

证券研究报告 / 公司深度报告

## 内容加速破圈，优质社区属性不改

— 回顾 B 站 2020 年以来的变与不变

### 报告摘要:

**B 站的变化: 内容泛化, 品类结构由二次元向“生活区+游戏区+知识区+动画区+娱乐区”完善。**1) UGC 内容创作者变化。从 2019、2020 百大 Up 主名单和新晋 UP 主人数来看, 生活区连续两年都排榜单首位, 优质知识区也呈强劲增长态势。在“新晋/蝉联百大 UP 主”比例中, 舞蹈区、专栏区、知识区蝉联百大 UP 主占比均有大幅提升。2) PGC 供给及内容创作者变化。B 站联手优质工作室, 实现专业泛娱乐内容的持续供给。B 站通过扶持国创动画、探索网络综艺、满足用户对影视内容的需求、举办与主流文化高度重合的跨年晚会等, 不断优化内容结构, 全力进军泛娱乐视频内容产业链。

**B 站的不变: 优质社区属性不变, 社区氛围浓厚。**B 站作为用户兴趣聚集的社区, 用户相较于爱腾优等媒介没有明确内容预期, 留存、活跃度更高。相比于抖音快手等推荐式短视频平台, B 站架起内容创作者与用户的桥梁, 重视内容创作者, 以“订阅”形式尊重用户自我选择。维持社区氛围方面, B 站通过弹幕及“一键三连”等互动仪式, 凝聚用户力量, 传递用户情绪, 激起用户共鸣。基于优质社区属性带来的用户粘性, 我们预计 2025 年 B 站用户规模有望超过 4 亿。

**营收结构泛化, 广告、直播成为收入增长新引擎。**2020 年 B 站游戏收入占比由 2019 年的 53% 下降至 40%, 非游戏业务收入 (广告、电商、直播) 占比由 2019 年的 47% 增长至 60%。营收结构的优化, 体现了 B 站多业务收入增长的潜力: 1) 无贴片广告的承诺让 B 站重点发力品牌广告及 UP 主商单接洽, 其中汽车行业目标消费者与 B 站用户的高度重合, 使 B 站成为汽车新营销渠道的重要途径之一; 2) 游戏直播与非游戏直播双向发力, 卡位“直播+”新赛道。3) 自身的泛二次元生态优势将为 B 站电商业务带来收入增量。

**投资建议:** 基于公司优质泛娱乐生态, 我们预计公司 21/22/23 年收入分别为 190/276/402 亿元, Non-GAAP 归母净利润分别为 -42/-37/-12 亿元, 对应 Non-GAAP 每 ADS 收益为 -11.2/-9.6/-3.1 元。参考 DCF 估值, 给予目标价 121.3 美元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 主营业务增长不及预期; 行业竞争加剧; 行业监管变化

财务摘要 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,778	11,999	19,026	27,605	40,227
(+/-)%	64%	77%	59%	45%	46%
归属母公司净利润	-1,289	-3,012	-4,952	-4,550	-2,433
(+/-)%	109%	134%	64%	-8%	-47%
毛利率	18%	24%	24%	28%	31%
Non-GAAP 归母净利润	-1,067	-2,580	-4,244	-3,651	-1,184
Non-GAAP 归母净利润率	-16%	-22%	-22%	-13%	-3%
Non-GAAP 净资产收益率	-14%	-33%	-53%	-43%	-13%
Non-GAAP EPS (元)	-3.3	-7.3	-11.2	-9.6	-3.1
每 ADS 经营现金流 (元)	0.6	2.1	-4.9	-2.7	8.3

买入

上次评级: 买入

### 股票数据

2021/03/30

6 个月目标价 (美元)	121.3
收盘价 (美元)	105.1
12 个月股价区间 (美元)	23.0-156.4
总市值 (亿美元)	400
总股本 (亿)	3.81
A 股 (亿股)	0
ADS (亿)	3.81
日均成交量 (千股)	592.6

### 历史收益率曲线



### 相关报告

《哔哩哔哩 (BILI.O) 季报点评: 破圈成果斐然, 商业化能力持续兑现》

20201120

《哔哩哔哩 (BILI.O) 中报点评: 收入转化亮眼, 下半年用户高增长可期》

20200902

《哔哩哔哩 (BILI.O): 深耕内容, 强生态力量助力腾飞》

20200722

### 证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007  
(021)20361162 liulix@nesc.cn

### 研究助理: 周路昀

执业证书编号: S0550120040019  
13062763086 zhoulu@nesc.cn

## 目 录

1.	哔哩哔哩复盘：尝试、探索并取得突破，B 站一直在路上.....	4
2.	哔哩哔哩的变化：内容加速破圈 .....	5
2.1.	内容端变化：UP 主结构变化反映 UGC 内容品类泛化、PGC 全面布局志在丰富生态 ..	5
2.1.1.	内容供给变化：UGC 内容破圈，PGC 向影视综积极探索 .....	5
2.1.2.	内容创作变化：UP 主群体拓展，联手外部工作室贡献优质 PGC 内容 .....	14
2.1.2.1.	UGC 供给：各区创作者竞争激烈，优质生活区 UP 主居多 .....	14
2.1.2.2.	PGC 供给：联手优质工作室，打造泛娱乐视频全产业链融合 .....	16
2.2.	商业化变化：收入来源泛化，游戏收入占比大幅降低 .....	18
2.2.1.	VAS：英雄联盟独播带来用户新增量，社区生态吸引会员留存 .....	18
2.2.2.	广告：花火平台设立，代理商增加提升对接效率 .....	20
3.	哔哩哔哩的不变：社区氛围浓厚 .....	22
3.1.	相较于媒体端，社区拥有更高的 UGC 渗透率和用户互动频率 .....	23
3.2.	“弹幕+一键三连+拜年祭”等互动仪式频繁，B 站优质社区氛围得以保持 .....	25
3.3.	用户群体向 35+拓展，2025 年 B 站用户规模有望超过 4 亿 .....	27
4.	收入结构泛化，广告、直播和电商将成为收入增长新引擎 .....	28
4.1.	广告：依赖用户数、品牌形象的螺旋提升 .....	28
4.1.1.	商业模式：无片头广告，B 站重在品牌广告 .....	28
4.1.2.	商业路径：匹配核心用户结构，紧抓汽车营销等行业红利 .....	28
4.2.	直播：重金投入游戏直播效果显著，非游戏直播潜力无限 .....	30
4.3.	电商：盲盒手办热卖，生态优势是核心驱动力 .....	32
5.	投资建议：给予目标价 121.3 美元，维持“买入”评级 .....	33

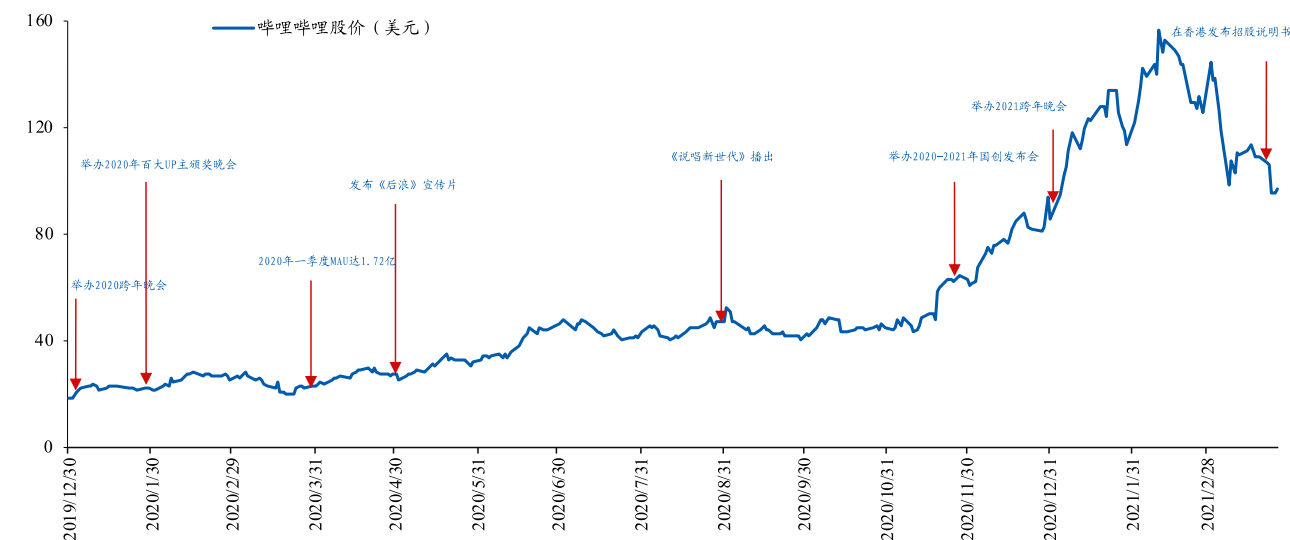
## 图表目录

图 1：哔哩哔哩股价图 .....	4
图 2：《后浪》、《入海》、《喜相逢》宣传片三部曲 .....	5
图 3：B 站内容结构 .....	6
图 4：B 站游戏区、生活区投稿量与播放量情况 .....	6
图 5：B 站 UP 主结构 .....	6
图 6：中国泛二次元用户规模情况 .....	7
图 7：中国在线动画市场规模情况 .....	7
图 8：哔哩哔哩 2020 年爆款国创动画 .....	7
图 9：哔哩哔哩 2020-2021 国创发布会公布作品 .....	8
图 10：Top20 电影总票房中动画电影的占比情况 .....	8
图 11：2015-2019 年中国卫视综艺和网络综艺数量 .....	9
图 12：2014-2023 年中国网络综艺节目市场规模 .....	9
图 13：2020 年华语音乐用户对华语音乐综艺题材偏好情况 .....	10

图 14: 国内主要说唱类综艺一览 .....	10
图 15: B 站《夺冠》电影观看页面 .....	11
图 16: 2019 年、2020 年“百大”Up 主分区人数对比 .....	14
图 17: 2019 年“百大”蝉联与新晋 UP 主人人数 .....	15
图 18: 2020 年“百大”蝉联与新晋 UP 主人人数 .....	15
图 19: 2019 年新晋/蝉联 UP 主占比 .....	16
图 20: 2020 年新晋/蝉联 UP 主占比 .....	16
图 21: 2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩 VAS 收入情况 .....	19
图 22: 2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩月均活跃 Up 主 (万) .....	20
图 23: 2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩月均视频投稿量 (万) .....	20
图 24: 2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩会员渗透率 .....	20
图 25: 2019Q2-2020Q4 哔哩哔哩用户日均使用时长 (分钟) .....	20
图 26: 主要社交/社区型 APP 发展历程 .....	23
图 27: 典型社交、社区、媒体型 App 区分 .....	23
图 28: 冷、热媒介概念区分 .....	24
图 29: B 站与主要长视频网站区分 .....	24
图 30: 互动链式理论 .....	25
图 31: 国内典型社区 Slogan 比较 .....	26
图 32: Arousal Valence 情感空间 .....	26
图 33: 2017 年-2020 年哔哩哔哩年度弹幕情况 .....	26
图 34: 哔哩哔哩用户年龄结构情况 .....	27
图 35: 移动互联网用户年龄结构情况 .....	27
图 36: 互联网网民年龄结构情况 .....	28
图 37: 互联网网民规模情况 .....	28
图 38: B 站、抖音、快手 DAU/MAU (百万) 情况 .....	28
图 39: 抖音、快手人均单日使用时长 (分钟) .....	28
图 40: 2020 年汽车月度销量变化情况 .....	29
图 41: 2016-2022E 汽车广告互联网渠道投放金额占比情况 .....	30
图 42: 2017-2020 年视频平台汽车广告投放占总互联网渠道金额分布情况 .....	30
图 43: 2020 年 Q3 哔哩哔哩汽车相关 tag 播放情况 .....	30
图 44: 2016 年-2022 年中国游戏直播用户市场规模 .....	31
图 45: 2019Q1-2020Q4 斗鱼虎牙 MAU (百万) .....	31
图 46: 2020Q4B 站增值业务、斗鱼、虎牙收入对比 .....	31
图 47: 2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩增值业务收入情况 .....	31
图 48: B 站视频时长分布 .....	32
图 49: 2015-2024 年中国盲盒行业市场规模 .....	33
图 50: 2014-2023 年中国手办行业市场规模预测 .....	33
表 1: 哔哩哔哩 2019、2020 年跨年晚会节目单 .....	12
表 2: 哔哩哔哩 2020 年投资情况 .....	17
表 3: 花火商单流程 .....	21

## 1. 哔哩哔哩复盘：尝试、探索并取得突破，B 站一直在路上

图 1：哔哩哔哩股价图



数据来源：Wind，东北证券海外组绘制

**2020 年 1 月-4 月：牵手 QQ 音乐和索尼，音频、动漫、游戏领域再添筹码。**1 月 2 日，B 站与 QQ 音乐联合宣布达成深度战略合作，将在音乐人扶持、优质音乐推广以及资源共享方面为音乐人开启双平台直通车，共同扶持优质音乐人及音乐作品。此次深度合作将为 B 站上优秀的音乐人提供更多的机会助力其成长。4 月，B 站与索尼音乐达成战略合作，用户可以在 B 站观看索尼音乐旗下曲库 MV。此外哔哩哔哩宣布获得索尼 4 亿美元的战略投资，双方将在多个领域展开合作，尤其是动画和移动游戏领域，旨在为用户提供更优质的内容与服务体验。

**2020 年 5 月-8 月：《后浪》爆火助力出圈，PGC 内容重点布局。**5 月，B 站先后上线《后浪》、《入海》、《喜相逢》宣传片三部曲，其中《后浪》大力推动用户破圈，使哔哩哔哩品牌形象深入年龄层更宽泛的用户群体。7 月，B 站营销官网正式上线，商业化进程提速。同月，B 站发布花火计划，基于平台大数据为 up 主提供系统报价参考、订单流程管理、平台安全结算等服务。PGC 内容方面，B 站重点发力影视综：7 月中旬，B 站出品首档说唱音乐类综艺节目《说唱新世代》，基于年轻用户喜欢的综艺 PGC 内容进一步拓宽 B 站内容生态。8 月，B 站宣布以 5.13 亿港元战略投资欢喜传媒，达成合作后 B 站将获得欢喜传媒旗下既有影视作品及新作的独家外部播放权。B 站全资子公司还与欢喜传媒全资子公司签署 5 年合作协议，将在电影、电视剧领域寻求更多合作机会。同月，哔哩哔哩与拳头游戏宣布达成英雄联盟全球赛事战略合作，B 站正式获得中国大陆地区 2020-2022 连续三年的全球赛事独家直播版权，B 站游戏直播再添优质内容。2020 年 8 月中旬，B 站发布 B Brand 新品牌成长计划，通过数据和营销赋能，帮助有趣、有潜力的品牌在 B 站成长。

**2020 年 9 月-今：英雄联盟总决赛独播沉淀核心电竞用户，B 站正式在港交所挂牌上市。**10 月 31 日，2020 英雄联盟全球总决赛落下帷幕，截至决赛当晚，B 站 S10 整体赛事的直播观看人次同比 S9 提升超 300%，B 站已成为用户观看电竞体育赛



事直播首选平台。11月21日，B站举办2020年-2021年国创发布会，宣布推出33部动画作品新内容，继续深耕国产动漫内容创作。11月25日，B站成为第33届金鸡奖全程战略合作伙伴，并宣布与坏猴子影业达成深度合作。11月27日，重磅电影《夺冠》在B站独家上线，B站逐渐探索院线电影线上化渠道。12月10日，B站企业号平台上线，旨在助力企业用户更好地在B站简历和经营自己的“品牌阵地”。12月31日，Bilibili与央视频联合举行《2020最美的夜 Bilibili晚会》，在B站和央视频同步播出，播放量高达1.5亿次。1月11日，B站公布2020年百大Up主名单表彰优秀的内容创作者。2021年3月29日，B站正式在港交所挂牌上市，股票代码为“9626.HK”。

