

買入

2026年4月24日

Cybercab 進入試產階段，Robotaxi 加速異地擴張

- **Cybercab 開放試產：**Cybercab 與 Semi 目前已在德州及內華達工廠進入試產階段。管理層預計兩款車型均將於 2026 年開啟量產。受制於全新供應鏈的建立，預計產量爬坡較慢，至年底或 2027 年有望實現指數級增長。
- **Robotaxi 里程翻倍，無安全員運營區持續擴大：**Robotaxi 付費行駛里程環比約翻倍，累計接近 170 萬英里。公司擴大了奧斯丁無安全員運營區，並於 4 月在達拉斯和休斯頓啟動無監管載客測試，計畫在 2026 年底前將部署範圍擴大至美國九個地區。目前業務擴張的主要約束在於嚴格的安全驗證及長尾場景下的便利性問題。
- **FSD 用戶數 128 萬，將為 HW3 提供升級置換：**FSD 全球付費用戶達 128 萬，同比增長 51%，增量幾乎全部來自訂閱。V15 版本將在 AI5 硬體上運行，預計年底或 2027 年初發佈。HW3 因記憶體頻寬限制無法支援無監管 FSD，將為車主提供 HW4 折價置換及硬體升級方案。監管端，公司計畫在二季度赴布魯塞爾爭取歐盟範圍放行，中國市場的准入目標定於三季度落地。
- **AI5 將部署於 Optimus 和資料中心，自建晶圓廠與英特爾、SpaceX 合作：**AI5 推理晶片已於 4 月完成最終流片。由於 AI4 性能已足以支援遠超人類安全水準的自動駕駛，AI5 初期將優先部署於 Optimus 及資料中心。此外，特斯拉計畫投資約 30 億美元在德州園區自建研究型晶圓廠，並與英特爾合作鎖定 14A 先進制程。公司與 SpaceX 合作，由 SpaceX 負責大規模量產型 Terafab 的初始階段建設。
- **Optimus 初期爬坡節奏緩慢：**Optimus V3 設計已接近完成，預計將於 2026 年中期對外展示。由於零部件數量超過 1 萬個且多為全新設計，初期量產爬坡節奏仍具不確定性。
- **目標價 520.00 美元，維持買入評級：**預計 2026 至 2028 年收入為 1090 億/1446 億/1810 億美元，未來三年均維持盈利水準。採用 2027 年自由現金流折現，WACC 10%，永續增長率為 3%，求得合理股價應為 520.00 美元，對應 2026 年 Non-GAAP 每股盈利的 137 倍，比當前股價高 39%，維持買入評級。
- **風險提示：**Cybercab 產能爬坡不達預期、FSD 中歐推送不達預期、出行軟體監管問題、機器人進度不達預期。

李京霖

852-25321957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

唐伊蓮

852-25321539

Alice.tang@firstshanghai.com.hk

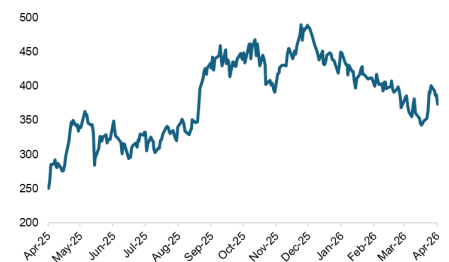
主要資料

行業	製造、人工智慧	
股價	373.72 美元	
目標價	520.00 美元 (39%)	
股票代碼	TSLA	
總股本	37.52 億股	
市值	1.25 萬億美元	
52 周高/低	499/249 美元	
每股帳面值	21.90 美元	
主要股東	Elon Musk	25%
	先鋒領航	7%
	貝萊德	6%
	道富	3%
	Geode Capital	2%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	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%	

