

## 传媒

2026年05月21日

## 哔哩哔哩-W

(09626)

## ——26Q1 广告延续强劲增长

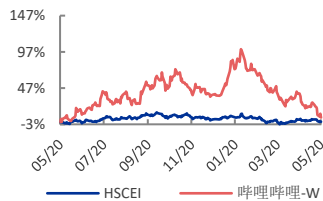
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年05月20日

收盘价 (港币)	148.70
恒生中国企业指数	8605.13
52周最高/最低 (港币)	285.60/139.10
H股市值 (亿港元)	632.03
流通H股 (百万股)	416.63
汇率 (港币/人民币)	0.8731

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 相关研究

## 证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
夏嘉励 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com

## 联系人

夏嘉励 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 事件：

- 哔哩哔哩 26Q1 实现营业收入 74.7 亿元，同比增长 7%；调整后归母净利润 5.9 亿元，同比增长 63%，对应利润率 7.9%。收入和利润整体符合预期。

## 投资要点：

- **高粘性社区活跃度再创新高。**根据公司财报，26Q1 MAU 突破 3.76 亿，同比增长 2%；DAU 达 1.15 亿，同比增长 8%；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%。
- **广告仍是收入增长主引擎，商业化效率持续释放。**根据公司财报，26Q1 广告收入同比增长 30%，超预期，25Q4 增速为 27%；占收入比提升至 35%，为公司收入增长主要驱动。横向对比其他互联网平台增速突出。我们看好公司广告份额进一步提升；一方面，年轻高粘性社区的消费价值持续释放；另一方面，AI 在内容理解、推荐分发、广告素材生成和投放效率上的应用，有望继续提升广告变现天花板。
- **游戏短期受高基数扰动，关注新品周期。**根据公司财报，26Q1 游戏收入同比下降 12%，符合预期。主要由于《三谋》去年同期高基数及进入稳定成熟期。后续重点关注长线运营表现及新品上线节奏，储备的有版号新游包括《三国：百将牌》《闪耀吧！噜咪》《三国志：王道天下》。
- **其他业务整体稳健。**根据公司财报，26Q1 增值服务收入同比增长 4%，略低预期；IP 衍生品及其他收入同比下滑 4%，略低预期。大会员、充电、IP 衍生等业务核心逻辑仍是社区内容生态的自然变现，增长虽温和但具备持续性，期待中期进展。
- **毛利率持续提升，AI 投入可控。**根据公司财报，26Q1 毛利率 37.1%，符合预期，连续第 15 个季度提升。销售费用同比下降 1%，管理费用同比增长 3%，研发费用同比增长 9%，主要由于 AI 投资扩大。AI 投入短期或对费用率形成一定扰动，但其在内容创作、内容分发、广告效率和社区运营中的作用已开始体现。
- **维持买入评级。**公司持续验证商业化效率和费用控制能力，小幅上调公司 26-28 年调整后归母净利润预测为 30.44/40.47/50.42 亿元（原预测为 30.04/40.32/50.21 亿元）。继续看好 B 站作为高粘性年轻社区的中长期价值，广告高增、AI 提效和利润率改善仍是核心主线，维持买入评级。
- **风险提示：**游戏流水不及预期，广告增长不及预期，AI 投入效果不及预期。

## 财务数据及盈利预测

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	26,832	30,348	32,742	36,964	40,421
同比增长率 (%)	19	13	8	13	9
调整后归母净利润	-22	2,590	3,044	4,047	5,042
同比增长率 (%)	99	11,818	18	33	25
每股收益 (元/股)	-0.05	6.18	7.16	9.52	11.86
ROE (%)	-0.16	16.66	13.82	13.77	13.40
市盈率	-	21	18	14	11
市净率	3.9	3.5	2.5	1.9	1.5

注：“每股收益”为归属普通股股东调整后净利润除以总股本

## 合并利润表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	26,832	30,348	32,742	36,964	40,421
营业成本	-18,058	-19,234	-20,537	-22,398	-23,927
毛利	8,774	11,114	12,205	14,566	16,493
其他收入	-363	-198	-56	-239	-214
销售费用	-4,402	-4,394	-4,519	-4,995	-5,549
管理费用	-2,031	-2,062	-2,213	-2,403	-2,627
研发费用	-3,685	-3,533	-4,206	-4,805	-5,053
EBIT	-1,746	927	1,210	2,123	3,051
财务费用	346	281	274	320	305
税前利润	-1,362	1,208	1,484	2,443	3,356
所得税	37	-17	6	-73	-101
少数股东权益	17	3	11	11	11
归母净利润 (GAAP)	-1,347	1,194	1,501	2,380	3,266
调整项	1,325	1,397	1,544	1,666	1,776
<b>归母净利润 (Non-GAAP)</b>	<b>-22</b>	<b>2,590</b>	<b>3,044</b>	<b>4,047</b>	<b>5,042</b>

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。