

广告业务提速，用户增长亮眼

华泰研究

2025 年 11 月 14 日 | 中国香港/美国

季报点评

互联网

公司公布 25Q3 业绩：收入 76.85 亿元，同比+5.2%，基本符合 VA 76.61 亿元的一致预测；调整后经营利润 6.88 亿元，超 VA 6.5 亿元的一致预期。收入符合预期，利润整体好于市场预期，主因流量端提升叠加广告基建进步推动广告收入增长超预期（yoy+23% vs VA 预期+20%），销售费用率下降带动经营利润持续提升。今年以来平台活跃度持续提升，流量增长叠加 AI 赋能下有望推动广告收入持续增长。公司自研游戏《逃离鸭科夫》销量表现较好，验证了公司游戏品类年轻化及差异化竞争路线，后续亦有手游开发计划及《三国：百将牌》等新游戏值得期待。公司游戏和效果广告收入占比持续提升，费用控制得当，利润有望稳定增长。维持“买入”评级。

平台活跃度再破新高，广告收入加速增长

25Q3 平台活跃度及用户粘性稳健增长。DAU 达到 1.17 亿（yoy+9%），同比增速较上半年进一步加快，日均使用时长 112 分钟，较去年同期增长 6 分钟，DAU 和使用时长均突破历史新高。付费会员数量达到 3500 万（yoy+17%），大会员数量 2540 万（yoy+16%）。公司内容供给持续多元化，播放时长角度国创、亲自教育、人工智能、游戏内容增速较快。受益于流量端持续提升，广告收入加速增长，25Q3 广告收入 25.7 亿元（yoy+23%，VA 预期+20%），较 Q2 20% 的增长进一步提速，广告主数量同比+16%，前五大广告主为游戏、网服、数码家电、电商、汽车，AI、教育等新兴品类广告预算提升较多。

游戏收入基本符合预期，品类年轻化路线逐步兑现

公司 25Q3 实现游戏收入 15.1 亿元，yoy-17%，基本符合 VA 15.4 亿元的预期，主要反映去年《三谋》高基数影响。公司于 10 月 16 日推出休闲化 PvE 自研搜打撤游戏《逃离鸭科夫》，根据 Steam 平台，截至 11 月 8 日累计销量突破 300 万份，最高同时在线人数突破 30 万，我们预计将对 Q4 收入和利润提供积极贡献，预计 Q4 游戏收入降幅收窄至-15%。我们认为公司正在逐步兑现其品类年轻化、差异化的游戏业务战略。公司在业绩会上宣布《逃离鸭科夫》主机及手游立项计划，后续建议关注 26Q1 计划上线的休闲棋牌游戏《三国：百将牌》。

经营费用控制得当，利润好于预期

25Q3 毛利率为 36.7%（yoy+1.8pct），游戏和广告业务高增长带动下毛利率持续改善。公司费用控制得当，销售费用较去年《三谋》上线同期下降，25Q3 销售费用率为 13.7%（yoy-2.8pct），优于 VA 14.6% 的一致预期，推动 25Q3 调整后经营利润达 6.88 亿（VA 预期为 6.5 亿元）。考虑高毛利业务的占比提升，经营杠杆进一步显现，我们预计 25 年调整后经营利润为 23.6 亿元。

盈利预测与估值

公司新游戏《逃离鸭科夫》表现较好，广告加速增长，我们小幅上调公司 25-27 年收入预测至 301.4/328.1/351.7 亿元（原预测：300.3/327.2/350.9 亿元，调整幅度：0.4/0.3/0.2%）。广告及游戏加速利润释放，经营杠杆进一步显现，我们上调公司 25-27 年调整后归母净利润至 24.5/34.6/44.5 亿元（原预测：23.1/31.8/39.9 亿元，调整幅度：6.2/8.9/11.6%）。我们采用 25E 分部 PS 估值法，合计目标市值为 1199 亿元，对应目标价 40.1/312.1 美元/港币（原目标价 37.5 美元/316.5 港币），对应 25E PS 4.0x（前值 3.8/4.1x），估值下降主因游戏及直播可比公司估值下降，维持“买入”评级。

