

Q3 利润超预期，广告增速持续高于大盘

2025 年 11 月 16 日

➤ **事件：**哔哩哔哩发布 2025Q3 财报。25Q3 收入 76.9 亿元，yoy+5%，基本符合彭博一致预期。利润端，25Q3 毛利润 28.2 亿元，yoy+11%；毛利率 36.7%，yoy+1.8pct；经调整经营利润 6.9 亿元，yoy+153%；经调整净利润 7.9 亿元，yoy+233%，超彭博一致预期 22%；经调整净利润率 10.2%，yoy+7pct。

➤ **核心用户指标创历史新高。**用户端：本季度 DAU1.17 亿，yoy+9%；MAU 3.76 亿，yoy+8%；MPU 3500 万，yoy+17%；用户日均使用时长为 112 分钟，yoy+6%。创作者端：前三季度获得收入的 UP 主数量近 250 万，UP 主人均收入 yoy+22%；25Q3，粉丝数超过千/万/10 万/100 万的 UP 主数量同比增长均超 20%。

➤ **移动游戏：品类年轻化优势，《三国：百将牌》预计 26Q1 上线。**25Q3 移动游戏收入 15.1 亿元，yoy-17%，系《三国：谋定天下》去年同期高基数所致。1)《逃离鸭科夫》于 2025 年 10 月 16 日上线，截至 11 月 8 日，全球总销量超过了 300 万份，同时在线人数达 30 万，Steam 好评率达 96%。目前《逃离鸭科夫》手游和主机版本已立项，处于研发阶段。2)《三国：谋定天下》本季度重点优化游戏体验，预计 26Q1 上线繁体中文版，26H2 推出更多国际版本。3)新游《三国：百将牌》预计于 26Q1 上线，该游戏每局时长约 3 分钟，目前小范围测试玩家反馈良好。

➤ **广告：增速高于大盘，平台预算有望持续提升。**25Q3 广告收入 25.7 亿元，yoy+23%，营收占比 33%，主要受益于广告供应改善及广告效益提升。其中，效果广告保持增速，品牌广告、花火平台 UP 主广告增速领先于行业大盘。分行业看，前五大广告主分别为游戏、网服、数码家电、电商、汽车，AI 和教育行业广告预算显著增长。AI 赋能方面，本季度 AIGC 相关素材消耗占比约 55%，主要应用场景包括文生视频、短剧高光剪辑等；升级智能广告投放系统推动平台广告主数量同比增长 16%。“双十一”期间，客户数同比增长超 100%，所有行业平均新客率 55%，钟表、饰品、日用品、食品饮料、美妆等新客率 60%+。

➤ **增值服务+IP 衍生品：社区生态繁荣，UP 主变现方式持续丰富。**25Q3 增值服务收入 30.2 亿元，yoy+7%，主要系付费会员及其他收入增加。IP 衍生品及其他收入 5.8 亿元，yoy+3%。付费会员业务保持稳定增长，期末大会员数量达 2540 万，其中超 80% 用户选择年度会员或自动续费方案。

➤ **投资建议：**我们认为，公司费用控制得当，毛利率持续改善，经营杠杆显著，长期有望受益于“自研精品，全球发行”战略，未来建议持续关注商业化进程。考虑到公司新游戏发布节奏，我们预测 2025-2027 年的收入分别为 299/327/359 亿元，Non-GAAP 净利润为 22/35/48 亿元，根据 2025 年 11 月 14 日收盘价 209 港元，对应经调整 PE 为 36X/23X/17X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**监管政策进一步趋严；数据监管政策进一步趋严；商业化进程不达预期；游戏研发和上线不及预期；广告主投放不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	26,832	29,900	32,681	35,869
增长率(%)	19.1	11.4	9.3	9.8
经调整净利润	-22	2,221	3,484	4,768
增长率(%)	99	10,148	57	37
EPS(基于经调整净利润)	-0.05	5.28	8.28	11.33
P/E(基于经调整净利润)	/	36	23	17
P/B	5.7	5.3	4.7	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价，汇率 1HKD=0.91RMB）

