

买入

2026年4月24日

Cybercab 进入试产阶段, Robotaxi 加速异地扩张

- **Cybercab 开启试产:** Cybercab 与 Semi 目前已在德州及内华达工厂进入试产阶段。管理层预计两款车型均将于 2026 年开启量产。受制于全新供应链的建立, 预计产量爬坡较慢, 至年底或 2027 年有望实现指数级增长。
- **Robotaxi 里程翻倍, 无安全员运营区持续扩大:** Robotaxi 付费行驶里程环比约翻倍, 累计接近 170 万英里。公司扩大了奥斯汀无安全员运营区, 并于 4 月在达拉斯和休斯顿启动无监管载客测试, 计划在 2026 年底前将部署范围扩大至美国九个地区。目前业务扩张的主要约束在于严格的安全验证及长尾场景下的便利性问题。
- **FSD 用户数 128 万, 将为 HW3 提供升级置换:** FSD 全球付费用户达 128 万, 同比增长 51%, 增量几乎全部来自订阅。V15 版本将在 AI5 硬件上运行, 预计年底或 2027 年初发布。HW3 因内存带宽限制无法支持无监管 FSD, 将为车主提供 HW4 折价置换及硬件升级方案。监管端, 公司计划在二季度赴布鲁塞尔争取欧盟范围放行, 中国市场的准入目标定于三季度落地。
- **AI5 将部署于 Optimus 和数据中心, 自建晶圆厂与英特尔、SpaceX 合作:** AI5 推理芯片已于 4 月完成最终流片。由于 AI4 性能已足以支持远超人类安全水平的自动驾驶, AI5 初期将优先部署于 Optimus 及数据中心。此外, 特斯拉计划投资约 30 亿美元在德州园区自建研究型晶圆厂, 并与英特尔合作锁定 14A 先进制程。公司与 SpaceX 合作, 由 SpaceX 负责大规模量产型 Terafab 的初始阶段建设。
- **Optimus 初期爬坡节奏缓慢:** Optimus V3 设计已接近完成, 预计将于 2026 年中期对外展示。由于零部件数量超过 1 万个且多为全新设计, 初期量产爬坡节奏仍具不确定性。
- **目标价 520.00 美元, 维持买入评级:** 预计 2026 至 2028 年收入为 1090 亿/1446 亿/1810 亿美元, 未来三年均维持盈利水平。采用 2027 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 137 倍, 比当前股价高 39%, 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。

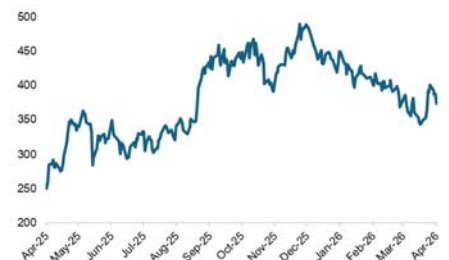
李京霖
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
唐伊莲
852-25321539
Alice.tang@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	制造、人工智能	
股价	373.72 美元	
目标价	520.00 美元 (39%)	
股票代码	TSLA	
总股本	37.52 亿股	
市值	1.25 万亿美元	
52 周高/低	499/249 美元	
每股账面值	21.90 美元	
主要股东	Elon Musk	25%
	先锋领航	7%
	贝莱德	6%
	道富	3%
	Geode Capital	2%

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	108,963	144,648	180,979	
	变动	0.95%	-2.93%	14.91%	32.75%	25.12%
Non-GAAP 净利润	7,960	5,858	9,721	12,233	14,005	
Non-GAAP 每股盈利	2.29	1.66	2.74	3.40	3.85	
	变动	-26.78%	-27.39%	64.78%	24.44%	13.23%
基于373.72美元的市盈率 (估)	163	225	137	110	97	
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0	
股息现价比	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

财务摘要

2026 年第一季度业绩情况

Q1 收入超出市场预期

第一季度，公司实现营收 223.87 亿美元，同比增长 16%，超出市场预期。总毛利率为 21.1%，环比上升 1.0 个百分点，同比上升 4.8 个百分点，为过去两年新高。运营费用为 37.78 亿美元，同比增长 28%；运营利润率为 4.2%，同比上升 3.2 个百分点。净利润为 4.77 亿美元，同比减少 59%。季度末现金及现金等价物为 447.43 亿美元，同比增长 21%；自由现金流为 14.44 亿美元，同比增长 117%。