风险提示：用户增长、游戏表现不及预期，业务相关政策收紧风险。

	9626 HK	BILI US
投资评级：	买入(维持)	买入(维持)
目标价：	港币：312.10	美元：40.10

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

唐博

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

研究员

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

陈俊元*

SAC No. S0570125040051

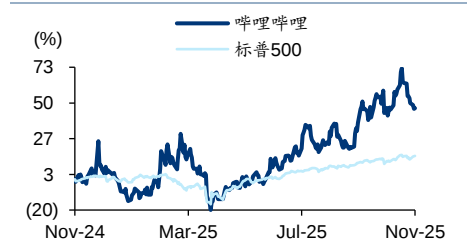
联系人

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

基本数据

(港币/美元)	9626 HK	BILI US
收盘价(截至 11 月 13 日)	212.80	27.19
市值(百万)	89,554	11,248
6 个月平均日成交额(百万)	1,104	79.17
52 周价格范围	113.60-249.60	14.47-32.50

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	30,141	32,811	35,173
+/-%	19.10	12.33	8.86	7.20
归母净利润(百万)	(1,347)	1,105	2,215	3,112
+/-%	(72.07)	(182.07)	100.35	40.55
归母净利润(调整后,百万)	(22.10)	2,454	3,461	4,449
+/-%	(99.35)	11,003	41.04	28.54
EPS(调整后,最新摊薄)	(0.05)	5.83	8.22	10.57
PE(调整后,倍)	(3,606)	32.48	23.03	17.92
PB(倍)	5.76	4.96	4.37	3.74
ROE(调整后,%)	(0.16)	16.11	19.83	22.11
EV EBITDA(倍)	(110.39)	35.02	21.16	15.30
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

我们预计公司 25-27 年收入为 301.4/328.1/351.7 亿元（原预测：300.3/327.2/350.9 亿元，调整幅度：0.4/0.3/0.2%）。同时，高毛利的游戏和广告业务占比持续提升，广告业务高速增长带动边际效益提升，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 24.5/34.6/44.5 亿元（原预测：23.1/31.8/39.9 亿元，调整幅度：6.2/8.9/11.6%）

图表1：盈利预测

	24A	25E	26E	27E	25Q1A	25Q2A	25Q3A	25Q4E
收入构成 (亿元)								
总收入	268.3	301.4	328.1	351.7	70.0	73.4	76.9	81.1
yoy%	19%	12%	9%	7%	24%	20%	5%	5%
游戏	56.1	63.8	65.0	66.2	17.3	16.1	15.1	15.2
yoy%	40%	14%	2%	2%	76%	60%	-17%	-15%
VAS	110.0	119.4	130.8	141.0	28.1	28.4	30.2	32.7
yoy%	11%	9%	10%	8%	11%	11%	7%	6%
广告	81.9	99.0	113.1	125.3	20.0	24.5	25.7	28.9
yoy%	28%	21%	14%	11%	20%	20%	23%	21%
IP	20.3	19.3	19.3	19.3	4.7	4.4	5.8	4.4
yoy%	-7%	-5%	0%	0%	-4%	-15%	3%	-6%
毛利润	87.7	110.2	126.6	140.6	25.4	26.8	28.2	29.9
毛利率%	32.7%	36.6%	38.6%	40.0%	36.3%	36.5%	36.7%	36.9%
S&M%	16.4%	14.5%	14.0%	13.3%	-16.7%	-14.3%	-13.7%	-13.5%
R&D%	13.7%	11.8%	11.2%	10.8%	-12.0%	-11.8%	-11.8%	-11.5%
G&A%	7.6%	6.8%	6.3%	6.0%	-7.4%	-6.9%	-6.6%	-6.4%
sbc	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	-4.15%	-3.88%	-3.37%	-3.90%
Non-GAAP 经营利润	-0.6	23.6	35.6	47.8	3.4	5.7	6.9	7.6
margin%	-0.2%	7.8%	10.9%	13.6%	4.9%	7.8%	9.0%	9.4%
Non-GAAP 归母净利润	-0.2	24.5	34.6	44.5	3.6	5.6	7.9	7.4
margin%	-0.1%	8.1%	10.5%	12.6%	5.2%	7.7%	10.2%	9.1%

