

流量高增、库存拓展、转化提升三维度驱动广告增速提升

——哔哩哔哩 (9626.HK) 26Q1 点评

核心观点

- 事项:** 哔哩哔哩发布一季报。26Q1 公司收入达 74.7 亿元 (yoy+7%)，较彭博预期一致。Non-GAAP 归母净利润达 5.9 亿元 (yoy+63%)，较彭博预期高 11%。
- 流量高增、库存拓展、转化提升三维度驱动广告增速提升。** 26Q1 收入达 26 亿元 (yoy+30%)，较彭博预期高 3.3%。我们认为主要系：1) 流量：26Q1 DAU 1.2 亿，yoy+8%，增长超彭博预期 0.2%，同时人均时长也维持 10%同比高增；2) Q4 广告库存拓展至搜索、PC、OTT 等场景；3) AI 深度融合：效果广告 CTR 同比提升 25%，AIGC 生成素材相比传统素材提升双位数点击率。我们预期 26Q2 广告收入达 31 亿 (yoy+27%)，主要系判流量、转化、库存拓展高增势能延续。
- 粉丝粘性使充电业务高增驱动 VAS 收入增长。** 26Q1 公司直播&VAS 收入达 29 亿元 (yoy+4%)，较彭博预期低 1.6%。25H2 直播业务有所调整，但充电业务持续高增且基数走高。我们预期 26Q2 直播&VAS 收入达 29 亿元 (yoy+3%)，主要系预期判断充电业务成为增长核心驱动力。
- 老游戏长青稳定，期待《三国：谋定天下》境外及新游贡献 26 年增量。** 26Q1 公司游戏收入达 15 亿元 (yoy-12%)，较彭博预期低 0.6%。同比下滑主要系去年同期《三国：谋定天下》上线的高基数。我们预期 26Q2 收入达 14 亿元 (yoy-12%)，主要系判断虽然预期 6 月份 2 周年庆活动有望驱动流水环比增长，但部分流水或递延至 Q3。下半年来看，《三国：百将牌》(已软上线)、《三国：谋定天下》境外版本、《三国：王道天下》、《闪耀吧！噜咪》等预期有望于陆续正式上线贡献增量。

盈利预测与投资建议

- 公司流量、库存、转化三维度高增使得广告增速持续提升；游戏下半年来看新品较多，有望贡献增量。我们预计公司 26-28 年收入分别为 339/388/417 亿元 (原 26-27 预测值为 339/371 亿元，我们对广告、游戏收入等预测进行调整，从而调整盈利预测)，根据可比公司 26 年调整后 PS 均值 2.2x，给予目标价 200.70HKD (175.25CNY)，汇率 HKD/CNY=0.87，维持“买入”评级。

风险提示

用户增长不及预期；成本管控不及预期风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,832	30,348	33,858	38,830	41,746
同比增长(%)	19.10%	13.10%	11.57%	14.69%	7.51%
营业利润(百万元)	-1,344	1,124	1,639	2,763	3,650
同比增长(%)	-73.46%	-183.67%	45.73%	68.60%	32.10%
归属母公司净利润(百万元)	-1,347	1,194	1,895	3,063	3,927
同比增长(%)	-72.07%	-188.62%	58.81%	61.62%	28.20%
每股收益(元)	-3.17	2.81	4.46	7.21	9.24
毛利率(%)	32.70%	36.62%	37.85%	39.74%	41.07%
净利率(%)	-5.02%	3.93%	5.60%	7.89%	9.41%
净资产收益率(%)	-9.45%	8.04%	11.47%	16.12%	17.46%
市盈率(倍)	-43	49	31	19	15
市净率(倍)	4	4	3	3	2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2026年05月19日)	156.1 港元
目标价格	200.70 港元
52 周最高价/最低价	285.6/137.1 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	42,503/34,533
H 股市值 (百万港币)	66,348
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 05 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.45	-19.95	-35.6	9.16
相对表现%	-6.36	-18.56	-32.2	-1.41
恒生指数%	-2.09	-1.39	-3.4	10.57



