

# 【广发传媒&海外】哔哩哔哩(BILI)/ 哔哩哔哩-W(09626.HK)

## 26Q1 广告增长 30%; 用户数据亮眼

### 核心观点:

- 公司发布 26Q1 业绩。26Q1 总收入 74.7 亿元，YoY/QoQ+7%/-10%，vs. 彭博一致预期为 74.6 亿元。NonGAAP 归母净利润为 5.93 亿元，YoY/QoQ+63%/-32%，vs. 一致预期为 5.4 亿元（超 11%）。归母净利润率为 7.9%，同比提升 3pct，环比降低 3pct。
- 26Q1 广告同比增长 30%，用户数据表现亮眼。26Q1 MAU 3.76 亿，YoY/QoQ+2%/+3%。DAU 为 1.15 亿，YoY/QoQ+8%/+2%。单用户时长 119 分钟，同比增加 11 分钟，总用户时长同比增长 19%。社区优质内容为先的运营策略奏效。26Q1 广告收入 25.9 亿元，YoY +30%，QoQ -15%，vs. 一致预期为 25 亿元（超 3%）。VAS 收入 29.1 亿元，YoY/QoQ+4%/-11%。游戏收入 15.2 亿元，YoY-12%，QoQ-1%。《三谋》去年同期高基数，正过度至成熟的生命周期，下半年有更多新品贡献增量。IP 衍生品及其他收入 4.5 亿元，YoY/QoQ-4%/-6%。
- 盈利预测与投资建议：广告业绩受益于流量增长和变现效率提升带来提速，广告展望更为积极，短期游戏因新品发布节奏更多在第四季度，同比增长略承压，但新游戏如果表现良好，有望对 27 年游戏收入和利润带来积极促进。战略性投入 AI 对利润影响较为可控，中长期增益 B 站创作和分发生态。预计 26-27 年收入达 330 亿元和 367 亿元，同比增长 8.7%、11.2%。26-27 年 NonGAAP 归母净利润预计为 31.1 亿元/41.0 亿元。参考可比互联网公司，给予公司 26 年 27x PE，认为公司合理价值为 29.34 美元/ADS（229.40 港元/股），维持“买入”评级。
- 风险提示：AI 投入不及预期，监管趋严，用户增长不及预期的风险。

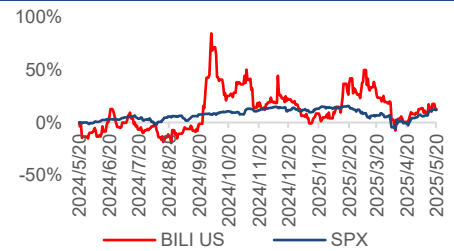
**盈利预测：** 本文货币单位为人民币，汇率采用美元:人民币为 6.83:1，美元对港元汇率为 7.83:1。

货币单位: 人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	26,832	30,348	32,983	36,672	39,566
增长率 (%)	19.1%	13.1%	8.7%	11.2%	7.9%
EBITDA (百万元)	1,826	4,472	5,188	6,103	7,118
归母净利润 (百万元)	-22	2,590	3,110	4,100	5,049
EPS (元/股)	-0.05	5.88	7.41	9.68	11.81
市销率 (P/S)	2.13	1.88	1.73	1.56	1.44
市盈率 (P/E)	-	22	18	14	11
ROE	-10%	8%	11%	15%	18%
EV/EBITDA	31	13	11	9	8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心;注:归母净利润、EPS 为 NonGAAP 口径

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	20.00 美元/156.10 港元
合理价值	29.34 美元/229.40 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-05-20

