

買入

2026年5月29日

盈利節奏延續，AI 驅動廣告再加速

- 業績摘要：** Q1 總收入 74.7 億元，同比增長 7%，延續穩健增長態勢。毛利率達 37.1%，連續第 15 個季度環比提升，較去年同期提升 0.8 個百分點。GAAP 淨利潤 2.02 億元，實現扭虧為盈（去年同期淨虧損 0.107 億元）；Non-GAAP 淨利潤 5.85 億元，同比增長 62%，經調整淨利潤率提升至 7.8%。經調整經營利潤同比增長 53% 至 5.24 億元，利潤率 7.0%（去年同期 4.9%）。管理層重申中長期目標：毛利率 40%-45%，經營利潤率 15%-20%。
- 廣告業務提速至 30%，AI 賦能從效率工具升級為增長引擎：** Q1 廣告收入同比增長 30% 達 25.9 億元，連續第 13 個季度雙位數增長，增速進一步加快。效果廣告 CTCVR 同比增長 25%，AIGC 素材 CTR 提升雙位數，自動化廣告滲透率已躍升至 85%（此前約 50%）。PC/OTT 廣告收入增長超 50%，搜索和小程式等新場景翻倍以上，多屏多場景佈局持續打開增量空間。前五大行業為遊戲、網服、數碼家電、電商、汽車，AI 應用賽道廣告主預算同比增長超 170%。
- 遊戲業務短期承壓于高基數，2026 年管線蓄力下半年：** Q1 移動遊戲收入 15.2 億元，同比下降 12%，系《三國：謀定天下》去年同期高基數影響，環比表現持平，FGO 和碧藍航線提供穩定基礎。2026 年管線進入集中釋放量期：《三國：百將牌》4 月 soft launch 符合預期，計畫 7 月正式上線，業界首創英雄技能+卡牌融合玩法。《三國志：王道天下》3 月底首輪付費測試回饋積極，計畫年內上線。《閃耀吧！嚕咪》5 月初全球測試回饋積極，目標 Q4 全球上線，首創養成+休閒融合玩法。《逃離鴨科夫》今年銷量突破 400 萬份，正推進主機版和手遊版。
- 用戶活躍度創下新高，AI 投入以審慎姿態推進：** Q1 DAU 達 1.152 億，同比增長 8%；MAU 突破 3.76 億；日均使用時長達 119 分鐘，同比增加 11 分鐘，用戶總時長同比增長 19%。正式會員達 2.91 億，留存率約 80%，用戶平均年齡約 26.5 歲。大會員 2,480 萬（同比+5%），約 80% 選擇年度或自動續費，粉絲充電收入同比增長 50% 以上。費用方面，Q1 CapEx 同比增長約 80%，全年 AI 相關 CapEx 預計增加約 10 億元，對 P&L 影響僅約 1 億元。資本管理方面，Q1 回購 250 萬份證券，2 億美元回購計畫已全部完成，董事會考慮續推。受歷史遞延所得稅資產影響，2025-2026 年實際有效稅率預計維持低位，有助於利潤保留。
- 目標價 35 美元/271 港元，買入評級：** 預計公司 2026-2028 年營業收入為 339/378/414 億元，同比增長 11.9%/+11.4%/+9.6%；預計 Non-GAAP 歸母淨利潤為 32.9/41/52.5 億元，淨利潤率分別為 9.7%/10.8%/12.7%。考慮其盈利能力的改善預期及社區生態價值，採用現金流折現法進行測算 2026 年的目標價為 35 元/271 港元，對比當前股價仍有 103.2%/104.5% 的增長空間，給予買入評級。
- 投資風險：** 用戶流量增長不及；商業化不及預期；遊戲表現不及預期。

