

买入
AI 赋能内容供给提升，商业化迈向更深层次
哔哩哔哩 (BILI.O)

2026-04-24 星期五

【投资要点】

目标价: **28.40 美元**
 现价: **22.17 美元**
 预计升幅: **28.1%**

重要数据

日期	2026-04-23
收盘价 (美元)	22.17
总股本 (亿股)	4.25
总市值 (亿美元)	94.3
净资产 (亿美元)	22.64
总资产 (亿美元)	59.95
52 周高低 (美元)	36.40/17.02
每 ADS 净资产 (美元)	5.39

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Deutsche Bank	12.92%
Vanship Limited	11.41%
腾讯	7.78%

相关报告

哔哩哔哩 (BILI.US) - 首发报告-20180731
 哔哩哔哩 (BILI.US) - 更新报告-20180927、
 20181128、20190306、20190515、20190824、
 20191123、20200213、20200320、20200522、
 20210317、20211021、20220616、20220930、
 20231012、20241211、20250303、20250908

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gzq.com.hk

首次全年盈利，社区生态护城河依然存在

2025 年, B 站全年总营收为 303.5 亿元, 同比增长 13%, 毛利润同比增长 11%, 毛利率连续 14 个季度环比提升至 37%, 首次实现了全年 GAAP 净利润转正, 净利润约为 11.9 亿元。在用户数据层面显示公司生态依然健康, 实现用户规模与社区活跃度的双重提升。2025 年全年, 平台日均活跃用户接近 1.12 亿, 月均活跃用户超过 3.68 亿, 目前公司用户增长策略已从单纯追求用户数量转向更加注重用户粘性与参与度, DAU 及使用时长稳步提升。

AI 驱动广告业务效率革命与价值释放

2025 年全年广告业务收入高达 100.6 亿元人民币, 同比实现了 23% 的增长, 超过公司整体营收增速, 也显著高于行业平均水平, 在总营收中的占比提升至约 33%, 成为公司重要利润来源和核心增长引擎。B 站广告业务增长核心驱动力在于 AI 技术的深度应用与商业化基础设施的完善。公司已将 AI 技术全面融入广告投放的全链路, 从内容理解、用户洞察到智能匹配和动态创意, 实现了广告投放效率的指数级提升。

精品化战略见效，管线丰富蓄势待发

2025 年游戏业务的增长主要由于第一季度上线的自研 SLG 游戏《三国：谋定天下》成为年度爆款, 流水表现优异。存量游戏《FGO》、《碧蓝航线》凭借持续内容更新, 依然为提供了稳定现金流收入。2026 年公司游戏业务储备丰富, 包括《三国：百将牌》、《闪耀吧！噜咪》。海外方面, 《三国：谋定天下》已在在港澳台地区上线, 并预计下半年登陆日韩市场。通过聚焦长线运营和高品质垂类头部项目以及精细化发行, 公司游戏业务将实现可持续增长。

以 AI 为基座，重塑增长引擎，维持买入评级

公司 2026 年持续对 AI 相关技术进行投入, 全面升级技术架构和产品体验, 一旦完成 AI 战略构建, 在其独特的 AI、社区、内容的三角闭环下, 有望实现可持续的盈利增长。目前我们采用分部估值法, 分别按游戏业务 12 倍 PE、直播及会员业务 2 倍 PS、广告业务 15 倍 PE、衍生品及其他 1 倍 PS 估值, 给予公司 120.7 亿美元市值目标, 对应目标价 28.4 美元, 相较于现价预计有 28.1% 的升幅, 维持“买入”评级。

货币单位: 人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收 (百万元)	26,832	30,348	33,178	36,586	43,382
变动	19.10%	13.10%	9.33%	10.27%	18.57%
净利润 (百万元)	-1,364	1,191	1,855	2,679	3,468
变动			55.78%	44.41%	29.45%
经营利润率	-5.01%	3.71%	5.18%	7.43%	8.69%
每股盈利 (元)	(3.5)	3.0	4.7	6.9	8.9
市盈率 (倍)	N/A	52.0	33.3	23.1	17.8
市销率 (倍)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 首次全年盈利，社区生态护城河依然存在

2025年，B站全年总营收为303.5亿元，同比增长13%，毛利润同比增长11%，毛利率连续14个季度环比提升至37%，首次实现了全年GAAP净利润转正，净利润约为11.9亿元。分业务来看，四季度总营收为83.2亿元，同比增长8%。其中四季度游戏业务收入达15.4亿元，全年收入为63.9亿元，同比增长14%；四季度增值业务收入达32.6亿元，同比增长6%，全年收入达119.3亿元，同比增长8%；四季度广告业务收入为30.4亿元，同比增长27%，连续12个季度保持同比高速增长。全年收入为100.6亿元，同比增长23%。增值服务、广告、游戏和IP衍生品及其他业务分别贡献了收入的39%、37%、18%和6%。截至四季度末，月均付费用户数创新高达到3566万，同比增长21%。B站平台大会员人数达2535万人，同比增长12%，其中约80%为年度订阅或自动续费用户。在利润端，四季度公司调整后净利润达8.8亿元，同比增长94%；净利润为5.1亿元，同比大幅提升478%。这一历史性突破，标志着公司长期以来在内容生态建设、社区氛围维护、技术研发以及商业化探索上的持续投入开始进入收获期，扭转市场对公司持续亏损的印象，证明公司内容生态仍然具备强大的自我造血能力。在用户数据层面显示公司生态依然健康，实现用户规模与社区活跃度的双重提升。2025年全年，平台日均活跃用户接近1.12亿，月均活跃用户超过3.68亿，目前公司用户增长策略已从单纯追求用户数量转向更加注重用户粘性与参与度，DAU及使用时长稳步提升，为持续商业化变现提供了基础。

➤ AI驱动广告业务效率革命与价值释放

2025年全年广告业务收入高达100.6亿元人民币，同比实现了23%的增长，超过公司整体营收增速，也显著高于行业平均水平，在总营收中的占比提升至约33%，成为公司重要利润来源和核心增长引擎。B站广告业务增长核心驱动力在于AI技术的深度应用与商业化基础设施的完善。公司已将AI技术全面融入广告投放的全链路，从内容理解、用户洞察到智能匹配和动态创意，实现了广告投放效率的指数级提升。特别是公司推出的效果广告和整合营销方案（在2025年第四季度上线的“花生”AI工具），借助AI算法的精准推荐，极大地提升了广告主ROI。2025年由AI驱动的广告收入实现180%同比增长，未来AI技术在广告商业变现上仍有挖掘潜力。由于公司社区生态具备用户高粘性、高活跃度特点，为AI赋能广告业务提供了生态基础，同时用户在B站不仅仅是内容的消费者，更是互动者和创造者，因此广告对用户的影响以及效果精准度的把控就成为核心要素。一方面公司持续推出如Story-Mode、开屏广告、信息

流广告等多种创新广告形式，有效提升了广告库存的填充率和变现效率。同时利用 AI 技术的进一步迭代推荐逻辑和算法保证用户体验。我们认为公司广告业务仍有增长空间，并成为公司 AI 商业化价值最直接、最显著的体现。

➤ 精品化战略见效，管线丰富蓄势待发

2025 年游戏业务的增长主要由于第一季度上线的自研 SLG 游戏《三国：谋定天下》成为年度爆款，流水表现优异。存量游戏《FGO》、《碧蓝航线》凭借持续内容更新，依然为提供了稳定的现金流收入。由于公司 B 站近年来对游戏业务进行了战略调整，将资源集中于具有高成功潜力的垂类头部项目上，有效控制了研发和营销成本，提升了新游的成功率以及改善了游戏业务的利润率。公司独特的“游戏社区发行”模式，能够有效利用社区流量和用户洞察为游戏宣发及运营赋能，依然是公司游戏业务核心优势。展望 2026 年，B 站的游戏业务储备丰富，重点产品包括以下几款产品。首先是策略卡牌游戏《三国：百将牌》，目前已完成测试，该游戏有望在年中上线。《闪耀吧！噜咪》这款游戏的创新玩法和美术风格在玩家社区中已引起广泛关注。海外方面，《三国：谋定天下》已在在港澳台地区上线，并预计下半年登陆日韩市场，公司游戏出海战略加速推进。通过聚焦长线运营和高品质垂类头部项目以及精细化发行，相信公司游戏业务将实现可持续增长。

➤ 以 AI 为基座，重塑增长引擎，维持买入评级

公司 2026 年持续对 AI 相关技术进行投入，计划在 2026 年投入 5 至 10 亿元的 AI 相关预算，用于全面升级其技术架构和产品体验。例如 B 站推出“AI 创作助手”和“updream”智能剪辑工具，这些工具能够帮助 UP 主自动生成字幕、智能剪辑视频片段、提供选题建议，甚至支持短视频的批量生产，极大地提升了创作效率。因此 B 站的 AI 战略一旦完成构建，在其独特的“AI+社区+内容”的三角闭环下，在保持社区活力和内容质量的基础上，将有望实现可持续的盈利增长。此次公司首次实现全年盈利，不仅是财务上的里程碑，更是对其长期坚持的“内容+社区”双核驱动模式商业价值的有力确证。广告业务在 AI 赋能下提效，游戏业务回归精品化以及增值服务稳健表现，共同构筑健多元且抗风险的商业生态。看好公司未来收入增长潜力以及盈利能力提升，目前我们采用分部估值法，分别按游戏业务 12 倍 PE、直播及会员业务 2 倍 PS、广告业务 15 倍 PE、衍生品及其他 1 倍 PS 估值，给予公司 120.7 亿美元市值目标，对应目标价 28.4 美元，相较于现价预计有 28.1% 的升幅，维持“买入”评级。

表 1：社交娱乐行业估值比较（20260424）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）			市盈率PE			市净率PB		市销率PS
			2025	2026E	2026E	2025	2026E	2026E	2025TTM	2025TTM	
0700.HK	腾讯控股	45,190.0	27.4	30.6	34.4	17.8	16.2	14.4	3.5	5.4	
9911.HK	赤子城科技	148.5	0.8	1.0	1.1	13.9	11.0	9.2	5.5	1.9	
9898.HK	微博-SW	163.0	14.6	10.4	12.9	4.5	6.2	5.1	0.5	1.2	
JOYY.O	欢聚	226.1	310.2	1.8	2.1	1.4	12.6	10.8	0.4	1.4	
BMBL.O	BUMBLE	50.0	-46.3	7.2	6.9	-0.7	4.6	4.8	1.1	0.7	
META.O	META	131,053.0	186.6	235.4	271.2	27.9	21.7	18.8	7.7	8.3	
SNAP.N	SNAP	736.8	-2.1	-0.7	0.8	-20.6	-57.5	49.1	4.1	1.6	
MTCH.O	MATCH	649.8	19.7	20.5	23.5	13.6	13.0	11.9	-32.7	2.4	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 活跃用户增长不及预期；
2. 新游戏增长不及预期；
3. 宏观经济波动影响；
4. AI 投入增长超预期；

【财务报表摘要】
财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	26,832	30,348	33,178	36,586	43,382
成本	-18,058	-19,234	-20,769	-22,041	-25,590
毛利	8,774	11,114	12,409	14,545	17,791
销售费用	-4,402	-4,394	-4,804	-5,297	-6,281
研发费用	-3,685	-3,533	-3,863	-4,260	-5,051
管理费用	-2,031	-2,062	-2,024	-2,268	-2,690
营运利润	-1,344	1,124	1,718	2,719	3,769
其他收入	-232	-41	303	326	349
税前利润	-1,576	1,083	2,021	3,045	4,119
所得税	37	-17	-166	-366	-651
净利润	-1,539	1,066	1,855	2,679	3,468
经调整利润	89	2,784	3,589	4,565	5,522
增长					
收入增长 (%)	19.1%	13.1%	9.3%	10.3%	18.6%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金及等价物	10,249	12,184	15,166	20,147	27,138
定期存款	3,588	5,522	5,522	5,522	5,522
短期投资	2,707	6,447	6,447	6,447	6,447
应收账款	2,014	2,143	2,261	2,404	2,688
预付及其他资产	1,148	1,203	1,315	1,450	1,720
流动资产	19,706	27,499	30,713	35,970	43,515
固定资产	589	695	853	1,027	1,239
制作成本	1,851	1,600	1,600	1,600	1,600
无形资产	3,201	3,110	4,504	4,981	5,462
商誉	2,725	2,818	2,818	2,818	2,818
长期投资	4,441	5,229	5,229	5,229	5,229
总资产	32,513	40,951	45,717	51,626	59,863
应付账款	4,801	5,497	5,936	6,300	7,314
应付职工薪酬	1,599	1,710	2,223	2,890	3,758
应交税费	429	406	406	406	406
递延收入	3,802	4,662	5,097	5,620	6,664
应计负债	2,554	3,175	3,175	3,175	3,175
其他	1,572	4,861	4,861	4,861	4,861
流动负债	14,758	20,311	21,698	23,252	26,177
长期负债	3,832	5,292	5,292	5,292	5,292
权益	14,104	15,549	18,927	23,283	28,594

财务分析

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	32.7%	36.6%	37.4%	39.8%	41.0%
EBIT率 (%)	-5.0%	3.7%	5.2%	7.4%	8.7%
净利率 (%)	-5.7%	3.5%	5.6%	7.3%	8.0%
ROE	-10.9%	6.9%	9.8%	11.5%	12.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	37.7%	32.9%	32.2%	32.3%	32.3%
实际税率 (%)	2.3%	1.6%	8.2%	12.0%	15.8%
应收账款天数	27	25	25	24	22
应付账款天数	97	104	104	104	104
财务状况					
负债/权益	1.05	1.31	1.15	1.00	0.92
收入/总资产	0.83	0.74	0.73	0.71	0.72
总资产/权益	2.31	2.63	2.42	2.22	2.09
商誉/总资产	8.4%	6.9%	6.2%	5.5%	4.7%
现金/总资产	42.6%	43.2%	45.3%	49.7%	54.6%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
利润	-1,364	1,191	1,855	2,679	3,468
折旧及摊销	2,327	2,026	4,700	5,254	5,924
股权激励费用	1,116	1,171	1,524	1,676	1,844
坏账准备计提	0	0	0	0	0
汇兑亏损	-3	-10	0	0	0
投资公允价值变动	470	242	0	0	0
运营资本变化	3,468	2,527	1,156	1,276	2,372
经营活动现金流	6,015	7,147	9,236	10,885	13,608
购买物业及设备	-465	-513	-905	-1,094	-1,324
购买无形资产	-1,290	-1,314	-4,334	-4,811	-5,292
投资活动	1,617	-7,513	-1,065	0	0
投资活动现金流	-138	-9,341	-6,304	-5,905	-6,616
融资活动现金流	-2,825	4,087	0	0	0
汇兑变化	6	41	0	0	0
现金变化	3,058	1,935	2,932	4,980	6,991
期初持有现金	7,242	10,299	12,234	15,166	20,147
期末持有现金	10,299	12,234	15,166	20,147	27,138

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>