

海外互联网

证券研究报告

2021 年 06 月 29 日

哔哩哔哩 (BILI.US/9626.HK) 三问：“小破站”的中场战事

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

蒋梦晗 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519110001
jiangmenghan@tfzq.com

杨雨辰 联系人
yuchenyang@tfzq.com

短视频崛起带动了视频化的进一步发展。截止 2020 年 12 月，移动视频人均使用时长净增量约 500 分钟，远超其他互联网一级行业。目前短视频、长视频领域格局初定，而中视频领域 Bilibili “一枝独秀”。我们认为，视频是新时代的文本，是未来内容生态领域的主旋律，我们长期看好视频化的发展。而 B 站作为中视频领域 PUGC 唯一标的，市场对其“4 亿 MAU”的目标、商业化空间等关注度较高，本篇报告我们尝试对其分析并给出解答。

如何看待 4 亿 MAU？年龄结构需进一步突破，推出极速版或可带来额外增量

市场关心 B 站 4 亿 MAU 能否实现，用户画像如何。我们认为：

- 从年龄结构角度测算，当前 B 站在 19-24 岁人群当前渗透率已到较高水平，同时未来 25-30 岁人群渗透率提高确定性较高。若需实现 4 亿 MAU，下 31-35 岁人群渗透率需有较大提升。我们认为，B 站为实现年龄群体的突破，需通过持续的 OGC 引进及 UGC 内容生态建设。参考头部 OGC 平台用户增长情况及用户规模，我们认为 B 站实现 4 亿 MAU 具有较大可能性。
- 城市渗透上，综合内容生态及产品机制，短期内中高线城市用户或仍为主要扩张对象。长期来看，推出极速版或为 B 站在下沉市场进一步渗透的主要方式。对标抖音极速版对抖音生态的额外贡献、以及快手在“打高线”前的用户结构，我们认为推出极速版或可为 B 站带来 5000~8000 万增量用户。

DAU/MAU 下滑=用户粘性下降？用户结构或是 DAU/MAU 下降主因

市场担忧 B 站 DAU/MAU 下降，担忧用户粘性下降。我们认为：

- 对于内容平台，DAU/MAU 不能作为衡量用户粘性的唯一指标，时长及用户互动情况亦重要。时长角度，Bilibili 1Q21 单季度情况好于 19 年同期；互动量角度，21 年单 DAU 月均互动量情况达到历史最高。
- DAU/MAU 下滑或因用户结构变化导致。“破圈”后 B 站新进用户平均年龄在 20 岁左右 (v.s 全站用户平均年龄 21 岁)。我们认为新进用户年龄偏小或导致用户打开频次上受限，导致 2Q2020 年以来 DAU/MAU 下滑。

商业化如何测算？

游戏业务：短期联运冲量，长期取决于自研进度。《坎公骑冠剑》表现优秀，而《机动战姬》整体表现稍弱。《FGO》、《碧蓝航线》、《公主连结》游戏流水下降，影响持续减弱。联运数量与预约表现优异，或成为 1~2 年内冲量关键。截止 2021 年 1 季度，B 站联运游戏 700 多款 (v.s. 1Q18 共 127 款)。目前，联运游戏《英雄联盟》及《哈利波特》预约量占据前二，超其余所有游戏。

- 展望未来：**考虑到纯渠道环境持续恶化，B 站需持续强化自研，我们认为 B 站在二次元的 Know-how 或成为自研游戏未来取得进展的关键

广告业务：两种方法测算得广告业务在百亿量级。1) 分业务测算：我们对 B 站四种类型广告业务做了详细测算，4 亿 MAU 下，信息流广告收入空间在 59~68 亿元、开屏广告 18~25 亿元、Up 主商单在 12~24 亿元、招商&冠名在 10~15 亿元，总体空间在 99~132 亿元；2) 对标可比公司：从产品形态、用户数量，B 站与改版前快手存在一定相似度，按每 MAU 广告 ARPU 值，测算得对应 4 亿 MAU，整体广告收入在 90~120 亿元。

- 展望未来：**4 亿 MAU 后若需打开广告业务天花板，除提升 Adload 外，我们认为内容生态维持对 B 站至关重要，考虑到竞对字节系推出创作者分成计划，B 站需考虑丰富 Up 主变现手段。我们认为，B 站通过在视频中插入广告可满足 B 站商业化需求与满足 Up 主变现需求、从而维持 PUGC 内容生态基本盘。

直播业务：短期成为重要收入来源，长期或存在天花板。分业务测算，4 亿 MAU 下直播业务打赏业务空间在百亿级别，大会员收入亦可达 53~94 亿元量级。

- 展望未来：**我们认为，考虑到直播业务天花板较低，行业头部玩家 1Q21 直播收入为负增长或同比小个位数提升，大会员业务付费率提升存在上限，我们认为 VAS 业务长期或存在一定天花板，游戏、广告或成为中长期重要支撑。

投资建议：我们看好视频化浪潮的进一步发展，我们认为，Bilibili 作为中视频领域 PUGC 唯一标的，用户增长稳健，核心管理层方向正确，4 亿 MAU 可期。截至 2021 年 6 月 28 日，对应美股 PS 分别为 16.1/11.3/8.4 倍，港股 PS 分别为 16.0/11.3/8.3 倍，建议关注 Bilibili。

风险提示：MAU 增长速度不及预期、DAU/MAU 不达预期；自研进度慢，新游戏上线反响不达预期；测算依据第三方数据，可能存在误差；内容行业版权竞争进一步激烈

内容目录

1. 4 亿 MAU 如何实现？画像如何？	5
1.1. 产品逻辑及内容生态演绎：Z+ 世代及高线城市仍为 B 站主要面向人群	5
1.1.1. 产品角度：复杂的产品高线城市及年轻化群体更能适应	6
1.1.2. 内容角度：持续建立适合年轻人的内容生态	7
1.1.3. 数据验证：“破圈”并未带来用户结构的本质改变	8
1.2. 用户年龄：30 岁以下渗透率或可达较高水平，需强化在 30 岁以上人群渗透	9
1.2.1. 数据测算：4 亿 MAU 下，用户画像几何？	9
1.2.2. 如何实现：OGC 多品类扩展及内容生态持续建设	11
1.3. 城市分布：下沉市场仍有扩展空间，推出极速版或可打开天花板	15
2. B 站用户粘性下降了吗？	17
2.1. 如何衡量内容平台粘性？用户时长、用户互动亦是重要指标	18
2.2. DAU/MAU 下降或因用户结构导致	18
3. 商业化空间几何？	19
3.1. 保守假设下，DAU/MAU 在 25%~30% 之间	19
3.2. 游戏业务：预计未来联运成为增量来源，期待自研进度	20
3.3. 广告业务：增速快但或受限于 Adload，贴片广告或可作为考虑范畴	22
3.3.1. 广告测算方法之一——分业务测算，4 亿 MAU 下对应收入空间在 99~132 亿元	23
3.3.2. 广告收入测算之二——基于可比公司单 MAU 广告 ARPU 值	27
3.3.3. 总结&思考：受商业化要求与 Up 主变现需求，未来贴片广告或可作为有效尝试	28
3.4. VAS 业务——中期重要增长动力	30
3.4.1. 直播业务收入空间可达百亿级别	30
3.4.2. 大会员业务收入空间在 53~94 亿元	32
3.4.3. 总结&思考：VAS 短期内成为商业化重要支撑，但长期天花板有限	32
4. 投资建议	33
5. 风险提示	33

图表目录

图 1：Bilibili 内容消费链路更长	6
图 2：B 站 LOGO	7
图 3：B 站主页设计	7
图 4：Bilibili 内容生态	8
图 5：B 站用户结构并无发生本质改变	8
图 6：按城市划分，B 站用户结构保持稳定	9
图 7：B 站用户增长生态图	11
图 8：B 站分区逐步增多，内容生态逐步完善	12
图 9：Bilibili 投稿量变化	12
图 10：B 站日均 MAU 情况（百万人）	13

图 11: Bilibili 月均活跃 Up 主与月均上传视频数量波动上升 (单位: 百万)	13
图 12: 爱奇艺/腾讯视频 MAU 情况 (万人)	13
图 13: Bilibili 引入电影数量 (个)	14
图 14: Bilibili 引入电视剧数量 (个)	14
图 15: 近 30 日各分区投稿/观看量占比情况	15
图 16: B 站分区改版	15
图 17: Bilibili v.s. 其他视频类 App 城市等级分布情况	15
图 18: 抖音 v.s. 抖音极速版产品结构	16
图 19: 抖音 v.s. 抖音极速版用户结构	16
图 20: B 站 DAU/MAU 下降 (百万)	18
图 21: Bilibili 时长整体维持在 75~85 分钟之间 (分钟)	18
图 22: Bilibili 月均总互动量及月均总互动量/DAU 波动上升	18
图 23: B 站 DAU/MAU 1Q2021 小幅提升	19
图 24: B 站 24 岁以下人群占比小幅下降	19
图 25: OGC 平台 DAU/MAU 低于 20%	20
图 26: FGO/碧蓝航线占总游戏收入之比	20
图 27: B 站研发费用持续加大 (亿元)	21
图 28: 整合营销是 B 站一大特色	22
图 29: 蜜雪冰城在 B 站被网友自发创作传播出多个版本	23
图 30: 蜜雪冰城视频播放量突破 1000 万	23
图 31: B 站广告业务组成	23
图 32: 改变广告呈现形式可有效提高 eCPM	24
图 33: 2021 年 5 月 B 站 v.s. 快手/抖音/爱奇艺 DAU/MAU 情况	25
图 34: B 站 v.s. 快手/抖音/爱奇艺 2021 年 5 月日均使用时长情况 (分钟)	25
图 35: Bilibili 单广告收入/MAU (元)	28
图 36: Youtube 广告分成机制	28
图 37: Bilibili 创作者三种可选广告形式	29
图 38: B 站人均播放单个视频时长下降 (分钟)	29
图 39: B 站虚拟主播增长迅速	30
图 40: MPU/MAU 稳中有升	33
图 41: 4Q2020, 游戏收入首次被直播及 VAS 反超	33
表 1: Bilibili v.s. 其他视频类 App 用户画像 (截至 2021 年 5 月)	5
表 2: B 站 v.s. 其他视频平台产品机制	6
表 3: Bilibili 用户画像	9
表 4: Bilibili 渗透率 (单位: 万人)	9
表 5: 对应年龄层及渗透率 (万人)	10
表 6: 10-18 岁 (行), 31-35 岁渗透率 (列) 敏感性测试结果 (万人)	10
表 7: Bilibili 电影引进数量 (个)	14
表 8: Bilibili 电视剧引进数量 (个)	14
表 9: B 站近期头部运营活动 (仅摘录播放数>1.5 亿部分)	15

表 10: B 站在不同等级城市渗透率测算 (万人)	16
表 11: 抖音极速版 v.s. 抖音的区别	16
表 12: 抖音极速版 v.s. 抖音重合率	17
表 13: 抖音主站高线城市渗透率已达较高水平	17
表 14: 抖音极速版、快手在不同城市的分布及渗透率 (万人)	17
表 15: B 站 24 岁以下人群占比 (万人)	19
表 16: B 站几款主要独代游戏近 30 日流水 (仅 IOS, 美元)	20
表 17: B 站待上线游戏预约情况	21
表 18: Bilibili 广告收入 (假设 2023 年年底到达 4 亿 MAU, 测算 4 亿 MAU 下)	23
表 19: 基于保守假设 (ecpm=15) 敏感性测算 (单位: 亿元)	25
表 20: 基于中性假设 (ecpm=20) 敏感性测算 (单位: 亿元)	25
表 21: 基于中性假设 (ecpm=25) 敏感性测算 (单位: 亿元)	25
表 22: B 站开屏广告收入测算 (亿元)	26
表 23: B 站不同分区百万粉以上 Up 主数量	26
表 24: B 站 Up 主商单收入	27
表 25: 跨年晚会收入预估	27
表 26: B 站视频下广告收入敏感性测算 (亿元)	30
表 27: B 站直播业务敏感性测算 (亿元) (行: 付费率; 列: 月均 ARPPU (元))	31
表 28: 大会员收入敏感性测算 (亿元) (行: 付费率; 列: 月均 ARPPU (元))	32

1.4 亿 MAU 如何实现？画像如何？

Bilibili 董事长陈睿在 4Q2020 业绩电话会上提出：到 2023 年，将 B 站的 MAU 做到 4 个亿，市场一直关注 4 亿 MAU 的破圈路径及合理用户结构，本章节中我们尝试解答：1) 假设到达 4 亿 MAU，用户画像应该如何？2) 如何实现 4 亿 MAU？

当前 B 站年轻化、高线城市用户占据主导。 根据 QuestMobile 统计，当前 B 站用户人数中，24 岁以下用户占比超 70%，远超其他视频类 App。高线城市（一线、新一线及二线）占比亦高于其他视频类 App。我们认为，整体 B 站产品机制+内容生态共同造就了 B 站当前用户画像（24 岁以下人群占主导，QM 统计），展望未来，我们认为未来 Z+ 世代仍为 B 站扩张的用户群体。

