

哔哩哔哩-W (09626.HK)

跟踪点评：游戏储备丰富、AI 战略“三位一体”投入，把握底部布局机会

核心观点

营收稳健增长，盈利能力持续改善。1) 2026Q1 公司实现营业收入 74.72 亿元，同比+7%；毛利 27.73 亿元 (+9%)，毛利率 37.1% (同比+0.8pct，连续 15 个季度改善)，对应毛利润增量主要来自广告收入占比提升和平台运营成本控制。GAAP 净利润 2.02 亿元 (2025Q1 为净亏损 0.11 亿元)。经调整净利润 5.85 亿元 (+62%)，经调整净利润率 7.8% (同比+2.6pct)，盈利质量稳步提升。2) 分业务看，广告 (+30% YoY) 是核心增长引擎，连续 13 个季度双位数增长；增值服务 (+4%) 平稳增长，大会员 2,480 万人 (+5%)，粉丝充电收入+50%；移动游戏 (-12%) 受《三国：谋定天下》高基数拖累同比承压，但环比持平。

用户社区：参与度再创新高，商业化潜力持续释放。1) Q1 DAU 1.152 亿 (+8%)，MAU 3.76 亿再创新高，日均使用时长 119 分钟 (同比+11 分钟) 创新高，总用户时长同比+19%。用户画像持续向高价值方向迁移：平均年龄约 26.5 岁，正处于收入爬坡期和消费决策权上升期，广告价值持续提升。2) 创作者生态活力强劲。日活创作者数同比+6%，日投稿量同比+19%，粉丝数 1,000+/1 万/10 万/100 万以上的创作者数均实现 20%+ 增长，创作者平均收入同比+24%，B 站的独特数据护城河正在持续加深。

AI 战略：三位一体投入。1) 公司明确 AI 投入的三个核心方向：视频理解、视频推荐、视频创作。Q1 资本开支约 2 亿元 (+80%)，主要用于服务器和算力基础设施。全年 AI 相关资本开支增量约 10 亿元，对 P&L 的影响约 5 亿元，部分通过削减其他运营费用抵销。2) 投入效果已在多个层面体现：
① 社区端——AI 降低创作门槛，创作者数量和供给双升；
② 商业端——AI 广告推荐效率提升 (CTR 双位数改善、CTCVR +25%)，自动化投放渗透率 85%；
③ 内容端——AI 正在改变部分内容类别的生产方式 (如音乐、影视剪辑)。

风险提示：用户增长低于预期风险；商业化低于预期风险；监管政策风险；内容成本上升高于预期风险等。

投资建议：看好商业化潜力，维持“优于大市”评级。我们维持 26/27/28 年经调后净利润分别为 33.36/42.40/53.68 亿元，对应同期 16.4/12.9/10.2x PE。公司社区及用户优势显著，AI 等新科技加持下游戏、广告及增值服务等业务均存在较好的成长空间，当前市值及估值具备较好的向上弹性，我们看好公司长期发展潜力，维持“优于大市”评级。

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：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaraong@guosen.com.cn

S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	136.30 港元
总市值/流通市值	57932/47069 百万港元
52 周最高价/最低价	285.60/129.60 港元
近 3 个月日均成交额	768.65 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) -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》——2026-05-25
- 《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

Q1 营收稳健增长，盈利能力持续改善

1) 2026Q1 公司实现营业收入 74.72 亿元，同比+7%；毛利 27.73 亿元 (+9%)，毛利率 37.1% (同比+0.8pct，连续 15 个季度改善)，对应毛利润增量主要来自广告收入占比提升和平台运营成本控制。GAAP 净利润 2.02 亿元 (2025Q1 为净亏损 0.11 亿元)。经调整净利润 5.85 亿元 (+62%)，经调整净利润率 7.8% (同比+2.6pct)，盈利质量稳步提升。经营现金流健康，账面现金+定期存款+短期投资合计 241.9 亿元，有息债务 95.7 亿元，净现金约 146 亿元。

2) 分业务看，广告 (+30% YoY) 是核心增长引擎，连续 13 个季度双位数增长，AI 广告主预算同比+170%，PC/OTT 广告+50%；增值服务 (+4%) 平稳增长，大会员 2,480 万人 (+5%)，粉丝充电收入+50%；移动游戏 (-12%) 受《三国：谋定天下》高基数拖累同比承压，但环比持平，约 1,520 万 MAU 的长线运营贡献稳定收入。收入结构进一步优化：广告占比 34.7% (2025Q1 为 28.5%)，与 VAS 的 39.0% 差距持续收窄。

图1: 营业收入 (百万元) 及增速, 累计



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 归母净利润 (百万元) 及增速, 累计



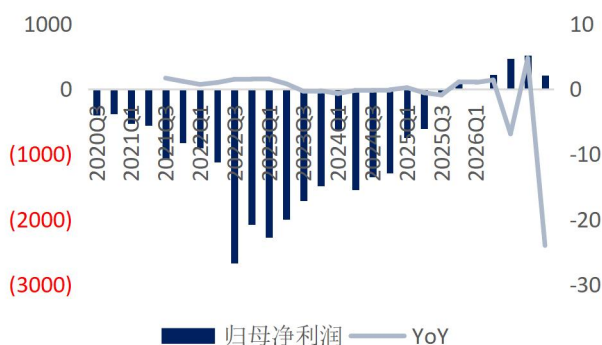
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 营业收入 (百万元) 及增速, 季度



