

哔哩哔哩-W (09626.HK)

优于大市

游戏大年及AI应用推广有望助力公司26年广告收入与利润高速增长

◆ 公司研究·海外公司快评

◆ 传媒·数字媒体

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	张伦可	0755-81982651	zhanglunke@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120004
证券分析师:	张衡	021-60875160	zhangheng2@guosen.com.cn	执证编码: S0980517060002
证券分析师:	王颖婕	0755-81983057	wangyingjie1@guosen.com.cn	执证编码: S0980525020001

事项:

2026年是游戏大年和AI应用投放大年,哔哩哔哩有望承接更多游戏及AI应用广告主投放预算。

国信互联网观点: 哔哩哔哩有望承接更多游戏及AI应用广告主投放预算,带动收入与利润增长。需求看, B站广告聚焦科技与游戏等垂类,我们预计2026年游戏及AI应用等行业将贡献B站游戏增长主要增量。

1) **游戏行业:** 2025年游戏版号快速增长,据新闻出版署数据,25年App/PC/主机游戏版号数量同比增速近60%(不含休闲类游戏),预计2026年头部游戏厂商新游推广流量争夺更激烈、行业整体预算增加,我们测算2026年B站游戏广告增速可实现超30%的同比增速; 2) **AI应用:** 26年AI应用广告主投流预算显著增加, B站用户与AI核心客群重叠度高, AI应用广告主可在B站买到高留存用户: 我们测算2025年B站上AI应用广告主投入预算1-2亿,我们据公司营销平台数据测算,假设AI应用广告主50%预算投效果广告、每个激活用户25元,25年AI应用广告主在B站可购买1.5亿*50%效果广告/25元每激活用户=300万激活用户,2026年我们预计国内AI应用广告投放大盘增加3倍,假设B站的份额不变,预计AI应用2026年在B站消耗5-6亿预算,维持上述效果广告占比、单激活用户价格假设不变,预计2026年AI应用广告主可在B站购买1200万个激活用户(我们推测主力是千问App,因豆包日活已破亿,元宝优先腾讯体系内投放)。**流量供给看,** 1)我们预计2026年B站DAU仍可保持5%以上增速,在AI技术提升匹配精准度带动下ad load有望从6.7%增长至7.1%、ECPM预计增长5%; 2)原生和品牌广告受宏观经济影响更大,预计2026年收入增速为个位数。

2) **维持优于大市评级:** 我们维持此前收入预测与盈利预测不变,我们预测2025-2027年收入为302/326/365亿,2025-2027年经调净利为25/34/46亿,继续维持“优于大市”评级。

评论:

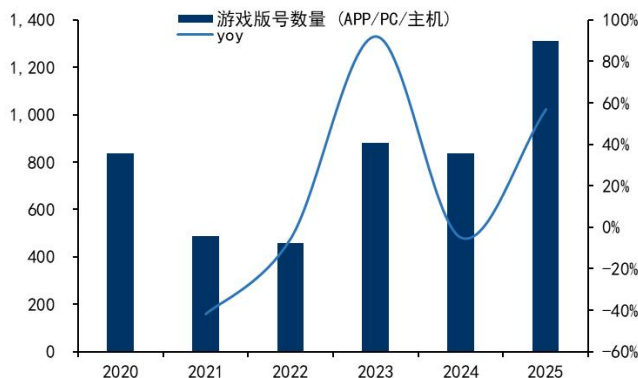
◆ 整体: 哔哩哔哩有望承接更多游戏及AI应用广告主投放预算

需求看, B站广告聚焦科技与游戏等垂类,我们预计2026年游戏及AI应用等行业将贡献B站游戏增长主要增量。1) **游戏行业:** 2025年游戏版号快速增长,据新闻出版署数据,25年App/PC/主机游戏版号数量同比增速近60%(不含休闲类游戏),预计2026年头部游戏厂商新游推广流量争夺更激烈、行业整体预算增加,我们测算2026年B站游戏广告增速可实现超30%的同比增速; 2) **AI应用:** 26年AI应用广告主投流预算显著增加, B站用户与AI核心客群重叠度高, AI应用广告主可在B站买到高留存用户: 我们测算2025年B站上AI应用广告主投入预算1-2亿,我们据公司营销平台数据测算,假设AI应用广告主50%预算投效果广告、每个激活用户25元,25年AI应用广告主在B站可购买1.5亿*50%效果广告/25元每激活用户=300万激活用户,2026年我们预计国内AI应用广告投放大盘增加3倍,假设B站的份额不变,预计AI应用2026年在B站消耗5-6亿预算,维持上述效果广告占比、单激活用户价格假设不变,预计2026年AI应用广告主可在B站购买1200万个激活用户(我们推测主力是千问App,因豆包日活已破亿,元宝优先腾讯体系内投放)。

