

# 哔哩哔哩 (BILI US)

## 2026 年投资者日：优质社区与内容生态为基础，平台商业化健康发展

哔哩哔哩于 7 月 10 日举办 2026 年投资者日活动，管理层分享了社区生态、商业化及游戏业务的最新进展，核心要点包括：1) 用户规模、使用时长与商业价值持续健康增长，优质内容生态进一步丰富；2) 广告收入有望持续快于行业增长，得益于流量增长、场景丰富、行业解决方案落地以及 AI 赋能；3) 游戏业务聚焦年轻化、垂类领先、长线运营策略，目标未来 3 年内新增至少 2 款长线运营的垂类头部产品。我们认为，社区健康增长及商业化基础设施完善有望拉动公司广告收入持续快速增长，4Q26 两款重点游戏上线则有望作为短期的主要催化。我们维持基于 SOTP 模型的目标价 30.0 美元及“买入”评级。

■ **广告业务：商业化持续快速发展。**广告业务持续维持快于行业的增长（1Q26 同比增长 30%），主要得益于 1) 流量增长+高用户价值：1Q26 用户总使用时长同比增长 19%，平均用户年龄 27 岁，一二线用户数占比达到 55%，中长视频（5 分钟以上）观看时长占比达到 65%；2) 商业化场景持续深化：1Q26 搜索/播放页/大屏端广告收入同比增长超 100%/80%/50%，合计贡献广告收入占比同比提升超 10 个百分点；3) 打造可规模化交付的行业方法论：围绕不同行业打造行业解决方案，推动细分行业广告收入快速增长，1Q26 B 站小游戏/小程序广告收入同比增长超 4 倍。

■ **游戏业务：专注年轻化、垂类领先与长线运营。**游戏业务聚焦三大核心策略：品类年轻化、垂类领先、长线运营，公司目标未来 3 年内新增至少 2 款长线运营的垂类头部产品。长线产品方面：1) 《三谋》维持稳健表现，过去 1 年所有新赛季均进入 iOS 畅销榜前 5，未来将持续拓展玩法、创新剧本、覆盖更多客户端场景以提升用户体验；2) 《FGO》基于原创付费内容，1H26 继续维持收入同比正增长。新产品方面：1) 《三国志：王道天下》计划 4Q26 上线，瞄准更重度的 SLG 玩家，与《三谋》互补以形成对 SLG 品类用户的全覆盖；2) 《闪耀吧！噜咪》计划 4Q26 开启公测，产品融合集宠、实时对战及建造等多种玩法，有潜力成为公司下一款长线运营产品。

■ **AI 多维度赋能公司业务。**内容生态方面：1) 提升内容生产效率：AI 帮助平台创作者以更高效的方式将优质创意转化为视频内容，丰富平台优质内容供应；2) 优化视频内容理解与推荐：区别于传统基于标题与标签的内容推荐，优化后的推荐模型借助 AI 理解视频内容，从而更准确地为用户推荐；3) 提高内容审核与治理效率：AI 保证审核质量的同时提升内容审核效率。商业化方面：1) 借助 AI 理解平台社区内容，沉淀用户的决策动因作为语义资产，从而支撑下游广告素材生成/转化预测/经营托管等；2) 利用 AI 生成有效的广告素材，26 年 6 月 AI 生成的封面/标题已占 B 站广告消耗 40% 以上；3) AI Agent 实现广告投放全托管，显著降低广告投放门槛，提升投放效率。

### 财务资料

| (截至 12 月 31 日)  | FY24A  | FY25A  | FY26E  | FY27E  | FY28E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(百万人民币)     | 26,832 | 30,348 | 32,611 | 35,339 | 36,966 |
| 调整后每股收益(人民币)    | (0.05) | 5.89   | 7.00   | 8.75   | 11.04  |
| 市场平均预估每股收益(人民币) | (0.05) | 5.76   | 7.03   | 9.14   | 11.76  |
| 市销率(倍)          | 1.9    | 1.7    | 1.5    | 1.4    | 1.4    |