## 2. 哔哩哔哩的变化：内容加速破圈

### 2.1. 内容端变化：UP主结构变化反映UGC内容品类泛化、PGC全面布局志在丰富生态

#### 2.1.1. 内容供给变化：UGC内容破圈，PGC向影视综积极探索

**UGC内容：《后浪》破圈，品牌形象及用户群体进一步泛化。**纵观2020年，B站UGC重要出圈内容之一便是五四青年节前夕上线的《后浪》宣传片。《后浪》的播出不仅获得了年轻群体的广泛关注，也获得了成熟年龄用户群体的积极转发点赞，“后浪”成为热词：截至2020年5月28日21点，《后浪》在B站达到了2562.2万播放量，27.3万弹幕，156.9万点赞，102.9万转发。之后，B站又相继推出了描述成年群体的宣传片《入海》以及描述老年群体的宣传片《喜相逢》。通过以《后浪》为代表的三部宣传片，实现了B站在年龄阶层上的“破圈”--B站不再仅是年轻群体的聚集地，成熟年龄用户群体亦能在B站上找到共鸣，三部曲成功实现了B站用户边界的扩展。

图 2：《后浪》、《入海》、《喜相逢》宣传片三部曲



bilibili献给新一代的演讲  
《后浪》

▶ 3099.3万 ● 2020-05-03

👤 哔哩哔哩弹幕网



《入海》bilibili X 毛不易 |  
跃入人海，各有风雨灿烂

▶ 1467.6万 ● 2020-05-20

👤 哔哩哔哩弹幕网



B站11周年特映《喜相逢》 |  
我们满心欢喜相逢在B站

▶ 1007.7万 ● 2020-06-26

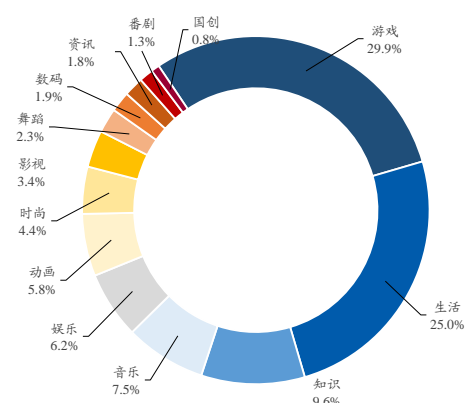
👤 哔哩哔哩弹幕网

数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

**ACG 主流地位让位生活区，内容品类泛化。**从内容结构来看，B站正从原来的以ACG垂直内容为主流逐渐向更大众化、多元化、主流化的内容转变。根据中国报告网数据显示，在B站所有分区的投稿量中，ACG内容垂类下游戏区排名第一，占比

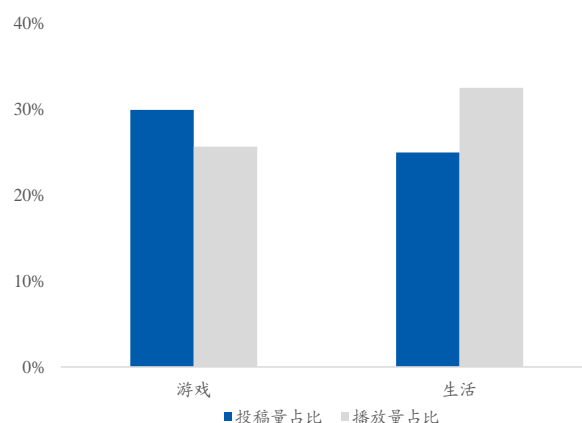
达 29.9%，但动画区与番剧区仅分别占 5.8%与 1.3%，而其他更加多元化的分区投稿量占比正逐渐扩大，其中生活区占比达 25.0%，排名仅次于游戏区，知识区（9.6%），音乐区（7.5%），娱乐区（6.2%）分别位列第 3-5 名，超过 ACG 垂类中排名第二的动画区。特别的是，具有显著大众化及多元化属性的生活区成为了 B 站 ACG 主流地位的继任者。虽然从投稿数量来看，游戏区贡献了最多稿件，占比领先生活区 5.0%，但从播放量来看，生活区已是最大的一级分区：根据浑水数据显示，生活区的播放量占比达 32.5%，领先于游戏区的 25.7%。生活区相对较少的投稿量带来更多的播放量，彰显生活区相较于游戏区优质内容的吸引力以及受众的广泛性。

图 3：B 站内容结构



数据来源：浑水，东北证券

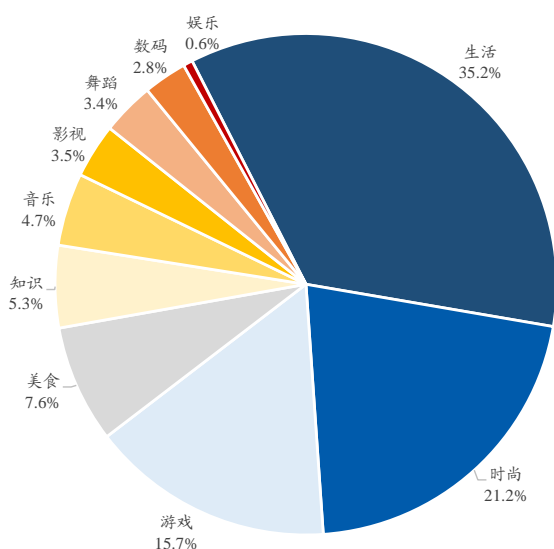
图 4：B 站游戏区、生活区投稿量与播放量情况



数据来源：浑水，东北证券

B 站的视频内容来自 UP 主的投稿，故 UP 主的构成结构本质上也折射出了内容题材的变化。根据浑水数据显示，B 站生活区的 UP 主占比达 35.2%，排名第一，而具有高商业价值的时尚区的 UP 主占比也达 21.2%，均超过游戏区（15.7%）。

图 5：B 站 UP 主结构

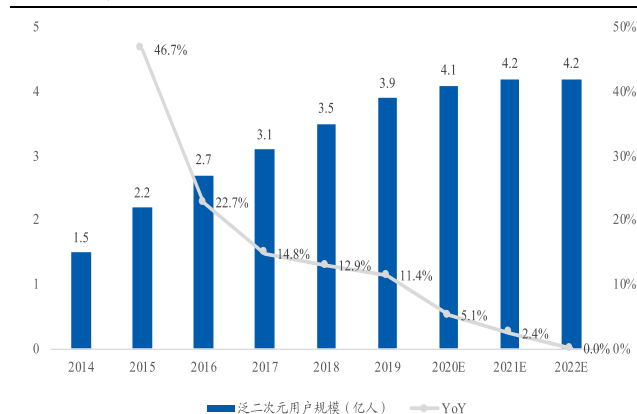


数据来源：浑水，东北证券

## PGC 内容：重点发力国创内容，影视综探索不止

**1) 国创：**根据艾瑞咨询数据显示，得益于国内外优质动漫作品的涌现以及在线动漫平台的兴起，2020 年我国泛二次元用户规模将超过 4 亿，年增长率将为 5.1%，在线动画市场规模将超过 200 亿元。作为二次元用户最大聚集地，B 站一直专注于为用户提供更优质的动画内容，除了 B 站传统优势内容番剧外，国创内容成为 B 站近年来重点发力的防线：据国创发布会透露，2020 年 B 站共上线了 106 部动画作品，用户观看时长整体增长 98%。其中涌现了许多爆款动画作品--由绘梦动画工作室（上海绘界文化传播有限公司）制作的动画《仙王的日常生活》上线 29 天播放量破亿，追番人次突破 600 亿，以 3.9 亿次（截至 3 月 27 日）的播放量打破了 B 站番剧与国创播放记录；由中影年年（北京）文化传媒有限公司制作的动画《元龙》打破 B 站 3D 动画最快破亿纪录；由绘梦动画工作室（上海绘界文化传播有限公司）制作的动画《天官赐福》打破 B 站国创单集最快破千万纪录；由艺画开天动画工作室制作的动画《灵笼》突破原创 IP 情节潜力，豆瓣评分高达 8.2 分。

图 6：中国泛二次元用户规模情况



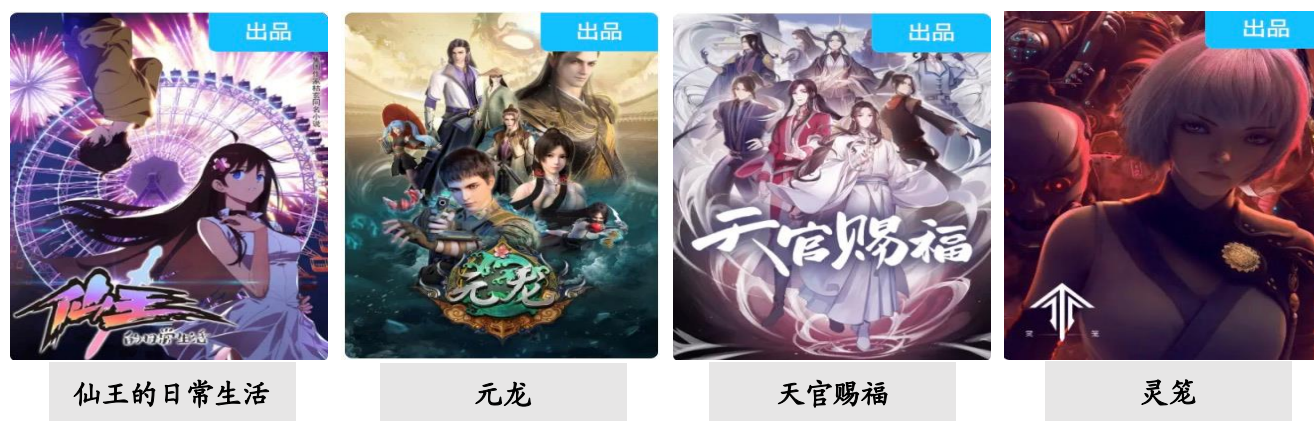
数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 7：中国在线动画市场规模情况



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 8：哔哩哔哩 2020 年爆款国创动画



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

爆款内容的持续供给亦为 B 站国创区 MAU 带来大幅用户增量：相比 2019 年 B 站国创区 MAU 首次超过番剧区，据国创发布会披露，2020 年国创区 MAU 大幅领先于番剧区。在 2020-2021 年国创发布会上，B 站宣布推出 33 部动画作品新内容，包括 8 部续作、11 部改编作品、14 部原创作品，其中改编作品中还包含了重磅 IP 内



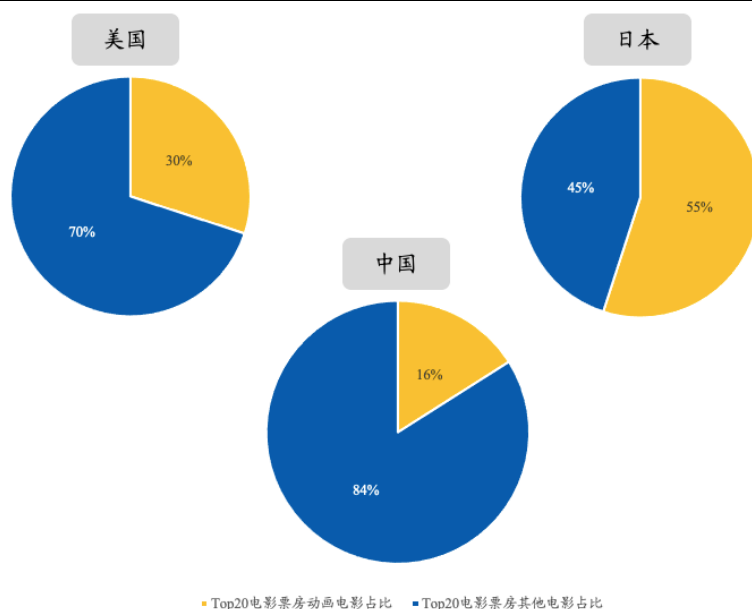
容，如改编自马伯庸同名小说的 3D 动画《长安十二时辰之白夜行者》，陈思成执导的系列电影《唐人街探案》的动画开发等。除了公布各类国创新番，2020-2021 年国创发布会上 B 站重点介绍了《龙心少女》《百妖谱》《烈山氏》《哪吒重生》。四部动画电影作品。目前，在我国 TOP20 电影总票房中动画电影票房仅占 16%，远低于在日本的占比 55%、美国的占比 30%。B 站以“2024 年动画电影占比 TOP20 电影总票房达到 30%”为目标，与生态伙伴一起发力动画电影布局。B 站既扶持年轻创作者推出动画电影《龙心少女》、《烈山氏》，也与拥有电影梦想的专业机构合作，共同打造追光动画《哪吒重生》，还有以自有 IP 改编的动画电影《百妖谱》。B 站希望推动国创动画电影成为中国电影的第一品类。

图 9：哔哩哔哩 2020-2021 国创发布会公布作品



数据来源：哔哩哔哩国创发布会，东北证券

图 10：Top20 电影总票房中动画电影的占比情况

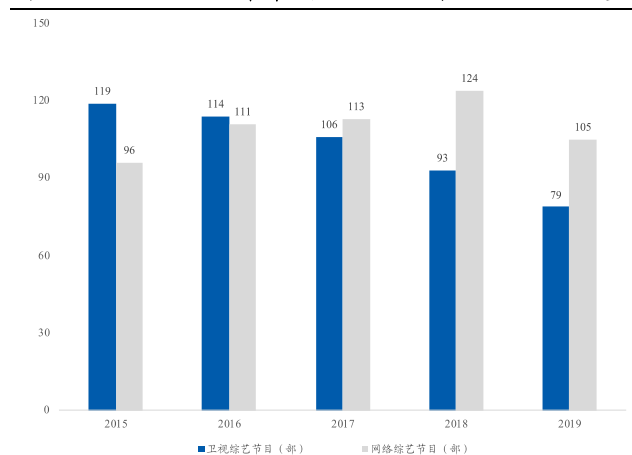


数据来源：哔哩哔哩国创发布会，东北证券



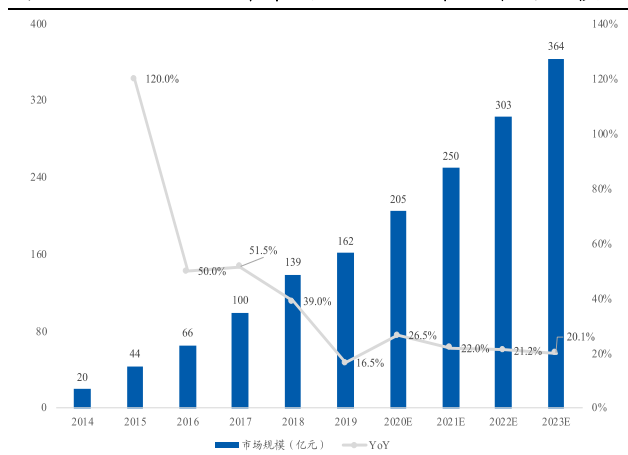
2) 综艺：网综发展进入快车道，《说唱新世代》成为 B 站里程碑式探索。据中国报告网数据显示，我国网络综艺行业发展在 2017 年转入快车道，网络综艺节目数量反超卫视综艺数目，2018 年网络综艺节目数量更是达到 124 部，超卫视综艺节目 31 部，2019 年网络综艺节目数量为 105 部，超卫视综艺节目 26 部。除了节目出品数量，我国网络综艺市场规模亦呈现强劲增长态势：2019 年我国网络综艺节目市场规模为 162 亿元，YoY+17%，预计到 2020 年，我国网络综艺市场规模将突破 200 亿元且 2023 年将增至 364 亿元。除了长视频平台腾讯视频、爱奇艺和优酷，作为主流在线视频网站之一的 B 站也开始逐步切入网络综艺市场：2016 年 B 站出品讲故事竞技类综艺《故事王》，播放量超过 4000 万；2019 年 B 站上线自制短视频综艺《哔计划》，播放量超过 9000 万。2020 年 B 站上线自制说唱类综艺《说唱新世代》并受到了广泛关注，《说唱新世代》总播放量突破 5 亿，截至收官豆瓣评分达 9.1 分，成为目前最高分音乐综艺。

