

# 哔哩哔哩-W (09626.HK)

## 广告持续高增，重视 AI 投入

**哔哩哔哩发布 2026Q1 业绩。**哔哩哔哩 2026Q1 录得收入 75 亿元，同比增长 7%。从业务类型角度，移动游戏/增值服务/广告/IP 衍生品及其他各录得收入 15/29/26/4 亿元，同比变化-12%/+4%/+30%/-4%。本季度公司毛利润为 28 亿元，毛利率达 37%。本季度哔哩哔哩 non-GAAP 归母净利润约 6 亿元，同比增长 63%，non-GAAP 归母净利润率约 8%。

**用户规模与粘性双升，流量生态持续夯实。**哔哩哔哩 2026Q1 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，同比增长 2%。用户的日均使用时长为 119 分钟，同比增加 11 分钟。月均付费用户达 3,443 万。截至 2026 年第一季度，哔哩哔哩的大会员数量达 2,477 万，约 80% 为年费或自动续费用户。UP 主人均收入持续增长，2026 年一季度同比增长 24%。战略层面，哔哩哔哩将持续聚焦视频理解、推荐及创作核心场景，加大 AI 投入以驱动平台演进，进一步强化自身差异化竞争优势。

**垂类预算扩张与新触达场景放量驱动广告进一步加速。**本季度广告收入同比增长 30%，主要受益于广告产品供应改善及广告效益的提升。从行业分布来看，游戏、互联网服务、数码家电、电商及汽车是投放规模最大的五大垂类。其中，互联网服务下的 AI 广告预算持续扩容，同比增长超 170%。数码家电及汽车广告收入同比增长超 30%，家装广告投入同比增长超 130%。触达场景方面，PC 端和 OTT 平台广告收入同比增长超 50%，搜索与小程序等新场景收入实现翻倍以上增长。

**《三谋》高基数影响尚存，关注下半年新游表现。**本季度游戏收入同比下降 12%，《三国：谋定天下》高基数影响尚存。公司专注于游戏的长生命周期管理，现有游戏《三谋》、《FGO》、《碧蓝航线》均表现稳健。新游方面，目前有三款游戏预计在下半年推出：《三国志：王道天下》测试反馈积极，预计年末推出；《三国：百将牌》预计 7 月份上线；《闪耀吧！噜咪》5 月进入付费测试，预计四季度发行。

**重申“增持”评级。**我们看好哔哩哔哩未来广告业务的发展潜力、下半年新游的市场表现以及投资 AI 对于平台中长期的内容生产力与商业化效率的提升。我们预计哔哩哔哩 2026-2028 年收入为 330/359/389 亿元，yoy+8.6%/9.0%/8.3%；non-GAAP 归母净利润 31/36/43 亿元。我们给予公司 (BILI.O)/(09626.HK) 目标价 20 美金/154 港币，对应 18x 2026e P/E，重申“增持”评级。

**风险提示：**用户增长不及预期，游戏推进不及预期，变现效率不及预期。

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,832	30,348	32,957	35,921	38,911
增长率 YoY(%)	19.1	13.1	8.6	9.0	8.3
调整后归母净利润(百万元)	-61	2,590	3,144	3,608	4,314
增长率 YoY(%)	98.2	4364.9	21.4	14.7	19.6
调整后 EPS(元)	-0.1	5.8	6.8	7.9	9.4
净资产收益率(%)	-9.5	7.7	8.7	9.6	11.6
P/E(倍)	-802.9	20.1	17.1	14.9	12.5
P/S(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

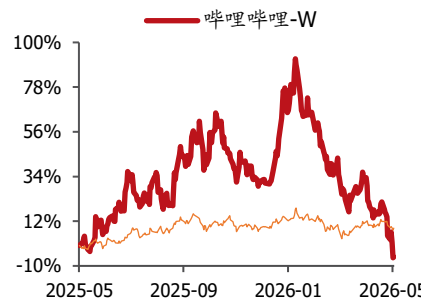
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 05 月 22 日收盘价

## 增持 (维持)

### 股票信息

行业	海外
前次评级	增持
05 月 22 日收盘价 (港元)	138.10
总市值 (百万港元)	58,697.21
总股本 (百万股)	425.03
其中自由流通股 (%)	98.02
30 日日均成交量 (百万股)	3.93

### 股价走势



### 作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

研究助理 焦安东

执业证书编号：S0680125090014

邮箱：jiaodong@gszq.com

### 相关研究

- 《哔哩哔哩-W (09626.HK)：广告收入增速亮眼，逐步加码投资 AI》 2026-03-09
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK)：广告技术迭代，新游火爆出圈》 2025-11-17
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK)：用户活跃增强，利润结构优化》 2025-08-27

