

社区生态稳健，商业化成熟向前

华泰研究

2025年10月14日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

316.50

首次覆盖哔哩哔哩港股并给予“买入”评级，目标价316.5港元，对应25E PS 4.1x。公司为中视频社区稀缺标的，平台生态稳固，用户高留存下保持稳健增长，广告和游戏双轮驱动业务增长，我们看好公司AI技术赋能下广告业务的份额提升，以及新游戏催化下的盈利上修。

社区壁垒：从文化聚合到生态闭环，构建长期竞争护城河

B站历经十五年发展，已从早期二次元垂直社区，进化为覆盖多元内容的综合视频生态平台，其核心竞争力源于不可复制的社区氛围与生态闭环。从用户维度看，平台以年轻群体为核心，35岁以下用户占比超8成，用户随平台成长的代际沉淀特征显著，高粘性与高留存成为鲜明标签——正式会员留存率超80%，十年以上老用户留存率更突破84%，这种用户与平台的深度绑定，是其他视频平台难以企及的优势。

广告：基建完善与AI赋能，打开增长新空间

广告业务已从早期探索阶段，进入系统化、规模化增长通道。24年整体收入同比增长27.7%，效果广告以40%增速成为核心驱动力。平台基本完成了广告基础设施体系的搭建，整合花火简单、起飞加热、必选广告的“三连平台”，实现全场景流量覆盖，无论是主站中长视频、短视频，还是PC端与搜索场景，均能为广告主提供高效触达路径。同时AI技术的深度融入成为广告业务的重要加分项。从AI生成贴合社区画风的广告创意，到InsightAgent数据洞察系统实现投前、投中、投后全链路优化，技术赋能增强了广告转化效率，1H25 ecpm同比提升约10%，推动广告业务成为平台稳定的增长引擎。

游戏：老游戏长线运营，品类年轻化持续推进

游戏业务凭借对年轻用户需求的深刻理解，以及与社区生态的天然协同，实现强势复苏。游戏业务24年实现收入56亿元，同比增长40%，其中独代&自研收入44.3亿元，同比大增74%，主要得益于新游戏《三国：谋定天下》发布。平台战略上聚焦长线运营与年轻化品类，一方面通过精细化运营让《FGO》《碧蓝航线》等老产品持续贡献稳定流水；另一方面，自研与独代并行的策略成效显著，《三国：谋定天下》作为公司首款SLG游戏，凭借创新玩法与社区营销成功破圈，年底上线《三国：百将牌》有望延续品类年轻化的成功经验，带来收入和利润弹性。

我们与市场观点不同之处

市场关注焦点集中在公司的估值体系与成长确定性，但是我们认为平台价值仍然没有完全被挖掘，一方面自身社区壁垒优势突出，年轻用户占比高，活跃用户持续增长，垂直平台壁垒深厚。另一方面市场普遍认为公司广告效率较低，但事实上经过3年来的内部建设，我们预计在生成式AI辅助的推荐能力迭代下效率仍有显著提升空间。

盈利预测与估值

考虑到新游戏发行节奏和广告业务的稳健增长，我们预计公司25-27年收入300.3/327.2/350.9亿元。公司利润释放好于市场预期，经营杠杆进一步显现，公司25-27年调整后归母净利润至23.1/31.8/39.9亿元。我们采用25E分部PS估值法，合计目标市值为1216.7亿人民币，对应目标价316.5港元，对应25E PS 4.1x，首次覆盖公司港股并给予“买入”评级。

风险提示：用户增长放缓致广告业务增长受限；新游戏上线流水不确定性；对社交及直播行业的相关监管政策收紧风险。

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

詹博

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

研究员

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

陈俊元*

SAC No. S0570125040051

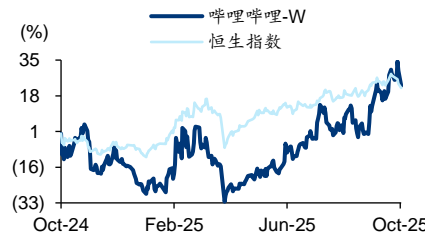
联系人

chenjunyuan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(港币 截至10月13日)	215.80
市值(港币百万)	90,816
6个月平均日成交额(港币百万)	995.97
52周价格范围(港币)	113.60-238.60

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	26,832	30,033	32,717	35,092
+/-%	19.10	11.93	8.94	7.26
归母净利润(百万)	(1,347)	982.44	1,936	2,654
+/-%	(72.07)	(172.95)	97.05	37.09
归母净利润(调整后,百万)	(22.10)	2,310	3,179	3,987
+/-%	(99.35)	(10,551)	37.62	25.42
EPS(调整后,最新摊薄)	(0.05)	5.48	7.55	9.47
PE(调整后,倍)	(3,961)	37.90	27.54	21.96
PB(倍)	5.88	5.12	4.57	3.99
ROE(调整后,%)	(0.16)	15.23	18.49	20.46
EV EBITDA(倍)	(112.78)	37.19	23.55	17.61
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,528	26,832	30,033	32,717	35,092
销售成本	(17,086)	(18,058)	(18,991)	(20,295)	(21,582)
毛利润	5,442	8,774	11,042	12,422	13,510
销售及分销成本	(3,916)	(4,402)	(4,529)	(4,741)	(4,823)
管理费用	(2,122)	(2,031)	(2,092)	(2,174)	(2,190)
其他收入/支出	(46.37)	(402.01)	(203.48)	(153.27)	(148.17)
财务成本净额	377.55	345.79	273.26	279.75	281.01
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(4,733)	(1,400)	1,057	2,035	2,946
税费开支	(78.71)	36.54	(78.53)	(101.74)	(294.55)
少数股东损益	10.61	(16.85)	(3.73)	(2.88)	(2.88)
净利润	(4,822)	(1,347)	982.44	1,936	2,654
Non-GAAP 调整项	1,398	1,325	1,328	1,243	1,334
调整后净利润	(3,425)	(22.10)	2,310	3,179	3,987
折旧和摊销	(274.12)	(1,000)	(1,429)	(1,565)	(1,700)
EBITDA	(4,836)	(745.98)	2,213	3,320	4,365
EPS (人民币, 基本)	(11.46)	(3.20)	2.33	4.60	6.31

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	3,637	3,162	4,449	3,842	5,050
现金及现金等价物	7,192	10,249	15,411	21,035	31,894
其他流动资产	7,898	6,345	6,472	6,601	6,733
总流动资产	18,727	19,756	26,332	31,478	43,678
固定资产	714.74	589.23	839.23	839.23	839.23
无形资产	3,628	3,201	1,607	1,242	742.17
其他长期资产	10,090	9,152	9,335	9,522	9,712
总长期资产	14,432	12,942	11,782	11,604	11,294
总资产	33,159	32,699	38,114	43,082	54,972
应付账款	6,129	7,360	7,037	8,574	8,268
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	11,974	7,403	8,143	8,550	8,977
总流动负债	18,104	14,763	15,180	17,124	17,245
长期债务	646.00	3,264	5,850	6,923	16,024
其他长期债务	830.72	847.33	864.28	881.56	899.20
总长期负债	651.11	3,832	6,714	7,805	16,923
股本	42,126	42,126	42,126	42,126	42,126
储备/其他项目	(27,734)	(28,018)	(25,898)	(23,962)	(21,308)
股东权益	14,404	14,108	16,228	18,164	20,818
少数股东权益	12.37	(4.48)	(8.22)	(11.09)	(13.97)
总权益	14,417	14,104	16,220	18,153	20,804

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(17.22)	(61.64)	84.51	42.89	31.28
PB	5.76	5.88	5.12	4.57	3.99
调整后 PE (倍)	(25.57)	(3,961)	37.90	27.54	21.96
调整后 ROE	(23.11)	(0.16)	15.23	18.49	20.46
EV EBITDA	(18.43)	(112.78)	37.19	23.55	17.61
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(5.78)	(0.96)	(1.09)	4.74	1.37

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(4,836)	(745.98)	2,213	3,320	4,365
融资成本	(377.55)	(345.79)	(273.26)	(279.75)	(281.01)
营运资本变动	1,431	1,707	(1,610)	2,144	(1,516)
税费	(78.71)	36.54	(78.53)	(101.74)	(294.55)
其他	2,702	(2,673)	886.61	557.45	576.48
经营活动现金流	(1,160)	(2,022)	1,139	5,640	2,850
CAPEX	(1,300)	(1,800)	(1,450)	(1,450)	(1,450)
其他投资活动	1,750	954.17	(166.10)	(169.42)	(172.81)
投资活动现金流	450.26	(845.83)	(1,616)	(1,619)	(1,623)
债务增加量	(8,037)	2,618	2,585	1,074	9,101
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	4,354	1,409	1,410	279.75	281.01
融资活动现金流	(3,683)	4,027	3,996	1,353	9,382
现金变动	(4,393)	1,160	3,518	5,374	10,609
年初现金	8,107	3,714	4,874	15,411	21,035
汇率波动影响	0.00	0.00	7,020	250.00	250.00
年末现金	3,714	4,874	15,411	21,035	31,894

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	2.87	19.10	11.93	8.94	7.26
毛利润	41.37	61.23	25.85	12.49	8.76
营业利润	(39.41)	(73.46)	(173.47)	93.25	47.39
净利润	(35.68)	(72.07)	(172.95)	97.05	37.09
调整后净利润	(48.82)	(99.35)	(10,551)	37.62	25.42
EPS (基本)	(35.68)	(72.07)	(172.95)	97.05	37.09
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.16	32.70	36.77	37.97	38.50
EBITDA	(21.47)	(2.78)	7.37	10.15	12.44
净利润率	(21.41)	(5.02)	3.27	5.92	7.56
调整后净利润率	(15.20)	(0.08)	7.69	9.72	11.36
ROE	(32.54)	(9.45)	6.48	11.26	13.62
调整后 ROE	(23.11)	(0.16)	15.23	18.49	20.46
ROA	(12.86)	(4.09)	2.77	4.77	5.41
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(45.44)	(49.51)	(58.92)	(77.69)	(76.23)
流动比率	1.03	1.34	1.73	1.84	2.53
速动比率	1.03	1.34	1.73	1.84	2.53
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.60	0.81	0.85	0.81	0.72
应收账款周转天数	68.01	45.61	45.61	45.61	45.61
应付账款周转天数	127.09	134.47	136.47	138.47	140.47
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	(11.46)	(3.20)	2.33	4.60	6.31
EPS (调整后, 基本)	(8.13)	(0.05)	5.48	7.55	9.47
每股净资产	34.23	33.52	38.56	43.16	49.47



正文目录

投资要点：成长于青春，成熟于商业	6
我们与市场观点不同之处	7
社区成功破圈，平台价值逐步兑现	8
发展历程：从二次元文化社区到多元化视频生态平台	8
财务表现：收入稳健增长，盈利逐步兑现	9
股价复盘：底部筑底，经营周期上行	11
社区生态：用户与社区同步成长	12
行业竞争激烈，B站生态稳固	12
用户成长：代际递进，核心群体稳中有升	12
内容供给：内容供给持续，保持多元化分区	14
双边生态：正循环逐步形成，商业反哺供给	15
VAS 业务平衡社区生态与商业变现的重要纽带	16
广告业务：夯实基建基础，AI 赋能可期	18
广告收入增长稳健，一横一纵战略落地	18
多屏多场景拓展增量，投放工具不断完善	20
定量化能力显著提升，AI 全方位赋能三连平台	20
生成式推荐有望成为新的探索方向	22
游戏业务：从扩品类到聚焦头部游戏长线运营	25
业务发展逐步聚焦，长线运营与品类年轻化	25
老游戏持续长线运营，三谋表现优异	26
新游戏有望在 26 年贡献增量	27
盈利预测与投资建议	29
盈利预测	29
SOTP 估值	30
风险提示	31

图表目录

图表 1：哔哩哔哩发展历史沿革	8
图表 2：哔哩哔哩股权结构（截至 2025 年 2 月 28 日）	9
图表 3：B 站月活用户数（百万）	9
图表 4：公司收入及增长（亿元）	9
图表 5：公司收入结构（百万元）	10
图表 6：公司毛利率和费用率	10
图表 7：公司调整后经营利润率	10
图表 8：哔哩哔哩港股股价涨跌幅复盘	11
图表 9：主要内容平台用户总时长（亿分钟）	12



