

買入

2025年2月7日

2025年加速訓練 FSD，期待 Robotaxi 落地德州

- **2024 財年第四季度業績情況：**2024 年第四季度交付量同比增加 2%至 49.6 萬台；產量同比減少 7%至 45.9 萬台。Q4 總收入為 257.07 億美元，同比增長 2%，不及市場預期。總毛利率為 16.3%，環比下降 3.5 個百分點，同比下降 1.38 個百分點。運營費用為 25.96 億美元，同比增長 9%；運營利潤率為 6.2%，同比下降 2.04 個百分點。淨利潤為 23.17 億美元，同比減少 71%，符合市場預期。季度末現金及現金等價物為 365.63 億美元，同比增長 26%；自由現金流為 20.31 億美元，同比減少 2%。
- **汽車毛利率較上季度下降至 16.6%：**汽車業務毛利率為 16.6%，環比下降 3.5 個百分點，同比下降 2.3 個百分點。剔除 ZEV Credit 貢獻的 6.92 億美元後，汽車業務毛利率為 13.6%，環比下降 3.5 個百分點，同比下降 3.6 個百分點，主要由於：1) 降價銷售，公司為達既定的銷量目標開啟了多輪降價銷售，平均銷售單價因此下降；2) 材料成本降低帶動生產成本降低；3) 開始生產煥新版 Model Y。
- **儲能業務部署量創新高，4680 電池產能持續爬坡：**Q4 儲能業務毛利率為 25.2%，增長阻力仍是受制於產能。目前上海儲能工廠的建設完畢，開始產能爬坡；開始計畫投資建設第三家儲能工廠。此外，4680 電池內部產能有望於 2025 年超過 2500 輛 Cybertrucks/周。
- **FSD V12/V13 本季度累計里程超過 8 億英里：**截至第四季度，FSD V12/V13 累計里程超過 8 億英里，里程數直線增長。德州工廠啟動了 Cortex 集群，未來將繼續投資算力。
- **目標價 480.00 美元，維持買入評級：**預計未來三年公司交付量為 230.0 萬/290.8 萬/372.1 萬台，收入預測為 1267 億/1644 億/2633 億美元，未來三年均維持盈利水準。我們使用自由現金流折現對公司進行估值，WACC 10%，永續增長率為 3%，求得合理股價為 480.00 美元，相當於 2025 財年 Non-GAAP 每股盈利的 65.98 倍，比當前股價高出 26.93%，維持買入評級。
- **風險提示：**美國 IRA 補貼取消、中國市場競爭加劇、FSD 中歐推送不達預期、出行軟體監管問題、機器人產能不達預期。

李京霖
852-25321957
Jinglin.li@firstshanghai.com.hk
李倩
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
陳曉霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要資料

行業	汽車
股價	378.17 美元
目標價	480.00 美元 (26.93%)
股票代碼	TSLA
總股本	32.17 億股
市值	1.22 萬億美元
52 周高/低	488.54 美元/ 138.80 美元
每股帳面值	22.66 美元
主要股東	Elon Musk 12.77% Vanguard 7.45% 貝萊德 6.05%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (美元百万元)	96,773	97,690	126,724	164,382	263,346
变动	18.80%	0.95%	29.72%	29.72%	60.20%
Non-GAAP 净利润	10,882	8,419	16,558	26,059	49,640
Non-GAAP 每股盈利	3.12	2.42	4.67	7.28	13.71
变动	-23.27%	-22.51%	93.17%	55.63%	88.38%
基于378美元的市盈率 (估)	121.03	156.20	80.86	51.96	27.58
每股派息 (美元)	0	0	0	0	0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


來源：彭博

財務摘要

2024年第四季度業績情況

四季度收入不及預期，淨利潤符合市場一致預期

第四季度，公司實現營收 257.07 億美元，同比增長 2%，不及市場預期。總毛利率為 16.3%，環比下降 3.5 個百分點，同比下降 1.38 個百分點。運營費用為 25.96 億美元，同比增長 9%；運營利潤率為 6.2%，同比下降 2.04 個百分點。淨利潤為 23.17 億美元，同比減少 71%，符合市場預期。季度末現金及現金等價物為 365.63 億美元，同比增長 26%；自由現金流為 20.31 億美元，同比減少 2%。