流量供给看, 1)我们预计2026年B站DAU仍可保持5%以上增速,在AI技术提升匹配精准度带动下ad load

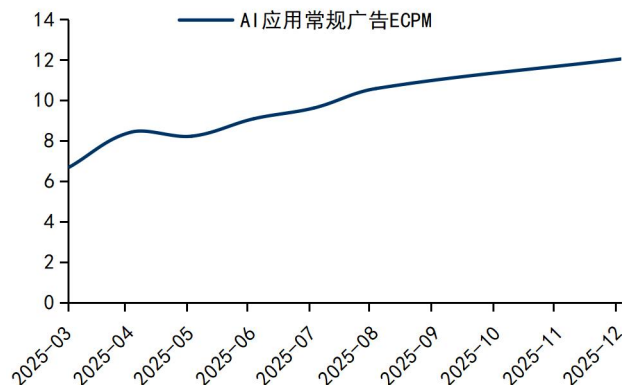
有望从 6.7% 增长至 7.1%、ECPM 预计增长 5%；2) 原生和品牌广告受宏观经济影响更大，预计 2026 年收入增速为个位数。

图1: 2025 年游戏版号数量 (App/PC/主机) 快速增长



资料来源: 国家新闻出版署, 国信证券经济研究所整理

图2: 2025 年哔哩哔哩 AI 应用 ECPM 变化



资料来源: 哔哩哔哩, 国信证券经济研究所整理

图4: B 站 AI 相关兴趣人群画像及规模

产品分类	使用场景	面向人群	举例应用	人群包	预估覆盖人数 (万人)
AI 搜索工具类	高频使用“问题 + 场景”搜索	职场人士 (数据分析、竞品调研)、学生 (论文写作、知识查证)、开发者 (API 文档检索)	腾讯元宝、夸克、豆包、kimi	职场人群 职场萌新	7,006 744
AI 娱乐陪伴类	深夜情绪倾诉、虚拟恋爱、二次元同人创作 (角色对话生成) ;	18-28 岁单身青年 (女性占比 65%)、留学生、二次元爱好者。	星野、逗逗、猫箱	二次元原住民	5,835
AI 内容创作类	电商大促 (批量生成详情页)、游戏发行 (AI 生成 1000+ 差异化广告素材)、新闻媒体 (热点事件多模态报道)。	自媒体创作者 (粉丝 10 万+)、企业营销团队 (电商/游戏)、设计工作室。	智谱清言、可灵、即梦、捏ta	AI 创作人群	1,480
AI 编程类	快速原型开发、遗留系统维护 (代码注释自动生成)、DevOps 自动化 (CI/CD 流程优化)。	初级开发者 (3 年经验以下)、全栈工程师、企业技术团队。	marscode、编程狮、CSDN	AI 钻研党	2,214

资料来源: 哔哩哔哩, 国信证券经济研究所整理

图5: 2023-2025 年 B 站前五大广告主行业分布

排序	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
1	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏
2	数码家电	电商	数码家电	数码家电	电商	电商	电商	数码家电	网服	数码家电	数码家电
3	电商	数码家电	电商	电商	数码家电	数码家电	数码家电	电商	电商	电商	电商
4	护肤美妆	护肤美妆	食品饮料	汽车	食品饮料	食品饮料	网服	网服	数码家电	网服	网服
5	汽车	快消	汽车	护肤美妆	汽车	汽车	汽车	汽车	汽车	汽车	汽车

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

我们维持此前收入预测与盈利预测不变，我们预测 2025-2027 年收入为 302/326/365 亿，2025-2027 年经调净利为 25/34/46 亿，继续维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

