



# 从B站看内容与用户演变

## B站兴趣爱好生活聚集地

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2024年09月02日

- 首席分析师：朱珠
- SAC编号：S1050521110001

研究创造价值

## 新平台或新模式的核心竞争力核心看迭代能力：

B站商业化变现从游戏收入拉动到广告收入，在游戏产品周期性调整中增值与广告业务补位，收入结构的优化也得益于平台社区运营。从2015年到2024年b站商业模式持续递进与迭代，可看出企业发展并非既定设计与战略规划而来，而是伴随商业业态、外部环境、用户需求等多要素共振带来的商业变现变化，进而凸显出一家企业的核心竞争力在于迭代能力。

## B站满足社交、好奇心、陪伴、可玩趣味的情感寄托的兴趣爱好乐园：

从用户端看，拥有黄金用户群体的B站社区用户年龄平均25岁，对内容的需求在拓宽，以短中长视频为特点的B站有助于满足用户多元需求。从传统游戏内容需求到家居房产、汽车、时尚美妆的内容需求均凸显B站从泛二次元社区成为兴趣爱好乐园及年轻人生活聚集地，B站业务结构持续优化，向下有支撑，向上有动力。作为社区特色的B站，社区竞争力的重要指标看活力，社区活力的重要指标看社区是否可持续生产新内容，B站内容宽度、日活用户已凸显其社区活力。

## 2024B站中期亏损收窄 看2025~2026年再上台阶：

B站在已建立的内容生态基础上进行广告等商业化探索并成效渐显，B站创造的社区归属感价值与用户价值有望持续带来较强的商业化变现潜力。内容供给、用户活跃、商业价值变现的多轮运转推动B站的生态健康发展，2024年中期营收增长，亏损收窄，运营效率有望提升，鉴于B站作为中国独特一代视频平台的赛道优势具布局价值，B站商业化有望持续显现。

### 媒介影响内容创作 也会影响供给：

大而全的抖音与快手、相对垂类的B站、小红书、小芒、得物、Soul各具特色，2022年元宇宙的商业模式不断得到探索，基于兴趣的元宇宙（N世界）推出，年轻人的社交元宇宙产品Soul App快速发展。2020年4月1日，罗永浩的“交个朋友”短视频直播电商拉开市场关注的大幕，短视频直播电商的快速发展带来需求端、供给端的变化，也改变了“人货场”的三维关系，相比于传统的货架型电商，抖音电商作为兴趣电商带动了东方甄选、与辉同行，媒介的发展在持续，内容的供给也会持续，用户的需求也会持续变化。

### 媒介背后的用户变了？

新媒介端的抖音电商、快手电商、小红书、Soul、得物等垂类平台中，供给端优质内容产品在新晋平台中快速通过用户自发种草且快速传播。新供给带来用户新需求，或者说用户的需求一直在，但如何更好去满足用户需求的前提是了解用户。每十五年即是一个代际的变迁，2022年元宇宙，2023年的ChatGPT,2024年的Sora，每一次技术迭代，带来用户新关注、价值新创造，用户对新事物的好奇心、对好产品的分享心、对自我成长的关爱心，用户持续在成长，媒介的供给也需要持续的成长。

### 好内容有助于穿越经济周期 什么是好内容？需审视需求的变化：

从迪士尼到乐高，穿越周期的核心在于优质内容的供给，优质内容的供给需要对不同代际用户在不同经济周期的认真审视。从B站的成长，我们看到其供给的内容是伴随用户的成长而逐步在丰盈。从小众文化逐步破圈，形成代际用户的同好（共同爱好）社区，从社区逐步成为生活聚集地，B站在伴随用户的成长而成长，伴随新需求在创造新供给，进而B站创造的社区归属感价值与用户价值有望持续带来较强的商业化变现潜力。

### 媒介渠道迭代下如何影响好内容价值？

从电视媒体到PC再到移动手机、元宇宙、AR眼镜、MR头盔，媒介端持续迭代，也在赋能内容生产新范式，“你想要的内容都在B站”已逐步建立用户心智。中外企业如Meta、B站等社媒逐渐普及，共同爱好者的交流平台逐步涌现，信息差拉平后粉丝聚集社群持续赋能好内容价值，除抖音、B站之外，小红书、soul等企业，均助力优质内容的再换新或新供给。好内容自成IP文化符号，IP文化符号与商业变现的“车轨效应”在移动互联网、AI时代中伴随用户需求前进发展。

握有“文化符号”的公司在新需求与新供给中商业价值有望再扩容，进而给予传媒行业推荐评级。企业端，可关注IP文化符号商业化的奥飞娱乐、光线传媒、泡泡玛特、新经典、风语筑、力盛体育、中信出版、阅文、爱奇艺等；赋能IP文化价值的社群媒介的B站、小红书、抖音等。

公司代码	名称	2024-08-30 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002292.SZ	奥飞娱乐	5.80	0.06	0.13	0.19	96.67	44.62	30.53	买入
002605.SZ	姚记科技	20.57	1.36	1.56	1.78	15.13	13.19	11.56	买入
002739.SZ	万达电影	9.82	0.42	0.61	0.74	23.38	16.10	13.27	买入
002858.SZ	力盛体育	9.69	-1.18	0.34	0.62	-8.21	28.50	15.63	买入
300133.SZ	华策影视	5.31	0.20	0.22	0.25	26.55	24.14	21.24	买入
300251.SZ	光线传媒	7.12	0.14	0.34	0.43	50.86	20.94	16.56	买入
300788.SZ	中信出版	24.98	0.61	0.83	1.05	40.95	30.10	23.79	买入
603096.SH	新经典	15.42	0.98	1.11	1.25	15.73	13.89	12.34	买入
603466.SH	风语筑	7.12	0.47	0.57	0.70	15.15	12.49	10.17	买入

资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

新用户增速及用户留存不及预期的风险；

内容管控的风险；UP主波动的风险；

直播等商业变现低于预期的风险；

B站与阿里、腾讯、泡泡玛特、快手并不具有完全可比性，相关数据仅供参考；

平台成本增加对经营产生不利影响的风险；

商业化进展不急于预期；推荐公司业绩不及预期的风险；

行业受宏观经济波动影响的风险

# 目录

## CONTENTS

1. B站概述及核心竞争力
2. B站主业拆分及展望
3. B站估值及行业投资建议

# 01 哔哩哔哩（B站）概述 及核心竞争力



# B站：好的内容、用心的UP主、同好的社区



资料来源：B站官网、B站官方公众号、华鑫证券研究所



## 1.1 B站：成长历程

- 15岁的B站，从ACG特色的二次元社区已逐步破圈为泛娱乐社区，有望在2024年后再上台阶成为兴趣爱好乐园



资料来源：wind资讯、B站官网、网易财经、华鑫证券研究所绘制

## 1.2 B站商业化演变：晚熟的B站

- 2017年：B站二次元小众社区平台（以游戏收入为主）商业模式+货币化潜力如何？
- 2017-2020年：广告变现未致用户流失（营收结构优化 形成广告、会员、增值、游戏等业务）
- 2024中期营收增长，亏损持续收窄，财务改善，晚熟的B站各业务线稳扎稳打
- 15岁的B站，已具备商业模式持续迭代的能力



资料来源：wind资讯、B站招股书、B站官网、华鑫证券研究所绘制（注 2024年B站盈利指代non-GAAP）

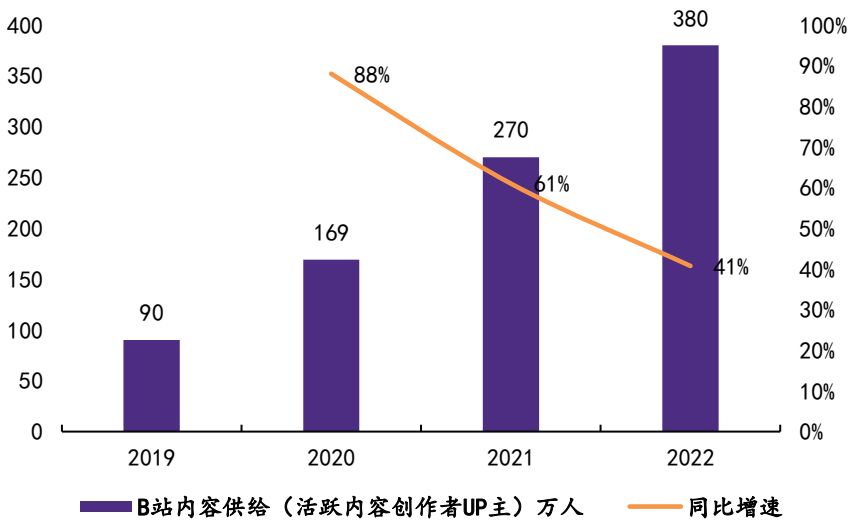


## 1.3 B站特点：内容 用户 社区 穿越周期基础

- B站（Bili Bili也称为哔哩哔哩）为中国年轻一代用户活跃视频社区，名字取自《魔法禁书目录》里人气女角色御坂美琴的外号biribiri，成立于2009年，并创立了以ACG（即Animation(动画)、Comics(漫画)与Games(游戏)）为主导的内容型社区网站；其前身为视频分享网站Mikufans，2010年1月正式命名为“哔哩哔哩”，提供全方位的视频内容以满足用户多元化的兴趣喜好，并且围绕有文化追求的用户、高质量的内容、有才华的内容创作者以及用户间的情感纽带，构建B站特色社区。
- 从泛二次元到兴趣爱好乐园。移动屏幕之民带来二次元文化，二次元融入三次元带来泛二次元新经济，动画（Animation）发源于19世纪英国，兴盛于美国并催生了迪士尼。漫画（Comic）起源于意大利并16世纪传入日本，形成了以宫崎骏为代表的日本漫画独特风格。动画与漫画合并成为AC文化即动漫文化，G代表Game游戏，二次元中常出现的词汇ACGN是从ACG中分化出的新词汇。B站作为ACG赛道代表公司，覆盖生活、游戏、娱乐、动漫、科技及知识等其他众多领域，并支持广泛的视频内容消费场景，以专业用户创作视频（PUGV）为中心，辅以直播、专业机构创作视频（OGV）等。
- B站的内容与社区生态是公司竞争壁垒，也是穿越周期的基础。B站持续致力于为中国年轻一代打造具内容厚度的视频社区（借力AIGC辅助工具提高内容生产效率、广告效率及用户体验的提升）；B站用户持续增长也在带动破圈效益，商业化层面，持续增长及高活跃度的用户一方面带来直接2C付费，用户的社区活力也带来2B广告价值。

# 1.4 B站特点之一：内容端供给看优质UP主

- B站：注重UP主在平台的获得感
  - 2021年，B站启动“寻光计划”，挖掘和扶持更多国产动画创作者，伴随用户增长及活跃度提升，为B站内容生态注入新活力，从小众破圈的B站，坚持内容供给的持续打磨；
  - 2022年，B站升级了UP主内容合作平台“花火”，并上线直播带货功能，进一步促进了UP主的收入增长
  - 2023年，B站对不同发展阶段的UP主提供激励金、包月充电、直播打赏、商单撮合、电商带货等丰富的变现模式，吸引并留存优质创作者
  - 2024年上半年，在B站获得收入的UP主近210万人，我们看到B站内容创造者自2019年90万增加至2022年的380万（前三季度及2022Q4数据稳定在380万人），在百万创作者池中，获收入的内容创作者也在持续增长



资料来源：B站官网、wind资讯、中国网络视听节目服务协会、每经网、DoNews、华鑫证券研究所

# 1.5 B站特点之二：黄金用户优势

- B站：2024上半年平台活跃用户平均年龄25岁
  - 每10个中国Z+世代用户有6.5个B站用户；
  - 黄金用户具有较强消费力，B站用户在中国一、二线城市占比56%，女性用户占比49%，产生消费行为用户数同比超200%
- B站：用户粘性的内核是内容 内容具备自生能力赋能社区
  - 内容多元化构建是伴随用户不断成长而形成，具备内容“自生”能力赋能社区活力
  - 从优势品类到新兴品类多元供给，覆盖科技、知识、游戏、娱乐、文化、时尚、家居、亲子、健身等



来源：Bilibili财报、QuestMobile、极光大数据  
(1) 根据Quest Mobile，截至2024年6月  
(2) 2024年第二季度  
(3) 根据Quest Mobile，截至2024年6月  
(4) 根据极光大数据，截至2024年6月  
(5) 根据Bilibili财报，截至2024年6月

资料来源：B站官网、华鑫证券研究所

## 1.5 B站特点之二：黄金用户优势

- B站：2024上半年月活用户3.36亿人 B站用户已覆盖Y/Z世代用户（在Z世代用户中建立较强心智）
  - Y世代（1980-1994年）与Z世代（1995-2009年）用户数分别为3.15亿人、2.33亿人，Y世代的年消费规模达6.68万亿元，Z世代达4.94万亿元；
  - 当前Y世代仍是消费市场主力军，但Z世代已开始在某些领域引领消费趋势的变化，伴随Z世代步入职场收入逐步提升，有望成为未来新消费市场的有力增长点；
  - B站在Z世代用户中较强心智，换言之，伴随Z世代用户成为社会主力后，B站也会成为第一梯队承接该部分红利

