

# 2021年 哔哩哔哩与心动公司对比研究报告

## 2021 Bilibili and XD Inc. Comparative Research Report

### 2021 BilibiliとXD Inc. の比較調査レポート

报告标签：哔哩哔哩、心动公司视频、游戏、广告、直播、大会员

报告主要作者：梁秋兰

2021/04

报告提供的任何内容（包括但不限于数据、文字、图表、图像等）均系头豹研究院独有的高度机密性文件（在报告中另行标明出处者除外）。未经头豹研究院事先书面许可，任何人不得以任何方式擅自复制、再造、传播、出版、引用、改编、汇编本报告内容，若有违反上述约定的行为发生，头豹研究院保留采取法律措施，追究相关人员责任的权利。头豹研究院开展的所有商业活动均使用“头豹研究院”或“头豹”的商号、商标，头豹研究院无任何前述名称之外的其他分支机构，也未授权或聘用其他任何第三方代表头豹研究院开展商业活动。

# 概要

## 哔哩哔哩的未来增长潜力如何？

哔哩哔哩是中国知名的综合视频社区，于2018年在美国纳斯达克上市（股票代码BILI），2021年在香港联交所二次挂牌上市（股票代码9626.HK）。哔哩哔哩主营业务包括游戏、增值服务、广告、电商及其他服务。随着哔哩哔哩增值服务等其他收入的商业化能力加强，其游戏收入占总营收比例逐年下降，意味着哔哩哔哩的业务逐步向多元化发展，未来其盈利能力将更加稳健。受益于中国游戏、直播、广告等行业市场规模持续提升，用户付费习惯逐渐养成，大数据与算法能力等技术的持续进步，哔哩哔哩将保持稳定增长态势。综合而言，头豹认为哔哩哔哩未来仍具有较大的增长潜力。

由于心动公司的商业模式与哔哩哔哩存在相似点，均可通过游戏与广告获取营收，因而本报告将哔哩哔哩与心动公司的游戏与广告部分进行对比，可更全面地了解哔哩哔哩这两大变现路径的未来潜力。

\*本报告不构成任何投资建议

### 1. 哔哩哔哩的商业变现能力较心动公司更强

- 哔哩哔哩的商业变现能力强于心动公司的，前者变现路径包括游戏、广告、增值服务、电商及其他，而后者只包括游戏与广告。随着哔哩哔哩多元化商业模式逐步发展成熟，其营收已从2016年的5.2亿元增长至2020年120.0亿元，预计未来其仍将继续通过拓展不同变现路径获取更多收入。

### 2. 稳定的社区模式逐步成为哔哩哔哩的“护城河”

- 随着哔哩哔哩逐渐破圈，加上良好的社区氛围、较高的粉丝活跃度，吸引更多内容生产者，哔哩哔哩的内容更为多元化。多元化的内容进一步吸引更多用户，形成正向循环。日趋增加的专业领域UP主的入驻，促使科普、讲座等形式的内容涌现，满足用户的娱乐、学习等多样需求，加之哔哩哔哩自身的社交属性，头部UP主的迁移成本较高（迁移导致大部分粉丝将流失，需重新运营账号），因而哔哩哔哩的生态社区较为稳定，逐步成为其“护城河”，是其商业化变现的重要基础。

### 3. 头豹认为哔哩哔哩未来仍具有较大的增长潜力

- 就盈利能力、用户规模、内容丰富度、产业链布局、市场潜力而言，头豹认为哔哩哔哩的综合表现较为优异，具有较大的增长潜力：（1）盈利能力：哔哩哔哩业务向多元化发展，其盈利能力更加稳健；（2）用户规模：在持续加大品牌营销的基础上，哔哩哔哩用户将继续增加；（3）内容丰富度：哔哩哔哩内容质量与数量逐渐提升，将可吸引更多用户；（4）产业链布局：哔哩哔哩已逐步形成全产业链布局，有效形成内容生产到消费的产业链闭环；（5）市场潜力：哔哩哔哩主营业务所属行业，在中国均处于增长阶段，在此背景下，哔哩哔哩将迎来良好的发展机遇。



400-072-5588

# 目录

## CONTENTS

◆ 名词解释	-----	09
◆ 市场综述	-----	10
• 哔哩哔哩与心动公司基本概况	-----	11
• 市场规模	-----	12
• 视频、游戏现状	-----	13
◆ 企业基本模式	-----	16
• 哔哩哔哩与心动公司商业模式对比	-----	17
• 哔哩哔哩与心动公司社区模式对比	-----	19
◆ 细分业务	-----	21
• 哔哩哔哩与心动公司游戏业务对比	-----	22
• 哔哩哔哩与心动公司广告业务对比	-----	26
• 哔哩哔哩增值服务分析	-----	29
• 哔哩哔哩电商及其他业务分析	-----	32
◆ 企业财务	-----	33
• 哔哩哔哩与心动公司营收、成本对比	-----	34
• 哔哩哔哩与心动公司收入结构对比	-----	35
• 哔哩哔哩与心动公司利润率、费用率对比	-----	36
◆ 哔哩哔哩综合评价	-----	37
◆ 哔哩哔哩投资风险	-----	39
◆ 专家观点	-----	41
◆ 方法论	-----	44
◆ 法律声明	-----	45

# 目录 CONTENTS

◆ Terms	-----	09
◆ Market overview	-----	10
• Introduction of Bilibili and XD Inc.	-----	11
• Market Size	-----	12
• Video and Game Status	-----	13
◆ Basic Model	-----	16
• Business Model Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	17
• Community Model Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	19
◆ Segment Business	-----	21
• Game Business Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	22
• Advertisement Business Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	26
• Bilibili Value-added Services	-----	29
• Bilibili E-commerce and Others	-----	32
◆ Financial Analysis	-----	33
• Revenue and Cost Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	34
• Income Structure Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	35
• Profit Rate and Expense Ratio Comparison between Bilibili and XD Inc.	-----	36
◆ Bilibili Comprehensive Evaluation	-----	37
◆ Bilibili Investment Risk	-----	39
◆ Expert Opinion	-----	41
◆ Methodology	-----	44
◆ Legal Statement	-----	45

# 图表目录

## List of Figures and Tables

图表1：哔哩哔哩企业简介	-----	11
图表2：心动公司企业简介	-----	11
图表3：哔哩哔哩主营业务相关行业市场规模（按收入计），2016-2025年预测	-----	12
图表4：中国视频行业概况	-----	13
图表5：中国移动游戏行业竞争格局，2020H1	-----	14
图表6：中国移动游戏联运分发模式介绍	-----	14
图表7：各类游戏分发渠道特点	-----	15
图表8：哔哩哔哩商业模式	-----	17
图表9：心动公司商业模式	-----	18
图表10：哔哩哔哩社区模式	-----	19
图表11：心动公司社区模式	-----	20
图表12：哔哩哔哩和心动公司游戏类型，2020年	-----	22
图表13：哔哩哔哩和心动公司已上架主要游戏概况	-----	23
图表14：哔哩哔哩和心动公司部分储备游戏概况	-----	24
图表15：哔哩哔哩与心动公司平均月活跃用户对比，2016-2020	-----	25
图表16：哔哩哔哩与心动公司游戏平均付费用户与ARPPU对比，2016-2020年	-----	25
图表17：哔哩哔哩与心动公司广告收入及其增速对比，2016-2020年	-----	26
图表18：不同APP单用户广告收入对比，2020年	-----	27
图表19：哔哩哔哩与心动公司广告服务形式	-----	28

# 图表目录

## List of Figures and Tables

图表20: 哔哩哔哩与心动公司营销方案对比	28
图表21: 哔哩哔哩增值服务收入及增速, 2016-2020年	29
图表22: 哔哩哔哩增值服务收入占比, 2018-2020年	29
图表23: 哔哩哔哩与其他直播平台直播收入对比, 2020年	30
图表24: 哔哩哔哩与其他直播平台直播付费用户和ARPPU对比, 2020年	30
图表25: 哔哩哔哩大会员业务计算公式	31
图表26: 哔哩哔哩大会员月均付费用户及ARPPU, 2018-2020年	31
图表27: 哔哩哔哩会员购盈利模式	32
图表28: 哔哩哔哩电商及其他收入, 2016-2020年	32
图表29: 哔哩哔哩与心动公司营收对比, 2016-2020年	34
图表30: 哔哩哔哩与心动公司成本对比, 2016-2020年	34
图表31: 哔哩哔哩与心动公司的业务收入结构对比, 2016-2020年	35
图表32: 哔哩哔哩与心动公司毛利率、净利率对比, 2016-2020年	36
图表33: 哔哩哔哩与心动公司费用率对比, 2016-2020年	36
图表34: 哔哩哔哩综合评价	38
图表35: 哔哩哔哩投资风险	40

# 名词解释

- ◆ **CP:** Content Provider, 内容提供商, 游戏方面则指游戏开发商。
- ◆ **PUGV:** Professional User Generated Video, 专业用户生成视频, 即具有创意以及一定专业制作和编辑能力的用户生产的视频。
- ◆ **PGC:** Professional Generated Content, 专业生产内容, 泛指内容个性化、视角多元化、传播民主化、社会关系虚拟化。
- ◆ **UGC:** User Generated Content, 用户生成内容, 即用户原创内容。
- ◆ **PUGC:** Professional User Generated Content, 专业用户生产内容, 指在移动音视频行业中, 将UGC+PGC相结合的内容生产模式。
- ◆ **SDK:** Software Development Kit, 软件开发工具包, 一般是一些被软件工程师用于为特定的软件包、软件框架、硬件平台、操作系统等创建应用程序的开发工具的集合。
- ◆ **ARPPU:** Average Revenue Per Paying User, 每付费用户平均收益, 即在统计周期内, 付费用户对产品产生的平均收入。
- ◆ **CPC:** Cost Per Click, 点击成本, 每产生一次点击广告方所花费的成本。
- ◆ **eCPM:** Effective Cost Per Mile, 每一千次展示可以获得的广告收入。
- ◆ **ACG:** 即Animation (动画)、Comics (漫画) 与Games (游戏) 的首字母缩写。
- ◆ **GMV:** Gross Merchandise Volume, 成交总额, 多用于电商行业, 一般包含拍下未支付订单金额。





# 01

## 市场综述

- 公司基本概况
- 行业综述



# 哔哩哔哩与心动公司基本概况

哔哩哔哩与心动公司商业模式较为相似，营收来源均包括游戏与广告，其中游戏占据最重要地位，但哔哩哔哩的商业路径更为多元

## 哔哩哔哩企业简介

企业名称	哔哩哔哩股份有限公司（简称“哔哩哔哩”），英文名bilibili，简称B站
成立日期	2009年
法人代表	徐逸
总部地点	中国 上海市
具体地址	杨浦区政立路485号国正中心3号楼
主要股东	陈睿、徐逸、Vanship Limited、腾讯、淘宝中国等
人数规模	8,646
上市信息	香港联交所（2021年上市）-9626.HK 美国纳斯达克（2018年上市）-BILI
主要产品	哔哩哔哩视频网站
业务范围	信息科技、计算机软硬件、网络工程领域内的技术转让、技术咨询、技术服务，商务信息咨询，玩具、工艺美术品（象牙及其制品除外）、服装的销售，各类广告的设计、制作、代理、发布，广播电视节目制作等
营收来源	游戏、增值服务、广告、电商及其他

## 心动公司企业简介

企业名称	心动控股有限公司（简称“心动公司”）
成立日期	2011年
法人代表	黄一孟
总部地点	中国 上海市
具体地址	闵行区东川路555号戊楼1166室
主要股东	黄一孟、戴云杰、樊舒畅、IGG Inc.、哔哩哔哩、淘宝中国等
研发人数	1,355
上市信息	香港联交所（2019年上市）-2400.HK
主要产品	TapTap社区
业务范围	网络游戏产品的研发和运营，专注于游戏全产业链的一站式数字娱乐体验服务
营收来源	游戏、广告

来源：哔哩哔哩招股书，天眼查，头豹研究院编辑整理

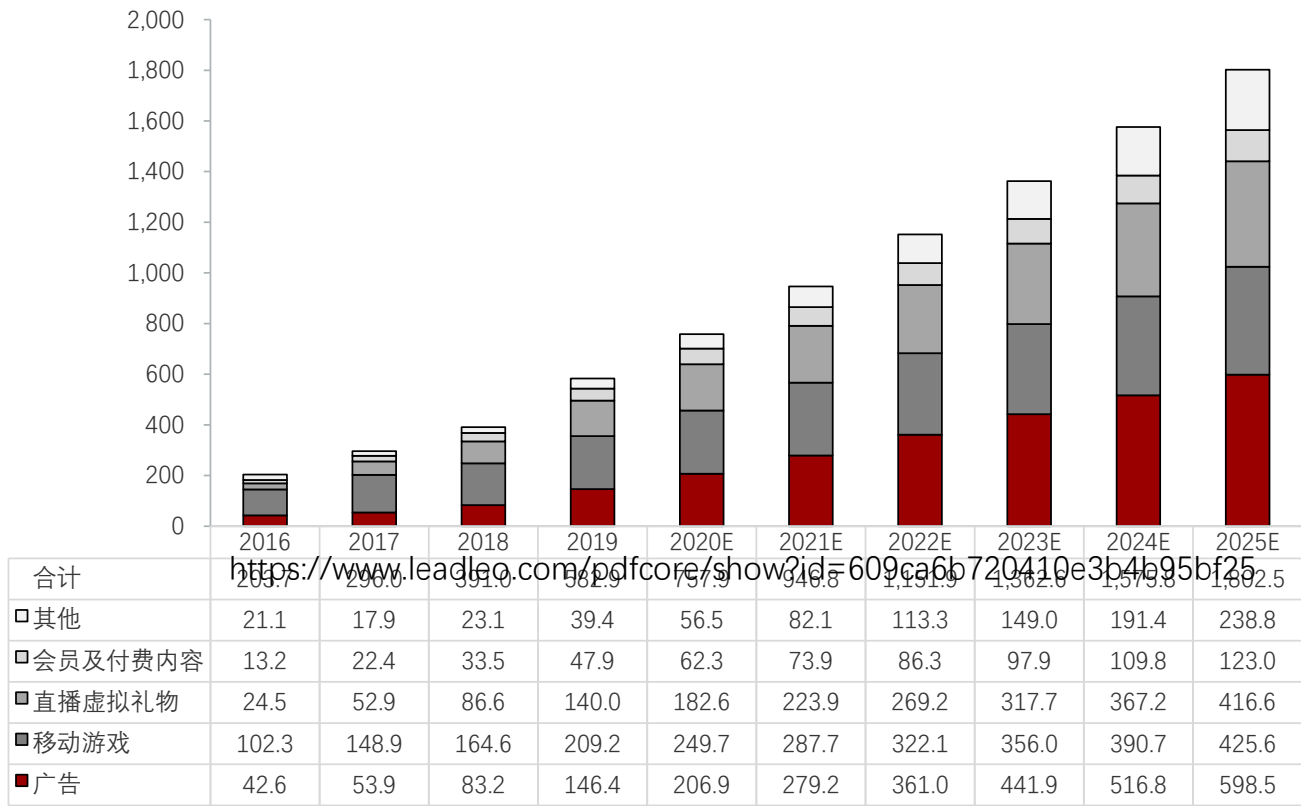
©2021 LeadLeo

# 哔哩哔哩主营业务相关行业综述——市场规模（1/4）

哔哩哔哩主营业务（移动游戏、广告、直播等）所属行业均处于增长阶段，在行业规模持续增长的积极影响下，哔哩哔哩也将保持稳定增长态势

哔哩哔哩主营业务相关行业市场规模（按收入计），2016-2025年预测

单位：[人民币十亿元]



