

## 买入

2026年5月29日

### 盈利节奏延续，AI 驱动广告再加速

- 业绩摘要:** Q1 总收入 74.7 亿元，同比增长 7%，延续稳健增长态势。毛利率达 37.1%，连续第 15 个季度环比提升，较去年同期提升 0.8 个百分点。GAAP 净利润 2.02 亿元，实现扭亏为盈（去年同期净亏损 0.107 亿元）；Non-GAAP 净利润 5.85 亿元，同比增长 62%，经调整净利润率提升至 7.8%。经调整经营利润同比增长 53% 至 5.24 亿元，利润率 7.0%（去年同期 4.9%）。管理层重申中长期目标：毛利率 40%-45%，经营利润率 15%-20%。
- 广告业务提速至 30%，AI 赋能从效率工具升级为增长引擎:** Q1 广告收入同比增长 30% 达 25.9 亿元，连续第 13 个季度双位数增长，增速进一步加快。效果广告 CTCVR 同比增长 25%，AIGC 素材 CTR 提升双位数，自动化广告渗透率已跃升至 85%（此前约 50%）。PC/OTT 广告收入增长超 50%，搜索和小程序等新场景翻倍以上，多屏多场景布局持续打开增量空间。前五大行业为游戏、网服、数码家电、电商、汽车，AI 应用赛道广告主预算同比增长超 170%。
- 游戏业务短期承压于高基数，2026 年管线蓄力下半年:** Q1 移动游戏收入 15.2 亿元，同比下降 12%，系《三国：谋定天下》去年同期高基数影响，环比表现持平，FGO 和碧蓝航线提供稳定基础。2026 年管线进入集中释放期：《三国：百将牌》4 月 soft launch 符合预期，计划 7 月正式上线，业界首创英雄技能+卡牌融合玩法。《三国志：王道天下》3 月底首轮付费测试反馈积极，计划年内上线。《闪耀吧！噜咪》5 月初全球测试反馈积极，目标 Q4 全球上线，首创养成+休闲融合玩法。《逃离鸭科夫》今年销量突破 400 万份，正推进主机版和手游版。
- 用户活跃度创下新高，AI 投入以审慎姿态推进:** Q1 DAU 达 1.152 亿，同比增长 8%；MAU 突破 3.76 亿；日均使用时长达 119 分钟，同比增加 11 分钟，用户总时长同比增长 19%。正式会员达 2.91 亿，留存率约 80%，用户平均年龄约 26.5 岁。大会员 2,480 万（同比+5%），约 80% 选择年度或自动续费，粉丝充电收入同比增长 50% 以上。费用方面，Q1 CapEx 同比增长约 80%，全年 AI 相关 CapEx 预计增加约 10 亿元，对 P&L 影响仅约 1 亿元。资本管理方面，Q1 回购 250 万份证券，2 亿美元回购计划已全部完成，董事会考虑续推。受历史递延所得税资产影响，2025-2026 年实际有效税率预计维持低位，有助于利润保留。
- 目标价 35 美元/271 港元，买入评级:** 预计公司 2026-2028 年营业收入为 339/378/414 亿元，同比增长 11.9%/+11.4%/+9.6%；预计 Non-GAAP 归母净利润为 32.9/41/52.5 亿元，净利润率分别为 9.7%/10.8%/12.7%。考虑其盈利能力的改善预期及社区生态价值，采用现金流折现法进行测算 2026 年的目标价为 35 元/271 港元，对比当前股价仍有 103.2%/104.5% 的增长空间，给予买入评级。
- 投资风险:** 用户流量增长不及；商业化不及预期；游戏表现不及预期。

吕彦辛

852-25321539

Alexandra.lyu@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

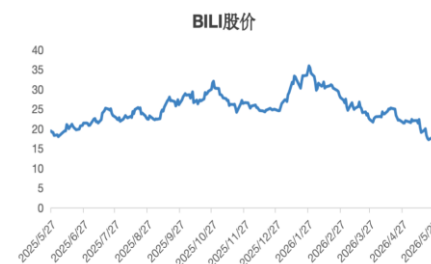
行业	TMT
股价	17.22 美元/132.5 港元
目标价	35 美元/271 港元 (+103.2%/104.5%)
股票代码	BILI US/9626 HK
总股数	4.17 亿股
市值	73.2 亿美元
52 周高/低	36.4 美元/16.92 美元
每股账面值	5.54 美元
主要股东	陈睿 11.53% 腾讯 9.7% 徐逸 6.58% 贝莱德 4.35%