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，我们维持游戏、VAS、IP 电商业务可比公司均值估值，给予公司广告业务 5.1x PS 估值，高于可比公司的 3.9x，主因公司广告业务在流量及基建提升赋能下收入增速进一步加快。合计目标市值为 1199 亿元，对应目标价 40.1/312.1 美元/港币（原目标价 37.5 美元/316.5 港币），对应 25E PS 4.0x（前值 3.8/4.1x），估值下降主因游戏及直播可比公司估值均值下降。维持“买入”评级。

图表2：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	54,708	RMB	7,434	8,182	8,918	7.4	6.7	6.1
网易	9999 HK	6,460	RMB	1,149	1,239	1,341	5.6	5.2	4.8
平均							6.5	6.0	5.5
会员与直播业务									
腾讯音乐	TME US	2,136	RMB	324	363	401	6.6	5.9	5.3
快手	1024 HK	2,724	RMB	1,427	1,564	1,696	1.9	1.7	1.6
Hello Group	MOMO US	78	RMB	105	107	110	0.7	0.7	0.7
虎牙	HUYA US	42	RMB	64	69		0.7	0.6	
欢聚	JOYY US	31	USD	21	22	23	1.5	1.4	1.3
平均							2.3	2.1	2.2
广告									
百度	BIDU US	3,165	RMB	1,300	1,365	1,468	2.4	2.3	2.2
微博	WB US	26	USD	17	18	18	1.5	1.5	1.4
META	META US	15,350	USD	1,963	2,283	2,621	7.8	6.7	5.9
平均							3.9	3.5	3.1
电商									
京东	JD US	3,616	RMB	13,238	14,060	14,944	0.3	0.3	0.2
唯品会	VIPS US	686	RMB	1,071	1,096	1,121	0.6	0.6	0.6
平均							0.5	0.4	0.4

注：数据截至 2025 年 11 月 13 日

资料来源：Wind、华泰研究

图表3：分部估值

	2025E 收入 (RMB mn)	Target PS (x)	分部估值(RMB mn)
手游	6,377	6.5	41,384
会员与直播业务	11,935	2.3	27,118
广告	9,903	5.1	50,473
电商	1,926	0.5	880
合计 (RMB mn)	30,141	4.0	119,856
每 ADS 价格 (美元)			40.1
每普通股价格 (港币)			312.1

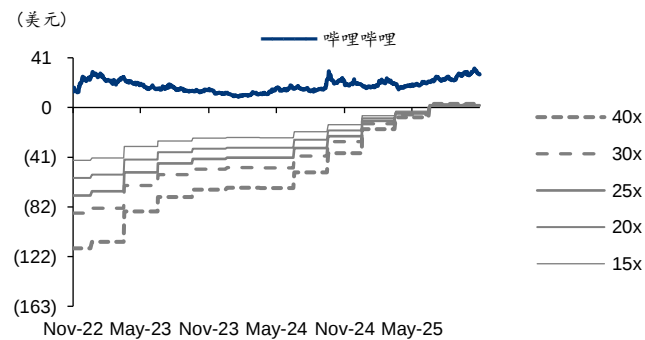
注：汇率为 2025 年 11 月 13 日 USD 兑 RMB 汇率 7.09, HKD 兑 RMB 汇率 0.91

资料来源：华泰研究预测

风险提示

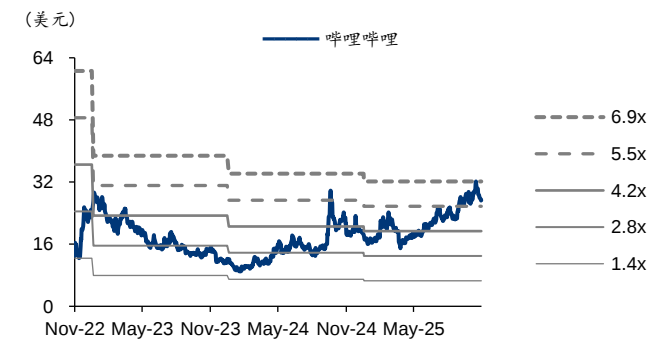
- 1) 用户增长低于预期，广告变现空间受限。
- 2) 新游戏上线，流水持续性具有不确定性。
- 3) 对社交及直播行业的相关监管政策收紧风险。

图表4：哔哩哔哩 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表5：哔哩哔哩 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

