

哔哩哔哩-W (09626.HK)

优于大市

2026Q1 点评：广告收入增速持续亮眼，四季度将集中推出两款新游

核心观点

本季度收入：本季度公司实现营业收入 74.72 亿元，同比+7%，分拆看，1) **增值服务收入** 30 亿元，同比+4%，收入增长稳健，大会员数量超 2480 万，我们测算同比+6%，充电业务快速增长，同比增速超 50%；2) **广告业务收入** 26 亿元，同比+30%，主要由于潜力广告库存释放以及 AI 应用等行业的需求旺盛，除信息流场景外，来自电脑端和 OTT 平台的广告收入同比增长超 50%，Q1 前五大广告投放行业分别为游戏、互联网服务、数字产品与家用电器、电子商务和汽车；3) **游戏收入** 15 亿元，同比-12%，主要受去年同期三谋高基数影响，自研买断制游戏《逃离鸭科夫》销量已破 400 万份，百将牌已上线，仍在持续迭代以做大 DAU，展望未来，公司表示 Q3 三谋有收入确认从 3 个月周期转向 4 个月周期的一次性影响，《闪耀吧噜咪》、《三国王道天下》均将于 Q4 上线，预期三款新游对收入贡献排名为三王/噜咪、百将牌；4) **IP 衍生品及其他收入** 4.5 亿元，同比-4%。

公司利润：公司经调整净利润 5.9 亿元，经调净利率 8%，与去年同期相比提升 3pct。公司经调经营利润 5.2 亿，经调经营利润率从 5%升至 7%，主要由于广告收入快速增长带来的经营杠杆释放。经调净利高于经调整 OP，部分归因于投资收益以及利息收入。公司毛利率 37%，同比提升 1pct，主要由于广告业务占比提升结构性调整；销售费率/研发费率/管理费率为 15.4%/7.1%/12.3%，同比-1.3pct/+0.3pct/-0.3pct，三费总额基本持平，上涨最快的是研发开支，主要系公司投入 AI，目前看公司全年 AI 投入对利润的影响在 5 亿左右，部分会被提效带来的开支下降抵消。

股东回报：根据董事会 2024 年 11 月批准的 24 月内回购不超 2 亿美元，一季度已回购约 6,030 万美元，截至财报发布日该计划已完成。

投资建议：维持“优于大市”评级。B 站广告业务持续受益于潜在库存释放和 AI 应用等行业需求持续提升，部分被游戏业务增速低迷抵消，我们调整 2026-2028 年公司收入至 328/363/402 亿元，调整幅度-2.5%/-2.5%/-2.4%；AI 投入影响可控且部分投入会被提效降本抵消，调整 2026-2028 年公司经调净利分别为 33/42/54 亿元，调整幅度为+2.3%/+0.2%/+1.8%。目前公司对应 26 年 PE 约为 16x，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司组织架构调整带来的经营不确定性，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,832	30,348	32,820	36,348	40,188
(+/-%)	19.1%	13.1%	8.1%	10.8%	10.6%
净利润(百万元)-经调整	-39	2588	3336	4240	5368
净利率-经调整	-0.1%	8.5%	10.2%	11.7%	13.4%
每股收益(元)-经调整	-0.09	6.14	7.85	9.98	12.63
EBIT Margin	-5.0%	3.7%	4.2%	7.3%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	-0.3%	16.6%	17.6%	18.3%	18.8%
市盈率 (PE)	-1391.9	21.0	16.4	12.9	10.2
EV/EBITDA	-	-	47.6	30.7	25.6
市净率 (PB)	3.84	3.48	2.89	2.36	1.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

传媒·数字媒体

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
 证券分析师：王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn S0980525020001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	138.10 港元
总市值/流通市值	58697/47691 百万港元
52 周最高价/最低价	285.60/136.10 港元
近 3 个月日均成交额	783.87 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《哔哩哔哩-W (09626.HK) -2025Q4 点评：广告业务增长亮眼，公司加大 AI 投入力度》——2026-03-11
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK) -游戏大年及 AI 应用推广有望助力公司 26 年广告收入与利润高速增长》——2026-02-11
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK) -跨越盈利拐点，AI 应用与游戏品类扩张加速商业化价值释放》——2026-02-10
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK) -25 年三季报点评：广告增速表现优异，盈利能力持续改善》——2025-11-20
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK) -25 年中报点评：广告保持高速增长，商业化持续提升》——2025-08-31

