

哔哩哔哩 (BILI)

2025Q3 业绩点评：业绩超预期，利润率持续提升 买入（维持）

2025 年 11 月 16 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

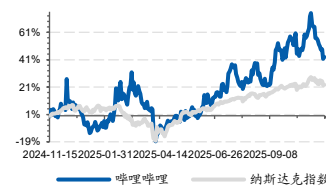
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	22,528	26,832	30,195	32,887	35,501
同比（%）	3%	19%	13%	9%	8%
归母净利润（百万元）	-4,822	-1,347	1,249	2,195	3,265
同比（%）	-	-	-	76%	49%
Non-GAAP 净利润（百万元）	-3,425	-22	2,602	3,593	4,685
同比（%）	-	-	-	38%	30%
Non-GAAP EPS（最新摊薄，元）	-8.14	-0.05	6.18	8.54	11.13
P/E（现价&最新摊薄）	-	-	62.61	35.63	23.96
PE（Non-GAAP）	-	-	30.06	21.77	16.70

投资要点

- **事件：**公司披露 2025 年三季报，2025Q3 实现收入 76.9 亿元，yoy+5%，经调整净利润为人民币 786.3 百万元，同比增加 233%。2025Q3 经调整净利润率 10.2%，较 2024 年同期的 3.2%显著增加，公司业绩超出我们预期。
- **用户流量增长亮眼，社区活力强劲。**2025Q3 哔哩哔哩平台日均活跃用户达 117.3 百万，同比增加 9%，月活用户同比增长 8%至 3.76 亿，月付费用户亦同比增长 17%至 3,500 万。
- **利润率同比大幅提升，经营杠杆持续释放。**2025Q3 公司毛利润为人民币 28.2 亿元，同比增加 11%，毛利率达 36.7%，较 2024 年同期的 34.9%有所增加，主要由于公司提高变现效率导致净营业额总额增加及平台运营相关成本相对稳定所致。2025Q3 经营开支总额为人民币 24.6 亿元，较 2024 年同期减少 6%，销售及营销开支为人民币 10.5 亿元，较 2024 年同期减少 13%，减少主要由于游戏营销开支减少所致，一般及行政开支为人民币 508.7 百万元，与 2024 年同期相比保持稳定，研发开支为人民币 904.5 百万元，与 2024 年同期相比保持稳定。我们看好公司延续费用管控趋势，伴随商业化潜力释放收入增长，经调整经营利润率有望继续提升，公司中期目标为 15%-20%。
- **广告增速超预期，期待 2026 年游戏业务表现。**2025Q3 广告营业额为人民币 25.7 亿元，较 2024 年同期增加 23%，主要由于公司的广告产品供应改善及广告效益提升所致，后续公司广告业务市占率有望持续提升。移动游戏营业额为人民币 15.1 亿元，较 2024 年同期减少 17%，主要由于公司的独家授权游戏《三国：谋定天下》成功推出后去年同期业绩基数较高所致，《三国：谋定天下》预计 2026Q1 上线港澳台繁体中文，2026 年下半年推出更多的国际版本，同时建议关注《三国百将牌》2026Q1 上线表现，公司近期做了小范围测试，玩家反馈积极。2025Q3 公司增值服务营业额为人民币 30.2 亿元，较 2024 年同期增加 7%，主要由于付费会员及其他增值服务的收入增加所致，其中充电高速增长，IP 衍生品及其他营业额为人民币 582.3 百万元，较 2024 年同期增加 3%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司广告业务收入超预期，以及游戏业务的乐观趋势，小幅上调 2025-2027 年经调整归母净利润至 26.02/35.93/46.85 亿元（此前为 23.28/34.10/45.28 亿元），对应当前股价经调整 PE 为 30/22/17 倍。看好公司商业化效率提升，盈利潜力释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：**游戏流水不及预期，商业化不及预期，行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	26.18
一年最低/最高价	14.47/32.50
市净率(倍)	5.25
流通市值(百万美元)	8,894
总市值(百万美元)	11,017

基础数据

每股净资产(美元,LF)	5.00
资产负债率(% ,LF)	62.71
总股本(百万股)	420.83
流通股(百万股)	339.73

相关研究

《哔哩哔哩(BILI): 2025Q2 业绩点评：业绩超预期，广告增速亮眼，新游关注新品周期》

2025-08-23

《哔哩哔哩(BILI): 2025Q1 业绩点评：业绩超预期，用户流量增长显著，盈利潜力持续释放》

2025-05-22

哔哩哔哩三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,756	23,298	26,337	30,731	营业总收入	26,832	30,195	32,887	35,501
现金及现金等价物	13,888	17,305	19,849	24,280	营业成本	18,058	19,113	20,203	21,132
应收账款及票据	1,227	1,510	1,644	1,775	销售费用	4,402	4,369	4,604	4,970
存货	0	0	0	0	管理费用	2,031	2,065	2,105	2,130
其他流动资产	4,641	4,484	4,844	4,676	研发费用	3,685	3,576	3,538	3,645
非流动资产	12,942	12,643	13,756	14,529	其他费用	0	0	0	0
固定资产	2,440	2,363	2,335	2,328	经营利润	-1,344	1,073	2,437	3,624
商誉及无形资产	5,926	5,704	6,846	7,625	利息收入	435	441	400	400
长期投资	3,912	3,912	3,912	3,912	利息支出	89	152	152	152
其他长期投资	0	0	0	0	其他收益	-363	-109	-250	-249
其他非流动资产	664	664	664	664	利润总额	-1,362	1,253	2,435	3,623
资产总计	32,699	35,941	40,093	45,259	所得税	-37	8	243	362
流动负债	14,763	15,572	16,280	16,884	净利润	-1,325	1,245	2,191	3,261
短期借款	1,572	1,372	1,172	972	少数股东损益	17	4	4	5
应付账款及票据	4,801	5,160	5,455	5,706	归属母公司净利润	-1,347	1,249	2,195	3,265
其他	8,390	9,040	9,653	10,207	EBIT	-1,707	964	2,187	3,375
非流动负债	3,832	3,832	3,832	3,832	EBITDA	805	1,924	3,988	5,720
长期借款	3,264	3,264	3,264	3,264	Non-GAAP	-22	2,602	3,593	4,685
其他	568	568	568	568					
负债合计	18,595	19,404	20,111	20,716					
股本	421	421	421	421	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-4	4	4	4	Non-GAAP 每股收益(元)	-0.05	6.18	8.54	11.13
归属母公司股东权益	14,108	16,533	19,978	24,539	每股净资产(元)	33.51	39.30	47.48	58.32
负债和股东权益	32,699	35,941	40,093	45,259	发行在外股份(百万股)	421	421	421	421
					ROIC(%)	-8.1%	4.8%	8.6%	11.4%
					ROE(%)	-9.5%	7.6%	11.0%	13.3%
					毛利率(%)	32.7%	36.7%	38.6%	40.5%
					销售净利率(%)	-5.0%	4.1%	6.7%	9.2%
					资产负债率(%)	56.9%	54.0%	50.2%	45.8%
					收入增长率(%)	19.1%	12.5%	8.9%	7.9%
					净利润增长率(%)	-	-	75.7%	48.7%
					PE (Non-GAAP)	-	30.06	21.77	16.70
					P/B	5.54	4.73	3.92	3.19
					EV/EBITDA	85.95	34.07	15.75	10.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2025年11月15日的7.0996,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>