

互联网 | 公司研究

2021年3月19日

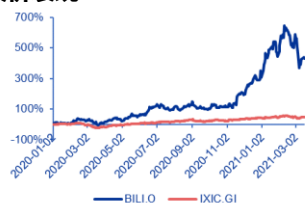
买入

维持评级

市场数据：2021年3月18日

收盘价(美元)	108.82
纳斯达克指数	12,339
52周最高/最低价(美元)	157.66/19.45
美股市值(亿美元)	414
流通股本(百万股)	381
汇率(人民币/美元)	6.5

股价表现：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤
A0230519060002
linqx@swsresearch.com

研究支持

夏嘉励
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
xiajl@swsresearch.com

稀缺的青年文化社区，保持热爱奔赴山海

哔哩哔哩 (BILI:US)

哔哩哔哩 (B站) 以二次元弹幕视频网站起家，目前已成长为多元 PUGC 视频社区，内容涵盖生活、娱乐、科技等多品类；截至 4Q20，拥有 2.02 亿 MAU，公司提出要在 2023 年达到 4 亿 MAU。创始团队始终掌握公司实控权；获得腾讯、索尼等互联网巨头入股，持续拓展生态边界。当前 B 站为用户提供了视频、直播、游戏、影视、线下活动等消费形式，并基于此拓展了游戏研运、直播打赏、会员付费、广告、电商等变现方式。

Z 世代的精神家园。 B 站 Z 世代+用户占比 86%，约占中国对应网民总数的 42%；高线城市高知用户密集。B 站深耕年轻人文化兴趣，内容品类横向拓展，从二次元到其他游戏、影视等泛娱乐内容；纵向加深，从娱乐到专业领域知识；扶持本土原创，复兴传统文化，始终致力于中国文化内容输出。内容持续泛化但是社区调性没有改变，用户规模持续扩张，但仍保持极高粘性。

B 站仍能守住青年文化社区的独特卡位。 1) 面对外部竞争：B 站最直接的竞争来自短视频的快手系和字节系。考虑到 B 站与快手主站的产品调性和主要用户有差别，用户规模和粘性远超 ACG 平台 A 站；更大的竞争来自字节系。我们认为 B 站的社区护城河非 UP 主独立的个体，而是十余年慢运营沉淀下来的社区生态，而这是字节系短期仅通过补贴+挖角头部 UP 主的运营策略难以撼动的。2) 展望长期留存：B 站用户偏年轻，与社区共成长形成较强的情感羁绊。随着 UP 主从校园进入职场，内容创作丰富度亦在增加；同时 B 站除了番剧国创之外，当前加大了剧集、综艺等内容投入，可充分满足用户的多元化内容需求。随着用户规模扩大，圈层间矛盾无可避免，对社区氛围亦会造成冲击。但是 B 站用户表达仍有门槛且自我监督的领地意识更强，部分保障社区互动质量。长期仍需在产品形态、内容运营等方面提升，以实现更好的用户区隔。

增长飞轮已开始高速运转。分业务来看：1) 游戏业务仍将提供业绩支撑，B 站代理组合更多元，自研决定长期竞争力；受益于 Z 世代红利，我们认为 B 站游戏业务有能力跑赢大盘增速。2) 直播及增值、广告是中期增长引擎。公司当前商业化能力与同类型平台存在差距主要是由于起步晚，用户偏低龄化消费能力较弱；在更积极推进后成效明显。直播业务渗透率、付费率和人均付费有望向快手看齐，会员付费率、广告单用户价值有望接近长视频平台水平。基于 4 亿 MAU，中性测算下，我们预计直播+大会员+广告可产生 379 亿收入。3) 电商及其他业务具备长期想象空间。会员购平台突破硬核二次元的边界，盲盒、专业书籍等受众面更广的商品正在不断丰富。IP 运营厚雪长坡正起步，B 站的内容 IP 正在积累，平台 IP 正在建设中，构筑公司长期竞争力。长期来看，文化出海以及泛娱乐以外的变现有望构筑用户和收入第二增长曲线。

调整盈利预测，维持买入评级。 B 站商业化节奏逐渐加快，我们预计 2021-2023 年 B 站总营业收入为 190.18/270.90/366.48 亿人民币 (原预测为 187.45/266.66/355.69 亿人民币)。公司当前处于用户扩张期，销售费用增加虽使得短期利润率承压，但是“以时间换空间”利于长期发展。我们预计 2021-2023 年公司 Non-GAAP 归母净利润为 -30.65/-13.64/0.68 亿人民币 (原预测为 -31.72/-17.18/-8.99 亿人民币)。综合单用户估值法及 PS 估值法，给予 B 站 2021 年目标市值 532 亿美元，相对当前市值仍有 28.49% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：监管风险，市场竞争加剧风险，扭亏为盈步伐放缓

财务数据及盈利预测

人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,778	11,999	19,018	27,090	36,648
同比增长率 (%)	64.2	77.0	58.5	42.4	35.3
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-1,067	-2,580	-3,065	-1,364	68
同比增长率 (%)	-	-	-	55.5	105.0
每股收益 (元)	-3.30	-7.46	-8.05	-3.58	0.18
净资产收益率 (%)	-13.97	-33.15	-43.39	-17.44	0.72
股息率 (%)	-	-	-	-	-
市盈率 (倍)	-	-	-	-	3,955.7
市净率 (倍)	35.3	34.6	38.1	34.4	28.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment highlight:

Bilibili started as an ACG “bullet screen” video website, and has grown into a diversified PUGC video community, covering life, entertainment, technology and other categories. It has MAU 202m until 4Q20. The founding team always holds the actual control of the company; it also has obtained shares of Internet giants such as Tencent and Sony, and continues to expand the ecological boundary. Nowadays, Bilibili provides users with video, live broadcast, games, film and television, offline activities and other content consumption forms, and expands game research and transportation, live broadcast rewards, membership payment, advertising, e-commerce and other monetization methods.

The spiritual home of Generation Z. Generation Z+ users account for 86% of the total users at Bilibili, accounting for about 42% of the total number of Generation Z Internet users in China; high-tier cities are densely populated with high intelligent users. Bilibili deeply cultivates the cultural interests of young people, horizontally expands its content categories, from ACG to other games, films and other pan-entertainment contents. It also deepens vertically, from entertainment to professional domain knowledge; supports local originality, revives traditional culture, and is always committed to Chinese cultural content Output. The content continues to generalize but the spiritual core has not changed. The users scale continues to expand, but it still maintains extremely high stickiness.

Bilibili can still hold the unique position of the youth cultural community. 1) **For external competition:** The most direct competition of Bilibili comes from the Kuaishou and ByteDance systems of short video. Taking into account the differences in product tonality and main users between Bilibili and Kuaishou main station, the scale and stickiness of users far exceed that of ACG platform A station, the greater competition of Bilibili comes from the ByteDance system. The community attribute of Bilibili is different from the media attribute of Douyin, and a more active interactive atmosphere can provide stronger emotional incentives to Uploaders; at the same time, the gradual improvement of the community business ecology strengthens the monetization ability of Uploaders. 2) **Looking forward to long-term retention:** Bilibili users are relatively young and grow up with the community to form a strong emotional bond. The content ecology is also growing: As the Uploaders enter the workplace from the campus, the content richness is also increasing. At the same time, in addition to the Anime and domestic animation, the Bilibili is currently increasing its investment in dramas, variety shows, documentaries, and movies in order to meet the diverse content needs of users.

The growth flywheel has begun to operate at high speed. The game business will still provide stable performance support. For Bilibili, the agency portfolio will be more diverse, and self-research is a key factor in determining the long-term competitiveness. Benefiting from the bonus of Gen Z, we believe that Bilibili’s game segment has the ability to outperform the market growth rate. Live broadcast, value-added and advertising are the medium-term growth engines. The gap between the company's current commercialization capabilities and other same type of platforms are mainly due to the late start, the relatively low age of users and their weak consumption ability; but the results are obvious after more active promotion. The penetration rate, payment rate and per capita payment of live broadcast services are expected to be in line with those of Kuaishou, and the member payment rate and the value of advertising per users are expected to approach to the level of long video platforms. Based on MAU 400m and neutral calculations, we estimate that these three segment can generate Rmb37.9bn revenue. Its e-commerce and other businesses also have long-term imagination. The membership shopping platform breaks through the boundary of the hard-core of ACG, and products with wider

customers, such as blind boxes and professional books, are constantly being enriched. The IP operation is starting, the content IP of Bilibili is accumulating, and the platform IP is under construction. As the scale of users expands, conflicts between circles are inevitable, which will also have an impact on the community atmosphere. However, there are still thresholds for user expression, and a stronger sense of territory for self-monitoring, which partially guarantees the quality of community interaction. In the long run, improvements in product form and content operation are still needed to achieve better user segmentation.

Maintain BUY. Considering the accelerate commercialization of Bilibili, we raise our revenue forecast from Rmb18.745bn to Rmb19.018bn in 21E, from Rmb26.666bn to Rmb27.090bn in 22E, from Rmb35.569bn to Rmb36.648bn in 23E. It is currently in a period of user expansion. Although the increase in sales expenses has put pressure on short-term profit margins, the "time for space" is in line with the company's long-term development. We raise our non-GAAP attributed net profit from -Rmb3.172bn to -Rmb3.065bn in 21E, from -Rmb1.718bn to -Rmb1.364bn in 22E, from -Rmb899m to Rmb68m in 23E. Given the target market value US\$53.2bn, with 28.49% upside, we maintain our BUY rating.

Risk: Regulatory risks, increased market competition, slowing down the pace of turning losses into profits

投资案件

投资评级与估值

B站青年文化社区卡位独特，高互动社区氛围+UP主变现能力增强+内容生态更“成熟”，我们认为公司能有力应对外部竞争，实现长期用户留存。用户规模仍将扩大，随着主要用户社会地位和收入水平提高，用户价值将逐渐显现。我们预计2021-2023年B站总营业收入为190.18/270.90/366.48亿元，Non-GAAP归母净利润为-30.65/-13.64/0.68亿人民币。综合单用户估值法及PS估值法，给予B站2021年目标市值532亿美元，相对当前市值仍有28.49%上升空间，维持买入评级。

关键假设点

B站社区氛围浓厚，UP主生态稳固，仍能守住青年文化社区独特卡位。内容持续泛化+公司积极获取，仍将吸引增量用户；社区氛围浓厚，对老用户仍能实现有效留存，我们预计2021-2023年B站期内平均MAU将达到2.43/3.04/3.59亿。同时随着年轻用户社会地位及社会水平提高，用户价值也将逐渐提升，平台的变现能力亦将提高。

有别于大众的认识

市场认为B站仅为内容多元的视频平台。我们认为B站实际已成长为以视频为信息交流媒介，以兴趣聚集年轻人的文化社区。娱乐学习两开花，互动氛围浓厚，已成为年轻用户的精神家园。基于持续扩张的高粘性用户，B站有极强变现潜力等待挖掘。

市场担心短视频加大用户激励以及挖UP主的方式会对公司造成有力威胁。我们认为对比同样具有社区属性的快手，B站的用户画像和产品调性与其有差别，直接竞争关系较弱。对比有强媒体属性的字节系产品，B站的互动性更强，UP主可以获得更充分的情感激励，同时直播、广告等业务的完善也丰富了UP主的变现方式，“为爱发电”已成历史。十余年慢运营沉淀的社区氛围铸就护城河。

市场担心伴随从校园到职场的身份转变，B站的用户会出现流失。我们认为B站的社区属性会使得用户能产生较强的情感依赖，日本的NicoNico网站即使用户体验变差，核心人群亦并未流失。此外，B站的内容生态也会更多元更成熟，UP主与用户共成长，内容亦会发生变化；B站当前加大了对剧集、综艺、电影等受众面更广的OGV的内容投入，可以充分满足用户多元需求。

股价表现的催化剂

品宣活动效果超预期，新游戏流水表现超预期，OGV内容表现超预期。

核心假设风险

监管风险，市场竞争加剧风险，扭亏为盈步伐放缓。

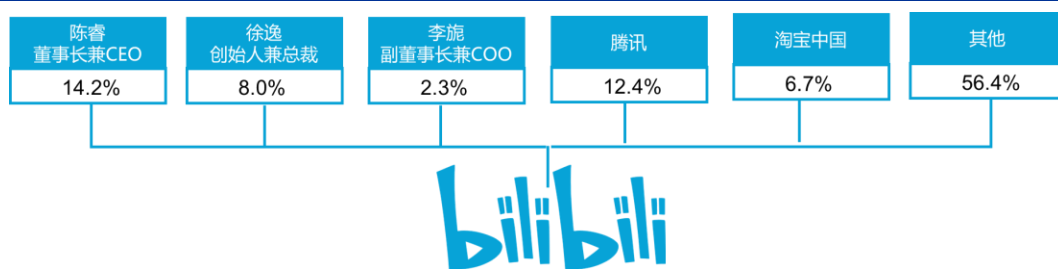
申万宏源研究已于 2018 年正式覆盖哔哩哔哩，此后亦始终保持业绩跟踪。公司自 2019 年下半年实施主动用户获取后经营变化较大，港股二次上市在即，本次深度跟踪报告首先回顾公司近期变化，并对市场关心的行业竞争、长期用户留存、商业化空间等核心问题给予解答。

1. 公司近况回顾：已从二次元弹幕视频网站成长为青年文化社区

哔哩哔哩 (Bilibili)，简称 B 站，已成立 11 余年，最初是一个弹幕视频分享网站，以 ACG (动画、漫画、游戏) 垂直内容为主，最大特色为无贴片广告+弹幕功能；此后逐步成长为多元化平台，内容涵盖生活、娱乐、科技等多品类，成为了国内领先的 PUGV (Professional user generated video, 专业个人用户视频) 视频平台，当前 90% 的视频内容为用户上传。

腾讯等互联网巨头纷纷入股，但创始团队始终掌握公司实控权。B 站于 2018 年后获得腾讯等国内互联网巨头入股，2020 年获得索尼 4 亿美元战略投资，备受巨头青睐也因此获得经营相对独立性。截至 2021 年 1 月 31 日，创始人兼总裁徐逸、董事长兼 CEO 陈睿以及副董事长兼 COO 李旎合计持有公司 24.5% 的股份以及 75.9% 的表决权，稳定集中的管理权有利于保持发展战略的延续性，以及推进具体决策落地执行。

图 1：B 站股权结构（截至 2021 年 1 月 31 日）

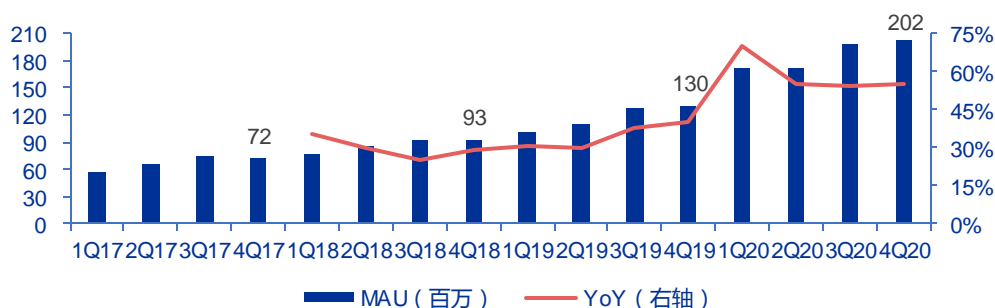


资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

3Q19 加大主动用户获取后成效显著，MAU 规模已突破 2 亿，2023 年目标 4 亿 MAU。

内容泛化下，B 站在核心人群内部早已建立起全文化社区的认知；自 3Q19 起开始实施主动的用户获取策略，2020 年“二零一九最美的夜”跨年晚会以及《后浪》等品宣活动成功放大平台影响力，实现了 B 站文化的对外输出，获得更多圈层认可。截至 4Q20，B 站 MAU 达 2.02 亿，并且在 4Q20 业绩电话会上，公司表示将在 2023 年前达到 4 亿 MAU。