图表 10: 24 年以来的用户时长同比增速.....	12
图表 11: 18-25 活跃用户平均年龄与新增用户平均年龄.....	12
图表 12: 分年龄段渗透率.....	12
图表 13: MAU (百万) 及增长.....	13
图表 14: DAU (百万) 及增长.....	13
图表 15: 哔哩哔哩 2020 年-2025 年每季度日均使用时长变化.....	13
图表 16: 哔哩哔哩海外 MAU (万人).....	14
图表 17: AI 翻译功能.....	14
图表 18: B 站内容分区.....	14
图表 19: 分区用户活跃指标情况 (2024 年).....	14
图表 20: B 站 AI 内容消费高涨 (2024 年).....	15
图表 21: 24Q3 消费类内容保持同比高增长.....	15
图表 22: UP 主成长路径 (25Q2).....	15
图表 23: 付费会员分结构同比增速.....	16
图表 24: UP 主的收益中心.....	16
图表 25: 食贫道充电会员.....	17
图表 26: 短剧激励计划.....	17
图表 27: 广告收入 (百万元) 及同比增速.....	18
图表 28: 广告及其中效果广告同比增速.....	18
图表 29: 广告基础投放体系.....	18
图表 30: 行业垂直投放解决方案.....	19
图表 31: 广告收入细分行业分析.....	19
图表 32: B 站是游戏用户的核心聚集地 (2024 年).....	19
图表 33: B 站 24 年双十一&25 年 618 战报.....	19
图表 34: 广告场景增长情况 (2023-2024).....	20
图表 35: 效果广告资源位.....	20
图表 36: 必火推广与三连平台.....	20
图表 37: 哔哩哔哩三连投放体系.....	21
图表 38: B 站的广告价值被证明.....	21
图表 39: 平台数据展示维度.....	21
图表 40: 星火计划.....	22
图表 41: 京火计划.....	22
图表 42: 生成式推荐系统持续升级.....	22
图表 43: 多模态模型对推荐系统的融合方式.....	23
图表 44: MLLM 对视频的理解.....	23
图表 45: AI+标题生成.....	24
图表 46: InsightAgent.....	24
图表 47: 游戏业务增长情况 (百万元).....	25
图表 48: 哔哩哔哩游戏业务发展沿革.....	25
图表 49: 三款老游戏 ios 流水趋势 (万美元).....	26



图表 50: 《碧蓝航线》完成任务的指挥官数量	26
图表 51: 《三国: 谋定天下》上线以来表现优异	26
图表 52: 头部棋牌类游戏 MAU	27
图表 53: 棋牌类游戏用户集中度 (2025 年 8 月)	27
图表 54: TOP30 棋牌类游戏 iOS 流水趋势 (含三国杀)	27
图表 55: 棋牌类游戏收入集中度 (2025 年 8 月)	27
图表 56: 《三国: 谋定天下》MAU 和 DAU 稳定	28
图表 57: 棋牌类游戏近 12 个月双端流水测算 (万元)	28
图表 58: 盈利预测	29
图表 59: 可比公司估值表	30
图表 60: 分部估值	30
图表 61: 哔哩哔哩-WPE-Bands	31
图表 62: 哔哩哔哩-WPB-Bands	31

投资要点：成长于青春，成熟于商业

B 站经过多年的发展社区口碑优异，依然是最具生命力的互联网平台之一。此前，公司商业化步履一度较为缓慢，但平台用户持续成长下，稳定的商业化能力将会成新阶段的发展主线，我们整体看好优质社区生态维系下，广告和游戏业务有望持续驱动公司成长。

优质内容社区平台构筑不可复制的竞争壁垒。 B 站历经十五年演进，已完成从二次元垂直社区到综合视频生态平台的蜕变，形成“用户-创作者-内容”正向循环的护城河：

- **用户层面，平台呈现“代际递进+高留存”双特征：**25 年活跃用户平均年龄 26 岁，86% 用户为 35 岁以下群体，5-35 岁用户渗透率达 60%，显著高于行业水平；正式会员留存率超 80%，10 年以上注册用户留存率 84%，核心用户随平台长期沉淀，25Q1MAU、DAU 分别达 3.46 亿、1.07 亿，同比增速回升至 8%、7%，用户增长重回高质量通道。
- **内容供给端，多元内容矩阵实现用户兴趣分层：**6 个 OGV 分区覆盖番剧、国创等精品内容，31 个一级分区及 212 个二级分区延伸至知识、生活、AI 等泛领域，24 年游戏、科技品类播放量同比超 20%，AI 相关内容播放量突破 300 亿，投稿量翻倍，8000 万用户常态化消费 AI 内容，内容生态的丰富度与新鲜感持续强化用户粘性，25Q2 日均使用时长稳定在 100 分钟以上，高沉浸度体验成为区别于其他视频平台的核心标签。

广告业务：基建升级进入规模化增长新阶段。 广告业务已从“探索期”迈入“系统化扩张期”，24 年整体收入同比增长 27.7%，效果广告以 40% 增速成为核心驱动力。平台通过“一横一纵”战略夯实基建能力。“一横”维度，整合花火商单、起飞加热、必选广告的“三连平台”，覆盖主站、短视频、PC&搜索等全场景，24 年短视频播放量占比近 30%，广告库存流量消耗增长 60%。“一纵”维度，针对游戏、电商、汽车等行业提供垂直解决方案，大开环战略持续推进，高转化效率吸引广告预算持续迁移。

AI 赋能有望带来广告业务效率提升。 AI 技术进一步放大广告价值：InsightAgent 数据洞察系统实现投前策略诊断、投中实时优化、投后效果复盘的全链路赋能。AI 生成广告标题工具可基于关键词生成贴合社区画风的创意内容，结合多模态模型对视频内容的深度理解，广告投放精准度与 ROI 显著提升，为广告业务长期增长注入技术动能。

聚集呈现长线运营与品类年轻化。 游戏业务 24 年实现收入 56 亿元，同比增长 40%，其中独代&自研收入 44.3 亿元，同比大增 74%，业务结构持续优化。

- **长线运营：**老游戏《FGO》、《碧蓝航线》、《公主连结》依托长线运营策略，24 年 iOS 流水韧性显著。
- **品类年轻化：**核心产品《三国：谋定天下》作为 B 站首款 SLG 游戏，上线即登顶 iOS 免费榜，通过赛季内容创新、降低游戏门槛等设计实现用户长效留存。26 年储备新游《三国：百将牌》聚焦年轻化棋牌赛道，有望复制《三国：谋定天下》成功路径，推动游戏业务进入新一轮增长周期。

盈利能力有望持续兑现。 公司战略重心从规模扩张转向利润释放，盈利能力持续突破。毛利率层面，高毛利的广告与游戏业务收入占比提升，带动整体毛利率从 2019 年 17.6% 升至 2024 年 32.7%，产品结构优化驱动盈利水平抬升；费用端精细化管控成效显著，销售、管理费用率从 2022 年 55.7% 的高点降至 2024 年 37.7%，降本增效持续释放利润空间。24Q3 首次达成 Non-GAAP 经营利润转正，25Q2 Non-GAAP 经营利润率进一步提升至 6.8%，标志着公司正式进入利润爬坡通道。



我们与市场观点不同之处

当前市场对 B 站的关注焦点，集中在估值体系的锚定与成长确定性的判断上，部分观点因短期数据波动或传统认知，对平台长期价值存在一定低估。

我们认为公司短期相对高估值的原因在于垂直平台的壁垒和利润率上行的趋势较清晰。

1) 壁垒深厚：长期社区建设的过程中，B 站已构建“用户-内容-UP 主-商业”正向循环的社区生态，用户基础扎实且粘性领先，即使在控制营销投入的基础上，用户依然保持稳健增长。同时短视频等其他内容形式的竞争，并没有对平台用户产生明显冲击，垂直平台的壁垒得到显现。

2) 利润率上行：结合市场预期，我们看到未来三年公司的利润增长核心或在广告驱动（游戏预期相对较低），而广告保持较高增速下，高毛利业务有望带动整体利润上行。因此我们倾向于结合稳态利润率去看当前公司的估值体系。

另外我们尝试弥补市场对公司广告业务的理解，市场会担心公司广告建设的能力问题，通过对公司产品的梳理，公司已经完成从数据到产品到服务的一体化广告主赋能的能力，平台广告增长表现有望好于市场预期。同时随着大模型应用的渗透，生成式推荐有望打破原有的框架体系，B 站有望在新阶段借助新的技术手段，实现内容与广告推荐效率的提升。

综上，我们认为公司为中视频社区稀缺标的，平台生态稳固，用户高留存下保持稳健增长，广告和游戏双轮驱动业务增长，我们看好公司 AI 技术赋能下广告业务的份额提升，以及新游戏催化下的盈利上修，给予公司目标价 316.5 港元，首次覆盖港股并给予“买入”评级。

社区成功破圈，平台价值逐步兑现

发展历程：从二次元文化社区到多元化视频生态平台

哔哩哔哩（Bilibili，简称 B 站）成立于 2009 年 6 月，起源于国内二次元核心用户的自发聚合，承接自 AcFun（A 站）在动画、漫画、游戏（ACG）圈层中形成的社群文化与用户黏性。创始团队在早期以低成本创业的形式构建平台雏形，并于 2010 年正式启用“bilibili”品牌，以 ACG 内容创作与分享的弹幕视频体验为核心，确立了区别于其他在线视频平台的社区氛围与互动文化。凭借弹幕互动、分区运营、会员准入考试等独特机制，B 站在成立初期迅速聚拢了大批高粘性、强参与度的年轻用户。平台的发展大致可分为三个阶段：

第一阶段（2009 - 2014）：用户积累与文化塑造。依托 ACG 核心人群，B 站在 PUGV 内容创作、社群运营和弹幕互动方面构建差异化竞争壁垒。2011 年起，平台引入定期活动和创作者激励机制，推动优质内容持续产出；2013 年举办首届 BML（BilibiliMacroLink），并逐步形成以跨年晚会、拜年祭等为代表的大型运营 IP，强化社区文化认同感。此阶段，B 站月均活跃用户规模快速增长，成为国内最具影响力的二次元社区之一。

第二阶段（2014 - 2017）：商业化探索与品类拓展。2014 年，公司完成法人治理结构调整，并引入陈睿、徐逸等管理团队核心成员，确立以用户体验为优先、稳步推进商业化的战略方针。期间，B 站逐步开拓游戏联运、广告、增值服务等收入来源，形成多元化变现雏形；同时在内容布局上由 ACG 向生活、娱乐、科技等品类延展，构建泛二次元用户群体。2017 年，公司注册用户数突破 1 亿，为后续资本化与规模化运营奠定用户基础。

第三阶段（2018 年至今）：破圈与生态多元化。2018 年，B 站在纳斯达克成功上市，启动“二次元核心+多元内容拓展”双引擎战略。此后，公司持续加大在知识、生活方式、音乐、影视、体育等领域的内容投入，通过自制与版权并举、直播与增值服务扩容、广告产品体系迭代，构建全场景视频消费矩阵。尤其是在 PUGV 创作者生态建设方面，2024 年花火平台覆盖 UP 主数达 270 万，商业化收入同比增长 20 - 30%，创作者变现能力显著增强。同时，公司通过 AI 创作工具、内容审核与社区治理体系保障内容质量与社区氛围，保持用户高黏性与社区文化独特性。

整体来看，B 站在十五年的发展中完成了从细分二次元社区到综合视频平台的跨越式转型，在保持核心文化圈层稳定的同时，通过内容多元化与商业化模式的不断迭代，构筑了兼具规模效应与文化壁垒的长期竞争优势。

