

**买入**

2026 年 4 月 15 日

**业务转型已经完成，增长故事改变**

- **25 全年及 Q4 财务表现：**全年总收入同比增长 52%至\$45 亿，调整后 EBITDA 同比增长 76%至\$25 亿，调整后 EBITDA 利润率达到 56%。摊薄后每股收益达到\$2.06。第四季度收入同比增长 27%至\$13 亿，调整后 EBITDA 同比增长 24%至\$7.61 亿。
- **预测市场与新增长曲线：**预测市场作为 2025 年上线的全新业务，全年交易超 120 亿份合约，年化营收运行率超\$3 亿。进入 2026 年以来已交易超 40 亿份合约，势头强劲。同时，Robinhood Banking 已启动，初期资金账户超 25,000 个，存款超\$4 亿，50%+ 的新银行客户开通了工资直入。
- **Gold 生态系统是被低估的强大飞轮：**渗透率从 10.5%升至 15.5% 且仍有巨大提升空间。每个 Gold 用户意味着更高的 ARPU、更低的流失率和更多的交叉销售机会（信用卡、银行、资管）。
- **国际化与 Trump Accounts：**CEO Vlad Tenev 在财报会上强调国际业务潜力巨大，公司已通过 Bitstamp 收购强化加密国际布局。此外，近期 Robinhood 被选为 Trump Accounts 的两家合作平台之一，该项目旨在为美国儿童提供投资账户，可能带来大量新用户和品牌曝光。
- **AI 驱动的效率：**超过 75%客服案件由 AI 解决，内部工程自动化在 FY2025 估计节省数亿美元级成本。连续三年增量调整 EBITDA 利润率 70%+，充分体现平台型业务的规模效应。员工约 2900 人，人均营收超\$155 万，在 Fintech 行业中处于顶尖水平。
- **股价已充分反映短期风险：**从 52 周高点\$153.86 回调超 49%，市场对加密货币周期下行、MAU 下滑、监管不确定性的担忧已大部分 price in。当前估值并未给予新业务线任何期权价值。
- **催化剂即将到来，目标价 100 美元，买入评级：**Q1 FY2026 财报将于 4 月 28 日发布，2026 年 1 月交易量同比+50%、期权交易+20%、保证金和事件合约创新高的早期数据极为积极。若 Q1 财报验证强劲势头，股价有望向\$100 目标快速收敛。
- **风险因素：**加密货币收入波动性、MAU 下滑、监管与法律风险、新业务执行风险。

**金焯**

**852-25321960**

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

**主要资料**

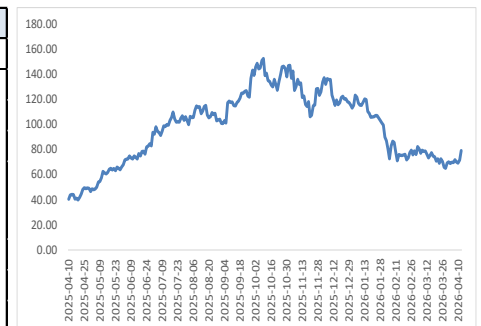
行业 金融服务  
 股价 79.09 美元  
 目标价 100.00 美元 (+26%)  
 股票代码 HOOD  
 已发行股本9.00 亿股  
 总市值 712.06 亿美元  
 52 周高/低 153.86 美元/39.21 美元  
 每股账面价10.14 美元  
 主要股东 THE VANGUARD GROUP Inc. (10.64%)  
 Blackrock, Inc. (7.11%)  
 Vladimir Tenev (6.16%)  
 Baiju Bhat (6.14%)  
 State Street (3.68%)

**表：盈利摘要**

盈利摘要		24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
截至12月31日止财政年度						
总收入 (百万美元)		2951	4473	5278	6228	7038
	变动	58.23%	51.58%	18.00%	18.00%	13.00%
净利润		1465	2319	2014	2411	2781
	变动	6876.19%	58.29%	-13.13%	19.67%	15.38%
每股盈利 (美元)		\$1.57	\$2.06	\$2.24	\$2.68	\$3.09
	变动		31.21%	8.61%	19.67%	15.38%
市盈率79.09美元 (估)		20.16	45.28	35.35	29.54	25.60

