盈利（人民币元）	5.8	-3.8	-1.6	3.6	5.6
变动(%)	163.0%	-165.2%	NA	NA	56.1%
经调整市盈率80.25港元（估）	12.1	NA	NA	19.6	12.6

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

业绩摘要

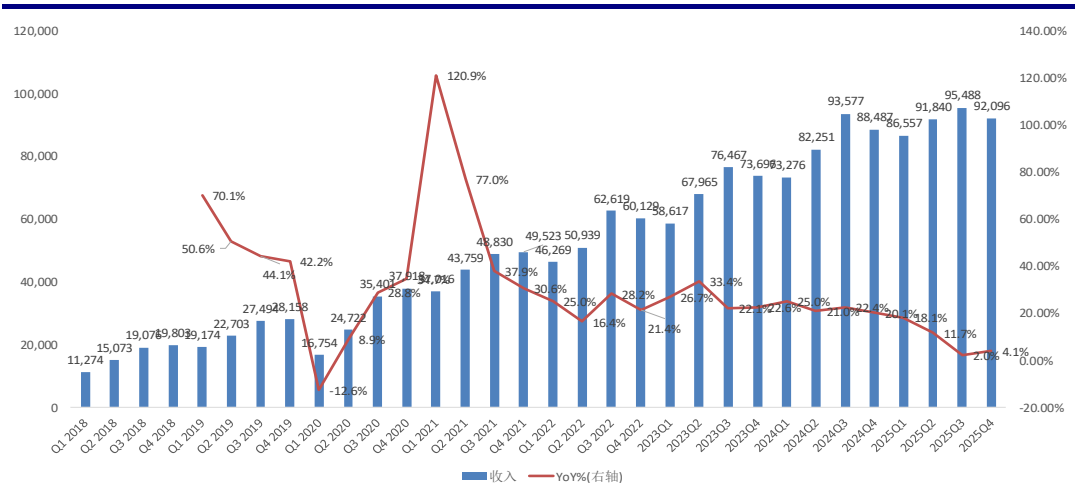
2025Q4 美团实现营收 921 亿元 (yoy+4%)，系因新业务板块的持续拓展，核心本地商业板块受市场竞争下补贴扣除增加影响收入略有下滑。经营亏损 161 亿元，经营利润 (亏损) 率-17.5%，经调整溢利净额亏损 151 亿元，经调整 EBITDA 亏损 140 亿元。利润大幅承压主要源于行业竞争加剧下，公司加大骑手补贴、用户激励及营销推广投入，同时增加 AI 技术研发和海外业务布局成本，属于阶段性战略投入。

分业务看，核心本地商业收入 648 亿元 (yoy-1%)，占总收入 70.4%；经营亏损 100 亿元，经营利润率-15.5%，板块盈利转亏主要系毛利率下降及市场竞争下相关激励、推广开支增加。新业务收入 273 亿元 (yoy+19%)，占总收入 29.6%，主要受益于海外业务的快速扩张及食杂零售业务运营效率的改善；经营亏损 46.50 亿元，亏损率 17.1% (yoy+8pct)，亏损扩大主因对海外业务的投资增加。

为保持竞争力，公司三费提升。销售成本 680 亿元 (yoy+24%)，占收入 73.8% (yoy+12pct)，金额及占比上升主要由于即时配送交易笔数增加、骑手补贴提高以及食杂零售和海外业务的扩张。销售及营销开支 317 亿元 (yoy+83%)，占收入 34.4% (yoy+15pct)，主因公司加强营销推广以提升品牌影响力和价格竞争力，应对激烈的行业竞争。研发开支 70 亿元 (yoy+30%)，占收入 7.6% (yoy+2pct)，持续加大在 AI 技术领域的投入，推出智能生活助手等产品并将 AI 全面融入本地生活消费场景。