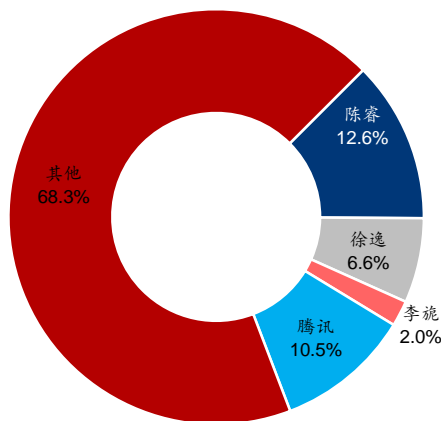
图表1：哔哩哔哩发展历史沿革



资料来源：公司官网、华泰研究

股权结构方面，公司董事会主席兼 CEO 陈睿先生持股约 12.6%，腾讯持股约 10.5%，创始人徐逸先生持股约 6.6%，COO 李旎女士持股约 2%。

图表2：哔哩哔哩股权结构（截至 2025 年 2 月 28 日）

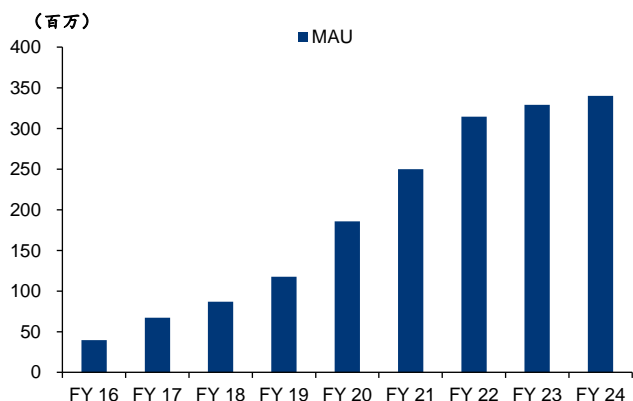


资料来源：公司公告、华泰研究

财务表现：收入稳健增长，盈利逐步兑现

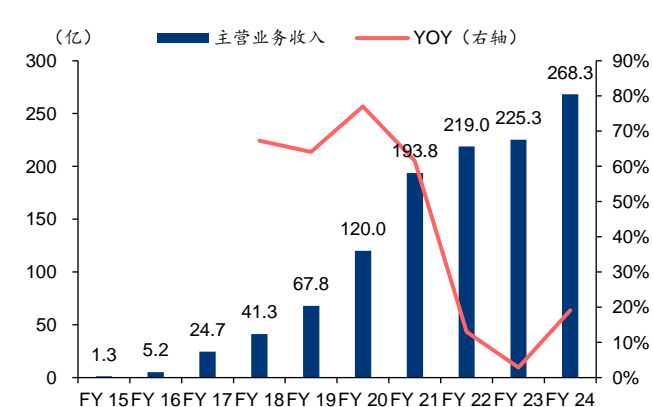
公司逐步度过快速增长期，进入稳态增长。公司 15 年收入仅为 1.31 亿元，经过 10 年来的快速发展，收入在 24 年达到 268 亿元。结合用户和收入增长，可以看到 21 年之前为公司的快速发展期，MAU 和收入都实现了较快增长。21 年以来增长有所放缓，进入到了稳健发展期。

图表3：B 站月活用户数（百万）



资料来源：公司财报、华泰研究

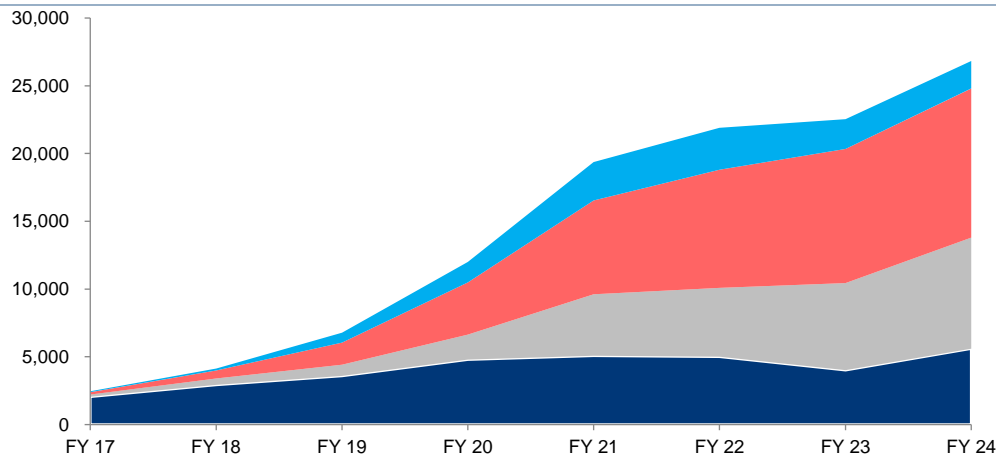
图表4：公司收入及增长（亿元）



资料来源：公司财报、华泰研究

广告业务增长持续，游戏阶段性波动。广告业务增长稳定性较强，23 年线下宏观动能修复之后，广告业务保持 20% 以上的增长。游戏业务受版号和自研游戏的影响，在 22/23 年同比有所下降，24 年在《三国：谋定天下》的推动下，增长提速明显。VAS 主要为直播和会员业务，增速保持在 10% 左右。

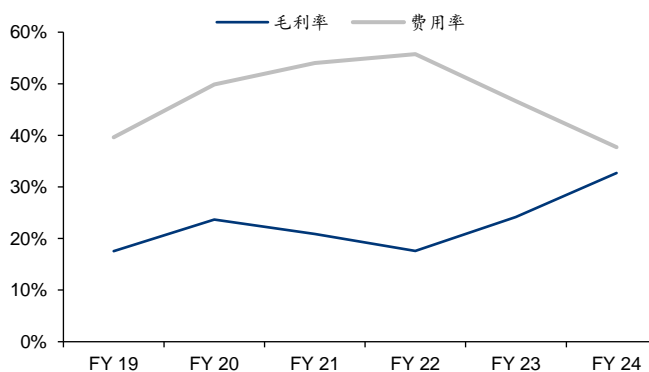
图表5：公司收入结构（百万元）



资料来源：公司财报、华泰研究

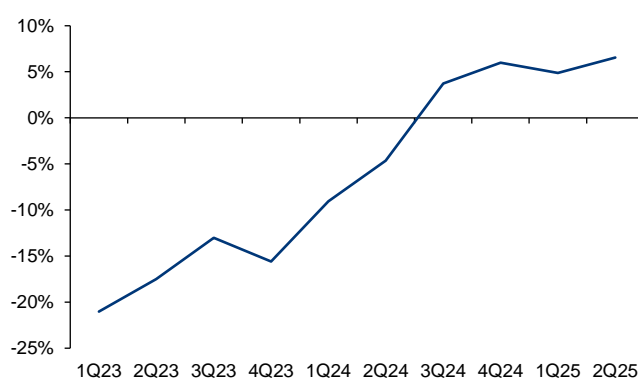
收入放缓下，降本增效释放利润成为公司核心驱动力。毛利率层面，高毛利广告占比提升以及游戏业务的弹性，带来毛利率的提升，毛利率从 19 年的 17.6% 提升到 24 年的 32.7%。费用率从 21/22 年 54%/55.7% 的高点，逐步降低到 24 年的 37.7%。综合带动公司盈利能力的显著的提升，公司在 24Q3 实现 Non-GAAP 经营利润层面的首次转正，25 年 Q2 Non-GAAP 经营利润率已经达到 6.8%。

图表6：公司毛利率和费用率



资料来源：公司财报、华泰研究

图表7：公司调整后经营利润率



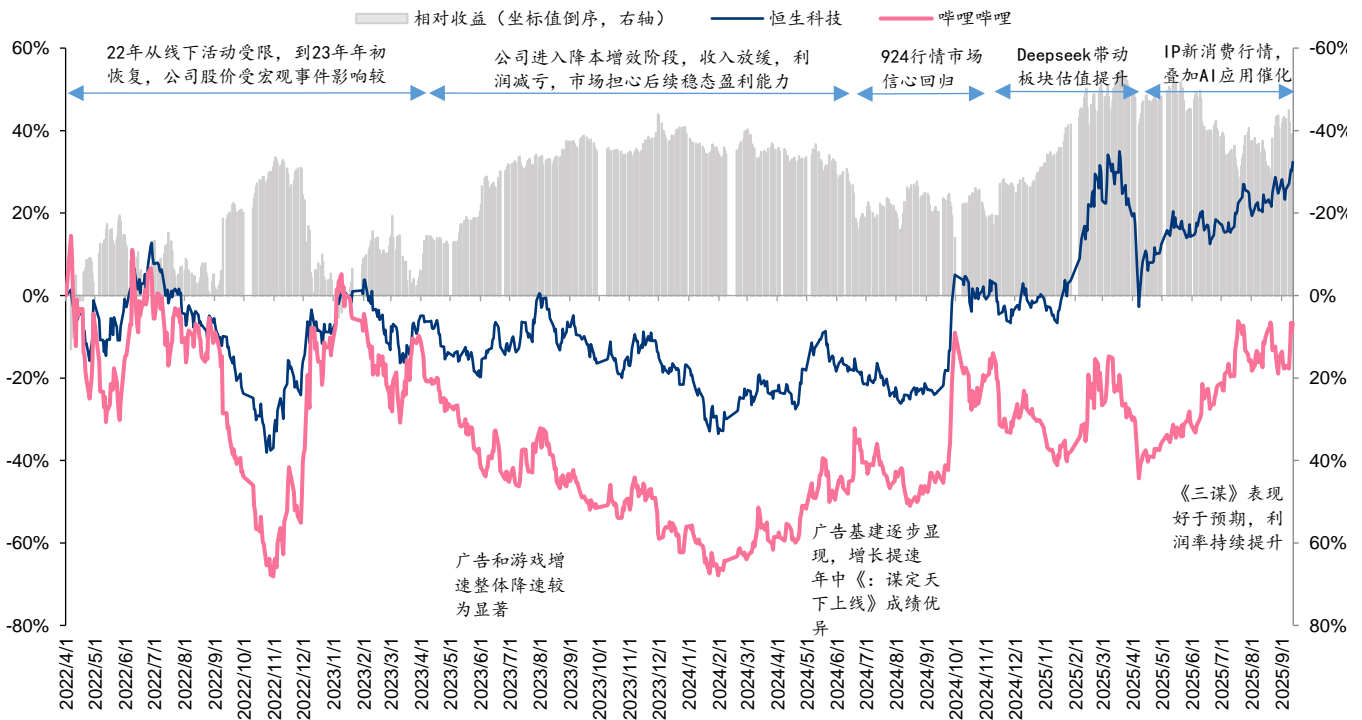
资料来源：公司财报、华泰研究

股价复盘：底部筑底，经营周期上行

哔哩哔哩股价历史上波动较大，主要原因公司在 24 年之前仍处于亏损状态，缺乏明确的估值锚定，因此市场对公司估值方法缺乏明确的共识。在当前时点，公司盈利能力持续提升，经营周期筑底回升，中长期成长空间可期。

- 22 年公司一方面受到外部不确定的影响，一方面自身处于内部降本增效初期，报表端效率提升不显著，所以股价在 22 年下半年整体弱于大盘。
- 23 年虽然利润端减亏已经较为明显，但是广告基建处于早期，广告收入增长降速，同时游戏业务受版号政策等影响，游戏业务出现了较为明显的下滑，导致 23 年下半年开始股价表现承压。
- 24 年可以看到公司广告和游戏实现了较好的双轮驱动，平台商业化能力提升，广告增长提速，以及游戏业务在《三国：谋定天下》的带动下增长呈现高速增长。可以看到 24 年年中公司相比恒生科技实现较高的超额收益。
- 25 年港股整体表现强势，deepseek、新消费、AI 应用对港股估值修复带动显著，哔哩哔哩年初处于利润率爬坡早期，估值消化阶段，因此略弱于恒生科技。但从年中开始，业绩持续表现好于预期，中远期盈利能见度提升，表现优于大盘走势。

图表8：哔哩哔哩港股股价涨跌幅复盘



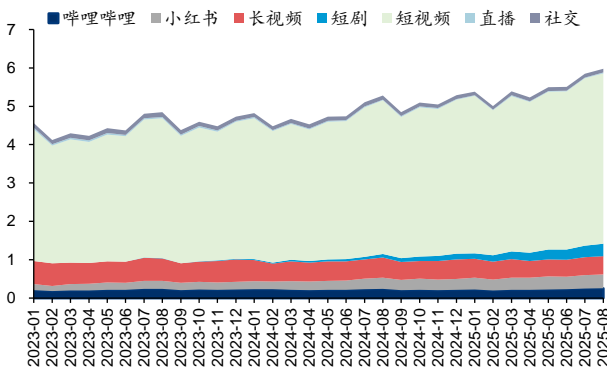
注：以 22 年 4 月 1 日为初始点计算股价收益率，相对收益为哔哩哔哩-恒生科技收益率
资料来源：Wind、公司财报、华泰研究

社区生态：用户与社区同步成长

行业竞争激烈，B站生态稳固

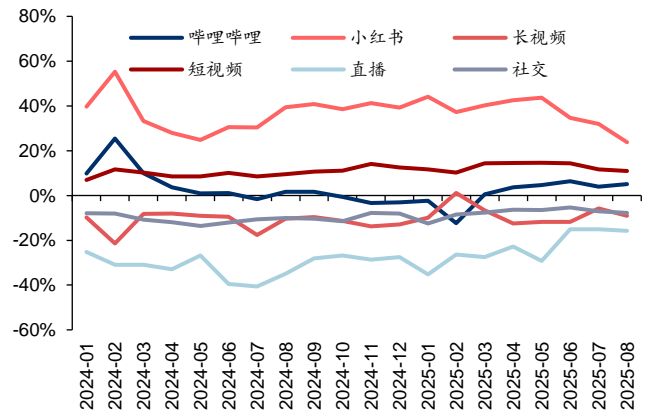
B站在内容平台中表现优异，竞争下稳定成长。23年以来随着互联网行业用户时长逐步见顶，份额见的竞争更为激烈。结合 Questmobile 的数据显示，短剧作为新的内容形式，24年以来增长显著，占比显著提升。而短视频平台占据用户时长最大的份额，增长相对较为稳健，哔哩哔哩作为中视频垂直平台保持稳健增长，而长视频和直播等份额下降较为显著。

图表9：主要内容平台用户总时长（亿分钟）



资料来源：Questmobile、华泰研究

图表10：24年以来的用户时长同比增速



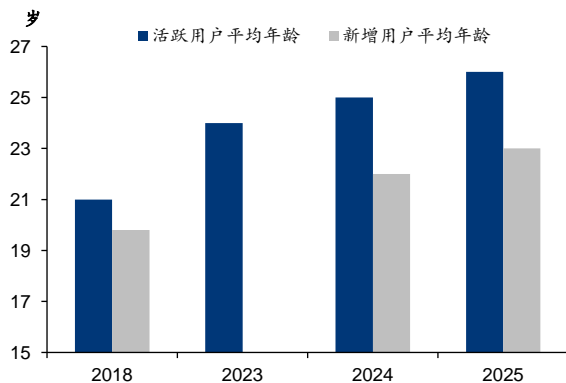
资料来源：Questmobile、华泰研究

B站增长稳健的主要原因为平台优质内容心智带来差异化的用户体验。不同于短视频的娱乐性和时讯性的内容特征，B站在内容卡位上在娱乐性的同时，结合中视频的优势，更多以科学性和经验性的内容做补充，因此在平台内容上形成了差异化优势。因此从内容侧来看，基于兴趣的圈层细分，满足多样化需求，新内容和分区不断涌现。而在用户侧，年轻化的用户群体也与内容创作者积极互动，形成良好的社区氛围。

用户成长：代际递进，核心群体稳中有升

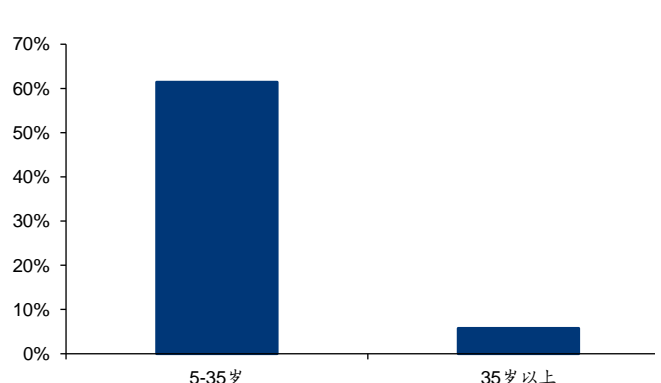
B站用户群体年龄结构延续年轻化特征，新增用户保持低龄区间，活跃用户年龄则稳步递进，代际沉淀趋势逐步显现。整体来看，平台活跃用户平均年龄自2018年的21岁提升至2025年的26岁，反映早期核心用户随平台共同成长并长期留存。新增用户年龄相对更低，2018年约19岁，2023-2024年维持在21-22岁，2025年小幅上升至23岁，依然在青年用户群体保持更高的渗透率。根据公司bilibili15周年演讲表述，86%的用户为35岁以下的用户，结合全国人口数据计算，B站在5-35岁的用户渗透率约为60%，显著高于35岁以上用户渗透率，随着用户的持续留存，公司用户有望保持持续增长。

图表11：18-25 活跃用户平均年龄与新增用户平均年龄



资料来源：公司官网、华泰研究

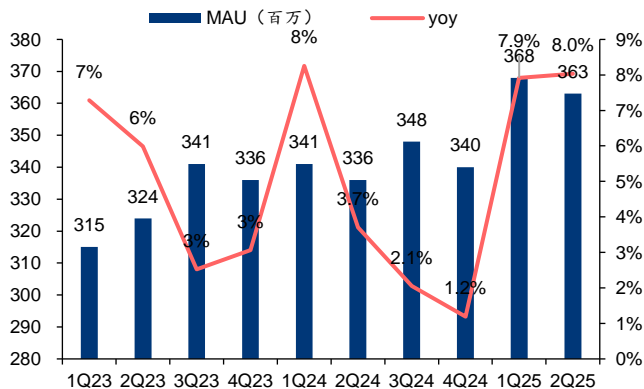
图表12：分年龄段渗透率



资料来源：国家统计局、公司官网、华泰研究

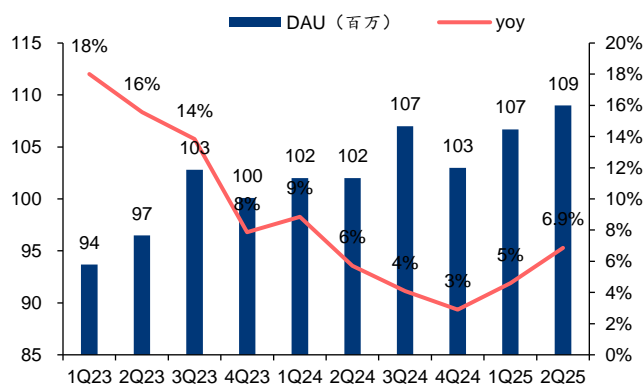
基于高留存的特征，MAU 和 DAU 持续增长。公司正式会员的留存率在 80%，10 年以上注册用户留存率 84%，十五年以上用户留存率 90%。优质留存和优质内容推动用户持续增长，25Q1MAU 达到 3.46 亿 (yoy+8%)，DAU 为 1.07 亿(yoy+7%)，相比 24 年显著提速。

图表13: MAU (百万) 及增长



资料来源: 公司财报、华泰研究

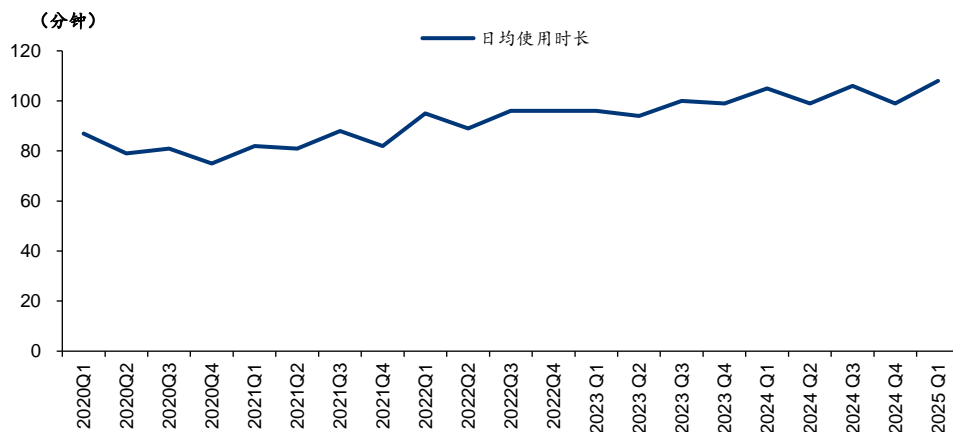
图表14: DAU (百万) 及增长



资料来源: 公司财报、华泰研究

在使用深度方面，用户粘性保持高位，日均使用时长整体稳中有升。2020Q1–2025Q2 期间，B 站用户日均使用时长由 80–90 分钟区间逐步提升至 100 分钟以上，核心人群使用粘性持续巩固。分季度看，单季波动与行业淡旺季相关，但总体趋势保持稳中向上。高时长使用习惯不仅凸显社区氛围与内容供给的黏性优势，也为广告与增值服务的深度转化奠定坚实基础。

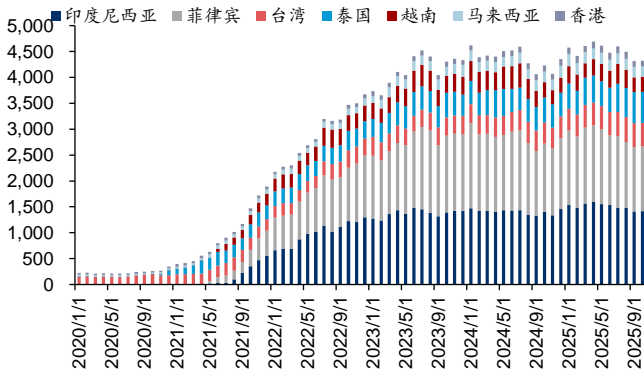
图表15: 哔哩哔哩 2020 年–2025 年每季度日均使用时长变化



资料来源: 公司财报、华泰研究

AI 原生翻译有望助力 B 站海外用户增长。根据 Sensortower 的数据显示，B 站中国大陆外的 MAU 超过 4000 万，规模上比较稳定，此前中文视频内容与海外用户的语言差异为开拓市场的最大障碍。2025 年 8 月 AI 原声翻译功能，能够自动擦除中文字幕改为英文、弹幕翻译及各类按钮，还能还原 UP 主的声线、音色、气口，实现本地化的适配，助力公司在海外的拓展。

图表16: 哔哩哔哩海外 MAU (万人)



资料来源: SensorTower、华泰研究

图表17: AI 翻译功能



资料来源: 哔哩哔哩官网、华泰研究

内容供给: 内容供给持续, 保持多元化分区

丰富的兴趣社区推动了持续的用户消费。截止到 2025 年 6 月, B 站兴趣联邦内容生态已形成 6 个 OGV 分区、31 个一级分区和 212 个二级内容分区。OGV 内容包含番剧、国创、纪录片、电影、电视剧、综艺等, 一级分区涵盖 ACG (动画、游戏)、泛知识 (科技数码、知识)、生活 (时尚美妆、美食)、娱乐 (音乐、舞蹈) 等多元领域, 实现从二次元到泛生活化的全面覆盖; 二级分区在一级分区基础上细化, 兼顾大众兴趣与小众圈层, 满足用户对内容广度和深度的双重需求。

图表18: B 站内容分区



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表19: 分区用户活跃指标情况 (2024 年)

B站拥有众多特色分区, 基于分区内容的播放量及互动量数据表现, 我们能够快速洞察出年轻人兴趣圈层的热点。游戏、动画、影视、知识和小剧场是B站内容播放量Top5的分区, 这些圈层内容更符合当下年轻人的内容消费偏好; 游戏、动画、知识、影视和动物是B站互动量Top5的分区, 这些圈层内容更易激发年轻人的互动热情; 而体育运动、亲子、小剧场作为B站播放量和互动量增长双高的分区, 其内容正成为年轻人关注的新势力。

月均播放量Top5分区		月均互动量Top5分区		年度播放量同比增速Top5分区		年度互动量同比增速Top5分区	
排名	分区	排名	分区	排名	分区	排名	分区
1	游戏	1	游戏	1	体育运动	1	体育运动
2	动画	2	动画	2	资讯	2	知识
3	影视	3	知识	3	汽车	3	亲子
4	知识	4	影视	4	小剧场	4	动物
5	小剧场	5	动物	5	亲子	5	小剧场