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 年全年及第四季度财务数据

### 盈利性增长飞轮持续验证

全年总收入同比增长 52%至\$45 亿，调整后 EBITDA 同比增长 76%至\$25 亿，调整后 EBITDA 利润率达到 56%。摊薄后每股收益 (EPS) 达到\$2.06。第四季度延续了这一势头，收入同比增长 27%至\$13 亿，调整后 EBITDA 同比增长 24%至\$7.61 亿。

### 用户和资产

平台总资产同比增长 68%，达到\$3,240 亿美元，得益于持续的净存款、收购的资产和更高的股票估值。全年净存款达\$680 亿，同比增长 35%。第四季度净存款为\$159 亿，连续第八个季度超过\$100 亿。Gold 订阅用户数为 420 万，同比增长 58%，渗透率超过 15%。

### 关键业务进展与战略重点

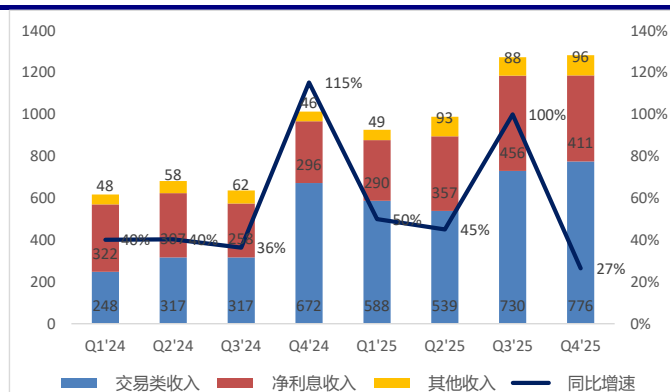
公司已拥有 11 个年收入超过\$1 亿的业务线。交易业务（股票、期权、加密货币）持续增长并获取市场份额，而新业务如预测市场、退休业务、信用卡和银行服务正在快速扩张。第四季度，指数期权、期货和事件合约交易量均创下季度新高。

**活跃交易者 (Arc1)：**推出了做空功能，上线几个月内就带来了超过\$110 亿的股票名义交易量。预测市场成为公司历史上增长最快的业务，2025 年全年交易量超过 120 亿份合约，2026 年至今已超过 40 亿份。推出了专为活跃交易者设计的桌面端平台 Robinhood Legend。

### 2026 全年展望

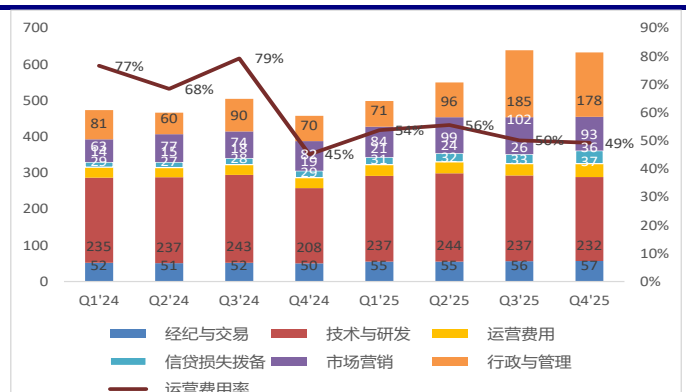
- 1) 费用指引：FY2026 调整后运营费用+SBC 预计\$26-27.25 亿，同比+18%，主要用于新业务扩张、收购整合和国际化。
- 2) 产品路线图：Gold Card 用户目标 100 万+；持续拓展预测市场、期货、做空功能；加强国际市场布局；净存款增长目标 20%+。
- 3) 早期信号：2026 年 1 月交易量同比+50%，期权交易+20%，保证金和事件合约创新高；Trump Accounts 合作可能带来大量新用户增长。

图表 1: 收入 (\$M) 及增速 (%)



