

哔哩哔哩-W (09626.HK)

增持 (维持)

广告业务加速增长, 盈利能力稳步提升

TMT 及中小盘/传媒  
目标估值: NA  
当前股价: 148.7 港元

公司发布 2026Q1 业绩, 一季度实现收入 74.7 亿元, 同比增加 7%, 经调整净利润 5.85 亿元, 同比增加 62%。

基础数据

总股本 (百万股)	417
香港股 (百万股)	337
总市值 (十亿港元)	62.0
香港股市值 (十亿港元)	50.1
每股净资产 (港元)	37.5
ROE (TTM)	7.6
资产负债率	62.3%
主要股东	JPMorgan Chase & Co.
主要股东持股比例	13.1639%

□ 经调整净利润超预期, 盈利能力稳步提升。公司发布 2026Q1 业绩, 一季度实现收入 74.7 亿元, 同比增加 7%, 经调整净利润 5.85 亿元, 同比增加 62%, 经调整净利润率 7.8%, 同比上升 2.6pct。毛利润 27.7 亿元, 同比增加 9%, 毛利率 37.1%, 同比上升 0.8pct, 连续 15 个季度实现环比提升。

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 广告业务加速增长, 商业化价值逐步释放。

相关报告

- 1、《哔哩哔哩-W (09626) 一首次实现全年盈利, 广告等核心业务增长亮眼》2026-03-09
- 2、《哔哩哔哩-W (09626) 一25Q3 业绩超预期, 广告业务表现亮眼》2025-11-16
- 3、《哔哩哔哩-W (09626) 一广告业务亮眼表现持续, 优质游戏储备丰富》2025-10-19

刘晓珊 S1090525050004  
liuxiaoshan@cmschina.com.cn  
顾佳 S1090513030002  
gujia@cmschina.com.cn

1) 增值服务业务: Q1 实现收入 29.1 亿元, 同比+4%, 主要来自大会员及其他增值服务收入增长;

2) 广告业务: Q1 实现收入 25.9 亿元, 同比+30%, 进一步加速, 主要来自广告产品供给改善及广告效益提升;

3) 移动游戏业务: Q1 实现收入 15.2 亿元, 同比-12%, 主要来自 24 年 6 月上线的独家授权 SLG 游戏《三国: 谋定天下》带来的高基数影响, 目前游戏进入稳定期, 即将迎来 S15 新赛季; 新游戏方面, 自研 PVE 搜打撤游戏《逃离鸭科夫》手游及主机端有望陆续上线, 三国 IP 卡牌游戏《三国百将牌》于 4 月 22 日开启不删档测试, 有望于近日正式上线, 后续还有《闪耀吧! 噜咪》《三国志: 王道天下》等储备。

4) IP 衍生品及其他业务: Q1 实现收入 4.48 亿元, 同比-4%。

□ 持续深耕中长视频优质内容, 用户运营数据再创新高。公司核心用户指标持续增长, Q1 日均活跃用户达 1.15 亿, 同比增长 8%; 月均活跃用户达 3.76 亿, 日均使用时长达到历史新高 119 分钟, 总时长同比增长 19%。大会员数量 2477 万, 月均付费用户 3443 万, 社区维持高粘性, 一季度 up 主人均收入同比提升 24%。公司持续深耕优质内容, 通过央视春晚独家弹幕、B 站最美的夜跨年晚会、Bilibili 大年初一联欢会等活动进一步提升活跃度, 优质国创 IP《牧神记》系列播放量破 17 亿, 追番人数超 650 万。

□ 维持“增持”投资评级。公司 24 年上线独家代理 SLG 游戏《三国: 谋定天下》表现优秀, 后续《逃离鸭科夫》《闪耀吧! 噜咪》《三国百将牌》等多款储备有望持续贡献增量, 多行业广告份额提升明显, 商业化潜力充足, 预期 2026-2028 年公司营收有望达到 333.358.394 亿元, 经调整归母净利润 31.3、40.3、48.5 亿元, 对应 PE 为 16.5、12.9x、10.7x, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 用户增长不及预期、行业监管风险、UP 主流失、竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	26832	30348	33322	35821	39403
同比增长	19%	13%	10%	7%	10%
营业利润(百万元)	(1344)	1124	1633	2525	3349
同比增长	-73%	184%	45%	55%	33%
经调整归母净利润(百万元)	(22)	2590	3131	4029	4846
同比增长	99%	N/A	21%	29%	20%
每股收益(元)	-0.05	6.15	7.37	9.48	11.40
PE	N/A	19.8	16.5	12.9	10.7
PB	3.6	3.3	3.0	2.6	2.2