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

財務摘要

2026 年第一季度業績情況

Q1 收入超出市場預期

第一季度，公司實現營收 223.87 億美元，同比增長 16%，超出市場預期。總毛利率為 21.1%，環比上升 1.0 個百分點，同比上升 4.8 個百分點，為過去兩年新高。運營費用為 37.78 億美元，同比增長 28%；運營利潤率為 4.2%，同比上升 3.2 個百分點。淨利潤為 4.77 億美元，同比減少 59%。季度末現金及現金等價物為 447.43 億美元，同比增長 21%；自由現金流為 14.44 億美元，同比增長 117%。

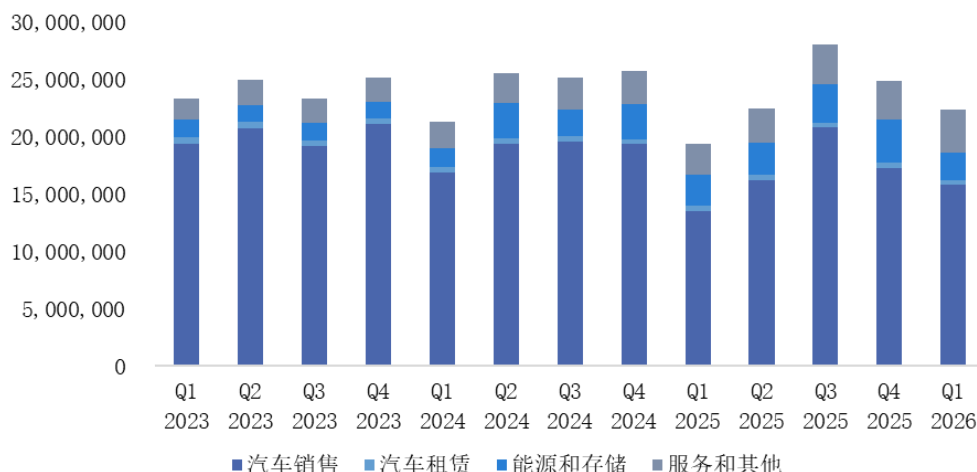
Non-GAAP 汽車毛利率為 19.2%，環比提升 1.2pp

汽車業務收入為 162.34 億美元，同比增長 16%。其中，剔除碳排放積分汽車銷售收入同比增長 19%至 158.54 億美元，汽車租賃收入同比下降 15%至 3.81 億美元。汽車業務毛利率為 21.08%；ZEV Credit 貢獻 3.80 億美元收入，剔除該項收入後，汽車業務毛利率為 19.2%。

Q1 交付 35.8 萬台電動車，同比增長 6%

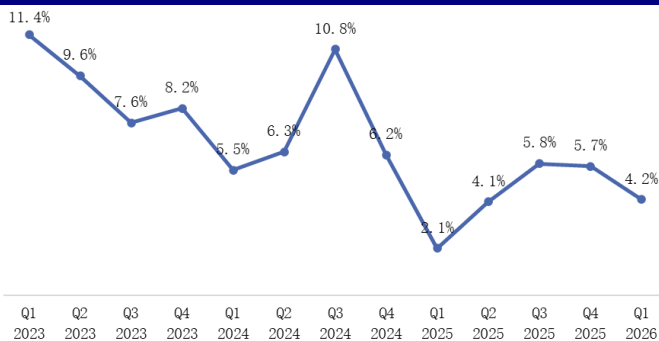
本季度公司共交付 358,023 台電動車，環比下降 14%，同比增長 6%。其中，Model 3/Y 341,893 台，其他車型 16,130 台。本季度公司共生產 408,386 台電動車，環比下降 6%，同比增長 13%。其中，Model 3/Y 394,611 台，其他車型 13,775 台。季度產銷比為 88%，全球庫存天數環比增長 23%至 27 天。

圖表 1：2023Q1 - 2026 Q1 主營業務收入 (千美元)



