

哔哩哔哩 (BILI)

证券研究报告

2026年04月08日

Q4超预期, 26年加大AI投入, 关注广告&新游进展

投资评级

6个月评级

买入(维持评级)

核心财务数据: 25Q4收入&利润均超预期。

25Q4公司实现收入83.2亿元, YOY+8%, 超预期(彭博一致预期81.4亿元); NON-GAAP口径归母净利润8.78亿元, YOY+94%, 超预期(彭博一致预期7.96亿元)。

流量端: 整体社区生态及流量保持良好增长

25Q4 DAU 1.13亿, YOY+10%; 日均使用时长107分钟, YOY+8%; MPU达3600万, 创历史新高, 整体社区生态及流量仍保持良好增长。

分业务情况:

游戏业务: 整体符合预期; 后续关注新游上线。25Q4实现收入15.4亿元, YOY-14%, QOQ+2%, 与彭博预期基本一致(15.3亿元)。三谋进入稳态期, 基数调整导致YOY同比有所下滑。26年重点关注《三国百将牌》《三谋海外版》《闪耀吧! 噜咪》上线预期。

广告业务: 超预期; 效率持续优化。25Q4实现收入30.4亿元, YOY+27%, QOQ+18%, 超彭博一致预期(29.1亿元)。增长驱动因素包括1) 潜力广告库存加速释放; 2) 广告效率继续提升; 3) ai应用+闪购等垂类广告主贡献增量, 看好26年广告增长。

增值服务业务: 符合预期。25Q4实现收入32.6亿元, YOY+6%, QOQ+8%, 我们预计主要由充电等高增速的新场景贡献增量。

IP衍生品及其他: 25Q4实现收入4.77亿元, YOY+3%。

成本端: 整体控制较好, 26年加大AI投入

25Q4毛利率37%, YOY+0.9pct, 主因为经营杠杆释放。销售/管理/研发费用率为14%/6%/11%, 整体控制较好。此外, 公司会加大AI投入。

投资建议: 我们认为公司已开启盈利, 看好后续广告增长趋势以及新游带来的增量, 但考虑到短期的AI投入, 我们预测2026-2028年的收入分别为330/363/401亿元(26-27年前值326/356亿元, 此次新增28年预测), Non-GAAP净利润为30/40/49亿元(26-27年前值33/46亿元, 此次新增28年预测), 维持“买入”评级。

风险提示: DAU/MAU增长速度不及预期; 中概股监管政策进一步趋严; 数据监管政策进一步趋严; DAU/MAU进一步下滑; 商业化恢复进程不达预期, 游戏研发和上线不及预期

作者

刘欣 分析师
SAC执业证书编号: S1110525120007
liuxinb@tfzq.com

吴婧 分析师
SAC执业证书编号: S1110526020002
wujingb@tfzq.com

相关报告

- 《哔哩哔哩-公司研究简报: 利润端超预期, 游戏和广告业务增长强劲》
2025-08-27
- 《哔哩哔哩-公司研究简报: 收入利润均超预期, 广告和游戏业务表现强劲》
2025-06-06
- 《哔哩哔哩-公司研究简报: 收入利润均超预期, 广告和游戏业务表现强劲》
2025-03-08

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com