来源：哔哩哔哩招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

## 头豹洞察

□ 哔哩哔哩主营业务相关行业仍处于增长阶段：

- (1) 移动游戏：**移动科技快速发展，以及游戏产品质量与丰富度不断提升，促进移动游戏规模加速发展，2019年，中国移动游戏市场规模达到2,092亿元。随着移动网民规模日趋扩大与移动互联网技术持续进步，中国移动游戏行业规模将继续扩大，预计于2025年达到**4,256亿元**
- (2) 直播：**中国引领了全球直播的快速商业化，当前中国拥有全球**最多**的直播用户，约占全球直播平台用户数的**50%**。基于直播高度的社交属性、互动性、沉浸式体验，中国直播用户规模将持续增长。受持续增长的直播用户规模和使用时长、不断提升的直播内容供应与质量、逐渐增加的用户付费意愿等因素驱动，**中国直播打赏（虚拟礼物）市场规模将保持增长态势，预计于2025年达到4,166亿元**
- (3) 广告：**由于泛视频平台拥有广大的用户群、多元化和高品质的内容，同时用户可在这些平台上自主产生多元化的内容，进而吸引更多用户关注，因此广告是基于视频平台变现的有效方式。在广告效率提升与新颖的广告形式出现等因素驱动下，**泛视频平台逐步受到更多广告商的重视**
- (4) 会员及付费内容：**泛视频平台通过会员及付费内容产生收入，用户可购买会员服务或按需付费，以获得更多视频内容。随着中国用户付费习惯的逐步养成以及视频内容质量不断提升，**视频会员及付费内容市场规模将持续增加，预计于2025年达到1,230亿元**

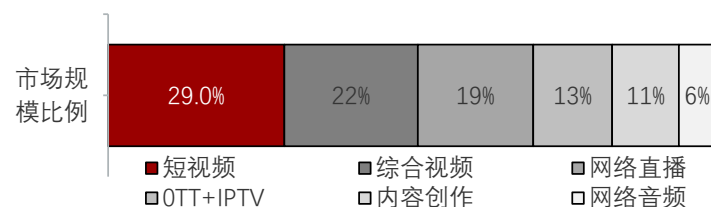
## 哔哩哔哩主营业务相关行业综述——视频现状（2/4）

受政策利好、科技进步等因素驱动，综合视频平台收入逐年增加，行业保持稳定增长态势。其中，就用户渗透率而言，哔哩哔哩尽管位居该领域第二梯队，但其占比较低，面临较大的竞争压力

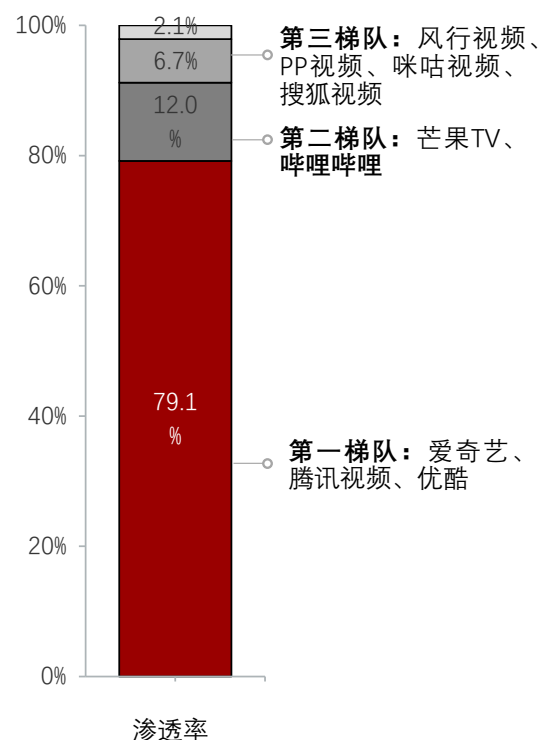
### 中国视频行业概况

### 头豹洞察

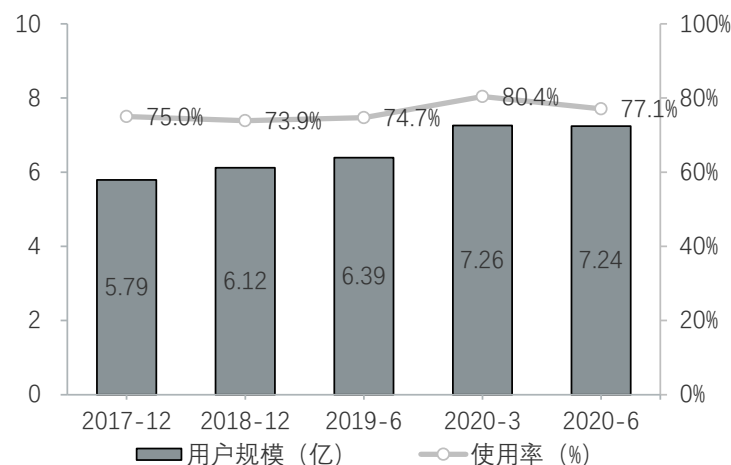
网络视听行业市场规模（按收入）比例，2019年



综合平台各梯队用户渗透率，截至2020年6月



综合视频平台用户规模及使用率，2017-2020年6月



- 综合视频平台总体保持增长态势：受政策利好（如中国网络视听节目服务协会发布《网络短视频平台管理规范》，规范视频传播秩序）、科技进步（如5G、AI、边缘技术等）等因素驱动，网络视听行业市场规模（按收入）逐年增加，其中综合视频平台在2019年的收入已达**1,023.4亿元**，同比增长**15.2%**。此外，在用户规模方面，综合视频平台用户规模保持稳定增长，2020年6月已达**7.24亿**，使用率约**77.1%**
- 哔哩哔哩已处于综合视频平台行业第二梯队：就用户渗透率而言，**第一梯队**的综合视频平台（爱奇艺、腾讯视频、优酷）处于垄断地位，合计占比约为**79.1%**。而**哔哩哔哩**与**芒果TV**处于**第二梯队**，合计占比仅约**12.0%**，哔哩哔哩在视频领域面临较大的竞争压力

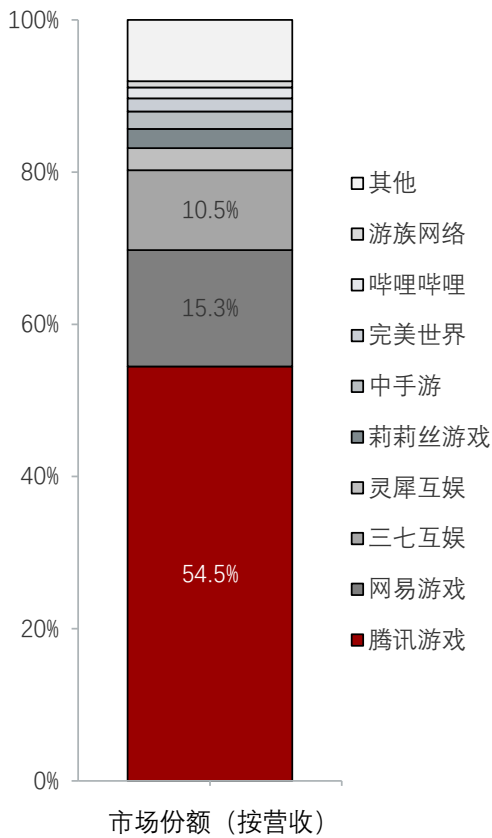
来源：中国网络视听节目服务协会，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

# 哔哩哔哩主营业务相关行业综述——游戏现状（3/4）

中国移动游戏行业集中度较高，腾讯、网易、三七互娱三家企业占据近80%的市场份额，哔哩哔哩、心动公司等其他企业面临极大的竞争压力

中国移动游戏行业竞争格局，2020H1



中国移动游戏市场呈现垄断竞争格局：2020上半年，中国移动游戏行业收入前三名（腾讯、网易、三七互娱）囊括了近80%市场份额，集中度高。在此背景下，其他游戏企业面临较大的竞争压力，部分企业（如心动公司）通过布局海外业务获得新的业务增长

中国移动游戏联运分发模式介绍

内容	联运分成	联运不分成
定义	游戏开发商与渠道商联合运营，进而获取用户	
主要特点	CP与渠道进行流水分成	CP无须与渠道进行流水分成
优势	<ul style="list-style-type: none"><li>应用商店发展历史较长，用户使用习惯已养成</li><li>目标客户固定，获客成本较低</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>渠道与社区并重，用户粘性较强</li></ul>
劣势	<ul style="list-style-type: none"><li>联运商的提成较高（IOS为3:7，安卓为5:5）</li><li>对产品品质与流水数据均有一定要求</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>主要依赖代理游戏与广告变现，盈利来源单一</li></ul>
代表	华为应用市场、OPPO软件商店、vivo应用商店、360手机助手、应用宝等	TapTap

长期看来，联运不分成模式将成为移动游戏的主要联运分发模式：传统的联运分成模式中，游戏开发商获得的分成比例低（渠道商与开发商分成比例：IOS为3:7，安卓为5:5），加之受抖音、快手等超级APP崛起，渠道商用户逐步流失，因而传统的联运分成模式正面临考验。而联运不分成模式下，TapTap等平台是中立的第三方，帮助用户发现优质游戏，加之游戏开发商可获取的收入更高，长期看，预计此模式将成为移动游戏的主要联运分发模式

来源：专家访谈，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo

哔哩哔哩主营业务相关行业综述——游戏现状（4/4）

哔哩哔哩与TapTap均属于游戏垂直联运渠道，但在商业模式方面，哔哩哔哩采取联运分成模式，而TapTap采取联运不分成、依靠广告收入的模式

各类游戏分发渠道特点

对比指标	主流联运渠道	垂直联运渠道		超级APP	头部CP游戏社区	新兴游戏社区
代表	硬核联盟应用商店	哔哩哔哩	TapTap	抖音	腾讯WeGame	好游快爆
用户规模	较大	较大	较小	较大	较小	较小
用户粘性	较弱	较强	较强	较强	较弱	较弱
内容类型	PGC内容为主，UGC内容则以文字短评为主	内容丰富，形式全面	内容丰富多元，质量高于同业	以UGC内容为主，视频占主导	内容形式全面，PUGC内容较弱	内容形式全面，但PUGC内容薄弱
开发环境	需接入SDK，推荐位由测试数据决定	需接入SDK，游戏上架不设门槛	无需SDK，降低开发者的上线成本	需接入SDK，上线门槛低	需接入SDK	付费游戏需接入SDK
用户体验	游戏功能不完善，体验感较差	体验感较好 可设置快捷方式	体验感较好 环境纯净、无广告干扰	游戏功能不完善，体验感较差	功能完善，体验感较好	功能全面，用户体验好
独占游戏	较少	暂无	较多	较少	较少	暂无
商业模式	游戏流水分成为50%	联运模式下，游戏流水分成为50%	付费游戏抽成，联运不分成，主要收入来自广告	以买量为主，联运分成为30-40%	游戏流水分成为30%	免费游戏无流水分成

来源：国元证券，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo





# 02

## 企业基本模式

- 商业模式
- 社区模式

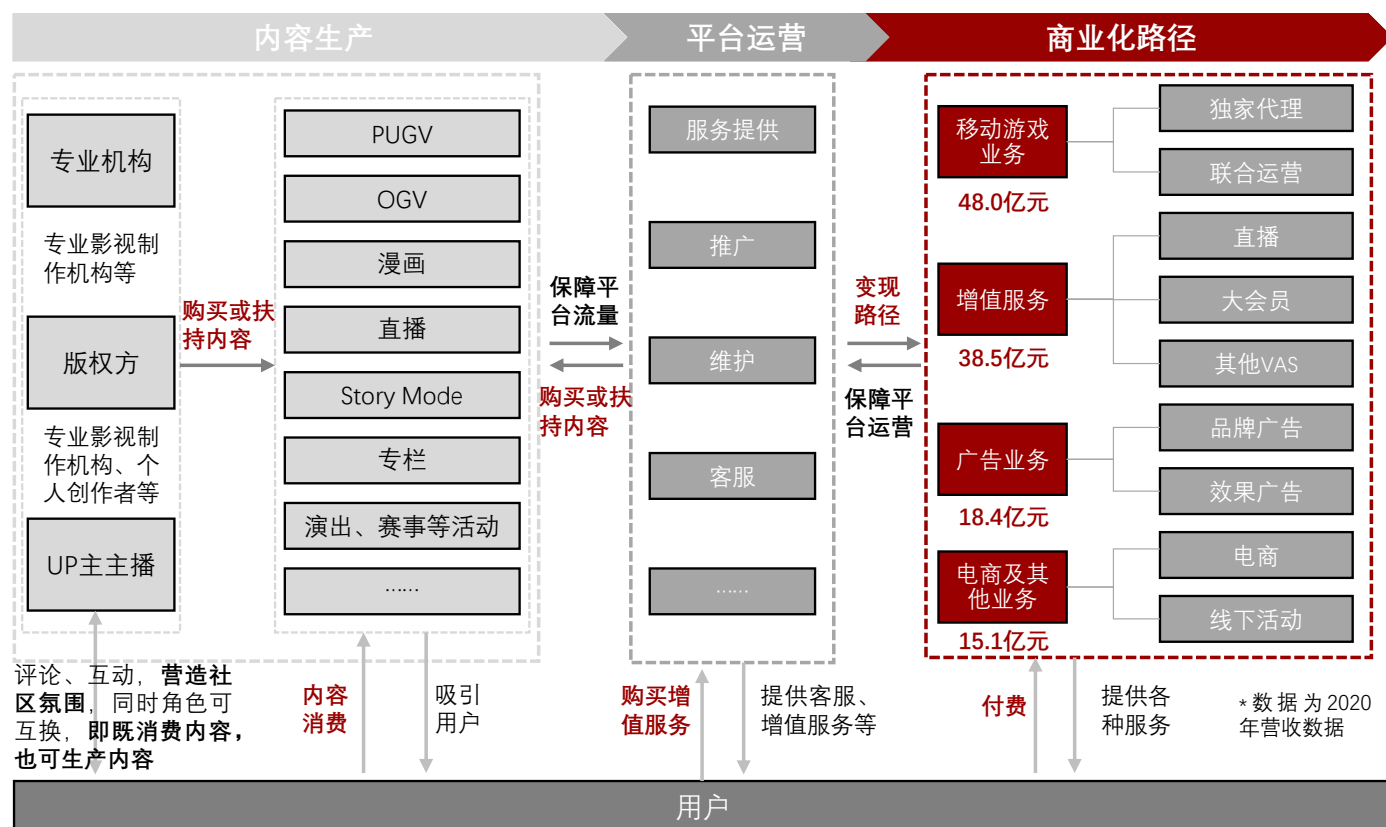
\*由于心动公司的商业模式与哔哩哔哩存在相似点，均可通过游戏与广告获取营收，因而，第2、3章节将哔哩哔哩与心动公司的游戏与广告部分进行对比，可更全面了解哔哩哔哩这两大变现路径的未来潜力