表 1: Bilibili v.s. 其他视频类 App 用户画像（截至 2021 年 5 月）

指标	哔哩哔哩 (%)	UGC			OGC		
		抖音 (%)	快手 (%)	西瓜视频 (%)	爱奇艺 (%)	优酷 (%)	腾讯视频 (%)
男	51.29%	51.95%	53.15%	54.60%	46.61%	47.12%	46.34%
女	48.71%	48.05%	46.85%	45.40%	53.39%	52.88%	53.66%
00 后	34.78%	13.59%	15.70%	11.14%	13.53%	15.51%	15.41%
90 后	45.50%	35.59%	33.98%	28.90%	35.10%	38.59%	37.36%
80 后	6.66%	29.33%	30.27%	32.79%	29.42%	28.00%	28.31%
70 后	9.74%	18.26%	16.58%	23.20%	18.64%	14.93%	15.79%
18 岁以下	18.88%	9.10%	11.98%	9.33%	9.15%	10.20%	10.49%
19-24 岁	58.30%	18.46%	16.96%	9.60%	17.88%	21.16%	20.05%
25-30 岁	5.51%	24.11%	23.45%	23.56%	23.77%	24.95%	24.48%
31-35 岁	3.83%	17.66%	19.52%	18.49%	17.75%	18.19%	17.54%
36-40 岁	2.70%	10.81%	9.99%	13.75%	11.04%	9.14%	10.11%
41-45 岁	4.60%	8.01%	7.14%	9.83%	8.18%	6.77%	6.96%
46 岁以上	6.18%	11.84%	10.96%	15.45%	12.22%	9.59%	10.37%
1000 元以上	20.13%	19.32%	16.53%	16.25%	18.96%	21.23%	20.01%
200-1000 元	50.70%	46.92%	43.69%	40.59%	46.14%	48.00%	48.43%
200 元以下	29.17%	33.76%	39.78%	43.16%	34.90%	30.77%	31.56%
一线城市	11.79%	6.17%	3.90%	6.28%	9.08%	9.42%	8.80%
新一线城市	17.51%	15.93%	13.24%	14.51%	16.79%	16.63%	17.21%
二线城市	18.17%	16.53%	16.23%	16.30%	18.15%	18.62%	17.50%
三线城市	24.10%	25.91%	26.01%	26.35%	24.80%	24.30%	24.41%
四线城市	18.11%	22.06%	22.71%	22.46%	19.40%	19.08%	19.83%
五线及以下城市	10.32%	13.39%	17.90%	14.10%	11.77%	11.95%	12.25%

资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

市场关心未来 B 站画像怎样演绎，我们认为：

- 从产品结构及内容生态来看，Z+ 世代（10~35 岁用户）及高线城市用户依然是 B 站主流人群；
- 从数据角度测算，1) **年龄结构**，19-24 岁人群当前渗透率已到较高水平，25-30 岁人群渗透率提高确定性较高，未来 31-35 岁人群渗透率需有较大提升，我们认为 B 站通过持续的 OGC 引进及 UGC 内容生态建设，参考头部 OGC 平台用户增长情况及现有用户规模，我们认为 B 站实现 4 亿 MAU 具有较大可能性。2) **城市渗透**上，短期内高线城市或仍然为主力，维持现有用户结构对应 4 亿 MAU 压力不大；长期来看，若想在下沉市场渗透取得突破，推出极速版或为可行方式。

1.1. 产品逻辑及内容生态演绎：Z+ 世代及高线城市仍为 B 站主要面向人群

1.1.1. 产品角度：复杂的产品高线城市及年轻化群体更能适应

我们认为，综合来看，B 站产品机制（形态/互动机制等）较为复杂，复杂的产品机制增加了产品的使用成本，加之 B 站产品外观更年轻化，以“Z+世代”为代表的年轻群体对 B 站产品的适应性更强。

Bilibili 产品设计较为复杂，体现在以下三点：

➤ 产品形态：内容消费路径更长，用户决策环节多

B 站采取了“双列多行”的产品展示形态，较抖音、快手、Youtube 等点开即可消费内容，Bilibili 用户从点开到内容消费，具有更长的内容消费路径，而这主要是受以下三点原因影响：

1) 产品过往历史形态积淀；2) B 站 Slogan “你感兴趣的视频都在 B 站”，用户来 B 站具有更强的消耗视频的目的（v.s. 使用短视频多为消耗闲暇时间），双列多行的形态展示能够提高信息展示密度，从而刺激内容消费¹；3) B 站生态中，Up 主对 B 站内容生态的贡献至关重要，双列多行的展示形式能够更多的展现视频，对 Up 主生态更为友好。

图 1：Bilibili 内容消费链路更长



资料来源：Bilibili App, 抖音 App, 西瓜视频 App, 天风证券研究所

➤ 内容互动：“一键三连”规则复杂，正式会员准入门槛高

较一般平台依靠点赞、评论、转发等内容互动机制，B 站加入了投币、弹幕等机制，使整体内容互动规则更为复杂且门槛较高，增加了整体产品的复杂度。

表 2：B 站 v.s. 其他视频平台产品机制

	一键三连	点赞	评论	转发分享	收藏	投币	弹幕
B 站	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
抖音		✓	✓	✓			
西瓜		✓	✓	✓, 但隐藏较深	✓		
快手		✓	✓	✓			

资料来源：Bilibili App, 抖音 App, 西瓜 App, 快手 App, 天风证券研究所

¹ 《内容平台：产品运营方案与实践》，机械工业出版社，张俊杰

- **产品形态：**粉色设计年轻化群体接受度更高。B 站采用粉色为主题色，Logo 上采用小电视，整体设计更为卡通

图 2：B 站 LOGO



资料来源：Bilibili App, 天风证券研究所

图 3：B 站主页设计



资料来源：Bilibili App, 天风证券研究所

1.1.2. 内容角度：持续建立适合年轻人的内容生态

Bilibili 以二次元起家，而后根据用户量的扩大、用户需求的增长，平台内容逐步扩张，但仍然围绕平台 Z+ 世代用户为核心。

从内容生态建设上，B 站 Slogan “你感兴趣的视频都在 B 站”，聚焦年轻文化。根据 B 站 1Q2021 业绩会 “b 站在越来越多年轻人感兴趣的品类上做的越来越有优势，从最初的游戏动画类到现在的生活类、娱乐类、知识类、数码类的品类” “在 2021 年除了继续增强知识品类、泛生活品类这些已有优势的品类，还会去拓展情感类、汽车品类、健身品类等，这些也是年轻人群，即 Z+ 人群感兴趣的内容”，B 站始终发力于年轻人感兴趣的品类，围绕年轻人建设内容生态。

图 4: Bilibili 内容生态

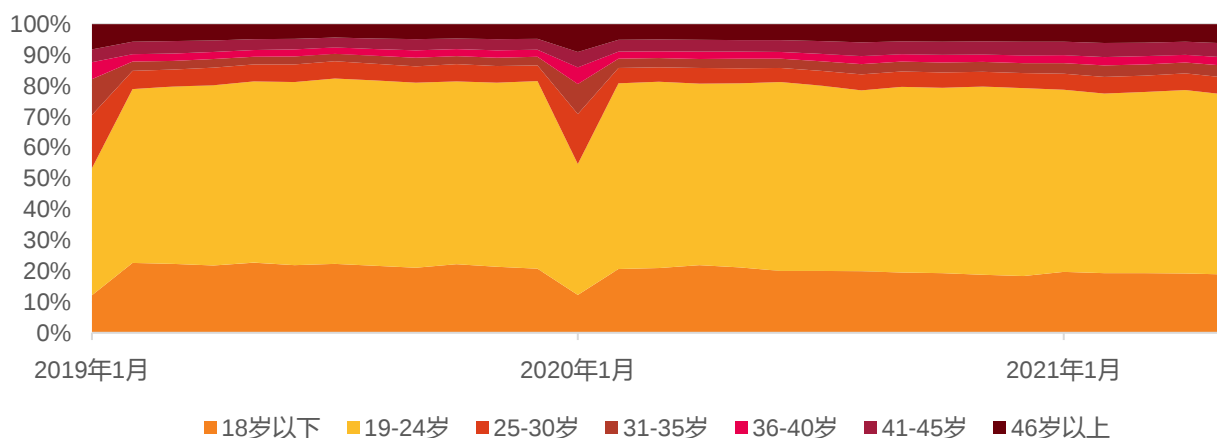


资料来源:《Bilibili2020 年品牌营销通案》, 天风证券研究所

1.1.3. 数据验证: “破圈” 并未带来用户结构的本质改变

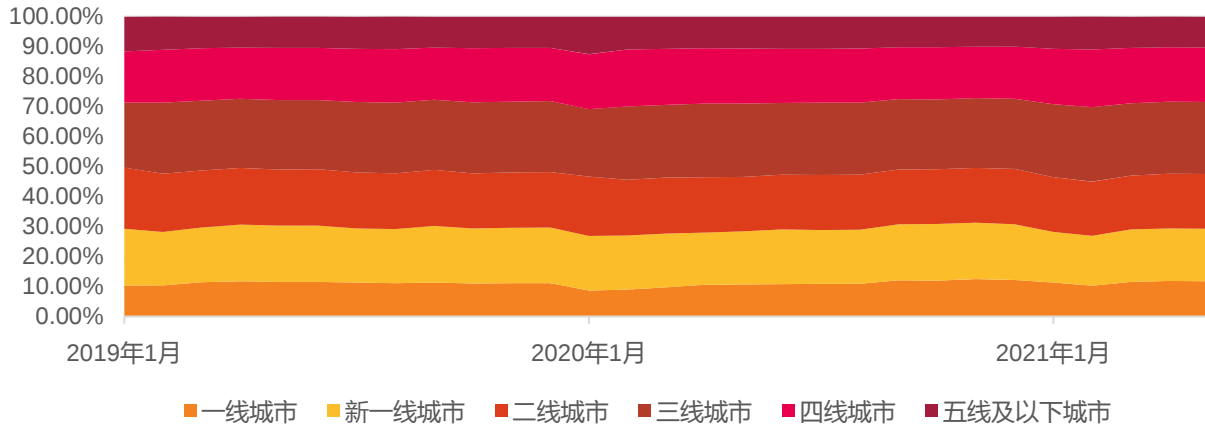
从用户数据角度进行验证, B 站“破圈”前后用户画像无本质上改变。根据 B 站 CEO 在 3Q2020 业绩会上的讲话, “在用户画像方面的话, 其实跟以前区别不大。我们的新用户平均年龄仍然是在 20 岁左右, 用户平均年龄在 21 岁左右”。同时, QM 数据亦可显示, 2020 年跨年“破圈”之后, B 站用户群体依然以 19~24 岁人为主导, 虽然 B 站 MAU 从 19 年 Q1 的 1 亿增长到 1Q21 的 2.2 亿, 截至到 2021 年 5 月, B 站 87%左右用户仍为 35 岁以下人群。

图 5: B 站用户结构并无发生本质改变



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 6：按城市划分，B 站用户结构保持稳定



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

1.2. 用户年龄：30 岁以下渗透率或可达较高水平，需强化在 30 岁以上人群渗透

市场关心未来 B 站用户画像将怎样演绎，我们认为，B 站产品机制+内容生态共同造就了 B 站当前用户画像（24 岁以下人群占主导，QM 统计），展望未来，我们认为未来 Z+ 世代仍为 B 站扩张的用户群体。

根据我们上述的分析，B 站在产品逻辑、社区氛围、内容生态上建立了适合年轻人的文化，展望未来，我们认为，基于现在 B 站内容生态及产品形态，未来仍将以 Z+ 世代为主要受众。

1.2.1. 数据测算：4 亿 MAU 下，用户画像几何？

我们综合目前 Questmobile 上 Bilibili 用户画像及国家统计局统计的人口出生数据，计算 B 站在现有 MAU 时用户渗透率，及 4 亿 MAU 下用户渗透率情况假设。经过测算，我们认为 B 站在 30 岁以下人群未来有望取得较高渗透率，但若希望 4 亿 MAU，需强化在 30 岁以上人群覆盖。

我们以 Questmobile 2021 年 5 月 Bilibili 使用人数占比作为最新基数，测算当前 Bilibili 在各年龄层用户渗透率。

表 3：Bilibili 用户画像

指标	哔哩哔哩活跃占比(%)
18 岁以下	18.88%
19-24 岁	58.30%
25-30 岁	5.51%
31-35 岁	3.83%
36-40 岁	2.70%
41-45 岁	4.60%
46 岁以上	6.18%

资料来源：Questmobile，天风证券研究所

我们测算，若以 QM 口径下 2021 年 5 月 MAU1.43 亿人计算 B 站各年龄层人群人数及渗透率，则当前 B 站在 19-24 岁人群中已达较高水平，测算 B 站对应用户群体渗透率如下。

表 4：Bilibili 渗透率（单位：万人）

	总人数	Bili 覆盖人数	渗透率（2021）
10-18 岁人数	14,402	2696	19%
19-24 岁人数	11,058	8324	75%
25-30 岁人数	12,737	787	6%
31-35 岁人数	12,091	547	5%

36 岁-40 岁人数	10,741	386	4%
41 岁及以上人数	11,082	1539	14%

资料来源：Questmobile, 天风证券研究所，注：基于我们前文的讨论，B 站主要受众仍为年轻化人群，故此处 41 岁及以上仅考虑 1975 年以后出生的人群，下同；总人数部分为历次年份简单数据加总，不考虑人口死亡等因素