### 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	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%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## BILI 盈利持续释放，AI 驱动广告提速与游戏管线蓄力

Q1 业绩延续增长势头，毛利率连续第 15 个季度扩张，经调整净利润率攀升至 7.8%，盈利能力的提升正在从量变走向质变。

### 盈利拐点持续验证，经营杠杆加速兑现

哔哩哔哩（以下简称“B 站”）2026 年 Q1 延续良好增长势头，总收入 74.7 亿元，同比增长 7%。毛利率达 37.1%，连续第 15 个季度环比提升，较去年同期提升 0.8 个百分点。GAAP 净利润 2.02 亿元，实现扭亏为盈（去年同期净亏损 0.107 亿元）；Non-GAAP 净利润 5.85 亿元，同比增长 62%，经调整净利润率提升至 7.8%。经营利润同比增长 1,011%至 1.67 亿元，经调整经营利润同比增长 53%至 5.24 亿元，经调整经营利润率 7.0%（去年同期 4.9%）。收入结构优化、运营效率提升与 AI 赋能杠杆效应三重驱动下，盈利能力正步入持续扩张通道。管理层在业绩会上重申中长期目标：毛利率 40%-45%，经营利润率 15%-20%。

### 社区活跃度创历史新高，用户生态筑牢增值底座

Q1 DAU 达 1.152 亿，同比增长 8%；MAU 突破 3.76 亿；日均使用时长达 119 分钟，同比增加 11 分钟，用户总时长同比增长 19%，社区活跃度与黏性均创下新高。正式会员达 2.91 亿，12 个月留存率稳定在约 80%，用户平均年龄约 26.5 岁，正处于消费力快速上升阶段。大会员达 2,480 万（同比增长 5%），约 80%选择年度或自动续费，粉丝充电收入同比增长 50%以上，付费稳定性为 VAS 提供了坚实的现金流底座。每月 170 亿次真实互动在 AI 时代构成稀缺的高质量人类偏好数据，是平台难以被复制的核心资产。

创作者生态持续繁荣是维系黏性的结构性原因。Q1 日活 UP 主同比增长 6%，日投稿量增长 19%；千粉 UP 主同比增长超 30%，万粉至百万粉各梯级 UP 主数量均增长超 20%；UP 主人均收入同比增长 20%。AI 大幅降低中长视频创作门槛——过去需要整个团队的影视/音乐作品，现在一两个核心创作者即可完成。近期 AI 创作大赛累计播放超 7 亿次，150 条视频播放量破百万。内部已建立系列模型用于内容质量理解和优质内容的早期发现，直接转化为创作者粉丝增长。由此形成双向锁定：用户留下来是因为所关注的创作者在这里，创作者留下来是因为受众与收入在这里。

Q1 VAS 收入同比增长 4%至 29.1 亿元，主要由大会员及其他增值服务带动。直播业务运营稳定、毛利率改善。从内容品类看，ACG 仍是文化根基：Q1 游戏和国创动画时长分别同比增长 27%和 20%；知识类（含 AI）增长 20%；音乐增长 25%（受 AIGC 驱动）；育儿早教、户外等新品类增长 50%以上。陈睿在业绩会上表示，AI 使优质创作者能力进一步放大，B 站最大财富是聚集了中国最具创造力、最愿意做深度表达的创作者，AI 这个历史性机会有可能让 B 站价值提升 10 倍。我们认为，这种创作者与用户的深度情感连接是广告主在 B 站投放愿意支付溢价的来源之一，也是平台抵御短视频竞争最难被复制的护城河。

### 广告增速跃升至 30%，AI 赋能从效率工具升级为增长引擎

Q1 广告收入同比增长 30%达 25.9 亿元，连续第 13 个季度实现双位数增长，增速较此前季度进一步加快，已确立为收入增长的第一驱动力。前五大行业为游戏、网服、数码家电、电商、汽车，需求来源具有高度行业分散性。AI 应用赛道广告主预算同比增长超 170%，数码家电和汽车各增长超 30%，家装增长超 130%，即时零售竞争带来的增量预算共同构成了多层次的广告需求来源，降低了单一行业周期性波动的影响。