# 哔哩哔哩与心动公司商业模式（1/2）

哔哩哔哩的多元化商业模式逐步发展成熟，其营收已从2016年的5.2亿元增长至2020年120.0亿元，年复合增长率约为119.2%，预计未来其仍将继续通过拓展不同的变现路径获取更多收入

## 哔哩哔哩商业模式

## 头豹洞察



哔哩哔哩通过多元化的商业模式挖掘用户潜在价值：哔哩哔哩以优质内容（PUGC、OGV、直播、专栏等）为核心，吸引用户，并通过活跃的社区氛围留住用户（社区主要由用户自发形成），进而基于良好的生态拓展多元的变现路径（包括移动游戏、增值服务、广告业务、电商及其他业务）。哔哩哔哩的多元化商业模式有利于其不断挖掘用户的价值，获取更多收益，其营收已从2016年的**5.2亿元**增长至2020年**120.0亿元**，年复合增长率约为**119.2%**。随着哔哩哔哩商业模式持续发展成熟，预计未来其将继续通过拓展不同的变现路径获取更多收入

来源：哔哩哔哩招股书，头豹研究院编辑整理

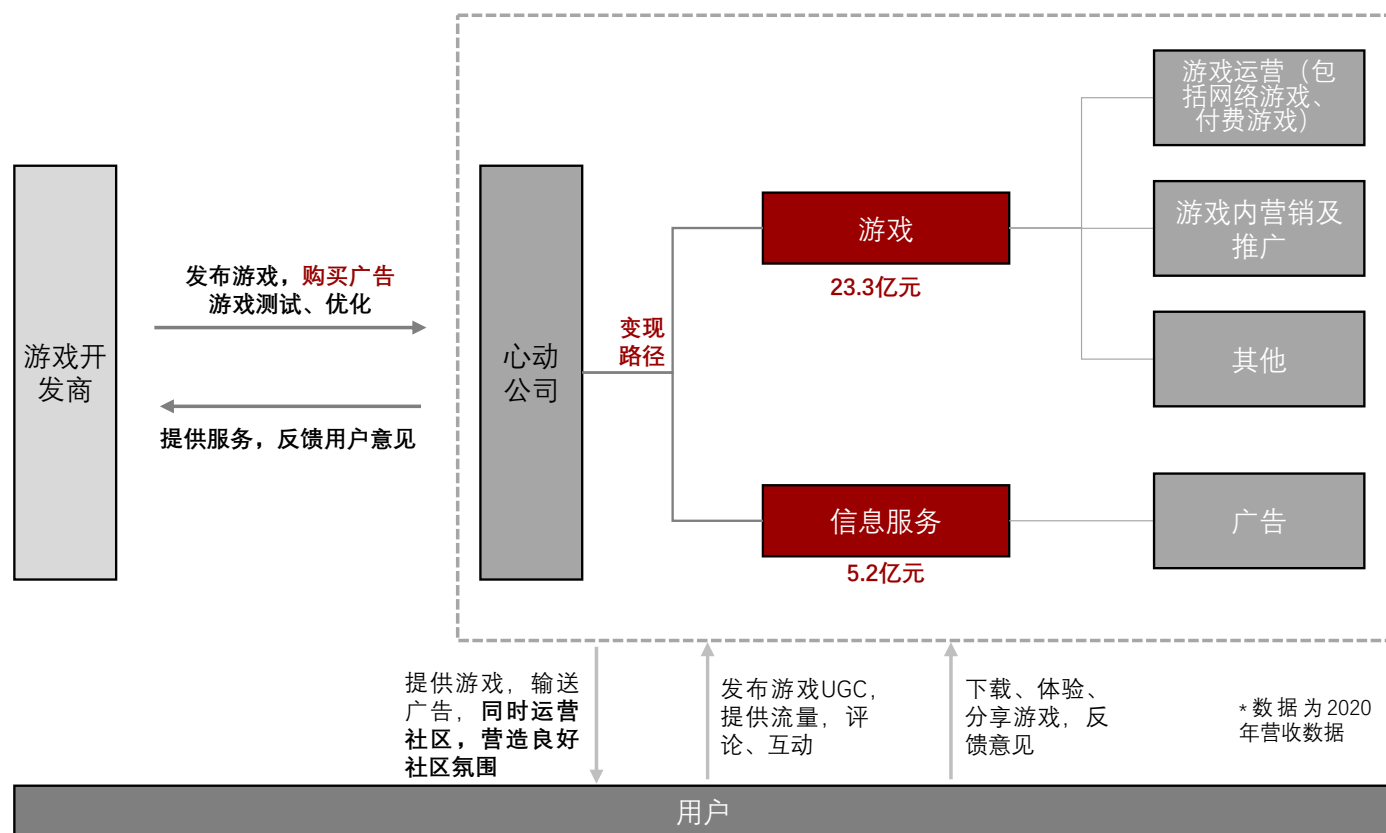
©2021 LeadLeo



## 哔哩哔哩与心动公司商业模式（2/2）

心动公司主要通过游戏服务与信息服务两大路径进行变现，面临较强的单一收入风险，且相较哔哩哔哩其收入仍处于较低水平。随着其商业模式逐步成熟，其营收将向多元化发展，营收结构将愈趋稳定

### 心动公司商业模式



### 头豹洞察

□ 心动公司的商业模式较为单一，盈利能力尚待增强：心动公司主要依赖其核心内容（游戏开发商提供的游戏或自研游戏等）吸引用户，并通过社区氛围留住用户（社区内容生产方包括心动公司、游戏开发商运营、TapTap玩赏家等KOL及普通用户），最终通过**游戏与信息服务**两大路径进行变现。当前心动公司的商业化路径较为单一（2020年游戏业务占总营收比例约**81.9%**），仍面临较强的单一收入风险，且其收入处于较低水平，2020年营收为**28.5亿元**，远低于哔哩哔哩的**120.0亿元**。随着心动公司商业模式逐步成熟，未来其广告业务占总营收比例将持续增加，同时其将不断探索更多元的商业化方向，营收结构将愈趋稳定

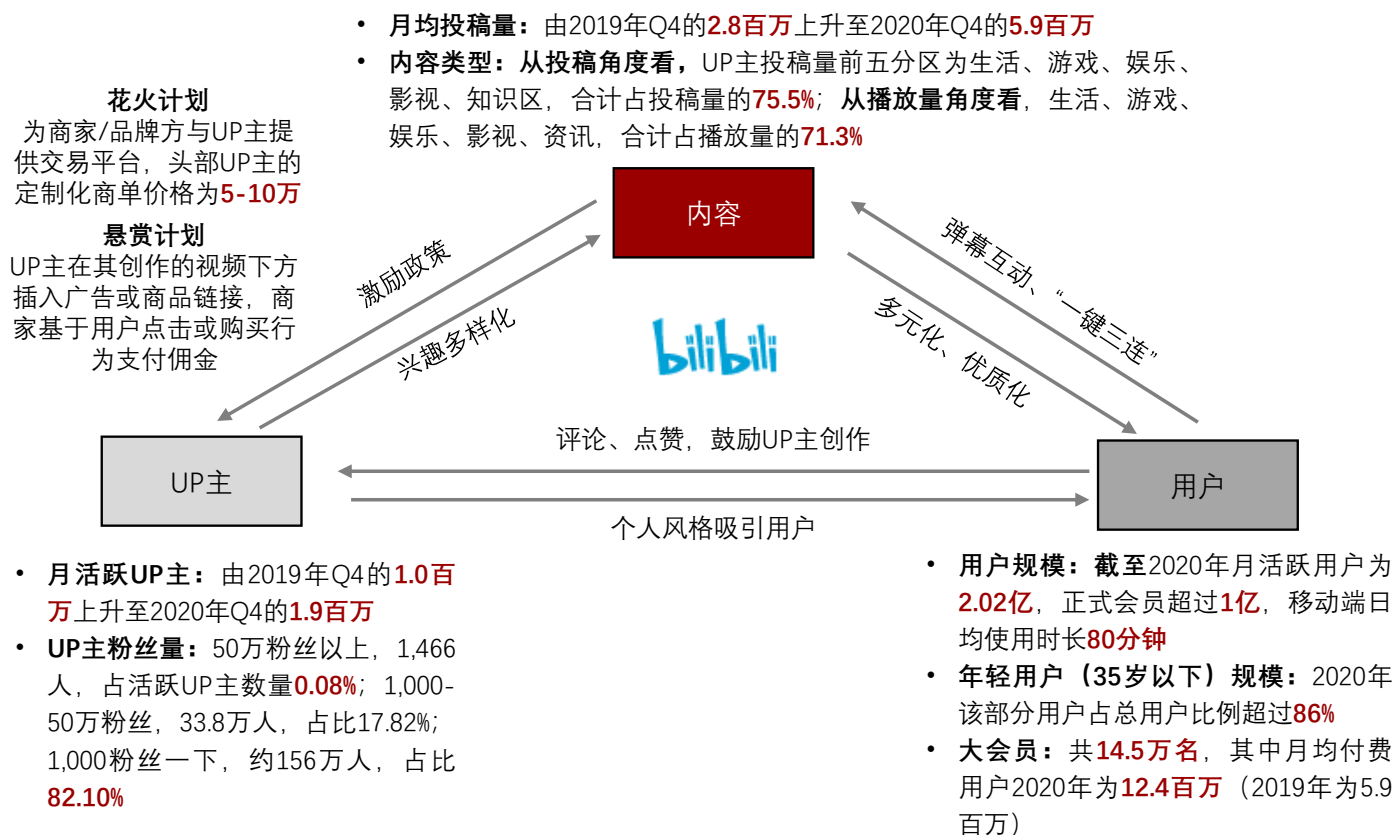
来源：心动公司招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

# 哔哩哔哩与心动公司社区模式（1/2）

哔哩哔哩通过“内容-用户-UP主”形成稳定的社区模式，已逐步成为其“护城河”，是其商业化变现的有力保障。其中，在用户方面，受益于哔哩哔哩逐渐“破圈”，其月活跃用户持续增加，预计2025年可超4亿

## 哔哩哔哩社区模式



## 头豹洞察

□ 哔哩哔哩通过“内容-用户-UP主”形成稳定的社区模式，是其商业化变现的有力保障：

**内容:** 哔哩哔哩内容品类丰富，包括PUGV、OGV、直播、漫画、专栏、Story Mode，已逐步由泛二次元内容发展为泛文化视频娱乐生态内容，可满足不同用户的多元需求。加之其二次元内容逐步沉淀的共同文化与价值观，难以被其它平台复制，是哔哩哔哩强有力的竞争优势

**用户:** 哔哩哔哩的弹幕、“一键三连”文化，营造了独特的社区氛围，其弹幕总量由2019年的**10亿条**上升至2020年的**22.6亿条**。独特的社区与丰富的内容使哔哩哔哩保持较高的用户留存率，也促使其用户持续增加，预计哔哩哔哩2025年月活跃用户数可约达**4亿**

**UP主:** 哔哩哔哩2020Q4月活跃UP主用户（**190万**，占总月活用户比例**0.94%**）持续增加，但仍远低于快手（**2.15亿**，占总月活用户比例约**28%**），由于哔哩哔哩的PUGC视频时长与精致度高于快手UGC视频，其内容创作者的稀缺性远高于快手等其他平台

随着哔哩哔哩逐渐破圈（如《BILIBILI晚会 二零一九最美的夜》播放量达**1.3亿**），加上良好的社区氛围、较高的粉丝活跃度，吸引更多内容生产者，哔哩哔哩的内容更为多元化。多元化的内容进一步吸引更多用户，形成正向循环。日趋增加的专业领域UP主的入驻，促使科普、讲座等形式的内容涌现，满足用户的娱乐、学习等多样需求，加之哔哩哔哩自身的社交属性，头部UP主的迁移成本较高（迁移导致大部分粉丝将流失，需重新运营账号），因而哔哩哔哩的生态社区较为稳定，逐步成为其“护城河”，是其商业化变现的重要基础

来源：哔哩哔哩招股书，华创证券，专家访谈，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

## 哔哩哔哩与心动公司社区模式（2/2）

心动公司通过优质的内容连接用户与游戏开发商，逐步形成“不分成吸引厂商-好游戏吸引用户-平台流量提升-更多厂商入驻”的良性闭环，其将在平台优质内容日趋增加的基础上获取更大收益

### 心动公司社区模式

- **商业模式：**游戏部分，采取联运不分成模式，依靠广告与代理费用获益
- **内容：**包括PGC（专业游戏内容、攻略等）与UGC（包括用户评论、论坛发帖等），保证内容多样性，聚集用户并提高粘性



- **规模：**在TapTap注册的游戏开发商已由2016年的不足**1,000名**上升至2020年的**13,000余名**

\*心动公司的社区形成主要在TapTap平台，因此主要分析该平台的社区模式

- **用户规模：**月活跃用户由2019年的**1,900万**上升至2020年的**3,051.3万**
- **年轻用户（35岁以下）规模：**2020年该部分用户占总用户比例超过**80%**

### 头豹洞察

□ TapTap是优质内容的开发者与连接者，形成稳定的社区，为业务的长期发展提供良好条件：

**用户：**TapTap为用户发言设置一定门槛，用户需通过考试方可发表评论，评论是游戏打分的前提，而评论与打分是TapTap平台用户分享、交流游戏信息的基础。受益于此社区规则，TapTap的用户质量较高、黏性强（用户留存率超过**50%**）。相较哔哩哔哩而言，**TapTap属于游戏社区平台，用户最为垂直，均为游戏用户**，而哔哩哔哩的游戏区头部UP主粉丝量占MAU的比例不足**5%**

**游戏开发商：**由于TapTap采取不分成的模式，受到广大游戏开发商（尤其是中小企业）的欢迎，当前在TapTap注册的游戏开发商已超过**13,000名**。更多的游戏开发商可生产更多优质的游戏产品，为TapTap吸引更多用户，进而提高TapTap的商业价值

TapTap逐步形成“不分成吸引厂商-好游戏吸引用户-平台流量提升-更多厂商入驻”的良性闭环。此外，随着游戏行业逐步由“渠道为王”转向“内容为王”，未来TapTap将在自身平台优质内容愈趋增多的基础上，获取更大收益

来源：心动公司招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



# 03

## 细分业务

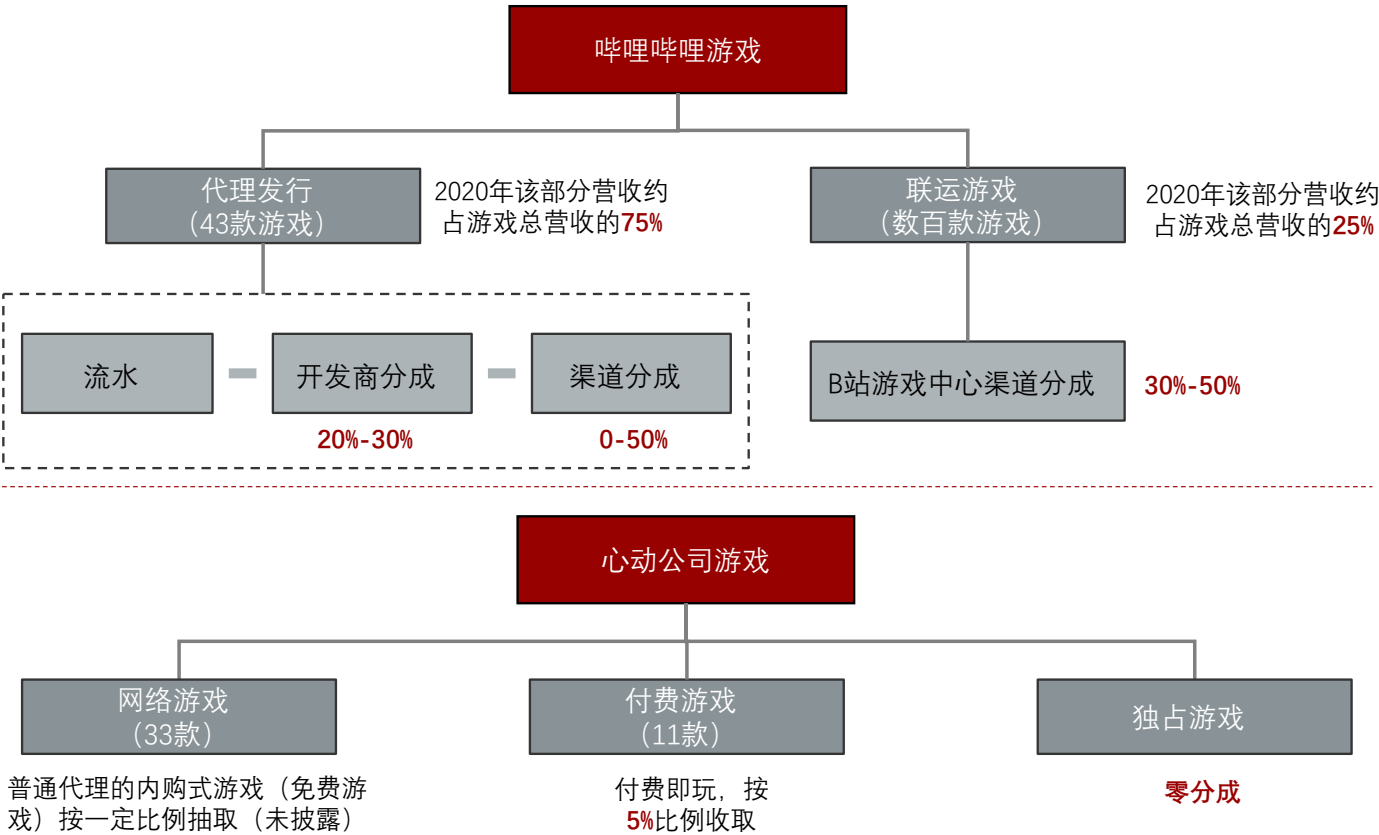
- 哔哩哔哩与心动公司游戏业务对比
- 哔哩哔哩与心动公司广告业务对比
- 哔哩哔哩增值服务
- 哔哩哔哩电商及其他业务



# 哔哩哔哩与心动公司游戏业务对比——类型

在游戏运营模式方面，哔哩哔哩的模式与传统游戏渠道的分成模式相似，而心动公司采取“联运不分成”的模式，吸引更多游戏厂商，对传统渠道产生一定的挑战

哔哩哔哩和心动公司游戏类型，2020年



来源：哔哩哔哩招股书，心动公司年报，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

头豹洞察

□ 心动公司游戏的“联运不分成”运营模式更吸引游戏厂商：

哔哩哔哩的游戏运营模式主要为代理发行与联运，按流水抽取分成（约**50%**），与腾讯等传统渠道的游戏模式（按流水一定比例抽成）相似。此外，哔哩哔哩起源于二次元内容，当前仍是二次元游戏的重要分发与联运渠道，而中国二次元游戏的渗透率仍处于较低水平（不足**20%**），增长空间广阔，未来哔哩哔哩的二次元分发与联运地位将可为其持续带来游戏方面的收入

心动公司的游戏运营模式代理发行、付费游戏、独占游戏，其特点是“联运不分成”，与游戏厂商无利益捆绑，是独立的第三方平台，加之**零分成**的发行渠道，吸引了众多小规模的游戏厂商。众多游戏内容也反哺心动公司的游戏平台，持续丰富其内容生态，进而吸引更多用户。该种模式较为符合平台、用户、厂商三方的长期利益，对传统渠道产生挑战

# 哔哩哔哩与心动公司游戏业务对比——已上架游戏

哔哩哔哩和心动公司的主要营收均来源于少量头部游戏，受游戏生命周期影响，部分核心游戏收入有所下降，二者均需持续推出新的游戏产品已获取新的业务增长点

哔哩哔哩和心动公司已上架主要游戏概况

企业	游戏名称	类型	上线时间	来源	下载量（万）	TapTap评分	近7日日均收入（美元）
哔哩哔哩	原神	角色扮演	2020	联运	1,169	5.5	171,029
	明日方舟	塔防	2020	代理	1,165	8.2	60,948
	公主连结	角色扮演	2020	独代	708	6.7	27,914
	碧蓝航线	角色扮演	2017	独代	579	8.6	29,016
	Fate/Grand Order	角色扮演	2016	独代	937	7.4	50,382
心动公司	明日方舟	塔防	2020	代理	1,165	8.2	60,948
	梦幻模拟战	角色扮演	2019	代理	1,346	6.7	43,637
	不休的乌拉拉	放置	2019	代理	122	4.3	8,047
	香肠派对	射击	2018	自研	11,650	7.6	9,331
	仙境传说M	MMORPG	2017	自研	560	7.0	11,254

头豹洞察

哔哩哔哩与心动公司均需推出新产品以便获取新的盈利来源：

哔哩哔哩的游戏以独代为主，头部游戏效应显著，《Fate/Grand Order》（以下简称《FGO》）、《碧蓝航线》、《公主连结》三款游戏是其主要收入来源，2018年至2020年三者营收合计占总营收的比例分别为**61%、36%、24%**。其中《FGO》、《公主连结》均位列日本手游畅销榜榜单前列，但就手游生命周期（1-3年，多在3个月后进入稳定成熟期）而言，《FGO》运营多年，高峰期已过，哔哩哔哩仍需推出新的游戏产品以获取新的业务增长点

心动公司以代理游戏为主，自研、独占游戏为辅。《仙境传说M》、《不休的乌拉拉》、《香肠派对》、《明日方舟》等是其主要的营收来源，但《仙境传说M》已运营较长时间，高峰期已过，收入有所下降，心动公司需推出新的游戏产品已应对现有游戏收入下滑的问题

哔哩哔哩的主要代理游戏的首月流水高于心动公司：

在首月流水峰值方面，哔哩哔哩的游戏《FGO》（**4亿元**）、《碧蓝航线》（**4亿元**）、《公主连结》（**5亿元**）、《原神》（**4亿元**），均表现优异。而心动公司的游戏《梦幻模拟战》（**6亿元**）、《江南百景图》（**2亿元**），略低于哔哩哔哩

来源：企业官网，TapTap社区，蝉大师，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo

# 哔哩哔哩与心动公司游戏业务对比——储备游戏

就预约量与版号方面而言，哔哩哔哩的储备游戏较心动公司更优，预计哔哩哔哩的储备游戏的盈利潜力强于心动公司的，但心动公司自研游戏数量更多，有望获取更高毛利率

哔哩哔哩和心动公司部分储备游戏概况

企业	游戏名称	类型	来源	预约量（万）	TapTap评分	有无版号	上线情况
哔哩哔哩	糖豆人：终极淘汰赛	休闲	独代	236	8.2	无	-
	机动战姬：聚变	卡牌	独代	236	8.0	有	暂定2021年8月首测
	刀剑神域黑衣剑士：MMORPG	MMORPG	独代	212	6.7	有	预计2022年
	坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑	角色扮演	独代	147	8.8	有	-
	灵笼：火种	角色扮演	独代	106	7.6	无	-
心动公司	泰拉瑞亚	沙盒	代理	77	9.7	有	预约中
	火炬之光：无限	角色扮演	自研	41	8.4	无	2021年下半年
	逆向坍塌：面包房行动	策略	代理	36	-	有	预约中
	心动小镇	模拟	自研	25	8.7	无	2021年下半年
	龙套英雄	Roguelike	代理	17	9.4	有	预约中

头豹洞察

哔哩哔哩的储备游戏较心动公司获得版号更多，同时预约量更高，但心动公司自研游戏数量更多，有望获取更高毛利率：

在预约量方面，哔哩哔哩的储备游戏以独代为主，包括《糖豆人：终极淘汰赛》、《机动战姬：聚变》等，前5名的游戏预约量均超过**100万**，而心动公司的储备游戏的预约量尚未突破100万

在版号方面，版号是游戏上架的必要资质，一款游戏的盈利须通过用户下载，因此游戏无版号则无法进行后续的盈利活动。哔哩哔哩的所有储备游戏的版号数量超过心动公司的，**预计哔哩哔哩的储备游戏的盈利潜力强于心动公司**

此外，在自研游戏方面，哔哩哔哩自《神代梦华谭》表现欠佳后，并未推出自研产品，而心动公司持续推出自研产品，自研游戏的毛利率更高，**因而心动公司有望依靠其自研游戏获取高毛利率**

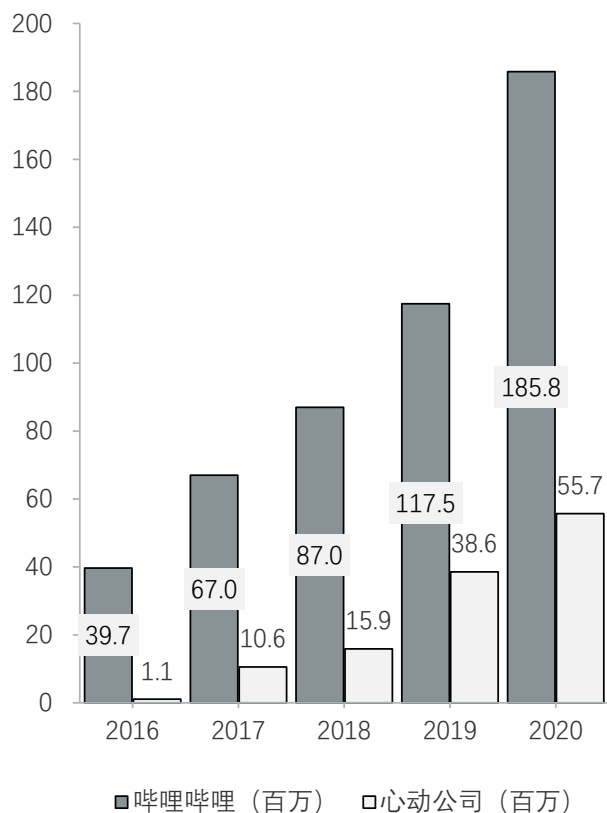
来源：企业官网，TapTap社区，蝉大师，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo



## 哔哩哔哩与心动公司游戏业务对比——用户规模

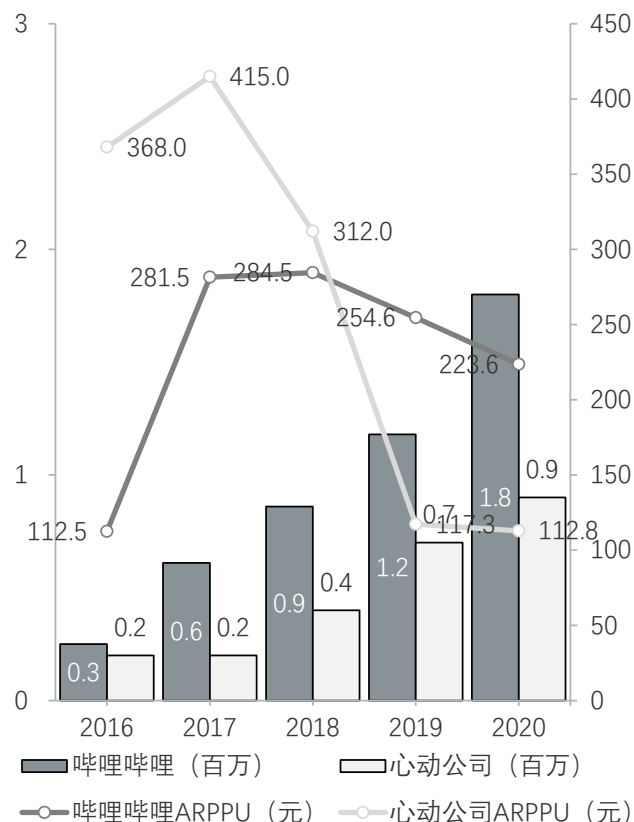
近五年，哔哩哔哩平均月活跃用户与游戏用户ARPPU均远高于心动公司，主要是哔哩哔哩在内容方面持续加大投入，吸引更多元用户

哔哩哔哩与心动公司平均月活跃用户对比，2016-2020年



□ 哔哩哔哩的月活跃用户总体高于心动公司的：近五年，哔哩哔哩平均月活跃用户均远高于心动公司，2020年，前者约是后者的**3倍**，主要原因在于哔哩哔哩的内容生态更为丰富，包括游戏、直播、视频、漫画等，加之其对品牌建设、社区维护持续投入，吸引更多用户，而心动公司主要为游戏，吸引的用户不如哔哩哔哩的多元

哔哩哔哩与心动公司游戏平均付费用户与ARPPU对比，2016-2020年



□ 哔哩哔哩的游戏平均付费用户高于心动公司的：近五年，哔哩哔哩游戏平均付费用户均高于心动公司的，2020年前者约是后者的**2倍**，主要原因在于哔哩哔哩的游戏产品持续多元化，吸引更多用户。而心动公司内部员工更换较多，新员工短期暂无法通过数据学习精准识别目标用户特征，转化率尚待提升

□ 哔哩哔哩的游戏ARPPU逐步高于心动公司的：近三年，哔哩哔哩与心动公司的游戏ARPPU均呈下降趋势，主要原因在于手游生命周期影响，二者的主要游戏的收入均有所下降。而哔哩哔哩游戏ARPPU下降较为缓慢的主要原因是《FGO》的生命周期长（上线3年后仍可获益**10亿美元**），加之新上线的《原神》（上线半年获益**56亿元**）