图 2：B 站 MAU (百万，%)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

B 站基本盘用户为高线城市高知 Z 世代群体，但年龄跨度正在扩大。B 站 Z 世代+（1985-2009 出生）用户占比 86%，占该年龄群体网民的 42%（根据 CNNIC 数据 10-35 岁网民约为 1.7 亿）。根据 QM 数据，从 2017 年至今，B 站一直都是年轻用户最喜欢的 APP。根据 2019 年用户画像，B 站用户多分布在经济发达地区，本科及以上学历高出全网 10 个百分点。从 2018 年 1 月到 2021 年 1 月，B 站 31 岁-35 岁用户增长 330%，36 岁及以上用户增长 310%，用户结构不断丰富。

图 3：B 站用户画像



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

表 1：B 站深受 Z 世代用户喜爱（基于 TGI 排名）

人群年龄	24 岁及以下	Z 世代	24 岁及以下
TGI 排名	2017-06	2018-10	2020-01
1	哔哩哔哩	哔哩哔哩	哔哩哔哩
2	百度贴吧	抖音	知乎
3	网易有道词典	网易有道词典	网易有道词典
4	芒果 TV	快手	美团外卖
5	网易云音乐	芒果 TV	芒果 TV
6	快手	B612 咔叽	网易云音乐
7	QQ 空间	网易云音乐	百度网盘
8	王者荣耀	Faceu 激萌	小红书
9	美团	天天 P 图	美图秀秀
10	微博	百度网盘	王者荣耀

资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

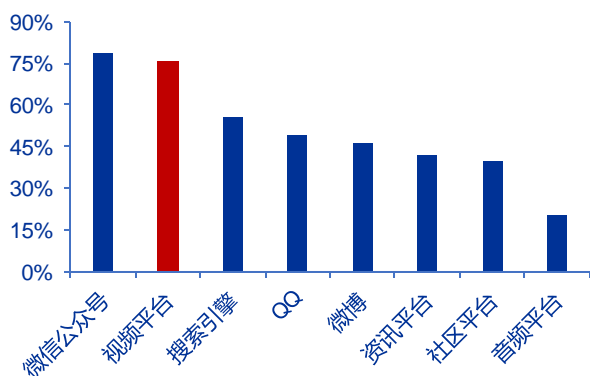
但是当前较多用户对 B 站的认知可能仍停留于“年轻人喜欢的视频网站”，而我们认为 B 站实质上已成为“以视频为交流媒介，以兴趣聚合年轻人的文化社区”，是 Z 世代的精神家园。

文化性：包罗万象的内容

视频正在替代图文成为所有内容信息的主流载体。视频同时承载文字、声音、图像，多维度触动感知，在信息传播上具有巨大优势。智能设备的普及以及提速降费，极大降低了视频的

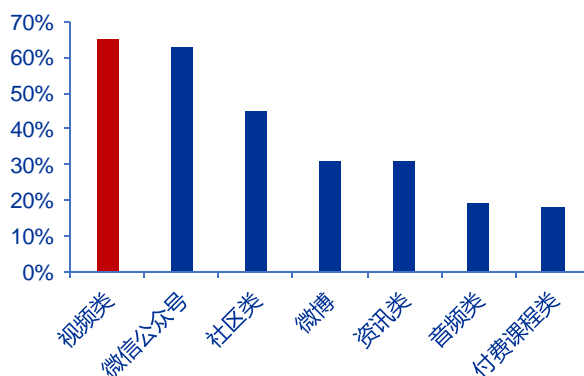
接收成本和创作门槛,越来越多的人成为视频的观看者和创作者。新闻/娱乐内容、知识获取、电商产品介绍、社交内容(VLOG)等全面视频化。视频不再单纯作为娱乐型产品,而是向基建型产品过渡。根据 DT 财经发起的用户调研,有 76%的受访者会在视频类平台获取日常资讯,65%的受访者会通过视频类平台来获取知识,71%的受访者喜欢在视频平台上培养自己的兴趣爱好。B 站、西瓜视频、抖音、快手等以用户生产内容模式为主的视频平台获得绝佳成长机会。

图 4：用户获取日常资讯方式



资料来源：DT 财经问卷调研，申万宏源研究

图 5：用户获取知识方式



资料来源：DT 财经问卷调研，申万宏源研究

不只是娱乐，B 站深耕年轻人文化兴趣，孵化与扶植多元内容。公司的使命和愿景是“成为中国年轻人的文化生活方式,和这一代人共成长”。在保证二次元核心内容优势以外,生活、科技等其他分区强势崛起,当前 B 站已经拥有 15 个一级分区和 85 个二级分区。根据 B 站数据,2019 年 7 月-2020 年 6 月,平台上有超过 8600 万人学习,8600 万人浏览全球,9600 万人了解国风文化,7300 万人云健身。

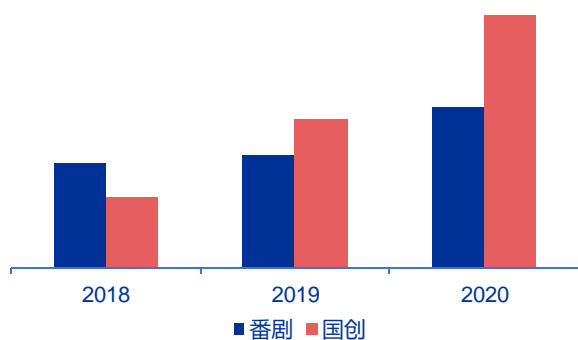
表 2：B 站播放量 Top5 一级分区

播放量排名	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
1	生活	娱乐	娱乐	娱乐	娱乐	生活	生活	生活	生活	生活	生活	生活
2	游戏	生活	生活	生活	生活	娱乐	娱乐	娱乐	游戏	游戏	游戏	游戏
3	娱乐	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	娱乐	娱乐	娱乐	娱乐
4	科技	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫	动漫
5	动漫	科技	科技	科技	科技	科技	科技	科技	科技	科技	科技	科技

资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

扶持本土原创，复兴传统文化，致力于中国文化内容输出。在《BILIBILI 11 周年演讲》上,公司即提出 B 站要“让中国原创的动画游戏受到全世界欢迎”,上市以来公司对国产原创动画的投入超过 10 亿元,出品了 104 部作品;过去两年,扶持和推出了 15 款国产单机/主机游戏。2019 年,B 站国创区上线 104 部作品,首次追平日本番剧供应量;同时,国创区 MAU 也第一次超过番剧区。在“二零一九最美的夜”跨年晚会上提供了多个国风歌舞节目,并与其他形式结合。

图 6：B 站国创 MAU 已经领先于番剧



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 7：B 站跨年节目融合二次元虚拟偶像和国风民乐

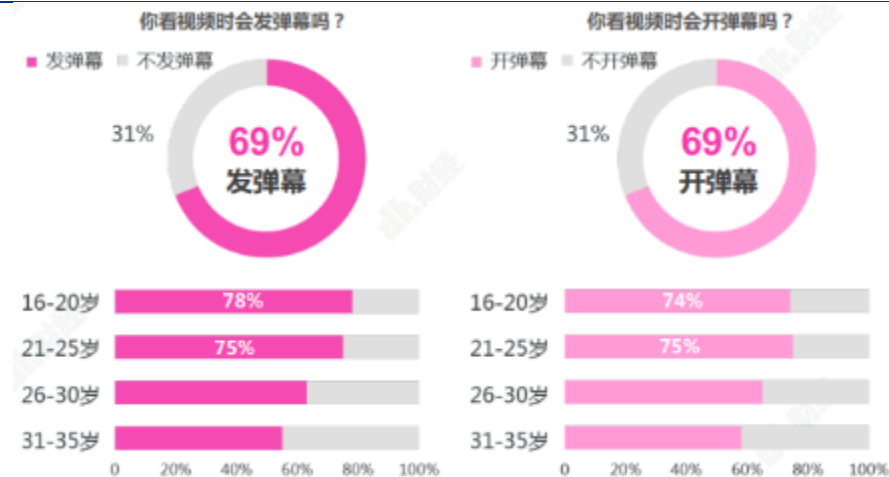


资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

社区性：自循环的生态闭环，独特的文化

弹幕是更适合视频时代的交互方式，“边看边交流”，天然具有社交属性。弹幕指悬浮于视频上方的实时评论，相比于传统评论，具有反馈交流即时、碎片化的特点。一方面，弹幕实现了空间与时间的融合，营造出共同观影的氛围，在一定程度上消除了互联网时代隔空交流所产生的孤独感。另一方面，弹幕实质是对原有作品的二次创作，弹幕发送的过程是作为受众对视频作品进行理解、阐释和创造的过程，弹幕内容使得视频内容获得更多的细节补充和个性化表达，赋予了视频作品更多的意义。

图 8：弹幕已经成为看视频的“标配”



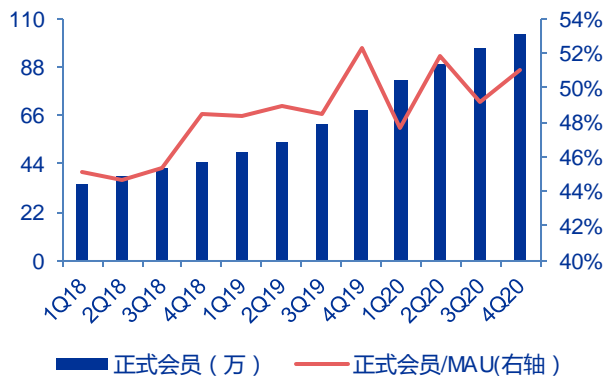
资料来源：DT 财经问卷调研，申万宏源研究

基于弹幕功能，B 站形成了极强的互动氛围。在弹幕中，UP 主获得用户的积极反馈，用户发现同好“抱团取暖”。同时以弹幕作为载体，B 站形成了自己的语系，独特的文化。用户造梗玩梗，成为众多网络流行文化的诞生地。

在后续运营中，B 站坚持社区为先。B 站是目前国内唯一一家严格执行社区准入制的平台，注册用户通过测试/邀请码才能成为正式会员发送弹幕，用户因此形成被认同感，对社区忠诚

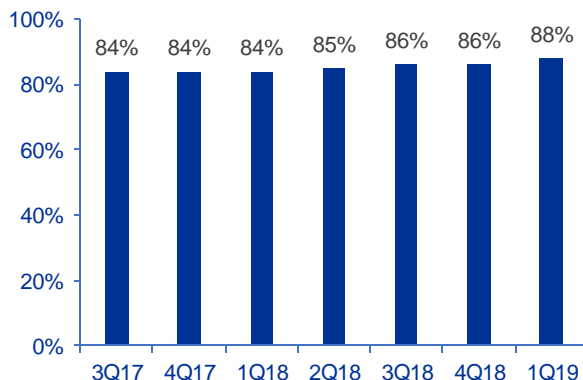
度更高，正式会员第 12 个月留存率始终保持在 80% 以上。此外，设立小黑屋和风纪委员会将内容监督权下放给用户，充分调动用户的社区维护意识。平台自身亦加强内容管控，截至 2020 年末，公司的内容审核人员达 2413 人，同比增长 98%，占全体员工总数的 28%。

图 9：B 站正式会员数量（万，%）



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 10：B 站正式会员第 12 个月的留存率（%）



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

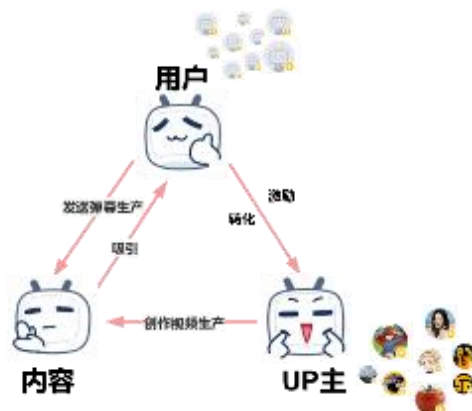
表 3：B 站小黑屋处罚条例

处理	类别
直接封停	非法网站、赌博诈骗、破坏网络安全、虚假与误导
3 次封停或直接封停	引战、人身攻击、违禁、低俗、血腥暴力、怂恿教唆、侵犯隐私、垃圾广告、传播不实信息、账号信息违规、恶意冒充他人、恶意刷屏、恶意投稿、恶意抄袭、冒充自制原创、恶意创建话题、动态违规抽奖
3 次封停	剧透、评论抢楼、恶意使用标签、恶意添加无关标签、冒用转载授权、恶意盗用素材、恶意使用标题封面

资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

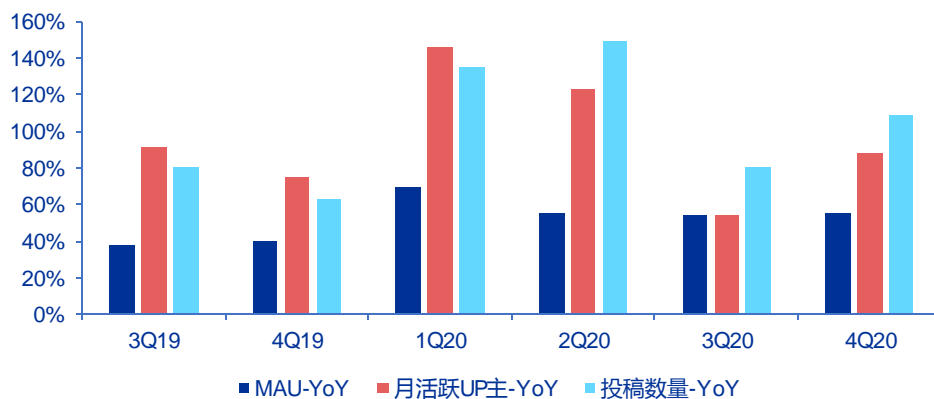
已形成“UP 主-内容-用户”生态闭环并持续体现双边网络效应。用户流量的增长和社区文化使得更多创作者被吸引至 B 站，在原有的二次元风格基础上增加更多大众元素，而这又会增加二次元圈层以外的年轻人，用户规模持续扩大。当前，UP 主群体持续壮大，且仍保持高活跃投稿，UP 主和投稿增速始终高于 MAU 的增速；用户规模持续扩张，且仍保持极高粘性，DAU/MAU 的比例基本维持在接近 30% 的水平，随用户扩张后略有下滑；人均单日使用时长基本维持在 80 分钟左右的水平。

图 11：B 站“UP 主-内容-用户”的生态闭环及双边网络效应



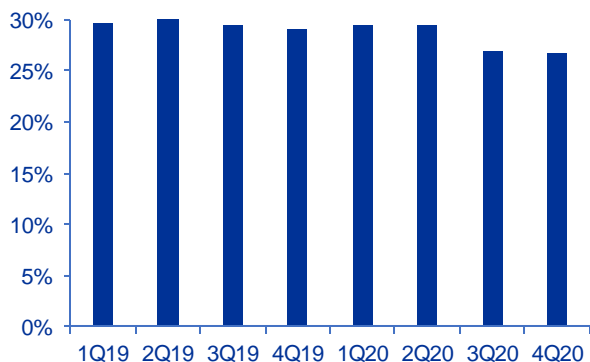
资料来源：申万宏源研究梳理

图 12 : B 站活跃 UP 主和投稿数量的增速始终高于 MAU 的增速



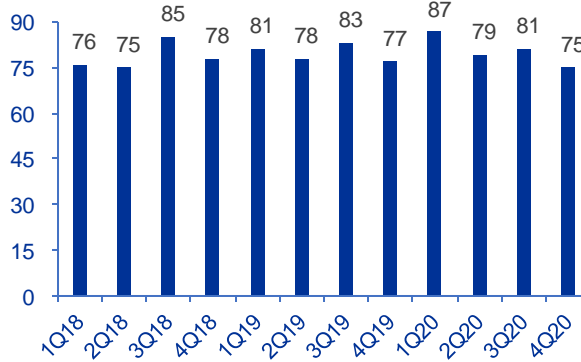
资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