图 11：2015-2019 年中国卫视综艺和网络综艺数量



数据来源：中国报告网，东北证券

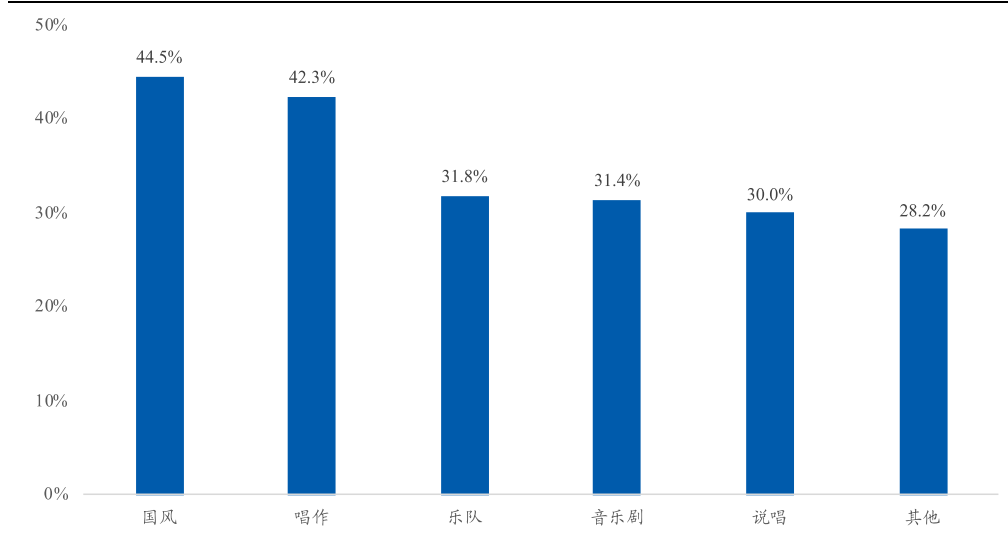
图 12：2014-2023 年中国网络综艺节目市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

B 站此次出品说唱类综艺收获取得里程碑式成绩首先得益于我国说唱类综艺市场处于起步阶段仍有较大需求量：根据艾媒咨询数据显示，2020 年我国偏好说唱音乐题材综艺的华语音乐用户占比达 30%，位列第五。同时，目前国内市场上说唱类综艺节目竞品总体较少，仅爱奇艺《中国新说唱 2020》、湖南卫视《说唱听我的》获得观众认可。

图 13：2020 年华语音乐用户对华语音乐综艺题材偏好情况



数据来源：艾媒咨询，东北证券

图 14：国内主要说唱类综艺一览



数据来源：公开资料整理，东北证券

与哔哩哔哩核心用户群体契合是哔哩哔哩选择说唱类网综作为音乐综艺切入点的重要原因：根据哔哩哔哩官网数据，18-35 岁的年轻用户占总用户数 78%，并且用户的主要特征是有较强的自我表达意识。与此同时，年轻一代群体也非常青睐说唱这类门槛低且可以自我表达的音乐形式。哔哩哔哩自制与核心用户画像高度重合的说唱类网综有助于完善 B 站内容生态构建，实现核心流量池沉淀。

**3) 影视：首次独播院线大片《夺冠》，B 站影视布局在拓展。**除了国创及综艺内容，B 站从未停止对影视内容布局的探索：自 2019 年起，B 站先后购买了《哈利波特》（2019 年）、《指环王》（2020 年）、《霍比特人》（2020 年）等电影版权。优质影视内容的补足是 B 站丰富内容生态不可或缺的一环：相比于长视频平台，B 站早期内容生态缺乏电影电视剧内容供给，增加影视内容布局将进一步培育用户心智，满足用户全方面的视频观看需求。

更重要的是，更多优质独播 OGC 内容的引入下将反哺 B 站核心 UGC 内容，打开优质内容二创空间；同时 B 站独有的高粘性 UGC 生态能带给独播 OGC 更多潜在用户。在《夺冠》上线之前，B 站积极推动中国女排相关 UGC 创作：据公开资料统计，在 11 月 27 日《夺冠》上线 B 站前，用户发布的关于《夺冠》的相关视频，已接近 1000 个。获得独播版权将给予 B 站 UGC 内容更大的二创自由，规避版权争议纠纷。相比于电影院以及传统长视频平台，“观影+弹幕”体验是 B 站为用户带来的独特观影方式，通过弹幕将屏幕前用户跨越时间、空间限制连接起来。用户通过在 B 站《夺冠》电影中发送“中国队胜利啦!!!”、“女排精神，牛牛牛”等弹幕，传递用户体验，凝聚爱国感情，提高用户参与度和积极性。同时，高重复性的弹幕也说明用户的情绪有较大的重合性，用户在他人情绪渲染下表达想法和感受，进一步升级用户体验。

图 15: B 站《夺冠》电影观看页面



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

**跨年晚会：首次举办好评如潮，二次举办延续辉煌。**作为首次意义上的“破圈”，B 站举办的《Bilibili 晚会：二零一九最美的夜》将二次元文化与大众主流文化高度融合，受到平台用户一致好评：1）在内容选材上，晚会既包含动画《我为歌狂》、漫画《镇魂街》等二次元文化的推广，又包含院线电影《流浪地球》、经典歌曲《茉莉花》等主流文化的演绎；2）在嘉宾邀请上，B 站充分发挥差异化优势，邀请众多 B 站 up 主们登台献唱，例如知名音乐 up 主肥皂菌、团子子、冯提莫等。同时，B 站亦邀请了许多知名歌手，如周深、邓紫棋等，将差异化特色与主流流行趋势相结合满足泛用户需求。首届跨年晚会的策划与 B 站背后的生态发展逻辑不谋而合，皆立足二次元文化并探索式丰富内容种类，催生泛二次元的、更主流的流行文化：据官方数据显示，该场晚会达到了 1.1 亿的播放量，豆瓣评分高达 9.2 分。借助大数据唤起用户“共情”，在小众文化与大众文化间寻找平衡以实现不同文化圈层、不同年龄段人群的用户覆盖是 B 站晚会大获成功的关键所在。

2020 年第二届 B 站跨年晚会仍旧延续 2019 年晚会的总体基调：做年轻人喜爱的晚会。内容方面，继续推出小众文化与大众文化相融合的节目：毛不易演唱 B 站 up 主



ilem 作词作曲的歌曲《得过且过的勇者》，韩红演唱电音歌曲《REAL》，周深演唱《姜子牙》片尾曲《请笃信一个梦》等。该场晚会直播人气峰值突破 2.5 亿，回放播放量破 1.4 亿，互动弹幕高达 109 万，再度延续了首届晚会的辉煌记录。

表 1：哔哩哔哩 2019、2020 年跨年晚会节目单

品类	年份	名称	表演者	类型
游戏类	2019 年	《欢迎回到艾泽拉斯》	O-DOG 舞团	《魔兽世界》舞蹈秀
		《哪吒》、《华夏》	GAI 周延	《魔兽世界》舞蹈秀
		《生活因你而火热》、《我们的时代》	新裤子乐队	《魔兽世界》舞蹈秀
		《空心》、《佛系少女》	冯提莫	《魔兽世界》舞蹈秀
		《涅槃》	Chrissy Costanza	《英雄联盟》2019S 赛主题曲
	2020 年	《Manta》、《Warriors 战士》	刘伯辛	《英雄联盟》2020S 赛主题曲
动画类	2019 年	《Jump UP High!》	陈乐一、大琴 KoTo 等	动漫组曲
		《有梦好甜蜜》、《我的舞台》	胡彦斌	《我为歌狂》主题曲、插曲
		《永远同在》	周深	《千与千寻》主题曲
		《能解答一切的答案》	周深	《妙先生》片尾曲
	2020 年	《夜航星》	洛天依	《我的三体之章北海传》片尾曲
		《残酷天使的行动纲领》	陈乐一	《新世纪福音战士》主题曲
		《守护温柔》、《鸟之诗》、《God Knows...》、《优しさの理由》、	茶理理子、祈 Inory、我是瞳瞳啊、	《AIR》主题曲、《凉宫春日的忧郁》插曲、《冰菓》、《紫罗兰永恒花园》片头曲
		《Sincerely》	呦猫 UNEKO	永恒花园》片头曲
		《少女光波 Biu》、《チカつとチカ千花》、《Lost Princess》	AKB48TeamSH MyStic AcumRevolution 现革	《辉夜大小姐想让我告白》、《公主连结 Re: Dive》
			方颂评、肥皂菌、陆二胡、孟 6 晓洁 Jac、墨韵 Moyun、团团子、小时姑娘、易言、紫颜-小仙紫	国风组曲
电影类	2019 年	《去流浪》、《女流》	周笔畅	《流浪地球》电影推广曲
		《海德薇变奏曲》	理查德·克莱德曼	《哈利·波特》主题曲
	2020 年	《See you again》	Miumiu	《速度与激情 7》主题曲
		《请记住我》、《得过且过的勇者》	毛不易	《寻梦环游记》主题曲
		《May It Be》	张碧晨	《指环王 1:魔戒再现》主题曲
		《请笃信一个梦》、《This is Me》	周深	《姜子牙》片尾曲、《马戏之王》主题曲
电视剧类	2019 年	《漫威英雄永不落幕》	郎朗	漫威英雄主题曲演奏
		Game of Thrones Main Titles	2Cellos	《权力的游戏》主题曲
	2020 年	《The Four Seasons: Summer》	2Cellos	大提琴曲
		《风犬少年的天空》	彭昱畅、张婧仪等	
		《仙剑奇侠传》、《蝶恋》、《杀破狼》、《御剑江湖》、《此生不换》	陈依妙、打手卓卓、卓、国风喵喵咪、黄雅莉、青鸟飞鱼等	《仙剑奇侠传》配乐
		《港意浓》、《分分钟需要你》、《爱不疚》、《I'll Always Be Yours》	陈百祥、汪明荃、黎诺懿、周柏豪、菊梓乔、萧正楠	《塘心风暴之家好月圆》插曲、片尾曲、《师奶 MADAM》主题曲



		《西游·问心》	黄潇	《西游记》主题曲舞蹈
漫画类	2019 年	《不愿回头》	南征北战 NZBZ	《镇魂街》主题曲
		《骄傲的少年》	南征北战 NZBZ	《那年那兔那些事儿 2》片尾曲
记录片类	2019 年	《如去年一样伤悲》	旧北乐队	《人生一串》片尾曲
		《派对动物+离开地球表面》	五月天	歌曲
音乐类	2019 年	《倔强》	五月天	歌曲
		《干杯》	五月天	歌曲
		《大碗宽面》、《贰叁》	吴亦凡	歌曲
		《光年之外》、《句号》	邓紫棋	歌曲
		《茉莉花》	洛天依、方锦龙	歌曲
		《韵·界》	方锦龙、赵兆、百人管弦电声乐团	歌曲
		《大汎歌》、《青山白云》	戴荃	歌曲
		《Let's Disco》	张蔷	歌曲
		《中国军魂》等	张光北、军星爱乐合唱团	歌曲
		《战歌起》	团	开场秀
	2020 年	《黄种人》、《感应》	谢霆锋	歌曲
		《自己》	冯提莫	歌曲
		《追梦赤子心》、《Young for You》	GALA	歌曲
		《蒸汽 Ber》、《风月》、《Sunny》、《酒醉的蝴蝶》	黄龄	歌曲
		《阿珍爱上了阿强》、《世界的理想》	五条人	歌曲
		《相见在武汉》	陈文非	歌曲
		《站起来》	上海彩虹室内合唱团	歌曲
		《今天要做元气 er》	腾格尔、W8VES Subs	歌曲
		《万物生》	张毅成、W8VES 斯威特、石玺彤	歌曲
		《imperfection》	吴彤、赵兆、百人管弦电声乐团	乐团演奏
戏曲类	2020 年	《OAOA》、《知足》、《干杯》	W8VES 阿达娃、于贞等	RAP
		《泡沫》、《差不多姑娘》	五月天	歌曲
		《祖国不会忘记》	邓紫棋	歌曲
		《REAL》	韩红、清华大学学生国旗仪仗队	歌曲
		《飞了》、《假行僧》	XXXL	RAP
		《美的智慧三千问》	崔健	歌曲
			侯乐平、葛平	
		《惊·鸿》	裘继戎	戏曲

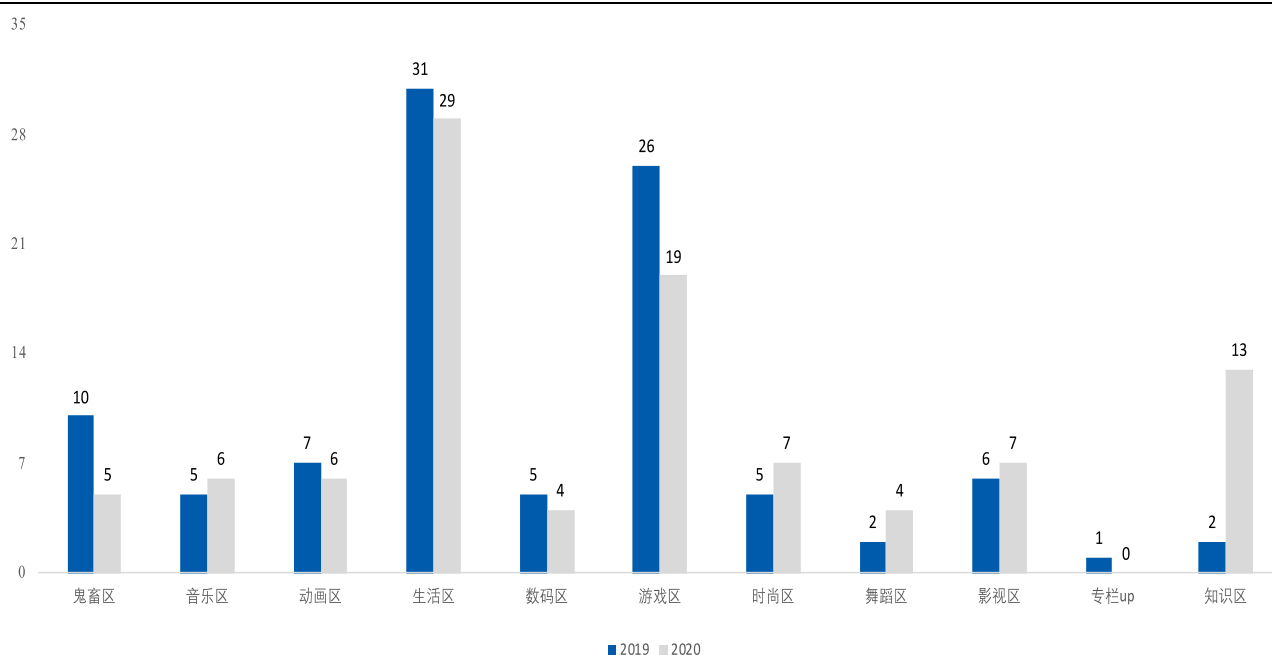
数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

2.1.2. 内容创作变化：UP 主群体拓展，联手外部工作室贡献优质 PGC 内容

2.1.2.1. UGC 供给：各区创作者竞争激烈，优质生活区 UP 主居多

参考 2019 年、2020 年“百大”UP 主名单，UP 主分区变化显现出与 B 站内容题材变化一致的趋势。从内容创作者结构变化来看，B 站开始摆脱重“二次元”的内容属性，逐步融入主流内容。从百大 up 主名单来看，知识区与生活区是人数排名最靠前的两大分区，2019 年生活区、游戏区百大 UP 主人数分别达 31 人、26 人，2020 年两区百大 UP 主人数再达 29 人、19 人；优质知识区 UP 主数量呈强劲增长态势：2020 年知识区百大 UP 主人数达 13 人。