现金流方面，截至 2025 年 12 月末，公司持有现金及现金等价物 1068 亿元，短期理财投资 601 亿元，资本负债率 53%，充足的现金储备为公司持续投入核心业务、布局海外市场及 AI 技术研发提供了坚实的资金支撑。此外，公司于 2025 年 5 月完成股份回购，后续注销回购股份，有效维护股东利益。

图表 1：公司营业收入（百万元）



资料来源：公司资料、第一上海整理

核心本地商业业务

将退出低效价格战，资源优化配置以专注即时零售业务

核心本地商业收入 648.35 亿元 (yoy-1%)，占总收入 70.4%。经营亏损 100 亿元，经营利润率从去年同期的 19.7% 降至-15.5%。这主要是由于行业竞争加剧，公司为提升用户交易活跃度与黏性、加强品牌影响力，加大用户激励、推广及广告相关开支，同时骑手补贴和福利提升，导致毛利率下降，属于阶段性应对市场竞争的策略调整。

业务细分为：

- (1) **餐饮外卖业务**：面对白热化的行业竞争，美团持续深耕供应链并推进供给侧创

新，通过多维举措巩固餐饮外卖核心基本盘。一方面持续扩大与餐饮商家的合作，推动产品、门店业态及渠道全方位创新。截至 2025 年，“品牌卫星店”已与超 1000 个品牌达成合作、“浣熊食堂”覆盖超 500 个品牌及门店。另一方面，联合商家通过“拼好饭”及“神抢手”等模式推出高性价比爆款产品，同时升级并扩大“准时宝”及“1 对 1 急送”服务覆盖，核心用户黏性得到有效维护。

此外，美团率先实现养老保险补贴的全国覆盖，成为业内首个覆盖全类型骑手的养老保险方案，职业伤害保障计划拓展至 17 个省市、覆盖超 1600 万名骑手。值得关注的是，公司指引 2026Q1 餐饮外卖单均亏损将迎来环比改善。

- (2) **到店酒旅业务：**到店酒旅业务持续强化供给侧建设与用户体验升级，进一步丰富平台差异化供给生态。在供给端，美团加大优质供给挖掘力度，扩大高质量榜单的覆盖范围及影响力；同时紧跟前沿消费趋势，拓展体育赛事、文化艺术票务、家政服务等领域覆盖，助力超百万位手艺人平台搭建数字档案，丰富服务品类。
- (3) **即时零售业务：**美团闪购为核心的即时零售业务持续深化供应链布局，巩固多领域头部品牌全渠道发展战略伙伴定位。在品类布局上，进一步强化运动、酒水、3C 家电等领域的供给能力，同时提升医药保健供给水平，丰富本地药房家庭常用药供给，通过前置仓完善医疗器械等品类布局，并联合药企引进创新药上线平台。“歪马送酒”实现强劲增长，酒水品类成为即时零售重要增长极。

在基础设施建设上，“美团闪电仓”“品牌官旗闪电仓”及自营“小象超市”前置仓成为即时零售核心供给。此外，美团自有品牌覆盖品类持续拓宽，对 GTV 的贡献占比稳步提升，成为即时零售业务的新增量。

此外，美团表示“坚决反对内卷”，主动退出低效价格战。短期内，公司将动态优化营销策略，在保证供给品质与履约稳定性的基础上，平衡补贴与投入。长期来看，公司将继续深耕本地生活供给侧创新，推动业务的协同发展，提升订单质量与业务运营效率，同时通过 AI 技术巩固核心本地商业的竞争优势，实现可持续发展。