剔除碳積分後汽車毛利率為 13.6%

第四季度，汽車業務收入為 197.98 億美元，同比減少 8%。其中，剔除碳排放積分汽車銷售收入同比減少 9.5% 至 191.06 億美元，汽車租賃收入同比下降 10.6% 至 4.47 億美元。汽車業務毛利率為 16.6%；ZEV Credit 貢獻 6.92 億美元收入，剔除該項收入後，汽車業務毛利率為 13.6%。公司透露汽車毛利率主要是受推出新款 Model Y 的折舊和其他成本增加影響，會在產能上升後消除。

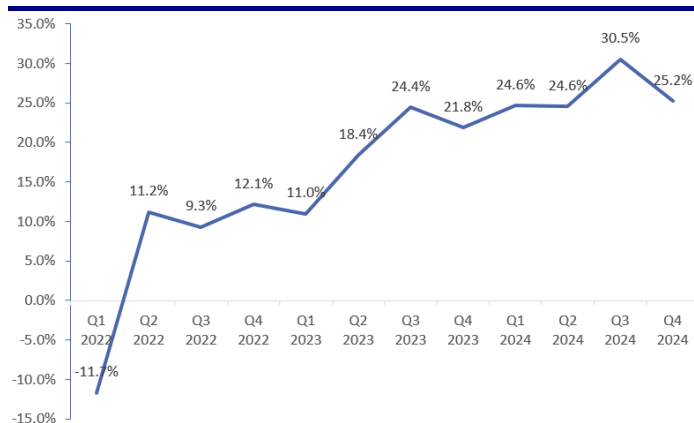
儲能部署量達到新高，毛利率為 25%，維持在高水平

第四季度，發電與儲能業務收入為 30.61 億美元，同比增長 113%，高於市場預期。Powerwall 和 Megapack 儲能系統部署為 11 GWh，同比增長 243%，達到歷史最高水準。能源業務毛利率為 25.2%。公司表示發電與儲能業務是公司成長速度最快的業務，目前主要是受制於產能問題，上海工廠還在爬坡，計畫建設第三個儲能工廠。

未來將繼續向北美地區以外的其他電動車開放超級充電站網路

服務和其他業務收入為 28.48 億美元，同比增長 31%，超出市場預期。毛利同比增長 1.5 個百分點，但環比有所下降。主要是由於由於服務中心成本較高和二手車業務利潤降低的結果。公司將繼續擴大超級充電網路，本季度發佈了已加入以及即將加入超充網路的汽車製造商名單，在未來幾個季度公司將繼續與致力於 NACS 的 OEM 合作，同時也在北美以外地區向其他電動汽車開放更多網站，這兩者都將推動收入和利潤的增加。

圖表 1: 2022 Q1 - 2024 Q4 儲能毛利率 (%)



圖表 2: 2022 Q1 - 2024 Q4 儲能部署 (MWh)



資料來源：公司披露

資料來源：公司披露

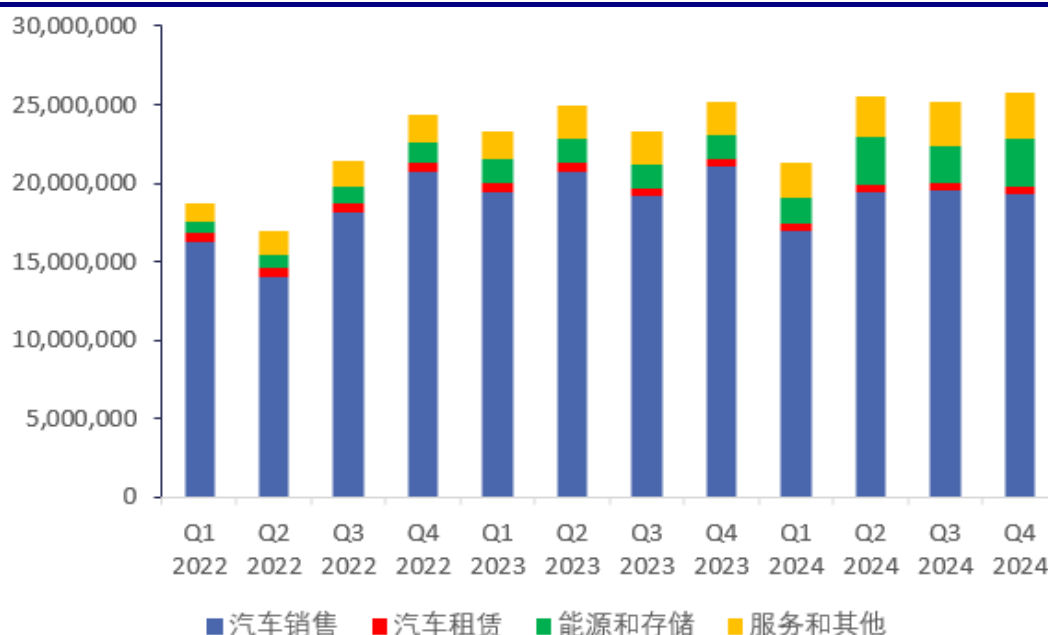
24年Q4交付495,570台
電動車，同比增加6%

四季度公司共交付 495,570 台電動車，環比增加 7%，同比增加 2%。其中，Model 3/Y 471,930 台，其他車型 23,640 台。

24年Q4生產459,445萬
台電動車，同比增加9%

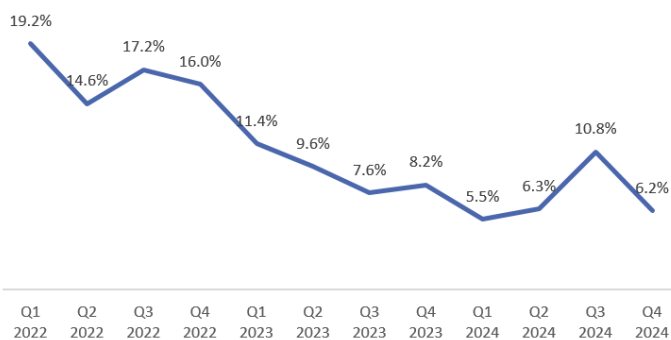
四季度公司共生產 459,445 台電動車，環比減少 2%，同比減少 7%。其中，Model 3/Y 436,718 台，其他車型 22,727 台。季度產銷比為 108%，全球庫存天數環比減少 20% 至 12 天。

圖表 3: 2022 Q1 - 2024 Q4 主營業務收入 (千美元)