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

|      |          |
|------|----------|
| 目标价  | 30.00 美元 |
| 潜在升幅 | 69.5%    |
| 当前股价 | 17.70 美元 |

### 中国互联网

贺赛一, CFA  
(852) 3916 1739  
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA  
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶, CFA  
(852) 3850 5226  
franktao@cmbi.com.hk

郭书音  
(852) 3916 3716  
guoshuyin@cmbi.com.hk

### 公司数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 市值(百万美元)       | 7,414.8     |
| 3 月平均流通量(百万美元) | 23.4        |
| 52 周内股价高/低(美元) | 35.92/15.96 |
| 总股本(百万)        | 418.9       |

资料来源：FactSet

### 股东结构

|    |       |
|----|-------|
| 陈睿 | 11.6% |
| 腾讯 | 10.6% |

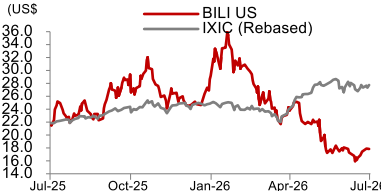
资料来源：港交所

### 股价表现

|       | 绝对回报   | 相对回报   |
|-------|--------|--------|
| 1 - 月 | -2.1%  | -6.2%  |
| 3 - 月 | -25.5% | -35.1% |
| 6 - 月 | -39.3% | -45.3% |

资料来源：FactSet

### 股份表现



资料来源：FactSet

## 财务分析

| 损益表                  | 2023A   | 2024A   | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) |         |         |        |        |        |        |
| 销售收入                 | 22,528  | 26,832  | 30,348 | 32,611 | 35,339 | 36,966 |
| 销售成本                 | 17,086  | 18,058  | 19,234 | 20,350 | 21,633 | 22,209 |
| 毛利润                  | 5,442   | 8,774   | 11,114 | 12,261 | 13,707 | 14,757 |
| 运营费用                 | 10,506  | 10,118  | 9,990  | 10,566 | 10,937 | 10,936 |
| 销售费用                 | 3,916   | 4,402   | 4,394  | 4,435  | 4,523  | 4,495  |
| 行政费用                 | 2,122   | 2,031   | 2,062  | 2,120  | 2,173  | 2,182  |
| 研发费用                 | 4,467   | 3,685   | 3,533  | 4,011  | 4,241  | 4,259  |
| 运营利润                 | (5,064) | (1,344) | 1,124  | 1,695  | 2,769  | 3,821  |
| 投资盈亏                 | (436)   | (470)   | (242)  | (121)  | (255)  | (253)  |
| 其他盈亏                 | 389     | 68      | 45     | (79)   | 0      | 0      |
| EBIT                 | (5,111) | (1,746) | 927    | 1,496  | 2,514  | 3,568  |
| 利息收入                 | 542     | 435     | 432    | 441    | 402    | 425    |
| 利息支出                 | (165)   | (89)    | (151)  | (147)  | (136)  | (129)  |
| 税前利润                 | (4,733) | (1,400) | 1,208  | 1,790  | 2,780  | 3,864  |
| 所得税                  | 79      | (37)    | 17     | 98     | 278    | 386    |
| 税后利润                 | (4,812) | (1,364) | 1,191  | 1,692  | 2,502  | 3,478  |
| 非控股权益                | (11)    | (17)    | 3      | (18)   | (50)   | (70)   |
| 其他                   | 0       | 0       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 净利润                  | (4,822) | (1,381) | 1,194  | 1,675  | 2,452  | 3,408  |
| 调整后净利润               | (3,534) | (22)    | 2,616  | 3,110  | 3,887  | 4,902  |