\*此处ARPPU是指每月付费用户平均收入

来源：Choice，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹  
LeadLeo

400-072-5588

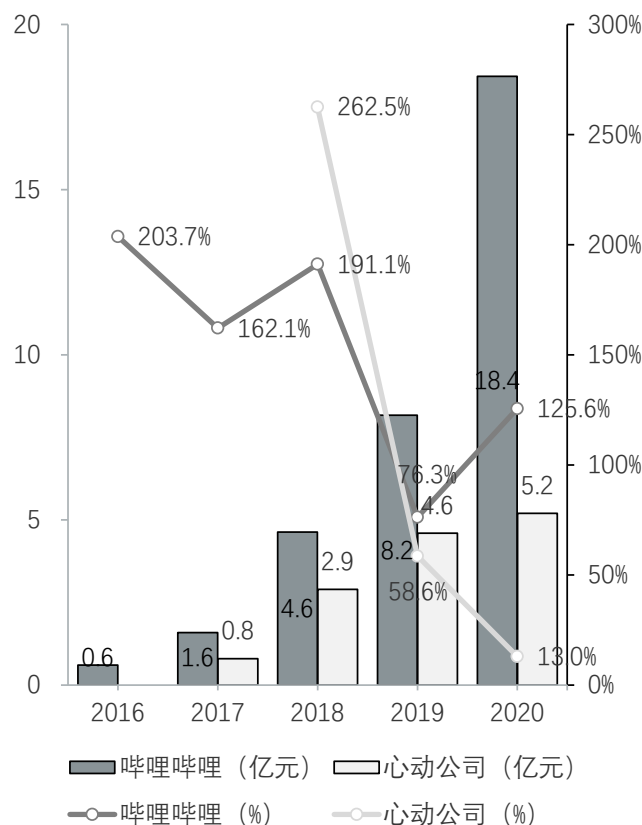
www.leadleo.com

25

## 哔哩哔哩与心动公司广告业务对比——收入

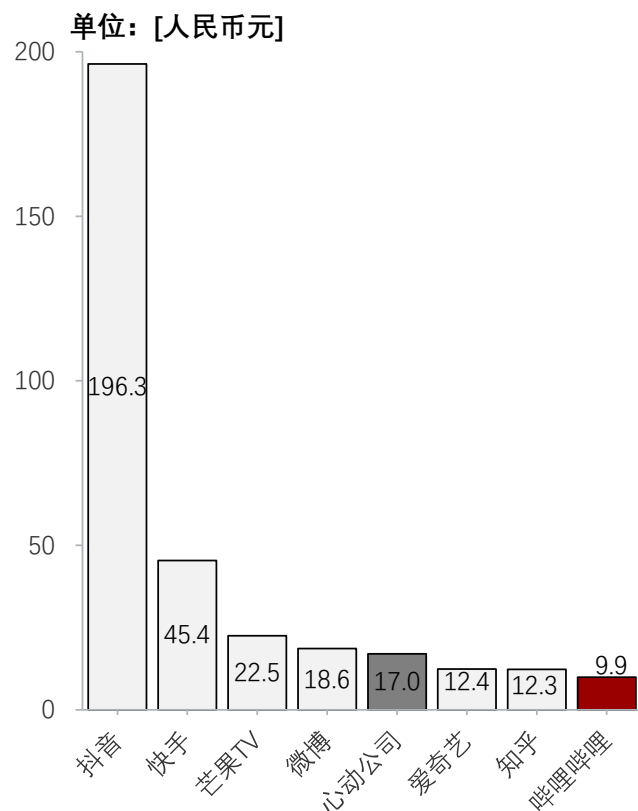
与抖音、快手等相比，哔哩哔哩、心动公司的广告变现均仍存在较大空间，受益于平台用户增长、广告效率提升等因素驱动，二者的广告业务将持续提升，预计5年后其广告收入可分别超过150亿元、50亿元

哔哩哔哩与心动公司广告收入及其增速对比，2016-2020年



□ 哔哩哔哩的广告收入总体高于心动公司的：近三年，哔哩哔哩与心动公司的广告收入呈上升趋势，主要原因在于二者的月活跃用户数持续增加，广告商投放广告的意愿增强，但哔哩哔哩的广告收入远高于心动公司的，2020年前者约是后者的**3.5倍**，主要原因在于哔哩哔哩的“内容+社区”模式与其多元的广告模式持续吸引广告主，而心动公司的广告位较为单一，商业变现能力尚待提升

不同APP单用户广告收入对比，2020年



\*基于MAU计算；快手MAU为快手应用的数据；抖音MAU为抖音APP数据；心动公司MAU基于TapTap数据

□ 哔哩哔哩与心动公司的商业变现能力均尚待提升：2020年，抖音的单用户广告收入分别约为**196.3元**，而哔哩哔哩、心动公司的仅分别为**9.9元**、**17.0元**，分别为抖音的**5.0%**、**8.7%**，广告变现仍存在较大空间。受益于平台用户增长、广告效率提升等因素驱动，二者的广告业务将持续提升，预计哔哩哔哩、心动公司5年后的广告收入可分别超过**150亿元**、**50亿元**

来源：Choice，心动公司年报，QuestMobile，头豹研究院编辑整理

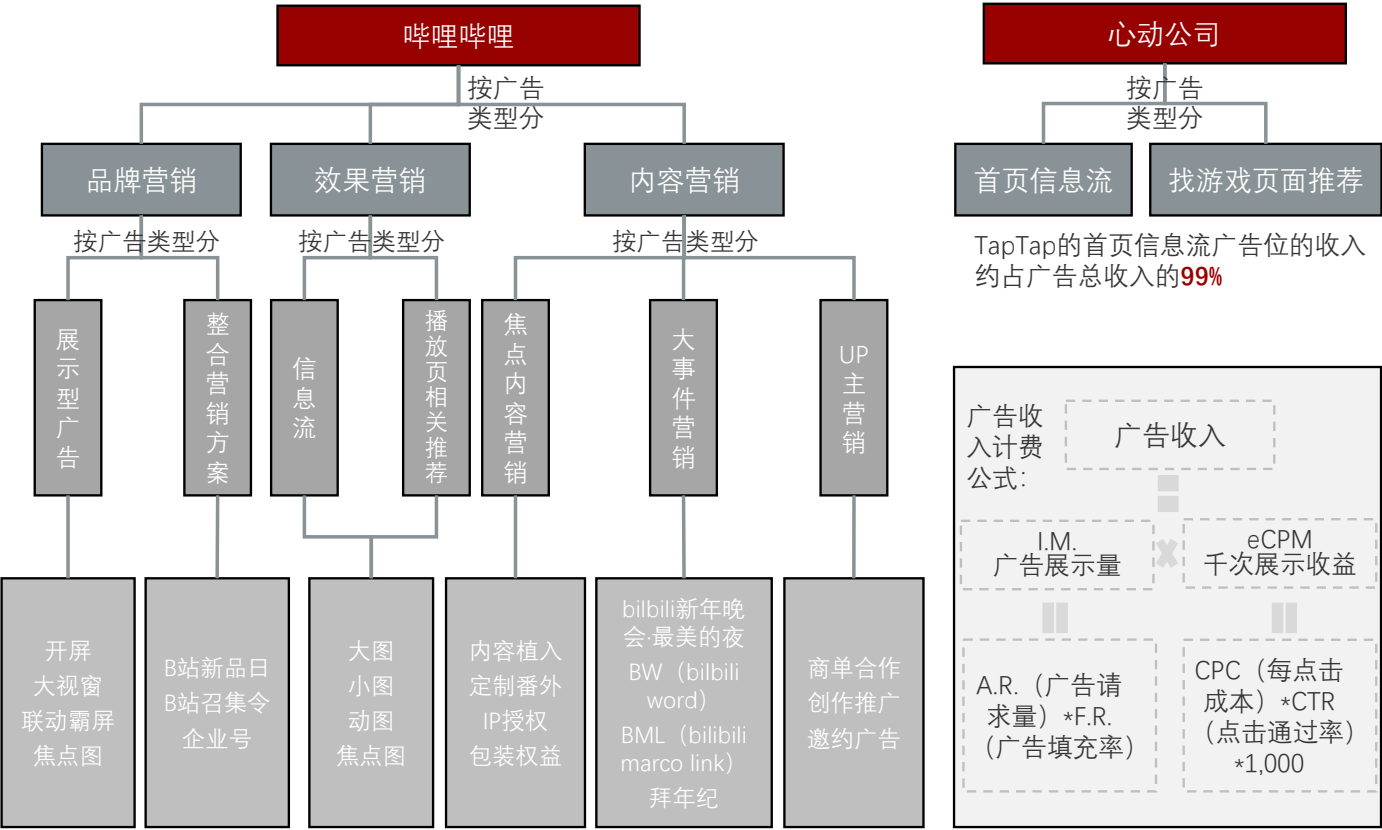
©2021 LeadLeo

# 哔哩哔哩与心动公司广告业务对比——广告服务形式

哔哩哔哩的广告盈利能力优于心动公司的，但哔哩哔哩为用户提供更好的体验，其广告盈利将持续但缓慢增长。而随着心动公司逐步开放更多广告位，其广告盈利能力将快速增强

哔哩哔哩与心动公司广告服务形式

头豹洞察



哔哩哔哩的广告模式较心动公司的更为丰富，盈利能力更强：

**广告类型：**哔哩哔哩的广告模式包括效果广告、品牌广告、大事件营销等，类型丰富，可满足不同广告商需求。而心动公司广告收入约99%来自于首页信息流广告，其暂未提供更多元的广告服务，无法满足广告商的不同需求

**盈利能力：**I.M.（广告展示量）与用户量直接相关，2020年哔哩哔哩的月活跃用户已超2亿，由于哔哩哔哩持续加大内容与品牌营销投入，预计2025年其月活跃用户可超4亿。而心动公司的TapTap用户2020年仅在3,000万以上，用户量远不及哔哩哔哩，因而心动公司的广告盈利能力仍远低于哔哩哔哩。但哔哩哔哩基于为用户提供良好体验的需求出发，其在广告位的开放方面将采取较为克制的策略，因而预计其广告收入将持续但较缓慢的增长。而由于心动公司的广告位仍较为单一，其可开放较多广告位，因而预计其广告盈利能力有望快速增长

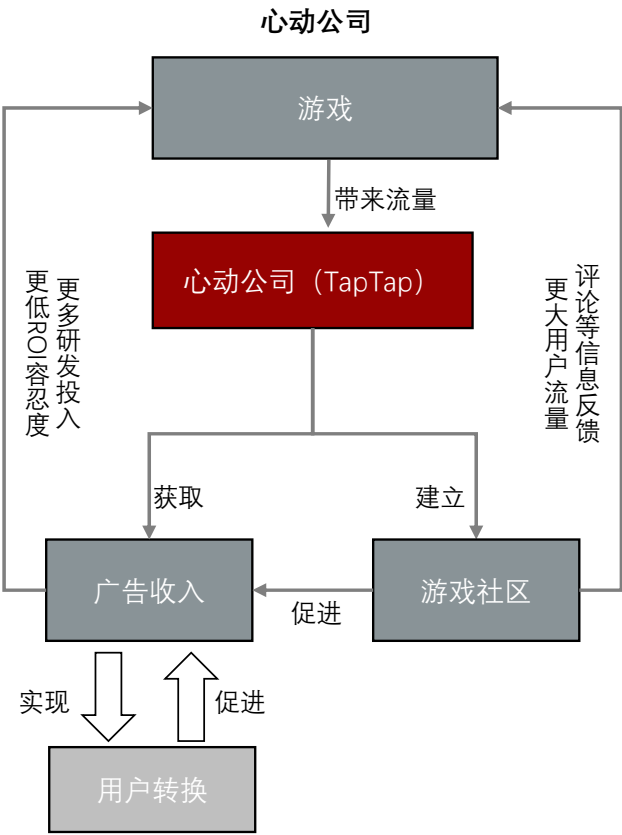
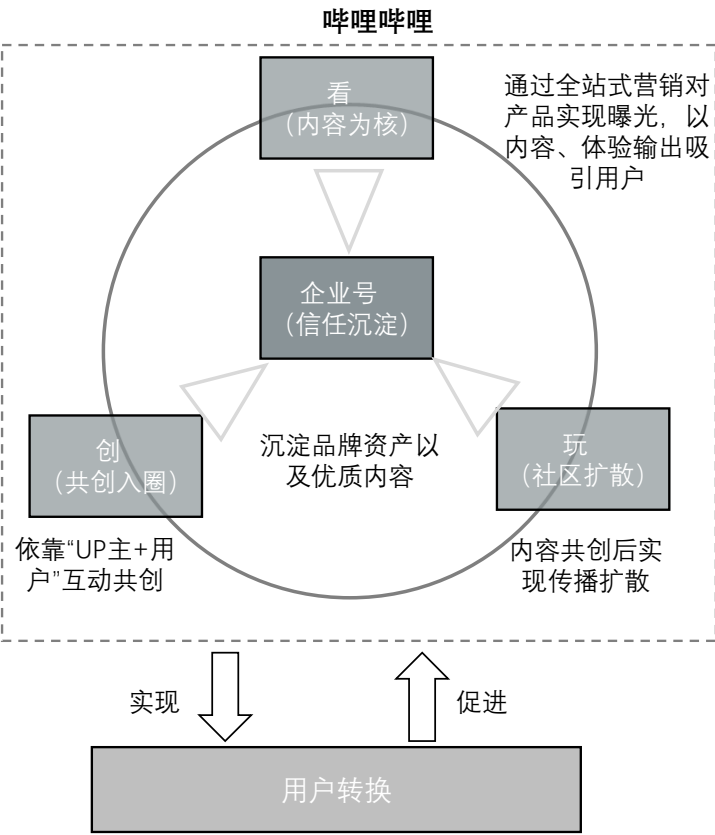
来源：企业官网，专家访谈，东北证券，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo

# 哔哩哔哩与心动公司广告业务对比——营销方案

心动公司的用户更为垂直，主要为游戏用户，其广告转化率高于哔哩哔哩，但基于平台用户量、广告类型而言，其广告营销能力仍低于哔哩哔哩

哔哩哔哩与心动公司营销方案对比

头豹洞察



哔哩哔哩的广告总体营销能力强于心动公司：

哔哩哔哩通过“看（内容）-创（UP主+用户）-玩（传播）”的模式实现品牌营销，即借助内容输出品牌价值吸引用户注意，再依靠“UP主+用户”互创，进而实现传播，最终达到品牌营销效果。哔哩哔哩的广告形式多样且计费模式多元，性价比较高。此外，哔哩哔哩的用户对广告接受度较高，主要原因在于年轻用户多，消费理念更为开放，对UP主接洽广告具有较强的同理心，加之其经济条件较好，在观看感兴趣的广告后有用户转化行为。因而，随着哔哩哔哩用户持续增加，且随着用户年龄增长，哔哩哔哩有望逐步开拓汽车、家居、早教等更多领域的商业化，其广告商业价值将随之增加，未来广告业务将不断扩大