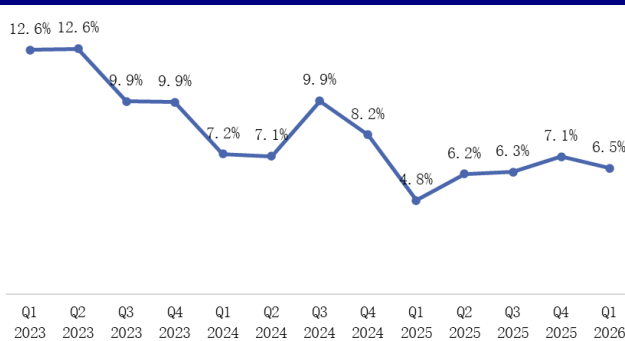
資料來源：公司披露

圖表 2：2023 Q1 - 2026 Q1 運營利潤率



資料來源：公司披露

圖表 3：2023Q1 - 2026 Q1 Non-GAAP 淨利潤率

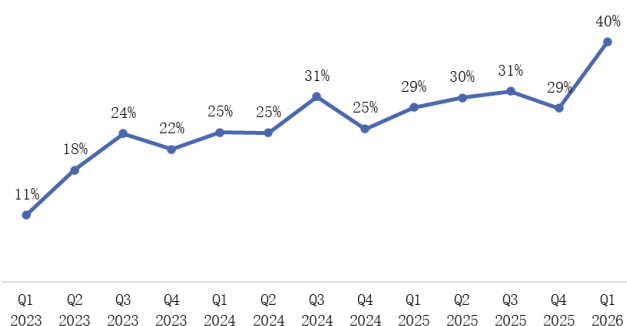


資料來源：公司披露

儲能部署量 8.8 GWh，毛發電與儲能業務收入為 24.08 億美元，同比減少 12%。儲能系統部署為 8.8 GWh，利率 39.5%，同比減少 15%。能源業務毛利率為 39.5%，包含約 2.5 億美元歷史關稅退回的一次性收益。由於大部分電池單元都採購自中國，關稅影響較為顯著，但訂單儲備充足，因此公司將盡全力擴建產能，預計 2026 年部署量仍將維持增長。

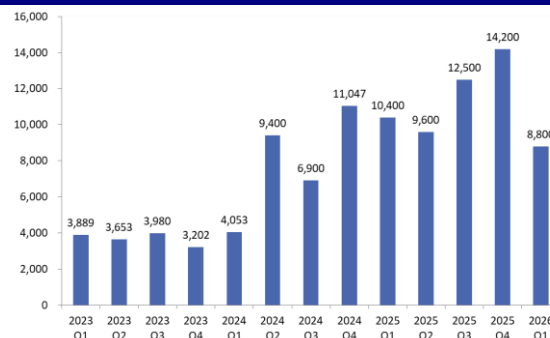
服務業務表現良好，業務利潤率提升 服務和其他業務收入為 37.45 億美元，同比增長 42%。毛利率為 9.24%，同比增長 5.4 個百分點，環比增長 0.4 個百分點，公司正在有意識地投資基礎設施，以支持自動駕駛計程車業務的未來發展。

圖表 4: 2023 Q1 - 2026 Q1 儲能毛利率 (%)



資料來源：公司披露

圖表 5: 2023 Q1 - 2026 Q1 儲能部署 (MWh)