呂彥辛

852-25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

主要資料

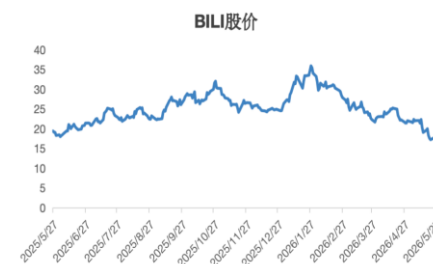
行業	TMT
股價	17.22 美元/132.5 港元
目標價	35 美元/271 港元 (+103.2%/104.5%)
股票代碼	BILI US/9626 HK
總股數	4.17 億股
市值	73.2 億美元
52 周高/低	36.4 美元/16.92 美元
每股帳面值	5.54 美元
主要股東	陳睿 11.53% 騰訊 9.7% 徐逸 6.58% 貝萊德 4.35%

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 (千人民币)	26,831,525	30,347,766	33,945,512	37,812,443	41,447,151
变动	19.1%	13.1%	11.9%	11.4%	9.6%
GAAP 净利润 (千人民币)	-1,363,651	1,190,941	1,786,552	2,659,160	3,839,664
摊薄每股盈利 (人民币)	-3.2	2.7	4.0	5.9	8.5
变动	72.3%	183.1%	49.2%	48.1%	43.7%
基于17.22美元的市盈率 (估)	N.A	45.8	30.7	20.7	14.4
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

BILI 盈利持續釋放，AI 驅動廣告提速與遊戲管線蓄力

Q1 業績延續增長勢頭，毛利率連續第 15 個季度擴張，經調整淨利潤率攀升至 7.8%，盈利能力的提升正在從量變走向質變。

盈利拐點持續驗證，經營杠杆加速兌現

哩哩哩（以下簡稱“B 站”）2026 年 Q1 延續良好增長勢頭，總收入 74.7 億元，同比增長 7%。毛利率達 37.1%，連續第 15 個季度環比提升，較去年同期提升 0.8 個百分點。GAAP 淨利潤 2.02 億元，實現扭虧為盈（去年同期淨虧損 0.107 億元）；Non-GAAP 淨利潤 5.85 億元，同比增長 62%，經調整淨利潤率提升至 7.8%。經營利潤同比增長 1,011%至 1.67 億元，經調整經營利潤同比增長 53%至 5.24 億元，經調整經營利潤率 7.0%（去年同期 4.9%）。收入結構優化、運營效率提升與 AI 賦能杠杆效應三重驅動下，盈利能力正步入持續擴張通道。管理層在業績會上重申中長期目標：毛利率 40%-45%，經營利潤率 15%-20%。

社區活躍度創歷史新高，用戶生態築牢增值底座

Q1 DAU 達 1.152 億，同比增長 8%；MAU 突破 3.76 億；日均使用時長達 119 分鐘，同比增加 11 分鐘，用戶總時長同比增長 19%，社區活躍度與黏性均創下新高。正式會員達 2.91 億，12 個月留存率穩定在約 80%，用戶平均年齡約 26.5 歲，正處於消費力快速上升階段。大會員達 2,480 萬（同比增長 5%），約 80%選擇年度或自動續費，粉絲充電收入同比增長 50%以上，付費穩定性為 VAS 提供了堅實的現金流底座。每月 170 億次真實互動在 AI 時代構成稀缺的高品質人類偏好資料，是平臺難以被複製的核心資產。

創作者生態持續繁榮是維繫黏性的結構性原因。Q1 日活 UP 主同比增長 6%，日投稿量增長 19%；千粉 UP 主同比增長超 30%，萬粉至百萬粉各梯級 UP 主數量均增長超 20%；UP 主人均收入同比增長 20%。AI 大幅降低中長視頻創作門檻——過去需要整個團隊的影視/音樂作品，現在一兩個核心創作者即可完成。近期 AI 創作大賽累計播放超 7 億次，150 條視頻播放量破百萬。內部已建立系列模型用於內容品質理解和優質內容的早期發現，直接轉化為創作者粉絲增長。由此形成雙向鎖定：用戶留下來是因為所關注的創作者在這裡，創作者留下來是因為受眾與收入在這裡。