推荐

首次评级

当前价格：

209.00 港元



分析师 孔蓉

执业证书：S0100525110001

邮箱：kongrong@glms.com.cn

分析师 杨雨辰

执业证书：S0100525100004

邮箱：yangyuchen@glms.com.cn

研究助理 周芷西

执业证书：S0100124080014

邮箱：zhouzhixi@glms.com.cn

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产合计	19,756	26,643	30,130	34,871
现金及现金等价物	10,249	17,248	20,853	25,158
应收账款及票据	1,227	1,728	1,889	2,073
存货	0	0	0	0
其他	8,280	7,667	7,387	7,640
非流动资产合计	12,942	12,279	11,982	11,774
固定资产	589	752	782	802
商誉及无形资产	5,926	5,338	5,012	4,783
其他	6,427	6,189	6,189	6,189
资产合计	32,699	38,923	42,112	46,645
流动负债合计	14,763	15,369	16,469	17,678
短期借贷	1,572	1,572	1,572	1,572
应付账款及票据	4,801	4,932	5,208	5,472
其他	8,390	8,865	9,689	10,634
非流动负债合计	3,832	8,532	8,382	8,232
长期借贷	3,264	8,024	7,874	7,724
其他	568	508	508	508
负债合计	18,595	23,901	24,851	25,910
普通股股本	0	0	0	0
储备	14,108	15,028	17,267	20,741
归属母公司股东权益	14,108	15,028	17,267	20,741
少数股东权益	-4	-6	-6	-6
股东权益合计	14,104	15,022	17,261	20,735
负债和股东权益合计	32,699	38,923	42,112	46,645

现金流量表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动现金流	6,015	3,102	5,127	6,326
净利润	-1,347	919	2,239	3,474
少数股东权益	-17	-2	0	0
折旧摊销	2,501	2,225	2,097	2,008
营运资金变动及其他	4,877	-40	791	844
投资活动现金流	-138	-750	-1,194	-1,694
资本支出	-1,755	-1,800	-1,800	-1,800
其他投资	1,617	1,050	606	106
筹资活动现金流	-2,825	4,647	-328	-328
借款增加	-2,718	4,760	-150	-150
普通股增加	-107	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-113	-178	-178
现金净增加额	3,058	6,999	3,605	4,304

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	26,832	29,900	32,681	35,869
其他收入	0	0	0	0
营业成本	18,058	18,987	20,048	21,065
销售费用	4,402	4,406	4,718	5,140
管理费用	2,031	2,027	2,061	2,159
研发费用	3,685	3,605	3,693	3,744
财务费用	-346	-281	-348	-431
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-402	-129	106	106
除税前利润	-1,400	1,028	2,615	4,298
所得税	-37	110	376	824
净利润	-1,364	918	2,239	3,474
少数股东损益	-17	-2	0	0
归属母公司净利润	-1,347	919	2,239	3,474
EBIT	-1,746	747	2,268	3,867
EBITDA	755	2,971	4,365	5,875
EPS (元)	-3.20	2.18	5.32	8.25

主要财务比率	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
成长能力(%)				
营业收入	19.10	11.44	9.30	9.75
归属母公司净利润	72.07	168.27	143.53	55.14
盈利能力(%)				
毛利率	32.70	36.50	38.66	41.27
净利率	-5.02	3.08	6.85	9.68
ROE	-9.55	6.12	12.97	16.75
ROIC	-8.98	2.71	7.27	10.41
偿债能力				
资产负债率(%)	56.87	61.41	59.01	55.55
净负债比率(%)	-38.38	-50.94	-66.09	-76.50
流动比率	1.34	1.73	1.83	1.97
速动比率	0.91	1.38	1.53	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.83	0.81	0.81
应收账款周转率	19.16	20.24	18.07	18.11
应付账款周转率	3.95	3.90	3.95	3.94
每股指标 (元)				
每股收益	-3.20	2.18	5.32	8.25
每股经营现金流	14.29	7.37	12.18	15.03
每股净资产	33.52	35.71	41.03	49.29
估值比率				
P/E	/	87	36	23
P/B	5.7	5.3	4.7	3.9
EV/EBITDA	103.15	26.22	17.85	13.26

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048