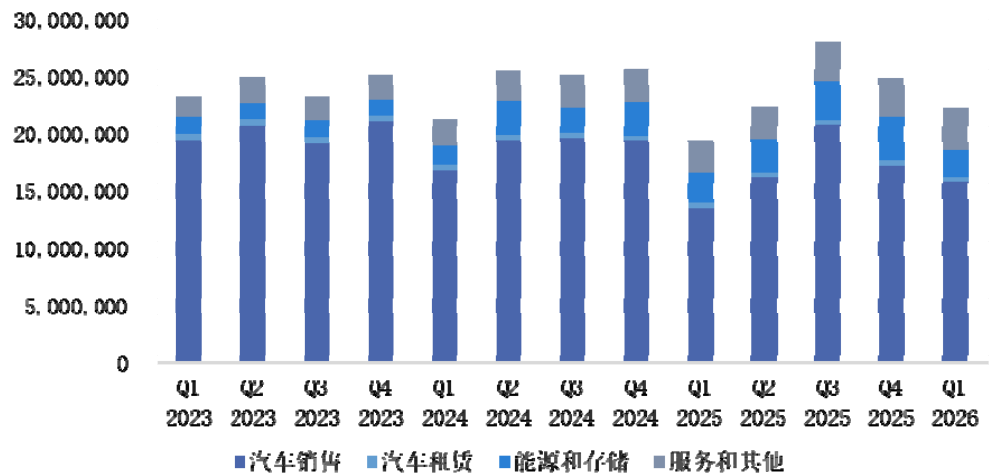
Non-GAAP 汽车毛利率为 19.2%，环比提升 1.2pp

汽车业务收入为 162.34 亿美元，同比增长 16%。其中，剔除碳排放积分汽车销售收入同比增长 19%至 158.54 亿美元，汽车租赁收入同比下降 15%至 3.81 亿美元。汽车业务毛利率为 21.08%；ZEV Credit 贡献 3.80 亿美元收入，剔除该项收入后，汽车业务毛利率为 19.2%。

Q1 交付 35.8 万台电动车，同比增长 6%

本季度公司共交付 358,023 台电动车，环比下降 14%，同比增长 6%。其中，Model 3/Y 341,893 台，其他车型 16,130 台。本季度公司共生产 408,386 台电动车，环比下降 6%，同比增长 13%。其中，Model 3/Y 394,611 台，其他车型 13,775 台。季度产销比为 88%，全球库存天数环比增长 23%至 27 天。

图表 1：2023Q1 - 2026 Q1 主营业务收入（千美元）



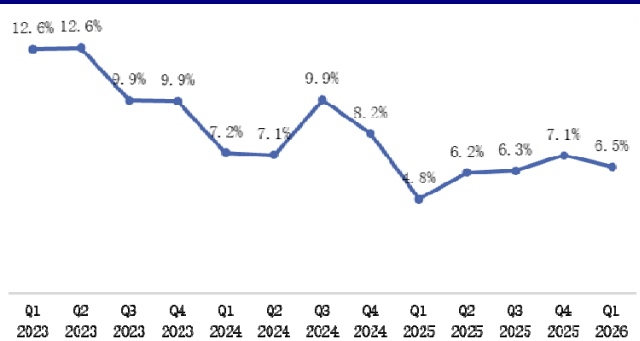
资料来源：公司披露

图表 2：2023 Q1 - 2026 Q1 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 3：2023Q1 - 2026 Q1 Non-GAAP 净利润率

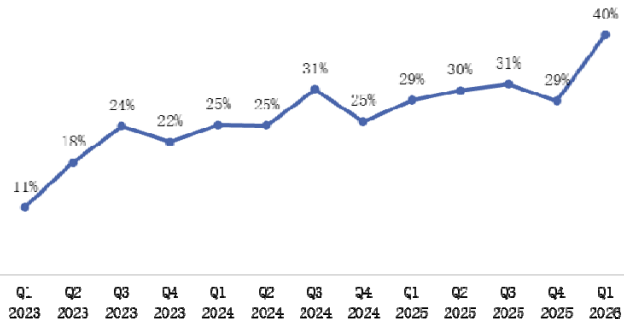


资料来源：公司披露

储能部署量 8.8 GWh，毛发电与储能业务收入为 24.08 亿美元，同比减少 12%。储能系统部署为 8.8 GWh，利率 39.5% 同比减少 15%。能源业务毛利率为 39.5%，包含约 2.5 亿美元历史关税退回的一次性收益。由于大部分电池单元都采购自中国，关税影响较为显著，但订单储备充足，因此公司将尽全力扩建产能，预计 2026 年部署量仍将维持增长。