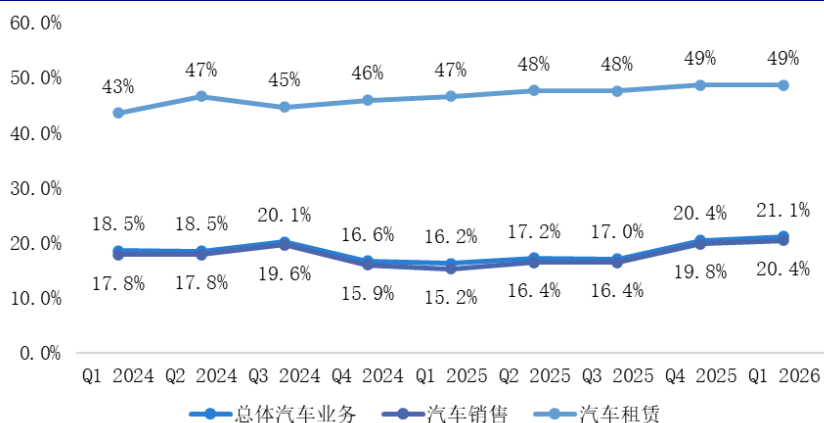
資料來源：公司披露

Non-GAAP 汽車毛利率環比恢復至 19.2%

剔除碳積分後汽車毛利率 19.2%

第一季度，剔除 ZEV Credit 貢獻的 3.80 億美元後，汽車業務毛利率為 19.2%，環比上升 1.3 個百分點，同比上升 6.7 個百分點。油價上升對特斯拉訂單產生了積極影響，但仍受電池產量制約。特斯拉本季度獲得了約 2.3 億美元的保修調整一次性收益以及部分關稅減免。同時關稅和持續高利率均推高了汽車業務成本。如果利率繼續上升，未來將繼續影響汽車業務利潤率。

圖表 6: 2024 Q1 - 2026 Q1 汽車業務毛利率



資料來源：公司披露

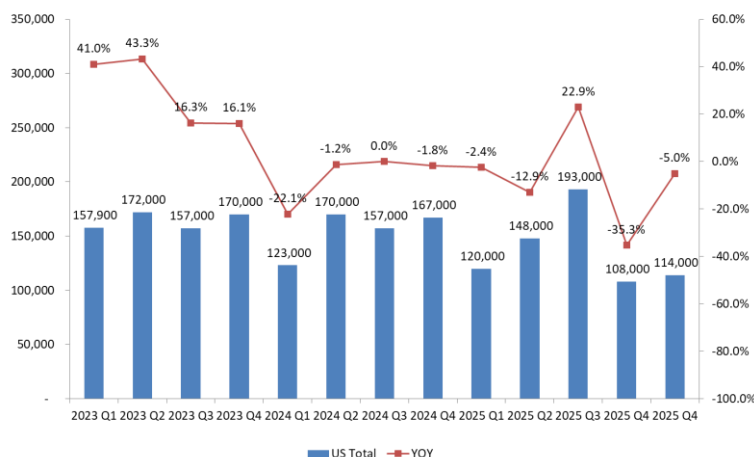
未來影響毛利率的因素

未來幾個季度，汽車毛利率可能會由以下因素影響：1) 利率變化；2) 電池產能變化。此外，公司尚未將最高法院針對 IEEPA 關稅裁決所衍生的潛在退稅收益計入當期利潤，管理層強調該事項的最終落地仍具高度不確定性。另一方面，由於購車貼息成本需在當期一次性全額確認，若宏觀利率中樞持續上移，將對汽車業務毛利率形成持續性壓制。

回顧特斯拉在全球電動車市場的表現

北美交付量同比下降 5% 第一季度，特斯拉在美國市場共交付 114,000 台電動車，同比下降 5%。

圖表 7：2023 Q1 - 2026 Q1 特斯拉美國交付量

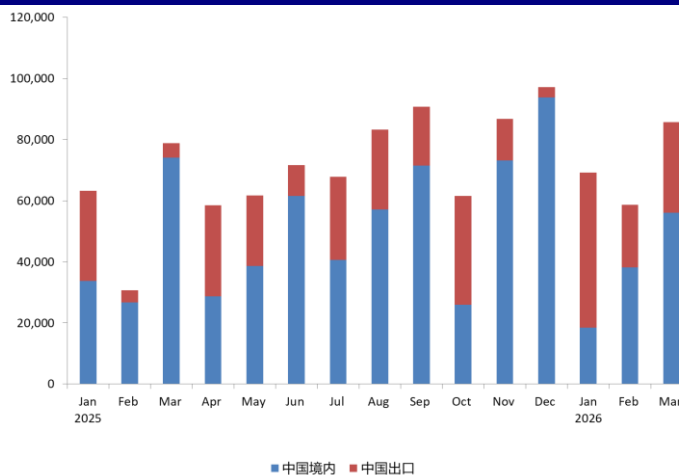


資料來源：第一上海整理，Troy Teslike

歐洲交付量同比增長 51% 第一季度，特斯拉在歐洲市場共交付 79,001 台電動車，同比增長 51%。歐洲全車型交付總占比前三的國家依次為法國（18%）/德國（16%）/英國（15%）。