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	19756	27550	30480	33944	38700
现金及现金等价物	10249	12184	14780	17964	22320
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	6295	11970	11970	11970	11970
应收账款及票据	1227	1268	1393	1497	1647
其它应收款	1935	2078	2282	2453	2698
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	50	51	56	60	66
<b>非流动资产</b>	12942	13618	14035	14430	14954
长期投资	3912	4762	5017	5234	5449
固定资产	589	695	745	807	992
无形资产	5926	5928	5928	5928	5928
其他	2515	2233	2345	2462	2585
<b>资产总计</b>	<b>32698</b>	<b>41168</b>	<b>44515</b>	<b>48374</b>	<b>53654</b>
<b>流动负债</b>	14763	20327	21618	22516	24022
应付账款	4801	5497	5974	6408	7055
应交税金	429	406	406	406	406
短期借款	1572	4861	4950	4776	4650
其他	7961	9563	10288	10926	11911
<b>长期负债</b>	3831	5292	5546	5813	6093
长期借款	3263	4776	5015	5265	5529
其他	568	516	532	548	564
<b>负债合计</b>	<b>18594</b>	<b>25619</b>	<b>27164</b>	<b>28329</b>	<b>30115</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	14108	15573	17379	20079	23581
少数股东权益	(4)	(25)	(29)	(35)	(42)
归属于母公司所有者权益	14108	15573	17379	20079	23581
<b>负债及权益合计</b>	<b>32698</b>	<b>41168</b>	<b>44515</b>	<b>48374</b>	<b>53654</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	6015	7147	4630	5067	5095
净利润	(1347)	1194	1806	2700	3502
折旧与摊销	2501	2195	2155	1789	565
营运资本变动	3640	2572	869	792	1231
其他非现金调整	1220	1187	(199)	(214)	(203)
<b>投资活动现金流</b>	(138)	(9341)	(2262)	(1844)	(768)
资本性支出	(1755)	(1827)	(2205)	(1850)	(750)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	87600	188205	255	217	215
其它	79	27	198	223	197
<b>筹资活动现金流</b>	(2825)	4087	228	(39)	29
债务增减	(2718)	4905	328	77	137
股本增减	(108)	(816)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	0	(1)	(100)	(116)	(109)
其它调整	1	(0)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>3058</b>	<b>1935</b>	<b>2597</b>	<b>3184</b>	<b>4356</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总营业收入</b>	26832	30348	33322	35821	39403
主营业务收入	26832	30348	33322	35821	39403
营业成本	18058	19234	20693	21976	23957
<b>毛利</b>	8774	11114	12629	13845	15446
营业支出	10118	9990	10996	11319	12097
<b>营业利润</b>	(1344)	1124	1633	2525	3349
利息支出	89	151	115	132	125
利息收入	435	432	435	465	445
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(402)	(198)	(125)	(125)	(125)
非经常项目损益	0	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	(1400)	1208	1828	2733	3544
所得税	(37)	17	26	39	50
少数股东损益	(17)	(3)	(4)	(6)	(8)
<b>经调整归母净利润</b>	(22)	2590	3131	4029	4846
<b>EPS(元)</b>	(0.05)	6.15	7.37	9.48	11.40

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业收入	19%	13%	10%	7%	10%
营业利润	-73%	184%	45%	55%	33%
净利润	-72%	189%	51%	50%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.7%	36.6%	37.9%	38.6%	39.2%
净利率	-5.0%	3.9%	5.4%	7.5%	8.9%
ROE	-9.5%	7.7%	10.4%	13.4%	14.8%
ROIC	-6.7%	5.3%	7.0%	9.4%	10.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.9%	62.2%	61.0%	58.6%	56.1%
净负债比率	14.8%	23.4%	22.4%	20.8%	19.0%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	193.6	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款周转率	8.2	9.3	9.5	9.4	9.5
应付账款周转率	4.0	3.7	3.6	3.5	3.6
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	-0.05	6.15	7.37	9.48	11.40
每股经营现金	14.29	16.98	10.90	11.92	11.99
每股净资产	33.51	36.99	40.89	47.25	55.48
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	N/A	19.8	16.5	12.9	10.7
PB	3.6	3.3	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	453.4	151.9	131.7	115.9	127.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。