图 13 : B 站 DAU/MAU (%)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

图 14 : B 站人均单日使用时长 (分钟)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

央媒认可，官方入驻，B 站青年文化社区属性正在逐渐获得认可。2019 年 4 月 17 日，央视网发表文章《知道吗？这届年轻人爱上 B 站搞学习》，表扬 B 站的学习氛围。B 站连续两年跨年晚会均与央媒联合主办（《2019 最美的夜》与新华网联办，《2020 最美的夜》与央视视频联办）。疫情期间，UP 主制作的抗疫相关视频获央媒联合转发 100 多次。

2. 先证稀缺性，是否能守住青年文化社区的卡位？

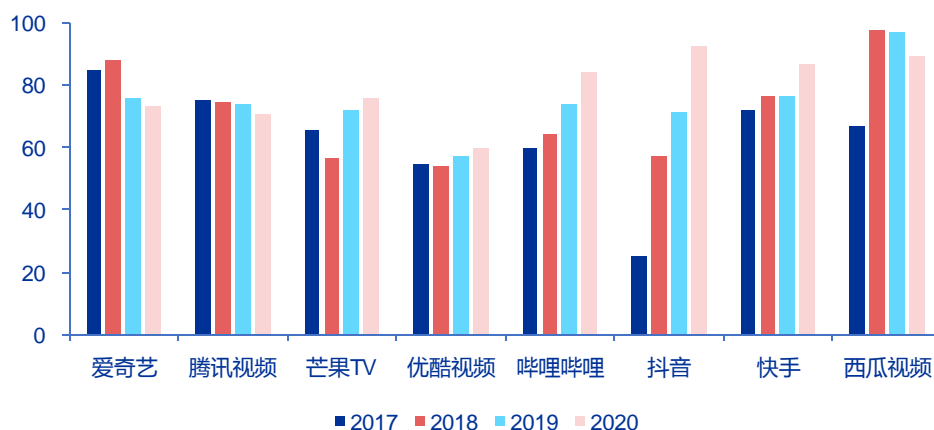
2.1 怎么看外部竞争？强互动氛围延续+变现更丰富可维持 UP 主生态基本盘

B 站的很多 UP 主出于增加曝光的角度亦会入驻其他平台，并且随着内容持续泛化与其他平台品类重合度逐渐提升，市场一直担心 B 站在面临更激烈的 UP 主竞争时是否有优势：

- 视频化大趋势下，微博、小红书等图文平台竞争力不足。
- 在视频赛道中，长视频主动在主站推送无会员价值，低广告价值的 PUGC 内容的概率较低，非主站有引流成本，且 PUGC 需要时间沉淀，PGC 到 PUGC 的壁垒比较高，公司真正的竞争对手是字节系和快手系。

在短视频流量红利期，B 站未受到冲击。自 2018 年以来，短视频强势崛起，长视频受到冲击，时长下滑；但是 B 站用户规模和时长都保持增长势头，且内容已经开始泛化，生活区自 18 年起即成为了视频播放量最高的分区。在 3Q19 用户增长加速后，B 站活跃 UP 主和投稿数量的增速始终高于 MAU 的增速，创作生态高活跃。

图 15：主要视频平台人均单日使用时长（分钟）

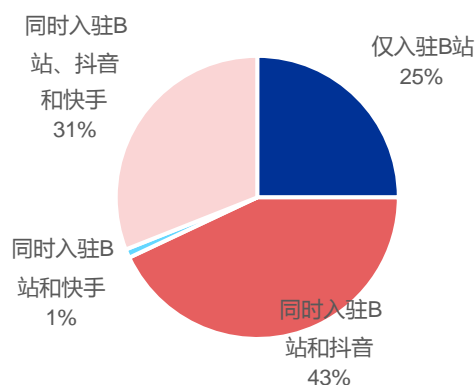


资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

注：B 站时长数据，财报口径与 QM 口径存在差别，为方便比较，统一选择 QM 口径



快手主站同样具备社区属性，但与 B 站分属两类文化圈层。快手主站的用户以下沉市场和 25 岁以上用户为主，与 B 站重合度并不是非常高，B 站 2019 年百大 UP 主中同时在快手开设账号的仅有 32 人，且其中 31 人亦在抖音开设账号。**快手旗下的二次元平台 Acfun (A 站) 当前在用户规模和粘性上已远不及 B 站。**A 站商业化起步慢导致资金紧张，多轮融资下管理层变动频繁，发展方向不确定造成经营恶性循环。错过发展黄金期。

图 16：B 站 19 年百大 UP 主在抖音快手开设账号情况



资料来源：哔哩哔哩，抖音，快手，申万宏源研究

图 17：B 站与 A 站运营指标对比（20 年 1-8 月数据）

		
MAU (万人)	12,106	864
DAU (万人)	3,499	112
DAU/MAU	29%	13%
人均单日使用时长 (分钟)	85	34

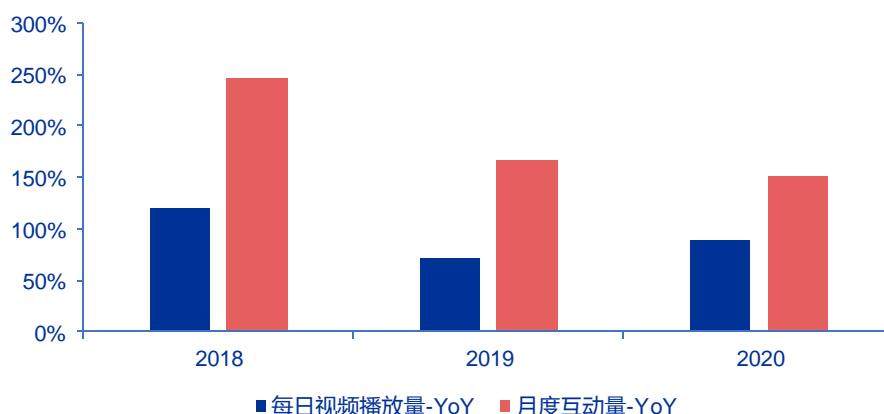
资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

注：B 站 MAU 数据，财报口径与 QM 口径存在差别，为方便比较，统一选择 QM 口径

B 站最直接的竞争来自字节系，2020 年字节系的西瓜视频、抖音加大对创作者的现金激励，并挖角 B 站多位大 UP 主，市场担心会对 B 站构成竞争威胁。但是我们认为 B 站的社区护城河非 UP 主独立的个体，而是十余年慢运营沉淀下来的社区生态，而这是字节系短期仅通过补贴+挖角头部 UP 主的运营策略难以撼动的：

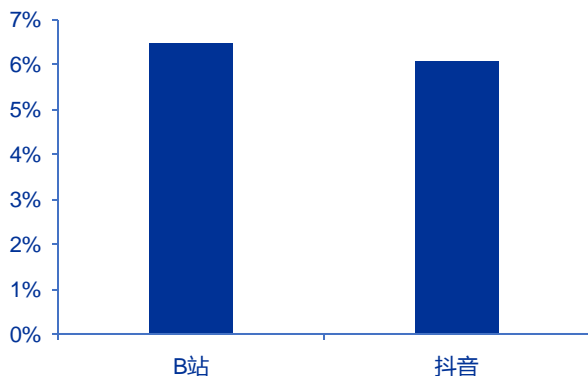
B 站不仅仅是单向的内容消费平台，强互动反馈激励可以成为 UP 主持创作的动力。B 站一直保持高互动性，月度互动量增速始终高于日均视频播放量增速。横向对比来看，我们可以使用点赞率（点赞数/粉丝数）来衡量粉丝的活跃度，B 站与抖音基本相当；而相比于点赞，评论是门槛更高的用户反馈，使用评赞率（评论数/点赞数）来衡量粉丝的互动性，B 站的评赞率明显高于抖音。抖音分发机制以内容为核心，创作者很难与用户建立较强的情感联系，因此很难建立自己的个人 IP。

图 18：B 站互动量增速始终高于播放量增速（%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

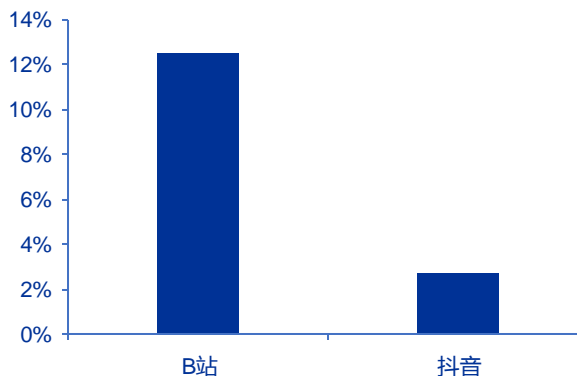
图 19：B 站点赞率与抖音基本相当（%）



资料来源：卡思数据，申万宏源研究

注：选择 2020/11/23-2020/11/29 各平台 Top10 内容创作者数据计算

图 20：B 站评赞率远高于抖音（%）

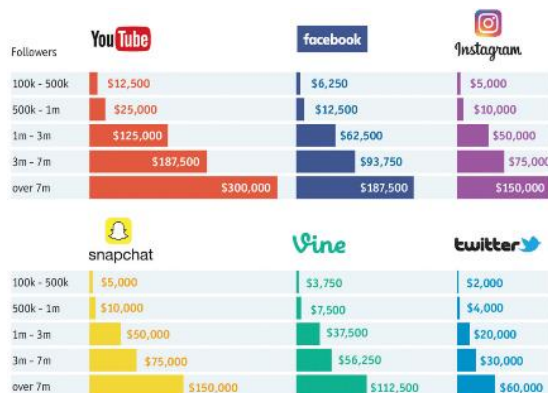


资料来源：卡思数据，申万宏源研究

注：选择 2020/11/23-2020/11/29 各平台 Top10 内容创作者数据计算

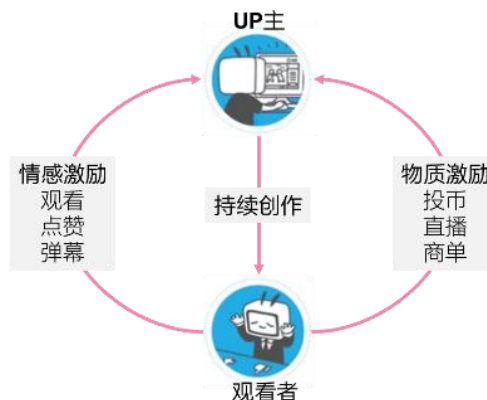
UP 主不再纯粹“为爱发电”，变现能力极大提升。 Youtube 相对于其他平台更高的激励是保障其活跃投稿的重要因素。B 站早期 UP 主并不能获得很好经济回报，投稿多出于兴趣导致内容供给量偏少。随着 2017 年后 B 站现金激励制度、绿洲计划、直播生态、花火平台等逐渐建立且完善，UP 主变现的能力在逐渐增强。

图 21：海外不同粉丝级别博主收入情况



资料来源：Captive8，申万宏源研究

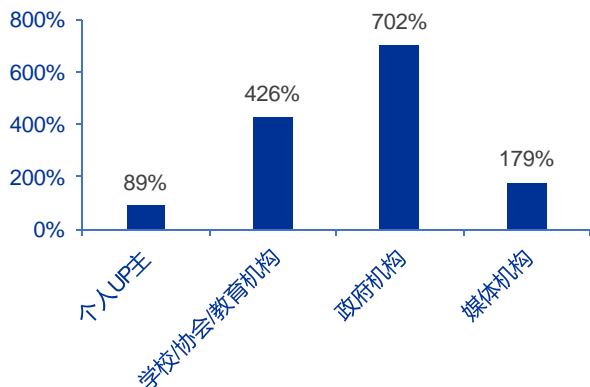
图 22：B 站 Up 主激励



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

B 站是基于兴趣形成的社区，并不依赖于头部 UP 主，网络稳定性较强。 大 UP 主一般都是某个领域的 KOL，B 站当前已经拥有 7000 个兴趣圈层社区，超过 200 万条标签。领域越分散，长尾内容越多，网络稳定性越强。B 站 UP 主类型多元，中小 UP 主可获得 70% 的流量分配；不同粉丝量级的 UP 主，在播互比的表现相当。

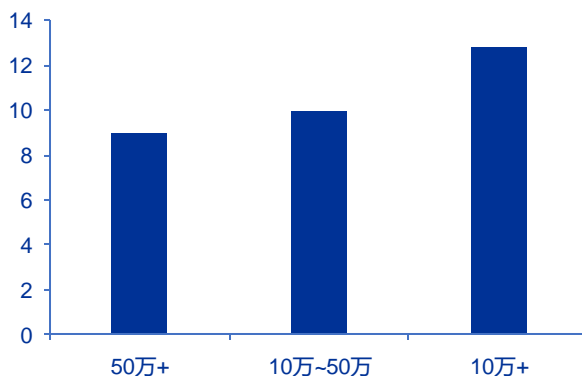
图 23：B 站典型 UP 主增长率（%）



资料来源：新榜研究院&哔哩哔哩，申万宏源研究

注：为 2019 年 10 月-2020 年 9 月相对 2018 年 10 月-2019 年 9 月增长

图 24：B 站不同粉丝量级 UP 主播放量/互动数

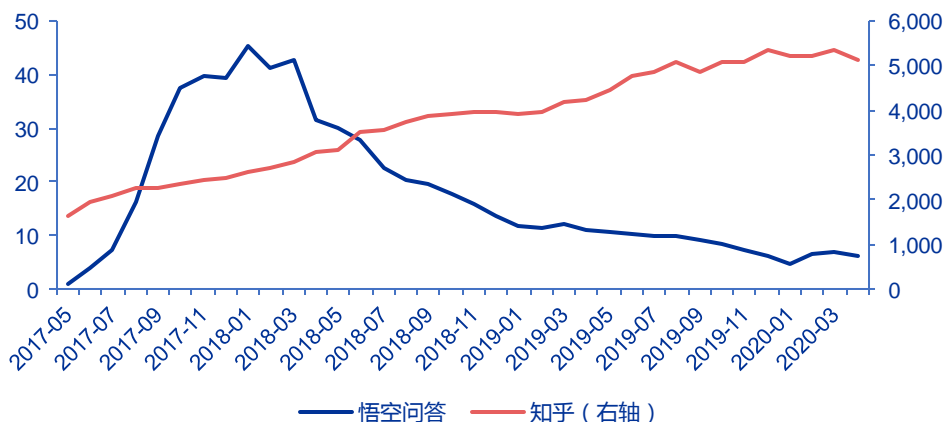


资料来源：新榜研究院&哔哩哔哩，申万宏源研究

注：互动数=弹幕数+评论数+分享数+获赞数+投币数+收藏数

参考悟空问答和知乎的案例，亦能体现社区产品的独特优势。知乎与 B 站类似，用户对大 V 关注主要体现在某个领域的知识层面，兴趣领域也非常多。悟空问答 2017 年 11 月提出投入 10 亿元补贴创作者，之后挖走了知乎的数个大 V。但是在 2018 年悟空发力时却是知乎用户增长最快的时期，全年 MAU 增速达到 60%；而悟空问答用户规模则持续走低，当前仅有 6 万 MAU 规模；并且自 2021 年 2 月 3 日 00:00 起已停止运营。

图 25：知乎与悟空问答 MAU（万）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

耦合度更高的受众以及更活跃的社区氛围，从 B 站成长而起的 UP 主迁移成本高。如 B 站游戏 UP 主敖厂长 2019 年 6 月 29 日在西瓜视频开设专栏，上传了独家视频系列，但在 2020 年 7 月 5 日宣布和 B 站正式签署合同展开长期的独家合作。在知识品类内容的竞争中，B 站即充分展示了社区文化的包容性。

表 4：代表知识创作者在各视频平台的粉丝数和获赞数（万）

	B 站		抖音		西瓜视频		快手
	粉丝数	获赞数	粉丝数	获赞数	粉丝数	获赞数	粉丝数

	B 站		抖音		西瓜视频		快手
中科院物理研究所	127	518	185	587	185	43	0.24
罗翔说刑法	1,070	3,428	52	66	71	6	0.19
硬核的半佛仙人	505	3,302	47	9	47	42	4
张召忠	450	965	393	996	1,313	1,856	321

资料来源：哔哩哔哩，抖音，西瓜视频，快手，申万宏源研究

2.2 怎么看长期留存？内容生态更成熟+强情感羁绊以延长用户 的生命周期

年轻用户长大了，是否就不再喜欢 B 站的内容？

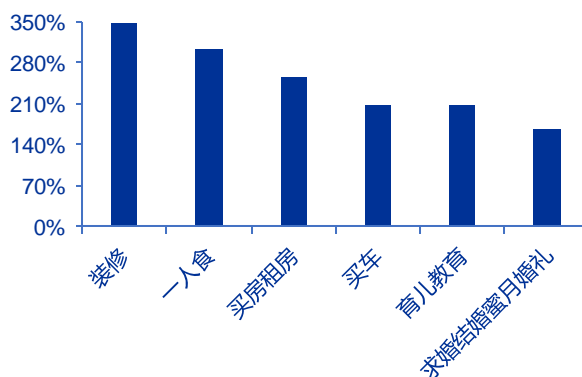
UP 主与用户共成长，平台鼓励创作。随着 UP 主从学生进入社会，内容亦在发生变化。生活类、财经类、学习类相关内容播放量大幅增加。B 站亦推出活动鼓励 UP 主创作。

图 26：B 站活动征稿



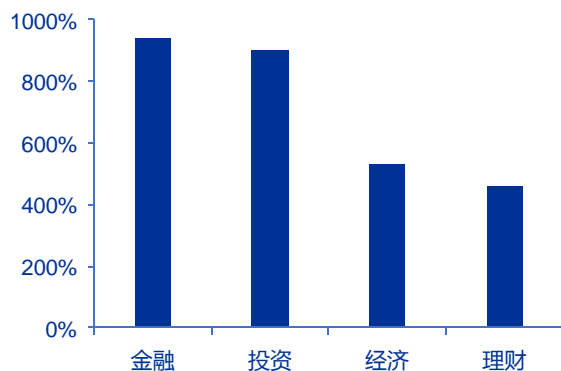
资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 27：B 站 2020 年生活类视频播放量涨幅（%）



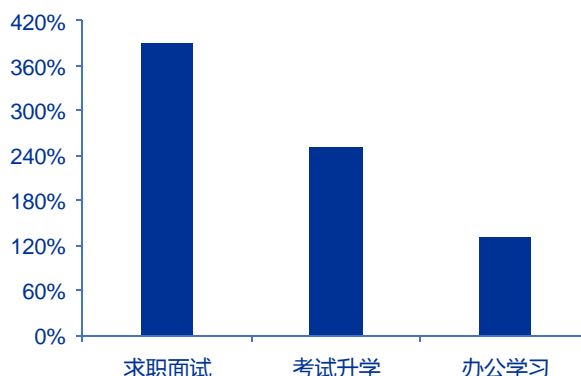
资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 28：B 站 2020 年财经类视频播放量涨幅（%）



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 29：B 站 2020 年学习类视频播放量涨幅（%）



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

除了番剧国创之外，B 站当前加大了剧集、综艺、纪录片、电影等 OGV (Occupationally Generated Video , 专业生产内容) 内容投入，可以对 PUGV 生态进行有效的反哺和补充，满足用户的多元化视频需求。

图 30 : B 站 OGV 内容矩阵



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

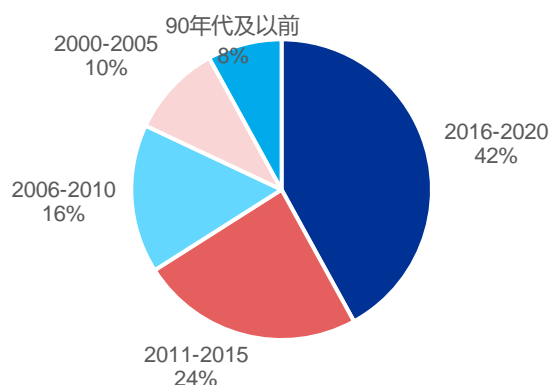
市场担心 OGV 重内容投入模式下，B 站同样会陷入长视频的盈利陷阱。但是：

- B 站非粗放性投入，而是从站内优势品类国创出发；再投入采购成本低但是能产生口碑效应的纪录片品类；再布局剧集、综艺和电影品类，并且借助经典老片丰富内容库，自制从年轻人喜好的垂直品类开始。
- B 站可以形成内容生产-观看-二创的闭环，PUGV 可以指导 OGV 项目投入决策，二创帮助 OGV 内容有效传播，提高项目成功率；OGV 内容为 PUGV 提供版权素材，丰富 PUGV 生态内容。

版权内容和自制内容均取得了不错的播出效果：

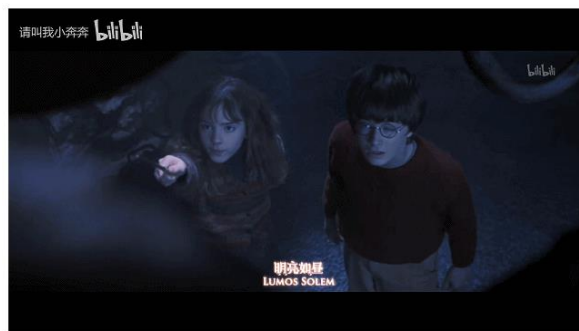
版权内容：老片重焕活力，新片点播成绩可喜。B 站播放量前 50 的电视剧中，五年前的老剧占比 58%；6 月 12 日上架的老四大名著电视剧已进入剧集播放 Top15。《哈利波特》系列电影通过丰富字幕效果提升用户观影体验，播放量已超过 8000 万。最新上线独播的《夺冠》在正片上线前已通过二创充分预热，在大会员也需要单片付费的情况下，正片上线 5 天后，播放量已达 1672 万，预计可产生 1-2 亿元点播收入。

图 31：B 站剧集播放 Top50 按年代划分（%）



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 32：B 站《哈利波特》字幕特效



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

自制内容：站内获得强曝光，站外赢得高口碑。今年 B 站推出的自制综艺《说唱新世代》播放量已达 4.4 亿，参与出品的独播剧《风犬少年的天空》播放量已达 3.8 亿，单集播放量可比肩 PUGC 头部内容；豆瓣评分均超过 8 分，《说唱新世代》的评分超过众多音乐类综艺。

表 5：B 站自制综艺《说唱新世代》豆瓣评分超过众多音乐类综艺

	上线时间	出品平台	豆瓣评分	评价人数
说唱新世代	2020	哔哩哔哩	9.3	67,448
说唱听我的	2020	芒果 TV	6.7	9,396
乐队的夏天 1*	2019	爱奇艺	8.8	119,191
中国有嘻哈*	2017	爱奇艺	7.3	49,252
声入人心 1*	2018	湖南卫视	9.3	103,722
我是歌手 1*	2013	湖南卫视	8	20,908
中国好声音 1*	2012	浙江卫视	7.9	29,514

资料来源：豆瓣，申万宏源研究

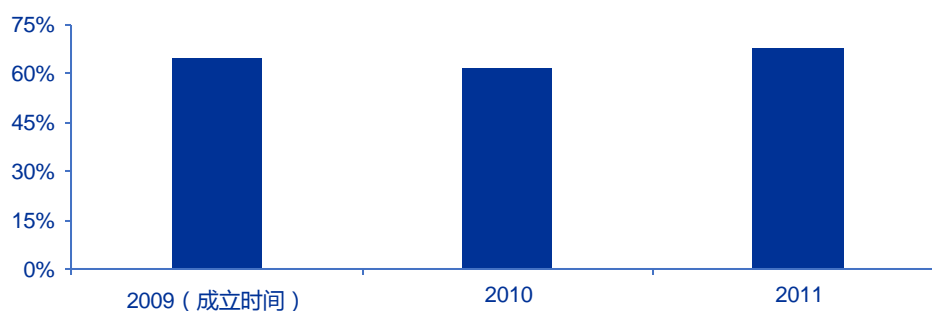
注：标*的综艺均选择了系列综艺中豆瓣评分最高的一部

如何看待快速破圈导致核心用户和新用户之间撕裂的问题？

随着用户群体的扩大，用户受教育水平、社会背景的差异化会不可避免的导致对社区氛围的冲击。不同圈层间的矛盾无法从根源消除，但我们认为对 B 站社区氛围的变化不宜过度悲观：

B 站是国内少有的陪伴核心用户共成长的互联网产品。B 站从小众走向被主流认可，核心用户也从学生走入职场，形成了陪伴成长的强情感羁绊。B 站已经展现了对用户的强留存能力，有超过 60% 的 10 年前的注册用户至今仍然是活跃用户。

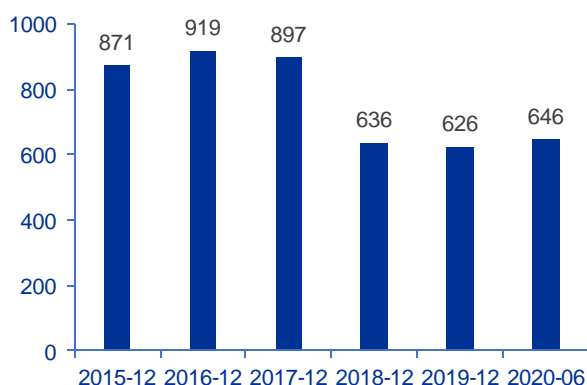
图 33：B 站十年前用户留存率（%）



资料来源：哔哩哔哩十一周年演讲，申万宏源研究

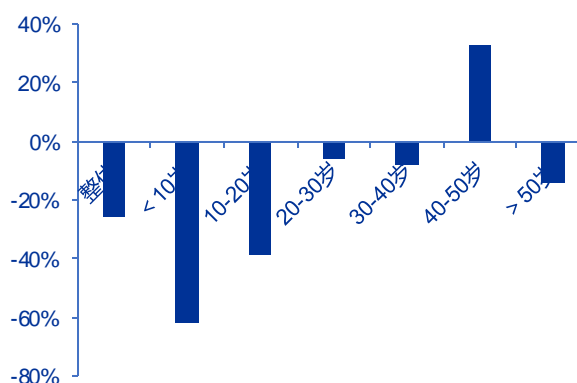
社区沉淀社交关系，“情怀”使得用户仍可对平台忠诚。参考弹幕视频网站的鼻祖 NicoNico（N 站），核心用户未显著流失。日本“二次元”文化兴起于上世纪 60-70 年代，日本本土的二次元文化受众目前已经跨入中年。N 站即使由于外部竞争加剧叠加自身产品体验未优化导致 2015 年后整体 MAU 和付费用户数都在下降，但是主要为对年轻用户的留存能力下降，20 岁以上的用户并没有出现明显流失。

图 34：N 站 MAU（万人，%）



资料来源：角川映画财报，申万宏源研究

图 35：N 站各年龄层用户 20 年 6 月相对于 15 年 12 月变化（%）



资料来源：角川映画财报，申万宏源研究

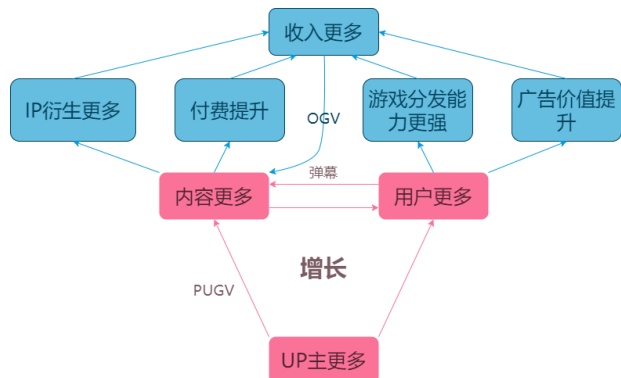
B 站当前参与社区交流仍有“准入门槛”，一定程度保证社区互动质量。相较于 140 字的短微博，B 站视频生产的难度更大；发送弹幕仍需通过入站考试成为正式会员，有约束下交流质量更高。此外，用户强归属感和认同感下能驱动更积极的内容自我监督。

B 站在产品形态（分区之上设置频道）、算法精准化推荐等方面一直在改进，以达到更好的用户区隔。但 2021 年春节前夕的 UP 主风波，反映出公司在运营上仍有不足。长期来看，B 站若想维持社区氛围，在产品形态、算法精准化推荐、内容运营、公关处理等方面需要改进。此次事件较早的暴露风险，也是使得公司尽早调整，这对于长期维持社区生态是比较有益的。

3. 再论成长性，青年文化社区的价值有多大？

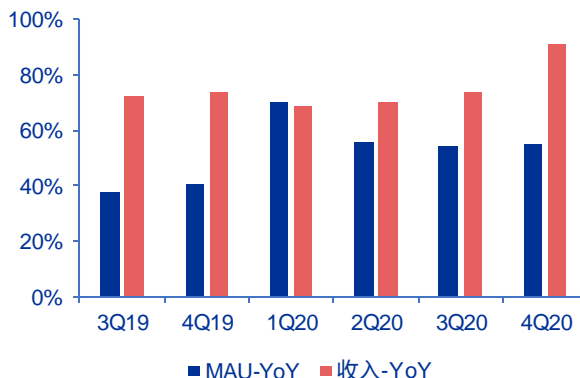
B 站增长飞轮已开始高速运转。内容-UP 主-用户的生态循环已经建立，平台扩大后亦将带动各项商业化能力增强，又将反哺社区生态。当前 B 站的这一飞轮已经开始高速运转，3Q19 用户增长加速，而收入增速更快。

图 36：B 增长飞轮



资料来源：申万宏源研究整理

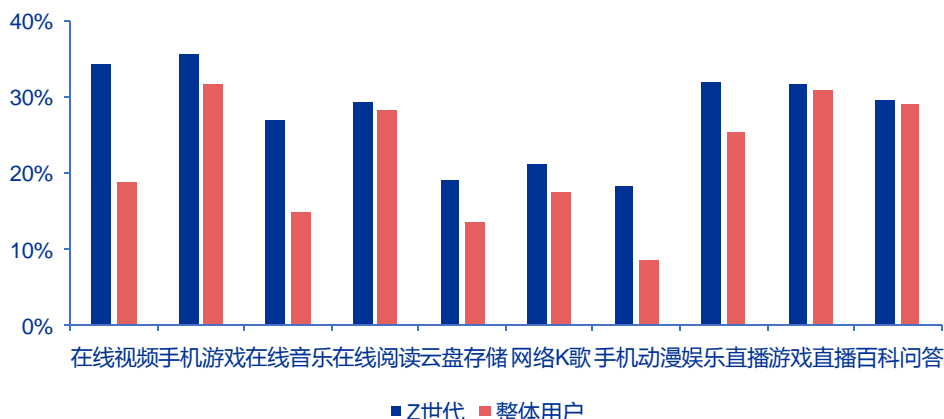
图 37：B 站 MAU 增速与收入增速（%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

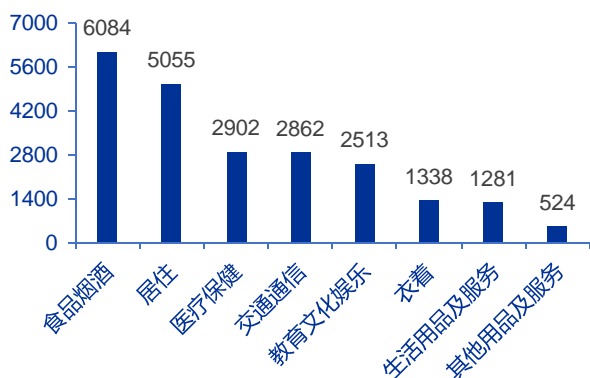
为什么我们看好青年文化社区的长期价值？成长环境使得 Z 世代更愿意为热爱付费，文化娱乐消费 LTV 潜力尚未被充分认知。Z 世代作为互联网原住民一代，拥有更好的教育水平和更好的物质条件，同时大多为独生子女，孤独感更强。1) 从 ARPPU 角度，他们有较强的付费意识，根据 QM 数据，Z 世代线上内容付费意愿高于其他群体，未来人均娱乐休闲支出有望高于 70 后 80 后。2) 从生命周期角度，游戏、视频、直播等泛娱乐方式不仅满足了用户的娱乐需求，亦满足了社交等需求。年轻群体向往更高品质的生活，更加追求悦己，对婚恋的态度亦在发生变化，单身经济、独居经济等新形式正崛起。

图 38：2019 年 6 月 Z 世代在移动互联网典型细分行业付费占比（%）



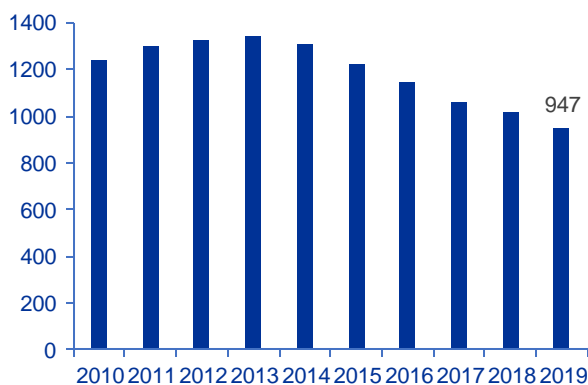
资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 39：2019 年全国居民人均支出消费（元）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 40：全国结婚登记（万对）



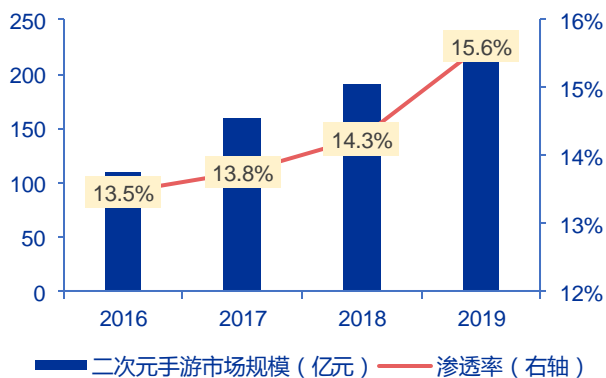
资料来源：民政局，申万宏源研究

3.1 游戏业务仍能提供业绩支撑

当前游戏用户群体正在发生代际迁移，90 后及 00 后用户形成消费主力，用户代际迁移背景下，游戏行业内容端和渠道端都在发生变化。内容端，小众、创新品类游戏获得热捧，二次元、单机游戏等细分品类正在从小众走向主流。渠道端，应用商店的地位逐渐被口碑/媒体/社交削弱，游戏分发愈发依赖垂直社区和买量平台。B 站长期将受益于 Z 世代行业红利。

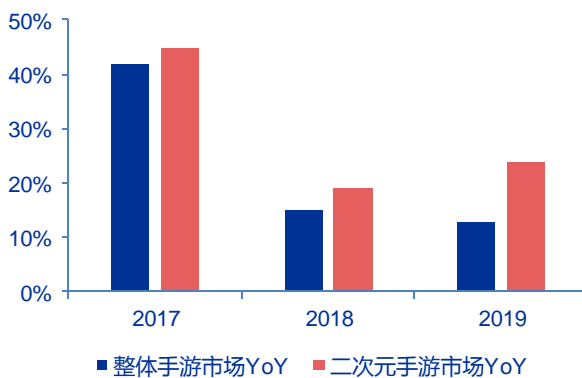
二次元游戏市场持续升温，B 站作为核心二次元平台将充分受益。近年来二次元游戏相对于整体手游行业的渗透率正在提升，增速跑赢行业。19 年至今，在《明日方舟》《原神》等多款产品带动下，二次元游戏的关注度逐渐增加。二次元游戏用户为重度游戏玩家，随着用户消费能力提升，行业亦将加快增长。

图 41：国内二次元手游市场规模及渗透率（亿元，%）



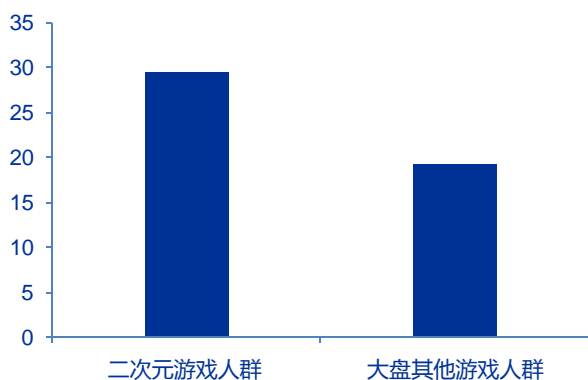
资料来源：伽马数据，申万宏源研究

图 42：二次元手游市场增速与整体手游市场增速（%）



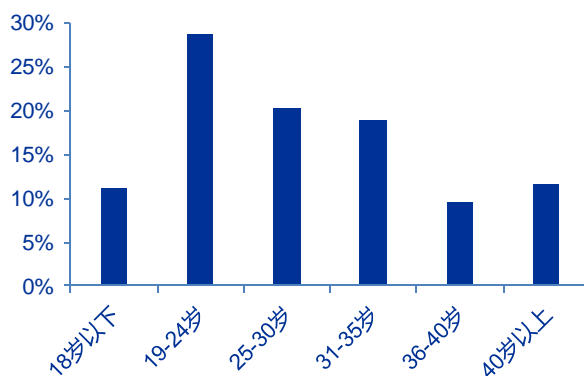
资料来源：伽马数据，申万宏源研究

图 43：手机游戏大类月人均游戏时长（小时）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

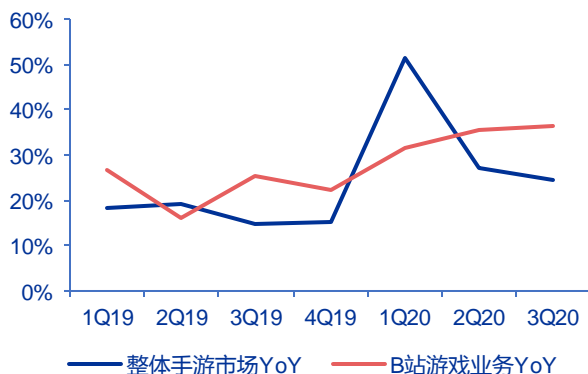
图 44：二次元手游用户画像



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

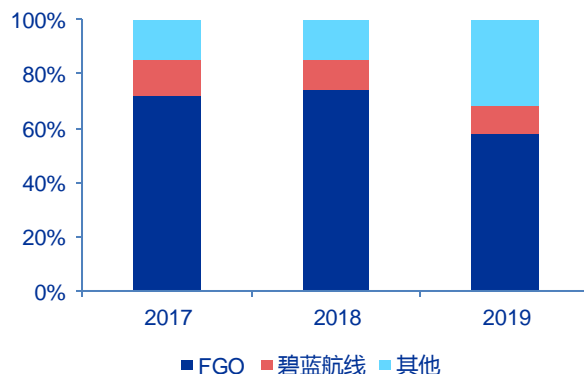
B 站游戏业务保持稳健，头部产品《FGO》《碧蓝航线》仍保持强生命力，并且依赖度降低。 B 站游戏业务增速大多时候跑赢大盘。头部产品《FGO》2016 年上线，2019 年以来在 iOS 畅销榜排名基本维持在 150 名以内，最高冲至第 2 名；《碧蓝航线》2017 年上线，2019 年以来在 iOS 畅销榜排名基本维持在 200 名以内，最高冲至第 11 名。2017 年-2019 年，《FGO》占游戏收入的比例已经从 72% 降至 58% 《碧蓝航线》占游戏收入的比例已经从 13% 降至 10%。今年《公主连接》等多款代理游戏表现不俗，预计头部两款产品的收入占比将进一步降低。

图 45：B 站游戏业务增速与整体手游市场增速 (%)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

图 46：B 站游戏业务收入结构（按产品分，%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

代理游戏类型更丰富，明年重点关注《糖豆人》表现。 二次元游戏类型正在不断丰富，当前已覆盖大部分手游类型，“二次元+MMORPG”，“二次元+塔防”等类似融合越来越多。B 站当前独代游戏储备丰富，其中《糖豆人：终极挑战赛》全球 PC 端销量已超过 1100 万，手游上线表现值得期待。

自研是决定长期竞争力的关键因素。 B 站游戏自研仍处于早期阶段，2015 年开始对外投资游戏公司，2019 年设立北京研发中心源力星聚，研运经验仍需积累。但是腾讯、网易等游戏大厂在二次元游戏领域一直有布局，TapTap 等新渠道正在崛起，B 站自研能力决定了游戏业务长期是否能打开天花板。

3.2 直播及增值、广告是中期增长引擎

B 站的直播收入规模、增值业务付费率和单 DAU 广告价值较同类型平台有明显差距。同为跨界直播平台，B 站直播收入体量约为快手的 1/20，大会员的付费率不及长视频平台的 1/2；单 DAU 广告收入与视频平台如芒果 TV、爱奇艺，以及图文平台微博均存在明显差距。

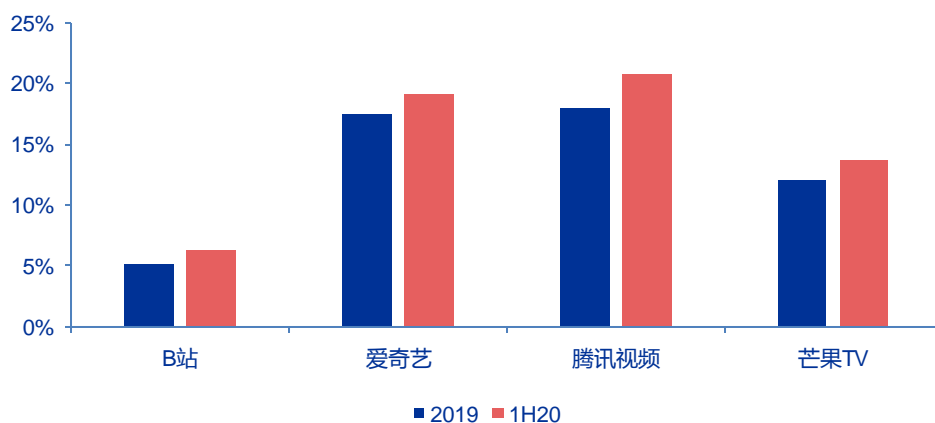
表 6：B 站与主要直播平台收入比较（百万元）

	B 站	快手	斗鱼	虎牙	腾讯音乐-社交娱乐	YY
2019	710-853	31,442	6,617	7,976	18,282	24,028
1H20	784-913	17,349	4,433	4,840	8,978	10,090

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

注：预计 B 站大会员 ARPPU 为 11-13 元，以此计算直播收入

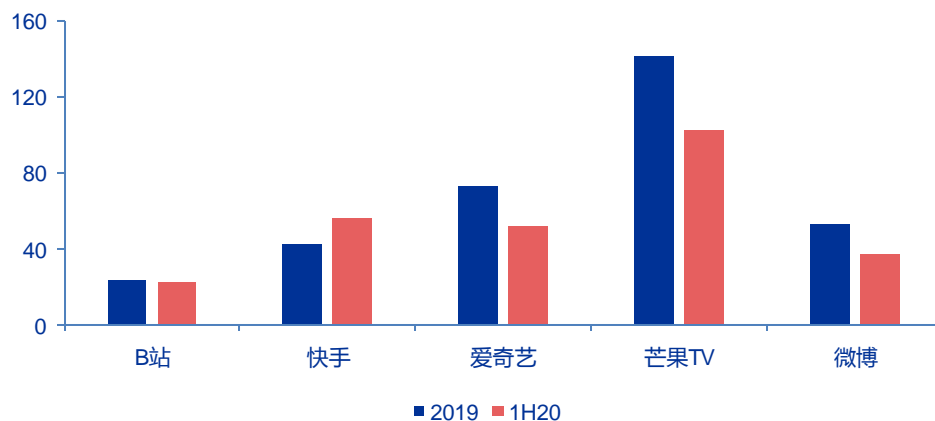
图 47：B 站与长视频平台付费率比较（%）



资料来源：各公司财报，QuestMobile，申万宏源研究

注：付费率=期内平均付费会员/期内平均 MAU，B 站 MAU 使用财报口径，其余使用 QM 口径

图 48：B 站与其他平台单 DAU 广告收入比较（元/年）



资料来源：各公司财报，QuestMobile，申万宏源研究

注：单 DAU 广告收入=期内广告收入/期内平均 DAU，爱奇艺和芒果 DAU 使用 QM 口径，其余使用财报口径

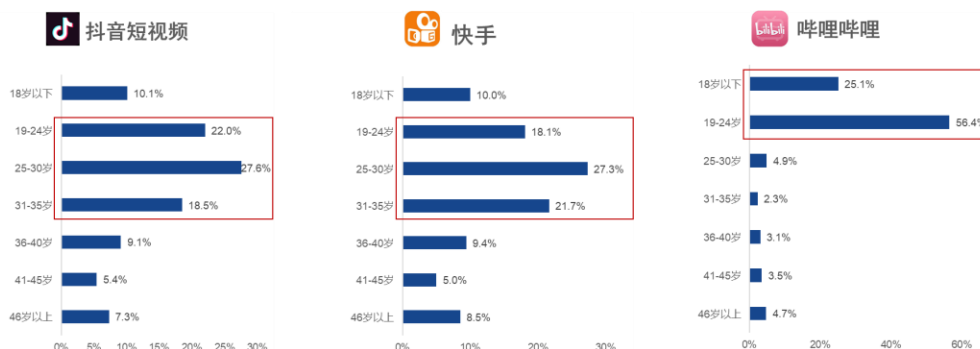
存在差距主要由于 B 站商业化起步较晚，用户偏低龄化消费能力较弱。直播业务 2015 年上线打赏功能，但是头部内容不足，并且用户相对年轻，付费能力弱。大会员付费业务 2016 年上线，且早期以国创和纪录片为主，受众相对较窄。广告业务一直持谨慎态度，2020 年才开始全面放开内容营销。

表 7：B 站直播及增值、广告业务发展

类别	发展
直播	2014
	● 直播功能上线测试
	2018
	● 全程直播 LPL 英雄联盟职业联赛
	2019
	● 购买《英雄联盟》全球总决赛 S10 至 S12 连续三年国内独家直播版权
	● 签约主播冯提莫。
	2020
	● 原大鹅文化 CEO 王宇阳和 COO 王智开正式入职负责 B 站直播业务
增值	2016
	● 上线付费业务大会员
	2018
	● 全资收购猫耳 FM
	● 上线哔哩哔哩漫画 APP
	2020
	● 战略投资环欢喜传媒
广告	2016
	● 首次举办广告招商会
	2019
	● 年度营销大会首次向品牌主大规模开放平台资源
	2020
	● 营销官网正式上线
	● UP 主花火商业合作平台正式开放
	● MCN 合作平台正式开放招募

