

哔哩哔哩

BILI US

中国互联网行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

广告收入动能强劲

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 5 月 20 日发布的题为《Robust ad revenue momentum》的报告，哔哩哔哩 2026 年一季度业绩符合预期，总营收同比增长 6.7% 至 75 亿元，调整后息税前利润同比增长 53% 至 5.24 亿元。强劲的在线广告业务抵消了移动游戏收入下滑。分析预计在线广告将保持强劲增长势头，受 AI 广告主增加，AI 驱动的广告效率提升及新广告场景推动，该业务有望维持高区间的同比增速。考虑到高基数效应及递延收入周期延长，移动游戏收入在 2026 年二季度可能同比下滑低双位数，但随着 2026 年四季度《三国》与《闪耀吧！噜咪》等新游戏上线有望反弹。公司计划 2026 年增加约 10 亿元 AI 资本开支（对损益表影响约 5 亿元），部分将被运营支出节省所抵消。

在线广告展现稳健增长动能

哔哩哔哩在线广告收入在 2026 年一季度加速至同比增长 30%，达 26 亿元，主要受益于流量与广告加载量提升，以及广告基础设施与投放能力的持续优化。前五大广告垂直领域为游戏、互联网、数码产品与家电、电商及汽车。AI 广告主持续扩大预算，同比增幅超 170%。数码产品、家电与汽车广告亦实现 30%+ 同比增长，家装广告同比激增 130%。公司深化 AI 算法整合，并开拓 PC 与 OTT（同比+50%）等多元平台及搜索与小程序（同比+100%）等新场景的广告潜力。多样化流量、新场景与持续广告效率提升将支撑广告业务强劲势头。

但移动游戏仍承压

哔哩哔哩 2026 年一季度移动游戏收入同比下降 12% 至 15 亿元，受《三国》流水同比下滑拖累。公司计划 7 月推出休闲卡牌游戏《N 卡》，同时基于原创 IP 开发的新 SLG《三王》于 3 月底启动测试，凭借升级的 3D 视觉瞄准差异化 SLG 玩家群体。自主研发的类似游戏《闪耀吧！噜咪》5 月付费测试因治愈系画风与易上手玩法获好评，两款游戏均将于 2026 年四季度上线。

增值服务收入增速放缓

公司 2026 年一季度增值服务收入同比增长 3.7% 至 29 亿元，主要由直播与粉丝充电计划构成支撑。粉丝充电计划受益于创作者与用户关系强化及用户付费意愿提升，实现了 50%+ 同比增长。大会员数达 2,480 万，同比增长 5%，其中 80% 为自动续费。

催化因素

游戏货币化审批正常化，与电商平台合作深化，故事模式广告货币化加速。

投资风险

- 1) 公司处于快速演变且竞争激烈的行业，哔哩哔哩打造全民视频平台的目标可能直接与抖音、快手等头部平台竞争。
- 2) 内容成本可能因激励创作者上传优质 PUGV 及采购热门内容的举措而增加。
- 3) 监管风险、中国政府持续加强对视频、直播、游戏、音频等网络内容的监管。

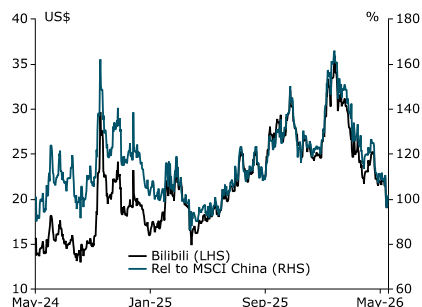
公司概况

哔哩哔哩公司提供在线娱乐服务，业务涵盖视频、直播、移动游戏、动漫及漫画等多元内容形态，主要服务于中国市场。

| 收入按产品分类 | | 收入按地区分类 | |
|-----------|-------|---------|--------|
| 增值服务 | 41.0% | 亚洲 | 100.0% |
| 广告 | 30.5% | 美洲 | 0.0% |
| 移动游戏 | 20.9% | 欧洲 | 0.0% |
| IP 衍生品及其他 | 7.6% | 中东与非洲 | 0.0% |

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 5 月 19 日): 20.0 美元

市场共识目标价 (路孚特): 30.75 美元

12 个月最高/最低价: 35.92 美元/17.99 美元

主要股东:

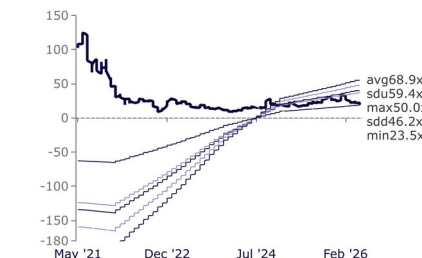
陈睿 14.20%

腾讯 12.40%

市值: 83.40 亿美元

3 个月日均成交额: 58.88 百万美元

市盈率区间



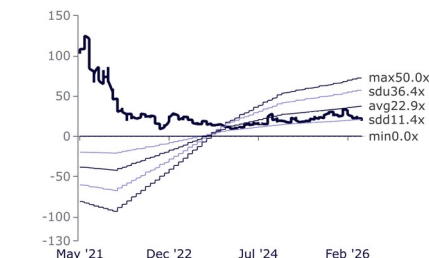
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

| 公司 | 代码 | 市值 (亿美元) | 股价 (Icc) | 市盈率 (倍) | | | 市净率 (倍) | | | 股息收益率 (%) | | | 股本回报率 (%) | | |
|------|--------|----------|----------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | | | FY25F | FY26F | FY27F | FY25F | FY26F | FY27F | FY25F | FY26F | FY27F | FY25F | FY26F | FY27F |
| 腾讯音乐 | TME US | 150.5 | 9.14 | 9.1 | 10.4 | 9.7 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.9 | 2.6 | 2.9 | 14.7 | 10.7 | 10.6 |

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 5 月 19 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。