到 2023 年，我们认为：

- 1) 考虑到用户年龄自然增长，22~24 岁人群或在三年后成长为 25~27 岁人群，则 25~30 岁渗透率有望进一步提高。假设原有 8500 万人均匀分布，并考虑到用户留存（QM 显示 30 日留存率为 70%），则会有约 3000 万的老用户自然增长变成新用户。考虑到这部分人群的带动效应，我们认为 25~30 岁人群的渗透率有望逐步提高至 19~24 岁人群的渗透率，我们假设该比例为 75%。
- 2) 考虑到内容生态仍然以年轻化群体为主，叠加原有人群的带动作用，假设 19~24 岁渗透率进一步提高至 80%。
- 3) 考虑到去重的问题，保守假设下，实际去重人数/对外汇报口径为 85%
- 4) 手机渗透率：2016~2018 年网民平均年均增长为 4863 万，2018~2020 年受疫情催化年均增长 8000 万，考虑到我国网民渗透率基数较高，假设未来三年按照较低速度 4800 万增长，则截至 2023 年底我国网民人数可达 11.3 亿。按照 CNNIC 统计人数，目前我国 46% 以上非网民人数为 60 岁及以上人群，假设到 2023 年底比例保持不变、人口维持在 14 亿水平，则 60 岁以下非网民人数为 1.35 亿。考虑到手机启用年龄问题，我们认为其中绝大多数非网民将为 10 岁及以下人群，若出生人口按比例 2018/2019 下降比例维持，则 2023 年 10 岁以下人口数为 1.5 亿人左右，这部分人群比例与非网民数量基本相同，可以认为 10-18 岁整体手机渗透率已整体达到较高水平，不存在因手机渗透率导致的天花板问题。

根据我们前文的分析，内容生态及产品机制双重作用下，B 站未来扩张仍然以 Z+ 世代为主，故而我们此处着重分析 4 亿 MAU 下 35 岁以下人群渗透率变化。对于 35 岁以上人群，我们假设该部分人群与总用户数增长保持一致，即为 2023 年年底实现翻倍，对应渗透率分别为 7%、20%。

表 5：对应年龄层及渗透率（万人）

年龄层	总人数（2023）	渗透率	对应 MAU
10-18 岁人数	14,485	?	?
19-24 岁人数	10,221	80%	8177
25-30 岁人数	12,389	75%	9292
31-35 岁人数	11,507	?	?
36 岁-40 岁人数	11,345	7%	771
41 岁及以上人数	15,439	20%	3078

资料来源：Questmobile，国家统计局，天风证券研究所测算，此处 40 岁及以上仅考虑 1975 年以后出生的人群

对应 10-18 岁（行），31-35 岁渗透率（列）敏感性测试结果如下

表 6：10-18 岁（行），31-35 岁渗透率（列）敏感性测试结果（万人）

	40%	50%	60%	70%	80%
40%	37311	39016	40720	42424	44128
50%	38665	40369	42073	43778	45482
60%	40019	41723	43427	45131	46835
70%	41373	43077	44781	46485	48189
80%	42726	44431	46135	47839	49543

资料来源：国家统计局，天风证券研究所测算，此处 40 岁及以上仅考虑 1975 年以后出生的人群

敏感性测算下，10-18 岁/31~35 岁人群渗透率则需要提升至 40% 以上，人群结构更为复杂，较当前水平有较大提升。我们认为：1) 实现路径上，参考 B 站过往“破圈”历程，

我们认为 B 站将通过“OGC+UGC”结合的方式，采用发力 OGC 吸引用户，以 UGC 内容生态的完善作为持续增长的动力；2）实现可能性上，参考头部 GGC 平台 MAU 情况，我们认为 4 亿 MAU 可期。

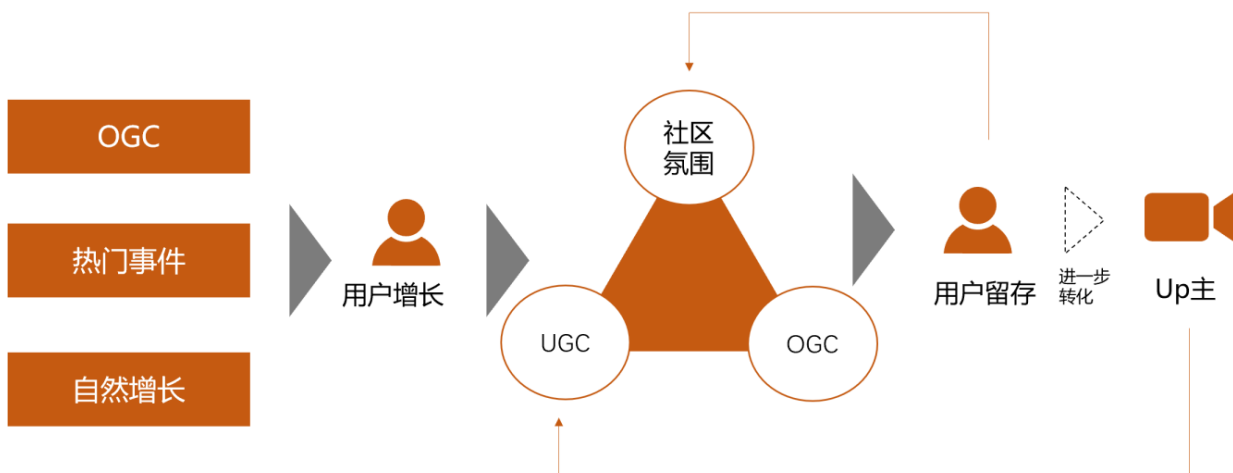
1.2.2. 如何实现：OGC 多品类扩展及内容生态持续建设

对于 B 站 4 亿 MAU 的预期，投资者关心能否实现，我们对 B 站实现 4 亿 MAU 整体持乐观态度。我们回溯 B 站过往“破圈”历程，并对标头部 UGC 平台及 OGC 平台的用户增长历程，我们认为，伴随 B 站 PUGC 内容生态的完善，在 OGC 及热点活动的带动下，B 站 4 亿 MAU 实现具有较高可能性。

- 回顾 B 站过往“破圈”历程，B 站用户持续增长的来自于：1）OGC 和 UGC 内容生态的持续完善；2）在此基础上，热点事件的“引爆”成为其用户飞跃增长的动力。

B 站整体内容生态在 2019 年前已持续丰富完善。2019 年“跨年晚会”之前，B 站用户数整体已伴随 B 站内容生态的完善稳健增长，具体体现在“PUGC+OGC”的双重导流。

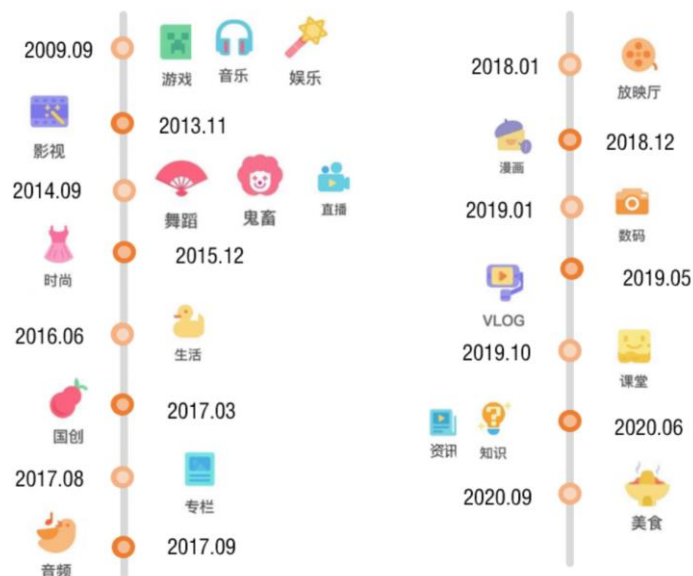
图 7：B 站用户增长生态图



资料来源：天风证券研究所绘制

- **OGC 起到“树立品牌形象”作用。**B 站过往 OGC 内容以番剧起家，2017 年后为满足用户需要，丰富内容生态，开始发展综艺、纪录片、国创等，产生了类似于《我在故宫修文物》、《人生一串》等精品内容，这些版权内容不仅有助于 B 站吸引新用户，也为平台丰富内容生态提供了框架。
- **PUGC 丰富内容生态。**B 站自 2017 年以来加速内容生态的建设，陆续上线国创/漫画/数码/VLOG/知识等数个分区，内容播放量日渐多元，生态初具雏形。

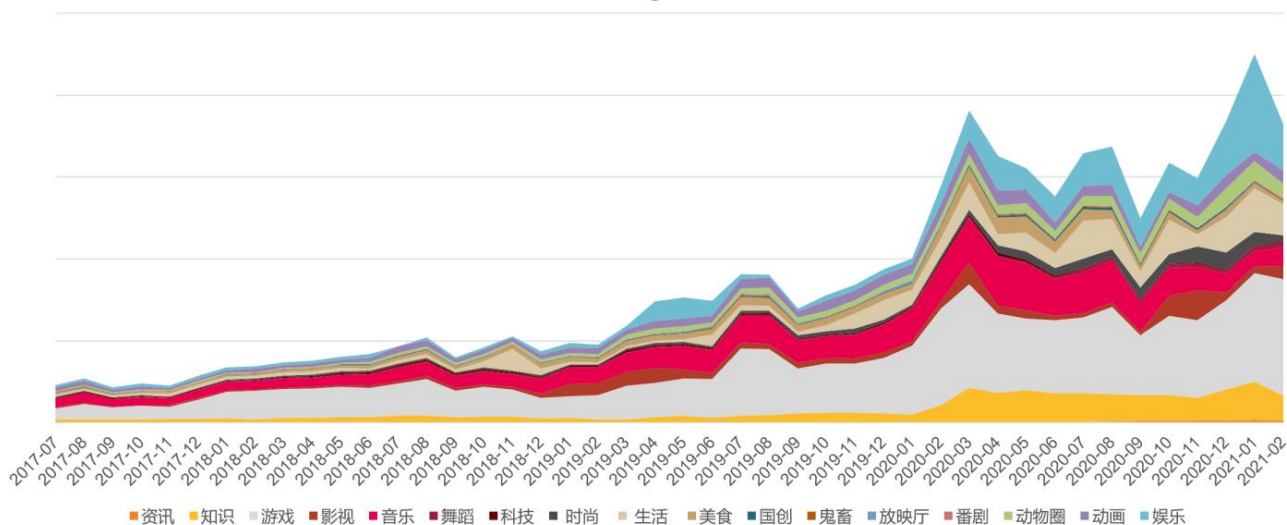
图 8：B 站分区逐步增多，内容生态逐步完善



资料来源：36kr，天风证券研究所

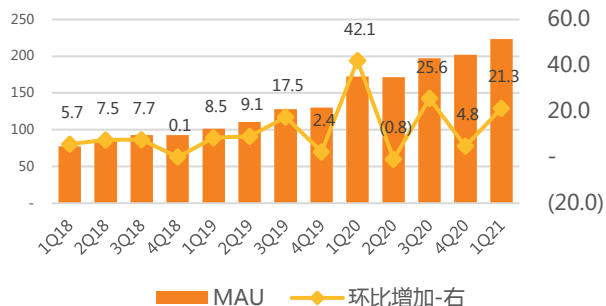
2019 年底，B 站“最美的夜”引爆，加速“出圈”。2019 年该节目同时在线观看人数高达 8000 万，并获人民日报、共青团中央等媒体公众号高度赞扬，成功让 B 站实现“出圈”。“出圈”叠加疫情宅家影响，B 站 2020 年一季度 MAU 环比增幅达到最高，环比净增 4200 万。“破圈”带来的效果是：1) 平台 MAU、Up 主数量与投稿量迅速增加；2) 伴随人群的多样化，分区逐渐多样化，知识区月均新增投稿量在“破圈”后迅速增加，“B 站是学习的平台”形象得以加固。

图 9：Bilibili 投稿量变化



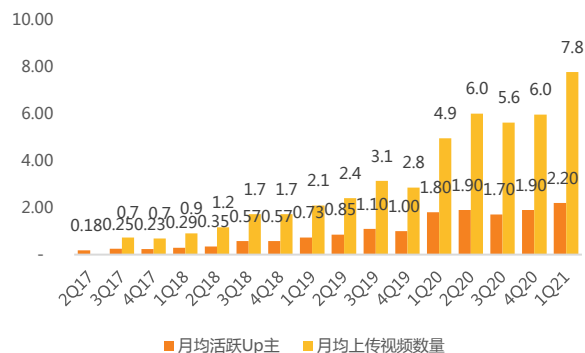
资料来源：新站，天风证券研究所

图 10: B 站日均 MAU 情况 (百万人)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 11: Bilibili 月均活跃 Up 主与月均上传视频数量波动上升 (单位: 百万)

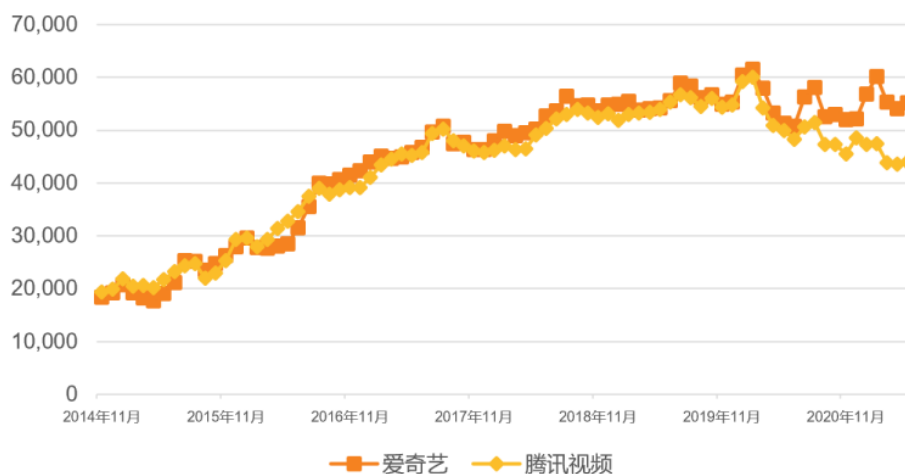


资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

➤ 对标头部 OGC 平台的用户增长历程, 我们对实现 4 亿 MAU 持乐观态度

头部 OGC 平台如爱奇艺、腾讯视频等, 通过对于长视频版权采买及自制, 不断丰富内容生态库, 从而带动 MAU 稳健增长, 爱奇艺从 2014 年 2 亿左右稳步增长至超过 5 亿, 腾讯视频亦在最高峰突破 5 亿。我们认为 OGC 生态对 B 站内容生态或将形成较好补充, B 站通过发力 OGC 内容, 可以不断吸引新的用户群体, 同时头部内容有助于 B 站进一步扩展内容的普适性, 从而促进 B 站扩展年龄圈层。

图 12: 爱奇艺/腾讯视频 MAU 情况 (万人)

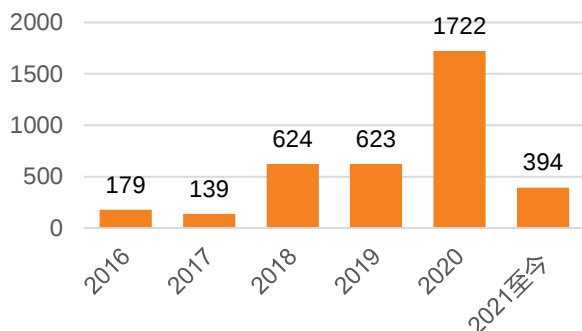


资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

展望未来, 为实现人群的破圈, 我们认为:

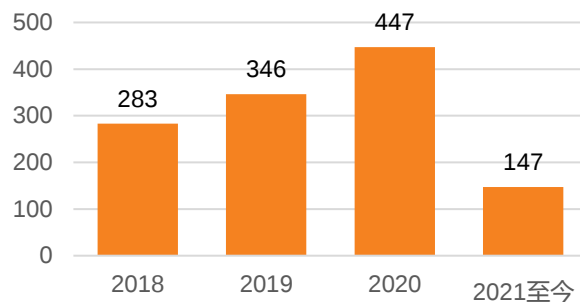
- 1) **OGC 方面持续发力。**除投资国创及纪录片品类发展仍为 B 站打造 OGC 的重要发展方向外, 为了实现人群的扩张, **多元化 OGC** 是丰富内容的重要方式 (如 B 站于近期推出的两性关系综艺《90 婚介所》); 同时, Bilibili 持续加大电视剧、电影加大引入, 一方面持续“增量”, 2020 年起电影、电视剧引入数量均有所增加。另一方面选择引进有特色番剧, 例如为持续推进人群年龄层的扩张, B 站通过多种特色方式引进“特色”番剧, 2019 年 B 站采购《哈利波特》等经典版权电影, 2021 年引进《银魂》, 引入经典番剧有助于 B 站年龄圈层扩张; 另一方面又可避免参与“版权争夺大战”、可以有效控制在版权方面投入。

图 13: Bilibili 引入电影数量 (个)



资料来源: Bilibili 官网, 天风证券研究所

图 14: Bilibili 引入电视剧数量 (个)



资料来源: Bilibili 官网, 天风证券研究所, 注: 2018 年数据从 2 月开始统计

表 7: Bilibili 电影引进数量 (个)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
	6	2	7	36	22	35	35	7	6	8	1	14
2017	8	18	9	5	6	10	11	5	14	30	11	12
2018	31	22	31	44	49	96	88	90	92	28	21	32
2019	20	25	24	28	39	39	89	124	56	54	65	60
2020	575	184	77	109	121	128	93	90	112	106	68	59
2021	84	97	78	47	60							

资料来源: Bilibili 官网, 天风证券研究所

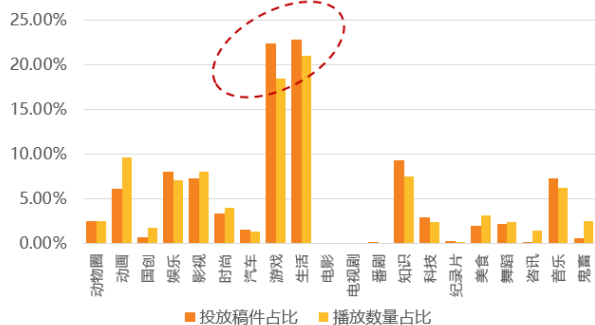
表 8: Bilibili 电视剧引进数量 (个)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2017												660
2018	636	87	30	34	7	4	31	20	13	36	7	14
2019	14	11	32	40	12	63	38	34	15	29	11	47
2020	32	31	11	43	44	47	46	24	25	75	55	14
2021	10	41	17	28	42	9						

资料来源: Bilibili 官网, 天风证券研究所

2) PUGC 持续进行用户圈层扩张及内容生态完善。2021 年以来, B 站内容品类持续扩张, 内容消费生态亦日益多元, 我们观察到生活区近期投稿量及观看数量已经超过动画区。我们认为, 受: 1) B 站发展商业化、特别是发展广告业务的需要; 2) B 站用户内容消费持续多元化的需求日益旺盛, B 站内容品类仍将持续扩张。2021 年以来, B 站在分区改版上加速进行, 各类运营活动持续开展。我们结合 B 站近期的相关行动: 1) 汽车区从生活区独立, 成为一级子分区; 2) 数码区改名科技区; 3) 生活区持续进行多种运营活动, 我们认为 B 站汽车、科技、生活等分区生态建设及相关内容持续布局或将持续成为 B 站未来一段时间的发力重点, 而相关内容分区的建设完善又将持续带动 Up 主投稿及用户观看的双增长。

图 15：近 30 日各分区投稿/观看量占比情况



资料来源：火烧云大数据，天风证券研究所

图 16：B 站分区改版



资料来源：Bilibili 官网，天风证券研究所

表 9：B 站近期头部运营活动（仅摘录播放数>1.5 亿部分）

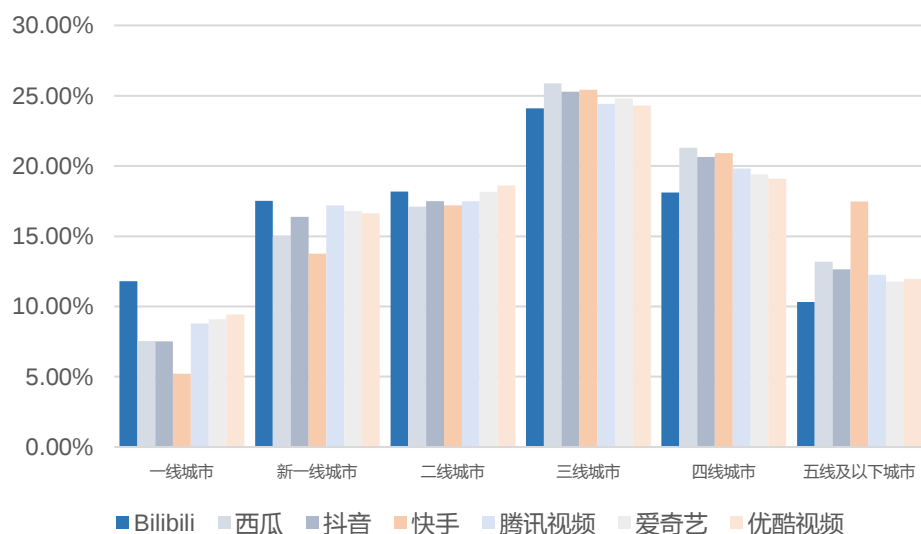
活动名称	活动周期	参与作品分区	总播放数
知识分享官 2021 · 第三期	2021/5/24-2021/6/28	知识类居多	7.14 亿
游戏知识分享官（第八期）	2021/6/1-2021/7/1	游戏类居多	5.75 亿
非自然搞笑人类研究所	2021/6/1-2021/6/30	生活类居多	5.71 亿
新星荐片官企划	2021/5/8-2021/7/8	影视类居多	3.54 亿
沙雕之主	2021/6/1-2021/7/1	游戏类居多	3.15 亿
2021 春季国产动画创作活动	2021/4/6-2021/7/1	国创类居多	1.62 亿

资料来源：新榜，天风证券研究所

1.3. 城市分布：下沉市场仍有扩展空间，推出极速版或可打开天花板

B 站在下沉市场（三线及三线以下城市）渗透率仍低于其他同类型 App。我们统计市场上其他视频类 App 用户占比城市分布数据，发现 B 站较其他视频类 App，用户更偏高线化。

图 17：Bilibili v.s. 其他视频类 App 城市等级分布情况



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

同时，从城市渗透率角度测算，当前 B 站在各个等级城市渗透率相对较低，有进一步扩展空间，但在四线城市、五线及以下城市渗透显著低于其他城市渗透水平。

表 10：B 站在不同等级城市渗透率测算（万人）

	网民占比	网民数量	B 站用户数	渗透率
一线城市	7.70%	7615	1762	23%
新一线城市	14.90%	14736	2617	18%
二线城市	15.60%	15428	2715	18%
三线城市	20.10%	19879	3602	18%
四线城市	25.80%	25516	2706	11%
五线及以下	15.90%	15725	1542	10%

资料来源：Questmobile，CNNIC，天风证券研究所

综合我们前文对产品及内容的分析，以及对城市渗透率的测算，我们认为，短期来看，对应 4 亿 MAU、围绕现有用户结构进一步深化渗透难度不大。但长期来看，依据我们前文的分析，基于 Bilibili 现有的产品机制及内容生态，其在下沉市场进一步或存在天花板，若想取得更进一步突破，推出针对下沉市场的“极速版”或为可行方法。

参考抖音经验：为拓展低线城市用户推出极速版。抖音为拓展下沉市场，推出“极速版”（抖音火山版），其主要有以下两大不同：

- 产品设计上较主站更为简洁，功能也更为简洁。在功能上，极速版仅保留了观看功能，不能直播、不能发布视频，也没有电商入口。简单的产品降低了用户的学习成本，更适合下沉市场用户。
- 激励机制上，极速版发布视频可以获得火力值，火力值可以提取并结算现金；主站则无此功能。

表 11：抖音极速版 v.s. 抖音的区别

	抖音极速版	抖音
内容生态	健康、搞笑、宠物、情感类	热门歌曲、舞蹈视频、游戏
受众	下沉市场群体	相对高线城市
收益方式	发布视频可以获得火力值，火力值可以通过兑换提现	无收益性质

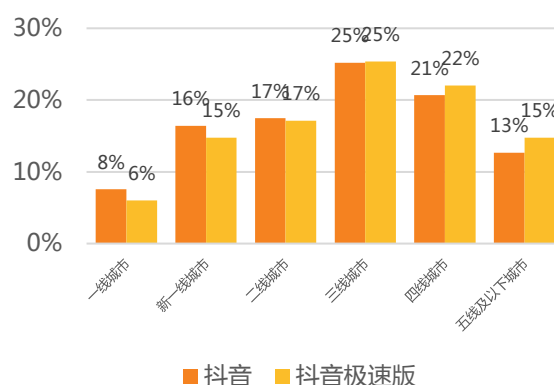
资料来源：抖音极速版 App，抖音 App，界面网，天风证券研究所

图 18：抖音 v.s. 抖音极速版产品结构



资料来源：抖音 App，抖音极速版 App，天风证券研究所

图 19：抖音 v.s. 抖音极速版用户结构



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

渗透下沉市场后可为 B 站带来 5000~8000 万左右用户。考虑到 B 站目前在四线以及五线及以下城市渗透率较低，且希望通过主站实现在下沉市场突破存在一定难度，我们在此处测算推出“极速版”后四五线城市新增用户情况。

- 抖音极速版为抖音为扩展下沉市场用户所推出的 App，抖音极速版四五线城市总用

户数目前为 5000 万；

- 抖音极速版与主站重合率在 55%，非重合人数约有 7200 万（Questmobile 数据，见表 12），依据我们的测算，抖音在各城市渗透率已达到较高水平，且极速版推出的目的主要为针对下沉市场用户，故我们认为抖音极速版与抖音主站非重合人数主要由下沉市场贡献；
- 2018 年 4 月春晚前的快手成长于下沉市场，MAU 被抖音反超后开始转变战略方向、打高线，若我们以 2018 年 4 月的快手作为参考标准，其四线+五线及以下城市总用户为 8600 万。

考虑到 1) 无论是 2018 年 4 月的快手，还是抖音极速版在内容生态、产品机制上与 B 站具有较大差距，我们认为快手（2018/4 版本）、抖音极速版与 B 站整体用户重叠度不高；2) 快手、抖音持续扩展下沉市场，下沉用户被视频化教育程度到 2023 年将更加充分，用户到 2023 年更易接受并使用视频类 App；3) B 站视频形式（中视频）、产品结构（双列多栏）与抖音、快手存在较大差距，在抖音快手加速下沉之下依然有竞争优势。我们参考抖音极速版 v.s 抖音及快手（2018/4 版本）情况，我们认为通过推出极速版、进一步渗透下沉市场初步可为 B 站带来 5000~8000 万左右新增用户。

表 12：抖音极速版 v.s. 抖音重合率

App	活跃用户数(万人)	重合用户数(万人)	重合率(%)
抖音极速版	16,028.11	8,833	55.11%
抖音	62,905.52		

资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

表 13：抖音主站高线城市渗透率已达较高水平

	占比	网民数量（万人）	抖音	渗透率
一线城市	7.70%	7615	4730	62%
新一线城市	14.90%	14736	10310	70%
二线城市	15.60%	15428	11008	71%
三线城市	20.10%	19879	15909	80%
四线城市	25.80%	25516	12990	51%
五线及以下	15.90%	15725	7951	51%

资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

表 14：抖音极速版、快手在不同城市的分布及渗透率（万人）

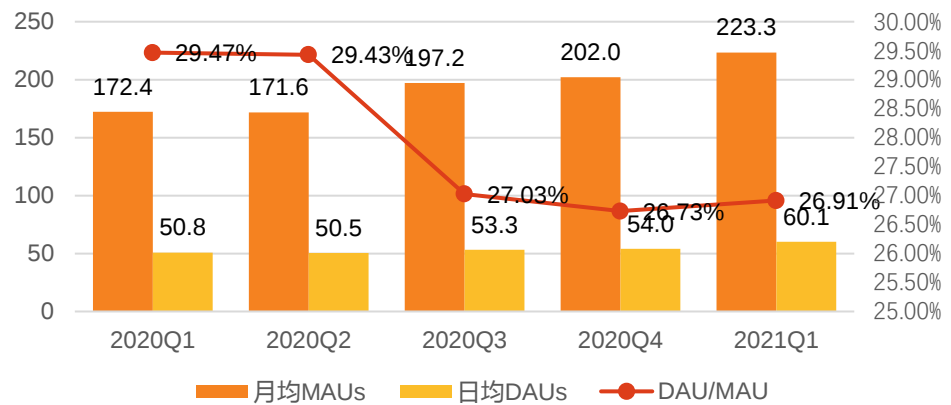
	网民占比	网民数量	抖音极速版	渗透率	快手 (2018.04)	渗透率
一线城市	7.70%	7615	960	13%	1015	13%
新一线城市	14.90%	14736	2364	16%	2857	19%
二线城市	15.60%	15428	2742	18%	3662	24%
三线城市	20.10%	19879	4065	20%	5434	27%
四线城市	25.80%	25516	3531	14%	4629	18%
五线及以下	15.90%	15725	2366	15%	4047	26%

资料来源：Questmobile, CNNIC, 天风证券研究所

2. B 站用户粘性下降了吗？

市场担忧 B 站 DAU/MAU 下降问题，认为其是代表用户活跃度与粘性下降。我们认为，1) 对于内容平台，单一 DAU/MAU 不是作为衡量用户粘性的唯一标准；而 2) DAU/MAU 的下降亦可能受多种因素影响。

图 20: B 站 DAU/MAU 下降 (百万)

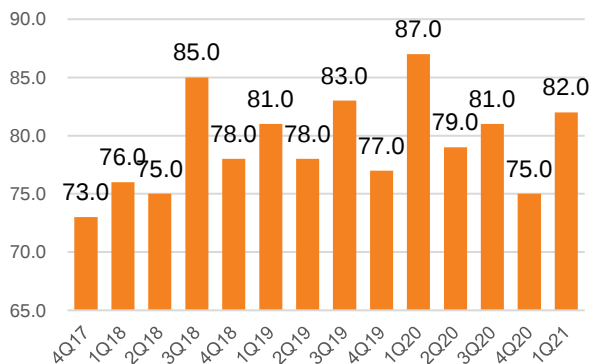


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.1. 如何衡量内容平台粘性？用户时长、用户互动亦是重要指标

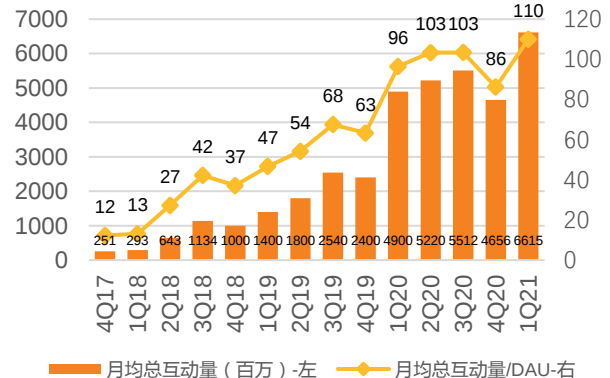
内容平台的本质是帮助内容消费者获取到感兴趣的优质内容，用户在消费过程中消耗了时间，并在过程中对优质的内容产生反馈。较以单一 DAU/MAU 衡量用户粘性的指标，我们认为用户时长、用户互动情况更适合作为用户的粘性指标。而我们观察到，1) 在短视频的冲击之下，根据公司披露的数据，Bilibili 用户整体时长²整体维持稳定，1Q21 单季度情况好于 19 年同期；2) 互动量角度，总互动量稳步上升，互动量/DAU 稳中有升，21 年单 DAU 月均互动量情况达到历史最高。我们认为，B 站总体用户粘性保持仍保持较高水平。

图 21: Bilibili 时长整体维持在 75~85 分钟之间 (分钟)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 22: Bilibili 月均总互动量及月均总互动量/DAU 波动上升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2. DAU/MAU 下降或因用户结构导致

B 站在 3Q2020 年起 DAU/MAU 由 29% 下降到 27%，市场认为 B 站用户粘性存在下降。我们在前文证明 B 站整体用户市场和互动情况依然表现优秀，对于 DAU/MAU 问题，我们认为因用户结构改变所致。

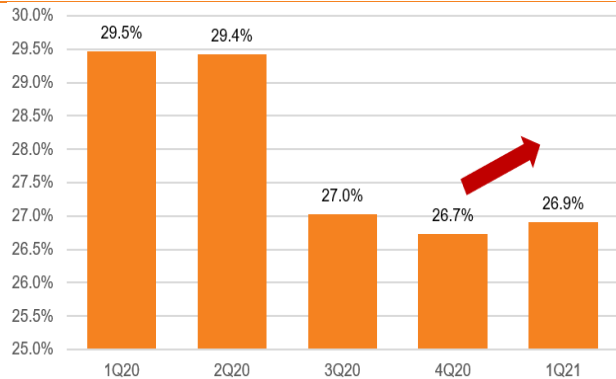
“破圈”后 B 站新进用户年龄下降或致 DAU/MAU 下滑。“破圈”后 B 站用户新进用户年龄仍小于 B 站整体用户年龄。根据陈睿在 3Q2020 业绩会上讲话“B 站的用户的平均年龄在 21 岁左右，新增用户的平均年龄是在 20 岁左右。”同时，陈睿表示“30 岁以上的新用户的同比是跟之前相比是略有增长的”，我们认为 B 站新进入人群整体年龄偏小，打开时间受限，或导致 B 站整体 DAU/MAU 下降。

而 1Q2021 B 站 DAU/MAU 环比小幅提升可验证我们这一假设。根据 QM 数据及陈睿在

² 根据 B 站投资者文件披露，用户时长=一段时间内用户花费总时长（去除 Bilibili 游戏、Bilibili 动漫及猫耳时长）除以平均 DAU，再除以该段时间内总天数

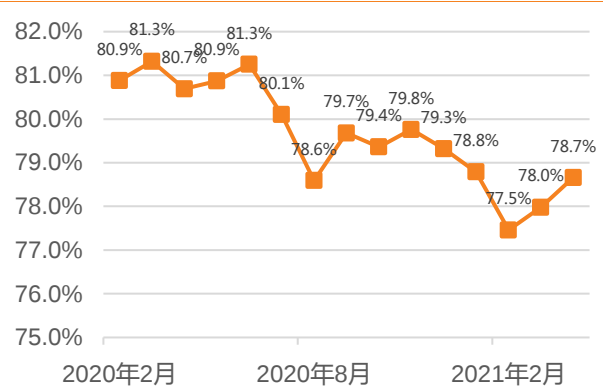
1Q2021 业绩会上的讲话，显示 B 站整体用户平均年龄在 2021 年用户年龄或小幅提升。1) 根据陈睿在 B 站 1Q2021 演讲，“B 站用户平均年纪是 22.8 岁”，即使考虑到用户年龄的自然增长，仍然较 2020 年平均用户年龄 21 岁小幅增加；2) 根据 QM 数据，进入 2021 年，B 站 25 岁以下用户人群占比小幅降低，25 岁以上用户人群占比提高。

图 23: B 站 DAU/MAU 1Q2021 小幅提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 24: B 站 24 岁以下人群占比小幅下降



资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

3. 商业化空间几何？

3.1. 保守假设下，DAU/MAU 在 25%~30%之间

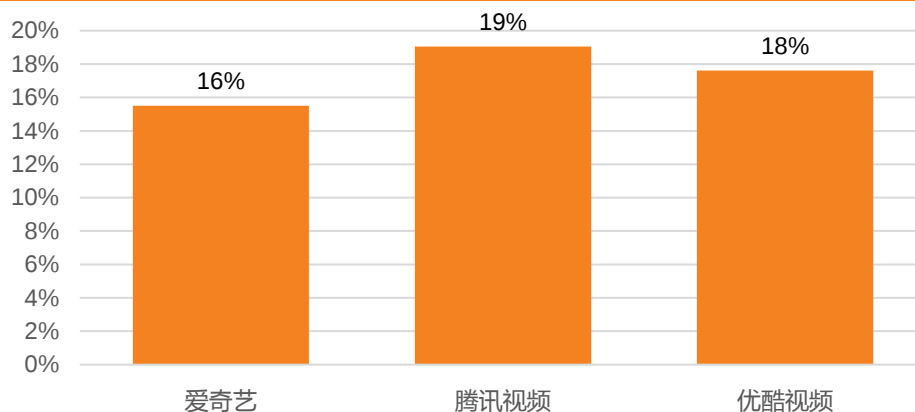
根据我们前文的讨论，1) DAU/MAU 变化可能受用户结构变化影响，低龄用户增加将降低 DAU/MAU 比值；2) 4 亿 MAU 下，B 站用户画像将发生变化。我们进一步测算发现，若依据我们前文对用户结构的讨论，4 亿 MAU 下，25 岁以下人群占比在 41%~49%之间。考虑到 1) B 站发力 OGC，而头部 OGC 平台 DAU/MAU 比值低于 20%；2) 内容生态建设完善需要持续时间积累，短期内仍然存在 DAU 增长速度或慢于 MAU 增长速度可能性，假设 B 站 DAU/MAU 在 25%~30%之间变化。

表 15: B 站 24 岁以下人群占比 (万人)

年龄层	总人数 (2023)	渗透率	对应 MAU	渗透率	对应 MAU
10-18 岁人数	14,485	40%	5794	60%	8691
19-24 岁人数	10,221	80%	8177	80%	8176.8
25-30 岁人数	12,389	75%	9292	75%	9292
31-35 岁人数	11,507	60%	6904	40%	4603
36 岁-40 岁人数	11,345	7%	771	7%	771
40 岁及以上人数	15,439	20%	3078	20%	3078
24 岁以下人数占比			41%		49%

资料来源：Questmobile, 国家统计局，天风证券研究所

图 25: OGC 平台 DAU/MAU 低于 20%



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

3.2. 游戏业务：预计未来联运成为撑量来源，期待自研进度

独代新游上线，表现各异。《坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险》（下称《坎公骑冠剑》）为 2021 年 4 月 27 日发行，整体表现超预期。根据七麦数据显示，《坎公骑冠剑》近 30 日 App store 日均收入为 16.6 万，日均下载量为 4,272 次，对比《公主连结:Re Dive》近 30 日 App store 日均收入为 1.4 万，日均下载量为 762 次。《机动战姬》整体表现稍弱。上线一周后《机动战姬·聚变》在 App Store 的下载排名下降到了 500 名，而《坎公骑冠剑》上线后一周的下载排名都保持在 70 名以内，并且没有显著下降的趋势。

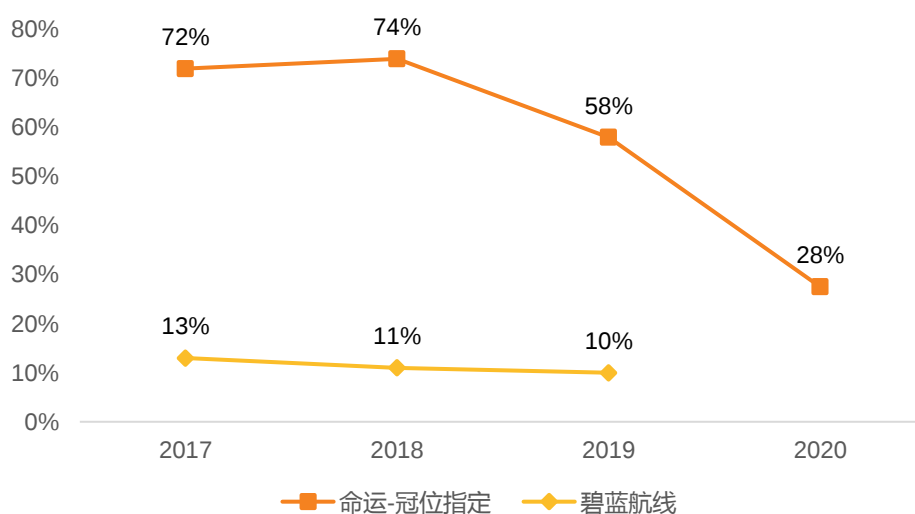
老游戏流水下降，影响持续减弱。《FGO》、《公主连结 Re:Dive》、《碧蓝航线》曾为支撑 B 站游戏收入重要来源，但目前流水整体表现不如新游，预计整体对营收贡献有限。

表 16: B 站几款主要独代游戏近 30 日流水（仅 iOS，美元）

	坎公骑冠剑	机动战姬	刀剑神域	公主连结 Re: Dive	FGO	碧蓝航线
近 30 日流水	163802	72939	142747	14185	46862	114778

资料来源: 七麦数据, 天风证券研究所; 备注:《刀剑神域》于 2021 年 6 月 9 日开服, 仅统计 6 月 9 日至 24 日情况; 七麦数据统计口径仅包括 iOS; 统计时间为 2021 年 5 月 25 日到 6 月 24 日

图 26: FGO/碧蓝航线占总游戏收入之比



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

联运或成为短期撑量重要来源。作为联运方，B 站负责游戏在自己平台内发行，提供渠道服的支付和推广服务。根据财报数据，截止 18 年 1 季度 B 站联运游戏 127 款，截止 19

年 2 季度 B 站联运游戏 600 款，截止 2021 年 1 季度，B 站联运游戏 700 多款。2019 年 B 站游戏独代业务之外的收入是 7.58 亿元，2020 年达到了 12 亿元。目前，我们统计的 B 站待上线游戏中，联运游戏《英雄联盟》及《哈利波特》预约量占据前二。

表 17：B 站待上线游戏预约情况

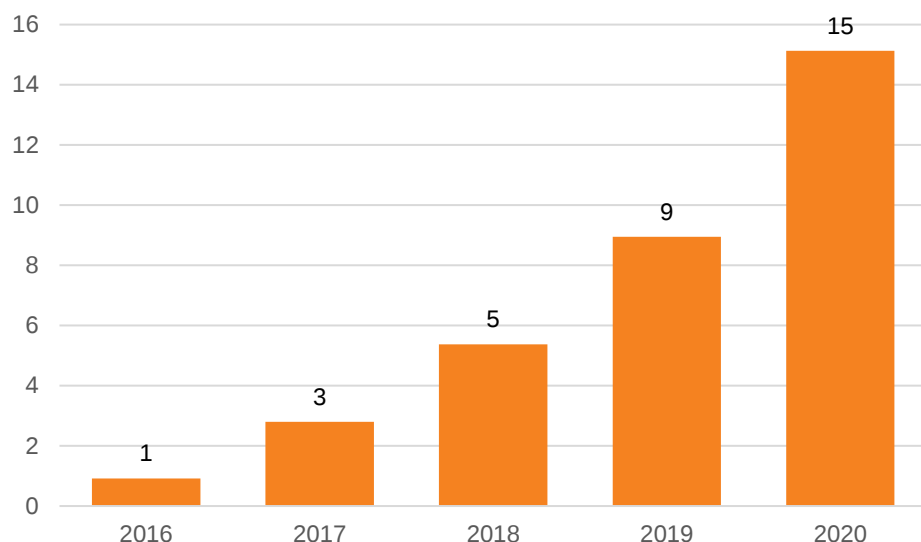
游戏名称	运营类型	目前状态	是否取得游戏版号	预约量
英雄联盟	非独家代理	测试中	是	252 万+
哈利波特：魔法觉醒	非独家代理	测试中	是	163 万+
黑潮：深海觉醒	独家代理	首测结束	否	115 万+
宝石幻想·光芒重现	独家代理	即将开启二测	否	72 万+
心罪爱丽丝	独家代理	未首测	否	65 万+
古剑奇谭木语人	独家代理	三测中	是	52 万+
终末阵线：伊诺贝塔	独家代理	聚合测试结束	是	46 万+
来古弥新	非独家代理	未首测	否	38 万+
光与夜之恋	非独家代理	8.8 公测	是	32 万+
千年之旅	独家代理	测试中	否	32 万+
工匠与旅人	独家代理	未首测	否	26 万+
东方归言录	非独家代理	测试中	否	21 万+
风起长安：驭骨人	非独家代理	测试中	是	8 万+
恋与深空	非独家代理	测试中	否	3 万+
超凡先锋	非独家代理	公测中	否	1 万+
机甲爱丽丝	独家代理	公测中	是	N/A
赛马娘	独家代理	未首测	否	N/A

资料来源：Bilibili 游戏中心，天风证券研究所

展望 B 站游戏，我们认为：

- 1) **B 站有望通过投资游戏相关领域进一步强化 IP 领域积累。**2021 年 4 月 1 日，B 站以 9.6 亿港元认购心动公司 4.72% 的股份；4 月 29 日，以 3.3 港元/股的价格认购中手游公司 1.98 亿股，成为中手游第三大股东。B 站将与中手游与将在游戏产品和 IP 开发运营上展开战略合作，携手围绕年轻人群体打造和推广优质游戏和 IP 内容。我们认为 B 站在游戏方面的投资有望增强其 IP 积累，为开展进一步合作（游戏代理等）奠定较好基础。
- 2) **自研依旧值得期待。**1) 行业趋势来看，国内游戏自研大势所趋；除腾讯、网易等传统游戏自研巨头外，各类公司持续布局，**心动网络**截至 2020 年底新增了超过 500 名游戏研发人员，共有 13 款游戏处于研发状态；**快手**发布 3D 动作手游《西行纪燃魂》；**字节跳动**布局游戏已久。2) B 站研发费用持续增长，研发费用从 2018 年的 5 亿增长至 2020 年达到约 15 亿元人民币。2021 第一季的研发费用为 5.8 亿元，同比增长 95%。我们认为，B 站在二次元方面积累已久，行业 Know-how 积累较为丰富，我们相信游戏自研在未来仍将作为一个重要商业化的部分持续发展，我们期待 B 站在游戏自研方面重磅产品的推出。

图 27：B 站研发费用持续加大（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3. 广告业务：增速快但或受限于 Adload，贴片广告或可作为考虑范畴

整合营销是 B 站广告一大特色，未来或将显著受益于国产品牌崛起。整合营销是 B 站的特色广告业务，B 站依托于 PUGC 唯一内容平台阵营、外加平台社区氛围，很好的将综合品牌广告（开屏&焦点）、话题页面营销以及 Up 主整合营销结合，结合自身 Z+ 世代人群优势，使其广告特色独具一格。例如，蜜雪冰城通过“洗脑”主题曲传播的方式，播放量在短期内迅速突破 1000 万，起到了较好的传播效果。

图 28：整合营销是 B 站一大特色



资料来源：Bilibili 广告营销通案（2021），天风证券研究所

图 29：蜜雪冰城在 B 站被网友自发创作传播出多个版本



资料来源：Bilibili 官网, 天风证券研究所

图 30：蜜雪冰城视频播放量突破 1000 万

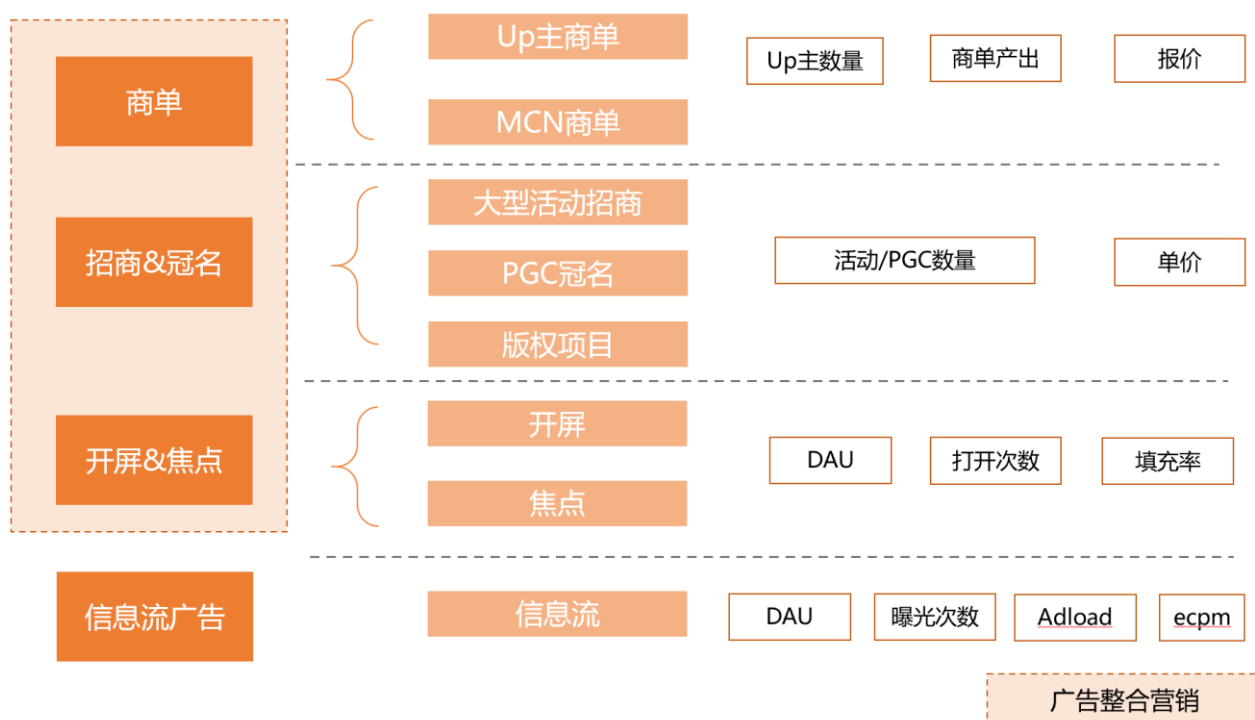


资料来源：Bilibili 官网, 天风证券研究所

B 站广告整体可分为：1）品牌整合营销；2）信息流广告两大部分。

- **品牌整合营销**：作为 B 站整体广告打包售卖的一部分，具体包括 Up 主商单、线下活动招商及线上 PGC 产品招商&冠名以及开屏和焦点（首页大屏广告）售卖等。
- **信息流广告**：主要为 B 站信息流广告部分

图 31：B 站广告业务组成



资料来源：Bilibili 官网, 天风证券研究所

3.3.1. 广告测算方法之一——分业务测算，4 亿 MAU 下对应收入空间在 99~132 亿元

我们测算，当 B 站达到 4 亿 MAU、DAU/MAU 在 25%~30%之间、整体时间在 75~85 分钟间变化时，分业务测算，总体广告收入区间在 99~130 亿元之间。

表 18：Bilibili 广告收入（假设 2023 年年底到达 4 亿 MAU，测算 4 亿 MAU 下）

	收入
信息流广告	59-68 亿元
开屏广告	18~25 亿元

Up 主商单	12~24 亿元
招商&冠名	10~15 亿元
总体广告收入区间	99~132 亿元

资料来源：公司财报，新榜，湖南卫视，Bilibili 官网，天风证券研究所测算

➤ 信息流广告：中性假设下，对应空间在 59~68 亿元之间

市场认为受需点击转化影响，双列产品 eCPM 提升空间有限，我们认为 B 站可通过改善广告形式提升 eCPM。我们观察到，B 站在首页加入多种形式广告展示方式，同时 B 站广告算法中台建设持续加快，伴随用户进一步增长、数据标签更为完善，同时考虑到站内、站外流量有望进一步均衡，我们认为 B 站 eCPM 存在提升空间。

图 32：改变广告呈现形式可有效提高 eCPM

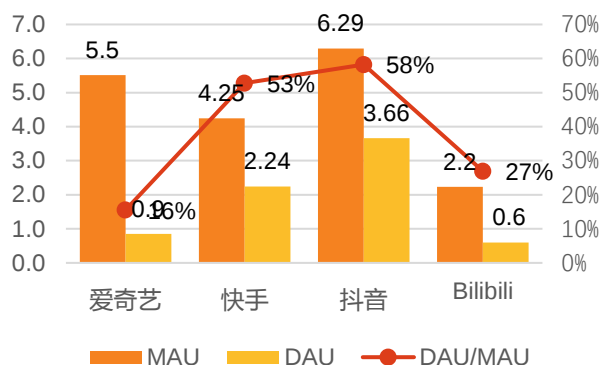


资料来源：Bilibili App, 天风证券研究所

我们根据广告收入=DAU 均值*人均使用时长*(1-观看视频数时长)*Ad load 水平*eCPM。进行不同假设下测算，其中关键指标测算如下：

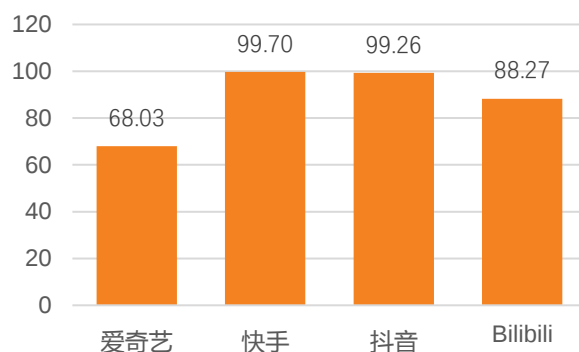
- 根据 B 站公开表态，短期内 adload 保持在 5%不变，我们假设 adload 保持在 5%；
- 假设总 App 消耗时长中，90%用于观看视频，10%用于浏览信息流；
- 根据 B 站首页展示情况，假设每分钟观看信息流数量为 20 个；
- 在保守情景下，我们假设 B 站 CPM 水平在 15 元左右。在中性及乐观假设下，我们预计 CPM 的价格会随着 DAU 及用户使用时长的上升逐步提高，此处分别测算 eCPM 在 20/25/30 元情况下收入空间。；
- 根据 B 站一季报，目前 Bilibili DAU/MAU 在 27%，每日人均使用时长在 82 分钟，此处假设在 25%~30%之间变化；整体时长在 75~85 分钟之间变化；

图 33：2021 年 5 月 B 站 v.s. 快手/抖音/爱奇艺 DAU/MAU 情况



资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

图 34：B 站 v.s. 快手/抖音/爱奇艺 2021 年 5 月日均使用时长情况（分钟）



资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

在保守假设下（eCPM=15），该业务未来潜在收入空间在 44-51 亿元；

在中性假设下（eCPM=20），该业务未来潜在收入空间在 59-68 亿元；

在乐观假设下（eCPM=25），该业务未来潜在收入空间在 74-85 亿元；

基于不同假设下，B 站广告业务收入的敏感性测试分析如下表：

表 19：基于保守假设（ecpm=15）敏感性测算（单位：亿元）

时长/ (DAU/MAU)	25%	26%	27%	28%	29%	30%
75	41.06	42.71	44.35	45.99	47.63	49.28
78	42.71	44.41	46.12	47.83	49.54	51.25
80	43.80	45.55	47.30	49.06	50.81	52.56
83	45.44	47.26	49.08	50.90	52.71	54.53
85	46.54	48.40	50.26	52.12	53.98	55.85

资料来源：公司财报，天风证券研究所测算

表 20：基于中性假设（ecpm=20）敏感性测算（单位：亿元）

时长/ (DAU/MAU)	25%	26%	27%	28%	29%	30%
75	54.75	56.94	59.13	61.32	63.51	65.70
78	56.94	59.22	61.50	63.77	66.05	68.33
80	58.40	60.74	63.07	65.41	67.74	70.08
83	60.59	63.01	65.44	67.86	70.28	72.71
85	62.05	64.53	67.01	69.50	71.98	74.46

资料来源：公司财报，天风证券研究所测算

表 21：基于中性假设（ecpm=25）敏感性测算（单位：亿元）

时长/ (DAU/MAU)	25%	26%	27%	28%	29%	30%
75	68.44	71.18	73.91	76.65	79.39	82.13
78	71.18	74.02	76.87	79.72	82.56	85.41
80	73.00	75.92	78.84	81.76	84.68	87.60
83	75.74	78.77	81.80	84.83	87.86	90.89
85	77.56	80.67	83.77	86.87	89.97	93.08

资料来源：公司财报，天风证券研究所测算

➤ 开屏广告：潜在收入空间在 18~25 亿元

我们对于开屏广告按如下公式测算：

- DAU/MAU：按前述 25%~30% 进行敏感性分析；
- eCPM：考虑到开屏广告为品牌广告，单价较高，按照 50~70 进行敏感性测算；
- 每 DAU 每天展示次数：假设为 1 次。

➤ 填充率：假设为 90%

测算 B 站开屏广告收入在 18~25 亿元之间。

表 22：B 站开屏广告收入测算（亿元）

	25%	26%	27%	28%	29%	30%
50	16.43	17.08	17.74	18.40	19.05	19.71
55	18.07	18.79	19.51	20.24	20.96	21.68
60	19.71	20.50	21.29	22.08	22.86	23.65
65	21.35	22.21	23.06	23.91	24.77	25.62
70	23.00	23.91	24.83	25.75	26.67	27.59

资料来源：公司财报，天风证券研究所测算

➤ Up 主商单：中性假设下，收入可达 20 亿元左右

考虑到：

1) 不同分区 Up 主报价差异较大。根据蓝鲸财经的报道，目前 B 站各类 UP 中，游戏、科技、美妆类 UP 的广告报价相对比较高，以美妆 UP 为例，百万粉丝级别的 UP 主普遍要价在 20 万到 50 万之间；学习类 UP 主虽然粉丝粘性普遍很强，专注度高，但百万粉丝级别的 UP 主报价仅数万元；

2) 不同粉丝量级 Up 主报价存在差距。头部 Up 主诸如老番茄等定制视频报价超 67 万，而根据火烧云统计，一万粉丝的 Up 主商单报价低至约千元级别。

我们统计百万粉以上 Up 主分区情况，并按照高商业化价值及低商业化价值做测算。我们认为：受本身广告主投放意愿及 B 站整体情况，游戏、美妆、汽车、财经等 Up 主或具有较高单价，根据蓝鲸财经的报道，假设为 20 万元/单，同时综合考虑供（广告主投放意愿）、需（Up 主产出速度及观众对商单接受度），假设这些分区商单数量为每月 1.5 条。同时，我们假设其他分区百万粉以上 Up 主单条商单价格为 5 万，每月商单数量为 1 条。

表 23：B 站不同分区百万粉以上 Up 主数量

分区	数量	分区	数量	分区	数量	分区	数量
游戏	121	动画	37	娱乐	11	服饰	6
生活	96	影视	26	资讯	11	汽车	4
美食	53	美妆	20	舞蹈	10	财经	2
知识	49	数码	20	手工绘画	9	运动	1
音乐	46	科学科普	15	健身	8		
搞笑	43	鬼畜	14	动物	6		

资料来源：新榜，天风证券研究所

我们仅测算百万粉以上 Up 主的商单情况，对非百万粉的 Up 主整体商单收入按照百万粉 Up 主之和的 15%测算。我们分三种情景，假设到 2023 年底，B 站 MAU 到达 4 亿，Up 主、客单价、每月商单数分别如下：

- 百万粉以上 Up 主：B 站并未披露过往实际百万粉以上 Up 主增速情况，但根据财报披露，万粉以上 Up 主增速高于整体 MAU 增速；考虑到百万粉以上 Up 主基数较低、且伴随 B 站 PUGC 内容生态持续完善，商业化建设持续完善，百万粉以上 Up 主有望持续增加，悲观/中性/乐观情况下，我们假设 2023 年年底，对应百万粉 Up 主分别较当前增加 50%/100%/150%；
- 单价：考虑到 B 站整合营销能力增强，议价能力增强，悲观/中性/乐观情况下，假设单价分别为 20/30/36 万元；

➤ 每月商单数量：考虑到用户接受度问题，假设维持不变

悲观/中性/乐观情况下，对应 Up 主商单收入可在 12~36 亿元之间。

表 24：B 站 Up 主商单收入

项目	2021	2023		
		悲观	中性	乐观
游戏/美妆/汽车/财经 Up 主数量	147	220.5	294	367.5
单价（万/条）	20	20	30	36
每月平均商单数量	1.5	1.5	1.5	1.5
累计(万元)	52920	79380	158760	238140
其他分区 Up 主数量	461	691.5	922	1152.5
单价（万/条）	3	3	4.5	5.4
每月平均商单数量	1	1	1	1
累计(万元)	16596	24894	49788	74682
总计——百万粉以上（万元）	69516	104274	208548	312822
总计——全部（万元）	79943	119915	239830	359745

资料来源：新榜，天风证券研究所测算

➤ 冠名&招商

跨年晚会：对于 OGV，除 B 站自制综艺、网剧的冠名费、软广外，跨年晚会的冠名费收入亦是一部分。我们认为 Bilibili 跨年已经成为极具特色的“Z 世代跨年晚会”，其收入可参考顶级省级综艺。按照播放量及行业地位，我们参考湖南卫视跨年晚会冠名费情况，对 Bilibili 跨年晚会收入进行预测。我们预估 Bilibili 跨年晚会冠名费在 1.5 亿~2 亿左右。

表 25：跨年晚会收入预估

Bilibili 最美的夜对标：卫视跨年	
	湖南卫视 2019-2020 跨年晚会
播放平台	电视+网络
播放量（截至 2021 年 6 月 24 日）	8991.4 万
广告招商费（亿）	1.48
	Bilibili 最美的夜
播放量（截至 2021 年 6 月 24 日）	1.5 亿
预估收入	1.5 亿~2 亿

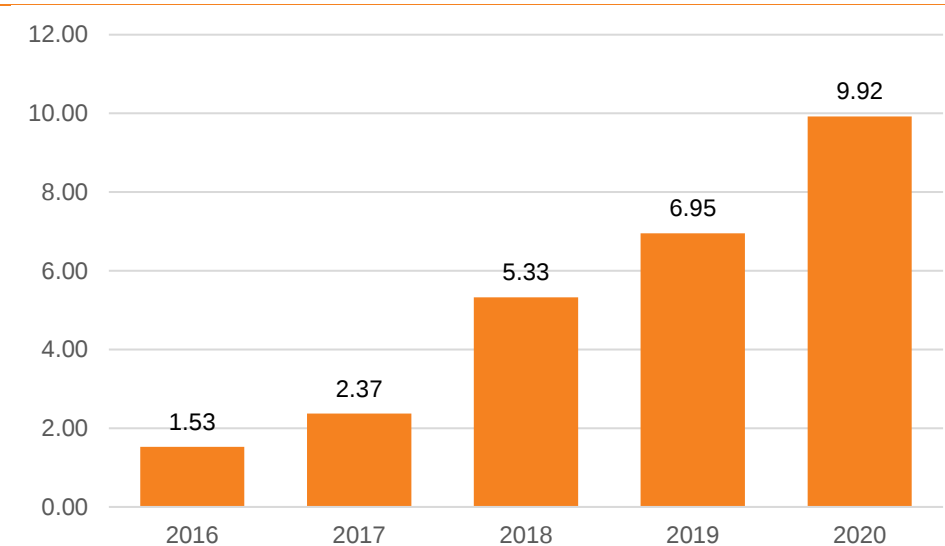
资料来源：湖南卫视，Bilibili 官网，天风证券研究所测算

其他活动：包括 1）Bilibili 传统活动 Bilibili World、Bilibili Macro Link 等；2）B 站自制 OGC 广告冠名&植入，包括综艺、自制国创等；3）B 站外采版权，包括英雄联盟赛事在直播冠名等招商收入。我们认为，伴随 B 站自制综艺及站内活动持续丰富，Bilibili 整体冠名&招商费用有望提升，整体可达 10 亿量级。

3.3.2. 广告收入测算之二——基于可比公司单 MAU 广告 ARPU 值

Bilibili 单 MAU 广告收入 ARPU 值整体逐步提高。2016~2020 年，Bilibili 单 MAU ARPU 值由 2016 年的 1.53 元提高至 2020 年的 9.92 元。

图 35: Bilibili 单广告收入/MAU (元)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

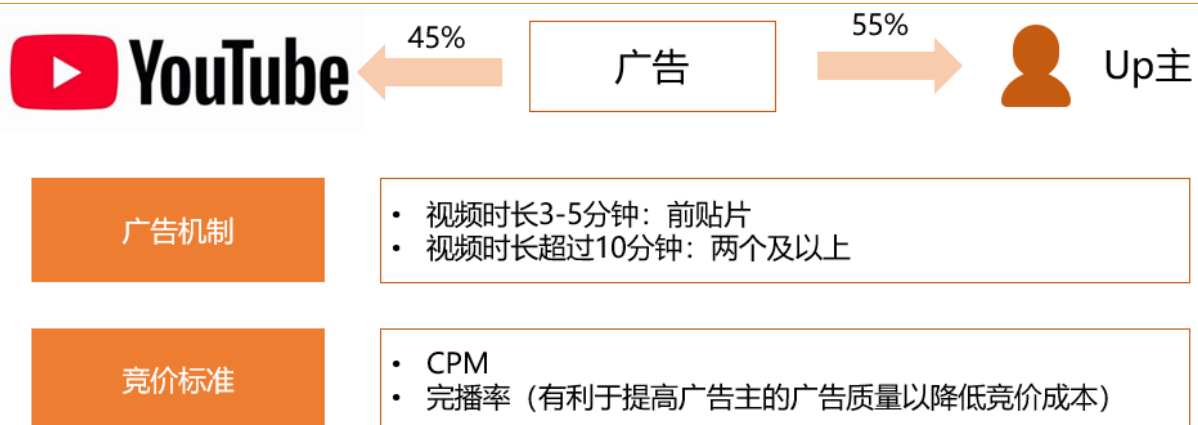
我们认为, 综合产品属性及广告形式, B 站与 2020 年 10 月改版前快手具有一定相似度。根据 Questmobile 数据, 快手在 2019 年 12 月 MAU 达到 3.7 亿, 对应 2019 年全年广告 ARPU 为 22.5 元。1H2020, 快手单月广告 ARPU 值为 2.5 元, 全年年化 30 元。考虑 B 站 Up 主整合营销独具特色, 花火系统建成后商业化空间进一步打开, 保守假设下, 当 B 站达到 4 亿 MAU 时, 对标快手, 按照单 MAU 广告 ARPU 值在 22.5 元~30 元之间计算, 则 4 亿 MAU 下, B 站整体广告收入可达 90~120 亿元。

3.3.3. 总结&思考: 受商业化要求与 Up 主变现需求, 未来贴片广告或可作为有效尝试

我们判断: 1) 短期内用户增长为第一要义, B 站 Adload 提升可能性不大; 2) 4 亿 MAU 后考虑到用户基数的不同及商业化变现的问题, B 站通过提升 Adload 提升广告收入或可为有效方式, 但需考虑用户接受度与商业化的平衡。

我们认为视频中内插入广告或可成为除提高 adload 之外打开广告天花板的又一重要方式。我们注意到, 抖音/西瓜视频开始创作者流量分成。根据加入计划后, 中视频创作者即可获得三个平台的流量收益。考虑到 1) 内容生态为 PUGC 平台发展的核心; 2) 抖音所拥有的 6 亿 DAU 流量池 (1Q2021 平均, 36Kr 报道); 3) B 站创作者激励相对较弱, 根据 B 站 Up 主展示, 目前 1000 播放量收入仅为 3 元。而采用视频内插入广告并与 Up 主进行分成的机制在 Youtube 实行已久、较为成熟, 可有效提高 Up 主收入与创作积极性。考虑到用户接受度的问题, 我们认为 B 站或可通过设置按钮的形式, 将视频内插入广告选择权交由 Up 主, 以降低用户对平台的抵触。

图 36: Youtube 广告分成机制



资料来源: 界面网, 天风证券研究所

根据 Bilibili 创作中心，目前 B 站 Up 主可选择广告形式包括“弹幕、视频内橱窗（电商广告）、视频下广告”三种形式。我们以视频下广告为例，测算 B 站视频下广告业务新增空间。经测算在中性假设（DAU/MAU 维持 25%~30%，eCPM=20）的情况下，视频下广告可为 B 站带来 90~150 亿元的收入空间。

图 37：Bilibili 创作者三种可选广告形式



多样广告位

UP主可选择弹幕、视频内橱窗、视频下 3 种位置来悬挂商品并可自定义自己的个性广告文案

资料来源：Bilibili 创作中心，天风证券研究所

贴片广告收入空间测算：视频下广告采用按曝光量的方式计费。参考贴片广告，由于各大视频网站的会员往往拥有减少或免除观看贴片广告的特权，因此假设购买 B 站大会员的用户在观看视频时不会看到视频下广告。

对视频下广告收入公式的设置如下：

视频下广告收入=广告展示次数*CPM 价格/1000=DAU*日人均视频播放量*365*（1-会员占 MAU 比例）* CPM/1000

日人均视频播放量：根据 B 站财报，1Q21 年 B 站每 DAU 日均播放量约为 27 个，考虑到日人均播放量上限受视频市场/用户总时长影响，考虑到人均视频播放时长变短，未来采用中性假设人均时长为 80 分钟，单个视频假设在 2.5 分钟左右，则假设 23 年人均每日视频播放量为 32 个。

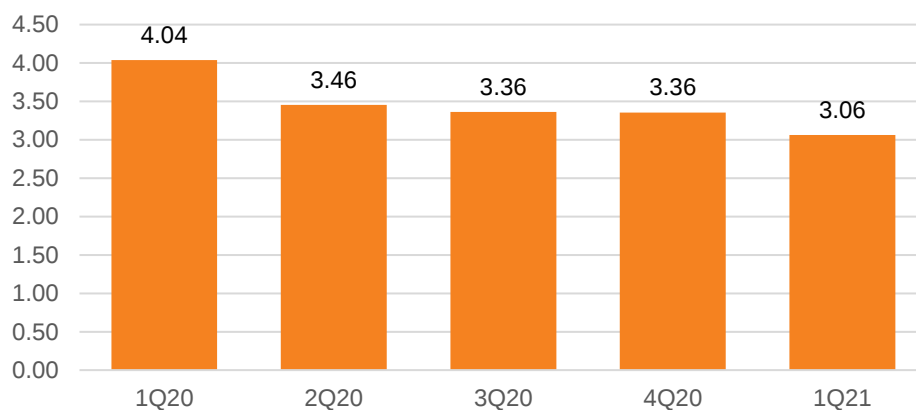
会员数及 DAU/MAU 比例：1Q2021B 站大会员数为 1610 万，同比增速为 48%，假设大会员数量伴随 MAU 增加而同步增加，保守假设下大会员数量假设为 3000 万。根据我们前面的讨论，B 站 DAU/MAU 假设在 25%~30%之间变化。

eCPM：此处假设 CPM=20 元。

视频下广告插入比例：考虑到用户接受度及内容插入视频下广告契合度，此处测算视频下广告在 30%~70%之间变化时广告收入情况。

测算得视频下广告可为 B 站贡献收入在 90~150 亿元之间

图 38：B 站人均播放单个视频时长下降（分钟）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 26：B 站视频下广告收入敏感性测算（亿元）

视频下广告渗透率（列）/ 【DAU/MAU】（行）	25%	26%	27%	28%	29%	30%
30%	65	67	70	73	75	78
40%	86	90	93	97	100	104
50%	108	112	117	121	125	130
60%	130	135	140	145	150	156
70%	151	157	163	169	175	182

资料来源：公司财报，天风证券研究所测算

3.4. VAS 业务——中期重要增长动力

3.4.1. 直播业务收入空间可达百亿级别

B 站持续完善直播生态。游戏：B 站自 19 年起加大了对游戏直播和娱乐直播内容的投入，年末以 8 亿元购得《英雄联盟》全球总决赛未来三年独家直播权，签约知名娱乐主播冯提莫，20 年初任命原头部直播公会 MCN 大鹅文化创始人作为直播业务负责人。**特色业务：**此外，虚拟主播是 B 站直播业务中增长最快的品类。在过去一年，有超过 3.2 万名虚拟主播在 B 站开播，同比增长 40%。B 站是中国虚拟主播最丰富、聚集度最高的平台。虚拟主播极富二次元特色，有助于提高 B 站核心用户留存。

图 39：B 站虚拟主播增长迅速

过去一年, 有 **32,412** 位虚拟主播在B站开播
同比增长 **40%**

直播弹幕互动量 **5.6亿** 同比增长 **100%**

虚拟主播投稿量 **189万** 同比增长 **50%**

虚拟主播稿件播放量 **83亿** 同比增长 **70%**

(B站数据统计:2020年6月-2021年5月)

资料来源: BILIBILI 12 周年演讲, 天风证券研究所

我们对 B 站直播收入测算如下:

我们将 B 站直播业务的收入拆分为 ARPPU 及 MPU, 为便于测算 4 亿 MAU 下 B 站直播收入敏感性, 我们将 MPU 拆分为 MAU 及 MPU/MAU 之比, 计算公式为: B 站直播收入 = ARPPU * MPU * 12 = ARPPU * MAU * (MPU/MAU) * 12。

对标选取: 根据陈睿在 1Q2021 B 站业绩会上的发言, 游戏品类是 B 站直播的第一大品类。游戏品类的在直播主播和游戏视频的 up 主的重叠率超过 40%。泛生活、泛娱乐类的视频内容在 B 站上非常普遍, 同时娱乐类的直播也是直播的第二大品类。我们认为, 1) 游戏业务未来仍然是 B 站重要业务, 游戏生态仍将在 B 站占据重要地位; 2) B 站持续发力生活区, 泛生活类及娱乐类直播仍将是直播业务重要组成部分, 我们选取游戏直播头部虎牙与泛生活类社区直播快手作为对标公司, 测算 B 站直播业务收入。

各项业务假设如下:

- **MPU/MAU 比值:** 根据 B 站 2019Q1 发布的数据, 直播 MAU 占总 MAU 的比值为 11.3%, 直播业务的季度付费人数约为 120 万, 计算出 B 站直播 MPU 占总 MAU 的比值为 1.19%。**对标:** 虎牙在 1Q21 的财报中披露, 虎牙直播移动端 MAU 为 7550 万, MPU 为 590 万, 比值约为 8%。快手的 MPU/MAU 比值 2020 年为 11.97%。考虑到 B 站游戏直播与娱乐类直播兼具, 但社区氛围仍与快手“老铁经济”社区氛围存在一定差异, 我们认为 B 站直播类业务 MPU/MAU 提升存在空间, 但受 B 站整体社区及产品机制影响, 短期内难以快速提高, 我们假设整体 MPU/MAU 比值在 2%~6%之间变化。
- **ARPPU:** 快手直播业务的月均 ARPPU2019 年为 53.6 元, 2020 年为 48 元, 而同行业的虎牙直播在 1Q21 月均 ARPPU 达到 135 元。保守假设下, 我们假设 B 站 ARPPU 在 50~90 元之间变化, MPU/MAU 在 2%~6%之间变化。

测算得 B 站直播打赏收入或可达到百亿级别

表 27: B 站直播业务敏感性测算 (亿元) (行: 付费率; 列: 月均 ARPPU (元))

	2%	3%	4%	5%	6%
50	48	72	96	120	144

60	58	86	115	144	173
70	67	101	134	168	202
80	77	115	154	192	230
90	86	130	173	216	259

资料来源：天风证券研究所预测

3.4.2. 大会员业务收入空间在 53~94 亿元

我们对 B 站大会员业务收入测算如下：

根据 B 站最近一期披露的财报，大会员业务共计有 1610 万人，占总 MAU 之比为 7.2%，较爱奇艺（19%）、腾讯视频（28%）仍有一定差距（由于公司不再披露 MAU，根据公司财报披露订阅人数/Questmobile MAU 计算）。

B 站未披露单独大会员 ARPPU，但包含了增值业务的月 ARPPU 在 2020 年仅为 24.6 元。B 站标准大会员定价为 233 元，但按照 6 折左右付费出售，日常情况下单月包月 15 元；

考虑到：1）PUGC 商业模式与 OGC 商业模式存在差异；2）B 站大力发展 OGC，引进优质国创及日番，自制综艺，有利于提高付费会员占比，我们认为 B 站大会员比例有望逐步提高。我们测算 4 亿 MAU 情况下，B 站大会员在 10~15 元，付费率在 8%~16% 之间的收入变化情况。测算得 B 站大会员业务潜在收入在 53~94 亿元。

表 28：大会员收入敏感性测算（亿元）（行：付费率；列：月均 ARPPU（元））

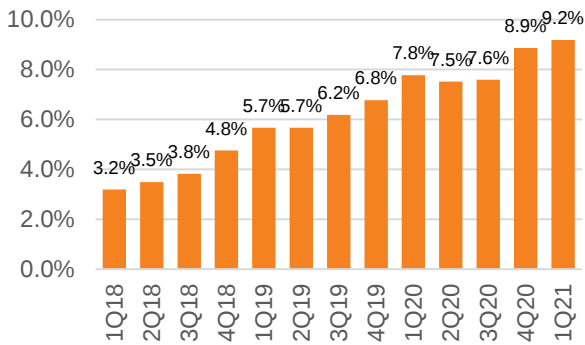
	8%	10%	12%	14%	16%
10	38	48	58	67	77
11	42	53	63	74	84
12	46	58	69	81	92
13	50	62	75	87	100
14	54	67	81	94	108
15	58	72	86	101	115

资料来源：公司财报，天风证券研究所测算

3.4.3. 总结&思考：VAS 短期内成为商业化重要支撑，但长期天花板有限

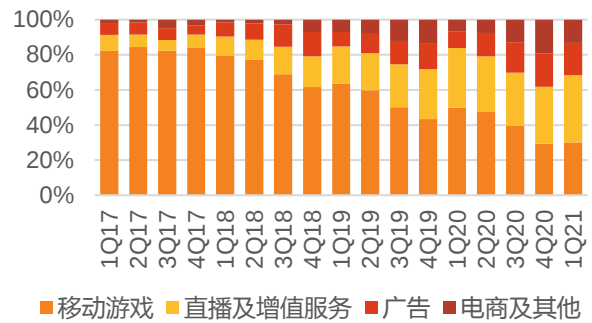
4Q2020，VAS 超过游戏收入，成为 B 站第一大收入来源。我们认为，1）短期来看，直播业务作为 B 站 PUGC 生态重要组成部分，伴随 B 站 PUGC 生态的丰富，直播业务的付费率（MPU/MAU）有望进一步提高，同时大会员付费率进一步抬升，带动整体 VAS 业务收入提升；2）长期来看，考虑到直播业务受供给（依赖主播）与需求（短视频带动娱乐方式多样化对直播业务存在替代效应）影响，天花板较低，其他头部直播平台快手直播业务 1Q21 收入同比为负增长，虎牙直播一季度直播业务收入仅提升 5%，增速长期来看或有所限制，大会员业务受 B 站内容引进策略（考虑引进内容性价比）及内容生态（PUGC 依然占据主导）导致付费率长期或低于 OGC 平台，我们认为 VAS 长期来看或存在一定天花板，而 Bilibili 多元化的商业途径（游戏、广告等）为 Bilibili 中长期商业化增长提供了较好的支撑。

图 40: MPU/MAU 稳中有升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 41: 4Q2020, 游戏收入首次被直播及 VAS 反超



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 投资建议

我们看好视频化浪潮的进一步发展，我们认为，Bilibili 作为 Z+世代 PUGC 唯一标的，增长稳健，用户时长较为稳定，核心管理层方向正确、团队执行力强，4 亿 MAU 可期。截至 2021 年 6 月 28 日，Bilibili 彭博一致预期 FY21~FY23 收入/Non-GAAP 净利润分别为 195/-37 亿，278/-23 亿，376/-4 亿，按照 2021 年 6 月 28 日美元对人民币 1: 6.4566 折算、港元对人民币 1: 0.8312，截至 2021 年 6 月 28 日，对应美股 PS 分别为 16.1/11.3/8.4 倍，港股 PS 分别为 16.0/11.3/8.3 倍，建议关注 Bilibili。

5. 风险提示

- 1、 MAU 增长速度不及预期、DAU/MAU 不达预期：内容领域竞争激烈，B 站用户增长取决于内容生态的完善，以及新用户的渗透情况，有可能出现因内容生态建设机制问题导致的 MAU 增速不及预期的情况；DAU/MAU 与公司商业化天花板有较大关联，考虑到头部 OGC 平台 DAU/MAU 偏低，B 站发力 OGC 有可能导致 DAU/MAU 进一步降低
- 2、 自研进度慢，新游戏上线反响不达预期：B 站自研游戏仍为商业化重要来源，但自研进展一直较为缓慢，若新游上线推出反响不佳，有可能导致 B 站收入整体受影响
- 3、 测算依据第三方数据，可能存在误差：测算多来自 Questmobile、七麦数据等外部平台，可能因统计范围问题导致数据存在误差，从而导致测算结论不准确
- 4、 内容行业版权竞争进一步激烈：综合我们前文的讨论，B 站需发力 OGC 以实现用户增长，若内容行业版权竞争进一步激烈，可能导致内容投入加大、从而影响整体盈利情况

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com