资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

图 49：抖音、快手、B 站直播用户年龄分布（%）



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

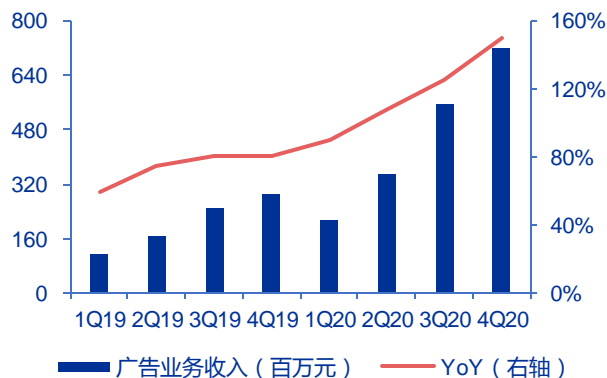
B 站加更积极推进商业化后 成效明显。自 1Q19 起 直播及增值业务增速始终保持在 115% 以上，广告业务自 2Q19 起已经实现连续 7 个季度加速增长。

图 50：B 站直播及增值业务收入（百万元，%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

图 51：B 站广告业务收入（百万元，%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

直播业务

快手直播业务发展启示：用户基础+私域流量成就最大直播平台。1H20 快手直播业务收入达到 173.5 亿元，几乎为斗鱼+虎牙+腾讯音乐（社交娱乐）之和。快手直播在流量规模、粘性上领先；付费转化率显著高于其他直播变现平台，但人均付费并不高。核心优势在于 1) 远超纯直播平台的用户基础；2) 短视频到直播的过渡自然；3) 私域流量沉淀。

表 8：1H20 直播平台运营数据比较

	快手	虎牙	斗鱼	腾讯音乐-社交娱乐
直播 MAU (百万)	220+	160	162	231
付费率	29%	4%	5%	5%
月 ARPPU (元)	45	131	97	127

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

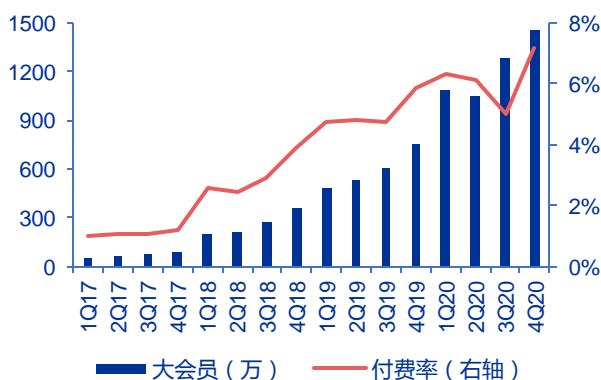
B 站直播业务特点与快手相似。拥有高活跃 UP 主生态和高粘性用户，易于进行直播转化。1Q19 业绩电话会上，公司披露直播业务 MAU 为 1140 万，付费用户为 120 万，对应付费率为 10.5%。假设大会员月 ARPPU 为 11 元-13 元，则直播月 ARPPU 约为 29 元-37 元，同样具有付费转化率高但人均付费低的特点。

不只于游戏和娱乐直播，B 站的直播品类多向发力。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。此外，B 站具有两大特色直播内容，虚拟主播和学习品类。虚拟主播与秀场直播类似但门槛更低，极富二次元特色，可以帮助留存二次元核心用户。学习类直播可以提升 B 站在知识区内容品类的竞争力。直播内容的多元可以使得 B 站获得潜在的内容成本优势。

增值业务

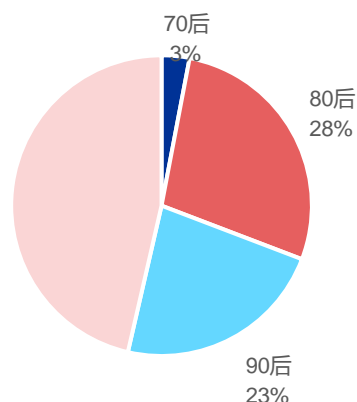
更优质的国创，更丰富的影视内容，将带动付费率增长。近年来，国创的质与量均出现了明显提升，题材覆盖更广，受众面扩大；文化的认同感和对国漫的认可和包容使得国创关注量逐渐增加。Z世代本就是动漫的主要用户，优质国创作品亦能有效刺激付费。在《2020-2021B站国创动画作品发布会》上，公司披露2019年来自国创的付费会员订单同比增长450%，是19年OGV品类拉新能力首位。此外，B站当前加大了受众范围更广的综艺、剧集和电影的投入，有望进一步促进付费转化。

图 52：B 站大会员数量（万，%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

图 53：2019 年中国动漫用户年龄分布（%）



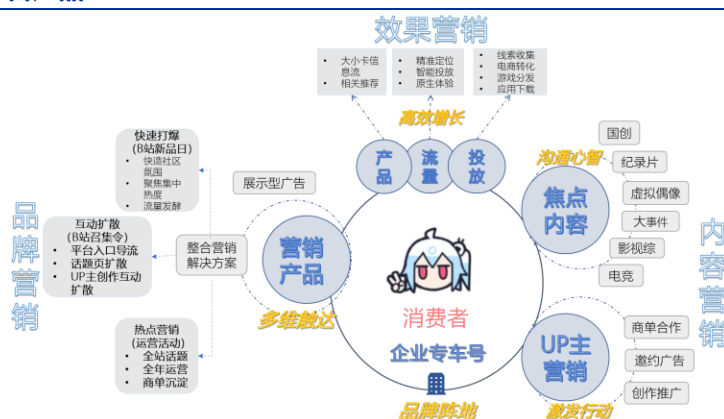
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

长视频提价预期增强，B 站或跟进。爱奇艺已经率先提价，将多端连续包月价格统一调至 19 元，安卓端/PC 端调价幅度为 26%；腾讯 3Q20 业绩电话会亦表示，现在视频订阅价格偏低，会考虑择机提价。国内有线电视定价为 20-30 元，用户对提价有一定的接受度。B 站大会员连续包月定价为 15 元与长视频定价处于同一水平，当前付费类内容与长视频重合度逐渐提高，或将跟随行业涨价节奏。

广告业务

B 站加速商业化后广告产品不断丰富，公域私域流量全面开放。B 站营销方式包括品牌营销、内容营销和效果营销。自 2020 年起加快广告业务商业化进程，先后全面开放内容营销、上线花火商单系统，开放企业号和 MCN 机构合作。

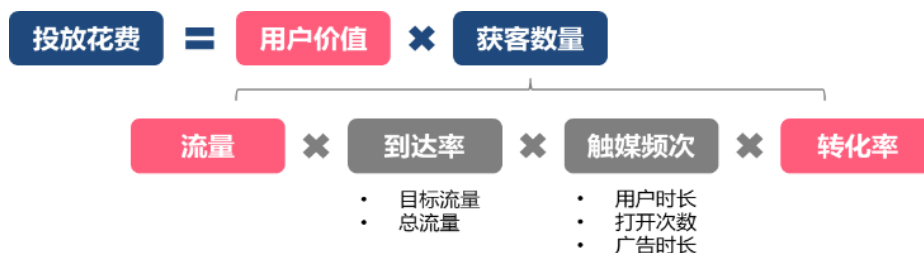
图 54：B 站广告产品



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

广告媒介的价值研究框架可以拆解如下：

图 55：广告媒介价值研究框架



资料来源：申万宏源研究

B 站承诺无贴片广告，以及对广告加载率的谨慎克制会部分限制到达率和触媒频次，但是有利于维持用户体验，社区氛围是 B 站的根基。流量的增长、粘性高带来的潜在转化率优势，以及用户价值的提升仍将驱动 B 站广告业务增长。

- **流量**：B 站的用户仍在扩张，PUGV/OGV 内容全面开放后，能够插入的广告量更多。
- **转化率**：B 站的内容营销使用符合年轻人个性的语言体系和审美趣味进行互动，用户接受度更高；UP 主与用户建立长期信赖关系，可以自然缩短用户消费决策路径。
- **用户价值**：高线城市高知用户密集，用户潜在消费能力强，将随用户“长大”逐渐释放。在 3Q20，汽车即进入了 B 站的前五大广告主，宝马、奥迪等汽车品牌均在 B 站进行了广告投放。

此外，广告技术体系、匹配推荐模式尚待完善，广告推荐算法数据积累不足，也限制了 B 站广告业务的变现效率。但是公司一直重视广告产品优化，投入效果有望逐步显现。

远期用户规模对应的收入空间

基于 4 亿 MAU 规模，我们分别测算直播、增值及广告业务的收入空间：

直播业务：B 站业务孵化环境与快手较为类似，但是考虑到 B 站用户娱乐时间更少并且更理性，预计直播用户渗透率和付费率低于快手当前水平。快手直播 ARPPU 峰值为 55 元/月（2018 年），但是随着平台推进电商业务发展，主播由单纯直播变为直播带货，用户亦从直播打赏转为买货支持主播，1H20 直播 ARPPU 降为 45 元/月，预计 B 站长期月 ARPPU 可达到 50 元/月。

增值业务：Netflix 在美国家庭渗透率的渗透率为 47%，接近瓶颈，国内对正版保护力度不足叠加竞争更激烈，付费率天花板更低，爱奇艺、腾讯视频的付费率达到 20% 以后提升已放缓。考虑到 B 站投放 OGV 内容针对性更强，远期亦很难达到综合性视频平台 20% 的付费率水平，预计远期付费率为 15%。会员定价与长视频平台趋同，长期预计亦能达到同样的月 ARPPU20 元的水平。

广告业务：芒果单 DAU 广告价值可超过 140 元，远高于爱奇艺，主要是由于“青春、都市、女性”定位精准，用户转化率高；B 站的浓厚社区氛围亦能实现较高转化率。但是 B 站无贴片广告，远期亦很难达到芒果的单 DAU 广告价值；但是可高于爱奇艺，因为用户定位更精准，随着收入和社会地位的提高，Z 世代逐步成为消费和社会财富积累的重要人群，长期预计单 DAU 广告价值可达到 100 元/年。

基于 4 亿用户规模，中性测算下，预计直播及增值业务可达到 275 亿元收入规模，广告业务可达到 104 亿元收入规模。

图 56：B 站直播、增值及广告业务收入空间测算

	2019	2020	假设条件→	中性测算
MAU (百万)	117	186	公司目标	400
直播及增值业务收入 (百万元)	1,641	3,846		27,504
直播业务收入 (百万元)				13,104
DAU/MAU (%)	30%	29%	假设不变	26%
直播用户渗透率			直播渗透率略低于快手当前水平，B站用户娱乐时间相对更少	60%
直播用户付费率			直播渗透率略低于快手当前水平，B站用户相对更理性	35%
月ARPPU (元)			用户消费能力更强，人均付费略高于快手当前水平	50
增值业务收入 (百万元)				14,400
付费率 (%)	5%	6%	内容投入更有针对性，低于综合视频平台付费率	15%
月ARPPU (元)	11-13	11-13	爱奇艺已将多端统一定价19元，国内有线电视20-30元是天花板	20
广告业务收入 (百万元)	817	1,120		10,400
DAU/MAU (%)	30%	29%	假设不变	26%
单DAU广告价值 (元/年)	24	21	高于快手、爱奇艺，低于芒果、抖音	100

资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

3.3 电商及其他业务具备长期想象空间

电商业务高速发展。B 站的电商及其他业务主要包含会员购平台的商品销售（二次元周边，B 站周边等），以及漫展等线下活动的门票销售。2017 年 11 月会员购上线，GMV 连续三年超 100% 增长，即使受到疫情影响，2020 年前十个月 GMV 已经远超 2019 年，截至 10 月，已累计卖出 750 万个手办、1900 万件周边、190 万模型以及 400 万张漫展票。根据 B 站电商事业部总经理王欣磊在《Z 世代 ACG 衍生品消费洞察》的演讲中披露，会员购平台 12-17 岁的用户占比 24%，18-24 岁的用户占比 60%。

图 57：B 站会员购平台 GMV (亿元)

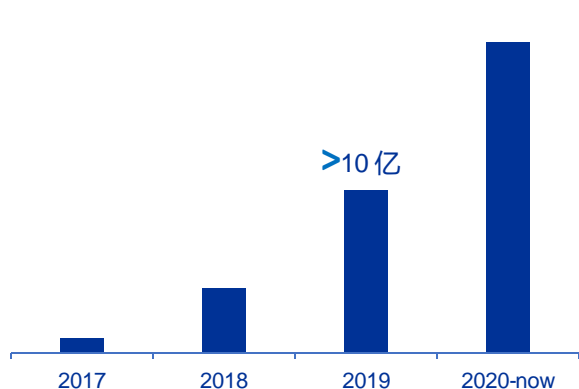
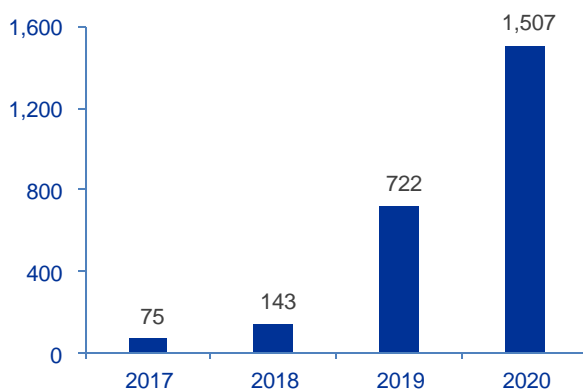


图 58：B 站电商及其他业务收入 (百万元)



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

突破硬核二次元的边界，大众化消费品逐渐丰富。B站已经推出盲盒业务“魔力赏”，除手办外，也包含B站周边、鼠标等受产品。在泡泡玛特等厂商的推动下，盲盒正在兴起，B站可充分利用已有流量优势发展业务。罗翔的《刑法学讲义》位于图书品类销量第2名；线下售票方面，除了漫展，亦有演唱会、音乐会等活动。B站天然有种草环境，或能形成更多品类商品的交易闭环。

图 59：B 站会员购产品不断丰富



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

IP 运营厚雪长坡正起步。1) 内容 IP 积极储备，B 站在国创产业链上游积极投入，投资了多家公司，2019 年出小宇宙新星计划，旨在发掘、扶持国产原创动画和创作者。2) 平台 IP 正在形成，B 站当前与建行、乐事等品牌在多领域进行了跨界合作。IP 形成后可产生数倍于内容收入的衍生价值，并且可打造公司长期竞争力。

图 60：B 站跨界联名



资料来源：哔哩哔哩，申万宏源研究

表 9：全球头部 IP 衍生品与内容收入对比（亿美元）

美国					日本				
IP 系列	IP 诞生时间	内容收入	衍生品收入	衍生品收入/ 内容收入	IP 系列	IP 诞生时间	内容收入	衍生品收入	衍生品收入/ 内容收入
漫威宇宙	2008	225	54	0	马里奥	1981	303	43	0
星球大战	1977	95	403	4	精灵宝可梦	1989	189	641	3
蝙蝠侠	1939	50	202	4	海贼王	1997	118	59	1
玩具总动员	1995	28	175	6	七龙珠	1986	78	57	1
迪士尼公主	1937	26	446	17	游戏王	1996	40	45	1
汽车总动员	2006	20	191	10	面包超人	1988	7	602	86
米老鼠	1928	7	696	99	高达	1979	3	131	44

资料来源：哔哩哔哩《Z 世代 ACG 衍生品消费洞察》演讲，申万宏源研究

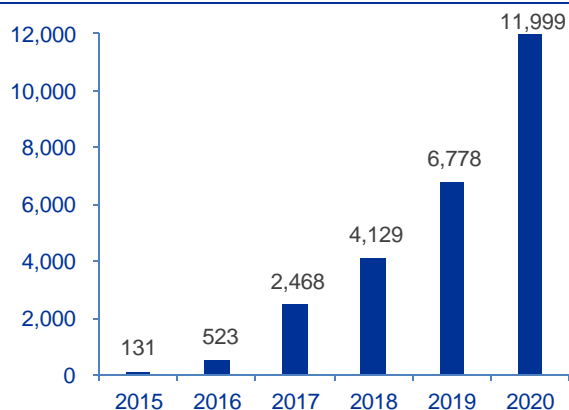
长期看，泛娱乐以外变现方式或构筑第二增长曲线。当前 B 站内容多元化，泛娱乐内容以外，知识等品类大量增加。当前公司主要基于泛娱乐的方式变现，长期有潜力拓展教育等其他变现形式。