Q1 VAS 收入同比增長 4%至 29.1 億元，主要由大會員及其他增值服務帶動。直播業務運營穩定、毛利率改善。從內容品類看，ACG 仍是文化根基：Q1 遊戲和國創動畫時長分別同比增長 27%和 20%；知識類（含 AI）增長 20%；音樂增長 25%（受 AIGC 驅動）；育兒早教、戶外等新品類增長 50%以上。陳睿在業績會上表示，AI 使優質創作者能力進一步放大，B 站最大財富是聚集了中國最具創造力、最願意做深度表達的創作者，AI 這個歷史性機會有可能讓 B 站價值提升 10 倍。我們認為，這種創作者與用戶的深度情感連接是廣告主在 B 站投放願意支付溢價的來源之一，也是平臺抵禦短視頻競爭最難被複製的護城河。

廣告增速躍升至 30%，AI 賦能從效率工具升級為增長引擎

Q1 廣告收入同比增長 30%達 25.9 億元，連續第 13 個季度實現雙位數增長，增速較此前季度進一步加快，已確立為收入增長的第一驅動力。前五大行業為遊戲、網服、數碼家電、電商、汽車，需求來源具有高度行業分散性。AI 應用賽道廣告主預算同比增長超 170%，數碼家電和汽車各增長超 30%，家裝增長超 130%，即時零售競爭帶來的增量預算共同構成了多層次的廣告需求來源，降低了單一行業週期性波動的影響。

供給側的結構性升級是廣告能力建設的核心敘事。Q1 效果廣告 CTCVR（點擊到轉化率）同比增長 25%，AIGC 素材 CTR 提升雙位數。值得關注的是，平臺自動化廣告滲透率已躍升至 85%（此前約 50%），AI 驅動的深度轉化建模和智慧創意能力加速滲透，託管投放能力持續提升。PC/OTT 廣告收入增長超 50%，搜索和小程式等新場景翻倍以上，多屏多場景佈局（APP 到 PC/iPad/OTT/車載全場景，資訊流到搜索/評論/播放機內/小程式全觸點）持續打開增量空間，而非僅依賴資訊流存量的挖掘。

廣告收入同比增長 30%連續第 13 個季度雙位數增長，AI 自動化滲透率躍升至 85%，技術驅動正從廣告效率工具升級為增長核心引擎。

李旒在業績會上闡述了全年廣告增長的三大驅動力：1) AI 深化廣告系統——對使用者興趣、消費意圖、內容理解進一步增強，精準匹配推動 CTCVR 超預期增長；2) 多屏多場景拓

展——全場景全觸點覆蓋持續擴大廣告庫存；3) 垂直行業策略深化——預期下半年 AI 科技、汽車、家裝家電等高價值行業集中爆發，遊戲、電商、教育等優勢品類持續擴市占率。B 站投放價值區別於純流量平臺，從一次性認知到迴圈多次認知，從單一轉化到長期品牌沉澱，是廣告主最渴望觸達的增量人群。內容生態與廣告需求形成了少見的正向迴圈。

從內容供給的結構性影響來看，AIGC 工具對 B 站生態的潛在價值遠不止於降低製作成本，其深層邏輯在於打破中長視頻內容生產的人力瓶頸，從而擴大優質內容的供給總量。B 站內容的核心競爭力歷來依賴專業性強、製作週期長的 PUGV——一位中等體量的 UP 主製作一條 10 分鐘以上的深度內容，前期調研、腳本、剪輯、配音到字幕校對往往需要數十小時。AIGC 工具鏈的系統性引入，實質上是在創作者端提供了一套“擴產不擴員”的基礎設施。陳睿在業績會上強調，AI 未改變 B 站底層邏輯，而是放大了優質內容供給和社區體驗兩方面優勢，短視頻內容已過剩，但優質中長視頻供給遠遠不足，AI 正在彌補這一缺口。