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

- AI 工具驱动内容供给提升，DAU、广告增速提升：——哔哩哔哩 (9626.HK) 25Q4 点评 2026-03-10
- 用户长期价值沉淀使得品效广告双高增：——哔哩哔哩 (9626.HK) 25Q3 点评 2025-11-19
- AI 驱动广告转化率提升，期待下半年广告多屏多场景拓展：——哔哩哔哩 (9626.HK) 25Q2 点评 2025-08-30

表 1：盈利预测

单位：百万%	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E	26E	27E	28E
营业收入	7,472	7,884	8,726	9,776	33,858	38,830	41,746
yoy	6.69%	7.45%	13.53%	17.48%	11.57%	14.69%	7.51%
直播平台&VAS	2,912	2,927	3,191	3,430	12,462	12,972	13,394
yoy	3.75%	3.20%	5.59%	5.17%	4.47%	4.10%	3.25%
广告收入	2,589	3,118	3,261	3,828	12,796	15,190	17,380
yoy	29.59%	27.32%	26.91%	25.84%	27.22%	18.71%	14.42%
手机游戏收入	1,523	1,414	1,706	2,050	6,693	8,761	9,005
yoy	-12.05%	-12.30%	12.95%	33.10%	4.67%	30.89%	2.79%
衍生品收入(电商)	448	425	566	467	1,907	1,906	1,966
yoy	-4%	-3%	-3%	-2%	-3%	0%	3%
营业成本	4,699	4,959	5,446	5,940	21,044	23,399	24,602
yoy	5.3%	6.4%	11.9%	13.4%	9.4%	11.2%	5.1%
分成成本	2,839	3,093	3,345	3,869	13,147	14,851	15,818
yoy	6.7%	5.4%	10.2%	13.4%	9.2%	13.0%	6.5%
内容、服务器、员工成本	1,420	1,449	1,596	1,671	6,136	6,806	7,008
yoy	1.4%	9.7%	22.1%	18.1%	12.7%	10.9%	3.0%
衍生品和其他	440	416	505	400	1,762	1,741	1,776
yoy	9%	3%	-4%	-3%	1%	-1%	2%
毛利	2,773	2,926	3,279	3,836	12,814	15,431	17,144
毛利率%	37.11%	37.11%	37.58%	39.23%	37.85%	39.74%	41.07%
销售费用	1,153	1,178	1,303	1,460	5,094	5,800	6,236
一般行政费用	533	508	534	572	2,146	2,389	2,485
研发费用	921	923	1,018	1,072	3,935	4,479	4,774
non-gaap 营业利润	524	663	797	1,125	3,109	4,402	5,364
营业利润率%	7.01%	8.41%	9.14%	11.50%	9.18%	11.34%	12.85%
GAAP 归母净利润	210	389	506	791	1,895	3,063	3,927
Non-GAAP 归母净利润	593	762	906	1,210	3,471	4,808	5,747

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表（2026.5.19 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿元）	收入		P/S	
			26E	27E	26E	27E
1024.HK	快手	1,851	1523	1633	1.2	1.1
9999.HK	网易	5,010	1208	1315	4.1	3.8
0700.HK	腾讯控股	36,624	8288	9122	4.4	4.0
9898.HK	微博	139	125	129	1.1	1.1
3690.HK	美团	4,478	4062	4597	1.1	1.0
9888.HK	百度	3,249	1337	1421	2.4	2.3
		调整后平均			2.2	2.1

数据来源：wind，东方证券研究所
 (汇率 HKD/CNY=0.87)

