

公司研究

《逃离鸭科夫》销量超预期，关注游戏&广告商业化进程

——哔哩哔哩（BILI.O）3Q25 业绩前瞻

要点

3Q25 业绩前瞻：1) 我们预计公司 3Q25 营收为 76.5 亿元人民币 (yoy+4.7%)，分业务来看，预计游戏\VAS\广告\电商四大业务收入分别为 15.2 亿元 (yoy-16.5%)、31.2 亿元 (yoy+10.5%)、25.2 亿元 (yoy+20%)、4.9 亿元 (yoy-14%)。2) 我们预计 3Q25 实现毛利润 28.1 亿元，对应毛利率 36.8%；预计实现经调整净利润 6.6 亿元，对应经调整净利润率 8.7%。

游戏业务更新：1) **逃离鸭科夫：**B 站自研的搜打撤单机 PVE 游戏《逃离鸭科夫》于 10 月 16 日全球发售，PC 平台六大渠道同步上线，国区售价为 58 元，首发期间提供 88 折优惠。开售仅 3 天销量突破 50 万份，在线玩家峰值超 22 万人，保持上升趋势。根据官方最新发布的信息，截至 10 月 22 日晚该产品销量已突破 100 万份，在 Steam 收获 8465 篇评价，其中 96%为好评，达到“好评如潮”。我们预计该产品最终销量有望超 300 万份，对应约超 1.5 亿元营收。2) **嘟嘟脸恶作剧：**10 月 9 日 B 站代理发行的国际服正式上线，根据点点数据，上线 3 天国际服总流水预估在 402 万左右，其中日本、中国台湾、美国分别占比 57.64%、23.18%、7.24%。该游戏题材为可爱恶搞风格，核心玩法为养成 RPG，目标用户为二次元及休闲向玩家；后续围绕开服活动与版本更新推进运营。3) **三国百将牌：**B 站发行团队继投资《三谋》后立项的第二款三国游戏。其玩法与传统斗地主游戏相似，但更倾向策略型对局，保留短平快特点并融入英雄技能玩法要素，目标用户为三国 IP 玩家及年轻用户。上线时间方面，首曝阶段已邀请 B 站头部 UP 主参与试玩，首次测试延期至 10 月 30 日开启，预期 26 年初上线；该游戏偏向大 DAU 类型，初期需重点关注用户起量情况。

公司持续推进 AI 产品功能。1) **UP 主创作与用户体验方面：**B 站已上线 AI 翻译功能，支持英文视频翻译和音色匹配，能转换 UP 主音色触达更多用户，助于增强用户粘性和活跃度。B 站内测 AI 视频工具“花生 AI”，据 UP 主们的初步体验反馈，只需准备文案或口播音频，便能迅速生成视频。2) **广告商业化方面：**B 站已推出将 AI 能力植入广告投放全链路的产品集合，致力于帮助广告主提升创意效率与广告投放效果，包括 AI 生成标题&封面、创意 AI 智能衍生、审核驳回素材 AI 自动修改等。

盈利预测、估值与评级：哔哩哔哩 C 端付费挖掘空间较大，公司自研《逃离鸭科夫》超预期有望贡献增量收入，关注《三国百将牌》上线进展、AI 产品更新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，小幅上修 25-27 年经调整净利润预测至 24.4/37.7/ 48.3 亿元（较上次预测+14%/+7%/+4%）。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	1,020	2,370	3,423
经调整净利润（百万元）	-3,414	-39	2,440	3,769	4,826
EPS（元）	-11.46	-3.20	2.42	5.63	8.13
P/S	3.8	3.2	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：股价截止 2025-10-22；按照 1USD=7.0918RMB 换算；1ADR=1 股；EPS 根据归母净利润计算

增持（维持）

当前价：28.71 美元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

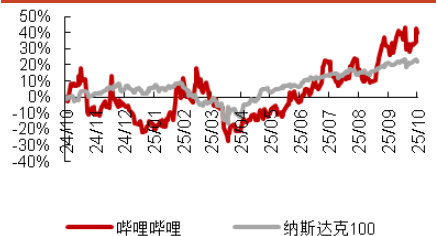
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.21
总市值(亿美元):	120.98
一年最低/最高(美元):	14.47-30.92
近 3 月换手率 (%) :	97.1

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.5	13.1	18.1
绝对	6.9	20.2	40.1

资料来源：Wind

相关研报

AI 强化广告基建能力,关注储备游戏释放进展——哔哩哔哩（BILI.O）2Q25 业绩前瞻 (2025-07-22)

《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 (2025-05-30)

B 站将推出“B 小程序”，商业基建持续提升——哔哩哔哩（BILI.O）4Q24 业绩前瞻 (2025-01-24)

《三谋》S4 赛季开局良好，Q3 实现首次盈利——哔哩哔哩（BILI.O）游戏事件点评 (2024-11-22)

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	-19,150	-20,186	-21,341
毛利	5,442	8,774	11,091	13,290	15,077
其它收入	425	137	58	57	35
营业开支	-10,506	-10,118	-9,935	-10,545	-10,998
营业利润	-4,639	-1,207	1,213	2,802	4,113
财务成本净额	378	346	351	353	375
应占利润及亏损	-471	-539	-450	-450	-450
税前利润	-4,733	-1,400	1,114	2,705	4,039
所得税开支	-79	37	-89	-325	-606
税后经营利润	-4,812	-1,364	1,025	2,380	3,433
少数股东权益	11	-17	5	10	10
归母净利润	-4,822	-1,347	1,020	2,370	3,423
经调整净利润	-3,414	-39	2,440	3,769	4,826

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6,015	5,579	8,062	9,377
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	-3,717	-3,712	-3,683
净现金流	-3,046	3,051	-95	2,490	3,827

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	32,751	34,803	38,005
流动资产	18,727	19,756	20,187	22,665	26,416
现金及短期投资	7,192	10,249	10,155	12,645	16,472
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	4,787	4,850	4,919
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	17,622	17,293	17,062
流动负债	18,104	14,763	13,858	13,594	13,422
应付账款	4,349	4,806	4,787	5,046	5,335
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	13,755	9,957	9,071	8,548	8,087
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	15,129	17,509	20,943
股东权益	14,392	14,108	15,128	17,499	20,922
少数股东权益	12	-4	1	11	21
负债及股东权益总额	33,159	32,699	32,751	34,803	38,005

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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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