### 相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

周喆



SAC 执证号: S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

### 相关研究:

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2026-03-06  
(BILI)/哔哩哔哩-

W(09626.HK):优质社区带动

DAU 加速, 广告表现超预期

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2025-11-14  
(BILI)/哔哩哔哩-

W(09626.HK):Q3 广告收入

提速, 利润超预期

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2025-10-13  
(BILI)/哔哩哔哩-

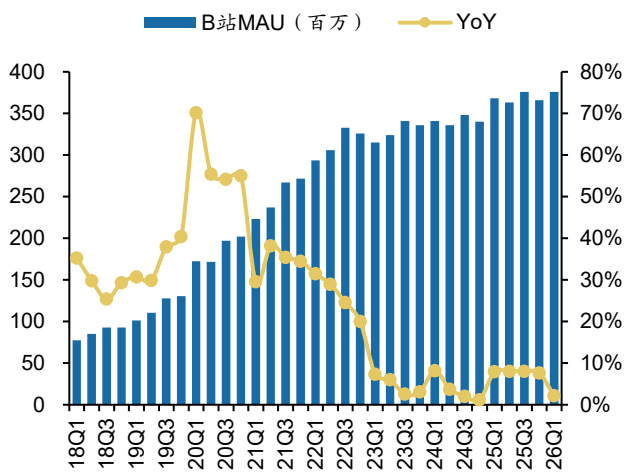
W(09626.HK):Q3 前瞻: 广

告绩优; 关注游戏管线和 AI+

## 一、盈利预测和投资建议

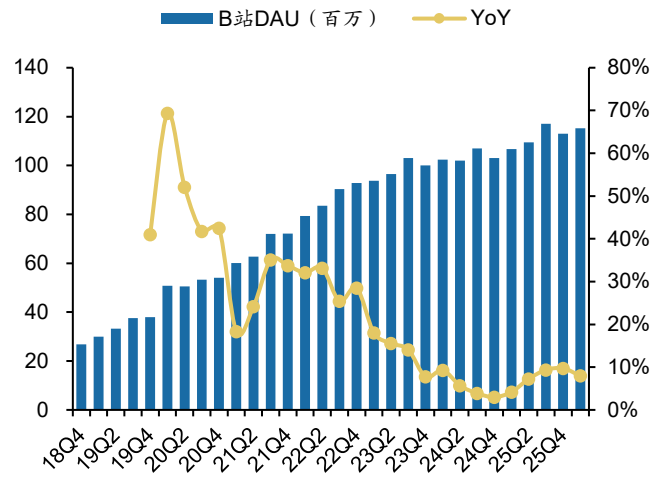
26Q1用户单日时长达到119分钟，总时长同比增长19%。26Q1B站MAU为3.76亿，YoY/QoQ+2%/+3%。DAU为1.15亿，YoY/QoQ+8%/+2%，DAU/MAU为31%。26Q1单用户时长达到119分钟，同比增加11分钟，26Q1总用户时长同比增长19%。社区以优质内容为先的运营策略奏效，B站在中长视频的优势和独特性持续拉动用户在B站消费时长的增长。

图1：哔哩哔哩18Q1-26Q1月活情况和增速推移



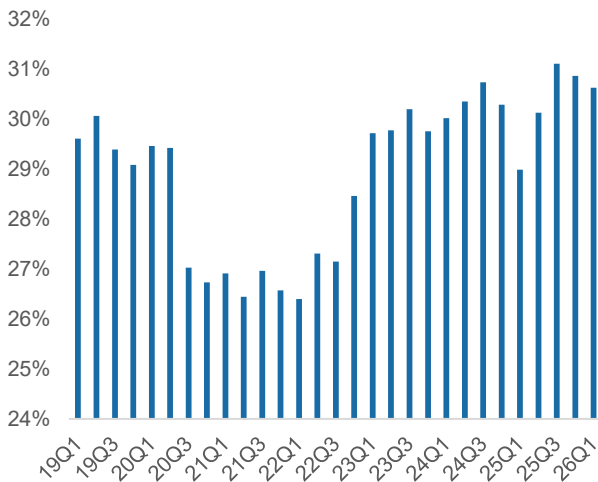
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：哔哩哔哩18Q4-26Q1日活情况和增速推移