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	19,756	27,550	26,314	27,914	27,448
现金	10,249	12,184	6,810	4,352	-284
应收票据及应收账款	1,227	1,268	1,441	1,512	1,687
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1,935	2,078	2,218	2,382	2,553
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	6,345	12,020	15,844	19,668	23,492
<b>非流动资产</b>	12,942	13,618	14,848	16,349	17,979
长期投资	3,912	4,762	6,505	8,248	9,991
固定资产	589	695	796	854	886
无形资产	5,052	4,709	4,096	3,796	3,650
其他非流动资产	3,389	3,451	3,451	3,451	3,451
<b>资产总计</b>	32,699	41,168	41,162	44,263	45,427
<b>流动负债</b>	14,763	20,327	18,872	20,185	18,914
短期借款	1,572	4,861	3,861	2,861	1,861
应付票据及应付账款	4,801	5,497	5,529	6,278	6,387
其他流动负债	8,390	9,969	9,482	11,046	10,666
<b>非流动负债</b>	3,832	5,292	5,292	5,292	5,292
长期借款	3,264	4,776	4,776	4,776	4,776
其他非流动负债	568	516	516	516	516
<b>负债合计</b>	18,595	25,619	24,164	25,477	24,206
少数股东权益	-4	-25	-56	-87	-118
股本	0	0	0	0	0
资本公积	41,454	41,454	41,454	41,454	41,454
留存收益	-27,346	-26,152	-24,672	-22,853	-20,387
归属母公司股东权益	14,108	15,573	17,054	18,873	21,339
<b>负债和股东权益</b>	32,699	41,168	41,162	44,263	45,427

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	6015	7147	3021	5936	3759
净利润	-1364	1191	1449	1788	2435
折旧摊销	2327	2026	2340	2070	1941
财务费用	-346	-281	-312	-105	-10
投资损失	539	381	0	0	0
营运资金变动	3154	2228	-769	2079	-617
其他经营现金流	1704	1602	312	105	10
<b>投资活动现金流</b>	-138	-9341	-7394	-7394	-7394
资本支出	-1755	-1827	-1827	-1827	-1827
长期投资	-227	-1743	-1743	-1743	-1743
其他投资现金流	1844	-5770	-3824	-3824	-3824
<b>筹资活动现金流</b>	-2825	4087	-1000	-1000	-1000
短期借款	3240	18	-1000	-1000	-1000
少数股东注资	0	-1	0	0	0
发行普通股所得款项	0	0	0	0	0
发行可转换优先票据所得款项	-118	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5948	4071	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	3058	1935	-5374	-2458	-4635

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	26,832	30,348	32,957	35,921	38,911
营业成本	18,058	19,234	20,593	22,051	23,653
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	4,402	4,394	4,599	4,908	5,201
管理费用	2,031	2,062	2,144	2,266	2,378
研发费用	3,685	3,533	4,293	4,787	5,186
<b>营业利润</b>	-1,344	1,124	1,328	1,909	2,494
财务费用	346	281	312	105	10
资产减值损失	-69	-80	-298	-298	-298
其他收益	175	125	-16	-16	204
投资净收益	-470	-242	258	258	258
债务抵消收益	-39	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	-1,400	1,208	1,584	1,958	2,668
所得税	-37	17	135	171	233
<b>净利润</b>	-1,364	1,191	1,449	1,788	2,435
少数股东损益	-17	-3	-31	-31	-31
<b>归属母公司净利润</b>	-1,347	1,194	1,481	1,819	2,466
Non-GAAP 归母净利	-61	2,590	3,144	3,608	4,314
Non-GAAP EPS (元/股)	-0.1	5.8	6.8	7.9	9.4

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.1	13.1	8.6	9.0	8.3
营业利润(%)	73.5	183.7	18.1	43.7	30.6
归属于母公司净利润(%)	72.1	188.6	24.1	22.8	35.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.7	36.6	37.5	38.6	39.2
净利率(%)	-5.1	3.9	4.4	5.0	6.3
ROE(%)	-9.5	7.7	8.7	9.6	11.6
ROIC(%)	-5.4	5.8	6.8	7.1	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.9	62.2	58.7	57.6	53.3
净负债比率(%)	42.1	38.8	37.7	40.3	38.7
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	19.2	24.3	24.3	24.3	24.3
应付账款周转率	4.0	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.1	5.8	6.8	7.9	9.4
每股经营现金流(最新摊薄)	14.4	16.1	6.6	12.9	8.2
每股净资产(最新摊薄)	33.9	35.0	37.0	40.9	46.2
<b>估值比率</b>					
P/E	-802.9	20.1	17.1	14.9	12.5
P/S	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
P/B	3.5	3.3	3.2	2.9	2.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 05 月 22 日收盘价