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 归母净利润 (百万元) 及增速, 季度



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

广告业务: 增长加速至 30%, AI 赋能效果显现

1) Q1 广告收入 25.89 亿元 (+30%)，增速较 2025 年全年进一步加快。五大广

告主行业：游戏、互联网服务、数码家电、电商、汽车。AI 赛道广告主预算同比+170%，成为增速最高的细分行业之一；家装广告支出同比+130%。

2) AI 深度整合进广告系统是核心驱动力。通过将视频理解、用户兴趣和购买意图识别融入推荐模型，Q1 效果广告 CTCVR（点击成交转化率）同比提升 25%。自动化广告投放渗透率已达 85%，AIGC 创意工具帮助广告主生成更契合 B 站社区风格的素材，CTR 改善幅度达双位数。多屏多场景扩展同步推进，PC/OTT 广告收入+50%，搜索和小程序广告翻番以上增长。管理层披露 Q2 广告有望延续快速增长态势。

游戏业务：短期承压但产品管线丰富，三国 IP 矩阵成型

1) Q1 游戏收入 15.23 亿元（-12% YoY），主因《三国：谋定天下》去年同期上线高基数效应，该游戏已过渡至稳定成熟期、环比持平。老牌产品 FGO（十周年）和《碧蓝航线》（九周年）维持稳定贡献。

2) 产品管线进入密集释放期：① NCard《三国：百将牌》——策略+扑克创意融合玩法，4 月软启动用户反馈良好，预计 7 月正式上线，有望成为“大型 DAU 长线产品”；②《三国：谋定天下 2》（暂定名）——全新 SLG，3 月底已完成首轮付费测试反馈积极，预计年内上线，与《三国：谋定天下》形成互补的产品矩阵；③ Lumi Master——自研“宝可梦+休闲”融合玩法，5 月全球付费测试开启，预计 Q4 全球上线；④《Escape from Duckov》——PC 端累计销量突破 400 万份，主机和移动端版本正在开发中，IP 化运营战略持续推进。

3) 明确三项游戏战略：长线运营（所有产品针对数年生命周期设计）、细分品类领导（深耕选定品类，做“最好”或“首创”）、聚焦年轻用户（基于平台对年轻世代的深度理解优势）。我们认为下半年游戏产品线丰富度显著提升，预计全年游戏收入有望环比改善，但同比转正需等待 NCard、Lumi Master 等新品的放量验证。

图5：《逃离鸭科夫》



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

用户社区：参与度再创新高，商业化潜力持续释放

1) Q1 DAU 1.15 亿 (+8%)，MAU 3.76 亿再创新高，日均使用时长 119 分钟（同比+11 分钟）创新高，总用户时长同比+19%。用户画像持续向高价值方向迁移：平均年龄约 26.5 岁，正处于收入爬坡期和家庭消费决策权上升期，广告价值持续提升。

2) 创作者生态活力强劲。日活创作者数同比+6%，日投稿量同比+19%，粉丝数 1,000+/1 万/10 万/100 万以上的创作者数均实现 20%+ 增长，创作者平均收入同比+24%。“创作者增长→内容供给丰富→用户参与提升→商业化效率改善→创作者收入增长”的正向飞轮效应正在加速运转。B 站每月产生超 170 亿条真实用户互动，AI 时代“高质量的人类反馈数据”已日益稀缺，这正是 B 站的独特数据护城河。

AI 战略：三位一体投入

1) AI 投入的三个核心方向：视频理解、视频推荐、视频创作。Q1 资本开支约 2 亿元 (+80%)，主要用于服务器和算力基础设施。全年 AI 相关资本开支增量约 10 亿元，对 P&L 的影响约 5 亿元，部分通过削减其他运营费用抵销。

2) 投入效果已在多个层面体现：① 社区端——AI 降低创作门槛，创作者数量和供给双升，AI 创作大赛产出近 150 个百万播放作品；② 商业端——AI 广告推荐效率提升 (CTR 双位数改善、CTCVR +25%)，自动化投放渗透率 85%；③ 内容端——AI 正在改变部分内容类别的生产方式 (如音乐、影视剪辑)，"过去需要一整个团队，现在 1-2 个有创意的人即可完成同等质量的内容"。

持续看好社区生态及商业化潜力，维持“优于大市”评级。我们维持 26/27/28 年经调后净利润分别为 33.36/42.40/53.68 亿元，对应同期 16.4/12.9/10.2x PE。公司社区及用户优势显著，AI 等新科技加持下游戏、广告及增值服务等业务均存在较好的成长空间，当前市值及估值具备较好的向上弹性，我们看好公司长期发展潜力，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	17.38	325	0.73	0.66	0.79	0.96	24	26	22	18
09626.HK	哔哩哔哩	优于大市	117.68	487	(0.09)	6.14	7.78	10.15	(1391.9)	21.0	16.4	12.9

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，其中哔哩哔哩收盘价及总市值按照 2026 年 5 月 29 日汇率折算值，盈利预测为经调整后业绩

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