资料来源: 公司官网、华泰研究

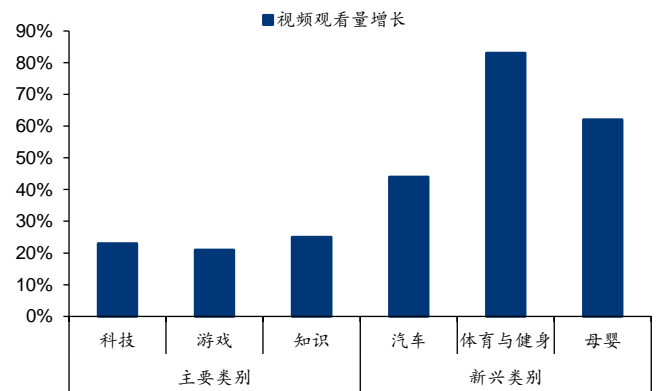
新兴板块如 AI 和消费, 展现平台内容生命力。24 年全年, 游戏、知识、科技等品类, 播放量同比增长均超 20%。同时, 消费类内容蓬勃发展, 日均观看人数超过 4000 万, 其中汽车品类播放量同比增长近 40%, 运动健身品类同比增长超 30%。AI 内容方面, 每月有超过 8000 万用户观看 AI 相关内容。2024 年, B 站 AI 相关内容的播放量超过 300 亿, AI 相关内容投稿量翻倍, 用户中更是有超八成是 95 后。

图表20: B站AI内容消费高涨(2024年)



资料来源: 公司官网、华泰研究

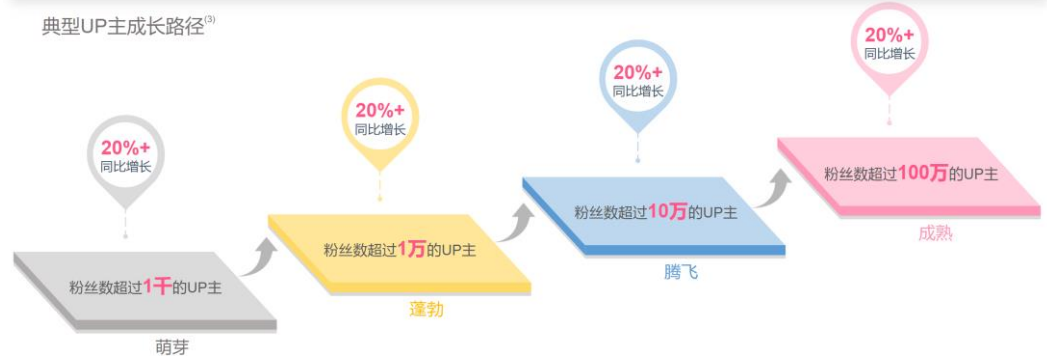
图表21: 24Q3 消费类内容保持同比高增长



资料来源: 公司财报、华泰研究

UP主供给总量趋稳, 强化用户粘性。23/24年平均月度活跃UP主维持在400万左右, 月均投稿视频超过2000万, 平台互动达到159亿, 社区内容生态供给较为稳定。但是从结构上, 我们看到优质UP主的数量在平台内部持续增长, 说明平台生态依托自身算法能力持续筛选优质UP主, 确保了平台的内容供给质量。

图表22: UP主成长路径(25Q2)

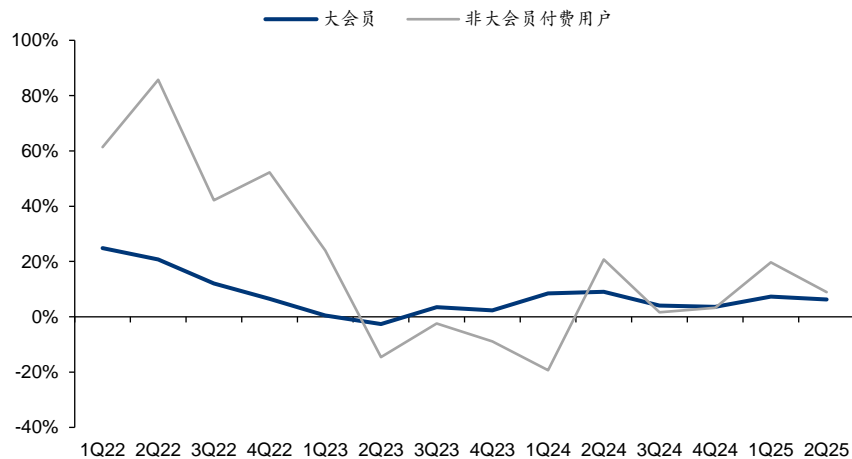


资料来源: 公司财报、华泰研究

双边生态: 正循环逐步形成, 商业反哺供给

多产品带动下, 付费用户持续增长。大会员收入贡献较为稳定, 截止2QFY25公司月度平均付费用户数为3100万(yoy+7%, 去重口径), 其中大会员数量达到2370万(yoy+6.28%), 22年以来增长较为稳定, 主要伴随着MAU的增长而增长。非会员付费用户增长更能体现出平台为UP主创收的变化, 22年非会员高增长主要来自于主站和直播业务的流量渗透, 高基数下23年付费用户数有所下降。2Q24在《三国: 谋定天下》的带动下, 增长提速。24年平台共有800万用户参进行了充电付费, 收入同比增长400%+, 1Q/2Q25同比增速分别为200%/100%+, 带动非大会员付费会员1Q/2Q25同比20%/9%。

图表23: 付费会员分结构同比增速



资料来源: 公司财报、华泰研究

VAS 业务平衡社区生态与商业变现的重要纽带

VAS 业务主要由直播、大会员和充电等其他收入构成。VAS 不同于广告业务的核心在于, 付费意愿更多来自于付费方自愿行为, 而非广告类业务的强制抢占注意力, 因此 VAS 业务的发展对社区生态具有重要的价值。大会员业务主要是覆盖平台日常的国漫、纪录片、日漫的内容投入, 24 年平台内容成本约为 27 亿, 考虑到平均 2222 万的平均月度会员, 内容投入成本已经基本实现了全部覆盖。直播和充电业务主要以分成的形式确认成本, 平台也更多倾向于将收入大比例分配给 UP 主。

图表24: UP 主的收益中心



资料来源: 公司官网、华泰研究

充电业务增长较快。25Q1/Q2 充电收入同比增速 200%/100%, 成为 UP 主创收的新形式。当前平台充电收入以泛知识类为主。2023 年 11 月, UP 主“食贫道”上传了一条名为《迷失东京》的充电专属视频, 其最低包月费用 12 元/月, 上线 7 小时付费即超过 100 万元, 截止 9 月初共有 266.6 万用户进行了充电。短剧成为新增量。根据九派财经的报道, 2025 年 Q1, B 站动画短剧通过其“充电”功能实现的季度流水达 2500 万元, 其中单月流水已超过千万元。公司也发布了针对性激励计划, 补充内容供给的同时, 为 UP 主带来创收增量。



图表25：食贫道充电会员



资料来源：公司官网、华泰研究

图表26：短剧激励计划

觉醒计划

关于“觉醒计划”...
模式内容识别!

对象	合作内容	合作模式	具体细分	合作方权益
动画短剧公司/发行方	全剧≥60集 共≥120分钟	精品定制	制片合作	最高100%制作成本+版权授权+超保底最高80%分成+千万流量曝光
		投资出品	投资合作	最高50%制作成本+超保底最高80%分成+千万流量曝光
UP主/MCN	全剧≥30集或合集≥60分钟	UP主定制	50w+粉UP主	最高30%制作成本+超保底最高80%分成+千万流量曝光
			创作扶持	10w+粉UP主
		流量宣发	具备影响力UP主	百万流量曝光

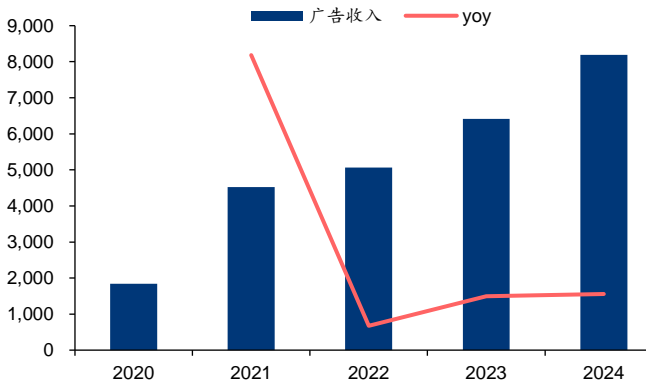
资料来源：公司官网、华泰研究

广告业务：夯实基建基础，AI 赋能可期

广告收入增长稳健，一横一纵战略落地

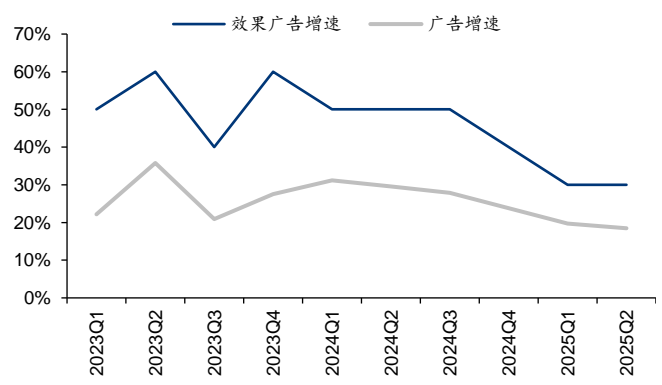
广告业务实现规模化增长。随着平台流量趋稳，公司也尝试广告的商业变现，从早期探索期迈入系统化扩展阶段。平台逐步构建出以效果广告+品牌广告+花火广告为核心的符合中视频平台特点的广告形式，其中效果广告成为增长主引擎，24 年/25H1 效果广告增速保持同比 40%/30%的增速。

图表27：广告收入（百万元）及同比增速



资料来源：公司财报、华泰研究

图表28：广告及其中效果广告同比增速



资料来源：公司财报、华泰研究

一横一纵战略推进，夯实业务发展基石。“一横”主要指的是平台的产品建设，包括投放平台和场景、营销工具、投放平台以及方法论。“一纵”主要指公司广告直客团队，对主要细分行业进行针对性的运营，满足不同行业的差异化需求。经过最近 3 年以来的努力，能够看到 B 站平台广告效率持续提升，使得公司在波动的广告市场上持续获取份额增量。

图表29：广告基础投放体系



资料来源：《哔哩哔哩营销手册》、华泰研究

多屏多场景拓展增量，投放工具不断完善

从流量来看，DAU的健康增长是广告变现流量的基本盘。自身多样的内容模式，中长视频、短视频、直播、图文都为广告主触达用户提供了丰富场景选择，在指标上体现为广告加载率的提升。23年以来的短视频进一步提升了平台广告库存的空间，24Q3同比增长23%，占比接近30%，贡献新的流量增量。24年广告流量结构来看，主站/短视频/播放页/PC&搜索的流量分别增长20%/60%/30%/50%。

图表34：广告场景增长情况（2023-2024）



资料来源：《哔哩哔哩营销手册》、华泰研究

图表35：效果广告资源位



资料来源：《哔哩哔哩营销手册》、华泰研究

三连推广平台和必火推广是B站的投放主要工具平台。三连平台于2022年5月上线，该平台整合了花火商单系统、起飞内容加热系统、必选广告投放系统，使UP主优质、原生的合作内容，在商业流量助推下，应用于多种广告场景，从而帮助广告主在一个账户、一个平台上实现全链路的投放诉求，完成整合营销。必火推广上线于2024年3月，是对个人起飞推广的系统性的升级。除了全方位优化内容加热、账号成长、直播人气提升等功能，新增营销经营服务，UP主和商家可以对“蓝链”（位于B站评论区的转化组件）进行投放设定，以实现商品带货、线索搜集、课程售卖等经营目标。

图表36：必火推广与三连平台

	建议谁来投放？	是否有注册门槛？	如何注册开户？	核心产品功能有哪些？
必火推广	UP主、中小客户	无，0门槛	符合社区规范的用户，由App后台自动开户	<ul style="list-style-type: none"> 提高视频播放、涨粉、提升蓝链点击量 增加直播进房量 涨粉长期托管、新稿自动投放
VS				
三连平台	有专业投放人员的客户、代理和MCN	有，注册需提供企业资质和相关资料	老用户：登录bilibili账号，完成授权后登录 新用户：通过手机号或邮箱自助完成注册和登录	<ul style="list-style-type: none"> 提升电商内容蓝链优化和订单转化 增加游戏付费和ROI 优化销售线索收集和表单付费

资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

量化能力显著提升，AI全方位赋能三连平台

三连投放体系已经初具规模。经过多年的发展，形成了广告科学度量、投放工具和投放场景匹配的完整产品体系。科学度量涵盖哔哩必达、哔哩指数、DMP数据，形成具有差异化15类特色人群总结。投放工具涵盖之光创意制作，花火UP主撮合，三连投放工具。最终落实投放方法论，选入选内容为平台特色，效果广告能力定量能力加持，多场景适配投放需求，综合提升广告投放效率。

图表37：哔哩哔哩三连投放体系



资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

我们可以看到 B 站的量化的广告能力在显著提升。平台能够结合品牌方和电商平台数据，证明自己投放的效果是撬动广告主预算的支撑。我们也能看到随着平台一次次升级中，平台的定量能力在提升：

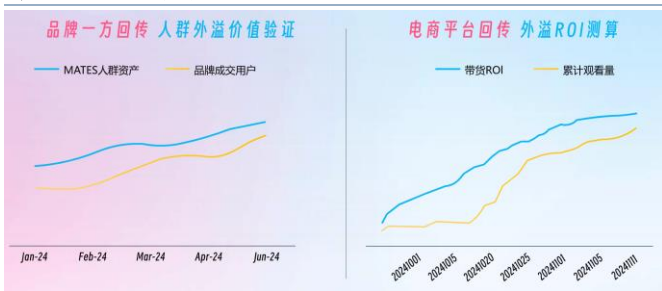
1) 电商领域

- 23 年与淘宝联盟/京东建立了可以进行后链路数据打通和回传的“星火计划”和“京火计划”。
- 24 年与电商平台稿件数据 100%回传辅助优化实时投放效果，种草人群二次营销，后链路筛选达人等。
- 25 年推出 InsightAgent 投前，投中，投后，提供实时策略诊断。

2) 游戏领域

- 24 年小游戏支持一跳、建站二跳等跳转链路，同时，可基于站内用户行为特征，通过数据回传持续迭代 B 站的专属付费模型，以此达成客户的目标 ROI。
- 25 年 B 站升级了从原生竞价、直投深转、搜索广告、直播投流到起飞加热工具协同的系统性解决方案，《潮汐守望者》通过直播投流工具，24 小时 ROI 对比非直播增长 28%、7 日 ROI 增长 38%。ROI 测算能力从 24 小时提升到 7 日。

图表38：B 站的广告价值被证明



资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

图表39：平台数据展示维度



资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

图表40：星火计划



资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

图表41：京火计划

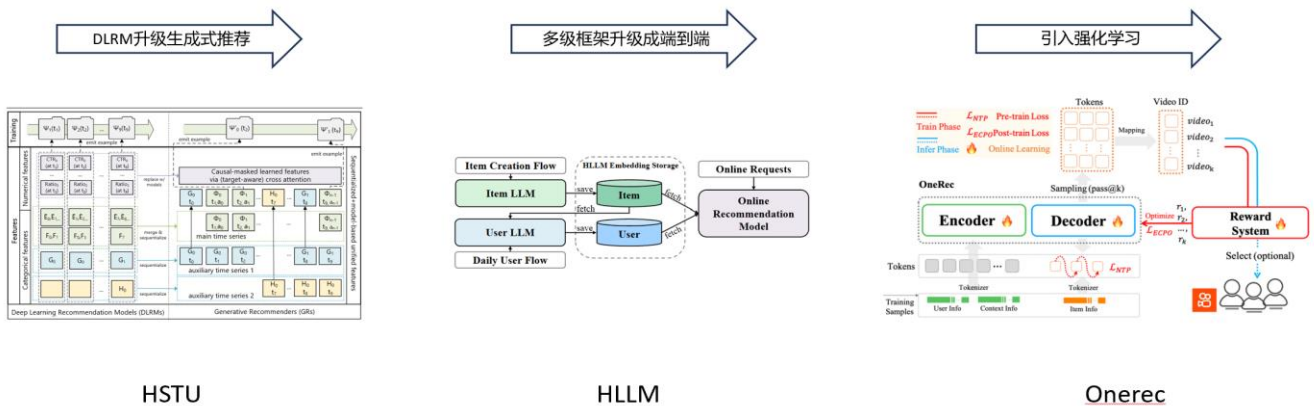


资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

生成式推荐有望成为新的探索方向

生成式推荐基础研究颇丰，逐步切入工业领域。24年Meta发布的HSTU将传统召排建模方法做了大升级，统一的模型复用到召排链路中，落地工业界首个万亿级参数的生成式推荐系统模型。24年字节发布的HLLM通过两个LLM模型实现端到端的推荐，提升了系统的可迁移性。25年快手团队的发布的Onerec成功将强化学习引入到推荐系统中，并已部署到实际工业环境中。

图表42：生成式推荐系统持续升级

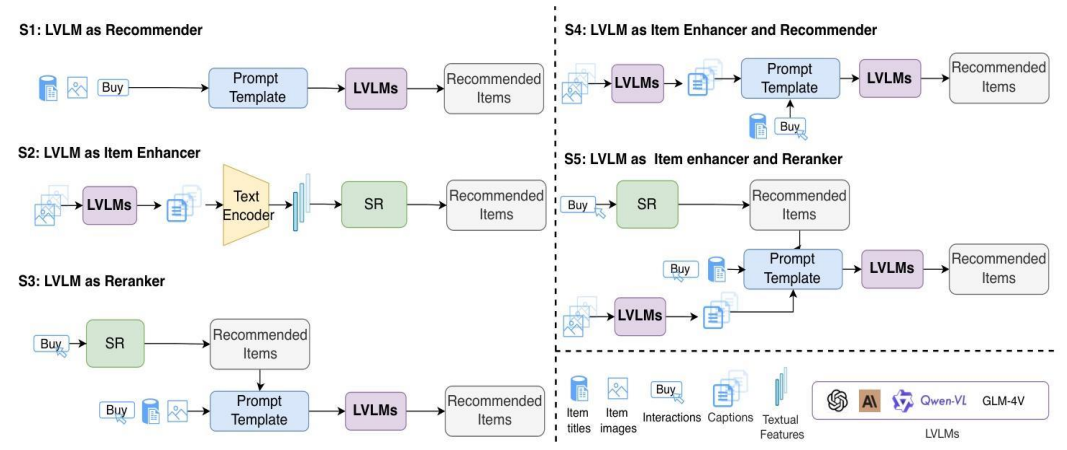


资料来源：arXiv 学术网站、华泰研究

大型语言模型为多模态模型在推荐领域的应用奠定了基础。大型语言模型的发展显著增强了自然语言理解的能力，在提升推荐系统能力上发挥了重要作用，增强了推荐的个性化和准确性。然而，除单纯建模文本信息外，利用多模态信息的关注度正不断提升。多模态大型语言模型 (MLLMs) 已被用于整合图像、视频、音频等不同来源的数据，丰富推荐场景的上下文信息，提升推荐系统准确性。

大型多模态模型对现有推荐系统具有较为显著的提效。字节团队在25年4月研究中可以看到，将LVLM用作重排序器是最有效的单一角色策略，能显著优化传统序列推荐模型的初始推荐列表。2025年8月Spotify团队做了类似的研究通过现成的多模态大型语言模型 (MLLM) 将每个视频片段总结为丰富的自然语言描述，将高级语义注入推荐系统中，弥合原始内容和用户意图之间的差距，同样带来内容推荐效率的提升。

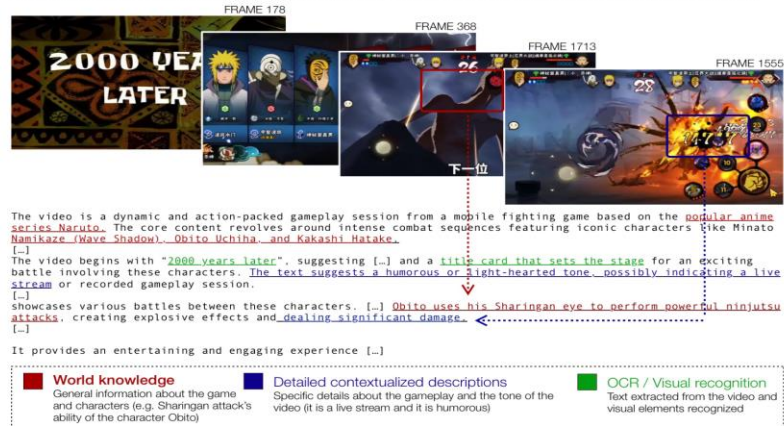
图表43：多模态模型对推荐系统的融合方式



资料来源：arXiv 学术网站、华泰研究

图表44：MLLM 对视频的理解

The Multimodal Large Language Model ability for video content recommendations (Video 9183)



注：《火影忍者》手游格斗场景游戏片段（视频 ID：9183）的定性分析，展示了多模态大型语言模型（MLLMs）的应用潜力。多模态大型语言模型（本文以 Qwen-VL 为例）可实现三项功能：（1）通过光学字符识别（OCR）提取屏幕文本（绿色标注部分）；（2）结合该 IP（《火影忍者》）的领域知识，对实体与动作进行关联定位（红色标注部分）；（3）生成细粒度、时间对齐的战斗动态上下文描述（蓝色标注部分）。这些详细输出能够与用户产生共鸣，进而提升推荐系统的性能。

资料来源：arXiv 学术网站、华泰研究

在商业化层面推进也进展较为显著。2025 年 8 月字节跳动团队的 SUMMA 多模态模型，可自动将视频广告处理成突出商业价值最高内容的摘要，从而提高视频广告在抖音搜索广告系统中的理解和排名。2025 年 6 月快手首次以端到端生成式架构重构推荐系统全链路，带动快手/快手极速版 App 停留时长较测试前分别提升 0.54%/1.24%。

B 站也在积极挖掘 AI 价值，提升平台能力。在内容侧，通过 AI 理解语义提升推荐准确度，以及通过 AI 工具帮助 UP 主制作内容。在商业化方面，AI 生成广告标题已经落地应用，后续结合广告推荐系统为广告主/代理商提供千人千面的标题生成暗投能力。

- **AI+视频：**B 站正在内测的花生 AI 视频创作工具，只需要准备好文案或录音，AI 就能自动匹配素材生成完整视频，从输入到成片仅需 3 分钟。
- **AI+翻译：**基于跨模态、多语言协同生成系统的能力升级，平台能够将部分中文视频翻译为外语的原声风格配音。也就是说，观众现在可以听到“这个人用另一种语言在说话”，但他的声音、语气、节奏，甚至个性表达都和原片几乎一致，帮助优质内容出海，
- **AI+广告标题：**利用大语言模型技术以及 B 站商业数据，能够让广告主仅需要输入特定的关键词，即可以生成理论上无穷多的创意标题，并且这些标题能够贴合 b 站的画风，既提升效率也提升效果。
- **InsightAgent：**是 B 站商业化数据科学团队搭建的基于 AI 大模型(Deepseek、通义千问、B 站 Index)的数据洞察智能系统，是一个端到端自动化数据洞察智能体，核心目标是提升数据洞察生产效率，减少信息损失，获得价值增益。



图表45: AI+标题生成

基于关键词输入的标题生成

引入标题联想提升消耗覆盖

提升新颖性

优化一：引入社区的稿件，相比广告更容易紧跟最新热点，且更原生

优化二：每周基于当周新建的标题进行衍生生成，更新标题联想库

优化三：基于b站社区弹幕、评论、标题等数据引入梗词RAG

资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

图表46: InsightAgent

大模型应用技术

SFT (有监督微调)、RL (强化学习)
①Beats ②PAI ③百炼

DeepSeek系列
①DeepSeek-R1

Owen系列

- ①开源模型: qwen-max, qwen-plus, qwen-long
- ②商业模型: qwen-2.5b-72b, qwen-72b

Index系列 (B站自研)

- ①Index-lite
- ②Index John's Pen

Prompt Engineering (提示词工程)
①xL ②RAG ③联网搜索 ④CoT

Agent技术

- ①memory模块 ②Tool Calling ③ReAct ④多模型cross validation ⑤NL2SQL

🔥 火花AI选人:

基于输入的营销brief, 利用InsightAgent, 智能推选符合目标的UP主, 并生成简单创意。

InsightAgent:

各类型洞察任务和报告, 可以联系对应代理或销售, 通过内部版InsightAgent进行快速产出。

InsightAgent作为通用能力, 当前支持B站各产品的AI功能。可自由对话和自定义任务的外部版InsightAgent正在开发中, 敬请期待!!!