整体表现

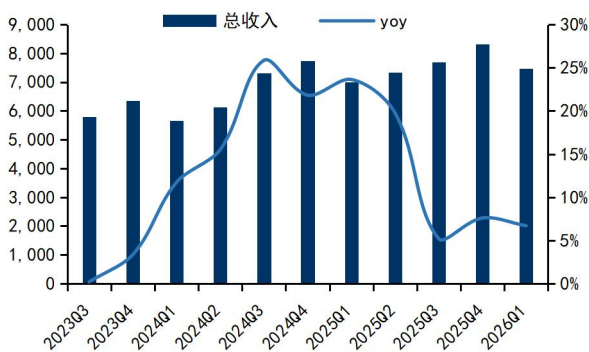
本季度公司实现营业收入 74.72 亿元，同比+7%，分拆看，1) 增值服务收入 30 亿元，同比+4%，收入增长稳健，大会员数量超 2480 万，我们测算同比+6%，充电业务快速增长，同比增速超 50%；2) 广告业务收入 26 亿元，同比+30%，主要由于潜力广告库存释放以及 AI 应用等行业的需求旺盛，除信息流场景外，来自电脑端和 OTT 平台的广告收入同比增长超 50%，Q1 前五大广告投放行业分别为游戏、互联网服务、数字产品与家用电器、电子商务和汽车；3) 游戏收入 15 亿元，同比-12%，主要受去年同期三谋高基数影响，自研买断制游戏《逃离鸭科夫》销量已破 400 万份，百将牌已上线，仍在持续迭代以做大 DAU，展望未来，公司表示 Q3 三谋有收入确认从 3 个月周期转向 4 个月周期的一次性影响，《闪耀吧噜咪》、《三国王道天下》均将于 Q4 上线，预期三款新游对收入贡献排名为三王/噜咪、百将牌；4) IP 衍生品及其他收入 4.5 亿元，同比-4%。

公司经调整净利润 5.9 亿元，经调净利率 8%，与去年同期相比提升 3pct。公司经调经营利润 5.2 亿，经调经营利润率从 5%升至 7%，主要由于广告收入快速增长带来的经营杠杆释放。经调净利高于经调整 OP，部分归因于投资收益以及利息收入。公司毛利率 37%，同比提升 1pct，主要由于广告业务占比提升结构性调整；销售费率/研发费率/管理费率为 15.4%/7.1%/12.3%，同比-1.3pct/+0.3pct/-0.3pct，三费总额基本持平，上涨最快的是研发开支，主要系公司投入 AI，目前看公司全年 AI 投入对利润的影响在 5 亿左右，部分会被提效带来的开支下降抵消。

运营数据看，本季度 DAU 1.15 亿，yoy+8%，MAU 3.76 亿，yoy+8%，人均使用时长 119min，yoy+10%，主要受到跨年晚会、春节晚会拉动，社区生态持续健康发展。

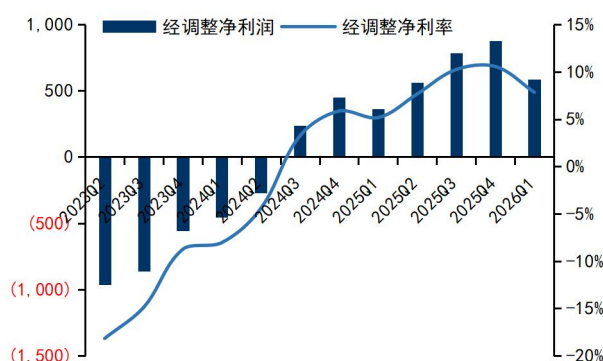
股东回报看，根据董事会 2024 年 11 月批准的 24 月内回购不超 2 亿美元，一季度已回购约 6,030 万美元，截至财报发布日该计划已完成。

图1: 哔哩哔哩季度营业收入及增速 (百万元, %)



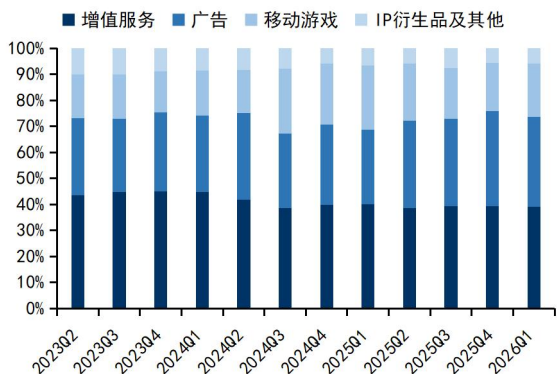
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 哔哩哔哩经调整净利润及净利率 (百万元, %)



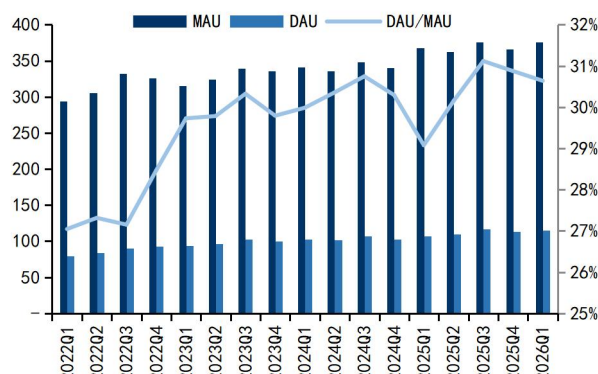
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 哔哩哔哩季度分业务收入 (百万元)