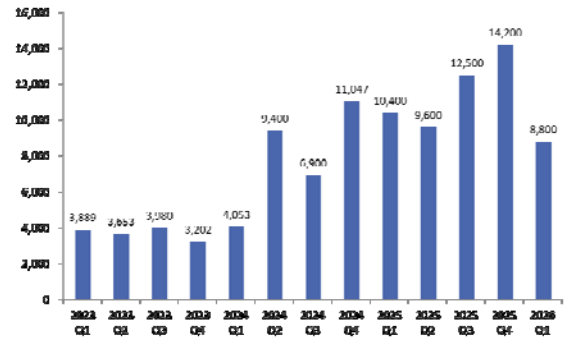
服务业务表现良好，业务和其他业务收入为 37.45 亿美元，同比增长 42%。毛利率为 9.24%，同比增长 5.4 个百分点，环比增长 0.4 个百分点，公司正在有意识地投资基础设施，以支持自动驾驶出租车业务的未来发展。

图表 4: 2023 Q1 - 2026 Q1 储能毛利率 (%)



资料来源: 公司披露

图表 5: 2023 Q1 - 2026 Q1 储能部署 (MWh)



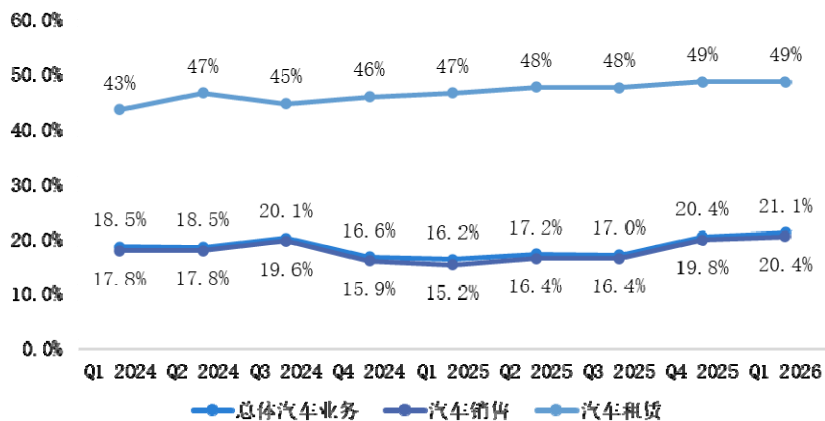
资料来源: 公司披露

Non-GAAP 汽车毛利率环比恢复至 19.2%

剔除碳积分后汽车毛利率 19.2%

第一季度，剔除 ZEV Credit 贡献的 3.80 亿美元后，汽车业务毛利率为 19.2%，环比上升 1.3 个百分点，同比上升 6.7 个百分点。油价上升对特斯拉订单产生了积极影响，但仍受电池产量制约。特斯拉本季度获得了约 2.3 亿美元的保修调整一次性收益以及部分关税减免。同时关税和持续高利率均推高了汽车业务成本。如果利率继续上升，未来将继续影响汽车业务利润率。

图表 6: 2024 Q1 - 2026 Q1 汽车业务毛利率



资料来源: 公司披露

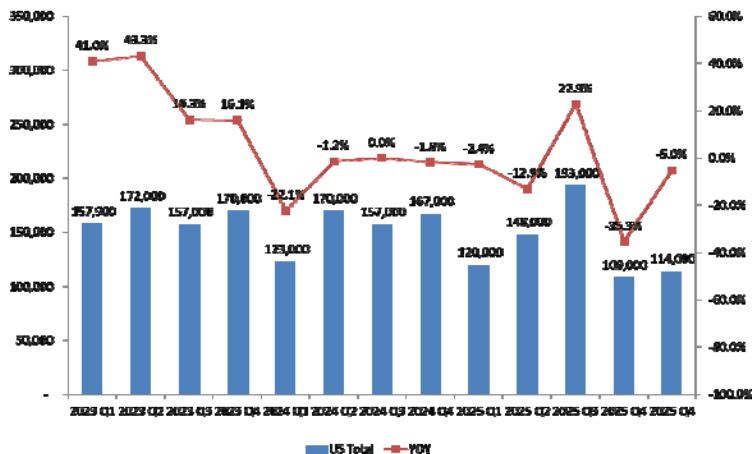
未来影响毛利率的因素

未来几个季度，汽车毛利率可能会由以下因素影响：1) 利率变化；2) 电池产能变化。此外，公司尚未将最高法院针对 IEEPA 关税裁决所衍生的潜在退税收益计入当期利润，管理层强调该事项的最终落地仍具高度不确定性。另一方面，由于购车贴息成本需在当期一次性全额确认，若宏观利率中枢持续上移，将对汽车业务毛利率形成持续性压制。