图表 2：美团核心分部业务收入和营业利润（百万元）

Millions	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
Business Breakdown								
Core Local Commerce								
Revenue	54,626	60,682	69,373	65,567	64,325	65,347	67,447	64,835
YoY	27.4%	18.5%	20.2%	18.9%	17.8%	7.7%	-2.8%	-1.1%
Operating Profit	9,698	15,234	14,582	12,926	13,491	3,721	-14,071	-10,046
YoY	2.7%	36.8%	44.4%	61.2%	39.1%	-75.6%	-196.5%	-177.7%
OPM	17.8%	25.1%	21.0%	19.7%	21.0%	5.7%	-20.9%	-15.5%
New Initiatives								
Revenue	18,650	21,569	24,204	22,920	22,232	26,493	28,041	27,262
YoY	18.5%	28.7%	28.9%	23.5%	19.2%	22.8%	15.9%	18.9%
Operating Profit	-2,757	-1,314	-1,026	-2,176	-2,273	-1,881	-1,278	-4,650
YoY	-45.2%	-74.7%	-79.9%	-55.0%	-17.5%	43.1%	24.5%	113.7%
OPM	-14.8%	-6.1%	-4.2%	-9.5%	-10.2%	-7.1%	-4.6%	-17.1%

资料来源：公司资料、第一上海整理

新业务

Keeta 沙特盈利在望，收购叮咚赋能小象超市，全面进攻 AI 领域

新业务收入 273 亿元 (yoy+19%)，占收比 29.6%，收入增长主要得益于食杂零售业务的收入提升以及海外业务的持续拓展。新业务经营亏损 46.50 亿元 (yoy+114%)，亏损率 17.1% (yoy+8pct)；亏损率环比改善 12.5pct，亏损扩大主要源于海外业务扩张投入增加，而亏损率环比改善则得益于食杂零售业务运营效率的逐步提升。

- (1) **海外业务 (Keeta)**

2025 年，Keeta 各市场均展现出强劲增长态势。在香港市场，Keeta 持续巩固市场地位，于 2025 年 10 月实现单月经济效益转正，通过优化产品体验、拓展本地商家资源、提升履约服务质量，实现了规模与盈利的阶段性平衡。在沙特阿拉伯市场，Keeta 全年订单保持高速增长，成为当地消费者青睐的即时配送平台之一。公司预计 Keeta 将于 26 年底之前实现沙特阿拉伯市场单月盈利。

新拓展市场依托成熟的运营经验和本地化适配策略，实现订单量快速增长。2025 年下半年，Keeta 相继完成卡塔尔、科威特、阿联酋及巴西市场的布局，初步完成中东及南美核心市场的卡位。未来 Keeta 将继续发挥在产品研发、技术创新及运营方面的优势，持续深耕已布局市场并探索新的海外增长区域，为全球商家及消费者创造价值。

(2) 小象超市

食杂零售业务持续优化运营策略，聚焦核心能力打造与区域扩张。2025 年第四季度，小象超市加快城市扩张节奏，凭借稳固的供给体系、优质的生鲜品质及行业领先的运营能力，持续提升市场竞争力。同时美团自有品牌覆盖品类持续拓宽，对 GTV 的贡献占比稳步提升，成为食杂零售业务的重要增长极。

2026 年 2 月，美团以 7.17 亿美元（约人民币 50 亿元）的初始价格收购叮咚买菜中国业务，交易总回报达 9.97 亿美元，包括创始人及股东可提取的 2.8 亿美元现金。叮咚在华东地区布局了 1000 多个前置仓及供应链资源，收购后将并入美团旗下的小象超市，优化仓网布局，降低履约成本，从而强化即时零售领域的竞争力。

(3) AI 技术应用

美团 2025 年致力推动物理世界的 AI 转型，将 AI 创新与线下服务优势深度结合，全年加大 AI 技术领域大规模投入，技术成果在 2025 年 Q4 实现全面落地应用。

在基础模型层，美团融合自研多模态 LongCat 系列大语言模型与开源模型的优势，同时依托平台独有的数字资产，打造出适配本地生活服务场景的专属大模型，为全场景 AI 应用奠定技术基础。

在产品应用层，美团率先推出独立 App 的智能生活助手“小美”，并向全体用户开放内嵌于美团 App 的 AI 助手“小团”。其将 AI 技术全面融入本地生活服务全品类消费场景，实现用户交互方式从“搜索”到“提需求”的转变，依托平台丰富的供给、强大的履约能力及成熟的原生交互界面，为消费者带来全新的智能体验。