相关研究报告：

- 《哔哩哔哩-W (09626. HK) -跨越盈利拐点, AI 应用与游戏品类扩张加速商业化价值释放》——2026-02-10
- 《哔哩哔哩-W (09626. HK) -25 年三季报点评：广告增速表现优异，盈利能力持续改善》——2025-11-20
- 《哔哩哔哩-W (09626. HK) -25 年中报点评：广告保持高增速，商业化持续提升》——2025-08-31
- 《哔哩哔哩-W (09626. HK) -25 年一季报点评：广告与游戏拉动盈利能力改善，持续看好商业化潜力》——2025-05-26

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7192	10249	8713	8880	10390	营业收入	22528	26832	30161	32622	36454
应收款项	3368	3162	2727	2949	3296	营业成本	17086	18058	20057	20878	22601
存货净额	186	0	251	247	265	销售费用	5795	4921	4403	5220	5833
其他流动资产	113	50	4524	4893	5468	管理费用	4677	7286	6961	8233	9070
流动资产合计	18727	19756	22510	24524	28484	财务费用	(83)	(70)	150	169	158
固定资产	715	589	2909	3352	3393	其他收入	214	1963	2701	4054	4674
无形资产及其他	6353	5926	4877	5658	6243	营业利润	(4733)	(1400)	1290	2176	3466
投资性房地产	2998	2515	2515	2515	2515	利润总额	(4733)	(1400)	1290	2176	3466
长期股权投资	4367	3912	3912	3962	4012	所得税费用	79	(37)	52	109	173
资产总计	33159	32698	36723	40011	44647	少数股东损益	11	(17)	16	26	42
短期借款及交易性金融负债	7456	1572	5216	4748	3845	归属于母公司净利润	(4822)	(1347)	1223	2041	3251
应付款项	4679	5230	3512	3213	3179	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
其他流动负债	5969	7961	8259	8707	9441	净利润	(4822)	(1347)	1223	2041	3251
流动负债合计	18104	14763	16988	16668	16466	折旧摊销	1722	2582	2701	4054	4674
长期借款及应付债券	1	3264	3264	3264	3264	财务费用	(83)	(70)	150	169	158
其他长期负债	650	568	757	738	768	营运资本变动	1657	3399	(5520)	(459)	(209)
长期负债合计	651	3832	4021	4002	4032	其它	11	(17)	16	26	42
负债合计	18755	18595	21009	20670	20498	经营活动现金流	(1433)	4618	(1581)	5662	7758
少数股东权益	12	(4)	382	408	1966	资本开支	0	(3171)	(3600)	(3718)	(3784)
股东权益	14392	14108	15332	18933	22184	其它投资现金流	1550	1572	0	(1259)	(1511)
负债和股东权益总计	33159	32698	36723	40011	44647	投资活动现金流	2834	(1143)	(3600)	(5027)	(5345)
						融资活动现金流	(4382)	(417)	3644	(468)	(903)
						现金净变动	(2981)	3058	(1536)	167	1510
						货币资金的期初余额	10173	7192	10249	8713	8880
						货币资金的期末余额	7192	10249	8713	8880	10390
						企业自由现金流	0	(533)	(7554)	(1661)	(253)
						权益自由现金流	0	(4145)	(4044)	(2281)	(1297)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E						
每股收益	(11.46)	(3.20)	2.91	4.85	7.73						
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
每股净资产	34.20	33.52	36.43	44.99	52.71						
ROIC	-24%	-21%	-3%	-7%	4%						
ROE	-34%	-10%	8%	11%	15%						
毛利率	24%	33%	34%	36%	38%						
EBIT Margin	-22%	-13%	-4%	-5%	-3%						
EBITDA Margin	-15%	-3%	5%	7%	10%						
收入增长	3%	19%	12%	8%	12%						
净利润增长率	--	--	-191%	67%	59%						
资产负债率	57%	57%	58%	53%	50%						
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
P/E	(19.6)	(70.0)	77.1	46.2	29.0						
P/B	6.6	6.7	6.1	5.0	4.3						
EV/EBITDA	(36)	(141)	85	52	34						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032