具體來看，AI 輔助剪輯可將粗剪效率提升數倍，允許 UP 主在相同時間內產出更高頻次的內容；IndexTTS 2.0 支持 8 種情感維度調節及毫秒級時長控制，使依賴文字轉語音的創作者獲得媲美專業配音的效果，對科普、紀錄片、歷史類內容尤為重要；AI 翻譯功能打開了跨語言內容流通通路，有助於 B 站拓展非中文用戶基礎。AI 創作大賽累計播放超 7 億次、150 條視頻破百萬播放的成績，驗證了 AI 賦能創作的可行性。若 2026 年創作者工具的 AI 化滲透率持續提升，投稿量與內容品質的共同增長具備加速空間，是我們對廣告收入維持高增速判斷的內容端支撐之一。

對平臺而言，內容供給密度的提升具有直接的商業變現價值——更多內容意味著更長的使用者停留時長，更長的停留時長帶來更多的廣告展示機會，同時內容多樣性的擴張也有助於平臺向更廣泛的品類廣告主證明受眾覆蓋能力。Q1 用戶總時長同比增長 19% 已充分驗證這一飛輪效應。B 站每月 170 億次真實互動構成的真人資料，在 AI 時代極為珍貴，為 AI 模型的訓練提供了高品質的人類偏好回饋，這是純流量平臺難以企及的差異化壁壘。

值得關注的風險在於，AIGC 內容氾濫可能對平臺的內容品質調性形成衝擊——B 站管理層在會議中明確以“拒絕速食式內容”作為社區定位的核心表述，其演算法分發機制和社區審核標準能否在內容供給擴張的同時維護品質門檻，是決定這一邏輯能否順暢兌現的關鍵變數。但我們注意到，B 站已建立系列模型用於內容品質理解和優質內容的早期發現，這為其在擴大供給的同時守住品質底線提供了技術保障。

遊戲短期承壓于高基數，管線豐富度提升蓄力下半年

Q1 移動遊戲收入 15.2 億元，同比下降 12%，主要受《三國：謀定天下》去年同期高基數影響，該遊戲正過渡至穩定成熟期，環比表現持平。FGO 和碧藍航線繼續提供穩定基礎。《逃離鴨科夫》今年銷量突破 400 萬份，正推進主機版和手遊版，目標打造長青 IP。2026 年遊戲管線進入集中釋放期：《三國：百將牌》4 月 soft launch 符合預期，計畫 7 月正式上線，業界首創英雄技能+卡牌融合玩法，目標成為大 DAU、長生命週期休閒品類產品。《三國志：王道天下》3 月底首輪付費測試回饋積極，計畫年內上線，與三謀形成差異化互補（三王面向 IP 粉絲和畫質追求者，三謀面向年輕化+降肝減氬）。《閃耀吧！嚕咪》5 月初全球使用者測試回饋積極，目標 Q4 全球上線，首創養成+休閒融合玩法。遊戲整體策略三句話：長線運營、垂類頭部、品類年輕化。我們將遊戲出海定性為中期成長的上行期權而非基準假設，一旦形成規模性驗證將帶來額外估值彈性。

在財務與資本管理層面，截至 Q1 末現金及等價物、定期存款及短期投資合計 241.9 億元，充沛儲備既為 AI 戰略投入提供保障，亦為遊戲出海所需的當地語系化運營留有安全邊際。Q1 回購 250 萬份證券，成本 6,030 萬美元；2 億美元回購計畫已全部完成（累計回購 990 萬份），董事會正考慮在適當時候續推，股東回報信號積極。AI 投入方面，Q1 CapEx 同比增長約 80%（約 2 億元），全年 AI 相關 CapEx 預計增加約 10 億元，對 93.5%/100%93.5%/100%P&L 影響僅約 1 億元，研發開支同比增長 9% 整體可控。管理層明確將在保持盈利的同時以審慎方式推進 AI 投入，對廣告效率和內容生產力的正向回饋將在 2026-2027 年逐步體現在毛利率擴張上。歷史累計虧損形成的遞延所得稅資產將隨各主體陸續盈利持續釋放，未來兩年實際有效稅率預計維持低位，是利潤集中兌現的隱性催化劑。

綜合來看，哩哩哩業務邏輯已完成從“使用者增長優先”向“經營效率優先”的切換，AI 與遊戲管線進入集中釋放期，《三國：百將牌》與《閃耀吧！嚕咪》接力上線，疊加2億美元回購計畫完成，中期成長與股東回報確定性同步增強。