在商业赋能层，美团 AI 商家经营助手惠及超 340 万家商户，有效降低商户运营成本，助力中小商户可持续发展，同时 AI 技术也全面应用于美团内部的流量运营、供应链管理、配送路径优化等环节，提升公司整体运营效率。

盈利情况

利润因补贴及竞争加剧大幅承压

2025Q4 公司经营亏损 160.74 亿元，经营利润率-17.5%（yoy-25pct）。期内亏损 151.44 亿元，经调整溢利净额亏损 150.80 亿元（yoy-253%），经调整 EBITDA 亏损 140.25 亿元（yoy-222%）。利润由盈转亏且大幅承压，主要源于行业竞争加剧下公司加大骑手补贴、用户激励及营销推广投入，同时增加 AI 技术研发和海外业务布局成本，属于阶段性战略投入，为巩固市场地位和挖掘长期增长潜力做出的必要布局。

2025Q4 费用方面：

- (1) 销售成本：销售成本 679.69 亿元（yoy+24%），占收入 73.8%（yoy+12pct）。为确保激烈竞争中的服务质量，骑手相关投入及海外业务布局的成本增量显著，推动整体销售成本大幅上升。
- (2) 销售及营销开支：销售及营销开支 317.26 亿元（yoy+83%），占收入 34.4%（yoy+15pct）。为应对白热化的行业竞争，公司持续加强营销及推广力度，通过提升品牌影响力、强化价格竞争力的方式提高用户交易活跃度与黏性，在推广、广

告和用户激励方面的投入大幅增加。

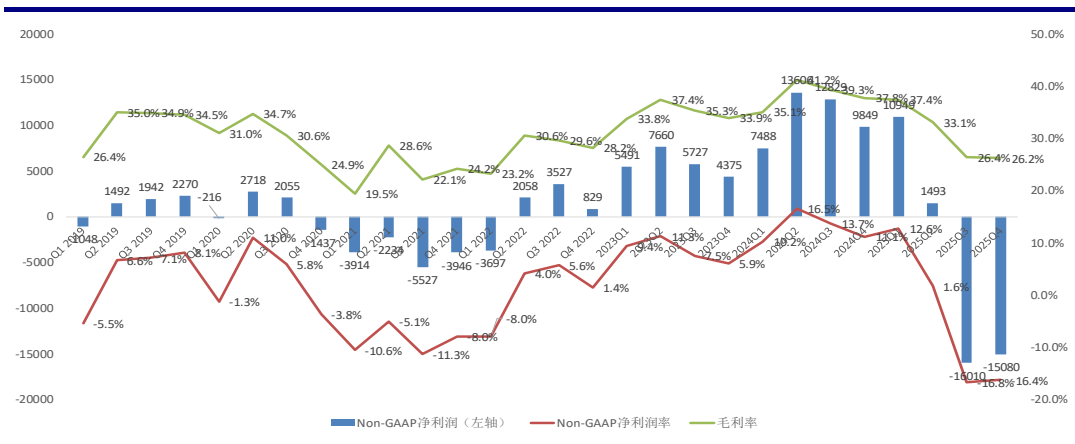
(3) 研发开支：研发开支 70.29 亿元 (yoy+30%)，占收入 7.6% (yoy+2pct)。公司持续加大研发投入，核心聚焦 AI 技术领域。同时，公司持续优化配送系统、商家经营智能化工具等，技术研发投入的增加及员工薪酬开支提升，为公司“零售+科技”战略落地和长期业务创新筑牢技术基础。

(4) 一般及行政开支：一般及行政开支 36.53 亿元 (yoy+24%)，占收入 4.0% (yoy+1pct)，主要因公司业务规模扩大带来的税收附加开支增加，同时海外业务布局加速推高了海外运营开支，推动该项费用同比上升。

