

哔哩哔哩-W (09626.HK) 2025Q3 业绩前瞻

广告业务亮眼表现持续，优质游戏储备丰富

9 月 10 日，公司首曝三国题材休闲非对称竞技卡牌新游戏《三国：百将牌》，并定档 10 月开启测试，有望于明年初正式上线贡献增量；此外，《三国：谋定天下》于 9 月 20 日正式开启新赛季 S10，七麦数据显示开服当日上升至 iOS 游戏畅销榜 Top5，S11 赛季前瞻服于 10 月 14 日开放，有望进一步贡献增量。

□ 首曝新游《三国：百将牌》，《三谋》新赛季开启贡献增量。9 月 10 日，公司首曝了三国题材休闲非对称竞技卡牌新游戏《三国：百将牌》，并定档 10 月开启测试，作为《三谋》的发行团队继《三谋》后第二款立项的项目，其玩法上跳出传统框架，倾向策略型对局，保留短平快特点，融入英雄技能玩法要素，更易吸引三国 IP 玩家及年轻用户，首曝阶段邀请 B 站头部 UP 主参与试玩，有望于明年初正式上线贡献增量。其他新游戏方面，代理二次元卡牌 RPG 游戏《嘟嘟脸恶作剧》国际服于 10 月 9 日上线，上线次日登顶中国港澳台及日本 iOS 游戏免费榜；自研游戏《逃离鸭科夫》定档 10 月 16 日全球发售上线，主打致敬搜打撤鼻祖《逃离塔科夫》，以 PVE、俯视角等元素吸引众多玩家关注。

□ 广告及游戏业务维持亮眼表现，新游储备丰富，商业化价值逐步释放。三季度预期公司实现收入 76 亿元，同比增长 4%；预期实现经调整归母净利润 6.5 亿元，同比增长 175%，环比增长 16%。分业务来看：

1) 增值服务业务三季度预计实现收入 31 亿元，同比增长 10%，主要来自直播及其他增值服务收入增长；

2) 广告业务三季度预计实现收入 25 亿元，同比增长 20%，主要来自效果广告收入增长贡献；进入四季度，近期 B 站正式启动“双 11”大促，并与阿里、京东达成更深度的数据打通，为在 B 站种草的品牌和商家交付核心的电商经营指标，提供亿级曝光会场、投前入货洞察等一系列重磅资源，进一步优化商家投放转化效率，提升投放体验。

3) 移动游戏业务三季度预计实现收入 15 亿元，同比下降 16%，主要是 24 年 6 月上线的独家授权 SLG 游戏《三国：谋定天下》初期流水爬升较快带来的高基数影响。9 月 20 日，《三国：谋定天下》正式开启新赛季 S10，七麦数据显示开服当日上升至 iOS 游戏畅销榜 Top5，情义主题新服于 9 月 27 日 12:00 开服，S11 赛季前瞻服于 10 月 14 日开放，有望于明年陆续上线繁体中文、海外版本以及小游戏版本，进一步贡献业绩增量；

4) IP 衍生品及其他业务三季度预计实现收入 4.6 亿元，环比上升 5%。

□ 持续深耕中长视频优质内容，用户商业化价值挖掘空间充足。Q2 公司 DAU 达到历史新高 1.094 亿，同比增长 7%，MAU 3.63 亿，同比增长 8%，月均付费用户数 3100 万，同比增长 9%，日均时长 105 分钟，同比增长 6 分钟，大会员数量 2370 万，社区维持高粘性。公司线下活动 Bilibili World 及 Bilibili Marco Link 吸引超 40 万人次参与，充分凸显品牌活力及社区凝聚力。7 月 11 日，公司举办 2025 年投资者日活动，管理层表示将坚持深耕中长视频优质内容，以高价值内容为基础提升广告收益，重点探索社区增值业务，持续开拓长线周边设计业务。广告方面，未来三年有望维持高于大盘的增速，持续提升市占率，具体策略包括：1) 除现有优势板块外，重点投入大快消板块；2) 品牌广告和效果广告互为补充，形成差异化竞争；3) 布局多屏多场景，开发

增持（维持）

TMT 及中小盘/传媒

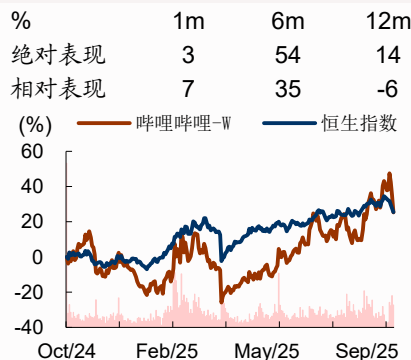
目标估值：NA

当前股价：200.6 港元

基础数据

总股本（百万股）	414
香港股（百万股）	333
总市值（十亿港元）	83.0
香港股市值（十亿港元）	66.8
每股净资产（港元）	34.2
ROE（TTM）	-9.5
资产负债率	63.5%
主要股东	Deutsche Bank Aktiengesellschaft
主要股东持股比例	17.9672%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《哔哩哔哩-W (09626) 一休闲卡牌游戏《三国：百将牌》测试在即，优质游戏储备丰富》2025-09-29
- 2、《哔哩哔哩-W (09626) 一调后净利润超预期，核心业务增长推动商业化价值释放》2025-08-24
- 3、《哔哩哔哩-W (09626) 2025Q2 业绩前瞻—Q2 游戏及广告业务预计延续亮眼表现，利润率持续提升》2025-07-24