广告收入同比增长 30%连续第 13 个季度双位数增长，AI 自动化渗透率跃升至 85%，技术驱动正从广告效率工具升级为增长核心引擎。

供给侧的结构性升级是广告能力建设的核心叙事。Q1 效果广告 CTCVR（点击到转化率）同比增长 25%，AIGC 素材 CTR 提升双位数。值得关注的是，平台自动化广告渗透率已跃升至 85%（此前约 50%），AI 驱动的深度转化建模和智能创意能力加速渗透，托管投放能力持续提升。PC/OTT 广告收入增长超 50%，搜索和小程序等新场景翻倍以上，多屏多场景布局（APP 到 PC/iPad/OTT/车载全场景，信息流到搜索/评论/播放器内/小程序全触点）持续打开增量空间，而非仅依赖信息流存量的挖掘。

李旌在业绩会上阐述了全年广告增长的三大驱动力：1) AI 深化广告系统——对用户兴趣、消费意图、内容理解进一步增强，精准匹配推动 CTCVR 超预期增长；2) 多屏多场景拓展一

—全场景全触点覆盖持续扩大广告库存；3）垂直行业策略深化——预期下半年AI科技、汽车、家装家电等高价行业集中爆发，游戏、电商、教育等优势品类持续扩市占率。B站投放价值区别于纯流量平台，从一次性认知到循环多次认知，从单一转化到长期品牌沉淀，是广告主最渴望触达的增量人群。内容生态与广告需求形成了少见的正向循环。

从内容供给的结构影响来看，AIGC工具对B站生态的潜在价值远不止于降低制作成本，其深层逻辑在于打破中长视频内容生产的人力瓶颈，从而扩大优质内容的供给总量。B站内容的核心竞争力历来依赖专业性强、制作周期长的PUGV——一位中等体量的UP主制作一条10分钟以上的深度内容，前期调研、脚本、剪辑、配音到字幕校对往往需要数十小时。AIGC工具链的系统性引入，实质上是在创作者端提供了一套“扩产不扩员”的基础设施。陈睿在业绩会上强调，AI未改变B站底层逻辑，而是放大了优质内容供给和社区体验两方面优势，短视频内容已过剩，但优质中长视频供给远远不足，AI正在弥补这一缺口。

具体来看，AI辅助剪辑可将粗剪效率提升数倍，允许UP主在相同时间内产出更高频次的内容；IndexTTS 2.0支持8种情感维度调节及毫秒级时长控制，使依赖文字转语音的创作者获得媲美专业配音的效果，对科普、纪录片、历史类内容尤为重要；AI翻译功能打开了跨语言内容流通通路，有助于B站拓展非中文用户基础。AI创作大赛累计播放超7亿次、150条视频破百万播放的成绩，验证了AI赋能创作的可行性。若2026年创作者工具的AI化渗透率持续提升，投稿量与内容质量的共同增长具备加速空间，是我们对广告收入维持高增速判断的内容端支撑之一。

对平台而言，内容供给密度的提升具有直接的商业变现价值——更多内容意味着更长的用户停留时长，更长的停留时长带来更多的广告展示机会，同时内容多样性的扩张也有助于平台向更广泛的品类广告主证明受众覆盖能力。Q1用户总时长同比增长19%已充分验证这一飞轮效应。B站每月170亿次真实互动构成的真人数据，在AI时代极为珍贵，为AI模型的训练提供了高质量的人类偏好反馈，这是纯流量平台难以企及的差异化壁垒。

值得关注的风险在于，AIGC内容泛滥可能对平台的内容质量调性形成冲击——B站管理层在会议中明确以“拒绝快餐式内容”作为社区定位的核心表述，其算法分发机制和社区审核标准能否在内容供给扩张的同时维护质量门槛，是决定这一逻辑能否顺畅兑现的关键变量。但我们注意到，B站已建立系列模型用于内容质量理解和优质内容的早期发现，这为其在扩大供给的同时守住质量底线提供了技术保障。