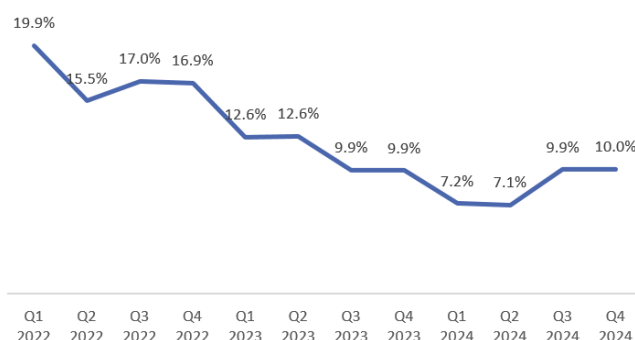
資料來源: 公司披露

圖表 4: 2022 Q1 - 2024 Q4 運營利潤率



資料來源: 公司披露

圖表 5: 2022 Q1 - 2024 Q4 淨利潤率



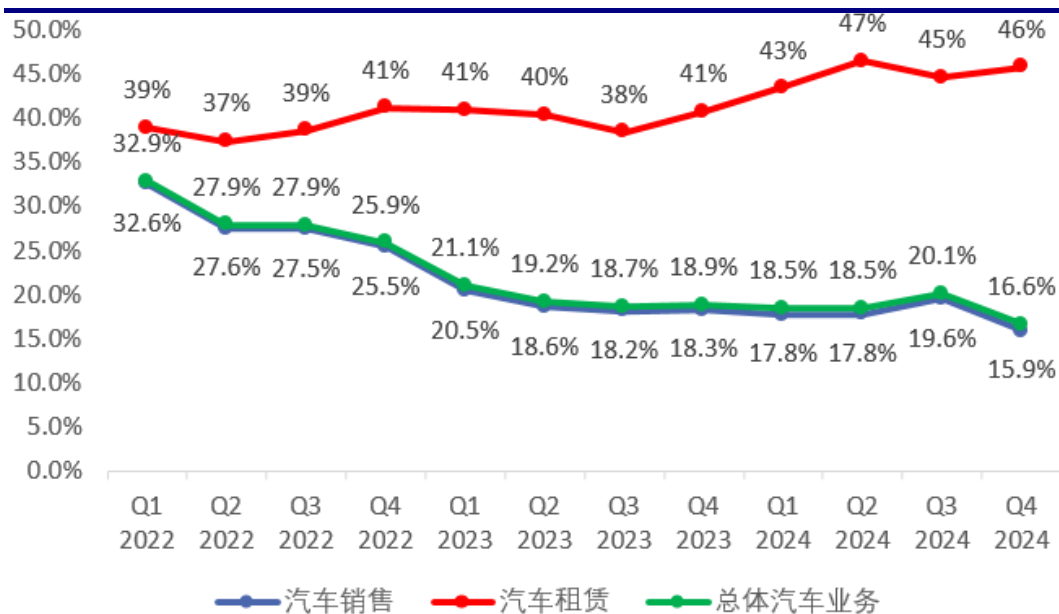
資料來源: 公司披露

汽車毛利率較上季度降低至 16.6%

Q4 汽車毛利率降低至 16.6%

第四季度，汽車業務毛利率為 16.6%，環比下降 3.5 個百分點，同比下降 2.3 個百分點。剔除 ZEV Credit 貢獻的 6.92 億美元後，汽車業務毛利率為 13.6%，環比下降 3.5 個百分點，同比下降 3.6 個百分點，主要由於：1) 降價銷售，公司為達既定的銷量目標開啟了多輪降價銷售，平均銷售單價因此下降；2) 材料成本降低帶動生產成本降低；3) 開始生產煥新版 Model Y。

圖表 6: 2022 Q1 - 2024 Q4 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，隨著煥新版 Model Y 和 Cybertruck 產能爬坡優化，汽車毛利率將有所改善，但可能會由以下因素影響：1) 降息週期不達預期導致美國需求持續疲軟；2) 公司的持續降價策略；3) 碳酸鋰和中游材料價格下降，有效降低單車成本；4) 推出低成本新車型。

回顧特斯拉在全球電動車市場表現

Q4 北美交付量同比降低 1.8%

第四季度，特斯拉在美國市場共交付 167,000 台電動車，同比降低 1.8%。公司第四季度北美交付量降低至 2023 年第四季度水準。交付量降低主要是加拿大針對中國生產的車輛徵收 100%關稅。