图表1: 哔哩哔哩财务预测: 年度

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>收入 (百万元)</b>					
总收入	26,832	30,348	32,957	35,921	38,911
游戏	5,610	6,395	5,899	6,253	6,520
增值服务	10,999	11,928	12,318	13,100	13,905
广告	8,189	10,058	12,792	14,621	16,538
IP 衍生品及其他	2,033	1,966	1,948	1,948	1,948
<b>增速</b>					
总收入	19%	13%	9%	9%	8%
游戏	40%	14%	-8%	6%	4%
增值服务	11%	8%	3%	6%	6%
广告	28%	23%	27%	14%	13%
IP 衍生品及其他	-7%	-3%	-1%	0%	0%
<b>占比</b>					
游戏	21%	21%	18%	17%	17%
增值服务	41%	39%	37%	36%	36%
广告	31%	33%	39%	41%	43%
IP 衍生品及其他	8%	6%	6%	5%	5%
<b>毛利润 (百万元)</b>					
毛利润	8,774	11,114	12,364	13,871	15,258
毛利率	32.7%	36.6%	37.5%	38.6%	39.2%
<b>销售费用率</b>					
销售费用率	16.4%	14.5%	14.0%	13.7%	13.4%
<b>管理费用率</b>					
管理费用率	7.6%	6.8%	6.5%	6.3%	6.1%
<b>研发费用率</b>					
研发费用率	13.7%	11.6%	13.0%	13.3%	13.3%
<b>Non-GAAP 经营利润 (百万元)</b>					
Non-GAAP 经营利润	-61	2,442	2,887	3,593	4,304
Non-GAAP 经营利润率	-0.2%	8.0%	8.8%	10.0%	11.1%
<b>Non-GAAP 归母净利润 (百万元)</b>					
Non-GAAP 归母净利润	-61	2,590	3,144	3,608	4,314
Non-GAAP 归母净利润率	-0.2%	8.5%	9.5%	10.0%	11.1%
<b>Non-GAAP EPS (元)</b>					
Non-GAAP EPS	-0.1	5.8	6.8	7.9	9.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 哔哩哔哩财务预测: 季度

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26e	3Q26e	4Q26e
<b>收入 (百万元)</b>								
总收入	7,003	7,338	7,685	8,321	7,472	7,938	8,372	9,176
游戏	1,731		1,511	1,540	1,523	1,429	1,373	1,574
增值服务	2,807	2,837	3,023	3,262	2,912	2,933	3,115	3,358
广告	1,998	2,449	2,570	3,042	2,589	3,136	3,301	3,767
IP 衍生品及其他	467	440	582	477	448	440	582	477
<b>增速</b>								
总收入	24%	20%	5%	8%	7%	8%	9%	10%
游戏	76%	60%	-17%	-14%	-12%	-11%	-9%	2%
增值服务	11%	11%	7%	6%	4%	3%	3%	3%
广告	20%	20%	23%	27%	30%	28%	28%	24%
IP 衍生品及其他	-4%	-15%	3%	3%	-4%	0%	0%	0%
<b>占比</b>								
游戏	25%	22%	20%	19%	20%	18%	16%	17%
增值服务	40%	39%	39%	39%	39%	37%	37%	37%
广告	29%	33%	33%	37%	35%	40%	39%	41%
IP 衍生品及其他	7%	6%	8%	6%	6%	6%	7%	5%
<b>毛利润 (百万元)</b>								
毛利润	2,539	2,676	2,818	3,081	2,773	2,950	3,170	3,471
毛利率	36.3%	36.5%	36.7%	37.0%	37.1%	37.2%	37.9%	37.8%
<b>销售费用率</b>								
销售费用率	16.7%	14.3%	13.7%	13.6%	15.4%	14.0%	13.4%	13.3%
<b>管理费用率</b>								
管理费用率	7.4%	6.9%	6.6%	6.3%	7.1%	6.6%	6.3%	6.0%
<b>研发费用率</b>								
研发费用率	12.0%	11.8%	11.8%	11.1%	12.3%	13.1%	13.2%	13.3%
<b>Non-GAAP 经营利润 (百万元)</b>								
Non-GAAP 经营利润	342	573	688	838	524	647	809	906
Non-GAAP 经营利润率	4.9%	7.8%	9.0%	10.1%	7.0%	8.2%	9.7%	9.9%
<b>Non-GAAP 归母净利润 (百万元)</b>								
Non-GAAP 归母净利润	363	562	787	878	593	708	857	948
Non-GAAP 归母净利润率	5.2%	7.7%	10.2%	10.5%	7.9%	8.9%	10.2%	10.3%
<b>Non-GAAP EPS (元)</b>								
Non-GAAP EPS	0.9	1.3	1.7	1.9	1.3	1.5	1.9	2.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个别看法，并不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com