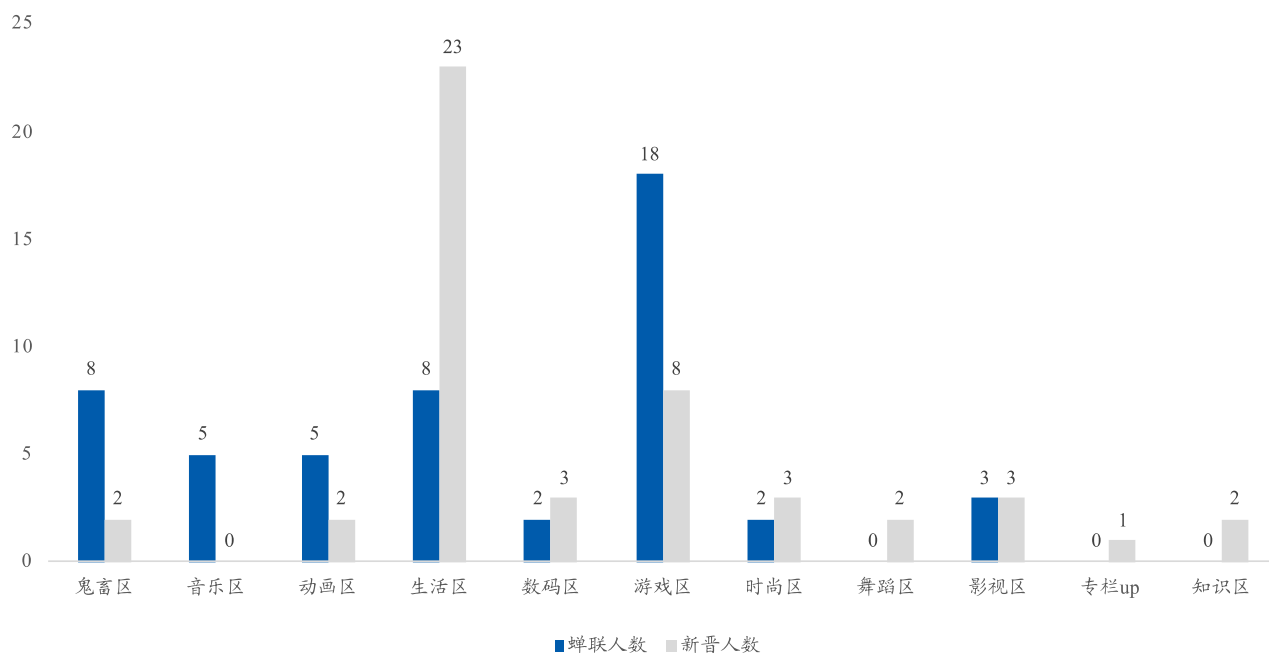
图 16：2019 年、2020 年“百大”Up 主分区人数对比



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

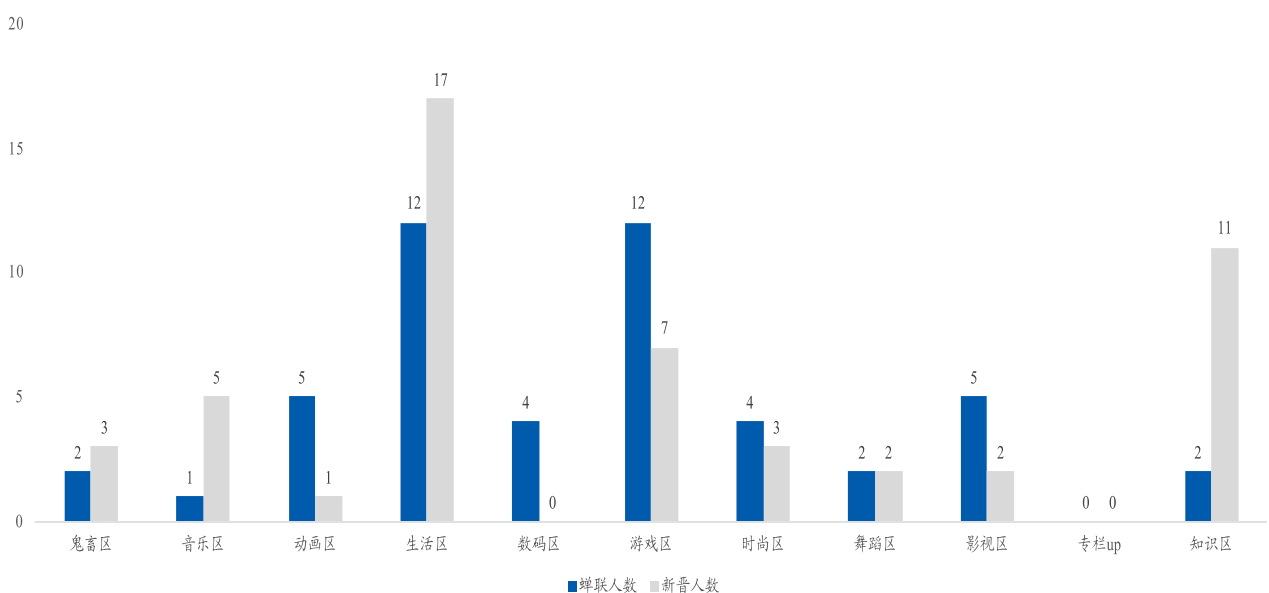
从新晋 UP 主人数来看，生活区新晋 up 主人数连续两年排名首位，2019 年、2020 年新晋 UP 主分别达 23 人、17 人，分区内呈现激烈的竞争格局；游戏区亦呈现强劲的竞争态势，连续两年新晋多位百大 UP 主；知识区增长势如破竹，2020 年新晋百大 UP 人数达 11 人。

图 17: 2019 年“百大”蝉联与新晋 UP 主人数



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

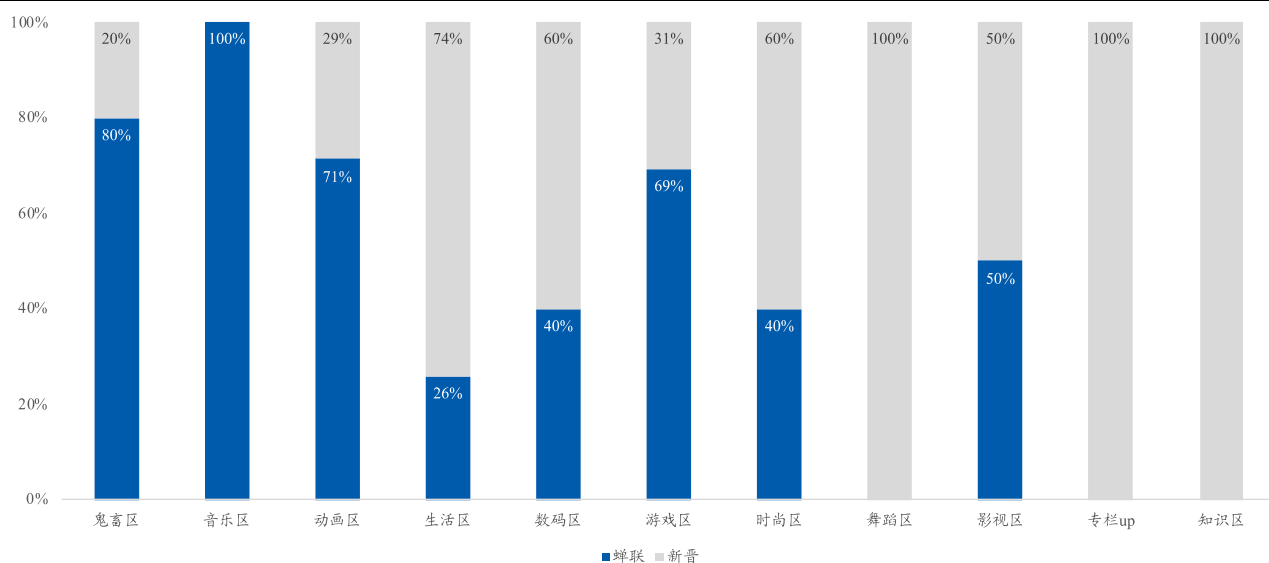
图 18: 2020 年“百大”蝉联与新晋 UP 主人数



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

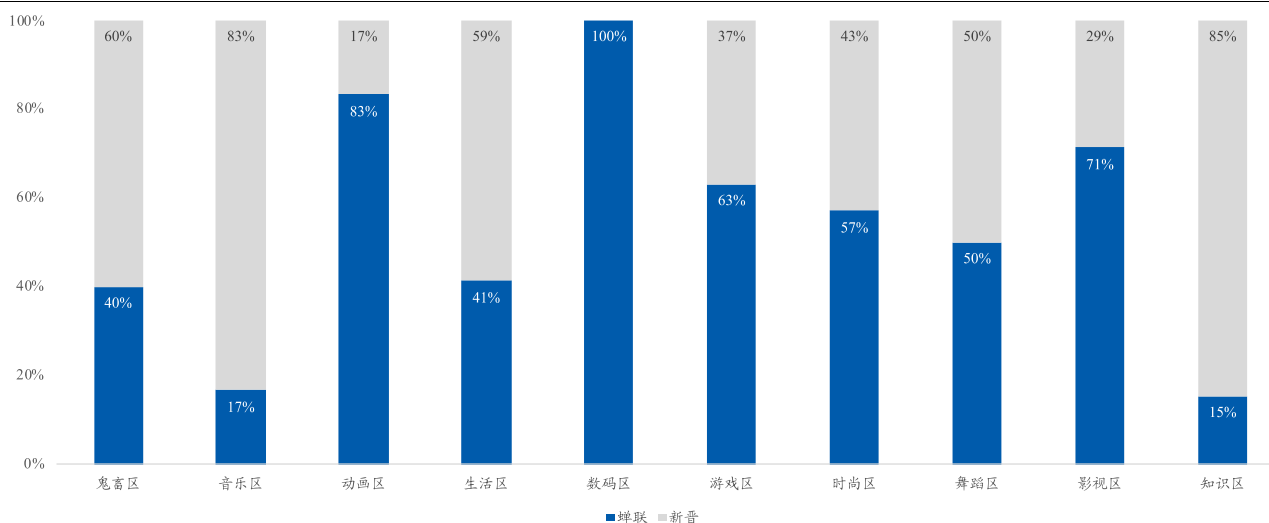
从“新晋百大 UP 主/蝉联百大 UP 主”比例来看，2019 年各区新晋百大 UP 主再 2020 年依旧保持持续的优质内容攻击能力，其中舞蹈区、专栏区、知识区蝉联百大 UP 主占比均有大幅提升，数码区百大 UP 主更是悉数完成蝉联。

图 19：2019 年新晋/蝉联 UP 主占比



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

图 20：2020 年新晋/蝉联 UP 主占比



数据来源：哔哩哔哩官网，东北证券

#### 2.1.2.2. PGC 供给：联手优质工作室，打造泛娱乐视频全产业链融合

PGC 内容布局方面，B 站通过与优秀工作室合作、投资相关公司以实现专业泛娱乐内容的持续供给：2019 年 B 站正式推出“小宇宙新星计划”，该计划面向包括在校学生，独立动画人，动画工作室在内所有国产原创动画的创作者，获奖作品有机会与 B 站签约并进行系列化开发，与 B 站共创优质的原创动画内容。在 2020-2021 国创发布会上，B 站宣布与去年获得小宇宙计划银奖的工作室 717 动画工作室联合出品原创动画《咸鱼哥》。同时，B 站与坏猴子影业联合打造“B 站 X 坏猴子影业青年导演扶持计划”，双方每年打造 30 部短片，并就“72 变电影计划”展开深度合作。在投资方面，B 站与上游内容公司建立联系，入股瞳浦文化、欢喜传媒等，在深耕二次元垂直领域的同时，发力进军“影视综”内容产业链。



表 2：哔哩哔哩 2020 年投资情况

被投资方	投资时间	参与轮次	投资金额	被投资公司简介
 无锋科技	2020-03-26	A 轮	数千万人民币	新型 MCN+机构，深耕电竞泛娱乐产业
 有度文化	2020-04-14	Pre-A 轮	数千万人民币	聚焦于孵化及开发音乐物语的新锐 IP 公司
 掌派科技	2020-05-13	股权融资	未披露	一家专注于二次元动漫和风格化题材的手游研发公司
 米画师	2020-05-17	股权融资	未披露	一家约稿服务平台
 千跃网络	2020-06-14	股权融资	未披露	一家互联网软件开发及 IT 服务商，主要从事手机应用开发、游戏平台开发、微信平台开发和网络营销服务
 Access!	2020-08-16	天使轮	未披露	一家二次元手游研发公司
 影之月	2020-08-16	战略融资	未披露	一家海外游戏研发及发行商，拥有游戏工作室“Shadow Moon Game Studio”
 ACTOYS	2020-08-18	并购	未披露	一家以二次元手办为核心的衍生品品牌
 菠萝蜜	2020-08-27	并购	未披露	一个独特的把“视频直播”和“电商”结合起来的海淘电商平台
 欢喜传媒	2020-08-31	战略融资	5.13 亿港元	一家影视制作发行商，专注于中国市场从事投资、制作及发行电影，为中国市场呈现原创影片
 猫之日	2020-09-11	战略融资	未披露	一家游戏开发商，目前开发了一款名为泡沫冬景的游戏
 Pinta Studios	2020-09-15	战略融资	未披露	一个原创 VR 交互内容制作商
 体重小本	2020-09-17	战略融资	未披露	体重小本是深圳新蝶科技有限公司开发的一款手机软件，为减肥用户提供简洁易用的体重管理功能。
 Versa	2020-10-26	B 轮	数千万美元	一家以“计算机视觉技术”为内核的人工智能企业
 汉卿传媒	2020-11-10	战略融资	未披露	一家从搞笑短视频网红起家的传媒公司，擅长网上录制自虐搞笑视频，在 B 站、秒拍等发布传播
 青藤文化	2020-11-19	战略融资	1000 万人民币	一家国内知名的新型综合传媒公司
 美摄科技	2020-12-10	战略融资	未披露	一家专注于视音频领域开发 20 年的智能视音频整体解决方案服务商
 瞳浦文化	2020-12-14	战略融资	未披露	一家动画设计服务商，出品原创动画《龙心少女》

	就有了光	2020-12-17	战略融资	100 万人民币	专注于互联网品牌与商业的独立新媒体平台
	大鹅文化	2020-12-23	战略融资	未披露	一家游戏领域的直播经纪公司和 MCN 机构
	小象大鹅	2020-12-25	战略融资	数亿人民币	一家游戏领域的直播经纪公司和 MCN 服务商
	绘梦动画	2021-01-14	并购	未披露	国内极具实力的动画制作公司，以“HAOLINERS”动画品牌闻名
	洛斯特	2021-01-16	战略融资	未披露	一家手机游戏开发商，拥有《无光之夜》游戏软件著作权
	分子互动	2021-01-20	B 轮	1 亿人民币	一家以动漫 IP 孵化开发为核心的综合文化公司
	艾稣科技	2021-01-23	战略融资	未披露	一家从事信息科技、网络科技、计算机软硬件技术领域内的技术开发的公司
	非凡大陆	2021-02-02	战略融资	未披露	一家从事组织文化艺术交流活动；提供电脑动画设计、影视策划等活动的公司
	东极六感	2021-02-06	股权融资	未披露	一家游戏开发商，成果有《第五代发明》
	掌阅科技	2021-02-20	定向增发	10.61 亿人民币	国内卓越的手机移动阅读品牌