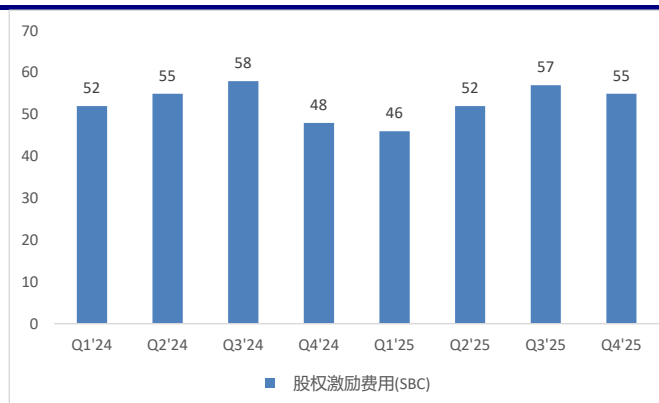
资料来源：公司资料，第一上海

图表 2: 营运费用 (\$M) 及费用率 (%)



资料来源：公司资料，第一上海

图表 3: 股票激励费用 (\$M)



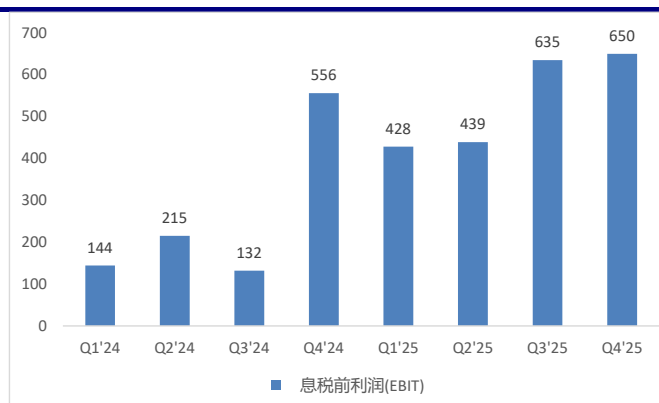
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 4: 折旧与摊销 (\$M)



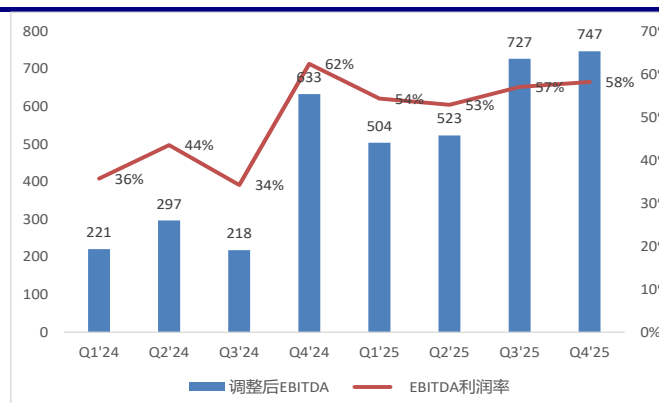
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 5: 息税前利润 (\$M)



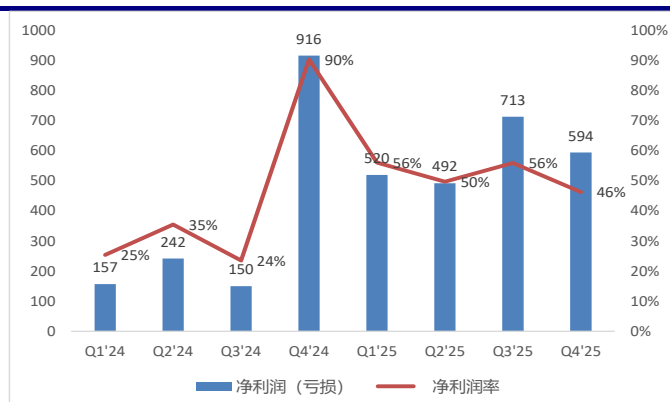
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 6: 调整后 EBITDA (\$M) 及利润率 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 7: 净利润 (\$M) 及净利润率 (%)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 8: 摊薄每股收益 (\$)