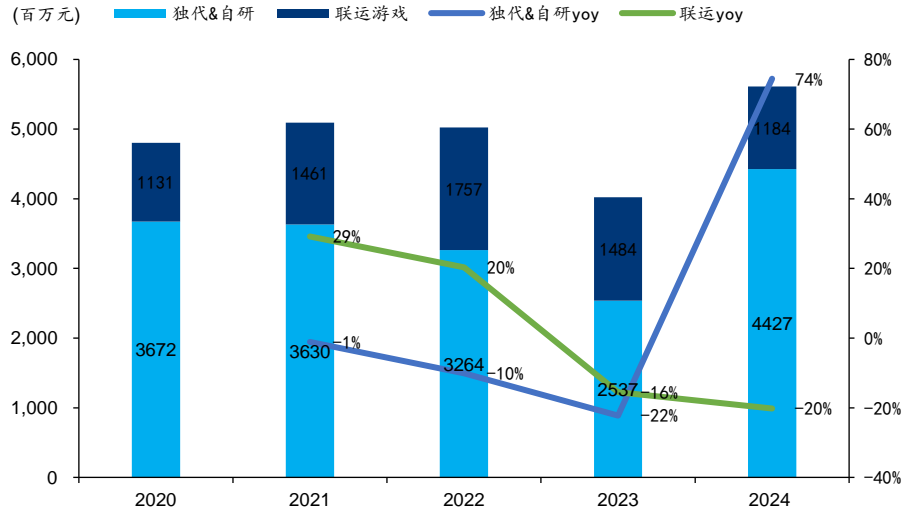
资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号、华泰研究

游戏业务：从扩品类到聚焦头部游戏长线运营

业务发展逐步聚焦，长线运营与品类年轻化

B 站游戏业务依托深厚的二次元社区基础与精准用户触达能力，自 2014 年切入发行赛道以来，经历了“初创代理—品类扩展—自研融合”三阶段演进，逐步构建出覆盖核心二次元用户与泛娱乐玩家的多层次产品矩阵，形成从内容导流到商业变现的高效闭环。2024 年公司游戏收入为 56 亿元 (yoy+40%)，其中独代&自研收入 44.3 亿 (yoy+74%)，联运收入 11.8 亿 (yoy-20%)。

图表47：游戏业务增长情况（百万元）



资料来源：公司财报、华泰研究

自研业务调整之后，战略更加聚焦。2019 年公司尝试多品类自研，但是遇到版号的限制，自研游戏业务发展并不顺利，公司在 22/23 年进行了一系列人员裁减。24 年公司游戏业务调整完成，战略上聚焦两个方向：

- **年轻化游戏开发**：B 站将坚持开发年轻人喜欢的游戏，抓住产品和玩家年轻化的机会，这将是支持游戏行业未来十年增长的重要方向。
- **自研与代理并行**：B 站将继续坚持自研和代理并行的发展策略，调整以保持健康的发展结构。公司将在二次元领域保持领先地位，确保长线运营，打造健康的产品和团队结构。

图表48：哔哩哔哩游戏业务发展沿革

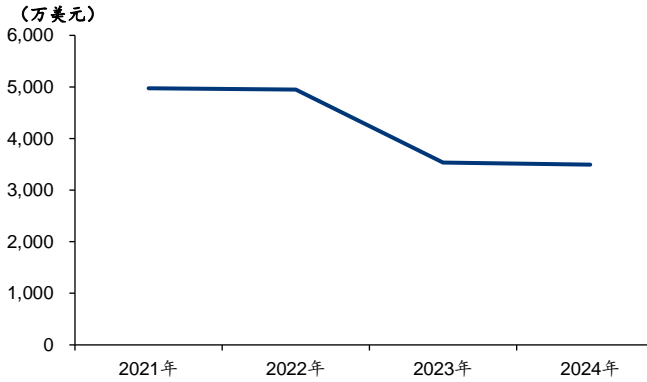
时间	关键大事件
2014	正式成立游戏事业部，依托 ACG 社区用户基础试水游戏代理与发行业务，标志着 B 站商业化的初步落地。
2015	代理并上线《命运-冠位指定》(FGO) 国服，凭借社区导流与深度运营实现高 ARPU 与长生命周期，为 B 站奠定游戏业务核心竞争力。
2016	游戏板块营收首次成为 B 站最大收入来源。
2018	纳斯达克上市，强化游戏发行能力，上市募资用于加码游戏代理与研发，并拓展品类布局，降低单一产品依赖。
2019	引入多品类游戏，除二次元 RPG 外，B 站开始发行女性向、MMORPG 等品类作品，合作方包括 Aniplex、Cygames 等海外厂商。
2020	通过 PUGV 视频、直播、赛事活动与游戏联动，推出多场大型游戏主题活动，提升用户参与度与留存。
2021	加大自有 IP 与原创游戏研发投入，推动动画—游戏—周边的 IP 全链路运营模式。
2022	自研与代理并行，陆续上线非二次元品类产品，尝试面向更广泛的泛娱乐玩家群体。
2023	进行自研游戏团队的调整。
2024	《三谋谋定天下》上线，业务表现亮眼。

资料来源：公司官网、华泰研究

老游戏持续长线运营，三谋表现优异

20 年以前平台收入主要以二次元游戏为主。20 年公司游戏收入 48 亿，其中《FGO》、《碧蓝航线》、《公主连结》占比游戏收入的 60%。21-23 年随着老游戏的自然衰减，以及版本号增量放缓，平台游戏收入增速放缓。平台战略上更加聚焦长线运营，可以看到《FGO》、《碧蓝航线》、《公主连结》，24 年 IOS 流水表现趋于稳定。

图表49：三款老游戏 ios 流水趋势（万美元）



注：《碧蓝航线》、《FGO》、《公主连结》
资料来源：Sensortower、华泰研究

图表50：《碧蓝航线》完成任务的指挥官数量

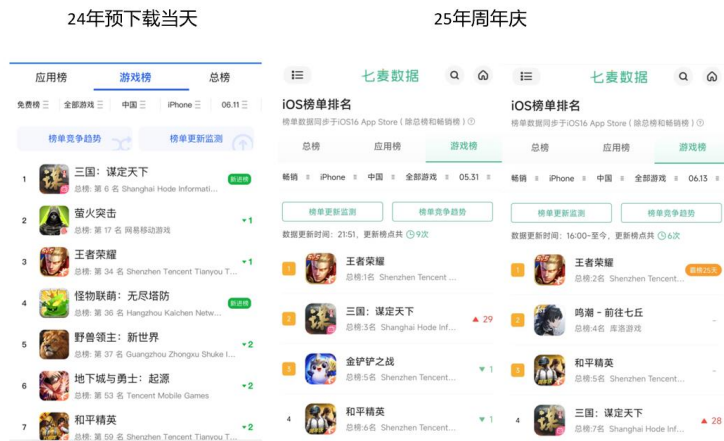


注：数据为 2024 年周年庆期间数据
资料来源：《碧蓝航线》周年庆、华泰研究

24 年《三国：谋定天下》的成功，成功带动公司游戏收入的快速增长。《三国：谋定天下》是一款多职业战争策略手游，也是 bilibili 游戏发行的首款以三国时代为背景的 SLG 游戏。6 月 11 日，《三国：谋定天下》开启预下载，高点点数据的监测显示，预下载当天登顶中国地区 AppStore 游戏免费总榜。《三国：谋定天下》在多方面进行了创新：

- 1) 在赛季更新与内容创新方面，在每个赛季都精心设计了新颖的内容和玩法，无论是职业玩法的深化，还是兵种进阶系统的引入，都让玩家在每一次新赛季中都能找到新的乐趣和挑战，有效避免了重复游戏的厌倦感。
- 2) 在游戏门槛方面，武将的获取难度大幅降低，这让所有玩家，包括那些游戏时间较少的佛系玩家，都能轻松完成赛季活动的任务，获取招募券、金币等宝贵资源。

图表51：《三国：谋定天下》上线以来表现优异



资料来源：点点数据、七麦数据、华泰研究

新游戏有望在 26 年贡献增量

《三国：百将牌》有望成为品类年轻化的新案例。该游戏以国民卡牌规则为基底，融入了各有特色的武将技能，还有名马助力、残局博弈、“亮剑”机制等随机性更高的玩法，可以在三分钟完成一场完整且刺激、有满足感的对局。

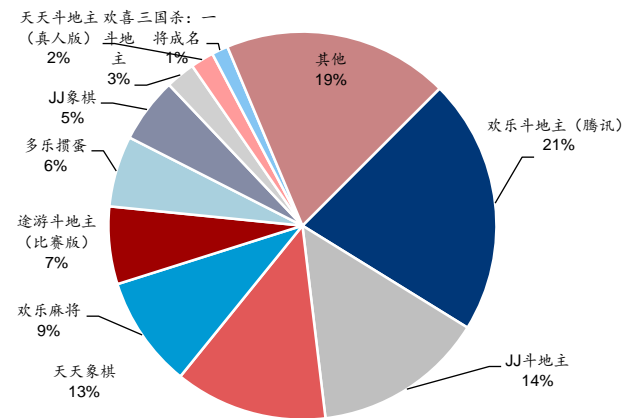
传统卡牌市场发展稳健，整体呈现头部化。从 2025 年 8 月的 MAU/iOS 收入的数据来看，前 24 款棋牌类游戏+三国杀两款游戏，合计 MAU 超过 1 亿，玩家基本处于稳态。从用户集中度来看，头部游戏较为集中，欢乐斗地主在份额达到 21%，其次是 JJ 斗地主。但收入相对来说就更为分散，虽然 TOP10 游戏占比依然很大，但是这十款游戏的份额是低于 MAU 的份额的，游戏呈现更为分散的特点。

图表 52：头部棋牌类游戏 MAU



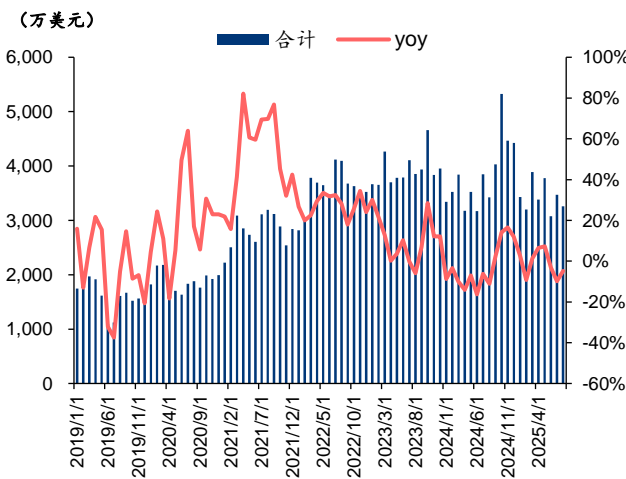
资料来源：Questmobile、华泰研究

图表 53：棋牌类游戏用户集中度 (2025 年 8 月)



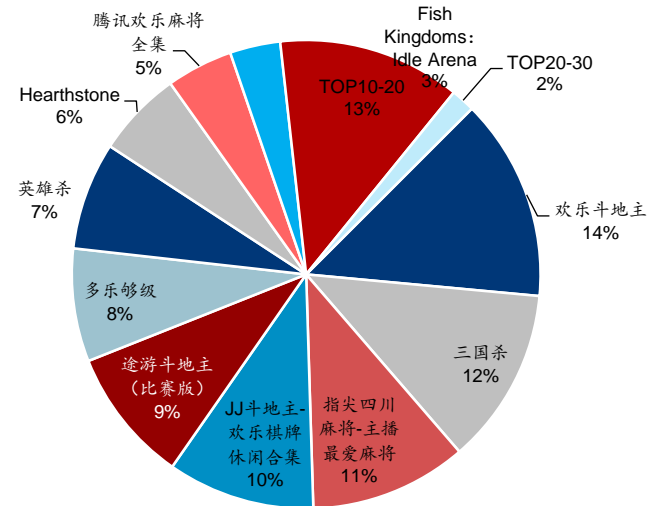
资料来源：Questmobile、华泰研究

图表 54：TOP30 棋牌类游戏 iOS 流水趋势 (含三国杀)