4. 重点财务分析、盈利预测与估值分析

4.1 重点财务分析

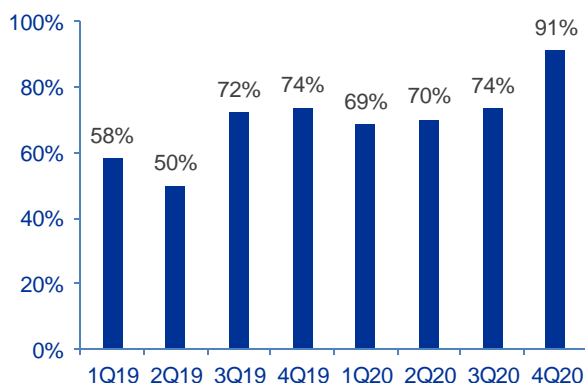
收入保持高增长。2015-2020 年总收入的 CAGR 达到 147%，2020 年全年实现收入 120 亿元，2Q20-4Q20 实现连续三个季度收入增长加速。

图 61：B 站营业收入（百万元）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

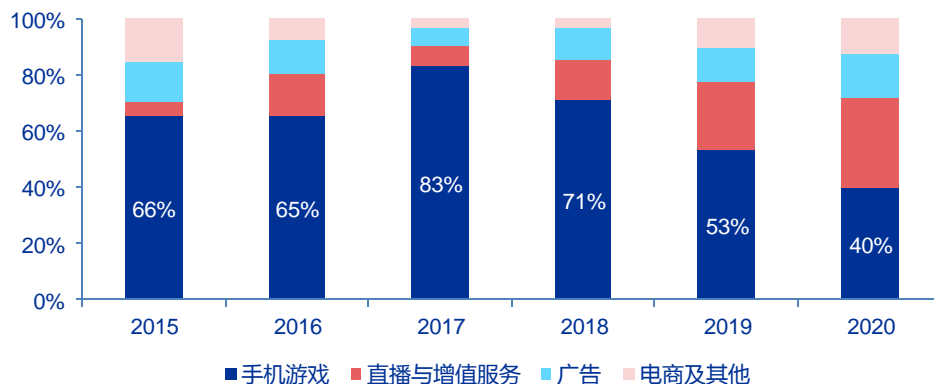
图 62：B 站营业收入同比增速（%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

以游戏为主的收入结构发生变化，非游戏业务占比提升。公司游戏业务保持稳健增长，非游戏业务商业化加速后，收入增速提升明显。当前游戏业务占营业收入的比例已经不足 50%。

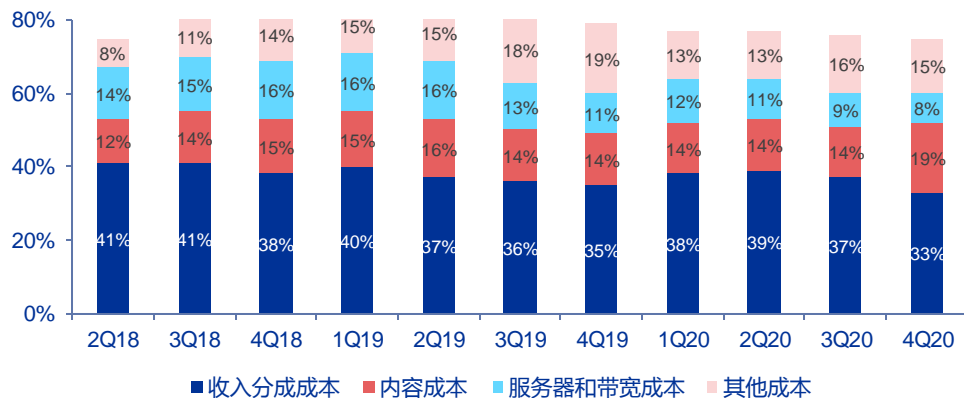
图 63：B 站收入结构（%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

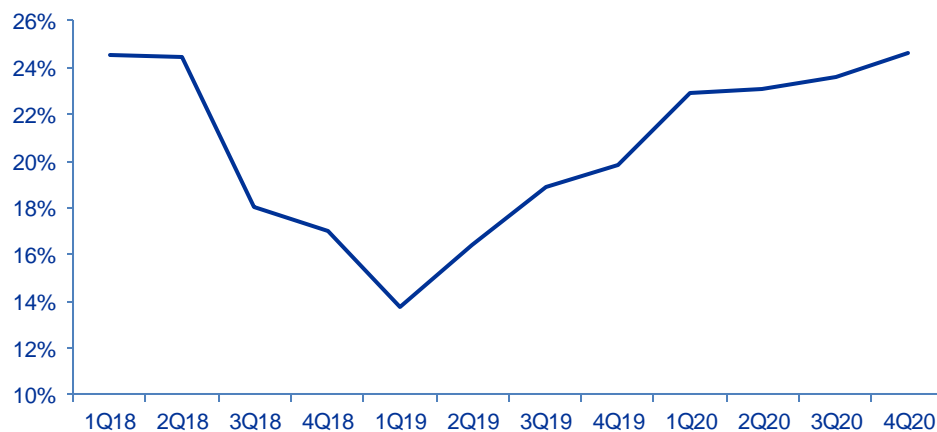
规模效应下毛利率持续改善。公司的营业成本主要包含收入分成成本（游戏研发商及渠道方分成+直播主播分成+UP 主分成及激励），内容成本（版权内容摊销），服务器和带宽成本。其中收入分成中的 UP 主现金激励、内容成本、服务器和带宽成本均有一定规模效应。公司自 2Q19 起毛利率已实现连续七个季度提升。

图 64 : B 站营业成本率 (%)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

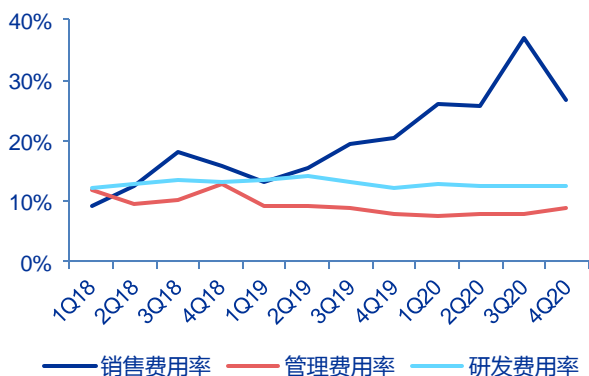
图 65 : B 站毛利率 (%)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

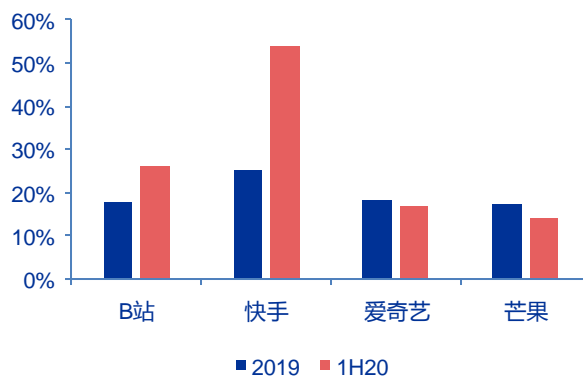
管理和研发费用率保持稳定，加大获客使得销售费用率增加明显。管理费用率 (8%) 和研发费用率 (12%) 基本保持稳定。公司自 3Q19 加强获客力度后，销售费用率大幅增长，1H20 销售费用率为 26%，远超长视频公司爱奇艺 (17%) 和芒果超媒 (14%)，但是低于快手 (54%)。

图 66 : B 站营业费用率 (%)



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

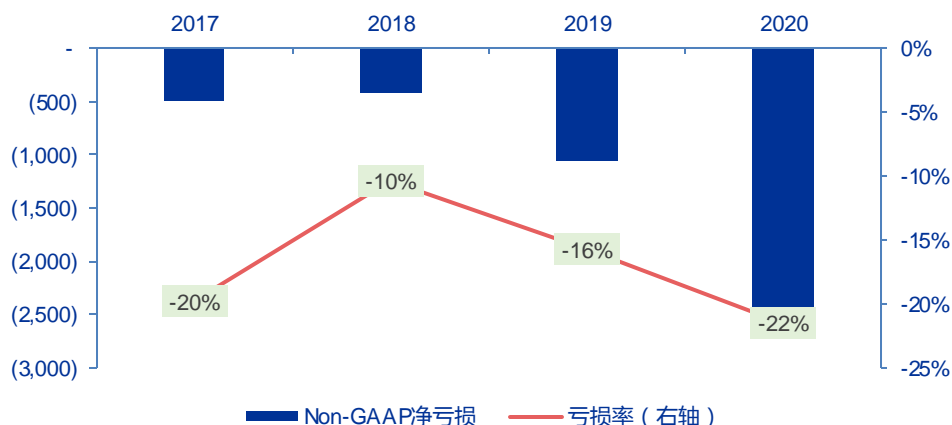
图 67 : B 站销售费用率同业比较 (%)



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

业务扩张营业开支增加，导致公司亏损程度扩大。公司当前处于亏损状态主要由于销售费用支出过多。2020 年公司 Non-GAAP 净亏损为 25.80 亿元，对应净利率为-21.50%，创下历史亏损新高。虽然短期业绩承压，但是我们认为公司坐拥高粘性用户，已经踏上了可持续健康变现的道路，当前投入为长期规模效应打下基础。

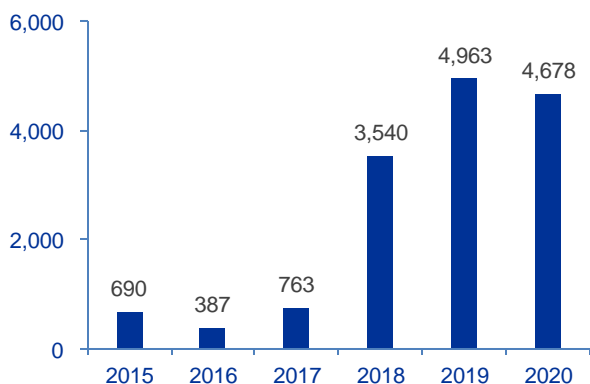
图 68：B 站 Non-GAAP 归母净亏损（百万元，%）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

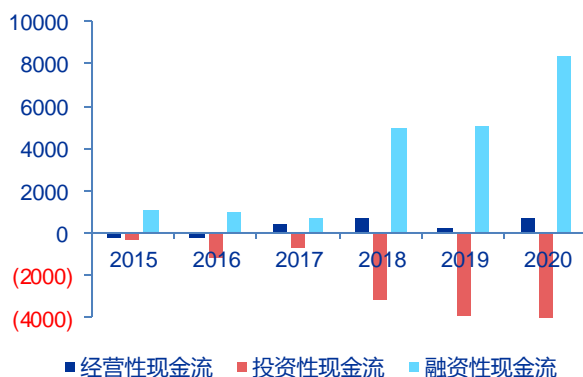
在手现金充裕，现金流量健康。上市后公司的现金资产充裕，2020 年期末现金及现金等价物余额为 46.78 亿元。从现金流量来看，2017 -2019 年公司均实现净现金流正流入，2020 年因业务扩张投入较多。

图 69：B 站现金及现金等价物资产（百万元）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

图 70：B 站现金流（百万元）



资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

4.2 盈利预测

B 站内容持续泛化，公司加大获取下，仍将吸引新用户；社区氛围浓厚，对已获取用户能够实现有效留存；我们相信公司能够实现 2023 年达到 4 亿 MAU 的目标，预计 2021-2023 年 B 站期内平均 MAU 将达到 2.43/3.04/3.59 亿。

表 10：B 站 MAU 预测（百万，%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
期内平均 MAU (百万)	87	117	186	243	304	359
YoY	30%	35%	58%	31%	25%	18%

资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

收入端，1) 游戏业务：二次元游戏市场持续升温，B 站作为核心平台仍将，我们预计 2021-2023 年游戏业务的增速为 25%/24%/13%。**2) 直播及增值业务：**直播用户渗透率、付费率以及付费能力都将伴随用户扩大以及用户消费能力增强而提升；优质国创、受众面更广的影视内容等供给增加将有效带动付费转化，长视频提价预期增强，B 站或将跟进；我们预计 2021-2023 年直播及增值业务增速为 93%/45%/42%。**3) 广告业务：**B 站的社区价值正在获得越来越多的广告主认可，广告主类型增加亦会带动投放增加。B 站 UP 主与用户之间存在强情感联系，天然适合内容营销，全面开放后值得期待。我们预计 2021-2023 年广告业务增速为 88%/65%/46%。**4) 电商及其他业务：**潮玩市场正在起步，B 站 SKU 仍有丰富空间，我们预计 2021-2023 年电商及其他业务增速为 41%/50%/45%。**综合来看，我们预计 2021-2023 年 B 站总营业收入增速为 58%/42%/35%。**

表 11：B 站营业收入预测（百万元，%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
手机游戏	2,936	3,598	4,803	6,008	7,470	8,472
YoY	43%	23%	34%	25%	24%	13%
直播及增值	586	1,641	3,846	7,429	10,740	15,245
YoY	232%	180%	134%	93%	45%	42%
广告	463	817	1,843	3,457	5,693	8,310
YoY	191%	76%	126%	88%	65%	46%
电商及其他	143	722	1,507	2,124	3,187	4,621
YoY	92%	403%	109%	41%	50%	45%
总营业收入	4,129	6,778	11,999	19,018	27,090	36,648
YoY	67%	64%	77%	58%	42%	35%

资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

成本费用端，1) 毛利率：活跃的 PUGV 生态能有效提高 OGV 项目的成功率。内容成本、带宽成本等偏固定项成本仍将继续被摊薄，毛利率仍将持续改善。此外，出于内容补充角度考虑，B 站给主播的分成相对于其他纯直播平台更高，长期亦有调整的弹性空间。我们预计 2021-2023 年公司毛利率为 27%/37%/38%。**2) 期间费用率：**当前 B 站正在进行积极用户获取，中短期销售费用投入仍然会较多，但是投入力度会随用户规模扩大略有下降。管理费用率和研发费用率预计在收入高增下将略有下降。我们预计 2021-2023 年公司销售费用率为 26%/25%/22%，管理费用率为 9%/9%/8%，研发费用率为 12%/12%/11%。

表 12：B 站成本费用预测（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	21%	18%	24%	27%	37%	38%
销售费用率	14%	18%	29%	26%	25%	22%
管理费用率	11%	9%	8%	9%	9%	8%
研发费用率	13%	13%	13%	12%	12%	11%

资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

我们预计 2021-2023 年公司 Non-GAAP 归母净利润为-30.65/-13.64/0.68 亿人民币, 预计 2023 年实现盈亏平衡。

表 13 : B 站 Non-GAAP 归母净利润预测 (百万元, %)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Non-GAAP 归母净利润	-429	-1,067	-2,580	-3,065	-1,364	68
Non-GAAP 归母净利润率	-10%	-16%	-22%	-16%	-5%	0%