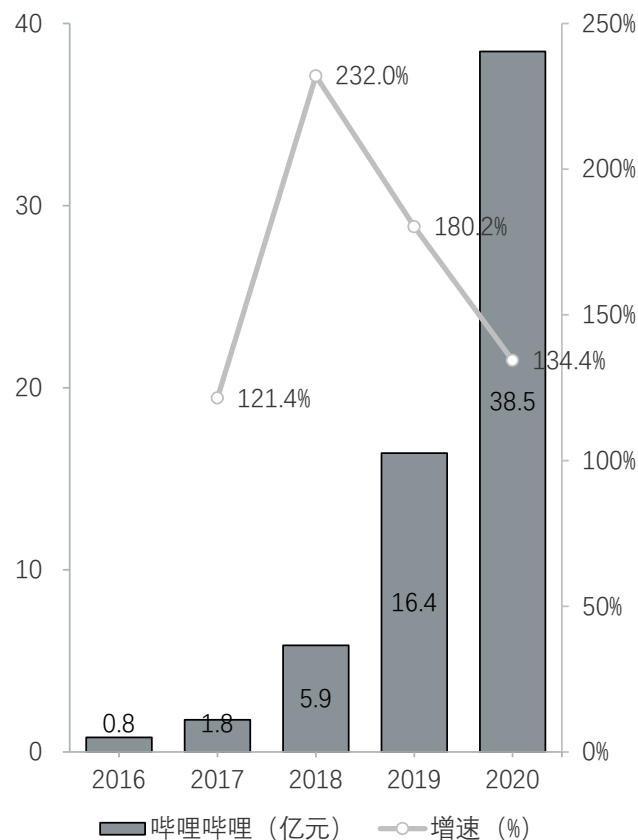
心动公司通过“联运不分成”的模式，吸引了众多游戏开发商，可为用户提供多元游戏，将用户聚集至TapTap平台，因而其广告商业价值可持续提升。TapTap广告内容主要为游戏推荐，展示用户对该推广游戏的评分，用户在浏览时基本感受不到“广告”的存在，因而用户对广告的接受度高。加之其用户多为游戏用户，尝试新游戏的意愿较为强烈，广告商可更精准触达用户，因而其转化率与单用户广告收入（心动公司为17.0元，哔哩哔哩为9.9元）较高。尽管心动公司的单用户广告价值高于哔哩哔哩，但基于平台用户量、广告类型而言，其广告营销能力仍低于哔哩哔哩

来源：哔哩哔哩，科投苑公众号，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo

## 哔哩哔哩增值服务分析——收入

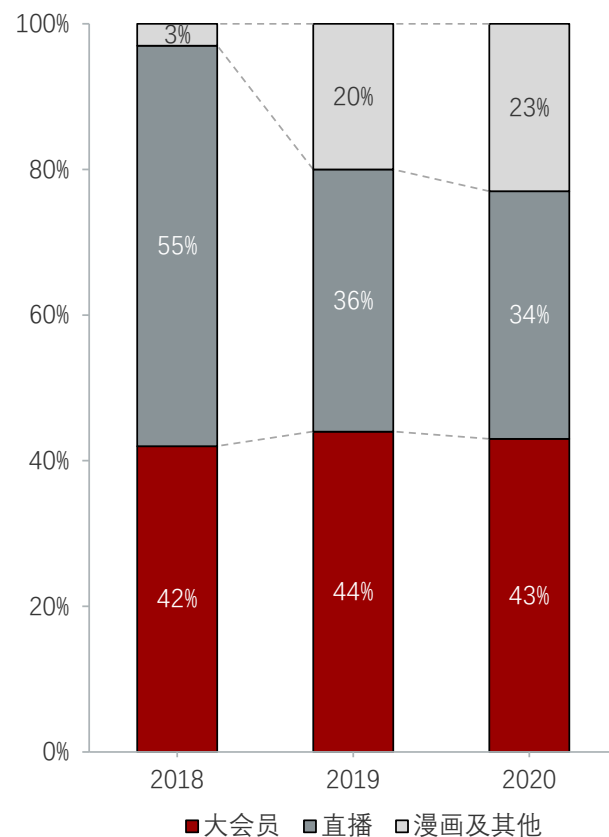
近五年，哔哩哔哩的增值服务收入持续增加，主要原因在于其增值服务的多元化可满足不同用户需求。此外，随着用户量不断扩大，加之用户付费习惯逐步养成，未来大会员仍将是哔哩哔哩的重要收入来源

哔哩哔哩增值服务收入及增速，2016-2020年



□ 哔哩哔哩的增值服务收入持续增加：哔哩哔哩的增值服务收入已由2016年的**0.8亿元**快速增长至2020年的**38.5亿元**，主要原因其增值服务持续多元化，现已可提供大会员、直播、漫画等服务，可满足用户需求，其商业潜力持续释放

哔哩哔哩增值服务收入占比，2018-2020年



□ 大会员仍是哔哩哔哩增值服务的主要构成部分：近三年，大会员是增值服务收入贡献最大的产品，2020年其占比约**43%**。其次为直播收入，但其占比近三年持续下降，主要原因在于**漫画及其他产品**收入快速增长，其占比持续提升，2020年达**23%**。漫画及其他产品的比重提升主要原因在于哔哩哔哩2018年末收购广播平台猫耳公司的多数股权，同时推出哔哩哔哩漫画APP，其收入快速增加。大会员是哔哩哔哩的重要产品，随着其用户量不断扩大，加之用户付费习惯的逐步养成，未来大会员仍将是哔哩哔哩的重要收入来源

来源：Choice，哔哩哔哩招股书，头豹研究院编辑整理  
©2021 LeadLeo



头豹  
LeadLeo

400-072-5588

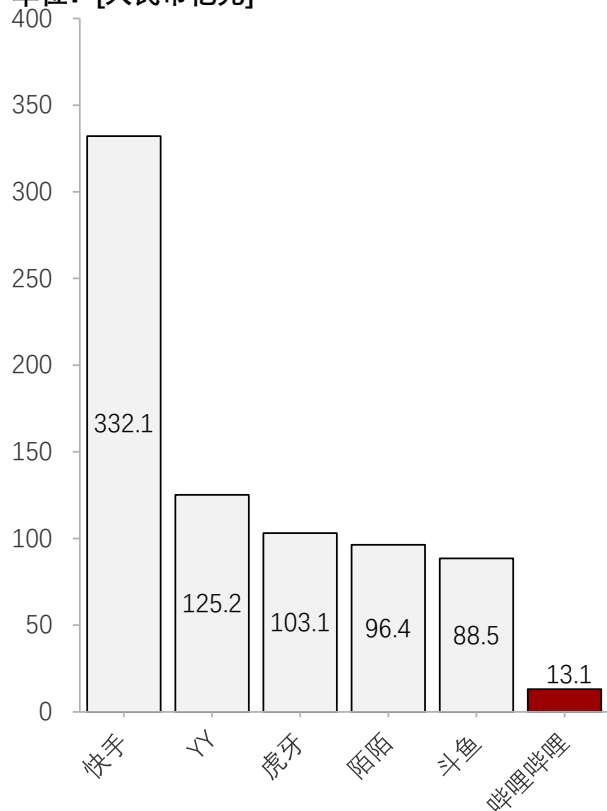
www.leadleo.com

## 哔哩哔哩增值服务分析——直播

与快手、YY等直播平台相比，哔哩哔哩的直播收入仍处于较低水平，随着其对直播业务的持续投入，加之其游戏等内容质量不断提升，未来其直播业务将仍有较大发展潜力

哔哩哔哩与其他直播平台直播收入对比，2020年

单位：[人民币亿元]

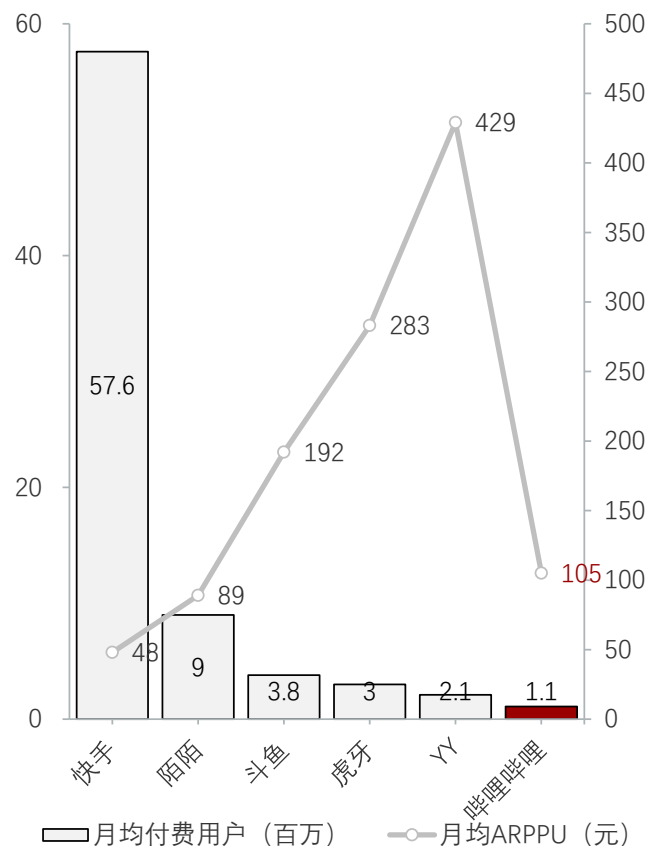


□ 哔哩哔哩的直播收入仍有较大提升空间：2020年，主要的直播平台快手、YY、虎牙等的直播收入均在100亿元以上，而哔哩哔哩的直播收入仅为13.1亿元，未来仍有较大的增长空间。此外，哔哩哔哩在直播方面具有一定优势：

(1) UP主是天然的主播池，其将视频创作与直播相结合，可提高自身曝光度，同时将视频观看用户向直播业务引流，进而带动平台的直播业务增长；

(2) 虚拟主播是哔哩哔哩的特色，其用户对虚拟主播的接受程度与打赏意愿均较高（如虚拟主播切茜娅2020年12月单月打赏进而达167万）。在此背景下，哔哩哔哩直播业务未来将可获得良好的增长

哔哩哔哩与其他直播平台直播付费用户和ARPPU对比，2020年



□ 哔哩哔哩的直播月均付费用户与月均ARPPU仍具有较大发展潜力：2020年，快手的直播月均付费用户为57.6百万，而哔哩哔哩仅为1.1百万。2020年，YY的直播月均ARPPU为429元，是哔哩哔哩的4.1倍。哔哩哔哩的直播月均付费用户与ARPPU均处于较低水平，其主要原因在于哔哩哔哩自2019年开始方开始加大直播业务的布局（如2019年与拳头游戏达成战略合作，获得中国区连续三年内的英雄联盟电子竞技全球总决赛的独家直播权），因而其直播业务与其他平台相比仍有较大差距。随着哔哩哔哩对直播业务的持续投入，加之其游戏内容质量不断提升，未来其直播业务仍具有较大的发展空间

来源：各企业年报，天风证券，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹  
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

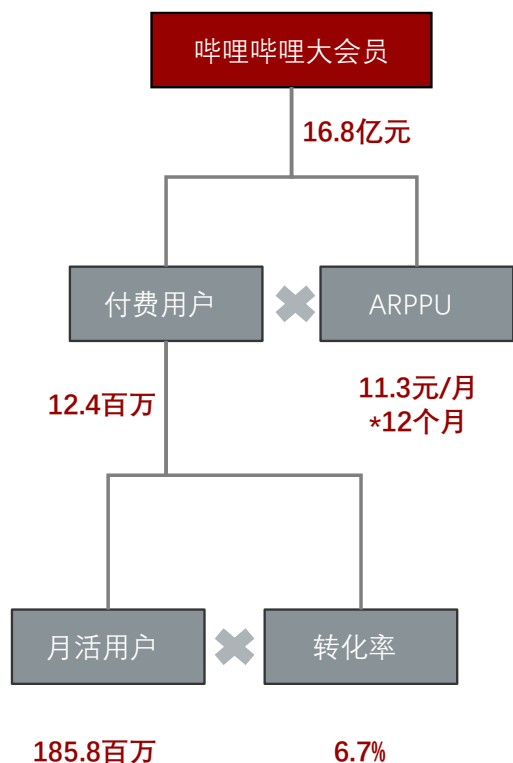
30



## 哔哩哔哩增值服务分析——大会员

相较腾讯视频、爱奇艺等平台，哔哩哔哩的付费率仍较低，随着其持续产出更多国创、纪录片等优质的内容，其付费率将可进一步提升

哔哩哔哩大会员业务计算公式

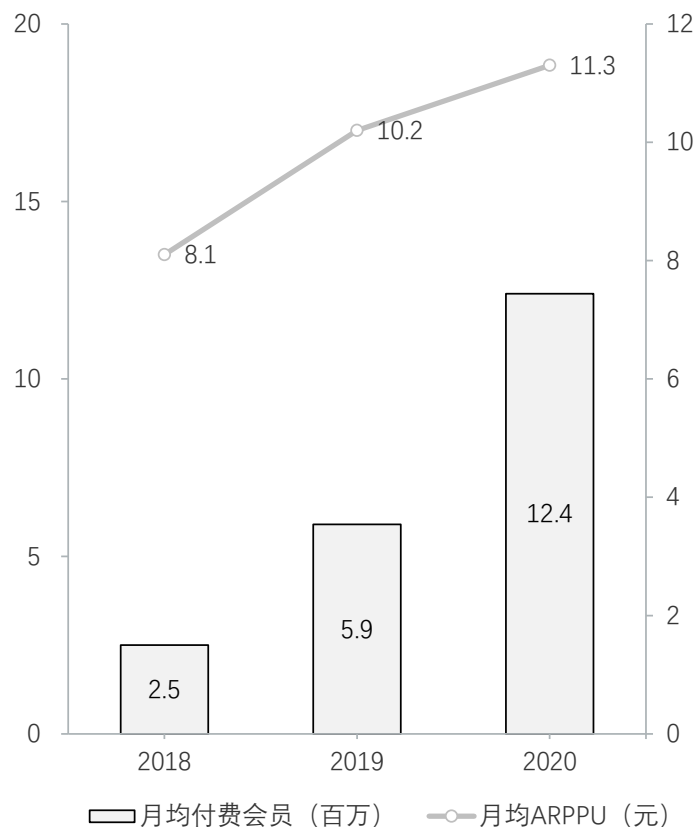


\*此处计算数据以2020年为例

来源：哔哩哔哩招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

哔哩哔哩大会员月均付费用户及ARPPU，2018-2020年



头豹洞察

### 哔哩哔哩大会员业务空间广阔：

自2018年哔哩哔哩上线大会员服务（大会员可享有免费或抢先看部分内容、半价点播付费内容等内容特权，以及装扮等相关特权）以来，其持续推出国创、纪录片、综艺、影视等更为丰富的内容，平台OGV内容库愈趋丰富，进而促进大会员的增长（当前哔哩哔哩版权内容库共拥有13,000余部，其中大会员专享3,100余部，约占**24%**）。哔哩哔哩的大会员月均付费用户及ARPPU持续增加，分别由2018年的**2.5百万**、**8.1元**，增长至2020年**12.4百万**、**11.3元**。但相较腾讯视频（2020年付费率约**23.0%**）、爱奇艺（2020年付费率约**19.0%**）等平台而言，其付费率（2020年付费率约**6.7%**）仍较低