盈利預測

未來三年收入 CAGR 10.9% 我們預計公司 2026-2028 年收入為 339/378/414 億元，三年 CAGR 為 10.9%。預計 Non-GAAP 歸母淨利潤為 32.9/41/52.5 億元，淨利潤率為 9.7%/10.8%/12.7%。

目標價 35 美元/271 港元，買入評級

現金流折現法：合理股價為 35 美元/271 港元 我們採用現金流折現法（DCF）進行估值，假設加權平均資本成本（WACC）為 10.80%、長期增長率為 2.5%，人民幣兌美元匯率為 6.85，在不考慮遊戲出海及 AI 變現超預期的情況下，我們預計公司 2027 年估值將達到 154 億美元。基於 DCF 法得到 2026 年目標價為 35 美元/271 港元，對比當前股價仍有 103.2%/104.5% 的增長空間，給予買入評級。

圖表 2：DCF 模型

折現年限	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	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(千人民幣)											
CFO	7,147,108	6,310,252	7,057,985	8,080,471							
CAPEX	(1,750,257)	(1,733,495)	(1,724,646)	(1,724,023)							
減：股权激励費用	-1,170,535	-1,379,229	-1,320,175	-1,303,210	-1,200,000	-1,100,000	-1,000,000	-950,000	-900,000	-850,000	-800,000
自由現金流增長率		-15.2%	16.5%	19.2%	13.0%	11.0%	9.0%	7.0%	5.0%	4.0%	4.0%
自由現金流量	5,396,851	4,576,757	5,333,338	6,356,448	7,182,787	7,972,893	8,690,454	9,298,785	9,763,725	10,154,274	10,560,445
折合至 2025 年末的現金流量		4,130,647	4,344,298	4,672,994	4,765,779	4,774,382	4,696,820	4,535,737	4,298,307	4,034,512	50,552,923
永續期折現值											130,415,130

WACC	10.80%
長期增長率	2.5%

估值	
現金流折現價值	90,806,400
加：現金及等價	24,153,062
減：債券市值	9,636,717
減：少數股東權益	-24,719
股本價值（人民幣）	105,347,464
人民幣兌美元匯率	6.9
股本價值（美元）	15,379,192
股本數量（預期）	444,027
DCF 法之每股價值	35