现金流方面，截至 2025 年 12 月末，公司持有现金及现金等价物 1068 亿元，短期理财投资 601 亿元，资本负债率 53%，充足的现金储备为公司持续投入核心业务、布局海外市场 and AI 技术研发提供了坚实的资金支撑。此外，公司于 2025 年 5 月完成股份回购，后续注销回购股份，有效维护股东利益。

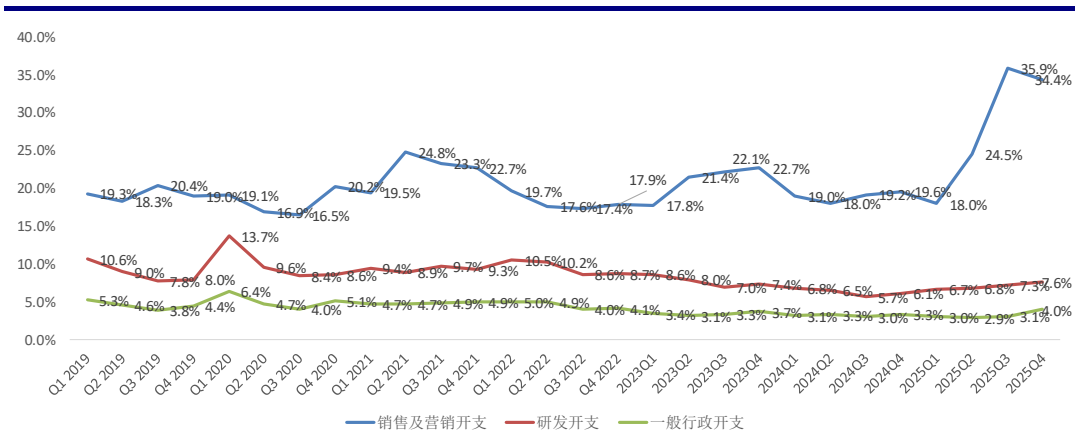
在资本配置层面，公司将优先保障核心本地商业的供应链布局、服务品质提升及用户生态维护相关投入，通过动态优化营销策略应对行业竞争，进一步巩固本地生活服务的核心市场地位。同时，秉持审慎投资原则布局新业务，重点加大海外业务 (Keeta) 的本地化运营投入和食杂零售的优质供给建设，在可控范围内推动新业务实现长期增长潜力。

图表 3：公司综合毛利率和 Non-GAAP 净利润率



资料来源：公司资料、第一上海整理

图表 4：运营费用率



资料来源：公司资料、第一上海整理

下调目标价至 128 港元，维持买入评级

鉴于竞争格局持续恶化超出预期，核心本地商业盈利修复节奏后移，我们下调 2026/2027 年经调整净利润预测。结合目前港股互联网企业普遍估值在 15-20 倍区间，考虑到竞争出清后核心本地商业盈利能力有望快速修复，Keeta 把握蓝海市场、叮咚整合强化供应链布局，叠加“零售+科技”战略落地与 AI 深度赋能，公司长期成长逻辑依然清晰。给予一定估值溢价，分别给予美团外卖和到店酒旅业务 26 年扣税利润的 15 倍和 20 倍 PE 估值，得出 128 港元目标价，维持买入评级。

图表 5：分部估值结果

2027年	餐饮外卖	到店、酒店及旅游
预计收入（百万）	177,941	83,835
预计分部经营利润	16,185	22,635
税后利润	14,567	20,372
分部估值中枢	PE: 15X	PE: 20X
分部估值结果（百万）	244,395	452,709
占比	35.1%	64.9%
主营业务估值总和（百万）		697,104
汇率（RMB/HKD）	1.14	
股份总额	6,174	
每股目标价（HKD）	128	
每股现价（HKD）	80	
上涨空间	60%	

