

哔哩哔哩-W (09626.HK)

买入 (维持评级)

广告收入维持高增，关注新游后续表现

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	26,832	30,348	33,376	36,237	38,980
增长率 yoy (%)	19.1	13.1	10.0	8.6	7.6
归母净利润 (百万元)	-1,347	1,194	1,699	2,716	3,311
增长率 yoy (%)	72.1	188.6	42.3	59.9	21.9
ROE (%)	-9.5	7.7	9.8	13.6	14.2
EPS 最新摊薄 (元)	-3.17	2.81	4.00	6.39	7.79
P/E (倍)	-37.6	42.4	29.8	18.6	15.3
P/B (倍)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 哔哩哔哩公布 26Q1 业绩, 公司 26Q1 实现营业收入 74.7 亿元, 同比增长 6.7%; 实现归母净利润 2.02 亿元, 实现扭亏为盈; 实现调整后归母净利润 5.85 亿元, 同比增长 62%; 经调整净利润率达 7.8%, 较 2025 年同期提升 2.6pct。

平台流量端稳步增长, 社区价值加速转化强劲的广告收入增长。 哔哩哔哩平台流量端实现稳步增长, 26Q1 DAU 同比增长 8%至 1.15 亿, MAU 增长至 3.76 亿。用户日均使用时长创新高, 达到 119 分钟, 同比增加 11 分钟, 推动总用户使用时长同比大幅增长 19%。流量端稳健增长为公司商业化业务增长的强劲引擎, 26Q1 公司广告业务收入达 25.9 亿元, 同比增长 29.6%。广告主方面, 26Q1 游戏类广告主贡献了显著增量; 同时, 平台日益成熟的用户群体正帮助公司持续获得数码与家电、汽车、家装家居 (广告投放同比增长超 130%)、AI (预算同比增长超 170%) 等行业的广告主预算。公司持续通过 AI 技术优化广告算法, 增强对用户兴趣以及长期行为模式的洞察, 从而显著优化了用户与广告之间的匹配, 26Q1 效果广告的 CTCVR 同比提升 25%。AIGC 工具也在简化广告创意生产流程, 帮助广告主以更贴合社区调性的素材与用户建立连接, 带动了更高的点击率。此外, 公司多样化广告场景正持续释放增长势能, 搜索、小程序等场景广告收入同比翻倍, 同时在探索播放器内的全新整合广告形态。我们认为基于流量盘的扩张、多元化的新场景以及效率的持续提升, 公司广告业务有望维持强劲增长。

游戏业务受基数影响有所承压, 关注新游进展。 公司 26Q1 游戏业务实现收入 15.2 亿元, 同比下降 12%, 环比下降 1%, 游戏业务因《三谋》高基数影响有所承压, 公司后续将维持该游戏的长线运营。新游戏方面, 公司已经开启《三国: 百将牌》小范围公测, 公司目前正在迭代产品并优化用户获取策略, 预计于 2026 年 7 月开启正式上线。其他新游戏方面, (1) SLG 产品《三国志·王道天下》基于光荣特库摩“三国志”正版 IP 打造, 瞄准与三谋差异化的 SLG 用户群, 3 月底首轮付费测试用户反馈积极, 计划年内正式上线; (2)《闪耀吧! 噜咪》已于 5 月启动付费测试, 计划于 2026Q4 面向全球玩家发行; (3)《逃离鸭科夫》正在积极推进主机端以及手游版本上线。向后展望, 我们预计受《三谋》高基数以及递延周期影响, 公司游戏业务短期内仍将有所承压, 关注新游戏后续表现。

投资建议: 我们预计 2026-2028 年公司实现营收 333.76/362.37/389.80 亿元; 调

股票信息

行业	传媒
2026 年 05 月 26 日收盘价 (港元)	136.80
总市值 (百万港元)	58,144.67
流通市值 (百万港元)	56,994.80
总股本 (百万股)	425.03
流通股本 (百万股)	416.63
近 3 月日均成交额 (百万港元)	773.25