数据来源：天眼查，东北证券

## 2.2. 商业化变化：收入来源泛化，游戏收入占比大幅降低

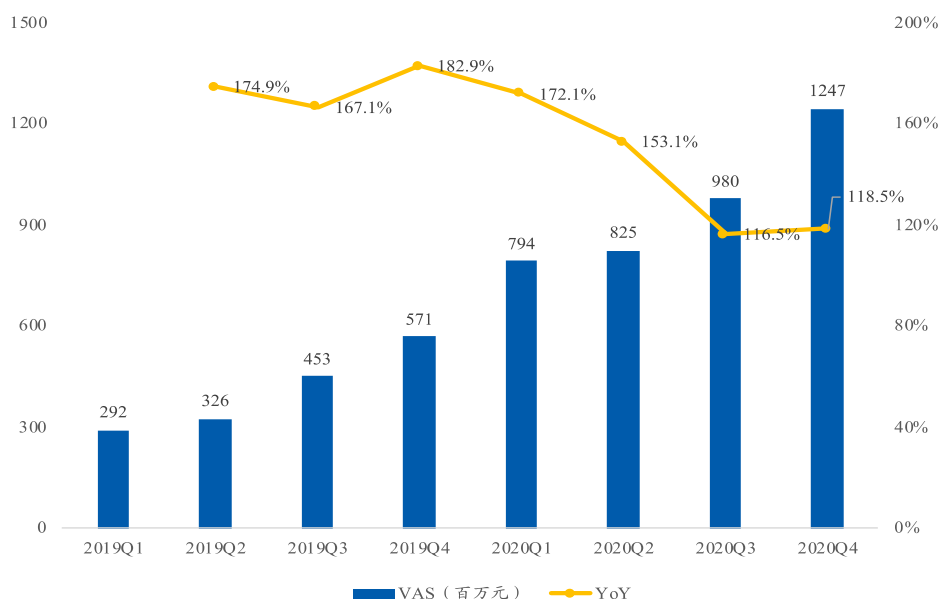
### 2.2.1. VAS：英雄联盟独播带来用户新增量，社区生态吸引会员留存

**直播：独播英雄联盟沉淀核心电竞用户，B 站游戏直播在加速。**2019 年 12 月，B 站获得《英雄联盟》全球总决赛独家直播权，卡位游戏直播赛道。根据《英雄联盟》开发商美国拳头游戏公布的数据显示，2020 年全球总决赛总计达到了史上最高的超过 10 亿小时的观赛时长纪录，全球总决赛冠亚军决赛的平均每分钟观众数达到了 2304 万。《英雄联盟》全球总决赛的超高收视率使得大量直播用户涌入 B 站：根据哔哩哔哩财报显示，决赛当晚，哔哩哔哩直播间的人气峰值成功突破 3 亿，是 S9 直播峰值的 160%。截至决赛当晚，B 站整体赛事的直播观看人次同比 S9 提升超 300%。这一数据的大幅增长，意味着 B 站目前已成为用户观看电竞赛事直播的首选平台之一。

在电竞直播行业的发力帮助 B 站进一步实现营收多元化。以获得《英雄联盟》全球总决赛独播权为例，B 站主要获得了以下两类直接收入：首先，B 站将 2020 年《英雄联盟》全球总决赛的独播权分销给企鹅电竞、虎牙、斗鱼三个平台以获取不菲的分销费。其次，得益于《英雄联盟》的巨大影响力，B 站还获得广告品牌赞助费以及冠名赞助费等收入。据哔哩哔哩官方消息显示，12 家国内外企业成为 2020《英雄联盟》全球总决赛商业合作伙伴，其中包括：光明莫斯利安、娃哈哈、战马、KFC、OPPO 和万事达卡等知名品牌。间接收入方面，由于与《英雄联盟》的战略合作为

B 站带来了大量观众观看以及游戏主播入驻，推动了 B 站直播行业尤其电竞直播行业的发展，刺激了 B 站直播业务的收入增长。根据哔哩哔哩 2020 年第三季度财报显示，B 站总营收再创新高 32.3 亿元。增值服务业务收入环比增长 18.1%，达 9.8 亿元。广告业务收入环比增长 60%，达 5.6 亿元。得益于广告、增值服务等非游戏业务的快速发展，非游戏业务收入占比达 60%。原本依赖于游戏收入的 B 站的营收更加平衡与多元。

图 21：2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩 VAS 收入情况



数据来源：哔哩哔哩财报，东北证券

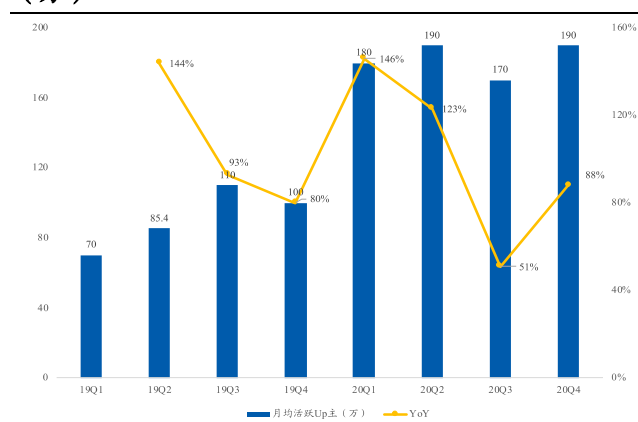
电竞直播的布局也强化了 B 站各分区的内容，促进直播与视频业务的联动，进一步完善和扩展了 B 站的内容生态。截止 2020 年 11 月 1 日，在《英雄联盟》总决赛期间，B 站英雄联盟相关视频内容的投稿数量已超过 15 万，总播放量突破 20 亿。手工 UP 主“卢正义的雕刻时光”用木头还原出英雄联盟总决赛奖杯；科技区 UP 主“影视飓风”则通过后台探班，为用户揭开 S10 直播团队的背后故事；美妆区 UP 主“宝剑嫂”挑战 Cosplay 游戏角色阿狸；音乐区 UP 主“墨韵 Moyun”以古筝全新演绎 S10 主题曲《所向无前》；《说唱新世代》选手对 S10 主题曲进行改编，二次创作为 RAP 版的《所向无前》等等。同时，B 站也推出了关于《英雄联盟》总决赛的衍生节目：自制第二直播厅邀请英雄联盟职业解说共同观战，与拳头游戏、腾竞体育联合出品首部聚焦 LPL 的官方纪录片《来者何人》等。

除了电竞版权方面，B 站也在强化“内容+人”为主的生态。B 站独有的平台主播生态为 B 站提供许多潜在优质主播。B 站优质的游戏 up 主转型开启游戏直播业务既可以提供粉丝和 up 主直接的交流平台，又可以实现 B 站游戏直播区域的流量导入。除了优质内容创作者转型以外，B 站还签约自带流量光环的头部主播冯提莫，引入高人气主播是带动直播用户规模增长最直接的方式。根据哔哩哔哩官网数据显示，冯提莫直播间首次直播人气峰值就高达 1023.7 万，弹幕量 45.2 万。

B 站会员渗透率不断提升的背后是平台和用户的共同作用。据哔哩哔哩财报显示，2020 年第四季度 B 站正式会员数达到 1.03 亿，YoY 为 51%；付费会员数达到 1450

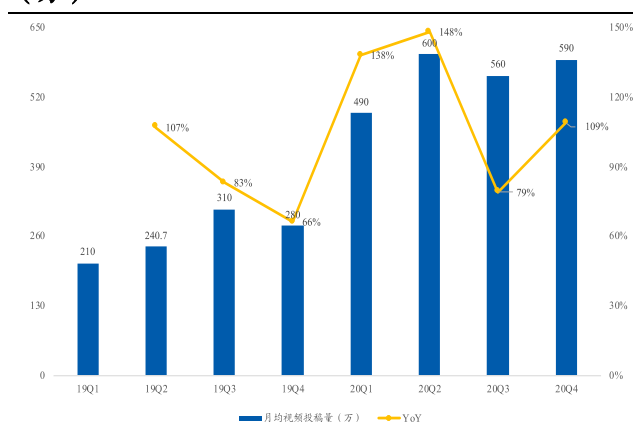
万，YoY 为 91%；会员渗透率实现了连续三季度增长达到 14%。会员渗透率的不断提升首先得益于 B 站高质量的视频内容。在 PGC 内容方面，B 站已经成为国创动画的第一平台，来自国创区的付费会员订单 2020 年同比增长 450%，成为拉新能力排名第一的专业内容品类。B 站也陆续推出爆款说唱类综艺《说唱新世代》、上线大热院线电影《夺冠》、出品纪录片《人生一串 2》等。在 UGC 内容方面，哔哩哔哩 2020 年第四季度月均活跃 Up 主数量达 190 万，同比增长 88%；月均视频投稿量达 590 万，同比增长 109%。内容生态的繁荣加速了核心用户的沉淀，促使付费用户渗透率不断增长。其次，B 站活跃和具备亲和力的社区氛围聚集起的是一批高粘性的年轻用户，用户日均使用 B 站的时长为 79 分钟。高忠诚度的 B 站用户对维持会员渗透率起到了重要作用。

图 22：2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩月均活跃 Up 主（万）



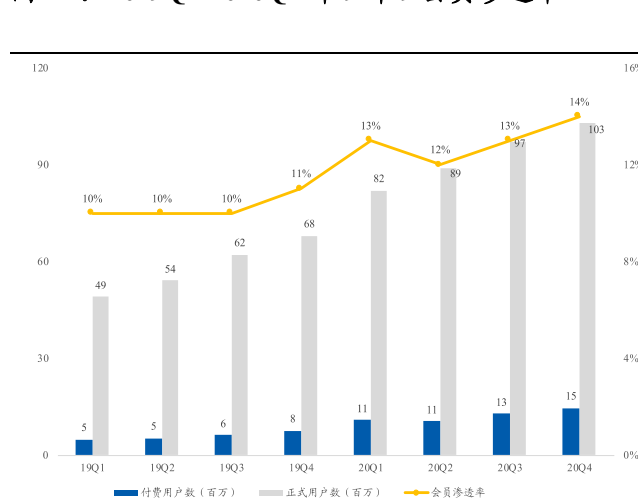
数据来源：哔哩哔哩财报，东北证券

图 23：2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩月均视频投稿量（万）



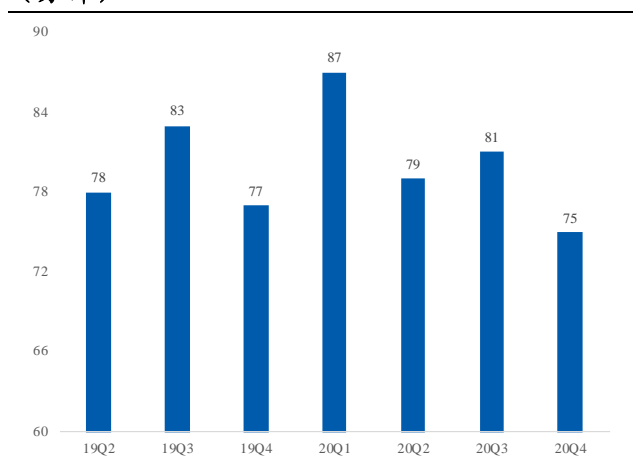
数据来源：哔哩哔哩财报，东北证券

图 24：2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩会员渗透率



数据来源：哔哩哔哩财报，东北证券

图 25：2019Q2-2020Q4 哔哩哔哩用户日均使用时长（分钟）



数据来源：哔哩哔哩财报，东北证券

## 2.2.2. 广告：花火平台设立，代理商增加提升对接效率

为了更好地实现内容变现，提高创作收入，减少合作纠纷，B 站推出了花火计划。基于平台大数据，花火平台为 up 主提供系统报价参考、订单流程管理、平台安全结算等服务。花火平台助力品牌方匹配意向合作的 Up 主，提供安全高效的线上交易，



提高了品牌方在 B 站的广告投放量。截至 2020 年 12 月,合作 UP 主数量增长 6 倍,合作品牌方增长 5 倍,复投率达到 75%。

**表 3: 花火商单流程**

步骤		具体内容
接单准备	入驻	入驻标准: 年龄: 已在 B 站完成实名认证, 年龄 ≥ 18 岁 粉丝量: 当前粉丝数量 ≥ 1 万 原创视频数: 在最近 30 天内成功发布过原创视频 电磁力: 已开通电磁力, 创作分及影响分 ≥ 70 分, 信用分 ≥ 90 分
	个人设置	信息设置: 配置接单: 接单按钮默认开启, 可随时接单 编辑基础信息 设置代表作: 最多可添加 4 条内容代表作 PID 设置 (非必填): 如果商单中包含邀约广告, 并且邀约广告需要跳转到淘宝联盟/京东联盟的商品页面, 需在平台内提前设置 PID, 邀约商品广告的佣金会通过 PID 自动打到账户里 结算设置: 填写收款账户等结算信息, 平台收入汇入该填写账户 服务商设置 (非必填): Up 主可选择服务商接入处理商单合作时的各环节工作, 服务费为原订单收益的 10% 个人信息设置: 可选择短信通知功能 报价设置: 报价类型分为【定制视频】、【植入视频】, 可分别设置报价, 每自然月可修改一次 签署合同: 结算信息审核通过后, Up 主可发起电子签操作, 完成合同签署
接单执行	接单	选在【待接单】中需要的订单, 点击【接单】
	上传交付件 (脚本/视频样片)	UP 主根据客户实际需求制作和上传脚本、样片, 品牌主/代理商 对上传的文件进行确认或者驳回。若品牌主/代理商【确认】通过, 该任务会自动流转到下一环节; 若品牌主/代理商【驳回】, UP 主可修改二次上传。在整个任务合作和交付的过程中, 品牌主/代理商 总共有 2 次【驳回】机会。
	视频投稿	品牌主/代理商确认脚本样片后, UP 主方可投稿, 点击对应花火商单的【立即投稿】上传视频稿件。
	视频审核	视频上传成功后, UP 主可在订单页面查看审核状态, 视频审核分为【内容审核】、【商业审核】两步流程
	视频上线/发布	视频审核通过并到达设定发布时间, 即开放浏览。品牌主/代理商确认【订单完成】代表订单已完成, 品牌主/代理商未确认的, 平台将在视频发布成功 3 天后, 自动将订单判定为【订单完成】, 该订单即进入订单结算流程。
收益管理	查看商单收益	UP 主可在【创作中心】-【收益管理】-【花火平台】查看本人商单及其总收益。
	月结收益构成	收益类型: 订单收益: 订单收益是指视频上线后, 下单方主动确认订单完成, 或上线 3 天后下单方无异议, 系统默认订单完成, 完成后即可获得收益。 邀约收益: 邀约收益是指邀约创意投放时间结束后, 若创意产生曝光即可获得收益。
	结算方式	每月结算一次, 每月完成的订单及邀约收益会在次月进行内部结算。

数据来源: 哔哩哔哩官网, 东北证券

### 3. 哔哩哔哩的不变：社区氛围浓厚

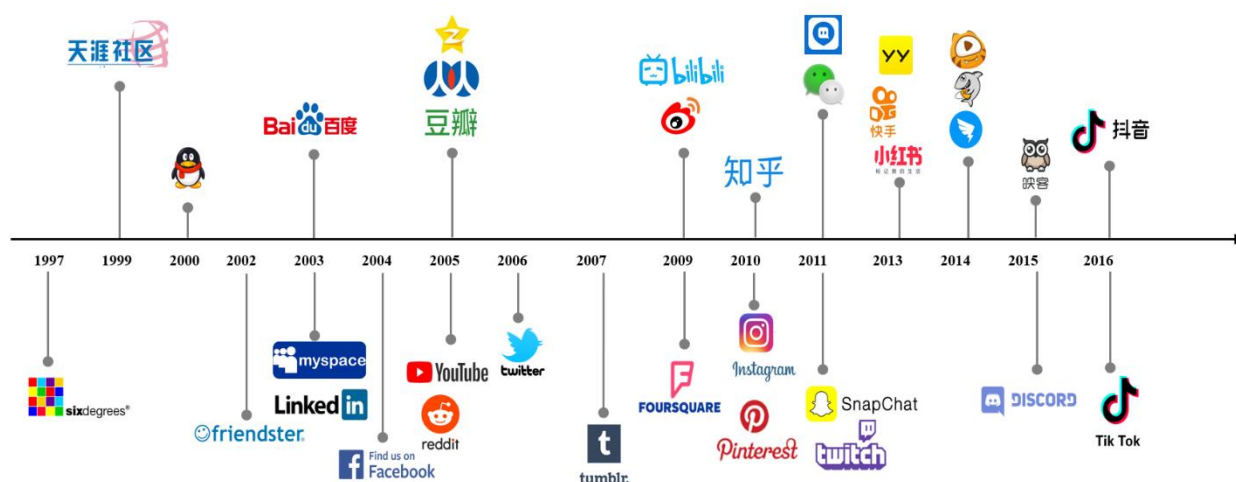
社区/社交型 App 的发展可追溯至上世纪 90 年代，个人计算机逐渐变得更加普遍，这为社交媒体的兴起奠定了基础。到了 90 年代末期，博客和公告板的出现也推动了社交媒体时代的到来，普通人可以登录互联网并写下他们的想法和感受，以及任何人都可以随时阅读并回复这些帖子。