| 资产负债表                | 2023A    | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) |          |          |          |          |          |          |
| 流动资产                 | 18,727   | 19,756   | 27,550   | 27,029   | 31,866   | 37,305   |
| 现金与现金等价物             | 7,242    | 10,299   | 12,234   | 11,051   | 15,396   | 20,468   |
| 应收账款                 | 1,574    | 1,227    | 1,268    | 1,491    | 1,616    | 1,690    |
| 预付款项                 | 2,063    | 1,935    | 2,078    | 2,352    | 2,548    | 2,666    |
| 短期银行存款               | 5,195    | 3,588    | 5,522    | 5,688    | 5,859    | 6,034    |
| 其他流动资产               | 2,653    | 2,707    | 6,447    | 6,447    | 6,447    | 6,447    |
| 非流动资产                | 14,432   | 12,942   | 13,618   | 13,960   | 14,061   | 14,016   |
| 物业及厂房及设备 (净额)        | 715      | 589      | 695      | 1,517    | 2,125    | 2,596    |
| 合资及联营公司投资            | 4,367    | 3,912    | 4,762    | 4,641    | 4,386    | 4,133    |
| 无形资产                 | 3,628    | 3,201    | 3,110    | 2,793    | 2,520    | 2,291    |
| 商誉                   | 2,725    | 2,725    | 2,818    | 2,818    | 2,818    | 2,818    |
| 其他非流动资产              | 2,998    | 2,515    | 2,233    | 2,191    | 2,212    | 2,177    |
| 总资产                  | 33,159   | 32,699   | 41,168   | 40,990   | 45,927   | 51,321   |
| 流动负债                 | 18,104   | 14,763   | 20,327   | 20,491   | 21,647   | 22,267   |
| 短期债务                 | 7,456    | 1,572    | 4,861    | 4,861    | 4,861    | 4,861    |
| 应付账款                 | 4,334    | 4,801    | 5,497    | 5,575    | 5,927    | 6,085    |
| 应付税款                 | 7,456    | 1,572    | 4,861    | 4,861    | 4,861    | 4,861    |
| 其他流动负债               | (2,937)  | 4,259    | 1,917    | 2,084    | 2,628    | 2,936    |
| 应计费用                 | 1,796    | 2,559    | 3,191    | 3,110    | 3,370    | 3,525    |
| 非流动负债                | 651      | 3,832    | 5,292    | 1,954    | 2,012    | 2,046    |
| 长期债务                 | 1        | 3,264    | 4,776    | 1,264    | 1,264    | 1,264    |
| 其他非流动负债              | 650      | 568      | 516      | 690      | 748      | 782      |
| 总负债                  | 18,755   | 18,595   | 25,619   | 22,445   | 23,658   | 24,314   |
| 股本                   | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 资本盈余                 | 46,410   | 52,371   | 47,307   | 47,307   | 47,307   | 47,307   |
| 留存收益                 | (31,763) | (38,007) | (31,478) | (28,465) | (24,691) | (19,882) |
| 其他储备                 | (255)    | (255)    | (255)    | (255)    | (255)    | (255)    |
| 股东权益总额               | 14,392   | 14,108   | 15,573   | 18,587   | 22,361   | 27,170   |
| 少数股东权益               | 12       | (4)      | (25)     | (42)     | (92)     | (162)    |
| 总负债和股东权益             | 33,159   | 32,699   | 41,168   | 40,990   | 45,927   | 51,321   |