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: 千人民币, 财务年度: 12月31日											
	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	26,831,525	30,347,766	33,945,512	37,812,443	41,447,151	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-18,057,562	-19,233,654	-21,114,108	-23,254,652	-25,075,526	毛利率 (%)	32.7%	36.6%	37.8%	38.5%	39.5%
毛利	8,773,963	11,114,112	12,831,404	14,557,791	16,371,625	EBITDA 利率 (%)	1.8%	9.9%	10.8%	11.6%	13.5%
营业开支	-10,117,932	-9,989,661	-11,134,128	-11,986,544	-12,558,487	净利率 (%)	-5.1%	3.9%	5.3%	7.0%	9.3%
- 营销费用	-4,401,655	-4,394,107	-4,582,644	-4,915,618	-5,180,894	营运表现					
- 行政费用	-2,031,063	-2,062,066	-2,274,349	-2,344,371	-2,403,935	营销费用/收入 (%)	-16.4%	-14.5%	-13.5%	-13.0%	-12.5%
- 研究费用	-3,685,214	-3,533,488	-4,277,135	-4,726,555	-4,973,658	行政费用/收入 (%)	-7.6%	-6.8%	-6.7%	-6.2%	-5.8%
营业亏损	-1,343,969	1,124,451	1,697,276	2,571,246	3,813,138	研发费用/收入 (%)	-13.7%	-11.6%	-12.6%	-12.5%	-12.0%
- 利息收入	434,980	431,847	475,237	499,124	497,366	实际税率 (%)	-2.6%	-1.4%	-5.0%	-3.0%	-3.5%
- 投资收入	-470,081	-242,288	-203,673	-181,500	-165,789	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- 营业外亏损净额	68,068	44,648	132,387	56,719	41,447	应收账款天数	18.8	22.0	18.0	20.0	22.0
税前利润	-1,400,195	1,208,086	1,880,581	2,741,402	3,978,926	应付账款天数	91.1	83.0	98.0	92.0	88.0
- 所得税支出	36,544	-17,145	-94,029	-82,242	-139,262	财务状况					
净亏损	-1,363,651	1,190,941	1,786,552	2,659,160	3,839,664	总负债/总资产	56.9%	62.2%	59.3%	56.0%	52.0%
折旧与摊销	2,326,735	2,228,390	2,268,461	2,143,883	2,100,629	收入/净资产	190.2%	195.2%	185.9%	173.5%	156.3%
主营业务增长 (%)	19%	13%	12%	11%	10%	经营性现金流/收入	22.4%	23.6%	18.6%	18.7%	19.5%
资产负债表						现金流量表					
	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	10,249,382	12,183,538	16,052,295	20,677,633	26,326,082	+ 净利润	-1,363,651	1,190,941	1,786,552	2,659,160	3,839,664
+ 短期投资	2,706,535	6,447,197	6,447,197	6,447,197	6,447,197	+ 折旧、摊销	2,326,735	2,228,390	2,268,461	2,143,883	2,100,629
+ 应收账款与票据	1,226,875	1,268,219	1,674,025	2,071,915	2,498,184	+ 其他调整	1,836,792	1,440,025	1,628,739	1,588,810	1,587,756
+ 其他流动资产	5,523,263	7,600,326	7,600,326	7,600,326	7,600,326	+ 非现金运营资本变动	3,214,978	2,287,752	626,501	666,131	552,422
总计流动资产	19,756,055	27,550,080	31,824,643	36,847,871	42,922,589	经营活动现金流量	6,014,854	7,147,108	6,310,252	7,057,985	8,080,471
+ 长期投资	3,911,592	4,761,653	4,761,653	4,761,653	4,761,653	+ 固定及无形资产变动	-1,755,111	-1,750,257	-1,733,495	-1,724,646	-1,724,023
+ 净固定资产	589,227	695,105	518,150	470,476	477,364	+ 短期投资净变动	38,379	-3,833,662	0	0	0
+ 净无形资产	3,201,012	3,109,603	2,751,593	2,380,030	1,996,535	+ 长期投资净变动	-153,109	-1,850,000	-250,000	-250,000	-250,000
+ 商誉	2,725,130	2,818,125	2,818,125	2,818,125	2,818,125	+ 其他投资活动	1,731,754	-1,906,695	30,000	30,000	30,000
+ 其他长期资产	1,851,207	1,599,896	1,599,896	1,599,896	1,599,896	投资活动现金	-138,087	-9,340,614	-1,953,495	-1,944,646	-1,944,023
总计长期资产	12,942,445	13,617,683	13,082,718	12,663,481	12,286,875	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	32,698,500	41,167,763	44,907,361	49,511,352	55,209,464	+ 短期债务变动	3,240,304	141,283	0	0	0
+ 应付账款	4,801,416	5,497,415	5,668,994	5,861,447	6,045,606	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 递延收入	3,802,307	4,661,863	4,941,575	5,188,654	5,396,200	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	6,159,080	10,167,734	10,748,751	11,373,239	11,960,225	+ 其他融资活动	-6,065,687	3,946,000	-488,000	-488,000	-488,000
总计流动负债	14,762,803	20,327,012	21,359,319	22,423,339	23,402,031	融资所得现金	-2,825,383	4,087,283	-488,000	-488,000	-488,000
总负债	18,594,587	25,619,200	26,651,507	27,715,527	28,694,219	现金净增/减	3,057,561	1,934,956	3,868,757	4,625,338	5,648,448
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金剩余	10,299,382	12,234,338	16,052,295	20,677,633	26,326,082
总股东权益	14,103,913	15,548,563	18,255,854	21,795,825	26,515,245						

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。

©2026 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。