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	30,141	32,811	35,173
销售成本	(17,086)	(18,058)	(19,118)	(20,147)	(21,110)
毛利润	5,442	8,774	11,023	12,664	14,063
销售及分销成本	(3,916)	(4,402)	(4,361)	(4,587)	(4,679)
管理费用	(2,122)	(2,031)	(2,053)	(2,080)	(2,125)
其他收入/支出	(46.37)	(402.01)	(198.84)	(281.34)	(281.34)
财务成本净额	377.55	345.79	282.70	291.47	293.08
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)	1,147	2,328	3,455
税费开支	(78.71)	36.54	(45.52)	(116.38)	(345.46)
少数股东损益	10.61	(16.85)	(3.95)	(3.32)	(3.32)
净利润	(4,822)	(1,347)	1,105	2,215	3,112
Non-GAAP 调整项	1,398	1,325	1,349	1,247	1,337
调整后净利润	(3,425)	(22.10)	2,454	3,461	4,449
折旧和摊销	(274.12)	(1,000)	(1,429)	(1,565)	(1,700)
EBITDA	(4,836)	(745.98)	2,294	3,601	4,862
EPS (人民币, 基本)	(11.45)	(3.20)	2.63	5.26	7.40

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	4,476	3,838	5,074
现金及现金等价物	7,192	10,249	15,603	21,230	32,571
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	26,551	31,669	44,378
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	38,332	43,273	55,672
应付账款	6,129	7,360	7,134	8,365	8,109
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	15,276	16,915	17,086
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)	(25,775)	(23,561)	(20,448)
股东权益	14,404	14,108	16,351	18,565	21,678
少数股东权益	12.37	(4.48)	(8.44)	(11.75)	(15.07)
总权益	14,417	14,104	16,342	18,553	21,663

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(16.86)	(60.38)	73.36	36.62	26.05
PB	5.65	5.76	4.96	4.37	3.74
调整后 PE (倍)	(23.27)	(3,606)	32.48	23.03	17.92
调整后 ROE	(23.11)	(0.16)	16.11	19.83	22.11
EV EBITDA	(18.06)	(110.39)	35.02	21.16	15.30
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(5.91)	(0.98)	(0.90)	4.83	1.98

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)	2,294	3,601	4,862
融资成本	(377.55)	(345.79)	(282.70)	(291.47)	(293.08)
营运资本变动	1,431	1,707	(1,541)	1,869	(1,492)
税费	(78.71)	36.54	(45.52)	(116.38)	(345.46)
其他	2,702	(2,673)	896.05	569.17	588.55
经营活动现金流	(1,160)	(2,022)	1,321	5,631	3,320
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	1,420	291.47	293.08
融资活动现金流	(3,683)	4,027	4,005	1,365	9,394
现金变动	(4,393)	1,160	3,710	5,377	11,091
年初现金	8,107	3,714	4,874	15,603	21,230
汇率波动影响	0.00	0.00	7,020	250.00	250.00
年末现金	3,714	4,874	15,603	21,230	32,571

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	12.33	8.86	7.20
毛利润	41.37	61.23	25.64	14.88	11.05
营业利润	(39.41)	(73.46)	(179.09)	118.01	48.56
净利润	(35.68)	(72.07)	(182.07)	100.35	40.55
调整后净利润	(48.82)	(99.35)	11,003	41.04	28.54
EPS (基本)	(39.71)	(72.07)	(182.15)	100.35	40.55
盈利能力比率 (%)					
毛利率	24.16	32.70	36.57	38.60	39.98
EBITDA	(21.47)	(2.78)	7.61	10.97	13.82
净利润率	(21.41)	(5.02)	3.67	6.75	8.85
调整后净利润率	(15.20)	(0.08)	8.14	10.55	12.65
ROE	(32.54)	(9.45)	7.26	12.68	15.47
调整后 ROE	(23.11)	(0.16)	16.11	19.83	22.11
ROA	(12.86)	(4.09)	3.11	5.43	6.29
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(45.44)	(49.51)	(59.65)	(77.06)	(76.33)
流动比率	1.03	1.34	1.74	1.87	2.60
速动比率	1.03	1.34	1.74	1.87	2.60
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.60	0.81	0.85	0.80	0.71
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)	(11.45)	(3.20)	2.63	5.26	7.40
EPS (调整后, 基本)	(8.13)	(0.05)	5.83	8.22	10.57
每股净资产	34.19	33.49	38.85	44.12	51.51

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