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 S1090525050004

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

- 搜索等相关消费场景；4）加大 AIGC 等投入以提升生产效率，预计未来一年可见明显增量。
- **维持“增持”投资评级。**公司 2024 年上线独家代理 SLG 游戏《三国：谋定天下》表现优秀，后续多款游戏产品储备有望持续贡献业绩增量，多行业广告份额提升明显，商业化潜力充足。考虑公司：1）游戏产品流水表现强劲且储备丰富，2）高毛利的效果广告占比持续提升拉动利润率上升，3）直播及大会员业务效益有望持续提升，以及持续有效的控费措施，看好公司商业化加速及经营杠杆释放带来的盈利能力提升，预期 2025-2027 年公司营收有望达到 301、323、346 亿元，经调整归母净利润 23.9、32.4、40.4 亿元，对应 PE 为 33.5、24.7、19.8x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**用户增长不及预期、行业监管风险、UP 主流失风险、竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22528	26832	30051	32305	34567
同比增长	3%	19%	12%	8%	7%
经调整归母净利润(百万元)	-3425	-22	2387	3236	4036
同比增长	N/A	N/A	N/A	36%	25%
每股收益(元)	-8.13	-0.05	5.67	7.68	9.58
PE	N/A	N/A	33.5	24.7	19.8
PB	5.6	5.7	5.3	4.6	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	18727	19756	22387	25429	30159
现金及现金等价物	7192	10249	12494	15267	19726
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	7867	6295	6295	6295	6295
应收账款及票据	1574	1227	1374	1477	1581
其它应收款	1794	1935	2167	2330	2493
存货	187	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	56	60	64
非流动资产	14432	12942	12115	12029	11163
长期投资	4367	3912	3130	2817	2535
固定资产	715	589	544	771	187
无形资产	6353	5926	5926	5926	5926
其他	2998	2515	2515	2515	2515
资产总计	33159	32698	34501	37458	41322
流动负债	18104	14763	15293	15991	16647
应付账款	4334	4801	5034	5325	5606
应交税金	345	429	429	429	429
短期借款	7456	1572	1690	1825	1967
其他	5969	7961	8141	8412	8645
长期负债	651	3831	3994	4166	4346
长期借款	1	3263	3426	3598	3778
其他	650	568	568	568	568
负债合计	18755	18594	19288	20157	20993
股本	0	0	0	0	0
储备	14392	14108	15204	17267	20262
少数股东权益	12	(4)	9	34	68
归属于母公司所有者权益	14392	14108	15204	17267	20262
负债及权益合计	33159	32698	34501	37458	41322

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6015	3159	4105	5720
净利润	(4822)	(1347)	1096	1945	2742
折旧与摊销	2900	2501	2260	2088	2959
营运资本变动	703	3640	27	293	243
其他非现金调整	1487	1220	(224)	(221)	(224)
投资活动现金流	1762	(138)	(1087)	(1642)	(1703)
资本性支出	(1330)	(1755)	(2215)	(2315)	(2375)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	49762	87600	(782)	(313)	(282)
其它	615	79	346	360	390
筹资活动现金流	(5075)	(2825)	173	309	443
债务增减	(7757)	(2718)	281	424	575
股本增减	2689	(108)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	(7)	0	(108)	(115)	(132)
其它调整	0	1	0	0	0
现金净增加额	(2946)	3058	2245	2772	4460

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	22528	26832	30051	32305	34567
主营收入	22528	26832	30051	32305	34567
营业成本	17086	18058	18932	20029	21086
毛利	5442	8774	11119	12276	13481
营业支出	10506	10118	10217	10499	10888
营业利润	(5064)	(1344)	902	1777	2592
利息支出	165	89	108	115	132
利息收入	542	435	421	435	465
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(46)	(402)	(75)	(75)	(75)
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	(4733)	(1400)	1140	2022	2850
所得税	79	(37)	30	53	74
少数股东损益	11	(17)	14	24	34
经调整归母净利润	(3425)	(22)	2387	3236	4036
EPS(元)	(8.13)	(0.05)	5.67	7.68	9.58

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	3%	19%	12%	7%	7%
营业利润	N/A	N/A	N/A	97%	46%
净利润	N/A	N/A	N/A	36%	25%
获利能力					
毛利率	24.2%	32.7%	37.0%	38.0%	39.0%
净利率	-21.4%	-5.0%	3.6%	6.0%	7.9%
ROE	-33.5%	-9.5%	7.2%	11.3%	13.5%
ROIC	-21.2%	-6.7%	6.0%	9.2%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	56.9%	55.9%	53.8%	50.8%
净负债比率	22.5%	14.8%	14.8%	14.5%	13.9%
流动比率	1.0	1.3	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.0	1.3	1.5	1.6	1.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8
存货周转率	54.8	193.6	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转率	5.9	8.2	9.0	8.8	8.8
应付帐款周转率	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
每股收益	-8.13	-0.05	5.67	7.68	9.58
每股经营现金	0.63	14.24	7.50	9.74	13.58
每股净资产	34.16	33.41	36.09	40.99	48.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	N/A	N/A	33.5	24.7	19.8
PB	5.6	5.7	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	-2863.7	4015.0	1362.2	1130.9	804.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。