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 5% 第一季度，特斯拉在美国市场共交付 114,000 台电动车，同比下降 5%。

图表 7：2023 Q1 - 2026 Q1 特斯拉美国交付量

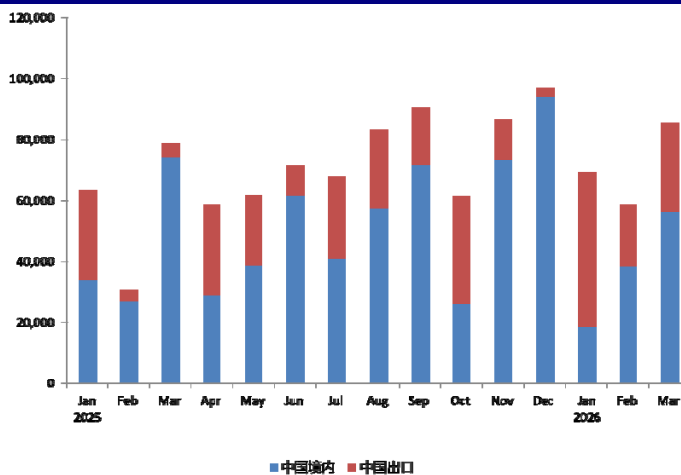


资料来源：第一上海整理，Troy Teslike

欧洲交付量同比增长 51% 第一季度，特斯拉在欧洲市场共交付 79,001 台电动车，同比增长 51%。欧洲全车型交付总占比前三的国家依次为法国（18%）/德国（16%）/英国（15%）。

特斯拉中国同比减少 7% 第一季度，特斯拉中国共交付 213,398 台电动车，环比减少 13%，同比增加 24%。其中，本土交付 112,798 台电动车，出口 100,600 台电动车。上海工厂第一季度占全球交付量的 60%。上海工厂 1 月共生产 69,129 台，2 月共生产 58,599 台，3 月共生产 85,670 台。

图表 8：2025 年至今特斯拉中国交付量



资料来源：第一上海整理、乘联会

全力投入 AI、机器人相关基础设施建设；电池供应链本地化

全力投入 AI、机器人相关基础设施建设，上调全年资本开支至 250 亿 第一季度，特斯拉共生产 408,386 台电动车，环比减少 6%，同比增长 13%。公司继续在全球范围推进 Model 3 与 Model Y 的产品组合优化，其中 Model YL 已开始向中国以外市场交付。Cybertruck 在阿联酋开启了首批海外交付。为配合生产线切换，Fremont 工厂的 Model S/X 产线计划于 5 月初停产拆除。目前生产重心已转向

现有厂房产能利用率的最大化，柏林工厂单季产出创下 6.1 万辆的新高。公司将 2026 年全年资本开支指引上调至 250 亿美元以上，用以支持六个新工厂的投产运营及 AI、机器人相关基础设施建设。管理层表示，将在供应链成熟后再考虑新建超级工厂的计划。

电池原材料计划推进，
以保证供应链本地化

电池包产能目前仍是限制产量的核心瓶颈。公司持续推进电池供应链本地化，位于德州的锂精炼厂（年产能 30 GWh）、阴极材料（年产能 10 GWh）以及内华达工厂的 LFP 电芯产线（年产能 7 GWh）均已进入早期爬坡阶段。此外，柏林工厂已开始量产搭载自产 4680 电芯的电池包，德州 4680 产线目前保持 40 GWh 的年化产能。

图表 9：2026 年 Q1 特斯拉产能汇总

Region	Product	Capacity	Status
Automotive			
California	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	-	Pilot Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot Production
TBD	Roadster	-	Design development
Energy Generation and Storage			
California	Megapack	40 GWh	Production
Nevada	Powerwall	>6 GWh	Production
Shanghai	Megapack	20 GWh	Production
Texas	Megapack	-	Construction
Robotics			
California	Optimus	-	Construction
Texas	Optimus	-	Construction

资料来源：公司资料

估值

资本开支迈入高强度扩张期，2026 年指引超 250 亿美元

Cybercab 进入试产阶段

Cybercab 与 Tesla Semi 目前已在德州及内华达工厂进入试产阶段。管理层预计两款车型均将于 2026 年开启量产。受制于全新供应链的建立，预计产量爬坡初期将遵循“S 曲线”特征，即初期进度较慢，至年底或 2027 年有望实现指数级增长。

Robotaxi 里程翻倍，无安全员运营区持续扩大

Robotaxi 付费行驶里程环比约翻倍，累计接近 170 万英里。公司在一季度扩大了奥斯汀无安全员运营区，并于 4 月在达拉斯和休斯顿启动无监管载客测试，计划在 2026 年底前将部署范围扩大至美国九个地区。目前业务扩张的主要约束在于严格的安全验证及长尾场景下的便利性问题（如复杂路口决策保守等）。

FSD 用户数 YoY+51%；
海外落地持续推进；
将为 HW3 提供升级置换

FSD 全球付费用户达 128 万，同比增长 51%，单季净增约 18 万，全球累计行驶里程已接近 100 亿英里。买断渠道已在部分市场取消，因此增量几乎全部来自订阅。4 月推送的 V14.3 版本通过升级视觉编码器及重写 AI 编译器，将推理延迟降低至多 20%。V15 版本将在 AI5 硬件上运行，预计年底或 2027 年初发布。公司确认

Hardware 3 因内存带宽限制（仅为 HW4 的 1/8）无法支持无监管 FSD，将为相关车主提供 HW4 折价置换及硬件升级方案。监管端，FSD 已获荷兰批准，并计划在二季度赴布鲁塞尔争取欧盟范围放行，中国市场的广泛准入目标定于三季度落地。

Optimus V3 预计 2026 年中对外展示，初期爬坡节奏缓慢
Optimus V3 设计已接近完成，预计将于 2026 年中期对外展示。Fremont 工厂的 Model S/X 产线计划于 5 月初停产拆除，并进行产线切换，一代产线目标于 7 月底至 8 月投产。德州工厂第二代产线正在建设中，预计 2027 年中投产，旨在支持长期千万台级的产能目标。由于零部件数量超过 1 万个且多为全新设计，初期量产爬坡节奏仍具不确定性。

AI5 完成流片，将部署于 Optimus 和数据中心；自建晶圆厂与英特尔、SpaceX 合作
AI5 推理芯片已于 4 月完成最终流片。由于 AI4 性能已足以支持远超人类安全水平的自动驾驶，AI5 初期将优先部署于 Optimus 及数据中心。此外，特斯拉计划投资约 30 亿美元在德州园区自建研究型晶圆厂，集逻辑、内存、封装及光罩制造于一体，并与英特尔合作锁定 14A 先进制程，以确保未来核心硬件的供应链韧性。公司与 SpaceX 合作，由 SpaceX 负责大规模量产型 Terafab 的初始阶段建设。

2026 年下半年储能需求将逐步回升
Megapack 3 计划于 2026 年内由休斯顿新工厂投产，以应对 Megablock 业务的强劲订单。虽然受去年政策调整影响，美国住宅太阳能市场一季度处于回调期，但公司预计 2026 年下半年需求将逐步回升。Gigafactory New York 自研的新型太阳能板已进入规模化交付阶段。公司认为，相比建设周期较长的传统发电厂，具备快速部署能力的储能系统对于解决电力瓶颈及支撑 AI 行业算力需求具有关键作用。

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 172.1 万/229.3 万/292.2 万台。2026 年资本开支迈入高强度扩张期，未来几个季度自由现金流可能为负数，全年将投资超过 250 亿美元，主要用于 AI、机器人相关基础设施建设。

DCF 法估值
预计 2026 至 2028 年收入为 1090 亿/1446 亿/1810 亿美元，未来三年均维持盈利水平。采用 2027 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 137 倍，2027 年的 110 倍，比当前股价高 39%，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	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
CF0	17,313,666	25,689,448	35,645,981	57,550,354	89,468,154	124,202,231	163,799,079	199,748,848	223,116,199	237,393,236	
自由现金流增长率		311.8%	175.0%	140.0%	85.0%	50.0%	38.0%	25.0%	13.0%	7.0%	3.0%
自由现金流量	(2,686,334)	5,689,448	15,645,981	37,550,354	69,468,154	104,202,231	143,799,079	179,748,848	203,116,199	217,393,236	223,915,033
折合至2027年的现金流量	(2,686,334)	5,172,225	12,930,563	28,212,136	47,447,684	64,701,387	81,170,831	92,239,581	94,755,206	92,195,954	1,356,597,606
永续期折现值											3,294,749,778