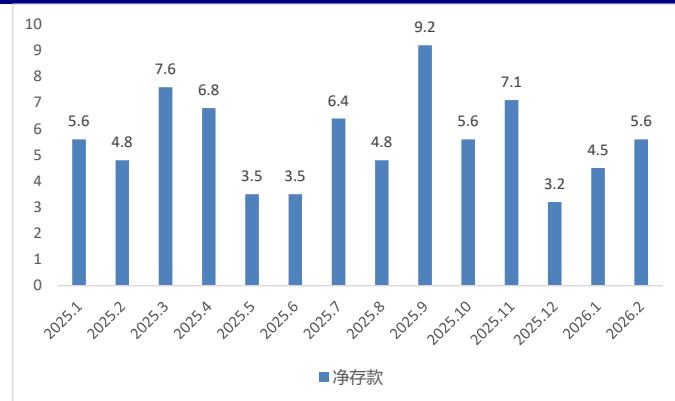
资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 9: 平台总资产 (\$B)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 10: 净存款 (\$B)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 11: 客均资产 (\$)



资料来源: 公司资料, 第一上海

图表 12: 月度指标

	2025												2026		Change	
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	M/M	Y/Y
<i>M - in millions; B - in billions</i>																
Funded Customer Growth (M)	25.5	25.6	25.8	25.9	25.9	26.5	26.7	26.7	26.8	27.1	26.9	27.0	27.2	27.4	1%	7%
<b>Asset Growth (\$B)</b>																
Total Platform Assets	\$203.7	\$187.4	\$220.6	\$232.3	\$255.3	\$278.6	\$298.0	\$303.9	\$332.7	\$342.6	\$324.5	\$322.1	\$324.4	\$314.2	(3%)	68%
Net Deposits*	\$5.6	\$4.8	\$7.6	\$6.8	\$3.5	\$3.5	\$6.4	\$4.8	\$9.2	\$5.6	\$7.1	\$3.2	\$4.5	\$5.6	NM	NM
<b>Trading</b>																
Equities and Options Trading Days	20.0	19.0	21.0	21.0	21.0	20.0	21.5	21.0	21.0	23.0	18.5	21.5	20.0	19.0	(5%)	-
Crypto and Prediction Markets Trading Days	31	28	31	30	31	30	31	31	30	31	30	31	31	28	(10%)	-
<b>Total Trading Volumes</b>																
Equity (\$B)	\$144.7	\$142.9	\$125.6	\$157.8	\$180.5	\$179.1	\$209.1	\$199.2	\$238.8	\$320.1	\$201.5	\$188.6	\$227.3	\$194.4	(14%)	36%
Options Contracts (M)	166.6	165.6	167.9	167.5	179.8	168.1	195.8	195.5	218.8	266.7	193.2	199.4	200.0	180.3	(10%)	9%
Crypto (\$B)	\$20.4	\$14.4	\$11.3	\$8.6	\$11.7	\$14.7	\$28.7	\$28.1	\$23.5	\$32.5	\$28.6	\$21.2	\$22.9	\$25.0	9%	74%
Robinhood App	\$20.4	\$14.4	\$11.3	\$8.6	\$11.7	\$8.0	\$16.8	\$13.7	\$9.3	\$13.9	\$12.0	\$8.1	\$8.7	\$9.4	8%	(35%)
Bitstamp	-	-	-	-	-	\$6.7	\$11.9	\$14.4	\$14.2	\$18.6	\$16.6	\$13.1	\$14.2	\$15.6	10%	NA
Event Contracts (B)	-	-	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	1.7	2.5	3.0	2.9	3.4	2.4	(29%)	NA
<b>Average Daily Trading Volumes*</b>																
Equity (\$B)	\$7.2	\$7.5	\$6.0	\$7.5	\$8.6	\$9.0	\$9.7	\$9.5	\$11.4	\$13.9	\$10.9	\$8.8	\$11.4	\$10.2	(11%)	36%
Options Contracts (M)	8.3	8.7	8.0	8.0	8.6	8.4	9.1	9.3	10.4	11.6	10.4	9.3	10.0	9.5	(5%)	9%
Crypto (\$M)	\$658	\$514	\$365	\$287	\$377	\$490	\$926	\$906	\$783	\$1,048	\$953	\$684	\$739	\$893	21%	74%
Robinhood App	\$658	\$514	\$365	\$287	\$377	\$267	\$542	\$442	\$310	\$448	\$400	\$261	\$281	\$336	20%	(35%)
Bitstamp	-	-	-	-	-	\$223	\$384	\$465	\$473	\$600	\$553	\$423	\$458	\$557	22%	NA
Event Contracts (M)	-	-	10	7	10	13	10	10	57	81	100	94	110	86	(22%)	NA
<b>Daily Average Revenue Trades (DARTs) (M)</b>																
Equity	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	3.0	3.1	2.7	2.7	2.8	2.6	(7%)	8%
Options	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.3	1.1	1.3	1.3	-	8%
Crypto*	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	-	(29%)
<b>Interest Earning Assets (\$B)</b>																
Margin Book	\$8.3	\$8.7	\$8.8	\$8.4	\$9.0	\$9.5	\$11.4	\$12.5	\$13.9	\$16.5	\$16.8	\$16.8	\$18.4	\$17.2	(7%)	98%
Cash and Deposits**	\$10.7	\$9.9	\$9.8	\$11.4	\$12.1	\$14.0	\$14.6	\$14.3	\$14.4	\$14.7	\$12.1	\$11.0	\$11.7	\$16.5	41%	67%
Cash Sweep*	\$26.3	\$26.2	\$28.2	\$28.9	\$30.8	\$32.7	\$33.6	\$34.1	\$35.4	\$34.2	\$32.5	\$32.8	\$31.5	\$25.8	(18%)	(2%)
<b>Securities Lending (\$M)</b>																
Total Securities Lending Revenue	\$25	\$22	\$24	\$25	\$33	\$54	\$61	\$53	\$59	\$60	\$34	\$38	\$34	\$25	(26%)	14%
Securities Lending, Net**	\$10	\$6	\$7	\$9	\$13	\$32	\$37	\$24	\$26	\$24	-	\$2	\$4	(\$1)	NM	NM