作者



分析师 侯宾

SAC: S1070522080001
邮箱: houbin@cgws.com



分析师 纪涵宇

SAC: S1070526010004
邮箱: jihanyu@cgws.com

相关研究

- 1、《广告业务维持强劲增长, 利润释放超预期》2025-11-18
- 2、《利润持续释放, AI 驱动广告商业化效率持续提升》2025-09-03

整后归母净利润 30.0/40.6/47.1 亿元；对应 PE 分别为 16.9/12.5/10.7 倍。公司广告业务维持高速增长，新游戏储备丰富，上线后有望贡献增量收入及利润，公司维持中长期毛利率 40%-45%、营业利润率 15%-20%的目标不变，维持“买入”评级。

风险提示：平台流量增长不及预期；新游戏表现以及上线进度不及预期；AI 投入回报不及预期；广告业务收入增长不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,756	27,550	29,628	32,637	36,452
现金	10,299	12,234	14,448	16,163	18,734
应收票据及应收账款	1,227	1,268	1,751	1,901	2,045
预付账款	1,507	1,866	2,077	2,255	2,425
存货	255	212	249	262	279
其他流动资产	6,468	11,970	11,104	12,056	12,969
非流动资产	12,942	13,618	14,834	15,829	16,587
固定资产	589	695	1,430	2,893	4,119
无形资产	3,201	3,110	2,591	2,073	1,555
其他非流动资产	9,152	9,813	10,813	10,863	10,913
资产总计	32,699	41,168	44,462	48,466	53,039
流动负债	14,763	20,327	19,918	21,001	22,162
应付票据及应付账款	4,801	5,497	5,552	5,844	6,227
其他流动负债	8,390	9,969	9,706	10,397	11,123
非流动负债	3,832	5,292	7,292	7,492	7,592
长期借款	3,264	4,776	6,776	6,976	7,076
其他非流动负债	568	516	516	516	516
负债合计	18,595	25,619	27,210	28,494	29,754
少数股东权益	-4	-25	-20	-16	-14
归属母公司股东权益	14,108	15,573	17,272	19,988	23,299
负债和股东权益	32,699	41,168	44,462	48,466	53,039

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6015	7147	2235	3280	4349
净利润	-1364	1191	1703	2720	3313
折旧摊销	2501	2187	784	1105	1442
财务费用	-277	-201	-183	-235	-269
其他经营现金流	5154	3970	-69	-310	-137
投资活动现金流	-138	-9341	-2005	-2099	-2197
资本支出	-1838	-1879	-2000	-2100	-2200
其他投资现金流	1700	-7462	-5	1	3
筹资活动现金流	-2825	4087	1983	535	419
其他筹资现金流	-205	-713	183	235	269
现金净增加额	3051	1894	2213	1716	2571

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	26,832	30,348	33,376	36,237	38,980
营业成本	18,058	19,234	20,680	21,767	23,197
销售费用	4,402	4,394	4,806	5,109	5,379
管理及研发费用	5,716	5,596	6,275	6,733	7,188
财务费用	-277	-201	-183	-235	-269
营业利润	-1,067	1,326	1,798	2,862	3,485
营业外收入	-333	-117	-5	1	3
利润总额	-1,400	1,208	1,793	2,863	3,488
所得税	-37	17	90	143	174
净利润	-1,364	1,191	1,703	2,720	3,313
少数股东损益	-17	-3	5	4	3
归属母公司净利润	-1,347	1,194	1,699	2,716	3,311
经调整归母净利润	-22	2591	3002	4059	4711
EBITDA	824	3,194	2,394	3,733	4,661
EPS (元/股)	-3.17	2.81	4.00	6.39	7.79

主要财务比率

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-37.6	42.4	29.8	18.6	15.3
归属母公司净利润 (%)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2
获利能力					
毛利率 (%)	32.7	36.6	38.0	39.9	40.5
净利率 (%)	-5.1	3.9	5.1	7.5	8.5
ROE (%)	-9.5	7.7	9.8	13.6	14.2
ROIC (%)	-6.1	6.7	7.0	10.3	11.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.9	62.2	61.2	58.8	56.1
净负债比率 (%)	-38.7	-16.7	-17.5	-22.2	-29.4
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	21.9	23.9	19.1	15.1	15.2
应付账款周转率	3.8	3.5	3.7	6.6	6.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-3.17	2.81	4.00	6.39	7.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	14.15	16.82	5.26	7.72	10.23
每股净资产 (最新摊薄)	33.19	36.64	40.64	47.03	54.82
估值比率					
P/E	-38.1	42.9	30.2	18.9	15.5
P/B	3.6	3.3	3.0	2.6	2.2

资料来源: ifind, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686