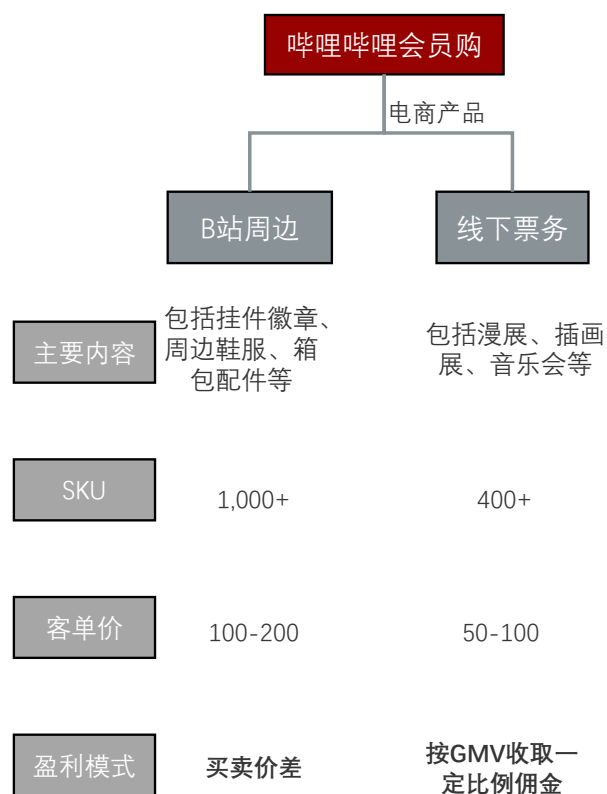
随着哔哩哔哩持续产出更为优质的内容，其付费率将进一步提升。此外，OGV可作为哔哩哔哩的源头IP，大会员服务通过内容付费筛选与培育用户，实现IP价值变现，最终可提升大会员业务的收入



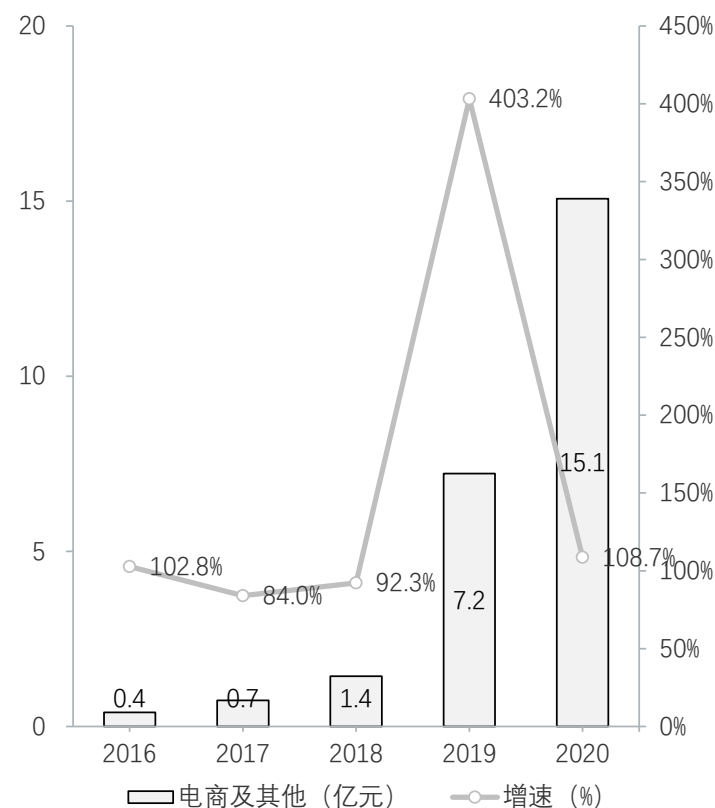
## 哔哩哔哩电商及其他收入

受益于泛二次元用户不断增加，用户对ACG产品的需求持续提升，加之哔哩哔哩自身IP产业链的搭建，电商平台将可作为IP变现的重要途径，因而预计哔哩哔哩电商及其他业务未来仍有较大发展潜力

### 哔哩哔哩会员购盈利模式



### 哔哩哔哩电商及其他收入，2016-2020年



### 头豹洞察

预计哔哩哔哩的电商及其他业务仍将持续增长：哔哩哔哩的电商及其他业务（包括电商平台产品，线下表演及活动票务收入）营收逐年增加，由2016年的**0.4亿元**上升至2020年的**15.1亿元**，主要原因在于泛二次元用户逐年增加（2020年中国约为**4亿**），其对ACG产品需求逐年提升。同时，哔哩哔哩获得中国英雄联盟S10电子竞技全球总决赛相关授权内容，此举也为其带来更多的活动收入。此外，哔哩哔哩逐步搭建IP全产业链，随着OGV、游戏等上游优质内容逐渐发展为优质IP，其电商平台将可作为IP变现的重要途径，因而电商及其他业务未来仍有较大发展空间

来源：哔哩哔哩年报，华创证券，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



# 04

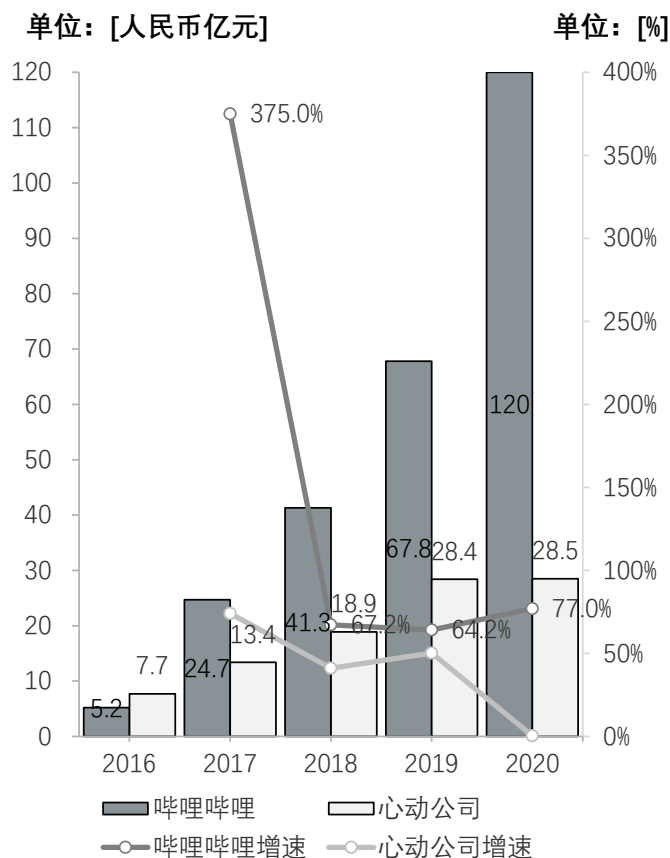
## 企业财务对比

- 营收、成本
- 收入结构
- 利润率、费用率

## 哔哩哔哩与心动公司财务对比——营收、成本

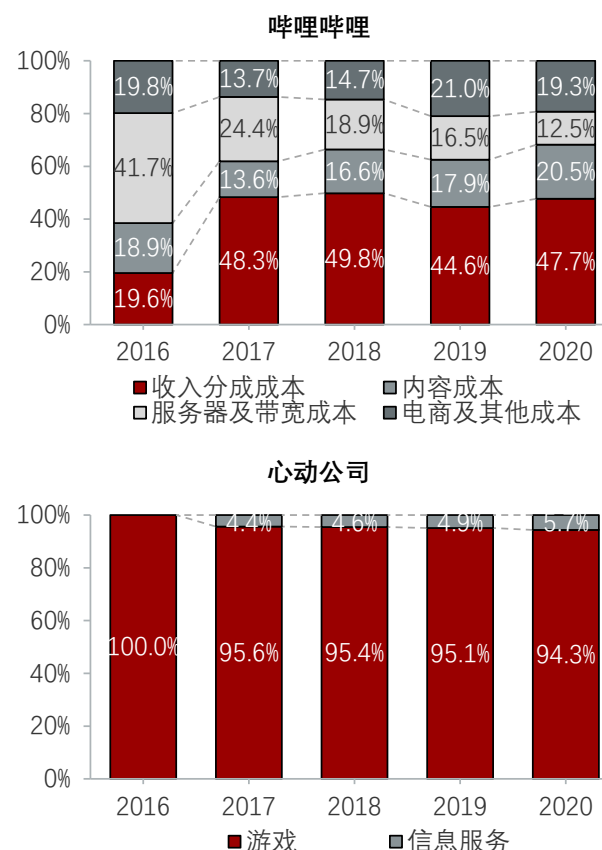
近四年，哔哩哔哩的营收及其增速均高于心动公司的，主要原因在于哔哩哔哩的业务更多元，且哔哩哔哩持续破圈，用户量持续增加，商业价值提升。而心动公司主要包括游戏与广告，营收来源较为单一

哔哩哔哩与心动公司营收对比，2016-2020年



□ 哔哩哔哩的主营业务收入均高于心动公司的：近五年哔哩哔哩的营收远高于心动公司，主要原因在于哔哩哔哩的业务更多元，包括游戏、增值服务、广告、电商及其他，且哔哩哔哩持续破圈，用户量持续增加，商业价值提升。而心动公司主要包括游戏与广告，营收来源较为单一

哔哩哔哩与心动公司成本对比，2016-2020年



□ 哔哩哔哩与心动公司的主要成本均为收入分成成本：

收入分成是哔哩哔哩的主要成本，近四年，占比基本维持在**45%-50%**。同时，哔哩哔哩持续加大内容投入，**内容成本**占比逐年提升，2020年达**20.5%**。此外，随着哔哩哔哩的持续扩张，**服务器及带宽成本**持续下降，规模效应逐步体现，该部分成本的下降，也是其毛利率提升的重要原因

**游戏成本**（包括游戏开发商的收益分成以及分发平台与支付渠道收取的佣金、贷款及伺服器托管费、雇员福利开支及游戏授权金的摊销）是心动公司的主要成本，近五年均保持**90%**以上，其中**游戏开发商的收益分成**是主要的成本项，由2019年的**26.6%**上升至2020年的**36.3%**

来源：Choice，哔哩哔哩招股书，心动公司招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

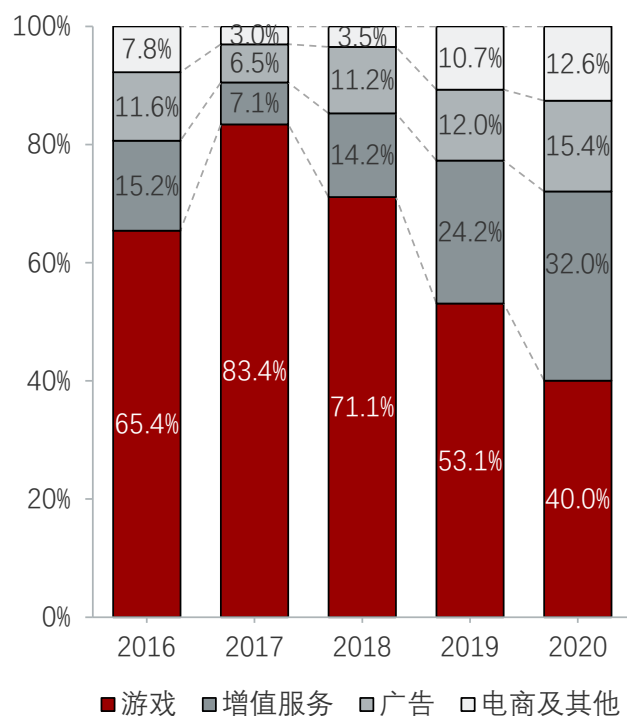
## 哔哩哔哩与心动公司财务对比——收入结构

近五年，哔哩哔哩的商业化加快，营收来源逐步多元化，单一业务风险降低，未来盈利能力将更加稳健，而心动公司营收结构较为单一，对游戏的依赖度较高

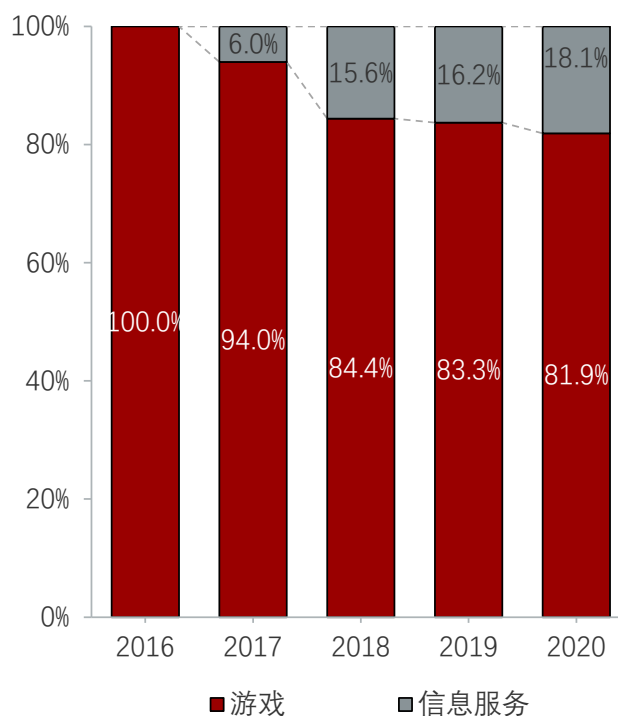
哔哩哔哩与心动公司的业务收入结构对比，2016-2020年

头豹洞察

哔哩哔哩



心动公司



□ 哔哩哔哩的收入较心动公司更多元，盈利能力更加稳健：

(1) 哔哩哔哩：收入来源包括游戏、增值服务（包括直播）、广告、电商及其他，其中，游戏是哔哩哔哩的主要收入来源，其营收占总营收比例已从2017年的83.4%下降至2020年的40.0%，主要原因在于哔哩哔哩其他业务的商业化加快（如增值服务营收占总营收比例已由2017年的7.1%增长至2020年的32.0%），营收来源多元化，单一业务风险降低，未来盈利能力将更加稳健

(2) 心动公司：收入来源包括游戏、信息服务，尽管信息服务收入占总营收比例逐年增加，但游戏业务营收仍占据最主要部分，2020年该业务营收占总营收比例为81.9%，总体而言心动公司的收入结构仍相对单一，盈利能力尚待提升

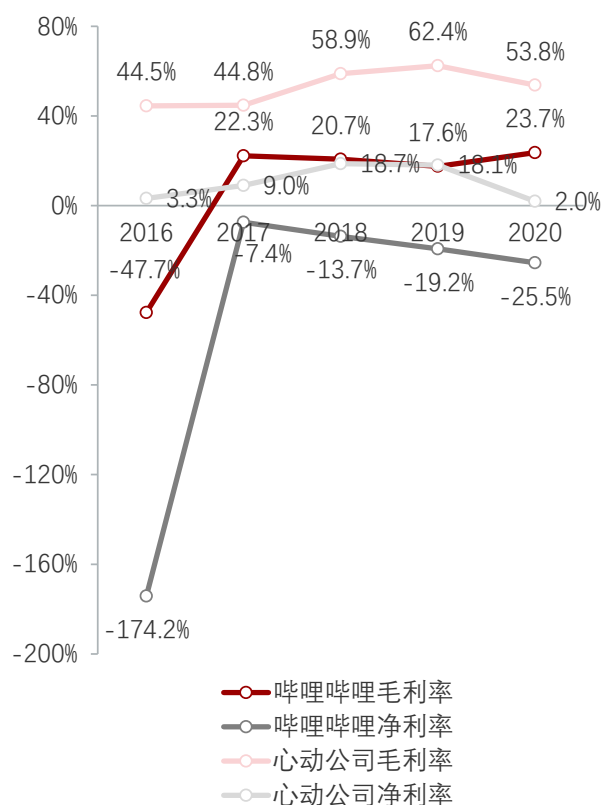
来源：哔哩哔哩年报，心动公司年报，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

## 哔哩哔哩与心动公司财务对比——利润率、费用率

近五年，哔哩哔哩的毛利率与净利率均低于心动公司的，主要原因在于哔哩哔哩的营收逐步多元化，高毛利的游戏业务营收占比逐年下降，加之其为实现用户增长持续增加在品牌知名度等方面的投入

哔哩哔哩与心动公司毛利率、净利率对比，2016-2020年

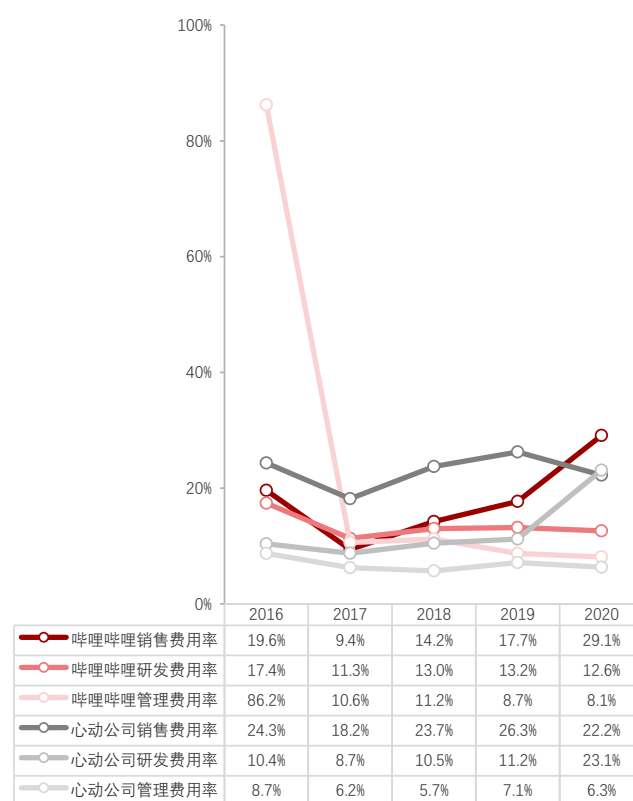


□ 哔哩哔哩的毛利率与净利率均低于心动公司：

(1) **毛利率**：近四年，哔哩哔哩的毛利率在**17%至25%**之间，而心动公司的毛利率在**45%至65%**之间，哔哩哔哩毛利率明显低于心动公司的，主要原因在于**二者的业务结构的差异**，心动公司的游戏收入占比超过**80%**，而游戏行业的毛利率偏高（可超过**50%**），而哔哩哔哩营收来源逐步多元化，其中电商（约**10%**）与增值业务毛利率仍相对较低，导致其整体毛利较低

(2) **净利率**：近三年，哔哩哔哩与心动公司的净利率均呈下降趋势。哔哩哔哩的净利率一直为负数，主要原因是其为增长用户数量持续增加营销投放。**心动公司**的净利率相对较高，主要是其毛利率高与开支较小，其2020年净利率大幅下降，主要是研发费用大幅增加所致，研发费用2020年为**6.6亿元**，同比增长**106.9%**

哔哩哔哩与心动公司费用率对比，2016-2020年



□ 哔哩哔哩销售费用率总体保持上升态势：哔哩哔哩近年来为助力“用户破圈”，持续增加在品牌知名度、内容生态及用户社区的投入，销售费用率已从2017年的**9.4%**上升至2020年的**29.1%**。而**管理费用率、研发费用率**则保持相对稳定态势

□ 心动公司研发费用率总体呈上升趋势：心动公司研发费用率持续上升，由2017年的**8.7%**上升至2020年的**23.1%**，主要原因是心动公司为提升自研游戏开发能力、TapTap平台的推荐算法的精确性，扩大研发团队，2020年研发人员为**1,355名**，同比增加**68.1%**，同时提升员工福利水平以吸引更多人才。而销售费用率、管理费用率则保持相对稳定趋势

来源：Choice，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo





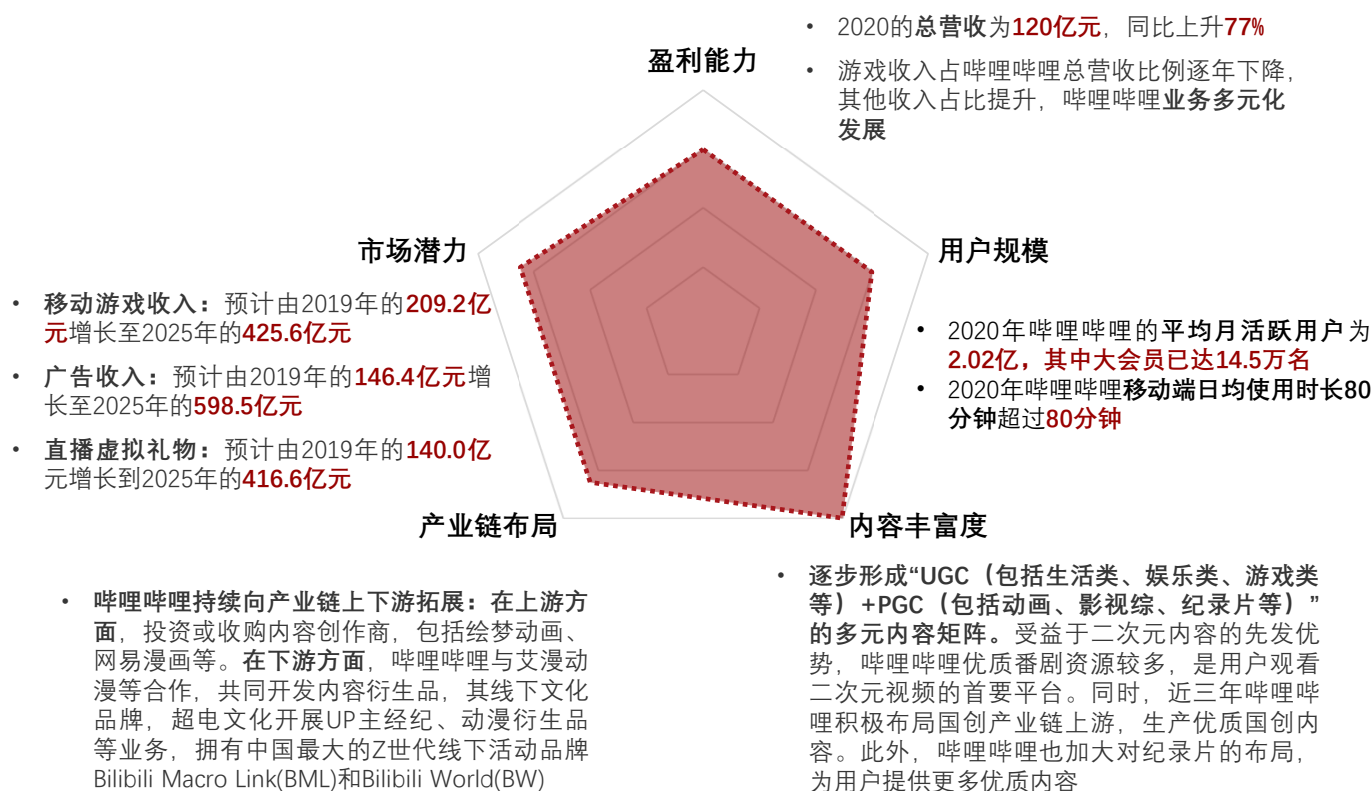
# 05

## 综合评价

# 哔哩哔哩综合评价

就盈利能力、用户规模、内容丰富度、产业链布局、市场潜力而言，头豹认为哔哩哔哩的综合表现较为优异，具有较大的增长潜力

## 哔哩哔哩综合评价



## 头豹洞察

□ 未来哔哩哔哩具有较大的增长潜力：

（1）**盈利能力**：哔哩哔哩总营收逐年提升，且其主要盈利来源——游戏收入，占总营收比例逐年下降，增值服务与广告的占比逐年提升，哔哩哔哩业务向多元化发展，其盈利能力更加稳健

（2）**用户规模**：哔哩哔哩的用户持续增加，2020年已达2.02亿，在持续加大品牌营销的基础上，其用户将继续增加，预计2025年超过4亿

（3）**内容丰富度**：随着哔哩哔哩平台的内容质量逐渐提升，将吸引更多用户，其活跃用户规模随之扩大。活跃用户数量的增加，将利好哔哩哔哩的盈利（如吸引更多广告主在哔哩哔哩投放广告，其营收将可随之提升）

（4）**产业链布局**：哔哩哔哩已逐步形成全产业链布局，从上游的内容生产到下游的内容衍生品、线下活动均有所涉及，有效形成内容生产到消费的产业链闭环

（5）**市场潜力**：哔哩哔哩主营业务（游戏、广告、直播等）所属行业，在中国均处于增长阶段，在此背景下，哔哩哔哩将迎来良好的发展机遇

来源：哔哩哔哩招股书，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo





# 06

## 投资风险

# 哔哩哔哩投资风险

哔哩哔哩存在游戏上线不及预期、用户增长不及预期、UP主流失、行业竞争加剧、版权诉讼等多项风险，其中游戏上线不及预期的风险概率及影响程度相对较高

哔哩哔哩投资风险

风险分类	具体风险与来源	风险发生概率	风险影响程度	风险规避方法
游戏上线风险	<ul style="list-style-type: none"><li>游戏上线不及预期导致的风险。哔哩哔哩持续加大对游戏内容的投入，但游戏版号持续收紧，游戏面临无法上线风险。同时游戏上线后表现无法保证，若游戏上线后无法获得用户认可，其盈利将受阻碍</li></ul>	高	高	<ul style="list-style-type: none"><li>持续提升游戏内容质量</li><li>加强培育用户习惯，增强粘性</li></ul>
用户增长风险	<ul style="list-style-type: none"><li>用户增长不及预期导致的风险。中国互联网红利趋近尾声，各细分行业竞争趋于白热化，若用户增长不及预期，哔哩哔哩的商业价值将受消极影响</li></ul>	中	高	<ul style="list-style-type: none"><li>持续拓展不同的内容，提升内容丰富度</li><li>在一定程度上加大营销支出，增强自身品牌形象</li></ul>
UP主流失风险	<ul style="list-style-type: none"><li>UP主流失导致的风险。UP主是哔哩哔哩社区的重要组成部分，若UP主被其它平台高薪挖角，哔哩哔哩的用户可能随之流失，哔哩哔哩的用户规模将面临增长困境</li></ul>	中	中	<ul style="list-style-type: none"><li>加强社区培育，增强用户粘性</li><li>推出多元UP主激励政策</li><li>在一定程度上加大营销支出，增强自身品牌形象</li></ul>
行业竞争风险	<ul style="list-style-type: none"><li>行业竞争加剧导致的风险。哔哩哔哩的细分业务均面临不同竞争者，若其竞争优势无法持续，其市场份额或被侵占</li></ul>	中	中	<ul style="list-style-type: none"><li>加强与产业链上下游合作商关系</li><li>持续提升产品和服务质量</li></ul>
版权诉讼风险	<ul style="list-style-type: none"><li>由于内容版权导致的风险。中国版权相关的法律法规日趋完善，若哔哩哔哩无法解决内容版权问题，部分UP主的内容生产将受限，或出现版权诉讼问题，影响平台的持续运营</li></ul>	中	中	<ul style="list-style-type: none"><li>通过多种渠道加强平台用户的版权意识</li><li>与内容生产商达成合作，解决版权根源问题</li></ul>

来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



07

专家观点

## 专家观点

“破圈”与完善产业链布局是哔哩哔哩未来3-5年的主要任务，由于游戏发行面临较高的风险，因而未来其业务增长的重要来源将是广告与增值服务

### 专家观点



#### 专家简历

此专家在游戏行业具备**5年**以上的从业经验，就职于知名泛文娱平台，具备丰富的游戏运营经验



#### “破圈”与完善产业链布局是哔哩哔哩未来3-5年的主要任务

**“破圈”方面：**哔哩哔哩持续加大品牌营销投入，举办系列品牌活动，如《BILIBILI晚会 二零一九最美的夜》，其播放量达1.3亿，品牌知名度持续提升，吸引更多用户，2020年哔哩哔哩月活跃用户已达2.02亿

**完善产业链布局方面：**在上游方面，哔哩哔哩持续加大对国产动漫、纪录片、综艺等内容的投入。在下游方面，举办各类线下活动，如BilibiliWorld活动（综合性娱乐嘉年华，集演出、展览和互动游戏于一体），有效将线上用户与线下用户结合，加强用户粘性。此外，哔哩哔哩与艾漫动漫等合作，共同开发内容衍生品，形成内容生产至消费的闭环



#### 广告与增值服务是哔哩哔哩未来业务增长的重要组成部分

**广告方面：**尽管当前哔哩哔哩广告模式较为多元，但其仍有较多的广告位尚待开放，为了保证良好的用户体验，哔哩哔哩在广告方面仍采取较为克制的策略。随着哔哩哔哩在品牌营销方面持续加大投入，其用户将持续增加，因而广告商业价值将随之增加。因而，哔哩哔哩的广告业务收入将以较稳定的增速增加

**增值服务方面：**该部分业务主要包括大会员与直播，在大会员方面，随着用户付费习惯逐步养成，加之哔哩哔哩持续提供质量佳的内容，未来大会员数量将逐渐增加。在直播方面，哔哩哔哩逐步构建完善的直播生态（如引入更多知名主播），长远看直播也将成为增值服务的重要增长来源



#### 游戏发行是哔哩哔哩面临的重要风险之一

哔哩哔哩的游戏收入主要来源于《FGO》等少数游戏，且其面临游戏生命周期的风险，未来新上线的游戏表现无法预期，其商业化能力存在较大风险

来源：专家访谈，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo



头豹  
LeadLeo

400-072-5588

www.leadleo.com

42





# 08

## 方法论与 法律声明

# 方法论

- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究10大行业，54个垂直行业的市场变化，已经积累了近50万行业研究样本，完成近10,000多个独立的研究咨询项目。
- ◆ 研究院依托中国活跃的经济环境，从视频、游戏、广告、直播等领域着手，研究内容覆盖整个行业的发展周期，伴随着行业中企业的创立，发展，扩张，到企业走向上市及上市后的成熟期，研究院的各行业研究员探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业的视野解读行业的沿革。
- ◆ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合行业交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述行业的现状，前瞻性地预测行业未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析行业，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。



# 法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。本报告所指的公司或投资标的的价值、价格及投资收入可升可跌。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本文所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本文所载资料、意见及推测不一致的报告和文章。头豹不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。