资料来源: 公司资料, 第一上海

## 投资建议与估值

### 目标价 100.00 美元，维持“买入”评级

我们给予 FY2026E 52.7x 市盈率，高于当前市场消化的 33.8x，但我们认为这个溢价是合理的。核心原因：①Robinhood 已经完成从 meme 股时代到“金融超级 App”的全面转型，连续两年 50%+的营收增长在 Fintech 行业中极为罕见；②EPS 从 2022 年亏损到 FY2025 的\$2.06 展现了强大的盈利能力转变；③多元化业务结构（11 条超亿美元业务线）赋予 EPS 更高的确定性和可持续性；④预测市场、银行、国际化、Trump Accounts 等新业务提供了显著的期权价值，当前估值尚未充分反映。

调整后 EBITDA 利润率 56%且连续三年增量利润率 70%+，体现了极强的经营杠杆。给予 30x 的 EBITDA 倍数反映了以下因素：①平台型业务的规模效应——AI 驱动的 75%+ 客服自动化和工程效率提升，让每新增一美元营收中超 70 美分转化为 EBITDA；②与传统券商相比，Robinhood 的轻资产模式和技术驱动特征赋予其较高的估值溢价。

作为对照估值法，8x 营收倍数反映了公司在高增长 Fintech 中的合理定位。此方法给予 15%的较低权重，主要作为下限保护和交叉验证。

综合考量基本面、估值和市场位置，我们将维持 Robinhood “买入”评级，目标价调整至\$100，对应当前股价有约 26%的上行空间。

图表 13：估值模型

市场数据与关键假设			
参数	数值		
当前股价 (美元)	79.09		
摊薄股数 (百万股)	900		
现金 (百万美元)	4,261		
有息债务 (百万美元)	-		
市值 (百万美元)	71,206		
企业价值EV (百万美元)	66,945		
估值乘数			
估值方法	乘数	权重	
市盈率 P/E (× FY2026E EPS)	52.7x	45.0%	
EV/EBITDA (× FY2026E Adj.EBITDA)	30.0x	40.0%	
EV/Revenue (× FY2026E 营收)	8.0x	15.0%	
P/FCF (× FY2026E 自由现金流)	30.0x	15.0%	
各方法隐含目标价 (美元/股)			
估值方法	隐含目标价 (\$)	占比	
P/E 法	117.80	45.0%	
EV/EBITDA法	98.10	35.0%	
EV/Revenue法	51.63	20.0%	
综合目标价			
	加权目标价 (\$)	当前股价 (\$)	隐含上行空间
加权均值	100.00	79.09	26%