特斯拉中國同比減少 7% 第一季度，特斯拉中國共交付 213,398 台電動車，環比減少 13%，同比增加 24%。其中，本土交付 112,798 台電動車，出口 100,600 台電動車。上海工廠第一季度占全球交付量的 60%。上海工廠 1 月共生產 69,129 台，2 月共生產 58,599 台，3 月共生產 85,670 台。

圖表 8：2025 年至今特斯拉中國交付量



資料來源：第一上海整理、乘聯會

全力投入 AI、機器人相關基礎設施建設；電池供應鏈當地語系化

全力投入 AI、機器人相關基礎設施建設，上調全年資本開支至 250 億

第一季度，特斯拉共生產 408,386 台電動車，環比減少 6%，同比增長 13%。公司繼續在全球範圍推進 Model 3 與 Model Y 的產品組合優化，其中 Model YL 已開始向中國以外市場交付。Cybertruck 在阿聯酋開啟了首批海外交付。為配合生產線切換，Fremont 工廠的 Model S/X 產線計畫於 5 月初停產拆除。目前生產重心已轉向

現有廠房產能利用率的最大化，柏林工廠單季產出創下 6.1 萬輛的新高。公司將 2026 年全年資本開支指引上調至 250 億美元以上，用以支持六個新工廠的投產運營及 AI、機器人相關基礎設施建設。管理層表示，將在供應鏈成熟後再考慮新建超級工廠的計畫。

電池原材料計畫推進，以保證供應鏈當地語系化

電池包產能目前仍是限制產量的核心瓶頸。公司持續推進電池供應鏈當地語系化，位於德州的鋰精煉廠（年產能 30 GWh）、陰極材料（年產能 10 GWh）以及內華達工廠的 LFP 電芯產線（年產能 7 GWh）均已進入早期爬坡階段。此外，柏林工廠已開始量產搭載自產 4680 電芯的電池包，德州 4680 產線目前保持 40 GWh 的年化產能。

圖表 9：2026 年 Q1 特斯拉產能匯總

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

資料來源：公司資料

估值

資本開支邁入高強度擴張期，2026 年指引超 250 億美元

Cybercab 進入試產階段

Cybercab 與 Tesla Semi 目前已在德州及內華達工廠進入試產階段。管理層預計兩款車型均將於 2026 年開啟量產。受制于全新供應鏈的建立，預計產量爬坡初期將遵循“S 曲線”特徵，即初期進度較慢，至年底或 2027 年有望實現指數級增長。

Robotaxi 里程翻倍，無安全員運營區持續擴大

Robotaxi 付費行駛里程環比約翻倍，累計接近 170 萬英里。公司在一季度擴大了奧斯丁無安全員運營區，並於 4 月在達拉斯和休斯頓啟動無監管載客測試，計畫在 2026 年底前將部署範圍擴大至美國九個地區。目前業務擴張的主要約束在於嚴格的安全驗證及長尾場景下的便利性問題（如複雜路口決策保守等）。

FSD 用戶數 YoY+51%；海外落地持續推進；將為 HW3 提供升級置換

FSD 全球付費用戶達 128 萬，同比增長 51%，單季淨增約 18 萬，全球累計行駛里程已接近 100 億英里。買斷管道已在部分市場取消，因此增量幾乎全部來自訂閱。4 月推送的 V14.3 版本通過升級視覺編碼器及重寫 AI 編譯器，將推理延遲降低至多

20%。V15 版本將在 AI5 硬體上運行，預計年底或 2027 年初發佈。公司確認 Hardware 3 因記憶體頻寬限制（僅為 HW4 的 1/8）無法支援無監管 FSD，將為相關車主提供 HW4 折價置換及硬體升級方案。監管端，FSD 已獲荷蘭批准，並計畫在二季度赴布魯塞爾爭取歐盟範圍放行，中國市場的廣泛准入目標定於三季度落地。