➢ 不同世代人群人口规模



➢ 不同世代人群年消费规模

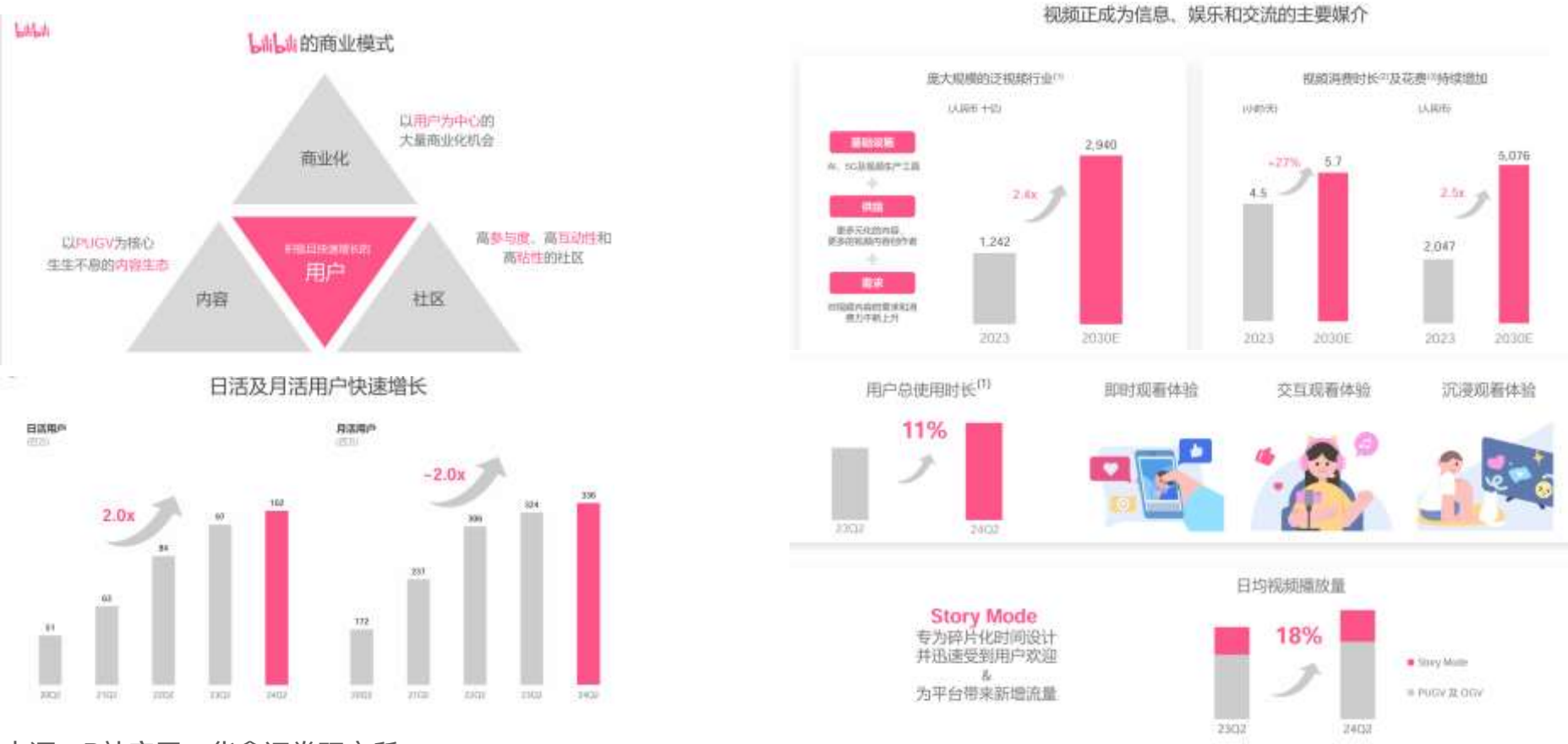


资料来源：TalkingData、B站官网、华鑫证券研究所



# 1.6 B站特点之三：商业模式自然演进

- B站：商业模式是伴随用户持续增长+内容持续供给+社区粘性持续增加=自然衍生出2C\2B货币化能力
- 2024上半年B站日活 vs 月活用户分为1.02亿人 vs 3.36亿人（持续保持新增）
- 行业端，视频成为信息、娱乐、交流主要媒介，视频消费时长有望从2023年4.5小时增至2030年的5.7小时，视频花费有望从2023年的2047元增至2030年的5076元，面对长短视频持续竞争下，B站占据独特用户心智，通过短中短视频供给满足用户不同场景的需求进而带动付费、广告营销、游戏、直播等商业化力。





## 02 哔哩哔哩主业拆分及展望

## 2 B站：增值、游戏、广告（基石vs修复vs驱动力）

01

增值 (VAS)  
2024H1收入  
55.8亿港元  
占比43.2%

- 基石：会员付费业务、直播服务等
- B站增值业务组成有大会员业务，通过购买大会员享无广告等权益；
- 直播业务有直播带货、直播互动等，也为UP主与品牌主提供变现途径；
- 其他增值如虚拟礼物、会员购、课程销售等

02

游戏  
2024H1收入  
21.8亿港元  
占比16.9%

- 修复：早期主要收入来源之一
- 早期游戏收入是B站主要收入，依赖于单一游戏《命运 - 冠位指定》(FGO)
- B站游戏产品集中在二次元品类，联运、自研、代理等。
- 2019~2022年游戏板块的探索、试水、调整，2022年无重要产品上线，业务调整内外因皆有；
- 2024年《三国谋定天下》托举游戏业务修复

03

广告  
2024H1收入  
40.6亿港元  
占比31.4%

- 驱动力：重要收入组成 增速拉动总收入
- B站广告业务逆势取得持续增长，得益于进阶的产品能力，自身产品的持续优化，投放效率的持续提升。上线创新中心，在AIGC应用赋能下使得广告素材供给效率提升；
- B站的广告：品牌广告、效果广告、花火广告。作为高质量内容社区，链接广告主、UP主、用户的交易生态；大开环展览朋友圈扩容

资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

## 2.1 B站主业一：广告业务（驱动力）

### ■ B站，用户具较强消费潜力，有望为品牌带来新增量

- 广告主投B站，投的是新消费力和新消费增量，投的是现在及未来
- B站自身看，广告货币化是新增长引擎，从品牌广告到效果广告均具较好增长潜力
- 广告，是理解B站商业模式较好的切面之一；广告主从餐饮到互联网服务，从电商到游戏，从教育到AI，相继在B站投放广告（月之暗面在其投放广告也备受瞩目），B站投放广告更利于新品科普，也是新事物发酵的优质土壤；
- 大开环战略下朋友圈扩容，淘宝、天猫、京东、拼多多、唯品会、得物、闲鱼等，通过流量结合内容，从流量升级为流量与内容的双轮驱动。



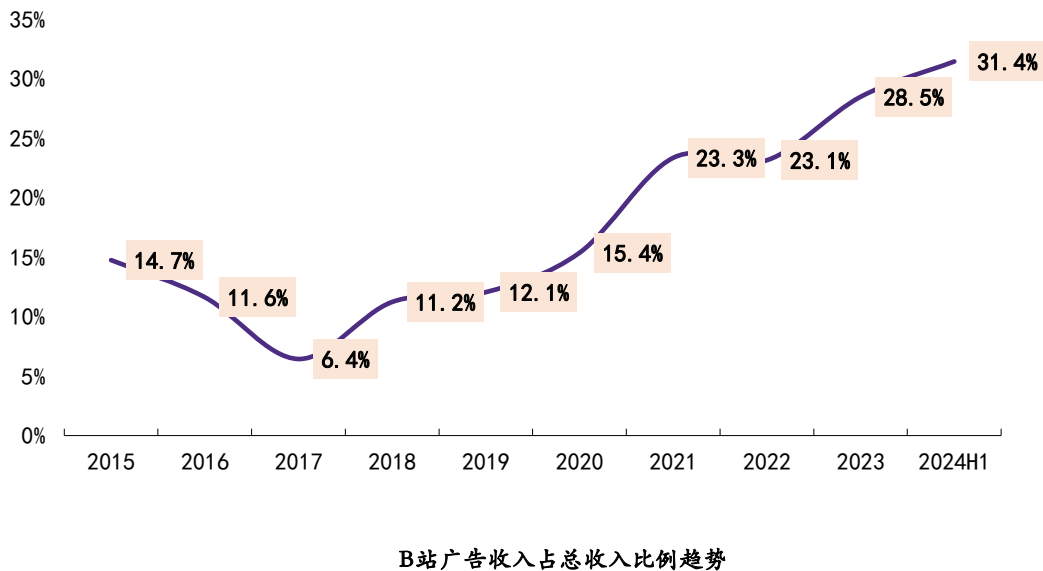
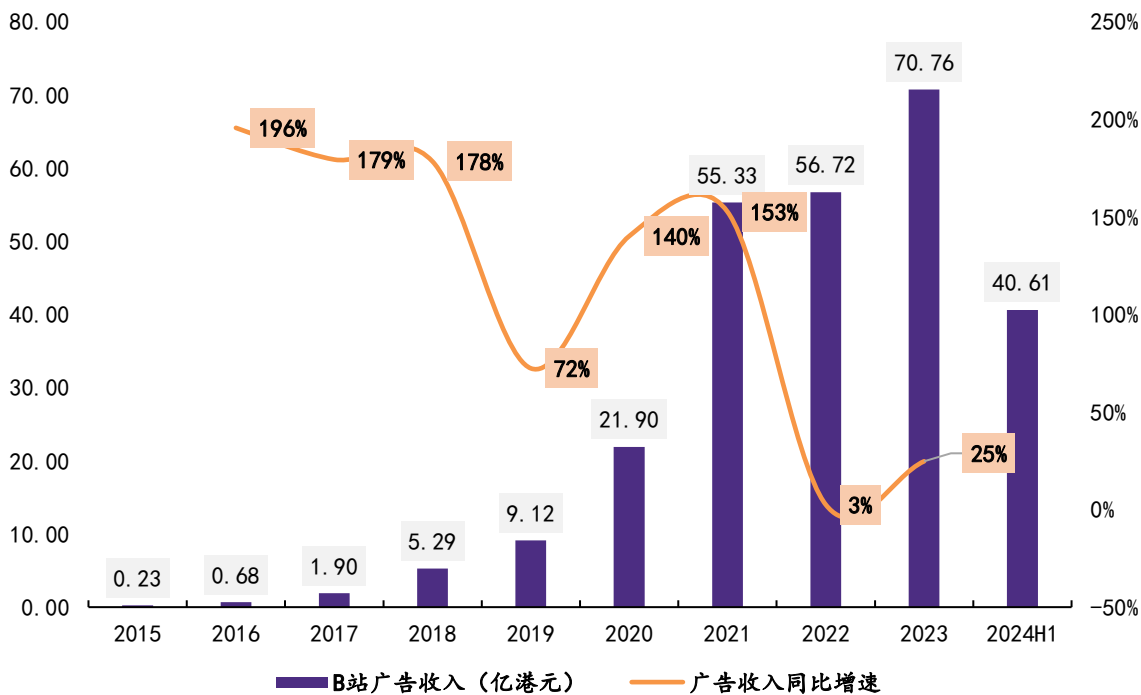
资料来源：B站《2024年bilibili营销通案》、B站官网、华鑫证券研究所

## 2.1 B站主业一：广告收入占比提升至2024H1的31.4% 具提升空间



### ■ B站，用户具较强消费潜力，有望为品牌带来新增量

- 广告主投B站，投的是新消费力和新消费增量，投的是现在及未来；B站自身看，广告货币化是新增长引擎，从品牌广告到效果广告均具较好增长潜力；B站投放广告更利于新品科普，也是新事物发酵的优质土壤；
- 广告收入成为B站收入重要组成，广告收入从2015年的0.23亿港元增加至2023年的70.76亿港元（广告收入占总收入比例从2015年的14.7%提升至2023年的28.5%），2024H1广告收入40.6亿港元（占收入比例达31.4%，同比增加30%）。



资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

## 2.1 B站主业一：广告 效果vs品牌vs花火

### ■ B站，618与双11节点 带来广告弹性

- B站广告业务分为品牌、效果和原生广告三大类，通过花火UP主商业合作平台加速构建广告变现基础设施。
- B站，花火广告是官方发起的撮合广告主VS UP主进行商单交易平台，帮助UP主变现和品牌商达成营销推广目标；
- 2024Q1有150万+ UP主在B站上获收入，其中50%+的UP主通过花火商单获收入，同比增100%。（花火入驻条件粉丝量 > 10000人）



#### 「效果广告」投放 产品指南

今年 618，B站效果广告产品全面升级：

「一键超量」工具：可有效提升25-50%广告消耗；

「诊断」工具：「账户诊断」和「单元诊断」让广告投放中存在的问题“一目了然”；

「搜索快投」：创意素材可根据设置，快速投放至优质搜索流量，节约投放人效，同时带来优质搜索转化

#### 「花火平台」 产品指南

4 大关键词，速通「花火平台」交易能力。

「自助化」：7x24 开放，面向所有客户的无人便利店。无需找人帮忙，自助完成从入驻到结算的交易全流程；

「数据化」：内容、人群、UP主。提供全方位的数据决策支持。从选人到结案。看清您的每一步选择；

「一站式」：内容+组件+流量，一步到位，在花火完成全部类型内容的多样化交易；

「节点型」：更有618 指定节点定制活动“花火星愿单”和“限时优选计划”等您探索

#### 「品牌广告」 产品指南

品牌广告琳琅满目，618 大促如何投最有效果？三步走：

「全链路」：使用多场景品牌广告产品，全链路触达用户，营造大促氛围；

「大曝光」：选择多样式的大曝光产品，叠加视觉特效，吸引用户注意力！

「强互动」：积极互动，鼓励用户深度参与品牌玩法

#### 「原生广告」 产品指南

#站最新最热的流量红利「原生广告」是什么？

「原生广告」是将B站账号发布的内容，作为广告载体的新形式。

通过原生内容，将获得更强的流量能力。通过锚点工具承接转化，可将广告投放与账号经营相结合，为广告主提供契合#站社区的营销解决方案。

原生广告在现有的广告流量之外，可获得额外的原生广告流量，且优质的内容还能在社区内拿到自然流量分发。

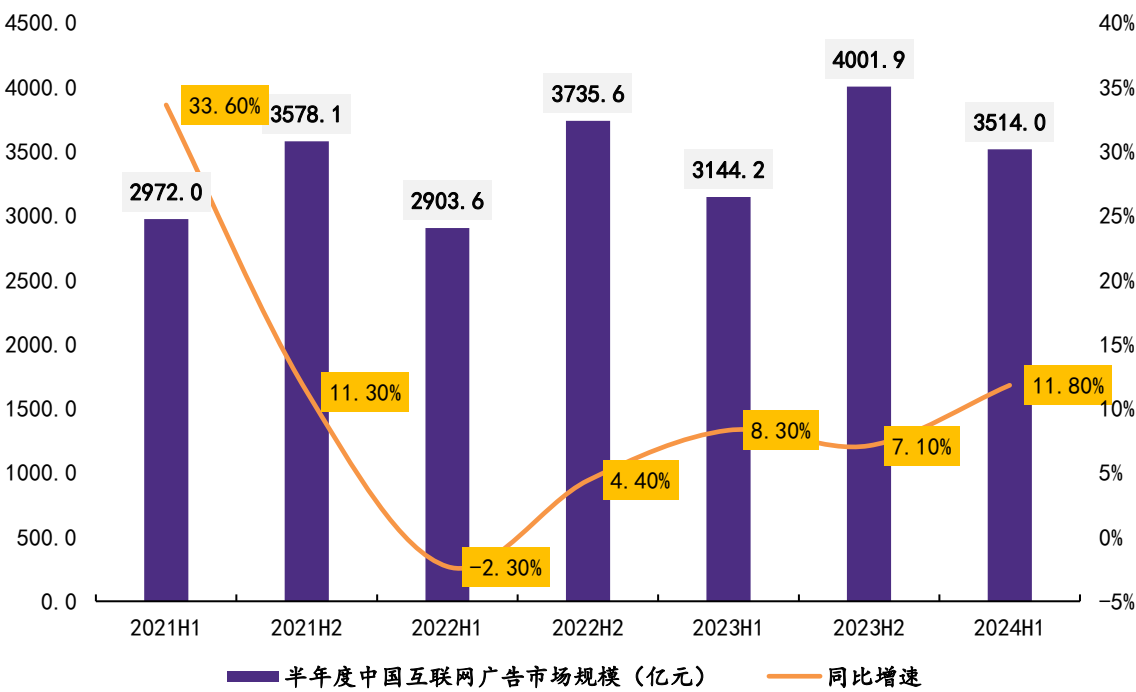
资料来源：哔哩哔哩商业化公众号、华鑫证券研究所



## 2.1 广告行业看 B站广告市场仍具成长潜力

### ■ 2024H1中国互联网广告市场规模3514亿元 yoy+11.8%视频媒介广告容量持续增长

- 2024H1中互联网广告市场规模3514亿元，yoy+11.8%（2024H1 B站广告收入37亿元，市占率1.1%），对比腾讯2024H1广告收入299亿元，市占率达8.5%，B站的广告货币化能力仍具潜力。
- 视频媒介广告持续增长，2024H1 B站从月人均单日使用时长与抖音火山略齐平，也凸显其广告后续潜力



	2024H1互联网广告收入(亿元)	同比增速	占中国互联网广告市场比例
B站	37	30%	1.1%
腾讯	299	19%	8.5%

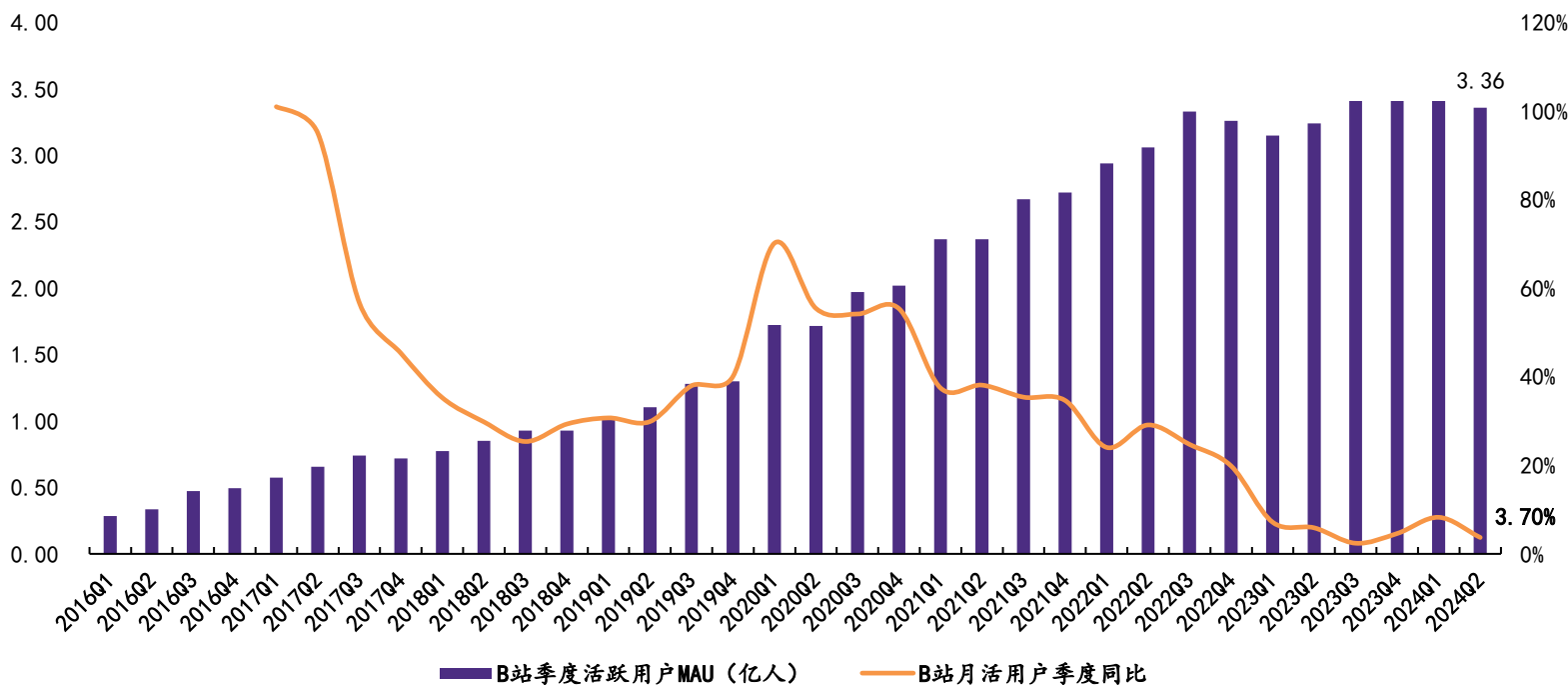


资料来源：QuestMobile、wind资讯、华鑫证券研究所

## 2.2 B站主业二：增值（会员直播等）基石业务

### ■ B站月活用户稳健 日活1.02亿人（yoy+6%）

- B站，2024H1B站月活用户3.36亿人，月活用户总体在平稳区间小幅波动，也说明通过投费用拉新客户策略对B站当下及后续来说已不是重要选项，换言之，对费用端的影响已减弱；
- B站，日活用户接棒月活，成为B站发展的重点，日活也是公司整体社区活跃度的重要指标之一；
- 2024上半年，B站日活用户达1.02亿人，同比增加6%；用户活跃度凸显社区活力。

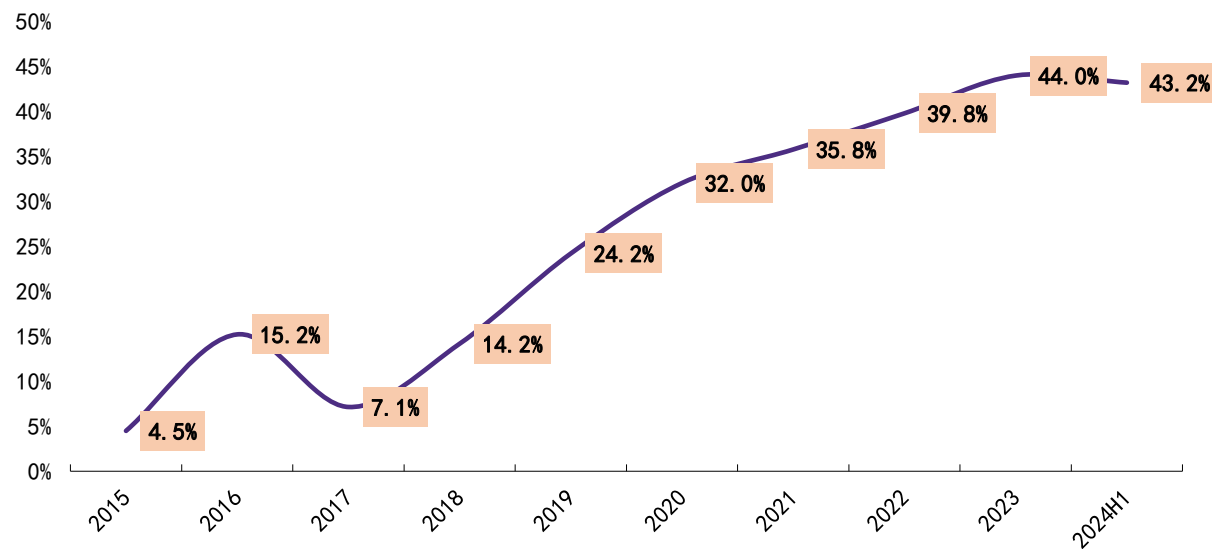
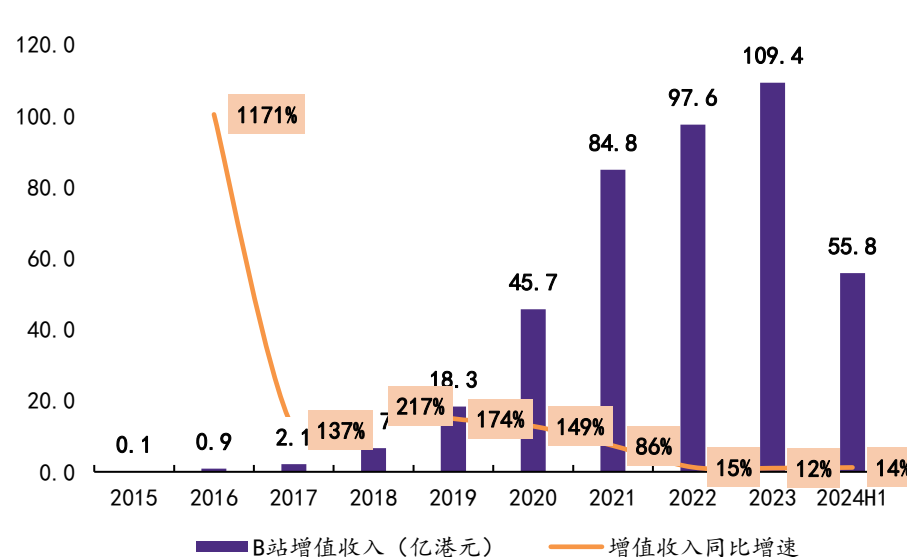


资料来源：B站官方、华鑫证券研究所

## 2.2 B站主业二：增值收入占比提升至2024H1的43.2%

### ■ 2022年，业务结构调整 稳健业务

- B站，2022年在增值业务中进一步将直播整合至PUGV生态，有助于吸引更多用户观看直播及吸引更多创作者成为主播，推动直播收入持续同比增长（B站是2021英雄联盟全球总决赛直播平台拉动增值收入）；B站的增值收入包含会员收入、直播收入等。
- B站的增值收入从2015年的0.1亿港元增加至2023年的109.4亿港元（增值收入占总收入比例从2015年的4.5%提升至2023年的44%），2024H1增值收入55.8亿港元（占收入比例达43.2%）；基数稳健，广告、游戏收入提升后，增值收入占比预计略向下。



B站增值收入占总收入比例趋势

资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所



# 2.2 B站主业二：增值收入占比提升至2024H1的43.2%

## ■ 2022年，增值业务结构调整 稳健业务

- 增值业务从直播到充电计划再到课堂等，细分业务的商业化一方面UP主有获得感，更利于优质内容产出，利于B站整体内容生态；一方面用户为喜欢的UP主充电，为爱发电的粉丝经济凸显。
- B站的付费课堂、充电计划等内容，都间接推动了其平台内容基调与其他平台的差异性，也免于同质化竞争

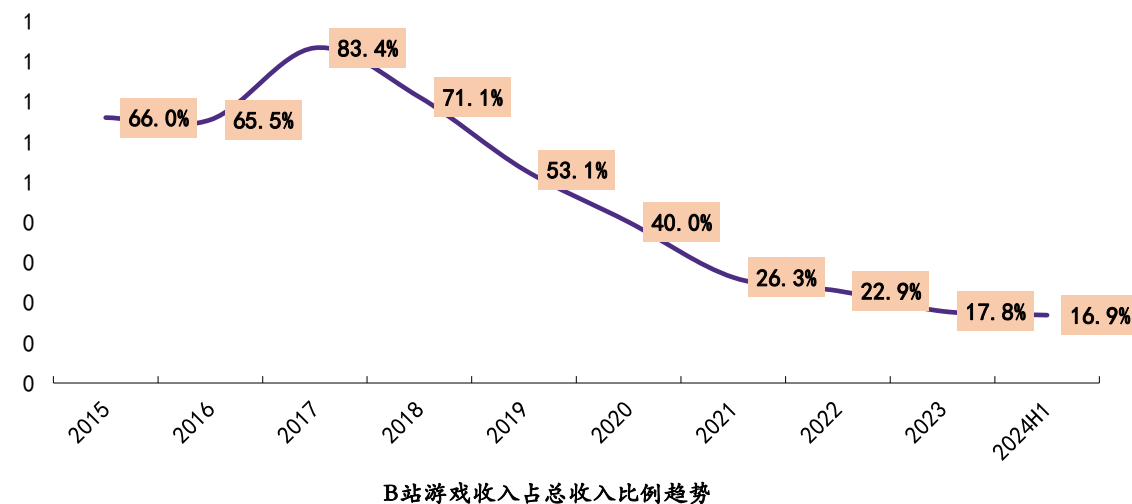
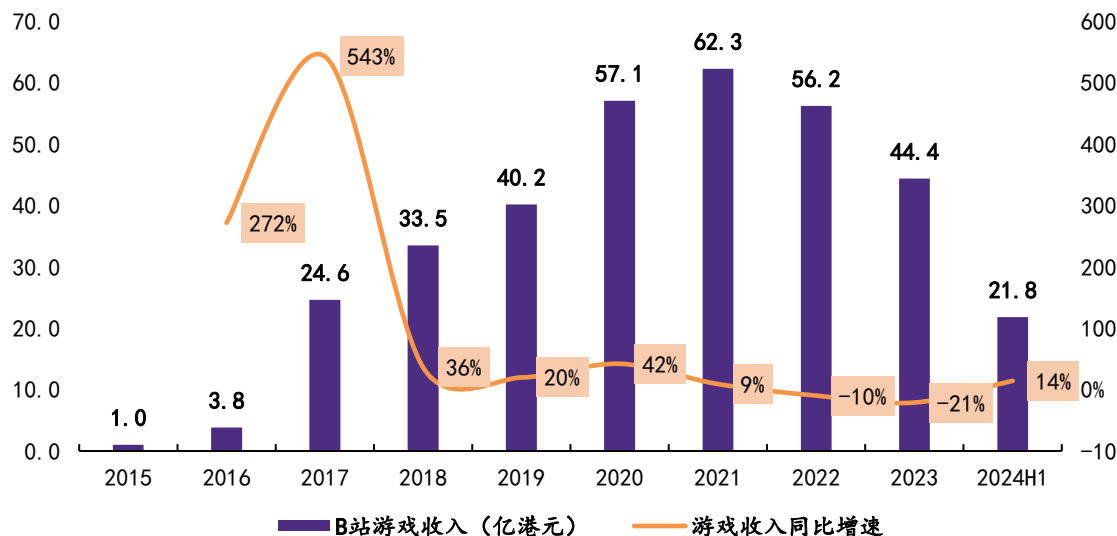


资料来源：B站官网、华鑫证券研究所

## 2.3 B站主业三：游戏收入占比2024H1的16.9% 后续占比具提升空间

### ■ B站游戏业务从收入占比83%到收缩16.9% 从战略调整到修复

- B站的游戏业务从早期依靠《Fate/Grand Order》（FGO）等热门游戏推动增长，到自研游戏占比增加，再到尝试多元化策略，内外因子致游戏业务调整（2021~2023年游戏收入增速持续下滑），由于自研游戏进展不及预期，重启游戏战略定位，2024年《三国谋定天下》游戏产品成绩初见成效，也在助力游戏业务2024上半年收入增速修复。
- B站的游戏收入从2015年的1亿港元增加至2023年的44.4亿港元（游戏收入占总收入比例从2015年的66%下降至2023年的17.8%），2024H1游戏收入21.8亿港元（占收入比例达16.9%），但游戏收入增速从负增修复到正增。

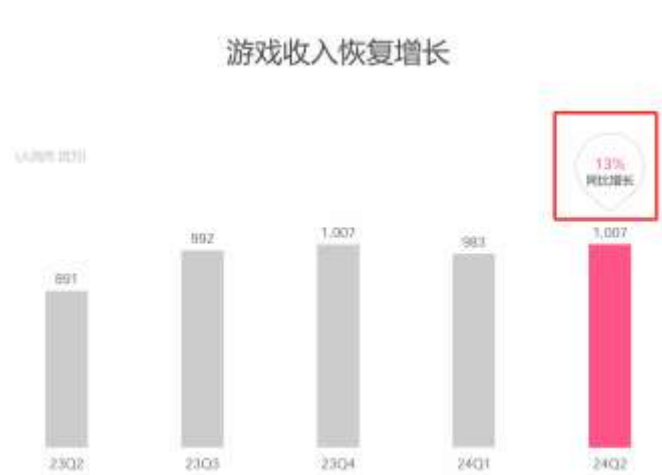


资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

## 2.3 B站主业三：游戏收入占比2024H1的16.9%

### ■ B站游戏业务从收入占比83%到收缩16.9% 从战略调整到修复

- B站从小众二次元开始到泛二次元，基于用户优势，是否“二游”就会做好？为什么米哈游成为二次元游戏龙头而不是B站？B站的游戏路线历经调整，在2024年推出《三国谋定天下》无二次元属性，B站为何选择SLG作为游戏业务新突破口？（打破大众认知路径依赖，走出小众群体圈层，去二次元，走向大众化是一种新策略尝试，其《三谋》产品也凸显B站有能力激活站内非二次元游戏玩家，后续游戏业务从修复到可持续的新增，仍具空间）；
- 三国如同西游记，国民级IP具有较好的撬动内容板块的价值。相较于二次元属性强的IP，三国IP可撬动B站各板块，如内容达人、文旅、美食等从各维度切入“三国”，如同黑神话悟空IP逻辑趋同，其长尾商业价值较大。



资料来源：B站官网、华鑫证券研究所

### 品类年轻化是B站游戏业务的长期机会

《三国：谋定天下》

多職業戰爭策略類手游  
S2賽季全新上線

SLG游戏蕴藏着巨大的市场潜力

- ✓ 300亿元+的全球SLG移动游戏市场规模
- ✓ 千万级的中国SLG玩家数
- ✓ 同类游戏均运营了5年以上

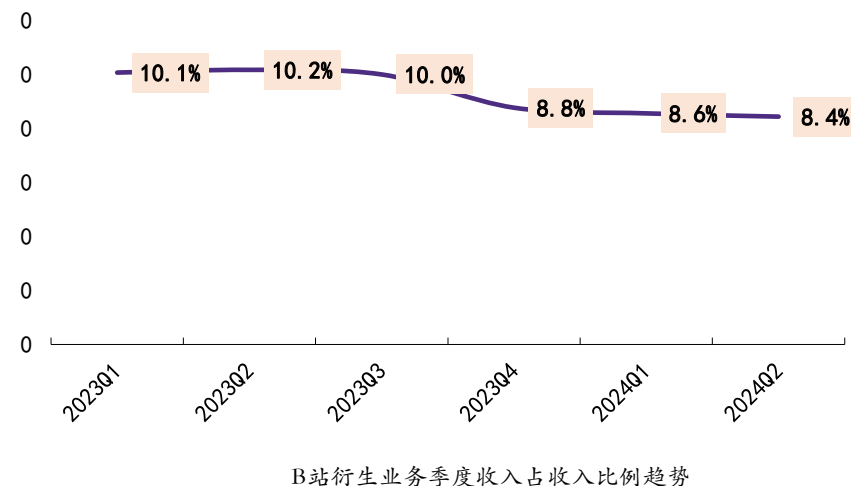
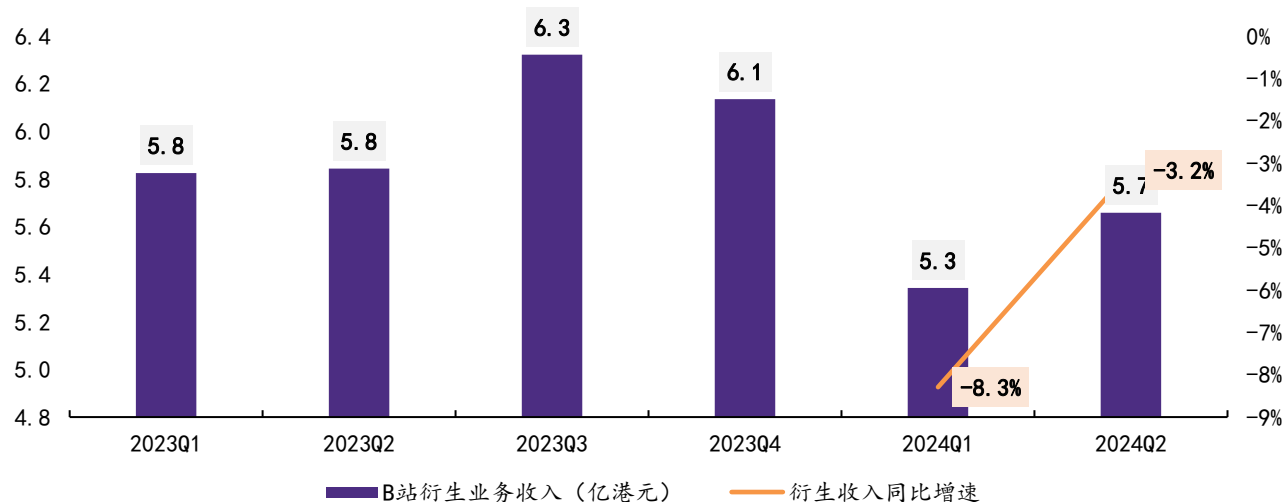
将三谋打造成我们的常青游戏

- ✓ 与B站游戏社区的联动协同
- ✓ 创新的职业体系
- ✓ 不断优化的游戏体验
- ✓ 快速迭代的赛季节奏

## 2.4 B站主业四：衍生品业务 2024Q2收入占比8.4%

### ■ B站：2023年将原“电商及其他”业务板块更名为“IP衍生品及其他”，正式凸显其在IP衍生品方面的聚焦和优势

- B站通过与多个品牌和IP合作，推出联名周边产品，例如与《剑网3》合作的谷子手办
- 自2023Q1，B站衍生业务收入单季度看，稳定在6亿元左右，2024Q1Q2季度收入跌幅收窄，季度收入占比在8~10%左右，该业务渗透率具提升空间；B站的衍生品业务经历人事架构调整后虽有收入波动，但其用户基础和丰富的IP资源为其在这一领域的发展提供了坚实的基础。通过优化商业体系、提升商业化能力以及加强产品创新和营销策略，B站有望在IP衍生品市场中继续占据一席之地。



资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所

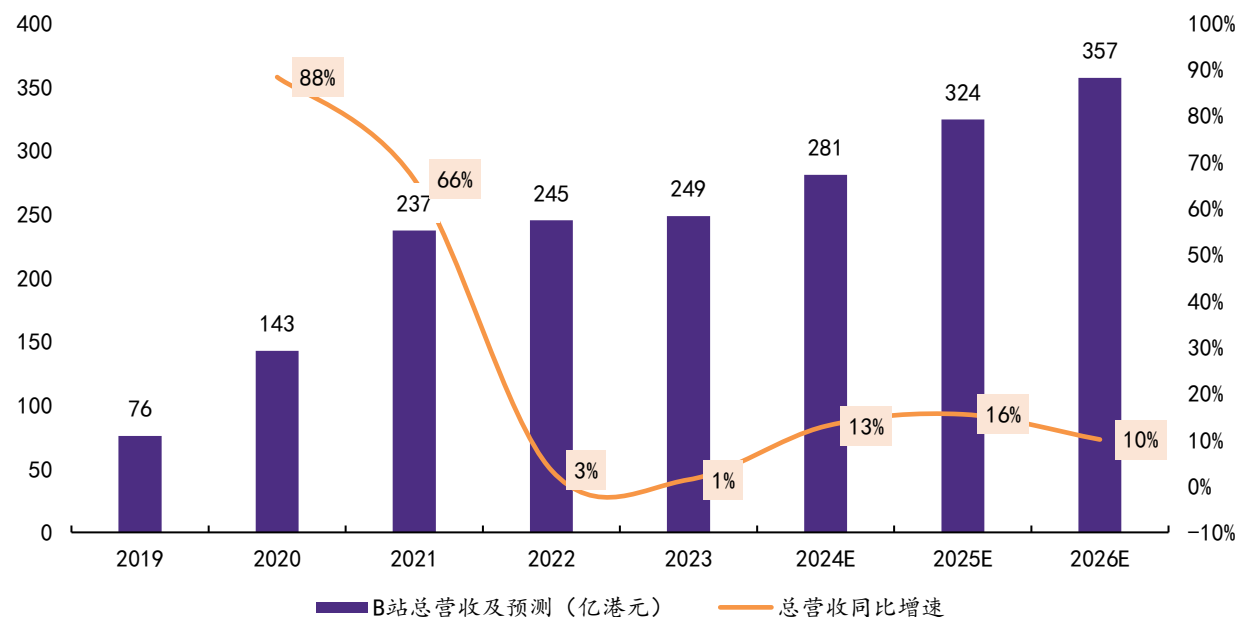
# 03 B站估值模式及 对行业投资建议

### 3 B站 从小众文化社区长成泛娱乐兴趣爱好乐园

#### ■ 收入端，业务结构持续优化 有压舱石的增值 有成长驱动的广告 也有修复的游戏

- B站营收从2019年的76亿港元增加至2023年的249亿港元（2021~2023年收入增速波动主要由于业务结构优化，如游戏业务、衍生业务等），我们预计2024~2026年B站总营收分别为281、324、356亿港元，yoy+13%/+16%/10%；
- B站主营业务中，广告业务具渗透率提升空间，广告业务增速有望拉动总营收，增值业务稳住基本盘，游戏从修复到稳增；衍生业务从修复到厚积薄发可期（收入端看向下有支撑，向上有推力）。

多元化的收入结构带来强劲增长



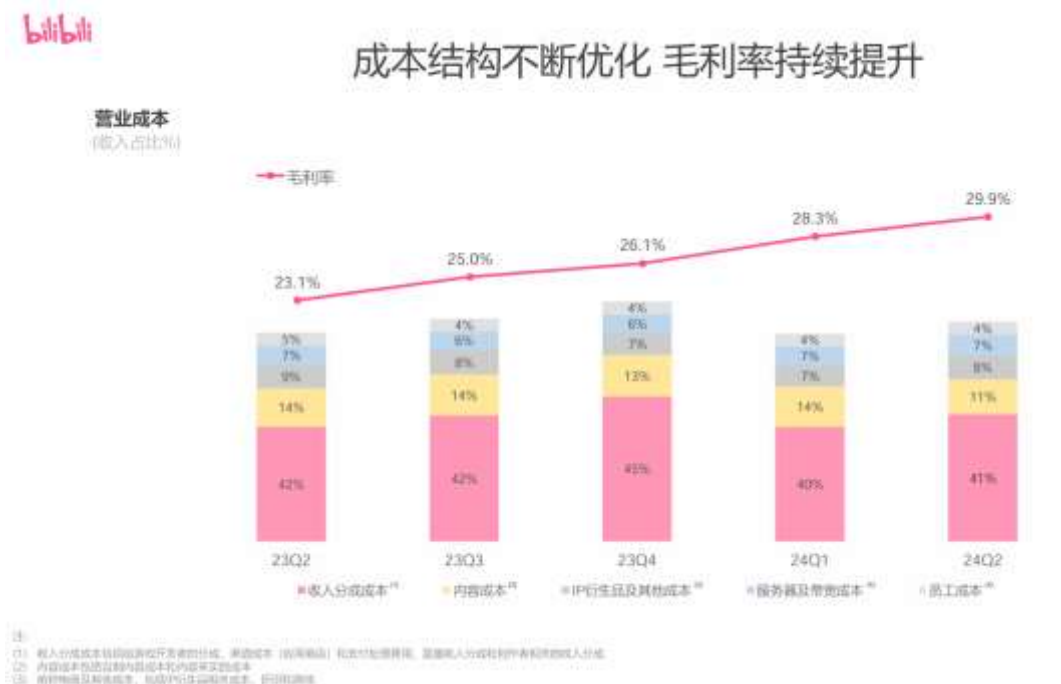
资料来源：B站官网、wind资讯、华鑫证券研究所



### 3 B站 从小众文化社区长成泛娱乐兴趣爱好乐园

#### ■ 毛利率持续改善，2024Q2毛利率29.9% 运营亏损收窄

- B站毛利率通过成本结构优化，预计毛利率整体稳定，也具提升空间
- 运营亏损持续收窄，2024Q2 净利润non-GAAP亏损收窄69%，2024Q3有望持续改善。

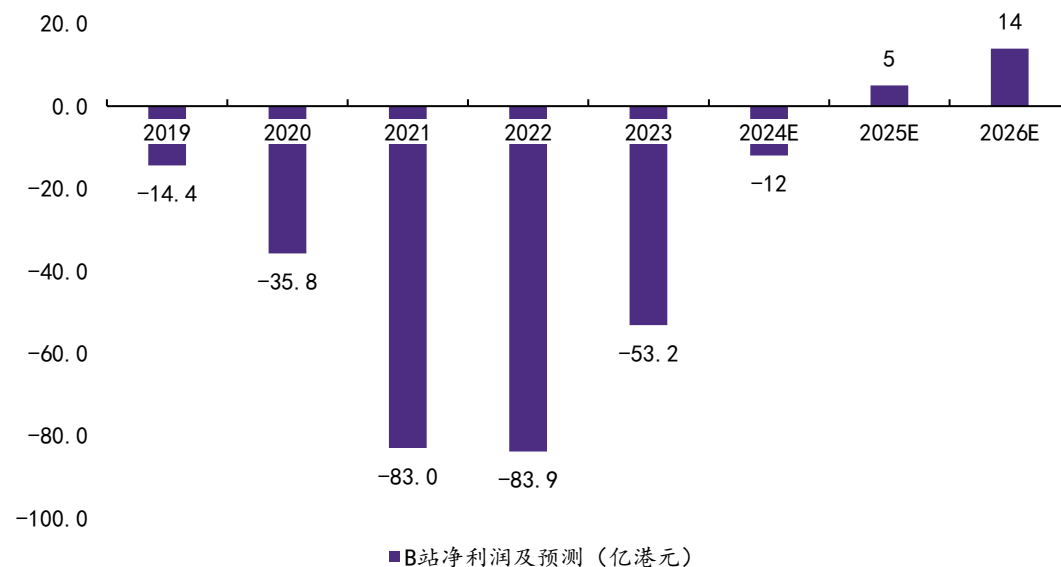
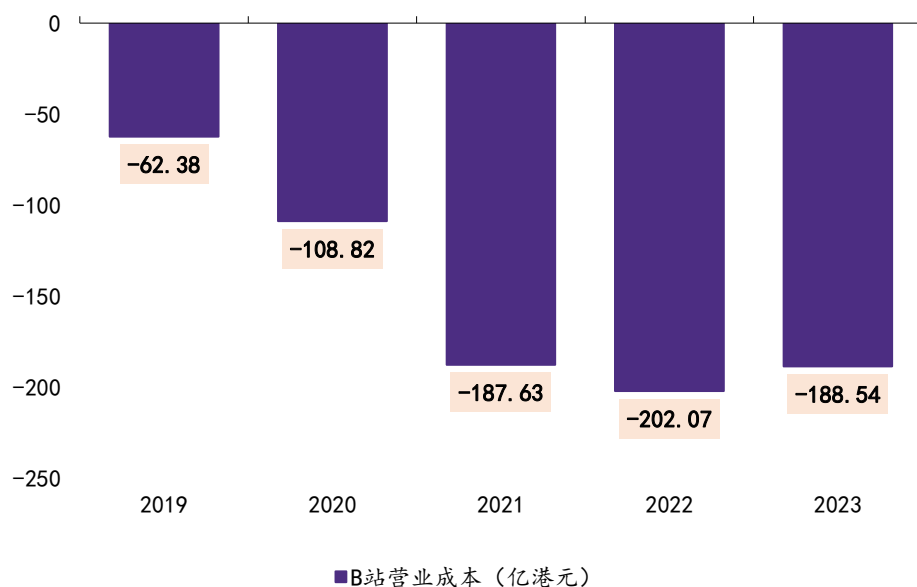


资料来源：B站官网、华鑫证券研究所

### 3 B站 从小众文化社区长成泛娱乐兴趣爱好乐园

#### ■ 利润端，2024年净利润亏损收窄（Q3 non-GAAP扭亏为盈可期）

- B站净利润在2021-2022年亏损达到83、83.9亿港元，主要由于2021-2022年B站营业成本分别为187.63、202亿港元，成本组成主要为收入分成及内容成本的增加，为吸引和激励内容创作者，支付的分成增加，2023年我们看到营业成本减少，通过有效的成本控制措施，较好的降低了其营业成本，我们预计2024~2026年B站营收保持稳健叠加营业成本相对波动稳健，净利润在2024年亏损收窄，2025年开启利润爬坡期，2026年经营杠杆渐显，利润渐释放，预计2024-2026年B站净利润-12/5/14亿港元，换言之，从估值维度看，2024-2025年B站可从PS角度看，2026年后可从PE角度看。



资料来源：wind资讯、华鑫证券研究所（注：预测年化净利润为GAAP）



## B站 作为年轻人生活消费聚集地 价值如何看？

### ■ B站估值分阶段看

- 第一阶段，2024-2025年，公司从收入结构的调整到成本的优化，2024年净利润亏损有望收窄，2025年利润开启爬坡，该阶段，估值维度可参考PS，2024中期腾讯控股、泡泡玛特、快手、阿里的PS分别为5.1、7.3、1.5、1.3倍，四家港股代表广告、会员、游戏、电商潮玩企业，各自业务与B站均有趋同点，2024中期四家企业均值PS为3.8倍，2024-2025年B站总营收分别为281、324亿港元，由于行业竞争叠加宏观经济波动，取2.5倍PS，即2024~2025年市值分别为702、811亿港元；
- 第二阶段，2026年后，公司利润从爬坡到相对稳定，经营杠杆渐显，利润逐步释放下，估值维度可参考PE。由于B站属于“晚熟”，且盈亏平衡点晚于其它移动互联网企业，换言之，在PE维度看，享有的成长周期不同，PE也会不同，我们预计2026年B站净利润达14亿港元（yoy+180%），对应最新市值483亿港元的PE为34.5倍，建议积极关注。
- 作为“晚熟”的B站，从内容与媒介维度看，审视内容供给，从小众二次元文化逐步破圈成为年轻人的兴趣爱好乐园，打造同好社区，建造了差异化的平台属性，作为年轻人生活消费聚集地，B站的2B\2C商业潜力有望持续释放。

### 好内容有助于穿越经济周期 什么是好内容？需审视需求的变化：

从迪士尼到乐高，穿越周期的核心在于优质内容的供给，优质内容的供给需要对不同代际用户在不同经济周期的认真审视。从B站的成长，我们看到其供给的内容是伴随用户的成长而逐步在丰盈。从小众文化逐步破圈，形成代际用户的同好（共同爱好）社区，从社区逐步成为生活聚集地，B站在伴随用户的成长而成长，伴随新需求在创造新供给，进而B站创造的社区归属感价值与用户价值有望持续带来较强的商业化变现潜力。

### 媒介渠道迭代下如何影响好内容价值？

中外移动互联网如Meta、B站等社媒逐渐普及，共同爱好者的交流平台逐步涌现，粉丝聚集社群持续赋能好内容价值，除抖音、B站之外，微博、小红书、soul等企业，均助力优质内容的再换新或成为新秀。好内容自成IP文化符号，IP文化符号与商业变现的“车轨效应”在移动互联网、AI时代的发展中伴随用户需求前进发展。

握有“文化符号”的公司在新需求与新供给中商业价值有望再扩容，进而给予传媒行业推荐评级。企业端，可关注IP文化符号商业化的奥飞娱乐（002292）、光线传媒（300251）、泡泡玛特、新经典（603096）、风语筑（603466）、力盛体育（002858）、阅文、爱奇艺、腾讯、网易，以及未上市的米哈游、莉莉丝、叠纸等；赋能IP文化价值的社群媒介的B站、小红书、抖音等。

新用户增速及用户留存不及预期的风险；

内容管控的风险；UP主波动的风险

直播等商业变现低于预期的风险；

B站与阿里、腾讯、泡泡玛特、快手并不具有完全可比性，相关数据仅供参考；

平台成本增加对经营产生不利影响的风险；

商业化进展不急于预期；推荐公司业绩不及预期的风险

行业受宏观经济波动影响的风险

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

## 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值