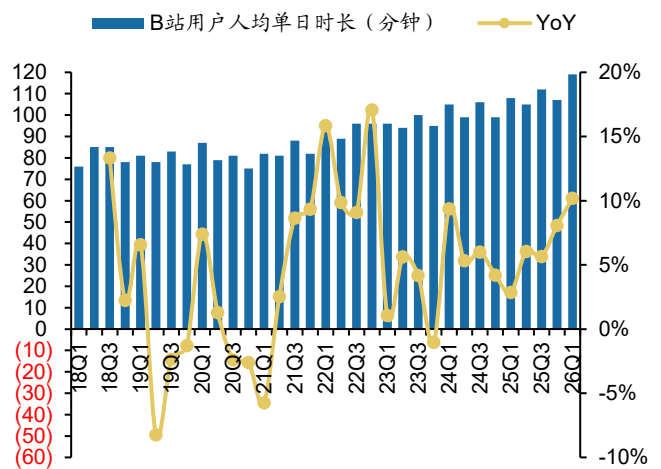
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：哔哩哔哩18Q4-26Q1 DAU/MAU比例推移



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：哔哩哔哩18Q1-26Q1单用户日均时长推移



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(1) 我们预计26-27年广告收入同比增长25%、21%达到126亿元和152亿元，行业方面，游戏、电商仍是主要的支柱，今年AI应用类的投放也带来新的增量。26Q1广告表现超预期，持续提速，且有望在26年保持该势头，公司将持续优化产品和广告效率。(2) 直播和增值服务收入预计26-27年同比增长4%、4%，达到124亿元和129亿元。传统业务增长略有放缓，后续关注充电类付费生态带来的提升空间。(3) 我们预计26-27年游戏总收入达到60亿元和65亿元，同比下滑7%和增长9%。考虑近几个季度游戏产品周期换挡，老游戏保持稳定，新游戏《三国：百将牌》仍在用户培育期，短期商业化贡献有限，下半年《闪耀吧！噜米》等新品上线，我们对新游戏在26年的业绩贡献保持谨慎乐观，但如果游戏实际发行表现超预期，也为游戏业绩带来潜在的增量，但增量更多体现在27年。(4) 预计IP衍生及其他业务收入在26-27年同比持平和增长3%，达到19.7亿元和20.3亿元。综上，我们预计26-27年公司总收入实现9%、11%的同比增长，达到330亿元和367亿元。

表 1：2026-2028 年公司各项收入（百万元 人民币）预测

项目	2019A	2020A	2021E	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
公司收入（百万元）	6,778	11,999	19,384	21,899	22,528	26,832	30,348	<b>32,983</b>	<b>36,672</b>	<b>39,566</b>
YoY (%)	64%	77%	62%	13%	3%	19%	13%	9%	11%	8%
手游收入（百万元）	3,598	4,803	5,091	5,021	4,021	5,610	6,395	<b>5,977</b>	<b>6,514</b>	<b>6,826</b>
YoY (%)	23%	34%	6%	-1%	-20%	40%	14%	-7%	9%	5%
直播和增值服务收入（百万元）	1,641	3,846	6,935	8,715	9,910	10,999	11,928	<b>12,420</b>	<b>12,893</b>	<b>13,088</b>
YoY (%)	180%	134%	80%	26%	14%	11%	8%	4%	4%	2%
广告收入（百万元）	817	1,843	4,523	5,066	6,412	8,189	10,058	<b>12,613</b>	<b>15,232</b>	<b>17,557</b>
YoY (%)	76%	126%	145%	12%	27%	28%	23%	25%	21%	15%
IP 衍生及其他收入（百万元）	722	1,507	2,834	3,096	2,185	2,033	1,966	<b>1,974</b>	<b>2,033</b>	<b>2,094</b>
YoY (%)	403%	109%	88%	9%	-29%	-7%	-3%	0%	3%	3%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

考虑广告等高毛利业务的增长势头良好，B站的经营杠杆有望持续释放，我们预计2026-27年公司业务毛利率提升至38%和40%，同比分别提升1pct、2pct，主要考虑自研游戏的增量在27年有望带动更多毛利率的提升。我们预计26年研发费用会因AI的投入有一定比例的提升，但较为可控，中长期来看AI的投入也会有助于公司广告业绩的提升或人员成本的节约，研发费用率有一定的小幅扩张。整体销售费用和管理费用较为可控，费用率有望随着收入规模的提升得到摊薄。预计2026-27年公司NonGAAP归母净利润达到31.1亿元和41.0亿元，nonGAAP归母净利润率分别为9%和11%，同比增速对应为20%、32%。

**表 2：2026-2028 年公司主要成本项（百万元 人民币）和利润率预测**

项目	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
公司主营业务成本（百万元）	15,341	18,050	17,086	18,058	19,234	<b>20,519</b>	<b>22,174</b>	<b>23,315</b>
YoY (%)	67%	18%	-5%	6%	7%	7%	8%	5%
毛利率 (%)	21%	18%	24%	33%	37%	<b>38%</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>
YoY (-)	-3Pct	-3Pct	7Pct	9Pct	4Pct	1Pct	2Pct	2Pct
销售费用（百万元）	5,795	4,921	3,916	4,402	4,394	<b>4,394</b>	<b>4,732</b>	<b>5,026</b>
销售费用率 (%)	30%	22%	17%	16%	14%	13%	13%	13%
管理费用（百万元）	1,838	2,521	2,122	2,031	2,062	<b>2,152</b>	<b>2,345</b>	<b>2,530</b>
管理费用率 (%)	9%	12%	9%	8%	7%	7%	6%	6%
研发费用（百万元）	2,840	4,765	4,467	3,685	3,533	<b>4,215</b>	<b>4,926</b>	<b>5,315</b>
研发费用率 (%)	15%	22%	20%	14%	12%	13%	13%	13%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-5,478	-6,692	-3,425	-22	2,590	<b>3,110</b>	<b>4,100</b>	<b>5,049</b>
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	-28%	-31%	-15%	0%	9%	9%	11%	13%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**投资建议：**我们预计公司2026-2028年Non-GAAP归母净利润分别为31.10亿元、41.00亿元和50.49亿元人民币。参考可比互联网社交、内容、流媒体平台公司26年PE在~10-21x，B站广告持续提速，下半年游戏有较多新品发布，高利润业务增长预计在未来持续释放经营杠杆，考虑适度增加AI投入，利润仍有稳健的增长。B站商业模式独特，短期商业化增长亮眼，利润率持续提升，社区内容价值和商业化价值仍在释放阶段，应在估值上予以一定溢价，我们给予哔哩哔哩26年nonGAAP归母净利润27x PE估值，认为公司合理总价值为125亿美元，对应29.34美元/ADS、229.40港元/股，维持“买入”评级。

**表 3：可比互联网公司26-27年估值倍数参考**

公司名称	股票代码	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)		nonGAAP 净利润 (LC mn)		PE (x)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
腾讯控股	00700.HK	4,194,280	954,068	1,048,792	276,005	307,953	15.2	13.6
快手	01024.HK	212,007	172,049	183,767	17,705	20,304	12.0	10.4
百度	BIDU.o	47,519	19,068	20,217	2,270	2,721	20.9	17.5
网易	NTES.O	72,643	17,747	19,349	5,461	6,097	13.3	11.9
爱奇艺	IQ.O	1,088	3,969	4,066	-4	70	-	15.5
TME	TME.N	14,448	5,223	5,734	1,383	1,525	10.4	9.5
云音乐	09899.HK	26,455	9,731	10,511	2,398	2,687	11.0	9.8
阅文集团	00772.HK	25,782	9,141	9,684	1,241	1,454	20.8	17.7