随着万维网技术的发布，互联网自此进入 Web 时代。海外的社交媒体网络也开始了其早期的发展：1997 年，以“六度分离理论”命名的 Six degrees 推出后用户数量累计增长到了 350 万左右。虽然被广泛认为是首个在线社交网络，在社交媒体革命方面起着重要作用，但其增长因一系列原因受到了限制并在 2001 年被以 1.25 亿美元收购。紧接着在 2002 年，Friendster 以帮用户建立弱关系从而带来更高社会资本的理论成立，鼎盛时期拥有超过 1 亿用户。成立于 2002 年的 LinkedIn 则是一个专注于专业网络的站点，使人们可以与企业，学校联系人以及公司建立联系，也是为数不多迄今为止仍然活跃的第一批社交媒体。Myspace 于 2003 年创立，运用丰富的多媒体空间吸引大批用户成为了当时世界上最大的社交网站。2004，复制线下真实人际关系到线上的 Facebook 发布，成为社交媒体之王，“点赞”按钮首次出现在互联网世界，改写了社交媒体的用户心理。随后 Facebook 经过 4 年的扩展，在 2008 年超越了 Myspace。在此时期，Twitter 在 2006 年开始以主打微信息攻占社交应用市场，其所创造的“#”话题标签被广泛使用。此后，随着智能手机的迅猛发展，图片和视频类的社交媒体纷纷涌现。2010 年，Pinterest 内测版发布，采用瀑布式的形势呈现图片。同年，Instagram 上线，主打照片和视频，短短 2 个月注册用户超过 100 万人并且在此后一直保持高速增长。2011 年，以 13 至 23 岁用户为目标的 Snapchat 通过“阅后即焚”功能迅速爆红在海外社交应用领域，成为新型社交形态开创者。在之后的十年，视频变得更加普遍和重要，直播技术也取得了长足的发展，以此诞生了诸多视频和直播社交网站及应用。其中，创立于 2005 年的视频分享网站 YouTube 仅在成立 1 年后就以 16.5 亿美金被 Google 收购，并于 2015 年在全球拥有超过 10 亿用户。

随着国外社交网站的日渐盛行，社区型交流网站及应用也开始踏入中国的互联网世界。早在 1999 年开始，天涯社区便上线开始运营。紧接着 2000 年 ICQ 类软件诞生，腾讯 QQ 开始着眼于在线即时通讯领域并迅速占领了当时 90% 以上的市场，注册用户也在 2004 年突破 3 亿。2005 年，以 QQ 空间和豆瓣为首的大量 SNS 平台充分享有宽带普及红利，开始出现在陌生人社交领域，成为一时爆点。聚焦于大学生社群的校内网在也于 2005 年成立并在 2009 年更名为广为人知的人人网。同年，新浪微博推出，拉开了中国微信息社交媒体时代的大幕。中国社群网络和应用在此阶段后经历了爆炸式的发展，至今形成了多家并立的局面。2011 年后，现象级社交应用微信的诞生对人们习惯使用的 QQ 造成了一定冲击，凭借着语音对讲等功能，用户数在上线的第二年就达到了 3 亿，标志着社交网络逐渐扩展到移动端领域，使得手机成为新的社交网络的主要载体。随着社交网络的不断推进，各类社交网络产品不断寻求差异化发展，类似陌陌等专注于各种垂直领域的移动社交应用开始接连出现。进入 2014 年以来，尤以短视频和直播为典型代表的社交视频应用开始在国内迅猛发展，诞生并崛起了包括斗鱼、虎牙、映客等在内的一大批直播社交应用，进一步将游戏、电竞等内容带入社交网络。短视频方面，以抖音为主的短视频社交应用也

开始迅速扩张，在 2018 年就在全球拥有超过 5 亿月活用户。

图 26: 主要社交/社区型 APP 发展历程



数据来源：公开资料整理，东北证券

### 3.1. 相较于媒体端，社区拥有更高的 UGC 渗透率和用户互动频率

从横向对比来看，我们从与社交和媒体的对比中寻找社区的特征。在以“社交—社区—媒体”为轴的横向坐标中，我们以 UGC 内容占比和用户互动频率进行划分，UGC 内容占比和用户互动频率最高的是社交型 App（如即时通讯工具微信、QQ 等），最低的是媒体型 App（如爱奇艺等）。

图 27: 典型社交、社区、媒体型 App 区分

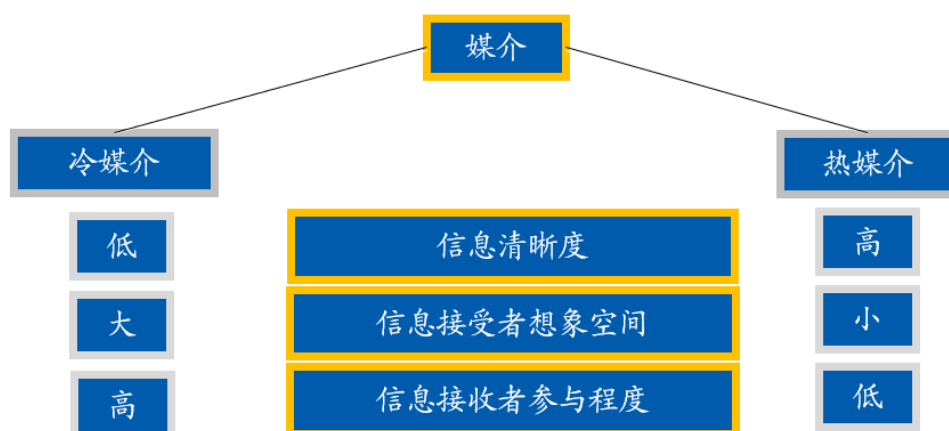


数据来源：公开资料整理，东北证券

与马歇尔·麦克卢汉的冷热媒介理论相对应，冷媒介相对热媒介互动频率更高：麦克卢汉认为，依据媒介提供信息的清晰度或明确度及信息接受者想象力的发挥程度及信息接收活动中的参与程度，将媒介划分为冷媒介与热媒介，其中热媒介意味着“高清晰度”，信息明确度更高，能高清晰度地延伸人体的某一感觉器官，信息接受者的参与程度较低，想象力发挥程度较低；冷媒介意味着“低清晰度”，信息明确度低，

信息接收者的参与程度较高，需要发挥丰富的想象。

图 28：冷、热媒介概念区分



数据来源：东北证券海外组绘制

因此社区型 App 介于媒体型 App 和社交型 App 之间，具有一定程度 UGC 内容渗透和一定频率的用户互动。左端社交是“1V1”，右端媒体是“1V 所有人”，而社区是“1V 一群人”——从用户关系来看，社区型 App 用户的连接居于社交与媒体之间。从横轴关系上，在线视频领域的产品差异一目了然：

1) 哔哩哔哩是社区，爱腾优是媒介。哔哩哔哩与爱腾优的差异化除了体现在平台视频时长，更关键的是体现在产品方向。爱腾优承担了更多播放媒介的作用，即成为用户观看影视综的播放器，用户有明确的内容预期，使产品更偏向于工具类应用，爆款内容成为平台核心竞争力；而哔哩哔哩承担的是内容聚集的作用，即成为用户兴趣聚集的社区，用户没有明确的内容预期，容错率高——用户不为特定内容而来，留存、活跃度更高。

图 29：B 站与主要长视频网站区分



数据来源：东北证券海外组绘制

2) 哔哩哔哩偏向兴趣流，抖快侧重推荐流。从用户接收信息来看，抖快重视推荐，

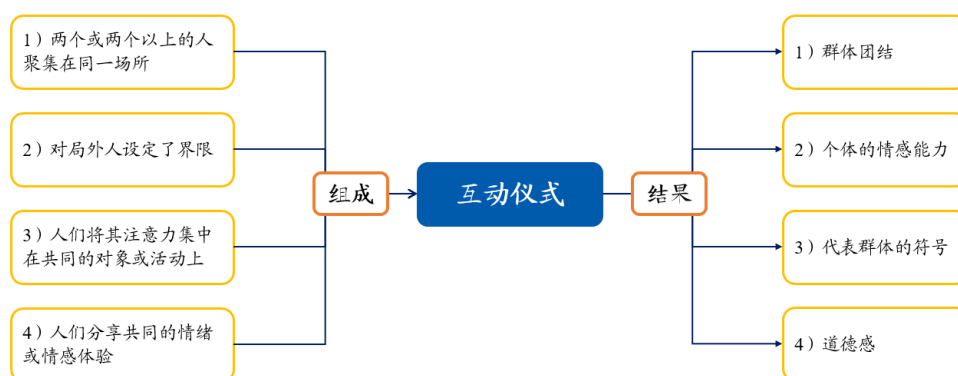


通过用户画像的深入刻画推送用户喜欢的内容，用户选择较为被动；而哔哩哔哩重视兴趣，通过用户订阅关系激发用户观看内容，用户选择较为主动。从内容创作者来看，抖快由于视频时长（多为 15 秒）较短内容创作门槛更低，爆款内容同款可复制性强，用户心智培养主要在于爆款内容的持续刺激；而哔哩哔哩由于视频时长（多为 3-15 分钟）较长使得内容创作门槛提高，爆款内容可复制性弱，同时由于视频内容更多体现的是创作者的创意，具有差异化特征，因此哔哩哔哩 UP 主重要性更高。更关键的是，在搭建基于人与人的关系中，哔哩哔哩成功通过激励 UP 主持续更新而吸引用户

### 3.2. “弹幕+一键三连+拜年祭”等互动仪式频繁，B 站优质社区氛围得以保持

互动仪式是指具有象征性意义的程序化活动，具有重复性、固定性、程序性的显著特征。人们通过执行相应的互动仪式来形成和维持社会关系，例如见面问好等。2003 年美国社会学家柯林斯提出互动仪式链理论（IRs），该理论认为互动仪式有以下四种组成要素--1) 两个或两个以上的人聚集在同一场所；2) 对局外人设定了界限；3) 人们将其注意力集中在共同的对象或活动上，并通过相互传达关注该焦点；4) 人们分享共同的情绪或情感体验，同时柯林斯认为互动仪式会产生以下四种结果：1) 群体团结；2) 个体的情感能量；3) 代表群体的符号；4) 道德感。

图 30：互动链式理论



数据来源：公开资料整理，东北证券

**激发兴趣：优质内容激发愉悦情绪，“感兴趣的内容都在 B 站”。**观察国内典型社区的 Slogan，我们发现抖音（Slogan：记录美好生活）突出“美好”、快手（Slogan：记录生活记录你）强调“真实”、小红书（Slogan：标记我的生活）彰显精致、知乎（Slogan：有问题，就会有答案）宣扬专业，而 B 站（Slogan：你所感兴趣的视频都在 B 站）吊起兴趣。“兴趣”是一种主观情绪，是能够激发用户频繁进入社区的原动力。心理学家 James Russell 提出的 Arousal-Valence 模型中，不同的情感分布在空间中的不同位置，位置越接近的情感表明其代表的情绪越接近。该 Arousal Valence 情感空间中，横轴 Valence 代表的是愉悦度，纵轴 Arousal 代表的唤醒度，因此我们可以发现愉悦型（JOY）情绪能更唤醒用户和保持和谐的社区氛围，例如兴奋、快乐、感兴趣的、愉悦等--其原因在于愉悦型情绪能带来更多正反馈。因此，从 B 站的社区反馈也可以发现，优质的、激发用户兴趣的内容总是带来更高的互动，愉悦

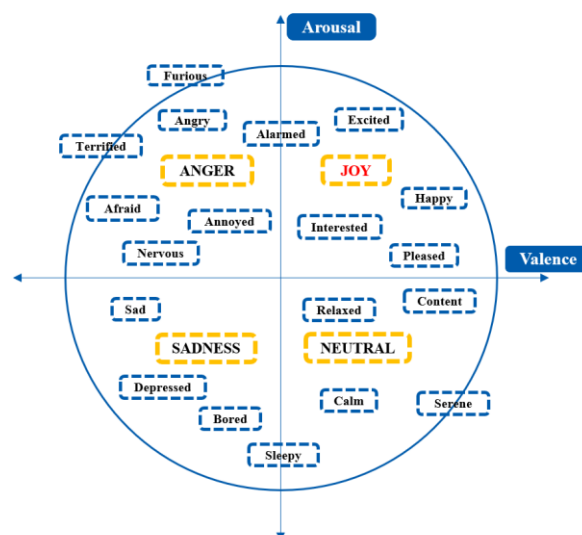
型内容亦总是带来更高的社区包容度：以鬼畜区为例，由于内容天然带来快乐的情绪，因此相比其他内容总是能构造更和谐的互动氛围。

图 31：国内典型社区 Slogan 比较



数据来源：公开资料整理，东北证券

图 32：Arousal Valence 情感空间



数据来源：公开资料整理，东北证券

**连接兴趣：弹幕跨越时空互动限制，成为社区标志性文化。**当用户进入 B 站社区，被优质内容激起兴趣后，聚集和传递兴趣对于维护友好的社区氛围显得至关重要，--弹幕承担了媒介功能，沉淀了用户的愉悦情绪，并通过文字形式实现了跨越时空的留存，以激起更大用户群体的共鸣。从年度弹幕总数看来，2020 年年弹幕总数达 22.7 亿，相比 2017 年增幅超 100%，其中“爷青回”出现了 542 万次，“武汉加油”、“有内味儿”、“双厨狂喜”、“禁止套娃”分列第 2-5 位。

图 33：2017 年-2020 年哔哩哔哩年度弹幕情况

Bilibili 弹幕		2017	2018	2019	2020
年弹幕总数		超10亿	超10亿	超14亿	超22亿
前五大弹幕	TOP1	囍	真实	AWSL	爷青回
	次数	21.8万次	47.7万次	329.6万次	542.0万次
	注释	现在年轻人以“喜事成双”为背景，赋予“囍”的新意是“成双为喜”。	相关弹幕包括“真实”、“太真实了”、“过于真实”。	简洁的“AWSL”正抒发了当代年轻人面对喜爱内容时“被狠狠击中”的情感体验。	这是“爷的青春回来了”的缩写，表达出我们对过去岁月的追忆，和与青春重逢的喜悦。
	TOP2-5	当然是选择原谅他	前方高能	泪目	武汉加油
		地主家的傻儿子	颜表立	名场面	有内味了
		同款	弹幕护体	妙啊	双厨狂喜
		官方吐槽最为致命	合影	造坏户	禁止套娃

数据来源：公开资料整理，东北证券

除了是造梗、二次创作的源泉，弹幕成为哔哩哔哩社区的特有的互动仪式以及标志性符号：用户发送弹幕传递情绪，并通过集体性传递凝聚情绪，从而沉淀为用户群体甚至是社区的符号。除了弹幕，“一键三连”亦是哔哩哔哩用户互动仪式的又一重要环节：平台通过引导“一键三连”行为，除了激发用户对 UP 主内容创作反馈，

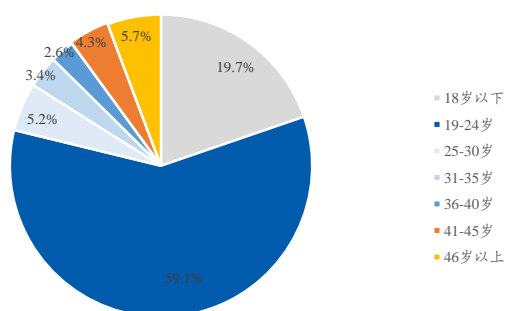
更打造了除弹幕以外的又一大互动仪式。

除了线上弹幕、一键三连等互动仪式，拜年祭/BML 等线下活动成为凝聚 B 站用户的又一重要互动仪式。具有相同兴趣爱好的用户将线上连接关系移至线下，以真实物理空间距离进一步沉淀兴趣联系，提升用户的文化认同感和社区归属感。

