

公司研究

《三谋》S8 赛季在即，关注储备游戏释放进展

——哔哩哔哩（BILI.O）游戏业务更新点评

要点

近期 B 站游戏业务更新：1) 5 月 22 日，B 站代理《赛马娘》手游国服《闪耀！优俊少女》进行约 12 小时的版本更新维护，并且恢复官网的客户端下载入口。更新版本后，游戏内文本和人物立绘、美术部分有明显调整，还开放了新养成剧本等新内容和纪念活动。我们预计该游戏有望在 25H2 为公司游戏业务带来增量。2) 公司重点游戏《三国谋定天下》（简称《三谋》）小程序版本于 5 月 29 日上线测试，非攻略小程序，进入小程序后可以直接玩游戏，此次更新为该游戏多端化尝试。《三谋》S7 赛季首日 DAU 创 25 年新高，S8 赛季将于 5 月 31 日启动，通过诸葛亮武将加强、新地图与阵容玩法更新，叠加周年庆等线下活动联动，有望持续提升用户活跃度与社区讨论热度。3) **后续游戏储备：**25Q4 公司将重点推进《三谋》海外繁体版上线，公司目前储备 4-5 款新游等待版号，包含海外 IP、独立游戏等多品类，版号获取进度决定今明两年游戏业务增量节奏。

公司 25Q1 业绩：1) 实现营收 70.03 亿元人民币（yoy+24%，vs 彭博一致预期 69.12 亿元）；实现毛利润 25.39 亿元，对应毛利率 36.3%（vs 彭博一致预期 36.1%），同比提升 8pct，环比提升 0.2pct；实现经调整净利润 3.62 亿元（vs 彭博一致预期 2.47 亿），系公司费用控制良好。2) 运营数据方面，MAU 达 3.68 亿，DAU 达 1.07 亿，用户使用时长达到了新高的 108 分钟，月均付费用户数达到了 3200 万的历史新高。3) **分业务来看：**移动游戏业务收入 17.31 亿元（yoy+76%），略超出市场预期，主要系《三谋》游戏表现稳定。广告业务收入 19.98 亿元（yoy+20%），分行业来看，游戏、网服、电商、数码家电等为收入主力品类，食品饮料、母婴宠物等品类增速亮眼，后续将重点深化与电商平台的合作，618 大促将成为关键节点；分广告类型看，效果广告 25Q1 同比增长 30%-40%，占比广告收入超 50%，主要系流量增长、ad load 提升以及 ECPM 同比超 10%的效率提升。直播与增值业务收入 28.07 亿元（yoy+11%），充电计划 25Q1 收入增速高达 200%。IP 业务收入 4.67 亿（yoy-4%）。

AI 技术已深度融入 B 站各业务环节：在内容审核方面实现 100%AI 覆盖，大幅提升审核效率；通过智能分析用户评论和弹幕，显著增强了对优质内容的识别能力；在游戏开发领域，AI 技术使美术制作效率提升 2-3 倍，demo 阶段的美术投入明显减少，有效降低了内容生产成本。B 站计划 25 年底推出专为 UP 主服务的中长视频 AI 生成工具。

盈利预测、估值与评级：哔哩哔哩 C 端付费挖掘空间较大，关注游戏产品上线以及广告业务商业化进展。考虑公司持续加强成本费用管控，内容、员工、服务器等成本绝对值保持稳定，研发与管理费用将保持稳定，上修 25-26 年经调整净利润预测至 21.5/35.1 亿元（较上次预测+27%/+11%），新增 27 年经调整净利润预测 46.5 亿元。维持“增持”评级。

风险提示：游戏长线运营不佳，广告商业化不及预期，行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,528	26,832	30,240	33,476	36,418
营业收入增长率（%）	2.9%	19.1%	12.7%	10.7%	8.8%
归母净利润（百万元）	-4,822	-1,347	803	2,164	3,299
经调整净利润（百万元）	-3,414	-39	2,146	3,511	4,646
EPS（元）	-11.29	-3.15	1.88	5.07	7.72
P/S	2.6	2.2	1.9	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：股价截止 2025-5-29；按照 1USD=7.1907RMB 换算；1ADR=1 股；EPS 根据归母净利润计算

增持（维持）

当前价：19.07 美元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.27
总市值(亿美元)	81.5
一年最低/最高(美元)	12.72-31.77
近 3 月换手率（%）	144.3

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.5	-9.0	12.1
绝对	8.7	-6.2	39.7

资料来源：Wind

相关研报

业绩基本符合预期，关注带货商业化进展——哔哩哔哩（BILI.O）2023 年三季报点评（2023-12-01）

广告业务表现良好，关注重点新游上线进展——哔哩哔哩（BILI.O）23Q2 业绩前瞻（2023-07-29）
降本增效力度加大，广告业务修复明显——哔哩哔哩（BILI.O）2023 年一季报点评（2023-06-04）
用户基本盘稳固，商业化效率亟待提升——哔哩哔哩（BILI.O）2022 年四季报和 2022 年年报点评（2023-03-03）

业绩修复尚需时间，社区氛围助力商业化潜力释放——哔哩哔哩（BILI.O）2022 年三季报点评（2022-11-30）

宏观低迷下业绩持续承压，“社区生态+商业化”两手并重——哔哩哔哩（BILI.O）2022 年二季报点评（2022-09-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	22,528	26,832	30,240	33,476	36,418
营业成本	-17,086	-18,058	-19,131	-20,253	-21,378
毛利	5,442	8,774	11,109	13,223	15,041
其它收入	425	137	56	60	39
营业开支	-10,506	-10,118	-10,186	-10,712	-11,108
营业利润	-4,639	-1,207	979	2,571	3,972
财务成本净额	378	346	350	350	371
应占利润及亏损	-471	-539	-450	-450	-450
税前利润	-4,733	-1,400	879	2,471	3,893
所得税开支	-79	37	-70	-296	-584
税后经营利润	-4,812	-1,364	809	2,174	3,309
少数股东权益	11	-17	6	10	10
归母净利润	-4,822	-1,347	803	2,164	3,299
经调整净利润	-3,414	-39	2,146	3,511	4,646

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6,015	5,360	7,879	9,251
投资活动现金流	1,762	-138	-1,957	-1,860	-1,866
融资活动现金流	-5,075	-2,825	-3,718	-3,715	-3,688
净现金流	-3,046	3,051	-315	2,304	3,696

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	33,159	32,699	32,528	34,401	37,470
流动资产	18,727	19,756	19,965	22,264	25,882
现金及短期投资	7,192	10,249	9,934	12,238	15,934
有价证券及短期投资	2,653	2,707	2,707	2,707	2,707
应收账款	2,364	2,014	1,983	1,877	1,697
其它流动资产	6,518	4,787	4,786	4,854	4,921
非流动资产	14,432	12,942	12,564	12,137	11,589
长期投资	4,367	3,912	3,687	3,462	3,237
固定资产净额	715	589	973	1,129	1,057
其他非流动资产	9,351	8,442	7,904	7,546	7,295
总负债	18,755	18,595	17,616	17,315	17,074
流动负债	18,104	14,763	13,852	13,616	13,434
应付账款	4,349	4,806	4,783	5,063	5,344
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	13,755	9,957	9,069	8,552	8,090
长期负债	651	3,832	3,764	3,699	3,640
其它	650	568	499	435	376
股东权益合计	14,404	14,104	14,913	17,087	20,396
股东权益	14,392	14,108	14,911	17,075	20,375
少数股东权益	12	-4	2	12	22
负债及股东权益总额	33,159	32,699	32,528	34,401	37,470

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP