

2018 年 08 月 30 日

# 差异化内容和强社交属性构筑视频社交平台核心竞争力

中性

——从 YouTube 发展历程看哔哩哔哩未来布局

## 相关研究

"行业基本面有望回升，持续关注流量整合及内容付费主线-传媒互联网周报（含全球互联网&教育）20180827" 2018 年 8 月 27 日

"情绪影响下板块回调，持续关注流量整合及内容付费主线-传媒互联网周报（含全球互联网&教育）20180820" 2018 年 8 月 20 日

## 证券分析师

顾晟 A0230517080004  
gusheng@swsresearch.com

## 联系人

顾晟  
(8621)23297818×7412  
gusheng@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- **定位视频分享社区，YouTube 为用户提供丰富的差异化视频服务。**YouTube 成立于 2005 年，是一家以自制视频分享为核心、提供包括音乐、游戏、电视直播等在内的多种视频内容的社交型视频网站。公司成立初始在视频内容上就差异化于传统视频网站，网站成立初期内容均为用户自行制作并上传，平台为用户提供这些视频内容的分享、评论、打分等多项强社交属性服务。2010 年，随着用户对视频内容丰富性要求的提升，YouTube 开始提供包括电影租赁、游戏、电视直播等在内的多种服务视频服务。目前，YouTube 主要依靠广告实现盈利，根据 eMarkter 数据，YouTube 广告收入占 Google 整体广告收入的 15%，而会员付费占比不达 YouTube 总收入的 5%。
- **YouTube 依托分享、评论等强社交服务不断增强用户粘性，有望反超 FaceBook 成为美国第二大流量网站。**YouTube 创立伊始，通过智能推荐+可嵌入的播放器以及便捷的视频共享+可互动的留言板等创新的交互服务，帮助用户在高效便捷的获得感感兴趣的视频内容的同时并增加了视频内容获得有效传播的可能，同时评论留言服务增强了用户在观赏视频内容时的参与感，并能激发内容创作者创作更多优质内容。通过这些强社交属性的服务，YouTube 在 2008 年就成为美国流量第三大的网站，截止目前月活用户达 19 亿，并有望超越 FaceBook 成为美国第二大流量网站。
- **在 Google 技术和资金支持下，YouTube 解决了版权缺失、商业模式匮乏等问题，并在 Google 巨大的流量支持下实现快速发展。**YouTube 在发展过程中面临过版权缺失导致内容大量下降、用户自制内容质量不佳、广告业务拓展不顺利等问题。在被 Google 全资收购后，依托 Google 的资金和技术支持，YouTube 顺利解决了平台内容版权问题，并在 Google 强大的网络带宽支持和编码技术支持下为用户提供更好的观赏效果。同时借鉴 Google 丰富的广告变现经验，YouTube 提供包括贴片广告、信息流广告等在内的多种广告服务，并享受 Google 广告生态链带来的流量红利。
- **社交属性、差异化内容构筑 YouTube 发展核心壁垒，加大利益分享促使用户不断增强内容质量。**YouTube 在建立伊始就提供的差异化内容（以用户自制视频上传为主）和创新的社交属性服务（分享、评论等）构筑了 YouTube 发展的最核心壁垒，通过用户自上传内容，YouTube 在实现平台内容多样性的同时节省了大量的内容采购支出，并减少和外部直接竞争，同时用户自上传内容也成为用户开始社交的基础。而分享、评论等功能增强了平台用户间的互动，加强了平台的社交属性，并为内容创作提供不断动力。而在广告分成机制的刺激下，YouTube 上整体内容水平不断提升，并出现了 MCN 这一专业视频服务商，内容质量的不断上升，进一步增强了用户对于平台内容的追捧，公司的社交基础不断夯实。
- **推荐关注：Bilibili (BILI.O)** 是国内最大的二次元视频社交网站，网站为 Z 世代（95-00 后）用户提供动画、漫画、游戏等多种内容服务，截止 2018Q2，B 站的 MAU 达到 8,500 万，同比增长 29.8%，正式会员数为 3,800 万，同比增长 44%，付费用户为 296.6 万，同比增长 177%，B 站已经成为中国目前最大的 PUGC 视频分享平台。



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 投资案件

### 结论和投资建议

YouTube 作为全球最大的视频社交网站，社交属性、差异化内容构筑 YouTube 发展核心壁垒。YouTube 上品类繁多的用户上传内容在保证平台内容多样性的同时，降低了内容采购成本并减少外和外部视频网站的直接竞争。而通过对用户上传视频的分享和评论，增加了平台用户间的交互，使得 YouTube 具有了极强的社交粘性。在此带动下，YouTube 月活用户达 19 亿并有望超越 Facebook 成为美国第二大流量网站。

B 站是国内最大的二次元视频社交网站，也是国内最大的 PUGC 视频分享平台。B 站为 Z 世代（95-00 后）用户提供动画、漫画、游戏等多种内容服务，截止 2018Q2，B 站的 MAU 达到 8,500 万，同比增长 29.8%，正式会员数为 3,800 万，同比增长 44%，付费用户为 296.6 万，同比增长 177%。在广告和用户付费的带动下，18Q2 公司实现营业总收入 10.27 亿元，同比增长 76.1%，环比增长 18.3%；毛利润 2.51 亿元。

### 原因及逻辑

1、社交属性作为最强的用户间关系，能够为平台带来足够的用户流量和用户粘性。在移动互联网流量红利逐渐消失后，增强平台社交属性有助于平台在存量流量市场中获取更多流量，并依托后期运营产生盈利可能。

2、年轻用户作为未来消费主体，他们的消费能力和付费意愿相比以往都有明显提升，同时他们的消费更加个性化。社交视频网站独有的社交属性和个性化的内容，有望获得年轻用户的青睐。

### 有别于大众的认识

市场认为在流量红利逐渐消失后社交平台面临巨大压力。我们认为在流量红利消失后，有优质运营能力和差异化运营特点的社交平台有望在流量的存量市场中切得更大的蛋糕。视频社交媒体由于内容的丰富性和用户的年轻化，有望在年轻用户的极强创造性和强大付费能力带动下迎来快速发展。

## 目录

<b>1. YouTube 是全球最大的视频分享社区 .....</b>	<b>6</b>
1.1 建立伊始定位为用户创造社区的视频分享网站 .....	8
1.2 短视频为主向全内容视频服务平台转化 .....	8
1.3 宽带技术提升和移动设备普及带动 YouTube 快速发展 .....	11
<b>2. Google 收购 YouTube，解决三大发展痛点 .....</b>	<b>11</b>
2.1 视频侵权、变现率低、内容需求改变，三大痛点制约公司发展 .....	12
2.1.1 版权问题严重，视频遭大量下架 .....	12
2.1.2 经营成本巨大，缺乏变现模式，难以盈利 .....	12
2.1.3 内容需求产生变化 .....	13
2.2 Google 入驻，资金+变现模式+内容引导全面助力公司发展 .....	14
2.2.1 支付费用+分享收入解决版权问题 .....	14
2.2.2 利用 Google 网络优势大幅降低经营成本 .....	15
2.2.3 全新的视频广告形式和商业模式带来广告收入快速增长 .....	15
2.2.4 逐渐形成从业余内容驱到专业内容主导的演变 .....	16
<b>3. 内容社交高粘性+Google 优质资源构筑公司核心差异化优势 .....</b>	<b>17</b>
3.1 利用 Google 具有绝对优势的搜索网络获取用户 .....	18
3.2 Google 有力的技术和资金支持 .....	18
3.3 视频传播、搜索和社交等功能具有不可替代性 .....	19
3.4 社交网络格局已经基本成熟，新兴平台难以撼动行业格局 .....	20
<b>4. 从 YouTube 看 B 站的发展前景 .....</b>	<b>20</b>
4.1 用户定位 Z 世代，以 PUGC 内容为主，差异化于国内其他视频网站 .....	22
4.2 从 B 站布局看其发展前景 .....	24
4.2.1 “大会员”刺激用户付费 .....	24
4.2.2 原创视频激励激发用户内容创作热情 .....	24
4.2.3 社区功能加强 .....	24
4.2.4 信息流广告带动广告收入增长，未来重视广告流量变现 .....	25

## 图表目录

图 1: YouTube 目前经营的业务状况.....	6
图 2: YouTube 开创全新的交互模式.....	7
图 3: 2005 年 YouTube 创新推出社交视频分享平台 .....	8
图 4: 同时期 YouTube 竞争对手 Google Video .....	8
图 5: 美国在线视频和传统电视月观看人数 (百万人) .....	9
图 6: YouTube 点击率遥遥领先其他视频网站.....	9
图 7: 美国带宽视频订阅用户超过有线电视订阅用户, 并持续增长 .....	9
图 8: 美国热门在线视频流媒体 App 的使用时长.....	11
图 9: 美过短视频 App 的使用市场大幅超过长视频 .....	11
图 10: 美国用户在 OTT 看观看各大视频平台的时长 .....	13
图 11: YouTube 活跃用户数量远大过其他视频网站 .....	13
图 12: 全新的商业模式 .....	15
图 13: Google 是美国互联网广告的巨头.....	15
图 14: YouTube 广告收入占美国数字视频广告约 20%.....	15
图 15: YouTube 给头部内容创作者的收益约为其他社交平台的 2 倍.....	16
图 16: 长尾部内容占总观看量的比例降低, 头部内容占主导地位 .....	17
图 17: YouTube 已经成为美国市场第二大搜索引擎 .....	19
图 18: YouTube 是美国第二大互联网社交平台 .....	20
图 19: B 站营业收入及增长情况 .....	21
图 20: B 站毛利润及毛利率情况 .....	21
图 21: B 站付费用户人数和增长情况 .....	22
图 22: B 站月活跃用户人数和增长情况 .....	22
图 23: B 站在其交互功能和视频内容上与 YouTube 都有极大的相似性 .....	23
图 24: B 站推出的“bilibili 动态” .....	24
图 25: YouTube 推出的“社区” .....	24
表 1: YouTube 的发展历史 .....	10
表 2: YouTube 用户上传内容变化 .....	14

表 3: B 站的营业收入状况 (单位: 百万美元) .....	21
表 4: 重点公司估值表 .....	25

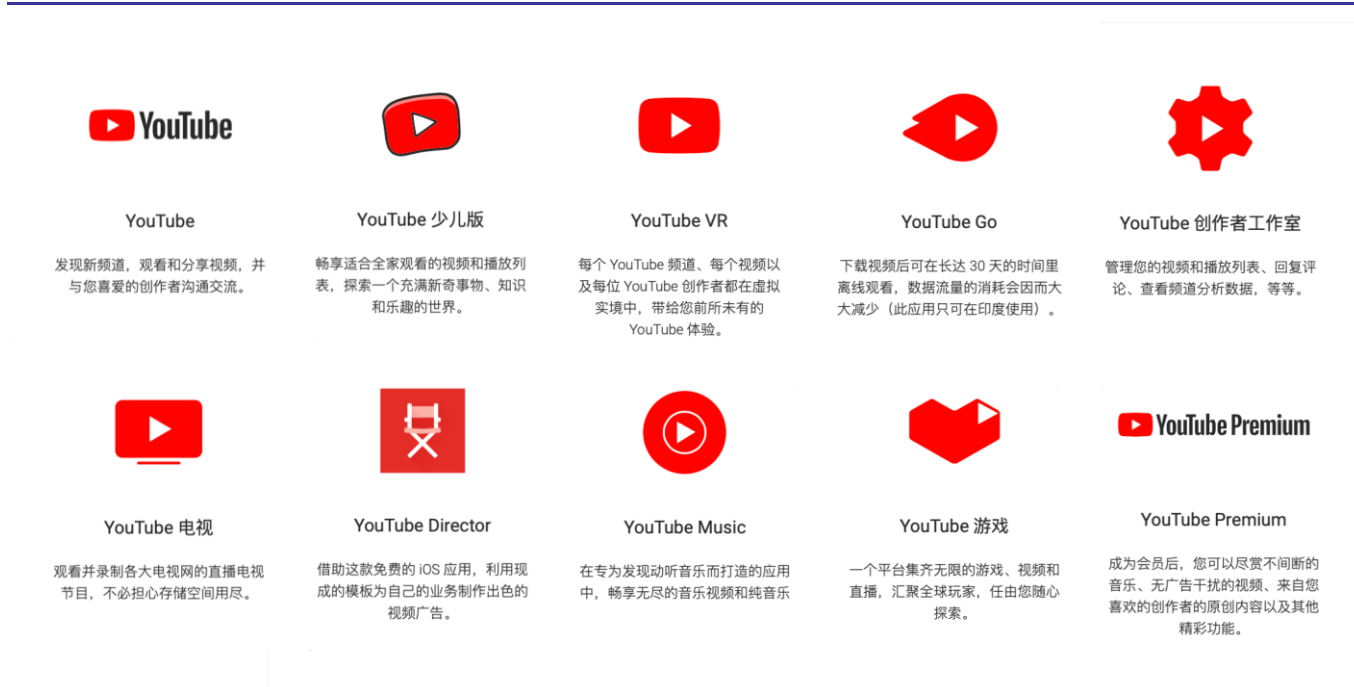
## 1. YouTube 是全球最大的视频分享社区

YouTube 成立于 2005 年，为用户提供包括视频分享、音乐、电影租赁、游戏、电视、广播直播等多种网络视频服务。正式运营不到一年，YouTube 就宣布其平台每天视频的播放量达到近 1 亿次、超过 100 万人浏览，每天有 6.5 万个视频被上传，根据网络监测网站 Hitwisede 的数据，近 60% 的互联网视频都在 YouTube 上播放。根据 Alexa 研究的资料，YouTube 在 2008 年已经成为了流量第三的互联网站。

经过 12 年的发展，YouTube 已经成为一个拥有良好互联网社区环境，以视频分享为核心，并提供全面视频服务的视频网站。目前，YouTube 上主要有 18 大类内容，分别为：汽车与交通工具、时装及美容、喜剧、教育、娱乐、家庭娱乐、电影与动画、美食、游戏、DIY 教学、音乐、新闻与政治、非营利组织与社运活动、人物与博客、宠物与动物、科学与科技、体育、旅行与活动。

自 YouTube 成立以来就一直是全球最大的视频分享平台，也是全球流量最大的网站之一，目前已经有 19 亿的月活跃用户。根据 18 年 8 月份 SimilarWeb 与 CNBC 联合进行的一项研究显示，随着 Facebook 流量的大幅下降，而 YouTube 流量保持稳定增长，YouTube 即将超越 Facebook 成为美国流量第二大的网站，而排名第一的则是其母公司 Google。

图 1：YouTube 目前经营的业务状况



资料来源：YouTube 官网，申万宏源研究

不同于其他视频网站，YouTube 自 2005 年成立以来就一直定位为用户创造社区的视频分享网站，并在功能上开创了一个全新的视频网站交互模式：智能推荐+可嵌入的播放器以及便捷的视频共享+可互动的留言板，这在当时都是具有创新意义的功能。



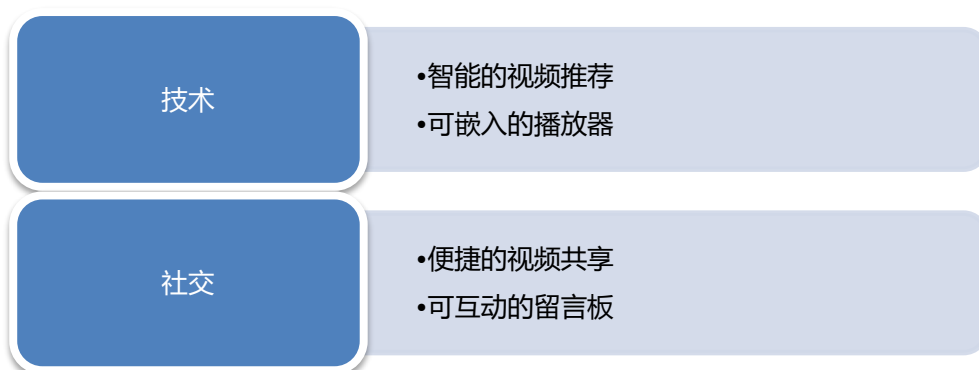
在可互动的留言板下，用户可以对视频进行评论，极大地提高用户在观看视频时的参与感，满足了随着互联网的普及而产生的新的基于互联网的社交需求。视频评论对内容创作者也是一种除了观看量以外重要的激励因素，评论本身不仅为 YouTube 带来了大量的信息流，同时激发用户创作更多可以产生信息流的视频内容，形成了一个良性循环。

智能的相关视频推荐让视频内容更有效的分发。YouTube 在内容分发时不是简单的推荐热门视频，而是根据用户观看和评论的视频内容和喜好的频道推荐相关的视频，这一功能不仅使得视频在互联网上更有效、更迅速的传播，也使得非热门视频有机会获得大量的流量，促使更多的用户参与到视频创作中。

可嵌入的播放器则是 YouTube 提供的一项具有极大便捷性创新功能。嵌入在网页中的播放器降低了用户观看视频的门槛，这让许多媒体平台也开始使用 YouTube 作为他们的视频托管服务。大量的用户和门户使用 YouTube 也为 YouTube 来了巨大的流量。

观看上的便捷性同时大大提高了用户分享视频的意愿，加快了视频的传播速度。在 YouTube 之前，在线视频播放往往需要使用客户端，而 YouTube 创新式的交互界面使读取视频内容变得更加容易，用户可以在社交网站上分享视频，而之前用户只倾向于在朋友之间分享视频。YouTube 于 2005 年成立以后，在当时最大的社交网站 MySpace 上很快受到欢迎，许多 MySpace 的用户在他们的个人页面中置入 YouTube 的视频。Myspace 意识到这可能会对新的 Myspace Video 服务造成威胁，因此禁止用户在个人页面中植入 YouTube 的视频，但是这一举措遭到了用户的大量反对。

图 2：YouTube 开创全新的交互模式



资料来源：申万宏源研究

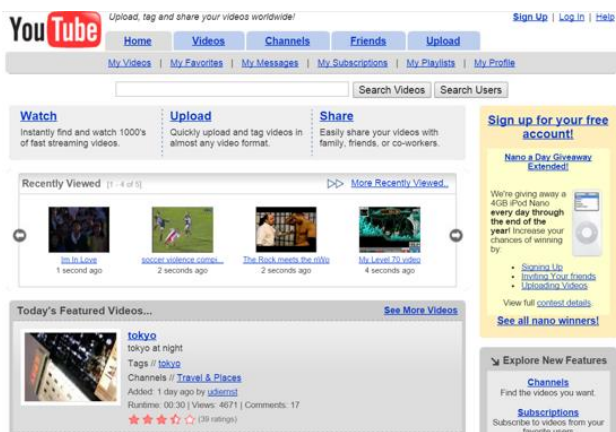
广告是主要营收方式，用户订阅收入占比较小。YouTube 的主要收入来自广告业务，包括广告视频投放、推荐位竞价、广告数据分析等。2015 年，YouTube 推出了付费订阅服务，提供原创自制剧和免广告播放等会员功能，但由于 YouTube 一直采用可跳过的 TrueView 广告，对自制剧的投入较低，也没有进行大力推广，因此用户的付费意愿并不高。截止至 2017 年，YouTube 订阅用户只有 150 万，根据 Business Insider 的研究资料，YouTube 来自订阅相关的收入的不到 5%。

## 1.1 建立伊始定位为用户创造社区的视频分享网站

YouTube 上线初期与其当时主要的竞争对手 Google Video 以及 2007 年由 Netflix, Hulu 等视频网站推出的视频流媒体服务在产品功能和定位上有很大的不同。

相比 Google Video, YouTube 的评论等功能更具社交属性。Google Video 一样为用户提供上传和分享视频的服务,但其社交功能远不如 YouTube 丰富,YouTube 允许用户给视频评论、打分,并且将用户互动热门的视频推荐在其主页上,而 Google Video 在交互性上更偏向于提供视频上传和分享服务的在线播放器。因为 YouTube 的社交属性,用户在视频网站上不仅可以观看视频,更乐于向朋友传播这些视频,这给 YouTube 上的视频内容带来了潜在的病毒式传播效应。

图 3: 2005 年 YouTube 创新推出社交视频分享平台



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

图 4: 同时期 YouTube 竞争对手 Google Video



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

相比 Netflix, YouTube 与用户的关系是内容的托管。Netflix 的 Watch Now 是一项通过互联网直接向客户提供电影租赁的视频流媒体服务, Hulu、Apple 也相继推出类似服务, 这些视频网站采用付费订阅的形式向用户提供购买版权的视频内容——影视剧、自制剧, 用户与这些平台的关系是一种“租赁”关系。而 YouTube 采取了完全不同的模式, YouTube 上的主要内容来自于用户上传, 实际上为用户提供免费的视频“托管”服务、用户可以在这个托管平台下进行视频内容的搜索与分享, 并且允许用户发表评论。

## 1.2 短视频为主向全内容视频服务平台转化

早期 YouTube 内容普遍在 15 分钟以内, 方便内容上传及传阅。YouTube 的定位是具有社交属性的视频分享平台, 因此网站主要内容均为用户自上传。平台虽然没有限制用户上传视频的时长, 但用户上传内容的目的在于朋友之前的分享传阅, 为了方便内容的上传和在好友间的快速传阅, 早期的平台视频内容的时长普遍在 15 分钟以内。

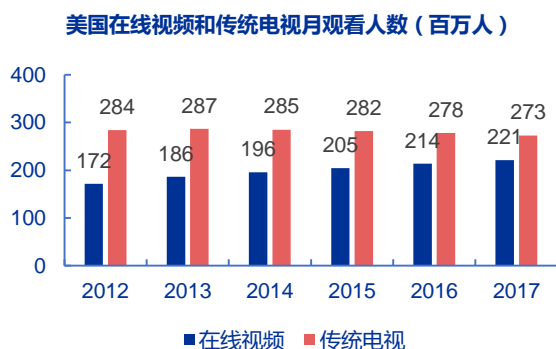


**版权问题促使 YouTube 缩短单视频时长。**2006 年起，因为面临大量的版权起诉又缺乏有效的技术支持来保证上传视频内容的技术审查，YouTube 为了防止侵权视频的传播，把用户上传的视频限制为 10 分钟以内。被 Google 收购以后，Google 帮助 YouTube 解决版权问题，与广播电视公司达成合作协议。广播公司也因为看好 YouTube 的传播效应，开始将 3-5 分钟的视频片段上传到 YouTube，广播节目的视频片段创造了当时 YouTube 最主要的流量来源。

**应对用户不同需求，开始提供电影租赁、长视频、自制剧等多种视频服务。**2010 年起，随着观看在线视频的互联网用户增多并且对内容质量有了更高的要求，因此 YouTube 也顺应用户需求变化提供更多内容服务，2010 年，YouTube 推出了电影租赁业务，希望抢占用户在互联网上观看长视频的时间。同时公司也开始筹划原创自制的长视频内容以应对 Netflix 等公司的竞争，并在 15 年推出了付费的原创自制剧。2015 年，YouTube 推出了 Red 会员订阅服务，付费会员除了享有免广告播放等功能特权还可以观看 YouTube 推出的原创自制内容。不同于 Netflix 的高投入自制内容，YouTube 的自制内容投入相对较小，首批上线的 4 部自制剧皆为与在 YouTube 频道上具有众多用户订阅的网红视频博主合作的小成本节目。根据 Wall Street Journal 新闻报道，YouTube 计划在原创内容上的投入数亿美金（而同期 Netflix 对原创内容投入超过 60 亿美金），目前已经发布 69 部原创内容，并计划再发行 14 部。

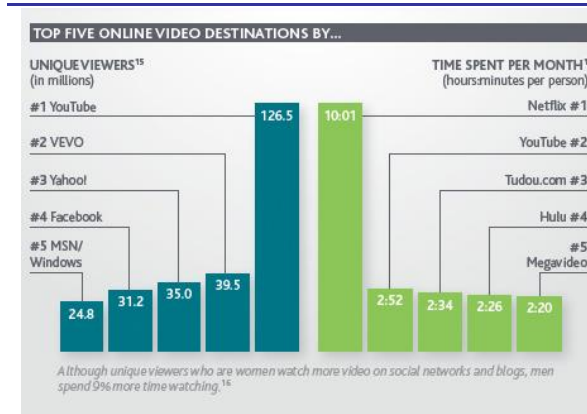
**推出 YouTube TV，满足用户对于有线电视台内容的需求。**除了为用户提供海量优质互联网视频内容，随着带宽的速度提高和机顶盒设备进入美国家庭，美国用户通过网络看电视的人增多，并在 14 年超过了传统电视。为了抢占 OTT 市场，YouTube 在 2017 年推出了 YouTube TV，订阅用户可以通过网络观看授权的有线电视台。

图 5：美国在线视频和传统电视月观看人数(百万人)



资料来源：eMarketer.com，申万宏源研究

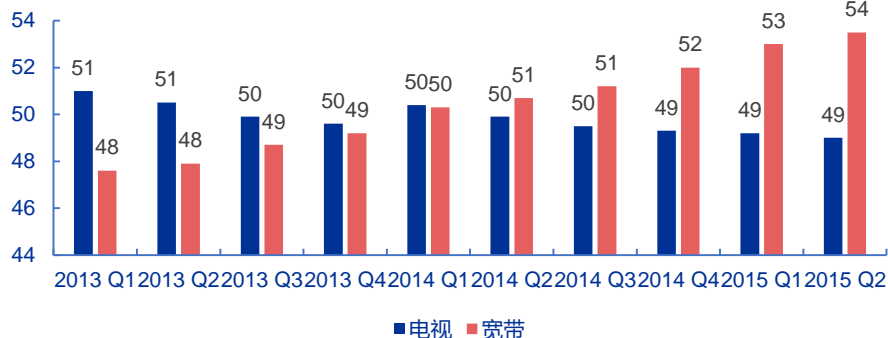
图 6：YouTube 点击率遥遥领先其他视频网站



资料来源：TechCrunch，申万宏源研究

图 7：美国带宽视频订阅用户超过有线电视订阅用户，并持续增长

美国视频服务订阅用户（百万人）



资料来源：Leichtman Research Group, 申万宏源研究

经过 12 年的发展，YouTube 由一个承担社交功能的短视频分享平台，发展成为一个提供包括长视频、直播、广播电视分发的全服务视频平台。

表 1：YouTube 的发展历史

阶段	主要历程
2005-2006	2005 年 11 月，YouTube 从投资公司 Sequoia Capital 获得 350 万美元的融资，增加带宽、提升服务器，并向公众全面开放
	2006 年，2 月 YouTube 因其网站传播大量的盗版视频，被美国全国广播公司 NBC 要求撤下《周六夜现场》(Saturday Night Live) 中音乐电视模仿秀《慵懒星期天》(Lazy Sunday) 的视频片段；同时还面临包裹日本娱乐集团 Japanese entertainment group、喜剧中心 Comedy Central 等传统广播节目公司、唱片公司的诉讼，许多热门视频从其网站被删除
2006-2010	2006 年 10 月，Google 以 16.5 亿美金收购了 YouTube，同时 Google 也与环球唱片、Sony BMG 及华纳音乐及哥伦比亚广播公司等广播电视公司、唱片公司达成内容授权及保护协议，并开始在世界范围内积极促成与传统广播电视公司合作
	2007 年 7 月，YouTube 与 CNN 联合主持了美国总统大选
	2007 年 8 月，Google 开始在 YouTube 视频中投放横幅广告和贴片广告，同时推出“合作伙伴计划”，让用户可以获得内容带来的广告收入
	2009 年，YouTube 和 Vivendi 合作推出新的音乐视频服务 VEVO，在 YouTube 上发布免费音乐
2010-2015	2010 年，YouTube 开始租赁电影；
	2011 年，收购原创网络视频公司 Next New Networks 并推出原创视频；推出 YouTube Live 直播，正式进入广播业务；
	2015 年，Google 推出了专门为游戏玩家服务的平台 YouTube Gaming，提供游戏视频、直播等服务，与 Amazon 旗下的 Twitch 展开竞争（Amazon 以近 10 亿美金收购了 Twitch）
2015-2017	2015 年，推出 YouTube Red 付费订阅服务，向会员提供原创自制剧和免广告播放等会员功能
	2017 年，Google 推出 YouTube TV，提供付费的 OTT 内容 MVPD（多频道视频节目分发商）流媒体订阅服务，用户可以通过订阅观看有线电视台节目
2018	YouTube 推出专属 MCN 多频道联盟的“合作伙伴计划”

资料来源：申万宏源研究

### 1.3 宽带技术提升和移动设备普及带动 YouTube 快速发展

#### (1) 宽带质量提升+数码设备普及提供在线视频发展基础

1997 年，早在 YouTube 问世之前，美国就诞生了最早的视频分享网站 shareyourworld.com，但是由于当时视频和网络技术发展不够成熟、数码摄像设备暂未普及等等原因，该视频网站没有在互联网用户中流行起来，而高昂的带宽成本则让公司的持续经营产生困难，shareyourworld.com 于 2001 年正式关闭。

2005 年起，得益于在线视频技术的发展、宽带的普及和速度的提高以及包括手机等数码摄像设备在美国家庭的普及，以 YouTube 为代表的视频网站开始流行起来。YouTube 在公开测试的 6 个月后从 Sequoia Capital 获得了 350 万美元的投资，顺利解决了带宽成本和服务器的问題，并于 11 月正式上线。被 Google 收购后，YouTube 在 2007 年利用其技术和带宽资源的优势率先为用户提供 720P 的高品质视频格式并获得了用户的极大欢迎。

#### (2) 移动设备迅速普及推动移动视频快速发展

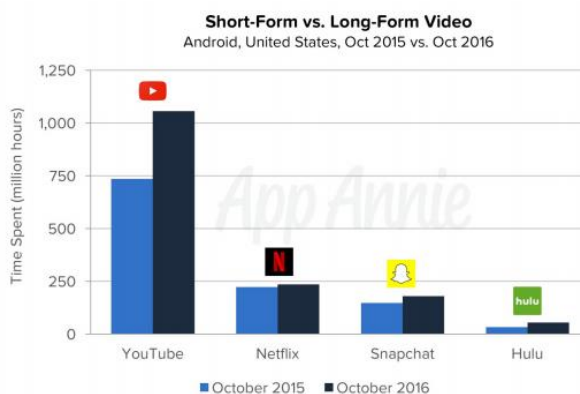
2009 年起，智能手机和平板电脑的爆发式增长带动了移动视频需求的增长，各大视频网站都开始推出移动终端的流媒体服务。随着智能手机的普及，用户观看网络视频的时间越趋趋向于碎片化，从而使以中短视频为主的 YouTube 成为用户打开次数最高的视频网站。根据 AppAnnie 的资料统计，在美国 YouTube 一直是移动终端使用时间最长的视频平台，2015 年用户月使用时间大约是 Netflix 的 3 倍，2016 年用户月使用时长同比增长 45%，而 Netflix 仅有小幅度的增长。

图 8：美国热门在线视频流媒体 App 的使用时长



资料来源：AppAnnie，申万宏源研究

图 9：美国短视频 App 的使用市场大幅超过长视频



资料来源：AppAnnie，申万宏源研究

## 2. Google 收购 YouTube，解决三大发展痛点

2006 年 10 月 Google 以 10.6 亿美金整体收购 YouTube，开始以支付版权、商业合作等方式解决 YouTube 的版权问题，并积极与传统电视台合作，并在 YouTube 视频中投放横幅广告和贴片广告，成为视频广告的一种全新的模式。

## 2.1 视频侵权、变现率低、内容需求改变，三大痛点制约公司发展

作为互联网和电视之间的融合媒介，YouTube 突出了传统广播电视与数字窄播之间的一系列矛盾，其运营过程中会受到传统代理人（网络广播公司和电视观众），内容（节目类型和风格）和机构（版权商和广告商）的共同影响。这三者间的共同影响突出了 YouTube 当时面临的主要问题：传统广播公司因为不想用户被分流而拒绝向 YouTube 出售版权，广告商也不希望自己的广告呈现在低质量的家庭视频内容中。

### 2.1.1 版权问题严重，视频遭大量下架

**YouTube** 作为一个新兴的视频分享平台，在创立初期，由于没有完善的政策法律限制，版权问题变得尤为突出。在 YouTube 成立初期，利用 1998 年的数字版权“安全港”条款<sup>1</sup>公司避免了大量公司的诉讼，只要版权持有者不向政府主张其拥有视频内容的版权，YouTube 就可以暂时免费使用。YouTube 利用这个“安全港”的条款获取的巨大的流量，根据 YouTube 创始人 Chen 披露，当时大约 80% 的视频存在侵权问题，如果这些视频从 YouTube 的网站上删除，网站的流量可能会降到 20% 左右。这其中包括 NBC 在 2005 年 12 月推出的节目《Lazy Sunday》，这个节目首播后不久就被用户上传到 YouTube，几天之后就获得了 500 万播放量，成为 YouTube 上最热门的视频。而 NBC 为了减少 YouTube 对节目传播造成的影响，很快就在 Apple iTunes 上免费提供了正版的视频资源。

尽管版权所有者看好 YouTube 病毒式的传播效应，没有立即对 YouTube 提起诉讼，但 YouTube 的运营模式显然已经不能够持续地发展。YouTube 开始面对如同 Napster 一样严峻的版权问题——Napster 作为提供在线音乐共享服务的网络平台，因其网站存在大量侵权的音乐被唱片公司诉讼，要求其关闭网站。2006 年 2 月，YouTube 在 NBS 的要求下删除所有《Lazy Sunday》的视频片段；2006 年 10 月，YouTube 在被日本娱乐集团 Japanese entertainment group、喜剧中心 Comedy Central 投诉后删除了近 30,000 个剪辑视频。此外，Google 在收购 YouTube 之前，为了自己能拥有更大的议价能力，也协助媒体行业创建一套名为 Content ID 的系统，用来监察视频和音频版权。

### 2.1.2 经营成本巨大，缺乏变现模式，难以盈利

除了版权侵权给 YouTube 带来了可能面临的巨额罚款，高额的带宽和服务器成本也让 YouTube 的持续经营产生问题。YouTube 虽然拥有巨大的流量，也由此带来了巨大的带宽压力。根据 arstechnica 的调查资料，2006 年 YouTube 每天上传的数据以及达到 200Tb，带宽成本已经达到每月 200 万美元。而在被 Google 收购以前的 YouTube 的广告模式比较单一，主要为在网站首页展示广告商的广告视频，并且广告商对 YouTube 的广告环境不看好，认为其充满劣质、侵权的视频。因此，YouTube 缺乏有效的流量变现模式。根据分析师的平均估算，YouTube 在 2016 年每月的收入大约仅为 100 万美元。

<sup>1</sup> 根据“安全港”条款规定，网络服务提供商在收到警告后，如果立即撤下侵权内容，就不用为用户的侵权行为负责。

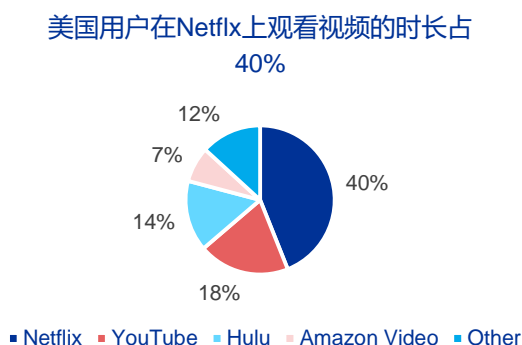
### 2.1.3 内容需求产生变化

#### (1) OGC 占据用户使用时间

视频内容最早是由传统广播电视台制作并通过电视台播放，随着互联网的普及与带宽成本的下降，年轻观众越来越多地在互联网平台上观看视频，视频网站开始涌入更多竞争者。

早期内容制作水平较差限制 YouTube 广告价值。2007 年，Netflix、Hulu 相继推出视频流媒体服务，与 YouTube 不同，Hulu、Netflix 为观众提供电影、电视等优质长视频（称为 OGC），而 YouTube 上的视频主要为用户自己拍摄上传的视频内容，称为 UGC，还有一些具有专业水平或由专业团队制作，但又不及 OGC 的，称为 PGC/PUGC。UGC 视频的特点为简短、有趣，但质量水平较低，因此广告主对 YouTube 的广告环境并不看好。

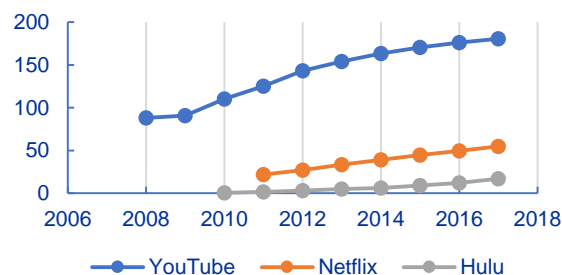
图 10：美国用户在 OTT 看观看各大视频平台的时长



资料来源：Business Insider, 申万宏源研究

图 11：YouTube 活跃用户数量远大过其他视频网站

美国三大视频网站的用户数量（百万人）



资料来源：statista、申万宏源研究

提供长视频的 Hulu 虽然在人气方面无法与 YouTube 竞争，但他们提供高质量的长视频节目更能吸引用户、占据用户的使用时间，加上其简洁整齐的视频界面，提供了更加友好的广告环境，Hulu 开始受到了广告主的青睐（最初它只允许用户商业广告中断的情况下观看节目）。由于其强有力的广告模式，部分广播电视开始退出与 YouTube 的合作，将自己的视频内容授权给 Hulu，NBC 在 2007 年 10 月结束了与 YouTube 合作后，就开始将自己的热门剧集《辛普森一家》、《The Office》在 Hulu 上播放。根据 dmwmedia 的分析，尽管在 2008 年，YouTube 通过视频广告获得了 1 亿美元的收入，高于 Hulu 的 7000 万美元，但 YouTube 在美国市场有 8300 万观众，仅有 3% 的剪辑内容为 YouTube 提供了广告收入，而 Hulu 只有 621 万用户，有 70% 的视频创造了利润。

#### (2) 观看需求与内容上传不匹配

“人物与博客”类频道由于从频道属性上看类似个人主页，在用户社交意愿加强趋势下频道数量快速增长，连续多年“人物与博客”是 YouTube 上第三大活跃类别，占有上传内容的约 9%。但由于个人创作能力有限，“人物和博客”类内容的视频上传数量的增长速度没有频道数增速快，用户的观看需求和内容创作者的视频供给能力产生偏差。



表 2: YouTube 用户上传内容变化

阶段	主要内容
2006— 2009	YouTube 上的大多数频道属于音乐类别，2009 年达到了高峰，有超过 20% 的创建的频道为音乐视频；娱乐、人物和博客以及教育也一直受到创作者的欢迎。
2010— 2015	从 2010 年起，大多数新创建的频道都是“人物和博客”，到 2016 年，创建的视频频道频道中，“人物和博客”累接近 75%；游戏在 2012 年开始成为第二大频道类别，并一直保持。

资料来源：申万宏源研究

### （3）长尾内容无法有效分发

YouTube 平台上，头部内容已经拥有较高的播放量和订阅量，因此他们有更多的共享基础，更容易获得新的点击；同时一些非热门频道频道（例如“人物和博客”）上传量剧增，而观看用户的兴趣却没有那么强烈，导致需求和供应之间的不匹配也日益增加，因此平台上大量的长尾内容得不到有效分发。同时，YouTube 在被 Google 收购后，在未经版权所有者的许可的情况下，新技术严格限制了业余爱好者在视频中使用未授权的音视频内容。因此，业余爱好者越来越难在 YouTube 激烈的市场环境中发展和生存，平台内容生产受到一定的压制。

## 2.2 Google 入驻，资金+变现模式+内容引导全面助力公司发展

### 2.2.1 支付费用+分享收入解决版权问题

在被 Google 收购后，由于有 Google 强大的资金支持，YouTube 开始给部分版权所有者的支付电视节目、影视以及音乐的版权费用，公司版权问题得以顺利解决。

针对音乐版权，YouTube 主要采用分享广告收入的形式解决版权问题。被 Google 收购后，YouTube 与包括环球音乐、索尼 BMG、EMI 和华纳音乐集团在内的主要唱片公司达成了协议。根据此协议，唱片公司会收到视频每次播放的费用，并与 YouTube 分享广告收入。YouTube 的音乐频道一直是最热门的频道，目前 YouTube 观看量最多 100 个视频中，95 个为音乐视频。

传统媒体开始主动利用 YouTube 作为分销渠道。与传统媒体的多轮博弈后，一些传统媒体已经意识到 YouTube 上的短片具有“病毒式传播”的效应，其可以为传统媒体的电视节目带来可观的收视，广播电视也渐渐开始与 YouTube 相互利用。YouTube 往往成为人们了解主流媒体内容的渠道，并产生付费观看的意愿，主流媒体使用 YouTube 推广他们的节目，特别是利用 3-5 分钟的片段剪辑，通过 YouTube 让用户观看和传播。2007 年起，一些主要的传统媒体不仅在他们的网站上提供视频服务，还开始在 YouTube 上发布他们的完整节目和节目片段。媒体公司开始认为 YouTube 不是竞争对手，而是重新传播其节目和新广告收入来源的新渠道。

### 2.2.2 利用 Google 网络优势大幅降低经营成本

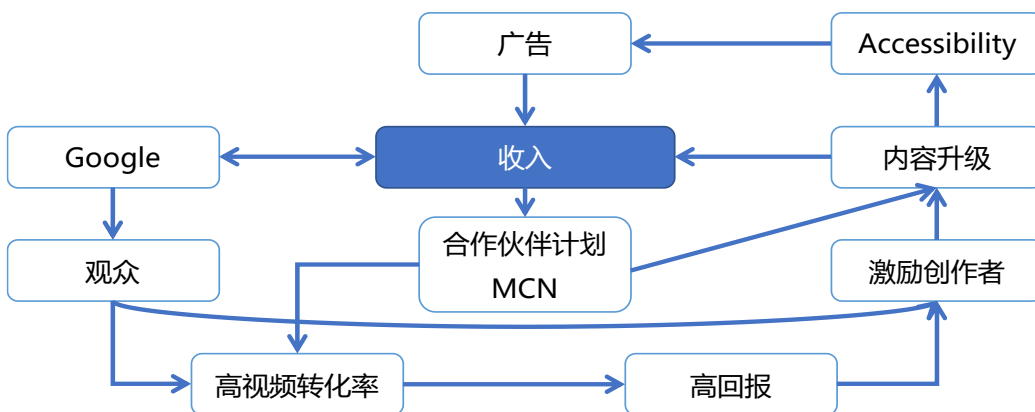
Google 强大的网络支持大大降低了 YouTube 的运营成本。Google 早在 20 世纪 80 年代就开始收购廉价的网络线路，从而可以从宽带公司获得更加廉价的宽带资源；同时 Google 还有遍布全球的数据中心，使得 YouTube 不仅可以提高整体服务速度，在其他网络上运行时成本也会降低。根据 Steven Levy 的估计，凭借 Google 强大的网络资源，YouTube 每个月的运营成本将下降 70%。同时，Google 拥有互联网最大的广告平台，这也帮助 YouTube 节省了很多广告议价成本。

### 2.2.3 全新的视频广告形式和商业模式带来广告收入快速增长

在被 Google 收购后，YouTube 的视频内容和广告环境发生了很大变化。由于 YouTube 的巨大流量，各行业和广告商都对其流量变现产生了浓厚的兴趣，凭借谷歌在广告市场和技术算法上的优势，YouTube 的广告环境也发生了转变。

2007 年，Google 在 YouTube 采用了一种全新的数字广告模式：它将横幅广告放在视频或 YouTube 页面中，在用户观看视频过程中进行广告展示，并采用 CPM 的模式向广告主进行收费。在产生广告收益后，YouTube 将与视频的版权所有者按照一定的比例分享收益。因为内容创作者可以获得可观的收益，激励创作者提供高质量的视频，因此这一广告政策改善了 YouTube 上大量低质量视频的环境，广告环境也相对变得友好。目前，YouTube 在美国数字视频广告收入约占五分之一的市场份额，YouTube 的广告收入也是 Google 广告收入的主要来源之一，约占 10-15%。

图 12：全新的商业模式

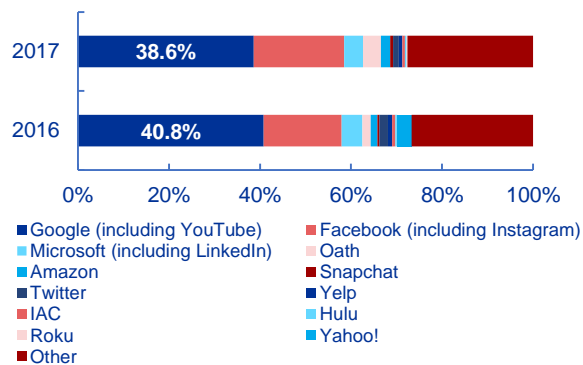


资料来源：TechCrunch, Oleksandra Soroka，申万宏源研究

YouTube 的另一个广告收入来源是“推荐视频”。在 YouTube 推出了“合作伙伴项目”后，2008 年 11 月，YouTube 开始允许用户通过对关键字出价来宣传视频。内容创造者可以通过 YouTube 的自动竞价系统，出价购买关键字的广告位，当其他用户在 YouTube 搜索关键字时，这些视频就会显示在搜索结果旁边。

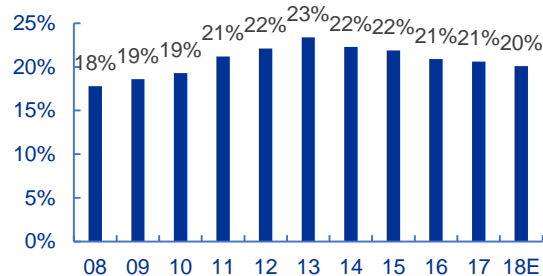
图 13：Google 是美国互联网广告的巨头

图 14：YouTube 广告收入占美国数字视频广告约 20%



资料来源：eMarkter, 申万宏源研究

YouTube在美国视频广告收入的份额



资料来源：eMarkter, 申万宏源研究

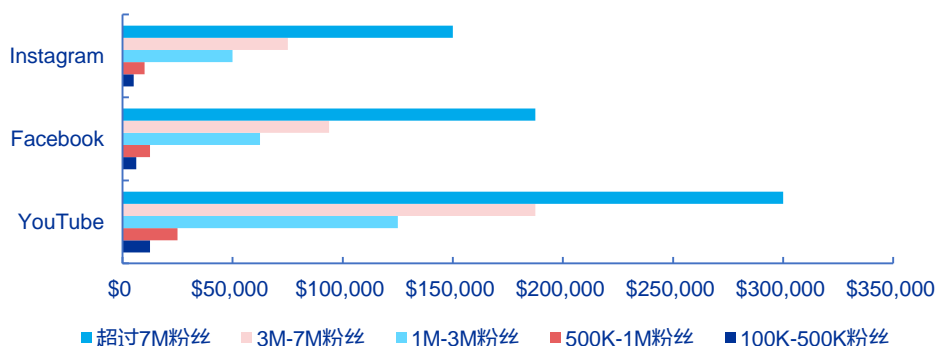
## 2.2.4 逐渐形成从业余内容驱到专业内容主导的演变

一方面,由于 YouTube 重视内容创作者的收益,使得全职经营 YouTube 的用户增加,视频制作能力也明显提升,竞争增加下 YouTube 视频内容质量得以提高。另一方面,随着在线视频服务越来越受欢迎,媒体行业开始认识到 YouTube 具有内容广泛快速传播和广告强交互的两个潜在优势,媒体公司开始重视 YouTube 并将其作为重要分发渠道,希望 YouTube 增加优质内容从而打造一个广告友好的媒体环境。2009 年,YouTube 更改了其主页显示的边栏,由“家庭”、“视频”、“频道”、“社区”四大板块改为“电影”、“音乐”、“秀”和“视频”,其中“视频”是其唯一显示 UGC 的栏目,而其主页推荐也更加偏向推荐高质量的视频内容。而现在,YouTube 又加大了 OGC 出现在边栏的比例,增加了“体育”、“游戏”、“直播”、“新闻”、“全景视频”五类,UGC 内容仅在“时下流行”和首页推荐的部分板块中显示。

由于头部内容创作者创造的优质内容具有更可观的广告价值, YouTube 为刺激优质内容生产开始为头部内容的创作者提供更高的收益,几乎为 Facebook, Instagram 的两倍。在此趋势下, YouTube 上诞生出了专门为视频内容制作者提供服务的 MCN (全称为 Multi Channel Network), MCN 通过资源和资金上的优势帮助内容创作者制作高质量的视频、进行品牌营销、培育受众和广告营销。一方面, MCN 机构通过签约头部内容创作者,为他们提供持续的视频制作支持;另一方面,通过签约有潜力的内容创作者并为他们拍摄专业的视频作品,帮助这些创作者在市场上竞争。

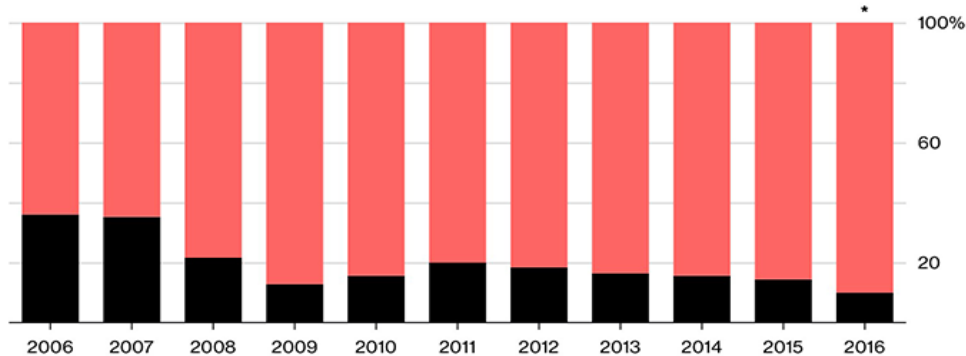
图 15: YouTube 给头部内容创作者的收益约为其他社交平台的 2 倍

各大社交平台Influencer的平均收入



资料来源: Economist, 申万宏源研究

图 16: 长尾部内容占总观看量的比例降低, 头部内容占主导地位



资料来源: Offenburg University, 申万宏源研究

### 3. 内容社交高粘性+Google 优质资源构筑公司核心差异化优势

YouTube 在创立初期凭借其独有社交属性的视频分享网站定位, 又利用当时不健全的版权法规, 通过海量非授权视频的传播得以迅速成长。而 Google 对 YouTube 的收购真正解决了它所面临的版权风险, 也为 YouTube 的流量变现带来了有效的模式。

YouTube 依托母公司 Google 所提供的包括海量用户导入、领先于行业的视频技术、充足的资金和带宽资源, 以及强大的互联网广告网络等支持, 配合公司视频社交的战略定位, 逐渐成为视频网站龙头。同时作为以 UGC 视频为主的视频平台, YouTube 为视频创作、上创、分享等各个方面提供技术和管理的全面支持, 使得创作者生产的内容质量不断提升, 平台从而拥有了大量稳定的用户流量并获得广告商的青睐, 这是 YouTube 持续发展的关键。

### 3.1 利用 Google 具有绝对优势的搜索网络获取用户

Google 是世界上使用用户最多的搜索引擎，全世界超过 80% 的搜索都是通过 Google 完成的。在美国市场，Google 在网页搜索中占近 70% 的市场份额，而在所有搜索指令中 Google 已经占据超过 90% 的市场份额。同时，Google 母公司 Alphabet 旗下已经有 7 个应用产品拥有超过 10 亿用户，包括搜索服务、Gmail 邮箱、Chrome 浏览器、Google 地图、YouTube 视频网站、Android 系统，Google Play 应用商店和 Google Drive 云硬盘。因此，Google 已经构建了巨大、稳定且便宜的用户流量池。

当用户在进行视频搜索时，Google 在搜索结果中会优先向用户显示 YouTube 中的视频内容，特别是 Google 采用混合搜索以后，图像和视频内容会被优先展现在搜索结果的顶部，之后才显示基于非媒体的内容，这样更增加了 Youtube 的曝光几率。正因为 Google 对 YouTube 内容给予高优先级别的展示，用户或门户网站会更倾向于使用 YouTube 展示视频，这毫无疑问会带来更多的用户转化。

### 3.2 Google 有力的技术和资金支持

尽管 YouTube 一直处于“大致收支平衡”的财务状况，但不妨碍 Google 对 YouTube 源源不断的资金投入。因为 Google 提供的庞大免费的互联网服务带来的用户流量总是可以为 Google 的广告业务带来价值，包括为广告商提供用户行为偏好、用户特征等重要营销数据。

#### （1）免费的带宽资源：无限容量的视频托管服务

YouTube 拥有世界上最大的免费视频带宽资源。2006 年，YouTube 上每天上传数据的数据就已经达到 200Tb，其带宽成本达到每月达到 200 万美元。尽管母公司 Alphabet 并没有透露其在 YouTube 带宽资源上的投入，但 YouTube 在 2016 年平均每分钟上传的视频已经超过 300 个小时，同时在 2016 年 11 月，YouTube 已经支持用户上传 4K 质量的视频。YouTube 本质上已经成为一家提供无限视频存储的托管公司，它已经可以为 8K 分辨率的视频提供无限托管服务，巨大的带宽成本优势使得其他竞争者无法撼动公司的霸主地位。

#### （2）免费的视频编码技术

Google 一直向用户提供免费的视频编码技术。目前在互联网应用上使用最多的视频编码标准是 Google 研发、无版权费的 VP9，相比于其他视频编码技术，拥有更好的编码效率。当用户上传视频后，YouTube 还会以几种不同的分辨率对用户上传的视频进行重新编码，将其压缩到合理的大小，然后将 12 个不同的副本发送到全球的 15 个数据中心，以供全球用户快速获取。不仅如此，YouTube 还免费为用户提供最新的视频编码技术，从而为网站用户提供做好的视频观赏效果。

#### （3）最大的免费音乐流媒体平台



根据国际唱片业联合会(IFPI)数据,82%的用户在 YouTube 上会观看音乐相关视频,因此 YouTube 也是全世界最大的免费音乐流媒体平台。目前,YouTube 观看量最多 100 个视频中,95 个为音乐视频。

由于在发达国家音乐的版权保护很发达,音乐流媒体几乎不提供免费使用,用户为了获得音乐产品需要付费购买或者订阅音乐流媒体平台的产品或服务。得益于 Google 的资金支持,YouTube 与全球主要的唱片公司都达成了协议,获得了授权并在其平台上为用户免费提供丰富的音乐视频。

#### (4) 广告价值在 Google 体系内得以放大

在整个互联网广告中,视频广告约占 20%,Google 本身是世界上最大的互联网广告商,约占美国互联网广告市场的 40%,YouTube 作为互联网投放媒体,是 Google 整个广告生态链中非常重要的一环。

依托于 Google Analytics,YouTube 能够对用户搜索、存档内容、观看记录等用户行为进行大数据分析,为广告主精准投放广告提供数据支持。同时,YouTube 也可以向广告主反馈哪些视频带来了订阅者、点击率高低、用户结构统计数据以及观看视频的设备使用情况等数据,为广告主优化广告投放提供帮助。

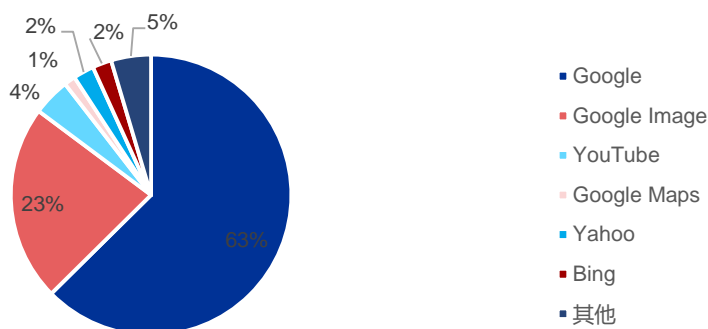
### 3.3 视频传播、搜索和社交等功能具有不可替代性

尽管 YouTube 常被拿来和其他社交网站比较,但其本质还是一个视频网站。与 Facebook/ Twitter 等社交媒体不同的是,虽然社交网站也在推出自己的视频功能,但在 YouTube 上观看视频是完全无障碍的,不需要注册就可以观看。因此在 YouTube 上发表的内容相比其他社交平台具有更强的传播效应。YouTube 与其他视频网站相比,又具极强的社交属性。目前为止,市场上并没有出现 YouTube 真正的竞争者,用户找不到真正可替代的产品。

同时,YouTube 又是一个强大的视频搜索引擎,如果把 YouTube 当作搜索引擎看,YouTube 已经超过 Bing 成为第二大搜索引擎,其每月的搜索次数已经超过 30 亿次,和 Bing, Yahoo, Ask, AOL 的总和相当。这也说明互联网用户对 UGC/PGC 视频有极大的兴趣和需求,而 YouTube 是他们了解和获取这些资源的首要渠道。

图 17: YouTube 已经成为美国市场第二大搜索引擎

美国主要搜索引擎的市场份额



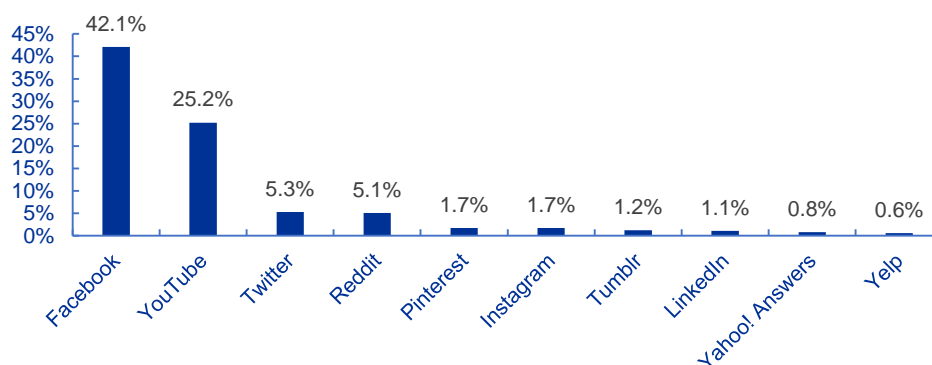
资料来源：eMarketer，申万宏源研究

### 3.4 社交网络格局已经基本成熟，新兴平台难以撼动行业格局

目前在美国市场，仅有四大社交媒体巨头可以保持其平台的稳定运行和发展，分别是 Facebook，Instagram，YouTube，和 LinkedIn。

图 18: YouTube 是美国第二大互联网社交平台

美国市场主要的社交平台市场份额



资料来源：marketingcharts.com、申万宏源研究

YouTube 被谷歌收购后，尽管一直处于“大致收支平衡”的状态，但因为其拥有来自母公司 Alphabet 充足的资金支持，保障版权和带宽资源上的成本开支，使得 YouTube 可以持续的在视频展示技术和视频内容上加大投入，为用户提供更好的视频服务，从而可以不断吸引用户并增强用户对于平台的使用粘性。

## 4. 从 YouTube 看 B 站的发展前景

哔哩哔哩（简称 B 站）是中国视频娱乐领域垂直化龙头，专注于建设年轻人的社区文化，其主要的用户群体为出生于 1990 年至 2009 年之间的 Z 世代。B 站通过其独特的社交服务和丰富的专业用户自制内容（PUGC），在动画、漫画、游戏（ACG）文化平台处于行业领先地位。B 站有着低内容成本的优势的同时，还保有很高的用户粘性。目前，B 站主

要拥有四大业务，分别为：手游业务、直播及增值业务、广告业务和包括电商在内的其他业务。

2018Q2，公司实现营业总收入 10.27 亿元，同比增长 76.1%，环比增长 18.3%；毛利润 2.51 亿元，同比增长 82%，环比增长 18%；毛利率 24.4%，同比提升 0.8pct，环比下滑 0.1pct；其中：

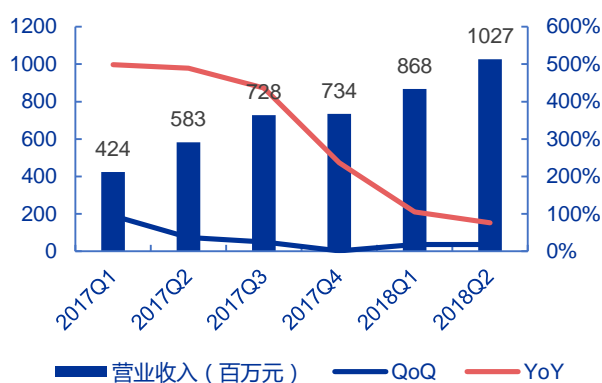
手机游戏业务收入 7.91 亿元，同比增长 60.9%，环比增长 14.9%，占总收入的 77.1%；

直播及增值业务收入 1.19 亿元，同比增长 186.3%，环比增长 23.9%，占总收入的 11.6%；

广告业务收入 9,586 万元，同比增长 131.7%，环比增长 36.1%，占总收入的 9.3%；环比提升 1.2 个百分点，主要是品牌广告增长以及新上线效果广告；

其他业务收入 2,105 万元，同比增长 148.2%，环比增长 58.2%，占总收入的 2.1%。

图 19：B 站营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：B 站毛利润及毛利率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 3：B 站的营业收入状况（单位：百万美元）

	2017 Q1	占比	2017 Q2	占比	2017 Q3	占比	2017 Q4	占比	2018 Q1	占比	2018 Q2	占比
营业收入	424		583		728		734		868		1027	
1.手游收入	349	82.31%	492	84.39%	600	82.42%	617	84.06%	688	79.26%	791	77.02%
QoQ	112%		41%		22%		3%		12%		15%	
YoY	643%		763%		722%		274%		97%		61%	
2.直播及增值业务收入	38	8.96%	41	7.03%	43	5.91%	54	7.36%	96	11.06%	119	11.59%
QoQ	41%		8%		5%		26%		78%		70%	
YoY	322%		128%		65%		100%		153%		190%	
3.广告收入	29	6.84%	41	7.03%	49	6.73%	40	5.45%	70	8.06%	96	9.35%
QoQ	81%		41%		20%		-18%		75%		37%	
YoY	190%		141%		172%		150%		141%		134%	

3.其他收入	8	1.89 %	9	1.54 %	36	4.95 %	23	3.13 %	14	1.61 %	21	2.04 %
QoQ	-15%		9%		301%		-36%		-38%		50%	
YoY	68%		27%		89%		138%		72%		136%	

资料来源：公司财报、申万宏源研究

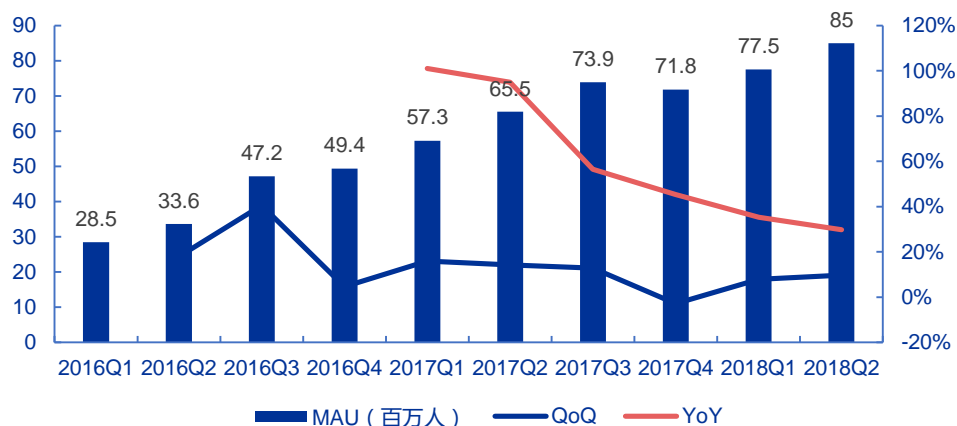
18Q2, B 站的 MAU 达到 8,500 万, 同比增长 29.8%, 环比增长 9.7%; 正式会员数为 3,800 万, 同比增长 44%。其中, 移动端 MAU 为 7,140 万, 同比增长 39%, 环比增长 12.4%, 占总 MAU 的 84%; 18 年 7 月 MAU 达到 9,800 万。付费用户为 296.6 万, 同比增长 177%, 环比增长 20%; 付费率为 3.5%, 同比提升 1.9 个百分点, 环比提升 0.3 个百分点; 手游月度付费用户为 80 万, 同比增长 40%, 环比持平。

图 21: B 站付费用户人数和增长情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22: B 站月活跃用户人数和增长情况



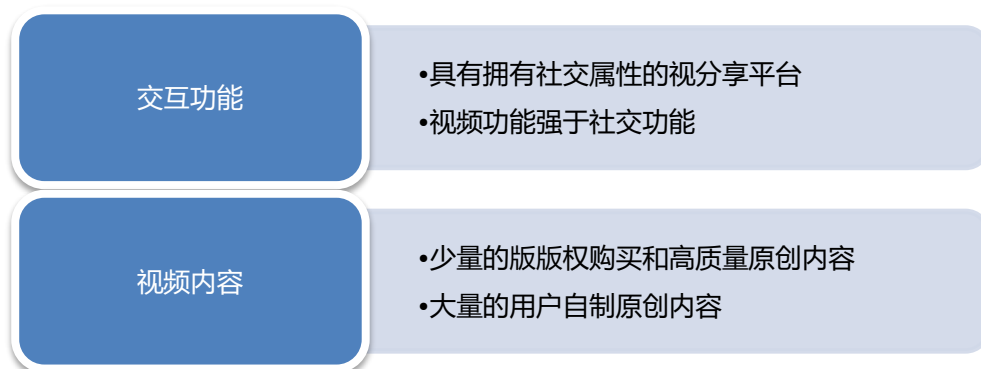
资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 4.1 用户定位 Z 世代，以 PUGC 内容为主，差异化于国内其他视频网站

B 站是目前中国最大的，以 PUGC 为主的视频分享平台。目前，国内视频网站同质化严重，以爱奇艺、腾讯视频、优酷为首的视频网站采取付费订阅+广告贴片的运行模式，主要通过为用户提供高质量的长视频（包括购买影视剧版权、原创自制剧）等内容抢占用户；

而 B 站内容中用户自制内容占 70%，占总播放量的 85.5%。2017 年，B 站内容和版权支出仅占总成本的 13.6%，而爱奇艺内容和版权支出占总成本的 73%。B 站已经成为中国目前最大的 PUGC 视频分享平台，没有直接的竞争对手。

图 23：B 站在其交互功能和视频内容上与 YouTube 都有极大的相似性



资料来源：申万宏源研究

与其他社交平台相比，B 站内容具有可搜索性和更强观赏性。随着移动互联网在中国的迅速发展，UGC 创作者开始更多的分流到微博、微信、头条等社交平台。但在这些平台中视频通常被以信息流的形式推送内容，用户通常只会被推送最近上传的作品。与 YouTube 一样，B 站拥有视频托管和视频搜索的重要功能，这意味着视频不仅可以被用户快速的查找到，也存在更长的保质期。此外其他社交平台的 UGC 视频更倾向于以短视频为主，长度约在 3-5 分钟，而 B 站则与 YouTube 一样，拥有更多 5-15 分钟的中长视频。

“Z 世代”的用户群体推动 B 站 PUGC 的发展。B 站与其他视频网站相比，其用户群体高度年轻化，这是由于 B 站建站初期就将其目标用户群体定位为热衷于 ACG（动漫、游戏）的群体，主要为 90-00 年代出生的“Z 世代”用户。根据 18 年 Q2 财报，B 站有 82% 的用户为 Z 世代用户，总人数约为 6970 万。

“Z 世代”用户相比其他年龄段的用户具有更高的互动意愿。Z 世代用户更喜欢转发、评论、发弹幕、投币以及将视频分享到其他平台。他们也更喜欢在社交网站上组成兴趣社区，这使得某一类视频可以在兴趣社区中非常迅速的传播。同时，B 站的“弹幕”实际上是对视频的二度创作，用户会因为看到内容，而产生创作欲望，与观看用户通过弹幕这种形式的积极互动也会激励 Up 主的持续创作。

目前，B 站约有 70% 的视频为原创内容，原创视频的播放量已经接近 90%。2018 年第一季度，B 站正式推出“创作激励计划”，根据视频内容的价值，对粉丝量超过 1,000 或视频播放量超过 10 万的原创 Up 主提供收益。此计划的推出，可以提高 Up 主的积极性，提高自制内容的制作水平，同时保证了 B 站的自制内容和观众的稳定增长。



## 4.2 从 B 站布局看其发展前景

### 4.2.1 “大会员”刺激用户付费

B 站在 2016 年推出了“大会员”付费会员增值服务，付费会员可以观看 B 站所购买版权的动漫作品。由于这类视频的观看量只占 B 站视频总观看量的 10%，针对的用户群体也较窄，而 B 站又承诺不会给视频添加贴片广告，付费订阅就成为一个较为稳定的变现形式。

同时，“大会员”还提供各种社交增强功能，类似 QQ 会员的服务，为大会员提供诸如特殊的表情包、高亮的名词等增值服务，增强了用户在社区互动的娱乐性。

### 4.2.2 原创视频激励激发用户内容创作热情

B 站在 2018 年 1 月公布“创作激励计划”，这项计划针对拥有 1000+ 粉丝或 10 万累计播放量的 Up 主，当期创作的单个原创自制稿件达到 1000 播放量时，即可开始获得激励收益，收益按照投稿人视频的价值来评估。这一举措可以鼓励新的内容创作者为平台创作更优质、更好看的内容，给平台带来稳定的流量和新的头部内容。根据 B 站 CEO 陈睿的采访，这项计划实施以后，第一季度创作者的活跃度以及投稿数量都有非常明显的增长。同时 B 站正在计划实施更加丰富的商业收益分成方式，与内容创作者分享更多商业收益，鼓励他们创作优质内容。

### 4.2.3 社区功能加强

B 站于 2018 年 2 月份推出“bilibili 动态”，是一个类似微博的社交平台，除了发布视频外，用户还可以在其主页发布图文内容，给用户提供了一个表达自我并和粉丝进行互动的空间，从而加强产品的社交功能。这与 YouTube 刚推出的“社区”十分相似。

图 24: B 站推出的“bilibili 动态”



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 25: YouTube 推出的“社区”



资料来源：公司官网，申万宏源研究

#### 4.2.4 信息流广告带动广告收入增长，未来重视广告流量变现

为了可以将用户流量广告变现，B 站在 2018 年初开始投放效果信息流广告。信息流广告这一广告形式由于不影响用户观看视频的体验，广告内容通常也受目标用户喜欢，因此被 B 站的用户所接受，

信息流广告为 B 站的广告业务收入带了了显著增长，其广告业务在 18 年 Q2 环比增长 58.2%，同比增长 148.2%；同时，由于 B 站积极的广告策略，扩大了招商行业范围，广告主数量增长超过 100%，覆盖的行业范围扩大。

根据 B 站 CFO 范昕透露，在未来三到五年内，B 站的总营收结构将会调整为 50% 来自于在线游戏，30% 的收入由广告业务贡献，剩余 20% 的收入来自直播业务。意味着 B 站有计划在扩展其广告业务，实现 PUGC 广告流量的有效变现。

表 4：重点公司估值表

证券代码	公司简称	总市值(亿元)	股价(元/股)	EPS			PE		
		2018/8/29	2018/8/29	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
002027.SZ	分众传媒	1,256	8.56	0.45	0.53	0.62	19	16	14
002739.SZ	万达电影	609	34.56	1.04	1.29	1.54	33	27	23
002602.SZ	世纪华通	474	32.50	1.09	1.33	1.60	30	24	20
002624.SZ	完美世界	348	26.49	1.43	1.70	1.99	19	16	13
600637.SH	东方明珠	347	10.10	0.72	0.77	0.83	14	13	12
300251.SZ	光线传媒	246	8.39	0.88	0.40	0.48	10	21	17
002555.SZ	三七互娱	245	11.52	1.00	1.18	1.29	12	10	9
600977.SH	中国电影	249	13.36	0.67	0.80	0.93	20	17	14
300418.SZ	昆仑万维	179	15.54	1.16	1.39	1.66	13	11	9
300182.SZ	捷成股份	170	6.60	0.63	0.78	0.97	10	8	7
600373.SH	中文传媒	154	11.14	1.23	1.41	1.56	9	8	7
300133.SZ	华策影视	166	9.38	0.44	0.56	0.69	21	17	14
002174.SZ	游族网络	144	16.26	1.35	1.74	2.18	12	9	7
000681.SZ	视觉中国	200	28.49	0.56	0.73	0.93	51	39	31
002292.SZ	奥飞娱乐	93	6.86	0.24	0.31	0.37	29	22	19
603533.SH	掌阅科技	105	26.10	0.44	0.60		59	43	
300113.SZ	顺网科技	112	16.11	0.94	1.15	1.36	17	14	12
300010.SZ	立思辰	75	8.56	0.32	0.37	0.44	27	23	19
603096.SH	新经典	103	76.67	2.11	2.68	3.62	36	29	21
600986.SH	科达股份	71	5.34	0.50	0.65	0.80	11	8	7
300364.SZ	中文在线	51	6.52	0.34	0.50		19	13	
300426.SZ	唐德影视	35	8.78	0.99	1.25		9	7	
300467.SZ	迅游科技	67	29.68	1.67	2.09		18	14	
300571.SZ	平治信息	73	60.68	1.87	2.58	3.32	32	24	18
300031.SZ	宝通科技	51	12.93	0.76	0.98		17	13	
002343.SZ	慈文传媒	58	12.20	1.18	1.46		10	8	

002696.SZ	百洋股份	40	10.23	0.48	0.58	0.69	21	18	15
-----------	------	----	-------	------	------	------	----	----	----

资料来源：Wind,申万宏源研究(除中国电影、完美世界、中文传媒、顺网科技、宝通科技、华策影视、东方明珠、三七互娱、分众传媒、万达电影、游族网络、百洋股份、捷成股份之外采用万得一致预测)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。