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 风险因素

**加密货币收入波动性：**Q4 加密交易收入同比-38%至\$2.21 亿，是本季营收 miss 的主因。2026 年 1 月加密交易量同比-57%，反映该业务线的强周期性。但随着营收结构多元化，加密占比已从高峰期大幅下降，冲击可控。

**MAU 下滑：**月活同比-13%至 1300 万，尽管注资用户和 ARPU 仍在增长，但 MAU 下降需持续观察。管理层认为这主要反映了加密市场冷却导致的休闲用户流失，而核心活跃交易者仍在增长。

**监管与法律风险：**PFOF 模式仍面临监管不确定性；预测市场合作方 Kalshi 面临刑事指控和监管禁令，可能波及该业务线的发展。

**新业务执行风险：**银行、信用卡、国际化等新业务尚处早期，需要持续投入。FY2026 费用指引\$26-27.25 亿，同比+18%，将挤压短期利润率。

# 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>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
<b>收入</b>					
交易类收入	1,554	2,633	2,850	3,363	3,730
净利息收入	1,183	1,514	1,742	1,993	2,182
其他收入	214	326	686	872	1,126
<b>总净收入</b>	<b>2,951</b>	<b>4,473</b>	<b>5,278</b>	<b>6,228</b>	<b>7,038</b>
同比增速	58%	52%	18%	18%	13%
<b>运营支出</b>					
经纪与交易	205	223	290	324	352
技术与研发	923	950	1,240	1,401	1,513
运营费用	113	133	201	224	239
信贷损失拨备	66	107	201	249	296
市场营销	296	378	475	529	563
行政与管理	301	530	501	561	598
<b>总运营支出</b>	<b>1,904</b>	<b>2,321</b>	<b>2,908</b>	<b>3,288</b>	<b>3,561</b>
运营费用率	65%	52%	55%	53%	51%
<b>利润指标</b>					
股权激励费用(SBC)	213	210	232	240	248
折旧与摊销(D&A)	109	139	200	220	246
息税前利润(EBIT)	1,047	2,152	2,370	2,940	3,477
<b>调整后EBITDA</b>	<b>1,369</b>	<b>2,501</b>	<b>2,802</b>	<b>3,400</b>	<b>3,971</b>
EBITDA利润率	46%	56%	53%	55%	56%
所得税(费用)/收益	-418	-167	355	529	695
<b>净利润(亏损)</b>	<b>1,465</b>	<b>2,319</b>	<b>2,014</b>	<b>2,411</b>	<b>2,781</b>
净利润率	50%	52%	38%	39%	40%
<b>摊薄每股收益(EPS)(\$)</b>	<b>1.57</b>	<b>2.06</b>	<b>2.24</b>	<b>2.68</b>	<b>3.09</b>