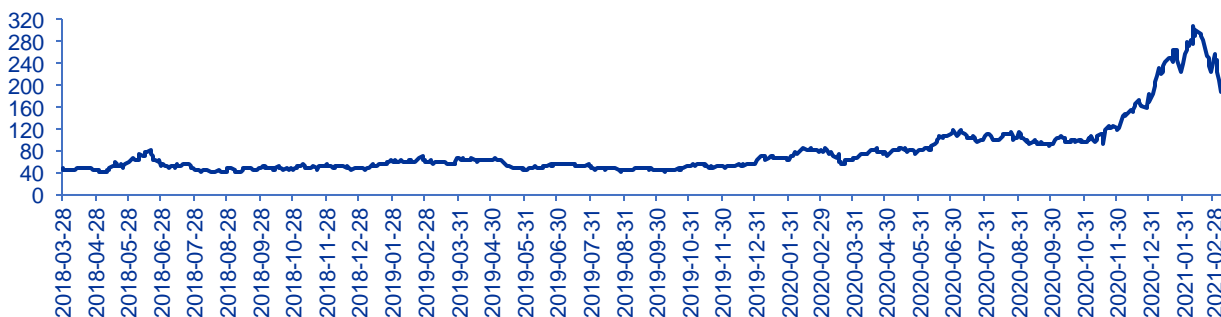
资料来源：哔哩哔哩财报，申万宏源研究

4.3 估值分析

复盘 B 站历史股价表现，估值水平明显提升主要有两阶段：

- **2020 年 1 月-6 月中旬，用户高速增长驱动：**跨年晚会成功实现 B 站文化对外输出，上半年民众居家时间增加，用户高速增长驱动股价上涨。
- **2020 年 11 月中下旬至今，单用户价值重估驱动：**Q3 财报证明公司基本面强劲向上，用户保持高增速高粘性；收入增速仍保持在 70% 以上，并且将实现 20 年 Q2-Q4 连续三个季度收入增长提速，毛利率持续改善。Z 世代、视频核心资产价值重估。B 站一直缺乏直接可比公司，泡泡玛特（Z 世代代表资产），快手（视频代表资产）为 B 站提供估值参考。

图 71 : B 站单 MAU 估值-TTM (美元)



资料来源：Wind，哔哩哔哩财报，申万宏源研究

注：单 MAU 估值=总市值/向前滚动 4 个季度的平均 MAU

图 72 : B 站 Forward PS



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

互联网公司估值水平取决于潜在 LTV，用户粘性强的社交平台潜在生命周期（LT）长，能够拓展变现方式公司潜在用户价值（ARPU）高。而以年轻用户为主的高粘性平台潜在 LTV 较高（使用时间长，变现想象空间大）。对比美国社交媒体公司估值水平，Snapchat 与 Twitter 的 DAU 规模相当，但因为使用更频繁以及用户更年轻，获得更高的估值。

表 14：海内外互联网公司比较

	用户规模		用户粘性		变现能力	
	MAU (百万)	MAU-YoY	DAU/MAU	用户单日使用时长 (分钟)	单 MAU 年化收入 (美元)	收入-YoY
爱奇艺	550	-1%	20%	73	8	2%
腾讯音乐	651	-1%	24%	29	7	15%
虎牙	164	19%	33%	80	10	34%
斗鱼	172	7%	27%	53	9	40%
微博	526	7%	41%	49	3	-4%
芒果超媒	184	54%	20%	76	12	12%
快手	485	64%	50%	87	16	48%
字节跳动	527	11%	57%	93		
腾讯控股	1207	7%	81%	83	59	28%
Facebook	2711	11%	66%		32	22%
Twitter	435	24%	41%		9	7%
Snapchat	459	19%	53%		5	46%
哔哩哔哩	186	58%	29%	84	10	77%

资料来源：各公司财报，QuestMobile，申万宏源研究

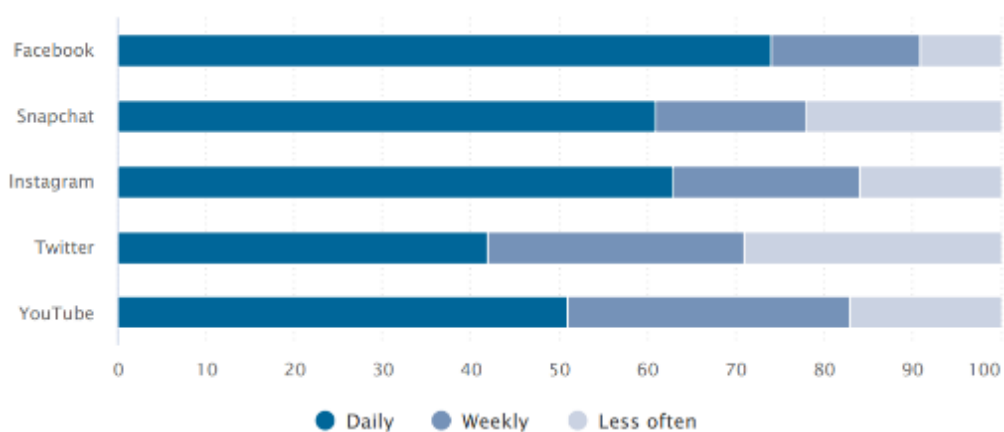
注 1：对于国内互联网公司 MAU 及收入：爱奇艺、芒果超媒、字节跳动（用户数据使用抖音）MAU 及 YoY 均采用 QM 口径 2020 年全年平均值，收入及 YoY 采用 2020 年全年值。腾讯音乐、虎牙、斗鱼、微博、腾讯控股（用户数据使用微信）MAU 及 YoY 均采用财报口径 2020 年 1-9 月平均值，收入及 YoY 采用 2020 年前三个季度累计值。哔哩哔哩、微博 MAU 及 YoY 均采用财报口径 2020 年全年平均值，收入及 YoY 采用 2020 年全年值。

注 2：对于国内互联网公司 DAU/MAU 及人均单用户时长，均使用 QM 数据 2020 年全年平均值。

注 3：对于海外互联网公司：MAU 均为 2020 年全年平均值，Facebook 采用官方口径，Twitter 和 Snapchat 均使用官方 DAU 数据倒算。DAU/MAU 均为 2020 年全年平均值，Facebook 采用官方口径 DAU/MAU 计算，Twitter 采用 1Q19 官方口径 DAU/MAU 计算（2Q19 后不再披露 MAU 数据），Snapchat 取 Facebook 和 Twitter 的平均值。

注 4：使用汇率 US\$1 = Rmb6.5

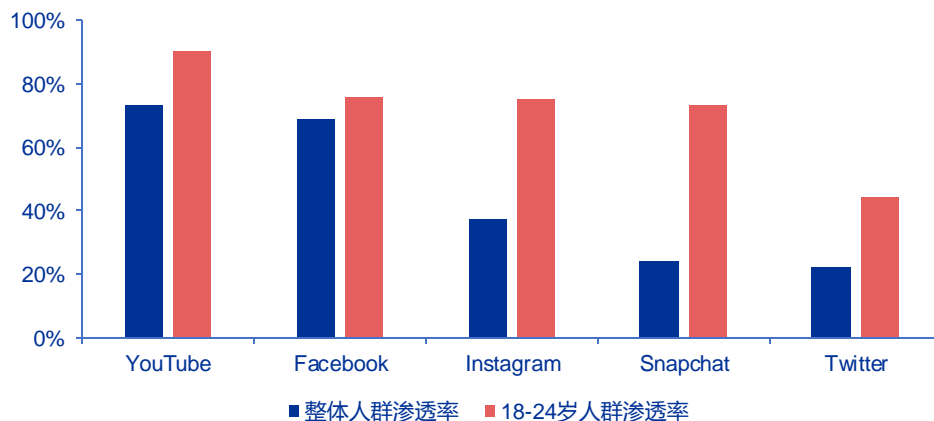
图 73：2019 年美国互联网平台用户结构-按使用频次划分（%）



资料来源：Pew Research Center，申万宏源研究

注：基于 2019 年 1 月 8 日至 2 月 7 日的调研数据

图 74：2019 年社交平台美国渗透率（%）



资料来源：Pew Research Center，申万宏源研究

纵向来看，当前 B 站单用户估值以及 PS 均处于历史中位值偏上，而公司的飞轮已经开始高速运转，未来 3 年仍将保持较高的用户增速和收入增速，高成长性亦能够支撑估值水平。

横向来看，B 站的文化社区平台价值介于泛娱乐媒体与社交媒体之间，并且用户年轻，潜在消费能力强，潜在 LTV 高，估值水平应该高于用户增速放缓或变现方式相对单一的公司：爱奇艺、腾讯音乐、虎牙、斗鱼、微博等公司。腾讯基于即时通信多变网络效应的用户护城河极为稳固，核心业务游戏变现效率高，单用户估值较高。B 站较直接的可比公司为快手（下沉用户的文化社区，用户潜在消费能力弱于 B 站但是用户规模更大）、Snapchat（美国青少年浓度高的社交媒体平台，以广告为主的变现方式相对单一但是社交媒体平台用户粘性强）。

- 单用户估值法下，给予 2021 年目标单用户估值 200 美元/MAU（Snapchat 和快手平均单 MAU 估值为 272 美元，B 站用户规模不及 Snapchat 和快手，单用户估值给予一定折扣），我们预计 4Q21B 站 MAU 达到 2.69 亿，对应 2021 年目标市值 538 亿美元。

- PS 估值法下，给予 2021 年目标 PS18x（Snapchat 和快手平均 21 年 PS 为 18x，B 站变现方式多于 Snapchat，用户潜在消费能力高于快手，商业化能力已开始体现，取两者平均值），我们预计 2021 年公司营业收入为 190.18 亿人民币，对应 2021 年目标市值 527 亿美元。

表 15：可比公司估值表（截至 2021 年 3 月 18 日收盘）

	总市值 (百万美元)	MAU (百万)	单 MAU 估值 (美元)	2021E 收入 (百万美元)	PS (2021E)
爱奇艺	20,871	550	38	5,063	4
腾讯音乐	47,843	651	73	5,483	9
虎牙直播	5,647	164	34	2,027	3
斗鱼	4,013	172	23	1,652	2
芒果超媒	16,015	184	87	2,956	5
快手	170,233	485	351	13,280	13
微博	11,957	526	23	1,899	6
腾讯控股	791,501	1,207	656	91,555	9
Facebook	793,418	2,711	293	107,887	7
Twitter	53,253	435	122	4,802	11
Snapchat	88,221	459	192	3,826	23

资料来源：Bloomberg，Wind，各公司财报，QuestMobile，申万宏源研究

注 1：各公司 MAU 为公司财报或第三方数据最新 MAU（参考表 14）

注 2：对于 2021 年收入，芒果超媒使用 Wind 一致预期，其余公司使用 Bloomberg 一致预期

综合单用户估值法及 PS 估值法，给予 B 站 2021 年目标市值 532 亿美元，相对当前市值仍有 28.49% 上升空间，维持买入评级。

风险提示

监管风险。网络直播和游戏行业迎来更严监管政策。近日广电总局发布通知要求加强网络直播秀场和电商直播管理，特别提到禁止未成年人打赏。B 站用户偏低龄化，通知将影响 B 站直播业务。游戏方面，政策方有意控制市场中游戏总量，收紧对游戏版号的审批。在监管趋严的大环境下，公司的主营业务可能承压。

市场竞争加剧风险。线上用户红利基本结束，市场进入存量竞争阶段。以抖音、快手为代表的直播短视频竞争者，和以爱奇艺、腾讯、芒果为代表的长视频竞争者，将加大对用户和流量的争夺，给公司经营带来压力。

扭亏为盈步伐放缓。公司目前处于快速扩张的阶段，正在逐步实现利润的扭亏为盈，但受市场和经营风险的影响，公司的利润增速同样存在不达预期的风险。

附表

合并利润表

人民币：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	6,778	11,999	19,018	27,090	36,648
营业成本	-5,588	-9,159	-13,830	-17,105	-22,567
毛利	1,190	2,840	5,189	9,984	14,081
其他收入	111	166	203	150	157
销售费用	-1,199	-3,492	-5,021	-6,791	-7,893
管理费用	-592	-976	-1,698	-2,303	-2,932
研发费用	-894	-1,513	-2,282	-3,115	-3,848
息税摊销折旧前利润	-1,108	-2,461	-3,610	-2,075	-435
息税前利润	-1,384	-2,975	-3,610	-2,075	-435
财务费用	116	-25	-43	29	19
税前利润	-1,268	-3,001	-3,654	-2,046	-415
所得税	-36	-53	-65	307	62
归母净利润 (Non-GAAP)	-1,067	-2,580	-3,065	-1,364	68

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

人民币：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	-1,268	-3,001	-3,654	-2,046	-415
加：折旧和摊销	1,097	1,722	1,943	3,048	4,585
财务费用	116	-25	-43	29	19
投资收益/损失	18	-39	0	0	0
营运资本变动	33	1,375	1,192	1,385	357
其他	198	722	568	610	413
经营活动所得现金净额	195	753	5	3,026	4,959
资本性支出	-1,565	-2,239	-3,349	-4,869	-6,570
其他投资活动所用现金净额	-2,393	-6,668	0	0	0
投资活动所用现金净额	-3,958	-8,907	-3,349	-4,869	-6,570
发行普通股收到的现金	5,037	8,235	2,411	2,168	1,630
借款净额	-100	-100	0	0	0
支付股利和利息	142	200	0	0	0
其他融资活动所得现金净额	0	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	5,079	8,335	2,411	2,168	1,630
汇兑影响	108	-466	0	0	0
净现金流	1,423	-285	-934	325	19

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

人民币：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,324	15,740	16,552	18,884	21,280
现金及现金等价物	6,807	9,398	8,465	8,789	8,808
贸易及其他应收款项	1,261	3,357	3,357	3,357	3,357
存货	2	3	4	5	6
其他流动资产	2,254	2,981	4,726	6,732	9,108

长期投资	1,251	2,233	2,233	2,233	2,233
物业、厂房及设备	516	762	1,002	1,200	1,280
其他资产和无形资产	3,425	5,131	6,297	7,921	9,826
总资产	15,517	23,866	26,084	30,237	34,619
流动负债	4,273	7,392	10,329	13,721	16,455
借款	0	100	100	100	100
贸易及其他应付款项	424	862	1,307	1,786	2,190
其他流动负债	3,849	6,430	8,922	11,835	14,165
长期负债	3,608	8,692	8,692	8,692	8,692
总负债	7,880	16,083	19,021	22,413	25,147
非控股权益	0	0	0	0	0
归属于公司股东权益	7,636	7,782	7,064	7,825	9,472
股本	4,055	4,055	4,055	4,055	4,055
储备和留存收益	3,581	3,727	3,008	3,769	5,416
权益总额	7,636	7,782	7,064	7,825	9,472
权益负债总额	15,517	23,866	26,084	30,237	34,619

资料来源：公司公告，申万宏源研究

重要财务指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币)					
每股收益	-3.30	-7.46	-8.05	-3.58	0.18
摊薄每股收益	-3.30	-7.46	-8.05	-3.58	0.18
每股经营活动产生的现金流	0.60	2.18	0.01	7.95	13.03
每股股息	-	-	-	-	-
每股净资产	23.63	22.50	18.56	20.56	24.89
主要经营指标 (%)					
资本回报率 (ROIC)	-18.59	-2.81	-3.43	-1.64	-0.34
净资产收益率 (ROE)	-13.97	-33.15	-43.39	-17.44	0.72
毛利率	17.56	23.67	27.28	36.86	38.42
EBITDA 利润率	-16.35	-20.51	-18.98	-7.66	-1.19
EBIT 利润率	-20.42	-24.80	-18.98	-7.66	-1.19
收入同比增速	64.16	77.03	58.50	42.44	35.28
净利润同比增速	-	-	-	55.49	1
资产负债率	50.56	68.24	73.87	74.97	73.34
净资产周转率	88.76	154.18	269.24	346.21	386.93
总资产周转率	44.58	52.04	75.25	92.06	108.40
实际税率 (%)	-2.83	-1.78	-1.78	15.00	15.00
股息率 (%)	-	-	-	-	-
估值指标 (x)					
P/E	-	-	-	-	-
P/B	35.3	34.6	38.1	34.4	28.4
EV/Sales	39.7	22.4	14.2	9.9	7.3
EV/EBITDA	-287.8	-118.9	-81.9	-180.3	-2935.2

资料来源：公司公告，申万宏源研究

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。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 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

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，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

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。本公司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：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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真实性、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。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。本公司强烈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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。