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	10,249	12,184	13,500	16,840	21,390	营业总收入	26,832	30,348	33,858	38,830	41,746
应收款项合计	3,162	3,346	3,733	4,281	4,603	主营业务收入	26,832	30,348	33,858	38,830	41,746
存货	0	0	0	0	0	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	50	51	53	56	59	营业总支出	28,175	29,223	32,219	36,067	38,096
流动资产合计	19,756	27,550	29,256	33,147	38,021	营业成本	18,058	19,234	21,044	23,399	24,602
固定资产净值	589	695	715	718	719	营业开支	10,118	9,990	11,175	12,669	13,494
权益性投资	0	0	0	0	0	营业利润	-1,344	1,124	1,639	2,763	3,650
其他长期投资	3,912	4,762	5,000	5,250	5,512	净利息支出	-346	-281	-286	-288	-288
商誉及无形资产	5,926	5,928	6,134	6,184	6,076	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-402	-198	17	69	66
其他非流动资产	2,515	2,233	2,345	2,462	2,585	非经常项目前利润	-1,400	1,208	1,941	3,119	4,003
非流动资产合计	12,942	13,618	14,194	14,614	14,892	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	32,699	41,168	43,450	47,761	52,913	除税前利润	-1,400	1,208	1,941	3,119	4,003
应交税金	429	406	426	447	470	所得税	-37	17	76	104	137
短期借贷及长期借贷到期部分	1,572	4,861	5,347	5,882	6,470	少数股东损益	-17	-3	-30	-48	-61
其他流动负债	7,961	9,563	10,041	10,543	11,070	持续经营净利润	-1,347	1,194	1,895	3,063	3,927
流动负债合计	14,763	20,327	20,692	21,931	23,154	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	3,264	4,776	4,776	4,776	4,776	净利润	-1,347	1,194	1,895	3,063	3,927
其他非流动负债	568	516	568	625	687	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	3,832	5,292	5,344	5,401	5,463	归属普通股股东净利润	-1,347	1,194	1,895	3,063	3,927
负债合计	18,595	25,619	26,035	27,332	28,618	EPS (摊薄)	-3.17	2.81	4.46	7.21	9.24
归属母公司股东权益	14,108	15,573	17,469	20,532	24,459						
少数股东权益	-4	-25	-55	-103	-164						
所有者权益合计	14,104	15,549	17,414	20,429	24,295						
负债和股东权益	32,699	41,168	43,450	47,761	52,913						

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	6,015	7,147	3,839	5,799	6,845
净利润	-1,347	1,194	1,895	3,063	3,927
折旧与摊销	2,501	2,195	2,433	2,573	2,606
营运资本变动	3,640	2,572	-459	211	373
其他非现金调整	1,220	1,187	-30	-48	-61
投资活动现金流	-138	-9,341	-3,009	-2,993	-2,884
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0
资本性支出	1,755	1,827	2,897	2,876	2,761
投资减少	44,569	90,332	90,332	90,332	90,332
其他投资活动现金流量净额	79	27	-112	-117	-123
融资活动现金流	-2,825	4,087	486	535	588
债务净增	-2,718	4,905	486	535	588
股本增加	10	7	0	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0	0
其他筹资活动现金流量净额	0	-1	0	0	0

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	19.1%	13.1%	11.6%	14.7%	7.5%
营业利润增长率	-73.5%	-183.7%	45.7%	68.6%	32.1%
归属普通股股东净利增长率	-72.1%	-188.6%	58.8%	61.6%	28.2%
获利能力					
毛利率	32.7%	36.6%	37.8%	39.7%	41.1%
净利率	-5.0%	3.9%	5.6%	7.9%	9.4%
ROE	-9.5%	8.0%	11.5%	16.1%	17.5%
ROA	-4.1%	3.2%	4.5%	6.7%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	56.9%	62.2%	59.9%	57.2%	54.1%
流动比率	133.8%	135.5%	141.4%	151.1%	164.2%
速动比率	133.8%	135.5%	141.4%	151.1%	164.2%
每股指标 (元)					
每股收益	-3.17	2.81	4.46	7.21	9.24
每股经营现金流	14.15	16.82	9.03	13.64	16.11
每股净资产	33.19	36.64	41.10	48.31	57.55
估值比率					
P/E	-43	49	31	19	15
P/B	4	4	3	3	2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。