资料来源：第一上海预测

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	337,592	365,982	400,971	449,787	499,525
毛利	129,785	112,136	119,006	152,927	179,829
销售及营销开支	(63,975)	(104,061)	(96,472)	(85,459)	(89,915)
研发开支	(21,054)	(25,998)	(28,068)	(31,485)	(32,469)
经营利润	36,845	(25,041)	(9,540)	24,876	43,597
财务开支	(1,337)	(1,887)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
税前盈利	37,985	(24,838)	(9,661)	24,755	43,476
所得税	(2,177)	1,483	350	2,476	8,695
净利润	35,808	(23,354)	(10,011)	22,280	34,781
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占溢利	35,808	(23,354)	(10,011)	22,280	0
折旧及摊销	8,421	0	0	0	0
EBITDA	47,744	(22,951)	(8,461)	25,955	44,676
增长					
总收入 (%)	22.0%	8.4%	9.6%	12.2%	11.1%
EBITDA (%)	103.7%	-148.1%	-63.1%	-406.8%	72.1%

资产负债表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	70,834	106,771	90,216	107,390	142,525
应收账款	2,653	0	0	0	0
存货	1,734	0	0	0	0
其他流动资产	134,514	118,286	118,286	118,286	118,286
总流动资产	209,735	225,057	208,502	225,676	260,811
有形资产	30,239	38,705	42,576	46,834	51,517
无形资产	30,230	30,221	33,243	36,567	40,224
权益法计投资	19,800	18,306	18,306	18,306	18,306
其他	34,351	34,620	34,620	34,620	34,620
总资产	324,355	346,910	337,248	362,003	405,479
应付帐款	25,132	34,572	34,572	34,572	34,572
短期银行贷款	25,193	3,468	3,468	3,468	3,468
其他流动负债	57,610	85,502	85,502	85,502	85,502
总流动负债	107,935	123,542	123,542	123,542	123,542
非流动负债	43,815	72,381	72,381	72,381	72,381
总负债	151,750	195,922	195,922	195,922	195,922
少数股东权益	(59)	(58)	(58)	(58)	(58)
股东权益	172,605	150,988	141,325	166,081	209,556

资料来源：公司资料、第一上海预测

财务分析

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	38.4%	30.6%	29.7%	34.0%	36.0%
EBITDA 利率 (%)	14.1%	-6.3%	-2.1%	5.8%	8.9%
净利率 (%)	10.6%	-6.4%	-2.5%	5.0%	7.0%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	19.0%	28.4%	24.1%	19.0%	18.0%
实际税率 (%)	-5.7%	-6.0%	-3.6%	10.0%	20.0%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款天数	24.6	24.5	24.5	24.5	24.5
应收账款天数	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
财务状况					
总负债/总资产	0.47	0.56	0.58	0.54	0.48
收入/净资产	1.96	2.42	2.84	2.71	2.38
经营性现金流/收入	0.17	(0.06)	(0.02)	0.06	0.09
税前盈利对利息倍数	NA	NA	NA	NA	NA

现金流量表

<百万人民币>，财务年度截至<12月31日>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
EBITDA	47,744	(22,951)	(8,461)	25,955	44,676
净融资成本	(1,337)	(1,887)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
营运资金变化	6,465	4,387	0	0	0
已交所得税	(790)	0	0	0	0
其他	5,854	(0)	0	0	0
营运现金流	57,936	(20,450)	(9,661)	24,755	43,476
资本开支	(10,999)	(8,467)	(3,871)	(4,258)	(4,683)
其他投资活动	21,205	10	(3,022)	(3,324)	(3,657)
投资活动现金流	10,205	(8,457)	(6,893)	(7,582)	(8,340)
负债变化	(1,230)	64,844	0	0	0
股息	0	0	0	0	0
其他融资活动	(29,185)	0	0	0	0
融资活动现金流	(30,415)	64,844	0	0	0
现金变化	37,726	35,937	(16,554)	17,173	35,136
期初持有现金	33,340	70,833	106,770	90,216	107,390
期末持有现金	70,833	106,770	90,216	107,390	142,525

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给或被带往美国、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。