圖表 7: 2022 Q1 - 2024 Q4 特斯拉美國交付量



資料來源: 第一上海整理, Troy Teslike

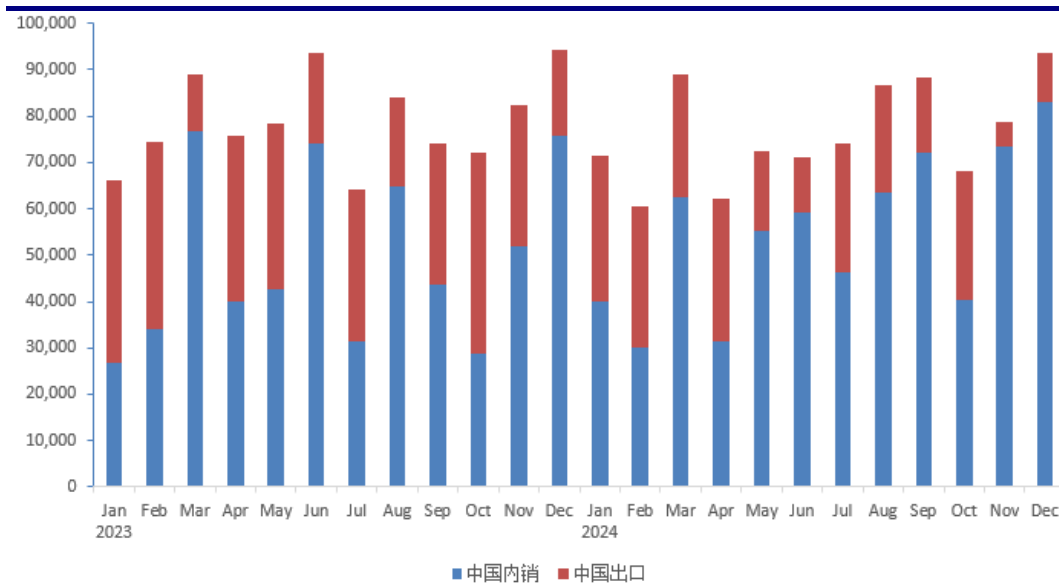
歐洲交付量同比減少
12.3%

第四季度，特斯拉在歐洲市場共交付 83,471 台電動車，同比減少 12.3%。歐洲全車型交付總占比前三的國家依次為英國（17%）/法國（13%）/荷蘭（12%）。目前歐洲市場車型仍主要來自上海工廠；柏林工廠產能超過 6,000 台/周，所生產的 Model Y 使用的 2170 電池包和電機由上海工廠組裝出口。

特斯拉中國同比減少 3%

第四季度，特斯拉中國共交付 240,902 台電動車，環比減少 3.3%，同比減少 3%。其中，本土交付 196,902 台電動車，出口 44,000 台電動車。上海工廠第四季度占全球交付量的 48.6%。上海工廠 10 月共生產 68,280 台，11 月共生產 78,856 台，12 月共生產 93,766 台，年化產能超過 96 萬台。

圖表 8：2023 年至今特斯拉中國交付量



資料來源：第一上海整理、乘聯會

2024 年第四季度年化產超過 235 萬台

第四季度年化產能已超
過 235 萬台

第四季度，特斯拉共生產 459,445 台電動車，環比增加 14%，同比增加 9%。第四季度產能匯總如下：Fremont 工廠規劃年產能 65 萬台，其中包含 Model S/X 年產能 10 萬台，Model 3/Y 年產能 55 萬台。上海工廠規劃年產能 95 萬台。柏林工廠的每條產線的初始規劃年產能 37.5 萬台，即 7,500 台/周。德州工廠 Model Y 的初始規劃年產能超 25 萬台，即 5,000 台/周，Cybertruck 的初始規劃產能超過 12.5 萬台，即 2,500 台/周。全球工廠合計規劃產能超過 235 萬台。

推出煥新款 Model Y，產
能受到小影響；4680 電
池產能有望于明年超過 2
500 輛 Cybertruck 每週

本季度在全球市場推出了煥新款 Model Y，目前處於從舊款 Model Y 過渡到新款的過程中，所以本季度產能有數周受到影響。此外，四季報電話會議上提到，4680 電池內部產能有望於 2025 年超過 2500 輛 Cybertrucks/周。

圖表 9：2024 年 Q4 特斯拉產能匯總

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	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
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
Various	Next Gen Platform	-	In development
TBD	Roadster	-	In development

資料來源：公司資料

估值

FSD 累計里程超過 29 億英里，新一代車型或成新增長點

2025 年 FSD 將快速改進，汽車業務恢復增長

公司表示，2025 年將是特斯拉歷史上具有開創性的一年，因為 FSD（監督式）將繼續快速改進，以最終超越人類的安全水準。隨著汽車自動駕駛技術的進步和新產品的推出，預計汽車業務將在 2025 年恢復增長。增長率將取決於多種因素，包括我們自主化努力的加速速度、工廠的產量增長以及更廣泛的宏觀經濟環境。