Optimus V3 預計 2026 年中對外展示，初期爬坡節奏緩慢

Optimus V3 設計已接近完成，預計將於 2026 年中期對外展示。Fremont 工廠的 Model S/X 產線計畫於 5 月初停產拆除，並進行產線切換，一代產線目標於 7 月底至 8 月投產。德州工廠第二代產線正在建設中，預計 2027 年中投產，旨在支援長期千萬台級的產能目標。由於零部件數量超過 1 萬個且多為全新設計，初期量產爬坡節奏仍具不確定性。

AI5 完成流片，將部署於 Optimus 和資料中心；自建晶圓廠與英特爾、SpaceX 合作

AI5 推理晶片已於 4 月完成最終流片。由於 AI4 性能已足以支援遠超人類安全水準的自動駕駛，AI5 初期將優先部署於 Optimus 及資料中心。此外，特斯拉計畫投資約 30 億美元在德州園區自建研究型晶圓廠，集邏輯、記憶體、封裝及光罩製造於一體，並與英特爾合作鎖定 14A 先進制程，以確保未來核心硬體的供應鏈韌性。公司與 SpaceX 合作，由 SpaceX 負責大規模量產型 Terafab 的初始階段建設。

2026 年下半年儲能需求將逐步回升

Megapack 3 計畫於 2026 年內由休斯頓新工廠投產，以應對 Megablock 業務的強勁訂單。雖然受去年政策調整影響，美國住宅太陽能市場一季度處於回檔期，但公司預計 2026 年下半年需求將逐步回升。Gigafactory New York 自研的新型太陽能板已進入規模化交付階段。公司認為，相比建設週期較長的傳統發電廠，具備快速部署能力的儲能系統對於解決電力瓶頸及支撐 AI 行業算力需求具有關鍵作用。

目標價 520.00 美元，維持買入評級

我們調整未來三年汽車交付量至 172.1 萬/229.3 萬/292.2 萬台。2026 年資本開支邁入高強度擴張期，未來幾個季度自由現金流可能為負數，全年將投資超過 250 億美元，主要用於 AI、機器人相關基礎設施建設。

DCF 法估值

預計 2026 至 2028 年收入為 1090 億/1446 億/1810 億美元，未來三年均維持盈利水準。採用 2027 年自由現金流折現，WACC 10%，永續增長率為 3%，求得合理股價應為 520.00 美元，對應 2026 年 Non-GAAP 每股盈利的 137 倍，2027 年的 110 倍，比當前股價高 39%，維持買入評級。

圖表 10: DCF 估值模型

假設	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
(千美元)											
CFO	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	
自由現金流增長率		311.8%	175.0%	140.0%	85.0%	50.0%	38.0%	25.0%	13.0%	7.0%	3.0%
自由現金流量	(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年的現金流量	(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
永續期折現值											3,294,749,778

WACC	10.00%
長期增長率	3.00%

valuation	
現金流折現	1,872,736,838
減：淨金融負債	3,693,480
減：少數股東權益+合夥人權益	670,000
股本價值	1,868,373,358
股本數量 (預期)	3,593,000
DCF法之每股價值 (美元)	520.00

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

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	盈利能力	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	毛利率 (%)	18%	18%	22%	22%	23%
- 主营业务收入成本	80,240,000	77,733,000	85,119,891	112,527,237	138,711,472	EBITDA 利率 (%)	13%	11%	13%	13%	13%
毛利	17,450,000	17,094,000	23,842,678	32,120,800	42,267,146	净利率 (%)	7%	4%	6%	6%	6%
营业开支	10,374,000	12,739,000	15,688,673	21,203,853	29,210,653	Non-GAAP 净利率 (%)	8%	6%	9%	8%	8%
- 营销和行政管理费用	5,150,000	5,834,000	8,548,139	12,524,971	18,351,936						
- 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						
Non-GAAP 净利润	7,960,000	5,858,000	9,721,178	12,232,788	14,004,913	财务状况					
						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						

资料来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。