资料来源：Sensortower、华泰研究

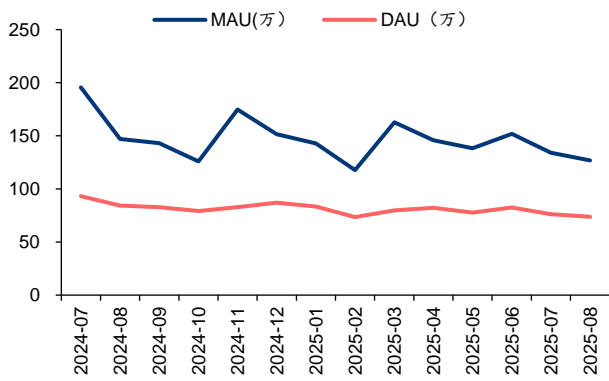
图表 55：棋牌类游戏收入集中度 (2025 年 8 月)



资料来源：Sensortower、华泰研究

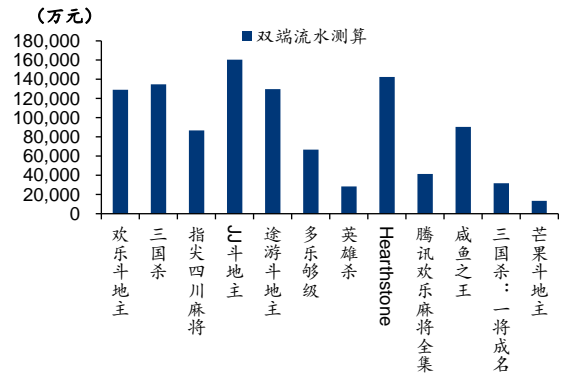
《三国：谋定天下》用户稳定，是《百将牌》起量的基础用户。截止 25 年 8 月 Questmobile 数据显示，MAU 为 127 万，DAU 为 74 万，用户保持稳健，如果对比卡牌游戏的 MAU，《三谋》游戏的用户数也在 TOP10 的水平，因此为《百将牌》奠定了良好的用户基础。同时我们对比行业内头部的棋牌类游戏流水数据，我们预计《百将牌》会对游戏业务有明显的提振。

图表56: 《三国: 谋定天下》MAU 和 DAU 稳定



资料来源: Questmobile、华泰研究

图表57: 棋牌类游戏近 12 个月双端流水测算 (万元)



注: 数据为 2024 年 9 月至 2025 年 8 月

资料来源: Sensortower、Questmobile、华泰研究

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们预计公司 25-27 年收入为 300.3/327.2/350.9 亿元。同时，高毛利的游戏和广告业务占比持续提升，广告业务高增长带动边际效益提升，叠加 AI 提效带动经营杠杆显现，公司进入利润释放期。我们预计调整后归母净利润为 23.1/31.8/39.9 亿元

收入端：

- 1) 游戏收入：**公司核心 SLG 游戏《三谋》推动 24 年游戏收入显著上升，进入 25 年后赛季流水逐渐企稳，25 年底到 26 年预计将先后上线《三谋》繁中版和日韩版，我们预计整体流水有望保持稳定。新游戏储备方面，受益于斗地主玩法及《三谋》的用户基础，《三国：百将牌》有望从明年起成为游戏收入的重要增长引擎。我们预计游戏 25-27 年游戏收入为 62.8/65.8/67.1 亿元。
- 2) VAS 收入：**直播业务收入逐渐趋稳，我们预计 25-27 年直播业务收入 58.7/65.9/71.5 亿元；大会员数量持续保持增长，我们预计 25-27 年会员收入 34.5/35.9/37.7 亿元；公司充电业务增长显著，1Q/2Q25 同比增速分别为 200%/100%+，持续为 VAS 业务贡献增量，我们预计 25-27 年整体 VAS 收入为 120.9/131.8/141.6 亿元。
- 3) 广告收入：**效果广告成为公司广告业务核心增长引擎，目前占广告收入约 50%，公司持续推动 AI+广告能力落地，加强对视频内容理解提高推荐准确度，通过 AI 创意生成提升转化率，我们预计 25-27 年广告收入为 98/111/123.7 亿元。
- 4) IP 收入：**公司 IP 衍生品销售收入保持平稳，我们预计 25-27 年收入均为 18.6 亿。

费用端：

随着高毛利的游戏及广告业务占比持续提升，叠加公司对内容成本及销售费用的审慎控制，我们预计 25-27 年公司 Non-GAAP 经营利润为 22.5/31.5/41.5 亿元，对应 OPM 7/10/12%。

图表 58：盈利预测

	24A	25E	26E	27E	25Q1A	25Q2A	25Q3E	25Q4E
收入构成 (亿元)								
总收入	268.3	300.3	327.2	350.9	70.0	73.4	76.0	80.9
yoy%	19%	12%	9%	7%	24%	20%	4%	5%
游戏	56.1	62.8	65.8	67.1	17.3	16.1	14.9	14.5
yoy%	40%	12%	5%	2%	76%	60%	-18%	-19%
VAS	110.0	120.9	131.8	141.6	28.1	28.4	30.9	33.6
yoy%	11%	10%	9%	7%	11%	11%	10%	9%
广告	81.9	98.0	111.0	123.7	20.0	24.5	25.0	28.6
yoy%	28%	20%	13%	11%	20%	20%	19%	20%
IP	20.3	18.6	18.6	18.6	4.7	4.4	5.2	4.3
yoy%	-7%	-9%	0%	0%	-4%	-15%	-8%	-8%
毛利润	87.7	110.4	124.2	135.1	25.4	26.8	28.1	30.1
毛利率%	32.7%	36.8%	38.0%	38.5%	36.3%	36.5%	37.0%	37.3%
S&M%	16.4%	15.1%	14.5%	13.7%	-16.7%	-14.3%	-15.0%	-14.5%
R&D%	13.7%	11.4%	11.0%	10.5%	-12.0%	-11.8%	-11.0%	-11.0%
G&A%	7.6%	7.0%	6.6%	6.2%	-7.4%	-6.9%	-6.8%	-6.8%
sbc	4.2%	4.0%	3.8%	3.8%	-4.15%	-3.88%	-3.90%	-3.90%
Non-GAAP 经营利润	-0.6	22.5	31.5	41.5	3.4	5.7	6.2	7.2
margin%	-0.2%	7.5%	9.6%	11.8%	4.9%	7.8%	8.1%	8.9%
Non-GAAP 归母净利润	-0.2	23.1	31.8	39.9	3.6	5.6	6.4	7.5
margin%	-0.1%	7.7%	9.7%	11.4%	5.2%	7.7%	8.4%	9.2%

资料来源：华泰研究预测

SOTP 估值

公司业务较为多元，采用 FY25 分部 PS 估值法，我们分别给予公司四大业务板块游戏/会员与直播/广告/电商行业可比公司一致预期估值 6.8/2.7/4.6/0.5x，分别对应游戏/会员与直播/广告/电商业务估值 428.1/324.4/455.3/8.9 亿人民币，合计目标市值为 1216.7 亿人民币，对应目标价 316.5 港元（汇率为 0.91251），对应 25E PS 4.1x，首次覆盖港股并给予“买入”评级。

- 1) 游戏业务：分部估值 428.1 亿元，对应 6.8x PS，与可比公司估值均值一致。我们选取国内头部手游厂商腾讯、网易作为可比公司。公司核心游戏《三谋》单赛季流水逐渐企稳，高基数影响 26 年起减弱，随着《三谋》繁中及日韩版、《三国：百将牌》逐步上线，游戏收入有望重回增长轨道。
- 2) VAS 业务：分部估值 324.4 亿元，对应 2.7x PS，与可比公司估值均值一致。我们选取从事直播和社交业务的快手、虎牙、欢聚、HelloGroup，以及同时具备会员订阅和直播业务的腾讯音乐作为可比公司。
- 3) 广告业务：分部估值 455.3 亿元，对应 4.6x PS，与可比公司估值均值一致。我们选取百度、微博、Meta 3 家主要从事广告业务的公司作为可比公司。
- 4) IP 业务：分部估值 8.9 亿元，对应 0.5x PS，与可比公司估值均值一致。公司主要从事 IP 衍生品销售，我们选取京东和唯品会两家主要从事电商业务的公司作为可比公司。

图表59：可比公司估值表

公司	代码	公司市值 (亿)	货币单位	收入一致预期 (亿)			PS		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
手游									
腾讯	0700 HK	56,501	RMB	7,416	8,144	8,865	7.6	6.9	6.4
网易	9999 HK	6,959	RMB	1,148	1,236	1,337	6.1	5.6	5.2
平均							6.8	6.3	5.8
会员与直播业务									
腾讯音乐	TME US	2,579	RMB	323	361	397	8.0	7.1	6.5
快手	1024 HK	3,507	RMB	1,427	1,564	1,696	2.5	2.2	2.1
HelloGroup	MOMO US	81	RMB	105	107	110	0.8	0.8	0.7
虎牙	HUYA US	50	RMB	64	69		0.8	0.7	
欢聚	JOYY US	30	USD	21	22	23	1.4	1.3	1.3
平均							2.7	2.4	2.6
广告									
百度	BIDU US	3,355	RMB	1,300	1,367	1,470	2.6	2.5	2.3
微博	WB US	31	USD	17	18	18	1.8	1.8	1.7
META	META US	18,427	USD	1,928	2,213	2,500	9.6	8.3	7.4
平均							4.6	4.2	3.8
电商									
京东	JD US	3,953	RMB	13,183	13,989	14,820	0.3	0.3	0.3
唯品会	VIPS US	702	RMB	1,071	1,096	1,121	0.7	0.6	0.6
平均							0.5	0.5	0.4

注：数据截至 2025 年 10 月 10 日
资料来源：Wind、华泰研究

图表60：分部估值

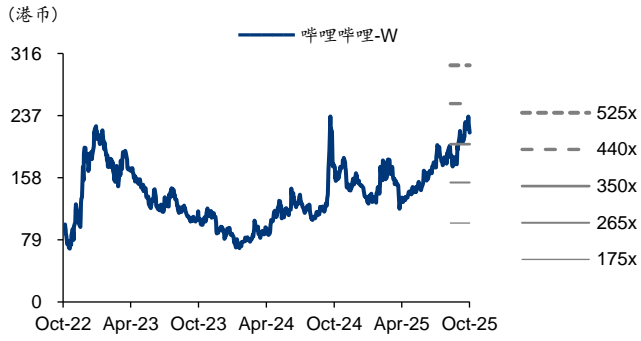
	2025E 收入 (RMBmn)	Target PS(x)	分部估值(RMBmn)
手游	6,280	6.8	42,813
会员与直播业务	12,093	2.7	32,438
广告	9,804	4.6	45,526
电商	1,857	0.5	887
合计 (RMBmn)	30,033	4.1	121,665
总股本 (mn)			421.3
每股普通股价格 (港币)			316.5

注：汇率为 2025 年 10 月 13 日 HKD 兑 RMB 汇率 0.91251
资料来源：华泰研究预测

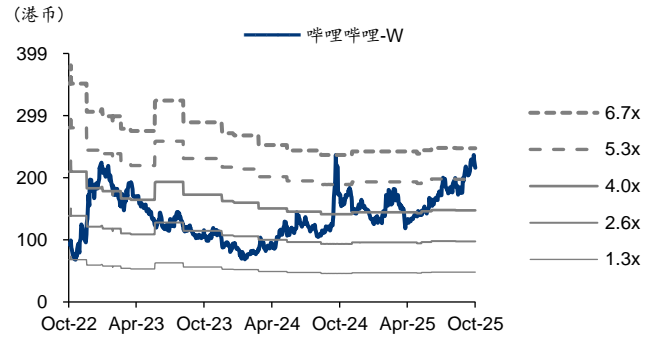
风险提示

- 1) 用户增长低于预期，广告变现空间受限。
- 2) 新游戏上线，流水持续性具有不确定性。
- 3) 对社交及直播行业的相关监管政策收紧风险。

图表61: 哔哩哔哩-WPE-Bands



图表62: 哔哩哔哩-WPB-Bands



免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 哔哩哔哩-W (9626 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 哔哩哔哩-W (9626 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司