资产负债表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
<b>资产</b>					
<b>流动资产</b>					
现金及等价物	4,332	4,261	11,845	14,120	16,750
受监管隔离现金/证券	4,724	5,749	6,988	8,494	10,324
用户应收款(保证金贷款)	8,239	17,994	22,717	26,576	27,655
借入证券	3,236	2,408	3,276	4,136	5,027
交易所保证金存款	489	702	775	855	944
用户持有碎股	2,530	3,782	5,145	6,496	7,896
持有至到期投资	398	0	0	0	0
其他流动资产	1,155	1,409	2,732	5,296	8,635
<b>流动资产合计</b>	<b>25,103</b>	<b>36,305</b>	<b>53,478</b>	<b>65,973</b>	<b>77,232</b>
<b>非流动资产</b>					
固定资产及软件(净)	139	154	112	79	30
商誉	179	385	385	385	385
无形资产(净)	38	168	48	0	0
其他非流动资产	728	1,125	1,588	2,242	2,884
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,084</b>	<b>1,832</b>	<b>2,133</b>	<b>2,706</b>	<b>3,299</b>
<b>资产总计</b>	<b>26,187</b>	<b>38,137</b>	<b>55,611</b>	<b>68,679</b>	<b>80,531</b>
<b>负债</b>					
<b>流动负债</b>					
应付账款及应计费用	397	463	654	923	1,187
用户应付款	7,448	11,986	14,130	15,780	16,227
借出证券	7,463	11,626	15,817	19,969	24,272
碎股回购义务	2,530	3,782	5,145	6,496	7,896
其他流动负债	266	914	1,772	3,436	5,602
<b>流动负债合计</b>	<b>18,104</b>	<b>28,771</b>	<b>37,518</b>	<b>46,603</b>	<b>55,183</b>
<b>非流动负债</b>					
其他非流动负债	111	215	265	327	382
<b>负债总计</b>	<b>18,215</b>	<b>28,986</b>	<b>37,783</b>	<b>46,931</b>	<b>55,565</b>
<b>股东权益</b>					
额外实收资本(APIC)	12,008	11,284	11,416	11,556	11,704
其他综合收益(损失)	-1	8	8	8	8
留存收益(累计亏损)	-4,035	-2,152	-138	2,273	5,054
非控制性权益	0	11	15	19	23
<b>股东权益合计</b>	<b>7,972</b>	<b>9,151</b>	<b>17,828</b>	<b>21,748</b>	<b>24,966</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>26,187</b>	<b>38,137</b>	<b>55,611</b>	<b>68,679</b>	<b>80,531</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
<b>盈利能力</b>					
经营利润率(%)	35%	48%	45%	47%	49%
EBITDA利润率(%)	46%	56%	53%	55%	56%
净利率(%)	50%	52%	38%	39%	40%
<b>收入占比</b>					
交易/收入(%)	53%	59%	54%	54%	53%
净利息/收入(%)	40%	34%	33%	32%	31%
其他/收入(%)	7%	7%	13%	14%	16%
<b>营运表现</b>					
交易/收入(%)	20%	10%	12%	11%	10%
研发/收入(%)	88%	44%	52%	48%	44%
运营/收入(%)	11%	6%	8%	8%	7%
销售/收入(%)	28%	18%	20%	18%	16%
<b>财务状况</b>					
总负债/总资产	70%	76%	68%	68%	69%
收入/净资产	37%	49%	30%	29%	28%
经营性现金流/收入	-5%	37%	51%	51%	52%

现金流量表					
<百万美元>, 财务年度截至<十二月三十一日>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
<b>经营活动现金流</b>					
净利润(亏损)	1,411	1,883	2,014	2,411	2,781
股权激励费用(SBC)	213	210	232	240	248
折旧与摊销(D&A)	109	139	200	220	246
营运资本及其他变化	-1,890	-594	264	311	352
<b>经营活动现金流合计</b>	<b>-157</b>	<b>1,638</b>	<b>2,710</b>	<b>3,182</b>	<b>3,627</b>
<b>投资活动现金流</b>					
资本支出(Capex)	-74	-93	-158	-187	-197
并购及投资支出	-74	234	0	0	0
<b>投资活动现金流合计</b>	<b>-148</b>	<b>141</b>	<b>-158</b>	<b>-187</b>	<b>-197</b>
<b>自由现金流(FCF)</b>	<b>-231</b>	<b>1,545</b>	<b>2,552</b>	<b>2,995</b>	<b>3,430</b>
FCF转化率(FCF/净利润)	-16%	82%	127%	124%	123%
<b>融资活动现金流</b>					
股票回购	-223	-615	-600	-720	-800
其他融资活动	-122	25	0	0	0
<b>融资活动现金流合计</b>	<b>-345</b>	<b>-590</b>	<b>-600</b>	<b>-720</b>	<b>-800</b>
<b>现金变动汇总</b>					
净现金变动	-651	1,198	1,952	2,275	2,630
期初现金余额	9,346	8,695	9,893	11,845	14,120
期末现金余额	8,695	9,893	11,845	14,120	16,750

**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。