### 3.3. 用户群体向 35+拓展，2025 年 B 站用户规模有望超过 4 亿

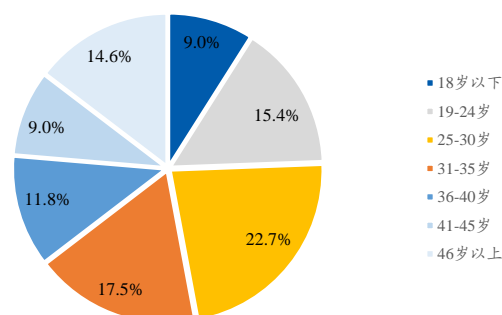
在逐步实现内容破圈后，如何实现用户拓展成为 B 站新课题。基于 B 站内容的独特性，相比用户城市层级下沉，用户年龄分布拓宽更具可行性：据 Questmobile 数据显示，2020B 站 24 岁以下用户占比 78.8%，30 岁以下用户占比 83.9%；而从移动互联网来看，30 岁以上用户占比达 52.9%。B 站极其年轻化的用户年龄结构具备用户年龄拓展潜力：1）借助如《后浪》等优质内容破圈，实现多年龄层覆盖；2）现有年轻用户随着时间自然拓宽 B 站用户年龄覆盖层。

图 34：哔哩哔哩用户年龄结构情况



数据来源：Questmobile，东北证券

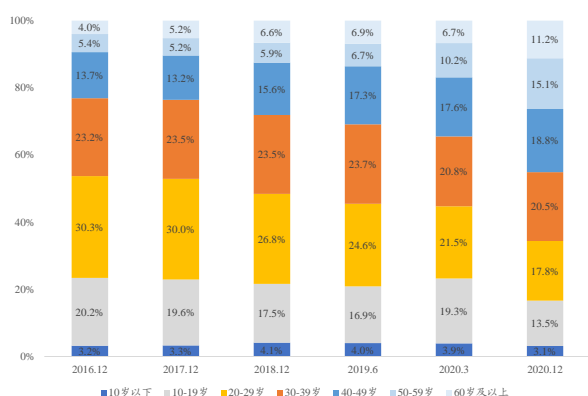
图 35：移动互联网用户年龄结构情况



数据来源：Questmobile，东北证券

从整个互联网用户年龄结构来看，30 岁以上用户群体占比不断提升，2020 年底该比例已达到 65.6%，相比 2016 年底提升 19.3 pct。基于以上判断，我们 2025 年预计互联网网民规模将按照 CAGR=7.1%增至 14.2 亿，B 站在 18 岁以下、19-24 岁、25-30 岁、31 岁-35 岁、36-40 岁、41-45 岁、46 岁以上年龄层将分别实现 60%、88%、25%、19%、14%、15%、13%渗透率。假设互联网网民年龄结构与抽样人口年龄人口一致，2025 年 B 站用户有望达到 3.99 亿。

图 36: 互联网网民年龄结构情况



数据来源: CNNIC, 东北证券

图 37: 互联网网民规模情况



数据来源: CNNIC, 东北证券

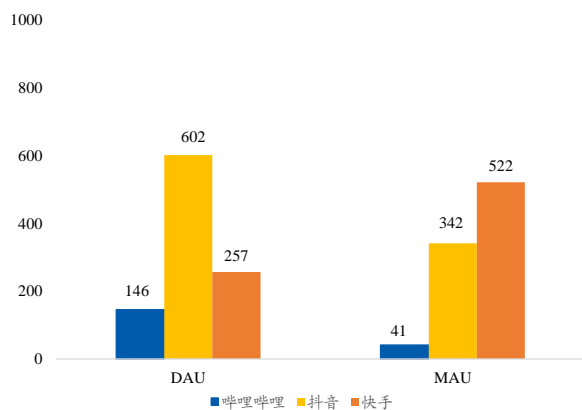
## 4. 收入结构泛化, 广告、直播和电商将成为收入增长新引擎

### 4.1. 广告: 依赖用户数、品牌形象的螺旋提升

#### 4.1.1. 商业模式: 无片头广告, B 站重在品牌广告

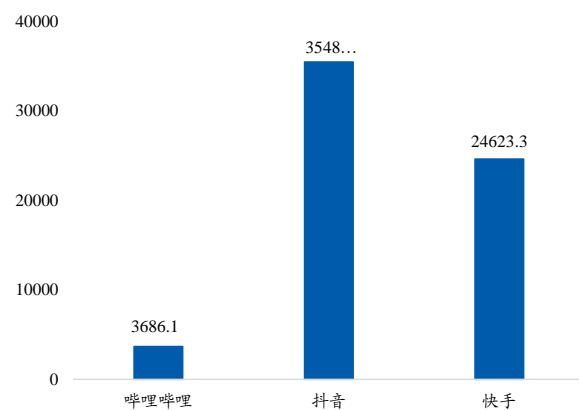
相比于传统长视频平台多采用贴片等形式, 由于 B 站承诺不向用户投放片头广告, 因此结合 B 站独有的内容生态体系, 品牌广告成为 B 站更适合发展的广告商业模式。从 MAU 和使用时长来看, B 站相对抖音、快手没有比较优势, 因此结合 UP 主生态及全站社区生态, 投放符合 B 站用户结构的广告成为 B 站的广告差异化模式。

图 38: B 站、抖音、快手 DAU/MAU (百万) 情况



数据来源: Questmobile, 东北证券

图 39: 抖音、快手人均单日使用时长 (分钟)



数据来源: Questmobile, 东北证券

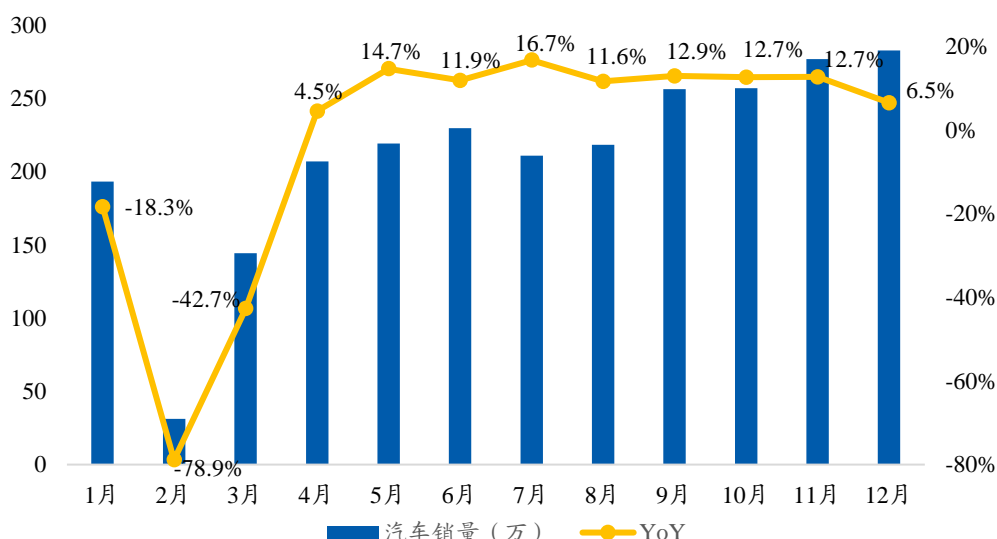
#### 4.1.2. 商业路径: 匹配核心用户结构, 紧抓汽车营销等行业红利

**汽车行业超预期, 销量实现快速回正增长。**在疫情影响下, 中国汽车行业的生产、销售、出口等多个方面均受到严重影响, 使得原本产销量已经连续下滑的汽车行业在疫情期间跌入谷底。随着宏观经济持续复苏, 中国汽车市场正在加速回暖: 据中国汽车工业协会数据显示, 2020 年 2 月疫情爆发期间中国汽车销量仅有 31 万量, 同比下降 78.9%。但受益于疫情逐渐好转, 2020 年 3 月开始汽车销量环比增幅较为明显, 并呈现持续增长的趋势; 2020 年 4 月汽车销量取得出现月销量突破, 同比上



涨 4.5%；此后直至 2020 年 11 月份，中国汽车月销量一直保持同比增长超过 10% 的趋势，7 月更是达到同比增长 16.7%。此外，中国汽车行业在经历过往十几年的迅猛发展成为了全球最大汽车消费市场后，也逐渐步入存量换购时代。据统计，2019 年全国汽车保有量达 2.6 亿，虽因出生率降低、劳动人口递减等原因导致首购家庭空间缩减，但 2019 年换车率同比增幅 50%，预计 2023 年二手车置换将达到 1400 万辆。

图 40：2020 年汽车月度销量变化情况



数据来源：中国汽车工业协会，东北证券

**汽车行业的加速回暖，新能源汽车功不可没。**2020 年 10 月新能源汽车销量增幅明显，同比上涨 104.5%。并且政府为实现 2030 年前碳排放达峰的目标，还将持续加大对新能源汽车的扶持力度，财政部预计 2021 年新能源汽车补贴资金同比上涨 234%，达 376 亿元。而因 Z 世代（95 后）普遍对新能源汽车的接受程度更高，也使得他们成为新能源汽车的主力购车消费者。年轻消费群体逐渐开始占领汽车行业，90 后在 2020 年上半年已超越 85 后已成为汽车消费主力，Z 世代的购车需求将达到约 4000 万辆。

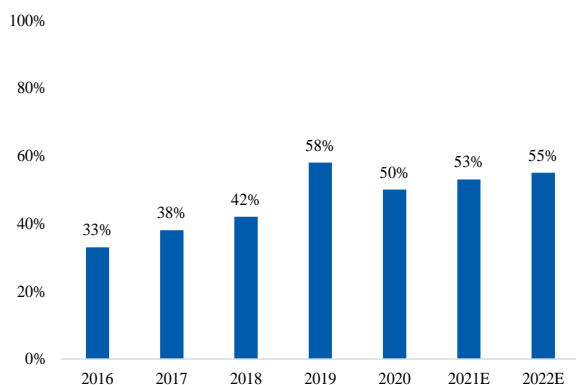
**汽车行业变革推动营销推广方案调整，年轻人聚集阵地的哔哩哔哩成为汽车新营销渠道的重要途径之一。**截止 2020 年 12 月底，B 站月均活跃用户已达 2.02 亿，其中 78% 的用户在 18-35 岁范围内。而据调研结果显示，B 站 18 至 35 岁范围内的用户中 86% 有购车意愿，其中计划 1-2 年内购车占比 37%。而经济、无驾照等因素则是另外 14% 无购车想法用户的主要原因，但伴随着年龄增长与财富积累，该部分群体购车潜力亟待试房。因此从年龄结构来看，B 站的核心用户年龄结构与如今主流的购车群体 90 后、Z 世代是类似的，在 B 站投放汽车营销广告有利于精准触达目标消费者。此外，B 站泛汽车用户数量增长较为明显：平台 2020 年 Q1 至 Q4 看过汽车视频或具有汽车标签的用户从 1150 万涨幅 69% 到 1990 万，其中 18-24 岁范围内的用户占比达 57%，多为汽车发烧友。对于 B 站年轻人来说，车除了被作为交通工具外，也被赋予了一种智能化生活方式，智能和颜值则是他们购车最重要的核心考量因素之一。受益于国潮热度，B 站年轻人对“中国智造”的热度也延伸到了汽车行业：据调查显示，32% 的用户愿意在购车时优先考虑国产品牌。这些 B 站的用户

属性刚好与众多秉持着智能化、绿色消费理念的国产新能源汽车品牌相重叠。

**互联网渠道投放占比提升, B 站等优质视频平台将率先获得汽车行业营销增长红利。**

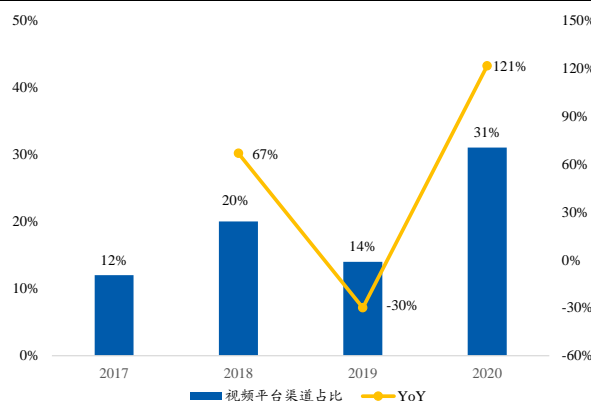
据 B 站大数据数据统计, 汽车营销在互联网投放占比逐年增高, 在 2020 年已经达到 60%, 并预计 2022 年将达到 55%。其中, 视频平台已成为汽车线上营销增长最快形式: 2020 年视频平台渠道占比达 31%, YoY+121%。而 B 站作为领先的互联网视频平台, 其汽车营销生态近年发展已经初具规模, 呈现强劲潜力: 2020Q3 B 站汽车相关稿件量、播放量、互动量增幅显著, 分别同比增长 147%、187%、226%; 汽车相关 UP 主规模也较 2019 年上升超 3 倍, 同比增长 338%。以汽车+生活+创意的衍生内容在 B 站广受欢迎, 三类主流汽车相关 tag (垂类 TG、泛类 TAG、汽车生活) 播放规模分化也较为明显, 适用于不同的汽车营销内容投入。

**图 41: 2016-2022E 汽车广告互联网渠道投放金额占比情况**



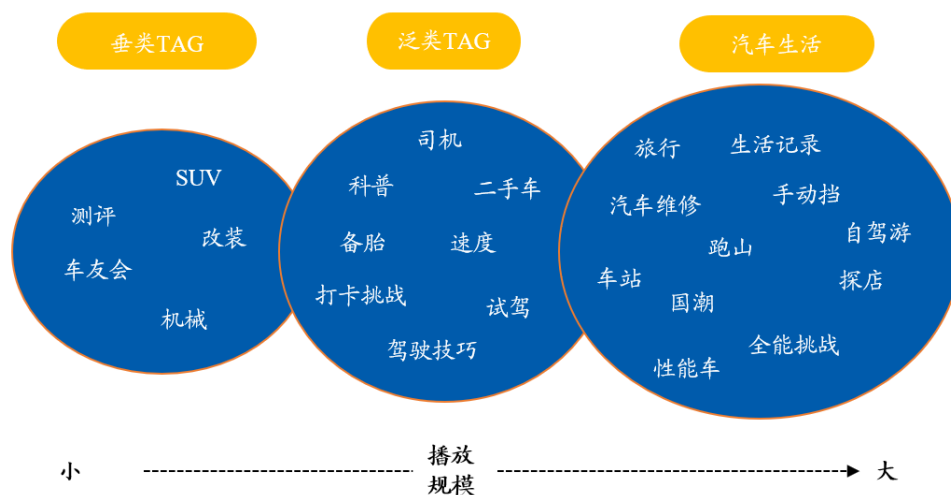
数据来源: B 站大数据, 东北证券

**图 42: 2017-2020 年视频平台汽车广告投放占总互联网渠道金额分布情况**



数据来源: B 站大数据, 东北证券

**图 43: 2020 年 Q3 哔哩哔哩汽车相关 tag 播放情况**



数据来源: B 站大数据, 东北证券

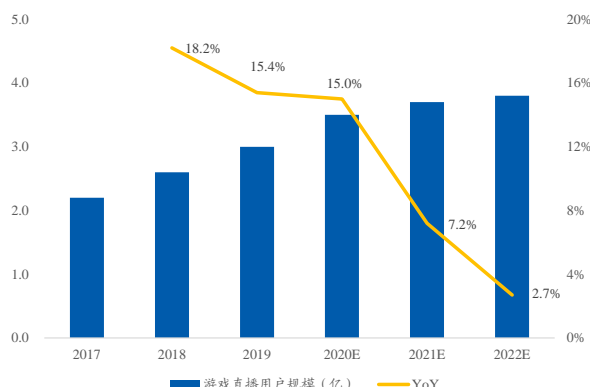
## 4.2. 直播: 重金投入游戏直播效果显著, 非游戏直播潜力无限

2021 年游戏直播市场规模进一步扩张, “两超多强” 格局下 B 站成为后起之秀。

据艾瑞数据显示,2019 年我国游戏直播平台市场规模达 2018.1 亿元,预计 2020 年-2022 年将分别增长至 300.3 亿元、396.8 亿元、497.1 亿元及 341.6 亿元,CAGR 分别为 44.3%、32.1%、25.3%。游戏直播市场目前呈现以“斗虎快哔”为头部的竞争格局,据斗鱼、虎牙财报显示,2020Q4 斗鱼和虎牙 MAU 已分别达到 1.74 亿和 1.79 亿,其中虎牙 MAU 同比增长 18.8%,已经反超了斗鱼 MAU。相比两大巨头,B 站也已把直播业务作为发力的重点,财报显示,2020 年 Q4 哔哩哔哩增值服务(包括直播和 VAS)收入为 12.43 亿元,较 2019 年 Q4 同比增长 118%。