| 现金流量表                | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 年结 12 月 31 日 (百万人民币) |         |         |         |         |         |         |
| <b>经营现金流</b>         |         |         |         |         |         |         |
| 税前利润                 | (4,733) | (1,400) | 1,208   | 1,790   | 2,780   | 3,864   |
| 折旧摊销                 | 727     | 554     | 481     | 639     | 926     | 1,139   |
| 税款                   | 79      | (37)    | 17      | 98      | 278     | 386     |
| 营运资金变化               | 449     | 3,154   | 2,228   | (332)   | 834     | 429     |
| 其他                   | 3,745   | 3,744   | 3,213   | 3,100   | 2,751   | 2,548   |
| 净经营现金流               | 267     | 6,015   | 7,147   | 5,294   | 7,569   | 8,367   |
| <b>投资现金流</b>         |         |         |         |         |         |         |
| 资本开支                 | (1,330) | (1,755) | (1,827) | (2,916) | (3,033) | (3,155) |
| 收购与投资                | (203)   | (227)   | (1,743) | 0       | 0       | 0       |
| 其他                   | 3,295   | 1,844   | (5,770) | (124)   | (192)   | (140)   |
| 净投资现金流               | 1,762   | (138)   | (9,341) | (3,040) | (3,225) | (3,295) |
| <b>融资现金流</b>         |         |         |         |         |         |         |
| 净借贷                  | (82)    | 3,240   | 18      | (3,512) | 0       | 0       |
| 发行股票所得现金             | 2,689   | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他                   | (7,682) | (6,066) | 4,069   | 0       | 0       | 0       |
| 净融资现金流               | (5,075) | (2,825) | 4,087   | (3,512) | 0       | 0       |
| <b>净现金流变动</b>        |         |         |         |         |         |         |
| 年初现金                 | 10,187  | 7,242   | 10,299  | 12,234  | 11,051  | 15,396  |
| 汇率变动                 | 100     | 6       | 41      | 75      | 0       | 0       |
| 年末现金                 | 7,242   | 10,299  | 12,234  | 11,051  | 15,396  | 20,468  |
| 增长率                  | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |         |         |         |
| 销售收入                 | 2.9%    | 19.1%   | 13.1%   | 7.5%    | 8.4%    | 4.6%    |
| 毛利润                  | 41.4%   | 61.2%   | 26.7%   | 10.3%   | 11.8%   | 7.7%    |
| 经营利润                 | na      | na      | na      | 50.7%   | 63.4%   | 38.0%   |
| EBIT                 | na      | na      | na      | 61.4%   | 68.1%   | 41.9%   |
| 净利润                  | na      | na      | na      | 40.3%   | 46.4%   | 39.0%   |
| 调整后净利润               | na      | na      | na      | 18.9%   | 25.0%   | 26.1%   |
| 盈利能力比率               | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |         |         |         |
| 毛利率                  | 24.2%   | 32.7%   | 36.6%   | 37.6%   | 38.8%   | 39.9%   |
| 营业利润率                | (22.5%) | (5.0%)  | 3.7%    | 5.2%    | 7.8%    | 10.3%   |
| 调整后净利润率              | (15.7%) | (0.1%)  | 8.6%    | 9.5%    | 11.0%   | 13.3%   |
| 股本回报率                | (32.6%) | (9.7%)  | 8.0%    | 9.8%    | 12.0%   | 13.8%   |
| 资产负债比率               | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益比率 (倍)       | 0.0     | (0.4)   | (0.2)   | (0.3)   | (0.4)   | (0.5)   |
| 流动比率 (倍)             | 1.0     | 1.3     | 1.4     | 1.3     | 1.5     | 1.7     |
| 应收账款周转天数             | 25.5    | 16.7    | 15.3    | 16.7    | 16.7    | 16.7    |
| 存货周转天数               | na      | na      | na      | na      | na      | na      |
| 应付帐款周转天数             | 92.6    | 97.1    | 104.3   | 100.0   | 100.0   | 100.0   |
| 估值指标                 | 2023A   | 2024A   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
| 年结 12 月 31 日         |         |         |         |         |         |         |
| 市盈率                  | ns      | ns      | 42.1    | 30.0    | 20.5    | 14.7    |
| 市盈率 (摊薄)             | ns      | ns      | 44.6    | 31.8    | 21.7    | 15.6    |
| 市帐率                  | 3.4     | 3.5     | 3.2     | 2.7     | 2.2     | 1.8     |
| 市现率                  | na      | na      | na      | na      | na      | na      |
| 股息 (%)               | na      | na      | na      | na      | na      | na      |
| 企业价值                 | na      | na      | na      | na      | na      | na      |
| 企业价值 / 销售额           | na      | na      | na      | na      | na      | na      |
| 企业价值 / EBIT          | na      | na      | na      | na      | na      | na      |
| 企业价值 / EBITDA        | na      | na      | na      | na      | na      | na      |

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

|     |                               |
|-----|-------------------------------|
| 买入  | ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| 持有  | ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出  | ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| 未评级 | ：招银国际证券并未给予投资评级               |

### 招银国际环球市场行业投资评级

|      |                         |
|------|-------------------------|
| 优于大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标  |
| 同步大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | ：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标  |

### 招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。