本季度 FSD 累計里程超過 8 億英里，開始推送 FSD v13.2

本季度 FSD 累計里程超過 29 億英里，相較於上個季度的累計里程增加了超過 8 億英里。11 月 30 日，特斯拉推出了 FSD v13.2 版本，開始累計資料。該版本的特點是開始使用 36 Hz 全解析度的 HW4/AI4 視頻輸入（此前 FSD V12.5 和 V12.6 一直在使用較低的圖像品質和較低的畫面播放速率來匹配 HW3/AI3 攝像頭）和由特斯拉 Cortex 集群重新訓練的神經網路架構等等。改進後，從輸入光子到控制的延遲減少了一半，從而提供更快、更準確的決策。FSD v13.2 實裝了“停車到停車”功能，僅通過頻幕上的“啟動 FSD（監督）”按鈕允許端到端免提駕駛，從停車狀態啟動，自動沿著導航路線行駛，並自動停在目的地。

硬體方面，德州工廠擴建完成，啟動 Cortex 集群，包括 50000 張 H100，來加速 FSD v13 和 v14 的訓練。此外還將繼續向德州總部以外的算力資源投資。

此前特斯拉制定了未來幾個月全自動駕駛（FSD）軟體發展的詳細路線圖，未來將推出：2025 年第一季度向其他市場擴張，將 FSD 擴展到歐洲和中國市場。FSD 可能在第一季度末或第二季度初在右駕（RHD）市場推出，這同樣需要獲得監管部門的批准。

馬斯克也詳細介紹了將 FSD 引入中國面臨的挑戰。中國方面對資料隱私有著嚴格的規定，不允許特斯拉將從其車輛收集的視頻資料傳輸到國外用於訓練模型。同時，美國政府出於安全考慮，也不允許特斯拉在中國境內進行人工智慧培訓。目前主要是通過使用公開的中國街道、道路標誌和交通法規的視頻片段來訓練模型，然後使用高精度模擬器對 FSD 進行微調。

低成本車型

財報會上提及，特斯拉仍有望在 2025 年上半年推出更實惠的車型，並將在此基礎上繼續擴大產品陣容。材料成本的降低，推動目前每輛車的平均成本降低到了 35000 美元以下，同時煥新版 Model Y 剛上線，產能還在爬坡，未來成本還會繼續

降低。

2025年年底前生產 10000台 Optimus 並在工廠內部執行工作，並預計于明年推出量產版本

馬斯克在財報會上表示，特斯拉內部目標是 2025 年底前製造 10,000 台 Optimus 機器人，該目標存在風險，最終可能只會生產幾千台。生產出的機器人將用於特斯拉工廠內部，為特斯拉執行有用的工作。目前 Optimus 的生產線是每月生產 1000 台，馬斯克表示可能會明年年初或年中推出第二種設計的 Optimus，並設計每月能生產 10000 件的 Optimus 產線。當機器人的年產能達到 100 萬台的時候，機器人的生產成本將低於 20000 美元。

儲能

馬斯克表示，儲能將是未來極其重要的業務，因為目前絕大多數電網都沒有儲能能力。一旦擁有電網儲能和家庭儲能，電網每年的實際總能源輸出將大幅增加。僅在第四季度，特斯拉就部署了創紀錄 11GWh 儲能，同比增長 244%。2024 全年，共部署了 31.4 Gwh 的儲能，同比增長 114%。同時，上海的儲能工廠已建設完畢、開始運營，特斯拉開始計畫建設第三家儲能工廠，以生產更多 Megapack。

Semi 進度

專門用來生產 Semi 的內華達工廠擴建部分，目前已經完成了封頂，未來幾個月內會完成全部的生產機械安裝。Semi 量產版本有望將在 25 年底前生產，26 年開始提升產量。馬斯克強調了 FSD 在 Semi 上的重要性，能幫助美國解決運力資源不足的現狀。