WACC	10.00%
长期增长率	3.00%

valuation	
现金流折现	1,872,736,838
减: 净金融负债	3,693,480
减: 少数股东权益+合伙人权益	670,000
股本价值	1,868,373,358
股本数量 (预期)	3,593,000
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						财务能力分析					
单位: 千美元, 财务年度: 12月31日						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
主营业务收入	97,690,000	94,827,000	108,962,569	144,648,037	180,978,618	盈利能力					
- 主营业务收入成本	80,240,000	77,733,000	85,119,891	112,527,237	138,711,472	毛利率 (%)	18%	18%	22%	22%	23%
毛利	17,450,000	17,094,000	23,842,678	32,120,800	42,267,146	EBITDA 利率 (%)	13%	11%	13%	13%	13%
营业开支	10,374,000	12,739,000	15,688,673	21,203,853	29,210,653	净利率 (%)	7%	4%	6%	6%	6%
- 营销和行政管理费用	5,150,000	5,834,000	8,548,139	12,524,971	18,351,936	Non-GAAP 净利率 (%)	8%	6%	9%	8%	8%
- 研究和开发开支	4,540,000	6,411,000	7,140,534	8,678,882	10,858,717	营运表现					
营业利润	7,076,000	4,355,000	8,154,005	10,916,946	13,056,493	行政管理与销售费用/收入 (5%	6%	8%	9%	10%
- 利息支出	(350,000)	(338,000)	(447,785)	(594,435)	(743,737)	研究和开发费用/收入 (%)	5%	7%	7%	6%	6%
- 营业外亏损净额	2,264,000	1,261,000	1,577,376	2,804,183	3,508,497	实际税率 (%)	20%	27%	34%	34%	34%
税前利润	8,990,000	5,278,000	9,283,596	13,126,694	15,821,253	应收账款天数	14.6	17.1	15.0	15.0	15.0
- 所得税支出	1,837,000	1,423,000	3,189,685	4,510,107	5,435,912	应付账款天数	60.4	59.8	60.0	60.0	60.0
净利润	7,153,000	3,855,000	6,093,911	8,616,587	10,385,341	财务状况					
Non-GAAP 净利润	7,960,000	5,858,000	9,721,178	12,232,788	14,004,913	总负债/总资产	40%	40%	38%	38%	36%
EBITDA	14,358,000	11,426,000	9,283,596	13,126,694	15,821,253	收入/净资产	80%	69%	73%	85%	98%
EBITDA 增长率 (%)	2%	20%	19%	41%	21%	经营性现金流/收入	15%	16%	15%	12%	14%
主营业务增速 (%)	1%	-3%	15%	33%	25%	税前盈利对利息倍数	6	3	4	5	5
资产负债表						现金流量表					
单位: 千美元						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	8,040,164	5,572,520	11,469,723	+ 净利润	7,153,000	3,855,000	6,093,911	8,616,587	10,385,341
+ 应收账款与票据	4,418,000	4,576,000	4,504,214	7,549,789	7,531,762	+ 折旧、摊销	5,368,000	6,148,000	6,081,600	8,581,600	10,581,600
+ 库存	12,017,000	12,392,000	13,143,967	20,614,204	20,228,618	+ 股权激励	1,999,000	2,825,000	3,627,267	3,616,201	3,619,572
+ 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)	(1,243,167)	(8,010,556)	(208,767)
总计流动资产	58,360,000	68,642,000	61,230,095	69,678,050	75,591,418	+ 其他经营活动	(1,011,000)	3,081,000	1,737,353	4,509,835	1,311,701
+ 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	16,296,964	17,313,666	25,689,448
+ 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)	(25,000,000)	(20,000,000)	(20,000,000)
+ 库存与设备- 净值	35,836,000	40,643,000	59,561,400	70,979,800	80,398,200	+ 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	88,343,400	100,083,430	109,888,427	+ 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	149,573,495	169,761,480	185,479,845	投资活动现金	(18,787,000)	(15,478,000)	(24,769,800)	(19,781,310)	(19,792,245)
+ 应付账款	12,474,000	13,371,000	15,002,297	22,506,782	23,730,375	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
+ 应付负债	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	33,687,697	41,568,822	43,206,719	+ 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	(8,472,836)	(2,467,644)	5,897,203
总负债	48,390,000	54,941,000	56,987,317	64,942,514	66,655,966						
总股东权益	72,913,000	82,137,000	91,858,178	104,090,966	118,095,879						

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。