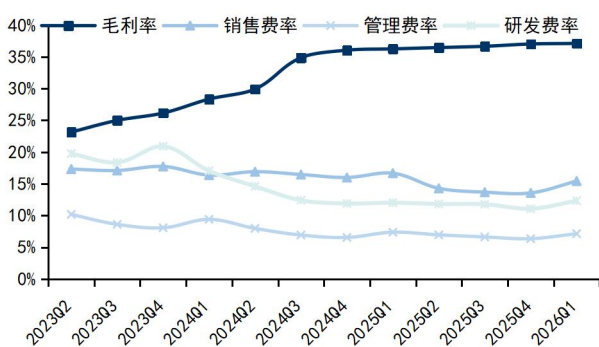
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 哔哩哔哩季度 MAU 及 DAU 变化情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 哔哩哔哩季度各项费率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 哔哩哔哩用户日均使用时长及增速 (分钟, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级

B 站广告业务持续受益于潜在库存释放和 AI 应用等行业需求持续提升, 部分被游戏业务增速低迷抵消, 我们调整 2026-2028 年公司收入至 328/363/402 亿元, 调整幅度为 -2.5%/-2.5%/-2.4%; AI 投入影响可控且部分投入会被提效降本抵消, 调整 2026-2028 年公司经调净利分别为 33/42/54 亿元, 调整幅度为 +2.3%/+0.2%/+1.8%。目前公司对应 26 年 PE 约为 16x, 维持“优于大市”评级。

风险提示

公司组织架构调整带来的经营不确定性; 电商行业竞争格局恶化的风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	10249	12184	18586	30181	49319	营业收入	26832	30348	32820	36348	40188
应收款项	3162	3346	3619	4008	4431	营业成本	18058	19234	20848	22537	23951
存货净额	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	50	51	55	61	67	销售费用	6433	6456	6488	6604	7302
流动资产合计	19756	27550	34229	48613	71053	管理费用	1682	1761	4403	4844	5325
固定资产	589	695	667	638	609	财务费用	346	281	(281)	(303)	(305)
无形资产及其他	5926	5928	5631	5335	5039	投资收益	0	0	258	258	258
投资性房地产	2515	2233	2233	2233	2233	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	3912	4762	4762	4763	4765	其他收入	(1714)	(1407)	296	296	296
资产总计	32698	41168	47522	61582	83698	营业利润	(1400)	1208	1917	3220	4470
短期借款及交易性金融负债	1572	4861	5117	233	244	营业外净收支	0	0	6	6	6
应付款项	5230	5903	6196	6699	7120	利润总额	(1400)	1208	1923	3226	4476
其他流动负债	7961	9563	10072	21945	36284	所得税费用	(37)	17	183	484	671
流动负债合计	14763	20327	21385	28877	43649	少数股东损益	(17)	(3)	(4)	(7)	(10)
长期借款及应付债券	3264	4776	6568	8890	10832	经调整净利润	(39)	2588	3336	4240	5368
其他长期负债	568	516	688	701	746						
长期负债合计	3832	5292	7256	9591	11578	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	18595	25619	28641	38469	55227	净利润	(6809)	(7508)	(4812)	(1346)	1191
少数股东权益	(4)	(25)	(29)	(36)	(45)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14108	15573	18909	23149	28517	折旧摊销	(2730)	(2327)	375	378	381
负债和股东权益总计	32698	41168	47522	61582	83698	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	346	281	(281)	(303)	(305)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	3399	2321	697	11993	14375
每股收益-经调整	(0.09)	6.14	7.85	9.98	12.63	其它	6753	10093	8143	5579	4168
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	613	2579	4404	16604	20114
每股净资产	6.70	7.39	8.90	10.89	13.42	资本开支	0	448	(50)	(52)	(55)
ROIC	-6%	5%	6%	12%	17%	其它投资现金流	1572	(5675)	0	(2394)	(2873)
ROE	-0%	17%	18%	18%	19%	投资活动现金流	2027	(6076)	(50)	(2447)	(2930)
毛利率	33%	37%	36%	38%	40%	权益性融资	175	109	0	0	0
EBIT Margin	-5%	4%	4%	7%	10%	负债净变化	3264	1512	1592	2122	1742
EBITDA Margin	-15%	-4%	5%	8%	11%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	19%	13%	8%	11%	11%	其它融资现金流	(83105)	(16555)	256	(4884)	11
经调整净利润增长率	--	--	29%	27%	27%	融资活动现金流	417	5431	2048	(2561)	1953
资产负债率	57%	62%	60%	62%	66%	现金净变动	3058	1934	6402	11595	19138
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	7192	10249	12184	18586	30181
P/E-经调整	(1391.9)	21.0	16.4	12.9	10.2	货币资金的期末余额	10249	12184	18586	30181	49319
P/B	4	3	3	2	2	企业自由现金流	(640)	1551	2269	14579	18022
EV/EBITDA	-	-	48	31	26	权益自由现金流	(80818)	(13770)	4372	12075	20034

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032