Robotaxi 業務

馬斯克表示特斯拉計畫於 2025 年 6 月在德克薩斯州奧斯丁推出首個付費自動駕駛叫車服務，車輛將在沒有人工干預的情況下在城市街道上行駛。個人特斯拉汽車至少要等到 2026 年才能加入計程車隊，目前仍需要驗證系統的安全性、支付機制和客戶體驗。除了德州外，今年會將 Robotaxi 擴展到美國其他幾個城市，然後在 2026 年覆蓋幾乎所有市場，等待監管部門的批准。

目標價 480.00 美元，維持買入評級

考慮到特斯拉目前已將資本開支的重心從擴大汽車產能偏向 AI 領域，並結合當前宏觀經濟狀況，我們對未來的產能擴張進行了重新評估。因此，我們將公司此前對 2030 年電動車的交付目標維持至 1232 萬台，此預測不包括尚未發佈的 MPV/Van 等車型。

DCF 法估值

預計未來三年公司交付量為 230.0 萬/290.8 萬/372.1 萬台，收入預測為 1267 億/1644 億/2633 億美元，未來三年均維持盈利水準。我們使用自由現金流折現對公司估值，WACC 10%，永續增長率為 3%，求得合理股價應為 480.00 美元，相當於 2025 財年 Non-GAAP 每股盈利的 65.98 倍，比當前股價高 26.93%，維持買入評級。

圖表 10: DCF 估值模型

	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(千美元)											
CFO	21,715,149	29,085,269	53,366,016	84,804,318	114,485,830	140,817,571	163,348,382	184,583,672	204,887,876	219,707,416	
自由現金流增長率		63.9%	87.3%	90.7%	35.0%	23.0%	16.0%	13.0%	11.0%	7.2%	3.0%
自由現金流量	10,215,149	16,747,319	31,366,016	59,804,318	84,485,830	110,817,571	128,348,382	149,583,672	169,887,876	184,707,416	190,248,638
折合至2025年的現金流量	10,215,149	15,224,836	25,922,327	44,931,870	57,704,959	68,808,993	72,449,316	76,760,076	79,253,948	78,333,975	1,152,628,491
永續期折現值											2,799,372,821
WACC	10.00%										
長期增長率	3.00%										
valuation											
現金流折現	1,682,233,939										
減：淨金融負債	-18,631,349										
減：少數股東權益+合夥人權益	704,000										
股本價值	1,700,161,288										
股本數量 (預期)	3,542,000										
DCF法之每股價值 (美元)	480.00										