数据来源：Wind 2026 年 5 月 19 日数据，广发证券发展研究中心；注：上市公司盈利预测来自 Wind 一致预期

## 二、风险提示

**AI投入不及预期。**如果公司持续提高AI投入，但效果若不及预期，或影响AI投资的ROI。

**监管趋严的风险。**公司在内容和游戏生态方面都面临国内监管环境变化带来的风险，如果游戏版号、视频内容审核监管政策发生不利变化，则对内容供给形成负面影响，进而影响B站用户的活跃度和商业化。

**用户增长不及预期的风险。**如果B站用户较快达到天花板，则难以进一步开拓用户群体，从而做大收入规模和商业化的迭代空间都会受到负面影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	19756	27550	27318	29017	31657	经营活动现金流	6015	7147	7565	8927	10196
货币资金	10249	12184	11236	12185	14137	净利润	-1364	1191	1640	2572	3412
应收及预付	3162	3346	3702	4083	4391	折旧摊销	2512	2195	2064	2060	2096
存货	2	3	4	5	6	营运资金变动	3154	2228	2251	2541	2826
其他流动资产	6343	12017	12375	12744	13124	其它	1713	1533	1610	1755	1862
<b>非流动资产</b>	12942	13618	14090	14461	14853	投资活动现金流	-138	-9341	-11433	-11698	-12859
长期股权投资	3912	4762	5000	5250	5512	资本支出	1755	1827	2879	2137	2180
固定资产	589	695	825	868	924	投资变动	1691	-5875	-6776	-7748	-8829
在建工程	2	3	4	5	6	其他	-74	-1638	-1778	-1814	-1850
无形资产	2725	2818	2818	2818	2818	筹资活动现金流	-2825	4087	2921	3719	4614
其他长期资产	5714	5340	5443	5520	5593	银行借款	3240	17	826	1715	2709
<b>资产总计</b>	32699	41168	41408	43478	46511	债券融资	100	4887	3000	3000	3000
<b>流动负债</b>	14763	20327	21290	20724	21608	股权融资	-6166	-817	-905	-995	-1095
短期借款	1572	4861	4764	4668	4575	其他	0	0	0	0	0
应付及预收	7360	8688	9269	10016	10532	现金净增加额	3058	1935	-947	948	1952
其他流动负债	5831	6778	7258	6039	6501	期初现金余额	7242	10299	12184	11236	12185
<b>非流动负债</b>	3832	5292	5388	5485	5585	期末现金余额	10299	12234	11236	12185	14137
长期借款	3264	4776	4871	4969	5068						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	568	516	516	516	516						
<b>负债合计</b>	18595	25619	26678	26209	27192						
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3						
资本公积	40840	41890	40366	41565	41720						
留存收益	-26790	-26375	-25664	-24319	-22417						
归属母公司股东权益	14108	15573	14760	17304	19361						
少数股东权益	-4	-25	-30	-36	-43						
<b>负债和股东权益</b>	32699	41168	41408	43478	46511						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	19%	13%	9%	11%	8%
营业利润增长	-	-	39%	47%	32%
公司净利润增长	-	-	20%	32%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33%	37%	38%	40%	41%
净利率	0%	9%	9%	11%	13%
ROE	-10%	8%	11%	15%	18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57%	62%	64%	60%	58%
净负债比率	12%	-1%	1%	2%	3%
流动比率	60%	67%	66%	67%	68%
速动比率	60%	67%	66%	67%	68%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	81%	82%	80%	86%	88%
应收账款周转率	1916%	2433%	2433%	2433%	2433%
存货周转率	-	-	-	-	-
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-3.2	2.8	3.9	6.1	8.0
每股经营现金流	14.4	17.1	18.0	21.1	23.9
每股净资产	33.9	35.1	35.2	40.9	45.3
<b>估值比率</b>					
P/S	2.13	1.88	1.73	1.56	1.44
P/E	-	22	18	14	11
EV/EBITDA	31	13	11	9	8

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	26832	30348	32983	36672	39566
营业成本	18058	19234	20519	22174	23315
营业税金及附加	2	3	4	5	6
销售费用	4402	4394	4394	4732	5026
管理费用	2031	2062	2152	2345	2530
研发费用	3685	3533	4215	4926	5315
利息收入	435	432	431	431	431
公允价值变动收益	100	127	-4	-20	-20
投资净收益	-470	-242	-94	-94	-94
<b>营业利润</b>	-1350	1357	1889	2782	3666
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-1400	1208	1734	2707	3592
所得税	-37	17	93	135	180
GAAP 净利润	-1364	1191	1640	2572	3412
少数股东损益	17	3	13	13	13
GAAP 归母净利润	-1347	1194	1653	2585	3425
<b>Non-GAAP 归母净利</b>	-22	2590	3110	4100	5049
Non-GAAP EPS/ADS	-0.1	5.9	7.4	9.7	11.8

## 广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。