### 游戏短期承压于高基数，管线丰富度提升蓄力下半年

Q1移动游戏收入15.2亿元，同比下降12%，主要受《三国：谋定天下》去年同期高基数影响，该游戏正过渡至稳定成熟期，环比表现持平。FGO和碧蓝航线继续提供稳定基础。《逃离鸭科夫》今年销量突破400万份，正推进主机版和手游版，目标打造长青IP。2026年游戏管线进入集中释放期：《三国：百将牌》4月soft launch符合预期，计划7月正式上线，业界首创英雄技能+卡牌融合玩法，目标成为大DAU、长生命周期休闲品类产品。《三国志：王道天下》3月底首轮付费测试反馈积极，计划年内上线，与三谋形成差异化互补（三王面向IP粉丝和画质追求者，三谋面向年轻化+降肝减氪）。《闪耀吧！噜咪》5月初全球用户测试反馈积极，目标Q4全球上线，首创养成+休闲融合玩法。游戏整体策略三句话：长线运营、垂类头部、品类年轻化。我们将游戏出海定性为中期成长的上行期权而非基准假设，一旦形成规模性验证将带来额外估值弹性。

#### 游戏管线进入集中释放期，

《三国：百将牌》与《闪耀吧！噜咪》接力上线，叠加2亿美元回购计划完成，中期成长与股东回报确定性同步增强。

在财务与资本管理层面，截至Q1末现金及等价物、定期存款及短期投资合计241.9亿元，充沛储备既为AI战略投入提供保障，亦为游戏出海所需的本地化运营留有安全边际。Q1回购250万份证券，成本6,030万美元；2亿美元回购计划已全部完成（累计回购990万份），董事会正考虑在适当时候续推，股东回报信号积极。AI投入方面，Q1CapEx同比增长约80%（约2亿元），全年AI相关CapEx预计增加约10亿元，对93.5%/100%93.5%/100%P&L影响仅约1亿元，研发开支同比增长9%整体可控。管理层明确将在保持盈利的同时以审慎方式推进AI投入，对广告效率和内容生产力的正向反馈将在2026-2027年逐步体现在毛利率扩张上。历史累计亏损形成的递延所得税资产将随各主体陆续盈利持续释放，未来两年实际有效税率预计维持低位，是利润集中兑现的隐性催化剂。

综合来看，哔哩哔哩业务逻辑已完成从“用户增长优先”向“经营效率优先”的切换，AI 与游戏出海的双线布局为下一阶段的价值重估埋下更长远的伏笔。

## 盈利预测

未来三年收入 CAGR 10.9% 我们预计公司 2026-2028 年收入为 339/378/414 亿元，三年 CAGR 为 10.9%。预计 Non-GAAP 归母净利润为 32.9/41/52.5 亿元，净利润率为 9.7%/10.8%/12.7%。

## 目标价 35 美元/271 港元，买入评级

现金流折现法：合理股价为 35 美元/271 港元

我们采用现金流折现法（DCF）进行估值，假设加权平均资本成本（WACC）为 10.80%、长期增长率为 2.5%，人民币兑美元汇率为 6.85，在不考虑游戏出海及 AI 变现超预期的情况下，我们预计公司 2027 年估值将达到 154 亿美元。基于 DCF 法得到 2026 年目标价为 35 美元/271 港元，对比当前股价仍有 103.2%/104.5% 的增长空间，给予买入评级。

图表 2：DCF 模型

折现年限	高速成长期				稳定成长期						永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
(千人民币)											
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)							
减：股权激励费用	-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
自由现金流增长率		-15.2%	16.5%	19.2%	13.0%	11.0%	9.0%	7.0%	5.0%	4.0%	4.0%
自由现金流量	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年末的现金流量		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
永续期折现值											130,415,130

<b>WACC</b>	<b>10.80%</b>
长期增长率	2.5%

<b>估值</b>	
现金流折现价值	90,806,400
加：现金及等价物	24,153,062
减：债务市值	9,636,717
减：少数股东权益	-24,719
股本价值（人民币）	105,347,464
人民币兑美元汇率	6.9
股本价值（美元）	15,379,192
股本数量（预期）	444,027
DCF法之每股价值	35

资料来源：第一上海预测

## 主要财务报表

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%
- 投资收益	-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						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2026 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。