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位：千美元，財務年度：12月31日						單位：千美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	96,773,000	97,690,000	126,724,447	164,381,940	263,345,816	盈利能力					
- 主营业务收入成本	79,113,000	80,240,000	101,445,466	127,590,388	198,166,635	毛利率 (%)	18%	18%	20%	22%	25%
毛利	17,660,000	17,450,000	25,278,981	36,791,552	65,179,181	EBITDA 利率 (%)	14%	13%	16%	19%	21%
营业开支	8,769,000	10,374,000	10,351,751	11,994,248	16,092,510	净利率 (%)	15%	7%	11%	14%	17%
- 营销和行政管理费用	4,800,000	5,150,000	5,282,773	5,418,970	5,558,678	Non-GAAP 净利率 (%)	11%	9%	13%	16%	19%
- 研究和开发开支	3,969,000	4,540,000	5,068,978	6,575,278	10,533,833	营运表现					
营业利润	8,891,000	7,076,000	14,927,230	24,797,305	49,086,670	行政管理与销售费用/收入	5%	5%	4%	3%	2%
- 利息支出	-156,000	-350,000	-473,239	-613,867	-983,436	研究和开发费用/收入 (%)	4%	5%	4%	4%	4%
- 营业外亏损净额	1,238,000	2,264,000	2,178,870	2,826,344	4,527,905	实际税率 (%)	-50%	20%	16%	16%	16%
税前利润	9,973,000	8,990,000	16,632,861	27,009,782	52,631,139	应收账款天数	12.0	14.6	14.6	14.6	14.6
- 所得税支出	-5,001,000	1,837,000	2,609,784	4,237,977	8,258,103	应付账款天数	67.5	60.4	60.0	60.0	60.0
净利润	14,974,000	7,153,000	14,023,077	22,771,805	44,373,035	财务状况					
Non-GAAP 净利润	10,882,000	8,419,000	16,557,566	26,059,443	49,639,952	总负债/总资产	40%	40%	39%	33%	33%
EBITDA	14,640,000	14,358,000	21,775,261	27,009,782	52,631,139	收入/净资产	91%	80%	86%	94%	106%
EBITDA 增长率 (%)	16%	2%	52%	24%	95%	经营性现金流/收入	14%	15%	17%	18%	20%
主营业务增速 (%)	19%	1%	30%	30%	60%	税前盈利对利息倍数	9	6	8	10	12
资产负债表						现金流量表					
單位：千美元						單位：千美元					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	16,398,000	16,139,000	26,600,349	43,581,559	75,169,770	+ 净利润	14,974,000	7,153,000	14,023,077	22,771,805	44,373,035
+ 应收账款与票据	3,508,000	4,418,000	5,863,687	7,473,311	13,893,042	+ 折旧、摊销	4,667,000	5,368,000	5,142,400	6,292,400	7,526,195
+ 库存	13,626,000	12,017,000	18,980,226	20,005,726	40,545,190	+ 股权激励	1,812,000	1,999,000	2,534,489	3,287,639	5,266,916
+ 其他流动资产	3,388,000	5,362,000	5,630,100	5,911,605	6,207,185	+ 库存	-1,195,000	937,000	-7,521,326	-1,639,411	-21,214,765
总计流动资产	49,616,000	58,360,000	77,498,362	97,396,200	156,239,187	+ 其他经营活动	-653,000	-1,011,000	7,536,509	-1,627,163	17,414,634
+ 运营租赁车辆- 净值	5,989,000	5,581,000	6,139,100	6,753,010	7,428,311	经营活动现金流量	13,256,000	14,923,000	21,715,149	29,085,269	53,366,016
+ 太阳能能源系统- 净值	5,229,000	4,924,000	4,677,800	4,443,910	4,221,715	+ 资本投入	-8,898,000	-11,339,000	-11,500,000	-12,337,950	-22,000,000
+ 库存与设备- 净值	29,725,000	35,836,000	42,193,600	48,239,150	62,712,955	+ 短期投资变动	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	11,695,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	11,133,000	+ 收购与剥离净现金	-64,000	0	0	0	0
总计长期资产	57,002,000	63,710,000	70,379,500	76,805,070	91,731,981	+ 其他投资活动	-6,686,000	-7,448,000	246,200	233,890	222,196
总资产	106,618,000	122,070,000	147,877,862	174,201,270	247,971,167	投资活动现金	-15,584,000	-18,787,000	-11,253,800	-12,104,060	-21,777,805
+ 应付账款	14,431,000	12,474,000	21,341,155	21,188,974	44,866,571	+ 发行普通股	0	0	0	0	0
+ 应付负债	9,080,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	10,723,000	+ 发行可转债	3,931,000	5,744,000	0	0	0
+ 其他流动负债	5,237,000	5,624,000	5,940,800	6,289,280	6,672,608	+ 期权行权收益	-1,351,000	-2,500,000	0	0	0
总计流动负债	28,748,000	28,821,000	38,004,955	38,201,254	62,262,179	+ 偿还债券	700,000	1,241,000	0	0	0
+ 长期借款	2,857,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	5,757,000	+ 其他融资活动	-691,000	-632,000	0	0	0
+ 其他长期负债	11,404,000	13,812,000	13,878,340	13,946,007	14,015,027	融资所得现金	2,589,000	3,853,000	0	0	0
总长期负债	14,261,000	19,569,000	19,635,340	19,703,007	19,772,027	现金净增减	265,000	-152,000	10,461,349	16,981,209	31,588,211
总负债	43,009,000	48,390,000	57,640,295	57,904,261	82,034,206						
总股东权益	62,634,000	72,913,000	89,470,566	115,530,010	165,169,961						

資料來源：公司資料、第一上海預測

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。