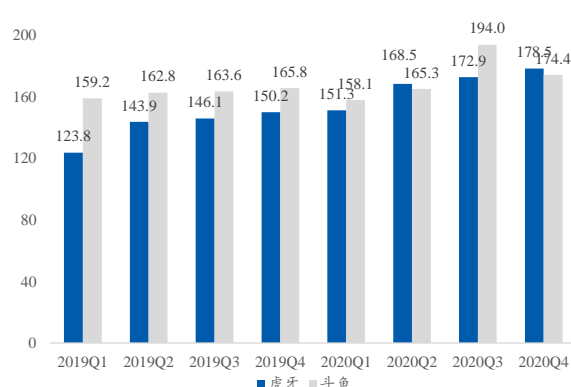
**游戏业务收入奠定基础,辅以主流电竞赛事独播版权,发力游戏直播新赛道。**2020 年 Q4 哔哩哔哩游戏业务收入达到 11.3 亿,同比增长 30%,虽首次被其他业务收入所超越,但仍占比 29%。2019 年底哔哩哔哩以 8 亿元签约英雄联盟全球总决赛中国地区三年独播版权,总决赛当晚直播间人气突破 3 亿,为去年直播间人气峰值的 160%。在哔哩哔哩加大自研游戏的大背景下,发力游戏直播能够与 B 站已有的游戏业务形成较好协同。一方面哔哩哔哩游戏业务有独特的二次元基因,哔哩哔哩用户自身具有 Z 世代特性,其自身 IP 具有很高的不可替代性,并因此拥有稳定且难以被迁移的受众群。另一方面,从哔哩哔哩拿下《英雄联盟》《王者荣耀》等主流游戏赛事版权来看,泛二次元游戏直播会成为哔哩哔哩未来的游戏直播新趋势。

图 44: 2016 年-2022 年中国游戏直播用户市场规模



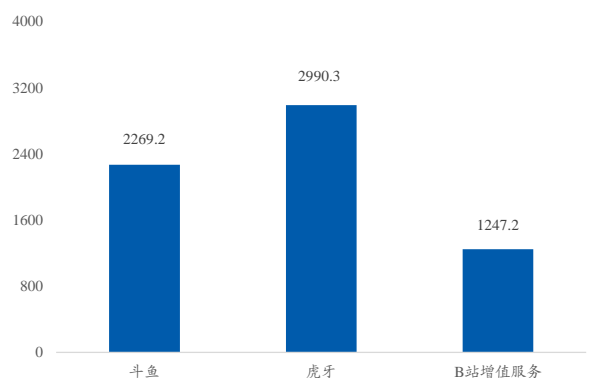
数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

图 45: 2019Q1-2020Q4 斗鱼虎牙 MAU (百万)



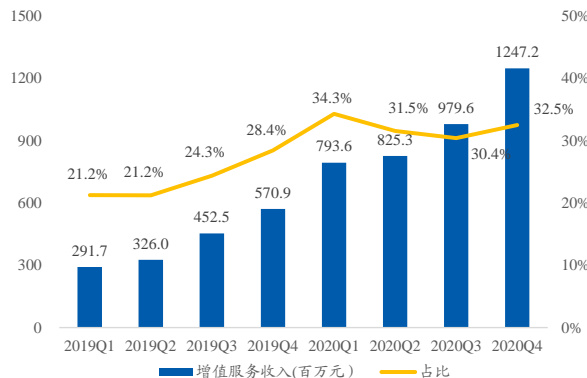
数据来源: 斗鱼财报、虎牙财报, 东北证券

图 46: 2020Q4B 站增值业务、斗鱼、虎牙收入对比



数据来源: 斗鱼财报、虎牙财报、哔哩哔哩财报, 东北证券

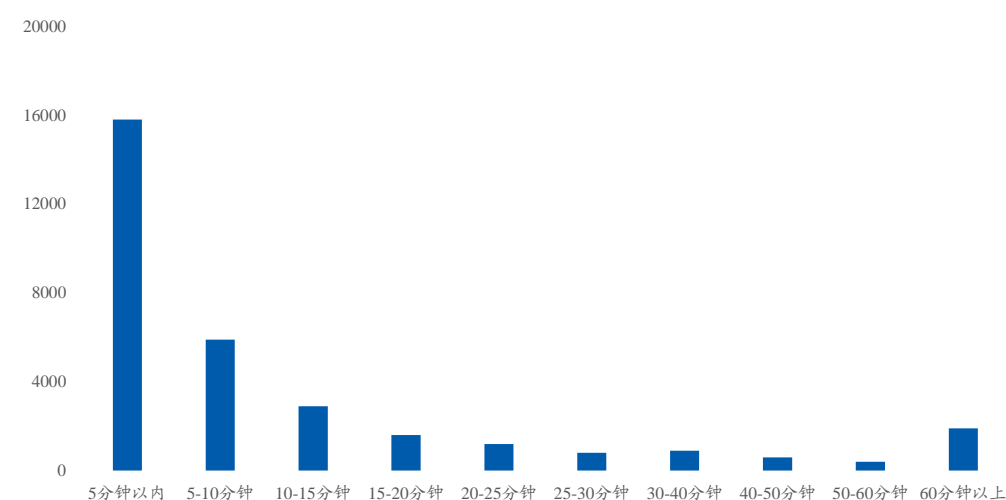
图 47: 2019Q1-2020Q4 哔哩哔哩增值业务收入情况



数据来源: 哔哩哔哩财报, 东北证券

**非游戏直播业务：私域特征明显，内容 pinlei 丰富，拓展空间巨大。**相比其他直播平台，哔哩哔哩一大特征是绝大多数 UP 主拥有属于自身的私域流量（比如粉丝群，后援会等等），因此直播可以形成天然的导流作用，是对哔哩哔哩内容生态的自然延伸，类似于内生型业务。哔哩哔哩 UP 主创作内容分类极广，直播内容也较为丰富，分区除了主流的二次元、游戏等，还包括学习区、科普区、生活区、户外、萌宠等栏目。同时，相比于抖音、快手等短视频平台，哔哩哔哩平均视频时长更长，5-10 分钟及以上的视频数超过 8000 分钟，UP 主更新频率有限。对于 UP 主来说，通过直播这种限制较少，碎片化场景的形式，能够和用户形成更高频率的互动，从而加强用户粘性。

图 48：B 站视频时长分布



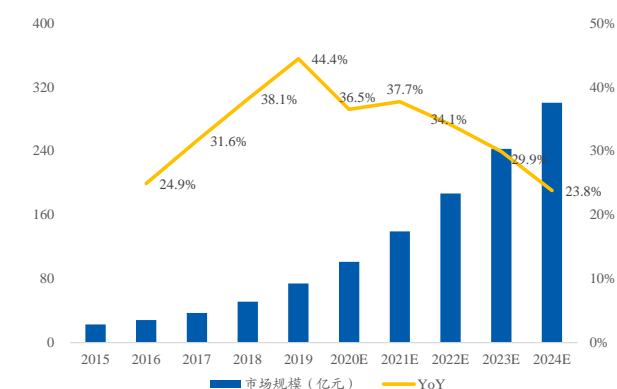
数据来源：公开资料整理，东北证券

### 4.3. 电商：盲盒手办热卖，生态优势是核心驱动力

目前哔哩哔哩的电商变现收入主要是来源于盲盒、手办等产品的销售，主要消费目标者是二次元用户。近年来盲盒热度高涨，行业发展正处于爆发期：根据 Mob 研究院估算，我国盲盒行业至少还会迎来 5 年的高速增长期，2024 年我国盲盒行业预计将达 300 亿元。此外，手办一直是 Z 世代群体所最热衷的潮玩之一，2019 年天猫《95 后玩家剁手力榜单》显示，手办消费同比增长 189.7%，烧钱指数位列第一。哔哩哔哩以二次元起家，自身具有天然的二次元生态和 Z 世代用户群体，与盲盒手办的核心消费群体（Z 世代大学生）契合度极高，预计 2021 年哔哩哔哩仍然会以盲盒、手办等与 B 站特色相契合的产品作为电商产品销售契合点获得电商增量收入。

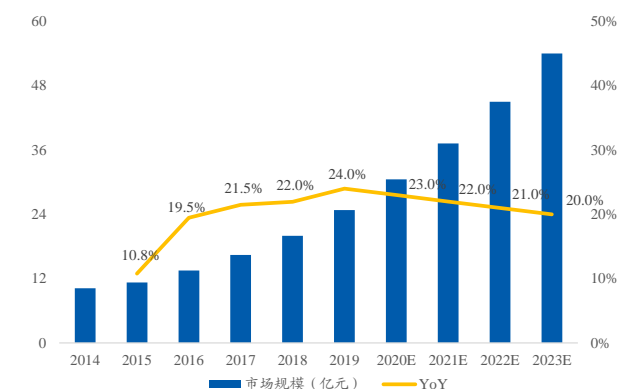


图 49：2015-2024 年中国盲盒行业市场规模



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

图 50：2014-2023 年中国手办行业市场规模预测



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

## 5. 投资建议：给予目标价 121.3 美元，维持“买入”评级

基于公司优质泛娱乐生态,我们预计公司 21/22/23 年收入分别为 190/276/402 亿元, Non-GAAP 归母净利润分别为 -42/-37/-12 亿元, 对应 Non-GAAP 每 ADS 收益为 -11.2/-9.6/-3.1 元。给予目标价 121.3 美元, 维持“买入”评级。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	4,678	4,072	4,484	6,234
限制性现金	0	0	0	0
定期存款	4,720	4,650	4,580	4,489
短期投资	3,357	4,566	5,191	5,814
应收账款	1,054	1,571	2,110	1,452
预付款项及其他流动资产	1,766	2,031	2,274	2,456
<b>流动资产合计</b>	<b>15,740</b>	<b>16,889</b>	<b>18,640</b>	<b>20,445</b>
固定资产	762	1,170	1,738	2,517
无形资产	2,357	3,442	5,321	7,459
其他非流动资产	5,007	6,521	7,186	7,843
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,126</b>	<b>11,133</b>	<b>14,245</b>	<b>17,819</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,866</b>	<b>28,022</b>	<b>32,885</b>	<b>38,264</b>
应付账款	3,074	4,366	6,024	8,193
应付职工薪酬	734	1,043	1,335	1,575
递延收入	2,118	2,959	3,391	3,957
其他流动负债	1,365	1,328	1,300	1,281
<b>流动负债合计</b>	<b>7,392</b>	<b>9,795</b>	<b>12,151</b>	<b>15,106</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,692</b>	<b>10,252</b>	<b>12,275</b>	<b>14,305</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,083</b>	<b>20,047</b>	<b>24,426</b>	<b>29,411</b>
股东权益合计	7,600	7,752	8,217	8,591
少数股东权益	182	222	242	261
<b>权益合计</b>	<b>7,782</b>	<b>7,974</b>	<b>8,459</b>	<b>8,852</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23,866</b>	<b>28,021</b>	<b>32,885</b>	<b>38,264</b>

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>11,999</b>	<b>19,026</b>	<b>27,605</b>	<b>40,227</b>
营业成本	-9,159	-14,482	-19,931	-27,757
<b>毛利</b>	<b>2,840</b>	<b>4,544</b>	<b>7,674</b>	<b>12,470</b>
销售费用	-3,492	-4,919	-6,198	-7,437
管理费用	-976	-1,803	-2,524	-3,230
研发费用	-1,513	-2,803	-3,504	-4,275
<b>营业利润</b>	<b>-3,141</b>	<b>-4,981</b>	<b>-4,551</b>	<b>-2,472</b>
其他收入	140	115	81	82
<b>税前收入</b>	<b>-3,001</b>	<b>-4,866</b>	<b>-4,471</b>	<b>-2,390</b>
所得税	-53	-87	-80	-43
<b>净利润</b>	<b>-2,947</b>	<b>-4,779</b>	<b>-4,391</b>	<b>-2,348</b>
归属母公司净利润	-3,012	-4,952	-4,550	-2,433
Non-GAAP 净利润	-2,619	-4,229	-3,628	-1,152
<b>Non-GAAP 归母净利润</b>	<b>-2,580</b>	<b>-4,244</b>	<b>-3,651</b>	<b>-1,184</b>
<b>Non-GAAP EPS（元）</b>	<b>-7.4</b>	<b>-11.2</b>	<b>-9.6</b>	<b>-3.1</b>

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>-3,054</b>	<b>-4,952</b>	<b>-4,550</b>	<b>-2,433</b>
固定资产折旧	327	352	382	411
无形资产摊销	1,395	1,465	1,611	1,772
其他现金调整项	598	0	0	0
运营资本变动	1,487	1,254	1,526	3,401
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>753</b>	<b>-1,881</b>	<b>-1,032</b>	<b>3,151</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-8,907</b>	<b>-10,497</b>	<b>-3,346</b>	<b>-4,754</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>8,335</b>	<b>11,772</b>	<b>4,790</b>	<b>3,353</b>
汇率变动	-466	0	0	0
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-285</b>	<b>-606</b>	<b>412</b>	<b>1,750</b>
现金及现金等价物期初余额	4,963	4,678	4,072	4,484
<b>现金及现金等价物期末余额</b>	<b>4,678</b>	<b>4,072</b>	<b>4,484</b>	<b>6,234</b>

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标（元）</b>				
每 ADS 收益	-7.3	-11.2	-9.6	-3.1
每股净资产	22.1	21.0	22.2	23.3
每股经营性现金流量	2.1	-4.9	-2.7	8.3

**成长性指标**

营业收入增长率	77%	59%	45%	46%
营业利润增长率	139%	60%	69%	62%
归母净利润增长率	134%	64%	-8%	-47%
Non-GAAP 归母净利润增长率	142%	65%	-14%	-68%

**盈利能力指标**

毛利率	24%	24%	28%	31%
Non-GAAP 归母净利率	-22%	-22%	-13%	-3%
Non-GAAP 归母 ROE	-33%	-53%	-43%	-13%
Non-GAAP 归母 ROA	-11%	-15%	-11%	-3%

**偿债能力指标**

资产负债率	67%	72%	74%	77%
流动比率	213%	172%	153%	135%
速动比率	189%	152%	135%	119%

**运营效率指标**

资产周转率	61%	73%	91%	113%
应收账款周转率	1334%	1450%	1500%	2259%

**估值指标**

P/E（倍）	-91.0	-59.8	-69.6	-214.5
P/B（倍）	30.2	31.9	30.0	28.7

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

**刘立喜:** 上海财经大学经济学博士, 上海交通大学&上汽集团管理学博士后, 现任东北证券组合策略分析师。曾任兴业证券研发中心分析师, 东北证券研究所汽车行业分析师等。具有20年证券研究从业经历。

**周路昀:** 新加坡大学量化金融专业硕士, 西南财经大学金融专业本科。现任东北证券海外组研究助理。2020年4月加入东证证券研究所。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034555	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dужиachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn