

## Z世代能量灌注，文化自信上升中

### 投资要点

- **事件:** 哔哩哔哩发布四季度业绩: 四季度实现营业收入增长 73.8%至 20.08 亿, MAU 单季度增长 2.4mn 至 130.3mn。公司毛利润同比增长 102%至 3.98 亿元; 净亏损同比扩大 103%至 -3.87 亿元。从业务来看, 游戏业务收入同比增长 22%至 8.7 亿元; 直播和增值服务收入同比增长 183%至 5.77 亿元; 广告业务收入增长 81%至 2.9 亿元, 公司非游戏收入占比提升至 56.6%, 破圈成效明显。
- **MAU 和专业内容生产者参与度双升:** 1) 2019 年四季度继续其高质量内容创作和活跃用户同比增加 40%, 达到 1.3 亿人, 移动端月活用户同比增加 41%, 达到 1.16 亿人。四季度达到 880 万人, 付费占月活用户比例再创新高, 达到 6.77%; 四季度正式会员数为 6800 万, 同比增长 50%。快速的用户群扩展为收入快速增长奠定了坚实的基础。管理层预测 2020 年末、2021 年末有望分别实现 1.8 亿和 2.5 亿 MAU。2) 2019 年留存率继续保持在 80%以上, 日均观看量达 7.1 亿, 同比增长 63%, 月均互动量达 24 亿次同比增长 141%, 人均日使用时长达 77 分钟。2) 分层式的内容生产者管理机制, 进一步加强视频社区的网络效应。2019 年四季度专业用户视频生产依然是公司业务的发展基础, 占比达到 B 站视频播放量的 91%。Q4 月均活跃内容生产者人数达到 100 万人, 同比增长 80%, 月均上传视频 280 万, 同比增长 66%。
- **游戏业务收入占比进一步降低, 流量货币化能力显现:** 1) 游戏收入占比 43.4%, 游戏总收入占目前游戏总收入的 25%, 公司不再依靠单一游戏 IP, 不断与行业领先游戏开发商合作, 利用二次元流量合作开发和变现。2) 引入顶级 IP 流量, 包括冯提莫和《英雄联盟》, 直播领域投入将带动平台用户变现的深化, 对标传统直播平台, 平台用户的渗透率及用户付费水平仍有巨大成长空间。3) 出圈效应将扩大投放主题, 广告投放方对于 B 站的品牌价值更加认可, 提高广告主投入水平。
- **试水线下跨年晚会, 曝光度喜人, 出圈更进一步。** 保留 ACG 文化与情怀, 文化多元融合主流内容拓圈吸引大众用户, 演出主题结合 UP 主、艺人、主播、虚拟歌姬、乐队, 内容涵盖古风、二次元、流行音乐、电竞游戏等, 迎合老用户的二次元情怀, 展现平台文化的包容性, 加强文化自信。
- **疫情刺激非接触式经济增长, 官媒引用 B 站优质内容加大防疫宣导, B 站影响力继续上升。** B 站视频播放量 2 月份平均水平达到每日 1300 万, 超过 1 月份最大值 25%, 预计 2020 年一季度将实现人均日使用时长的快速增长。人民日报等媒体多次引用 B 站视频, 进一步将 B 站带入主流视线, 有望进一步提升 B 站影响力。
- **风险提示:** 用户增速放缓风险、核心用户流失风险、UP 主活跃度下滑风险、付费用户渗透率下滑风险、互联网信息分布政策变更风险、内容监管风险、游戏版号获取风险、业务成本增加风险、市场竞争风险等。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
 执业证书: S1250517070001  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

分析师: 刘彦  
 执业证书: S1250515070002  
 电话: 023-67791663  
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

基础数据	13.23-29.28
52周区间(美元)	3.03
每股收益(美元)	3.28
总市值(亿美元)	78.94

### 相关研究

公司联运游戏占目前

# 1 用户量社区粘性双升，巨量长尾 PUGC 稳步放量中

哔哩哔哩是中国领先年轻一代网络娱乐的标志性品牌。最初是一个以动画、漫画和游戏为核心的内容社区，逐渐发展成为一个全方位的网络娱乐世界。通常被粉丝们称为“B 站”。公司是全方位的多媒体平台，提供全方位的娱乐内容，包括 PUG 视频、授权视频、直播、短视频、博客以及手机游戏。

**用户专注度持续提升。**2019 年四季度继续其高质量内容创作和用户增长计划，全年月活用户同比增加 40%，达到 1.3 亿人，移动端月活用户同比增加 41%，达到 1.16 亿人；月付费人数在四季度达到 880 万人，付费占月活用户比例再创新高，达到 6.77%；四季度正式会员数为 6800 万，同比增长 50%。快速的用户群扩展为收入快速增长奠定了坚实的基础，公司主体消费者为 Z 时代人群，其娱乐消费价值增速超越了中国在线娱乐市场的平均水平。用户粘性极高，2019 年留存率继续保持在 80% 以上，日均视频观看量达 7.1 亿同比增长 63%，月均互动量达 24 亿次同比增长 141%，人均日使用时长达 77 分钟（不包括游戏、动漫和猫耳 FM）。2020 年 Q1 受疫情影响，人们被迫在家隔离导致对室内娱乐需求呈井喷式的出现，对线上内容平台形成实质性利好。

**分层式的内容生产者管理机制，进一步加强视频社区的网络效应。**2019 年四季度专业用户视频生产依然是公司的业务的发展基础，占比达到 B 站视频播放量的 91%。Q4 月均活跃内容生产者人数达到 100 万，增长 80%，月均上传视频 280 万，同比增长 66%。2020 年 1 月在上海举办的哔哩哔哩“百大 up 主”颁奖典礼持续提高 UP 主和用户的现实互动，逐步释放商业价值；“创作激励计划”已覆盖 22 万内容创作者助力快速成长；新星计划帮助新 up 主产生更高品质的内容生产；简易的视频创作工具易于普通用户创建视频等素材。

随着移动设备的发展和 5G 技术的成熟，短视频行业将成为消费互联网的最大受益者之一，未来三年消费者规模将达 8-9 亿量级，基于平台的 5 年专业用户视频生产运营经验和不断升级的算法和操作能力，高质量用户和用户的高渗透性将为未来精细化的流量变现打下基础。

图 1：公司 MAU 情况及增速（百万人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 MPU 情况及增速（百万人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

**业务增长情况：**哔哩哔哩 2019 财年总营收达 67.8 亿元人民币，同比增长 64%，其中第四季度营收同比增长 74%，达 20.1 亿元人民币。17-18 年间年 B 站仍然呈现出营收模式单一，过度倚重于移动游戏的情况，如今对游戏业务的依赖度下降，平台优势逐渐提升，其游戏之外的直播、广告领域商业化进展加快，并在四季度将非游戏业务收入同比增长 157%，占总营收比重 57%，这也是非游戏业务的收入占比首次超过游戏收入。

**四季度游戏业务收入同比增长 22% 至 8.7 亿元。**《Fate/Grand Order》月收入小幅回弹及新发布手游上线推动季度增长；但游戏业务环比 2018 年下降 7%，游戏季节性因素和游戏版号发放影响游戏季度营收。随着 2020 年游戏版号正常发放和公司储备的游戏爆款，公司移动市场游戏份额继续扩大。公司四季度旗下新上线产品有《妃十三学园》、《A3! 满开剧团》以及《双生视界》、《战双帕弥什》，其中《双生视界》表现最佳，上线初期就登顶 iOS 游戏免费榜、并且在畅销榜中排名第六。

新游戏储备方面，我们预计目前公司约有 30 多款产品在准备阶段。目前我们预计今年上线产品中有望成为爆款游戏的几款产品包括手游《公主连结 Re:Dive》、页游《一血万杰》、手游《桃源乡》和手游《Dead Cells》。截止目前公司共获得手游版号 5 款，分别为《一血万杰》、《梦想养成计划》、《寄居隅怪奇事件簿》、《战刻夜想曲》、《公主连结 Re:Dive》，总体来看公司 2020 年独代游戏产品数量将大幅提升，与游戏开发商的深入合作，将帮助游戏业务彻底摆脱过去过渡依赖核心产品《Fate/GO》收入表现的境地。

**直播和增值服务方面收入达 5.7 亿元，同比增长 183%，环比增长 26%。**收入结构上，娱乐和游戏直播收入配比相当；观看量上，游戏直播占据 2/3；主播的结构上也与普通平台不同，50% 的直播者同时是 up 主、具有固定的粉丝群体，整体的付费率明显高于其他直播平台。直播业务收入中，平台和主播的分成比例为 25:75，导致直播业务毛利率显著低于传统直播平台，B 站的直播业务短期仍处于起步阶段，我们认为这种毛利率短期不会有很大调整，但长期将逐渐提升甚至趋同与传统行业水平。

2019 年引入大的 IP 流量，包括冯提莫、《英雄联盟》其世界赛中国大陆地区独家外部直播平台，内容方面依然偏重 UGC 主题，符合直播的主要受众的兴趣。公司未来继续加码直播领域将带动平台用户变现的深化，对标传统直播平台，平台用户的渗透率及用户付费水平仍有巨大成长空间。

**广告收入快速增长，同比增长 80.6% 至 2.89 亿元，环比增长 17%。**随着流量的增加，广告投放方对于 B 站的品牌价值更加认可。1) 品牌广告投放加速，B 站成为品牌方针对年轻人营销的主阵地，UP 视频效果种草初见成效，其表达方式更易接受。2) 继双十一、双十二购物活动与淘宝、天猫整合营销计划的成功，由淘宝聚划算赞助的哔哩哔哩“2019 最美的夜”新年晚会不断拓展用户人群，出圈效应将扩大投放主题，提高广告主预算。

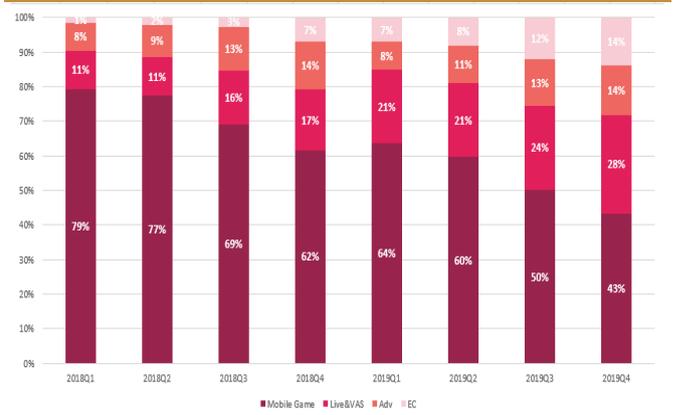
**电商方面是 B 站增长最迅速的业务板块，同比增长 240.6%，环比增长 22.1% 至 2.26 亿元。**这得益于电商平台“会员购”业绩的提升。B 站自身对于 up 主的分层运营战略，积极推广电商运营的尝试，帮助流量变现，同时开设了售卖手办、周边、演出或漫展门票等产品的哔哩哔哩会员购的活动。

图 3：公司季度营业收入及增速（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司季度营业收入业务细分



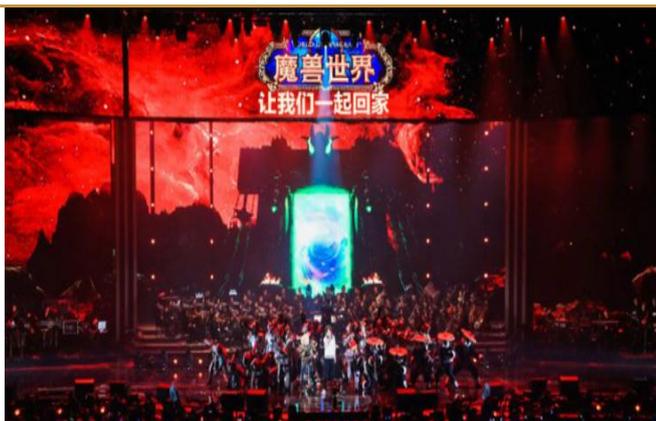
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 与其出圈，不如说是文化自信带来的影响力提升

12月31日晚，B站在2019年首次试水线下新年晚会，当晚平台播放量3674万，直播同时在线观看8000万次，回放视频播放量达到9000多万次，弹幕总数接近300万条，全网曝光超过50多亿。对比主流卫视平台跨年晚会的观看人次分别为江苏卫视为3456万、湖南卫视为3072万、东方卫视为2508万、央视为2432万，展现了其拓圈效果和品牌价值。

**ACG文化的独特标签，夯实Z时代用户。**开场舞以魔兽世界为主题的《欢迎回到艾泽拉斯》、英雄联盟主题曲《涅槃》、虚拟歌姬乐正绫演唱的作品《九九八十一》和哔哩哔哩漫画匠心出品的原创概念曲《天地有道》等等都在保留B站新春晚会不同于其他晚会的文化差异，保留其二次元特点，继续迎合老用户。

图 5：开场舞《欢迎回到艾泽拉斯》



数据来源：bilibili网站，西南证券整理

图 6：理查德·克莱德曼演奏《哈利波特》主题曲



数据来源：bilibili网站，西南证券整理

文化多元融合，“出圈”拓展用户群。知名钢琴表演艺术家理查德·克莱德曼演奏《哈利波特》主题曲，RAP歌手GAI周延演唱《哪吒之魔童降世》主题曲，旧北乐队演唱其创作的《人生一串》主题曲，周深演唱《千与千寻》主题曲、胡彦斌演唱《我为歌狂》主题曲、周笔畅演唱《流浪地球》推广曲《去流浪》，B站正用其版权IP以及其他影视IP等提供优质内容，勾连起每个普通人的情绪，并以跨年晚会的形式重现相关主题，第一时间带动粉丝回

到作品留下的记忆和情绪之中。二次元洛天依、钢琴王子理查德·克莱德曼和央视名嘴朱广权等等不同的人物元素能够出现在同一个舞台上，可以说 **B 站在内容生产层面解决了文化兼容性的问题，已经走出二次元的边界，带着“文化自信”向着三次元的天花板天元突破。**明星流量入驻，用户的群体基数将继续扩大，2019 年至今，众多明星在 B 站开设自己的个人账户，包括欧阳娜娜、朗朗、张靓颖等广受 B 站喜爱的娱乐圈明星，部分明星在 B 站进行了个人生活的分享和视频内容的独家创作，与粉丝在平台上形成深层互动，该趋势将持续拓展用户深度。

图 7：明星内容创作



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2019 年入驻明星



数据来源：公司公告，西南证券整理

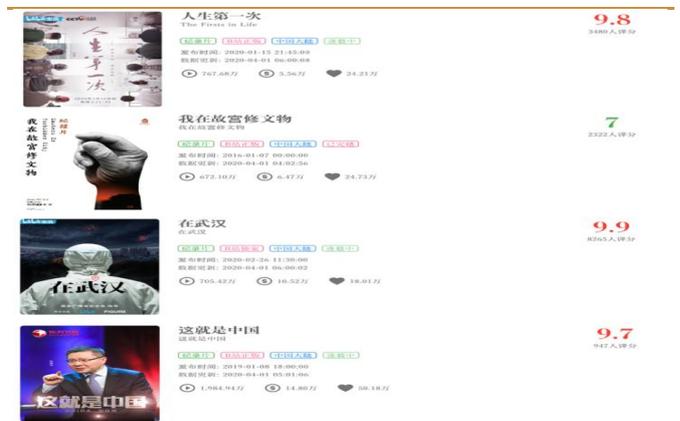
官媒和哔哩哔哩内容结合，引导民间自发的宣传“文化自信”，编织更广的传播网络。哔哩哔哩新年晚会与新华网合作举办，举办后便获得人民日报等诸多官媒点赞。同时，“央视新闻”“共青团中央”“人民网”和“央视纪录”等官方账号先后入驻 B 站；人民日报与 B 站联合发起的媒体融合公益基金，尝试从基础上解决媒体融合发展过程中存在的人才培养、内容激励等方面的问题。文化类的《我在故宫修文物》、政论类的《这就是中国》、生活类的《人生第一次》和疫情相关的《在武汉》等纪录片都由官方媒体与 bilibili 联合出品拍摄，均在 B 站的平台上播放超百万。B 站和传统媒体以内容创作的方式结合，以平易近人的方式宣扬中国传统文化和主流价值观，打破文化程度和年龄的隔阂，在用户群体中爆炸式传播。传统媒体与 B 站尝试契合“文化自信”的主题，编织最大范围的受众传播生态网络，从而占据更多的用户群体和增长潜能，提高传播的规模效应和长尾效应。

图 9：主要官媒后台关注情况



数据来源：bilibili 网站，西南证券整理

图 10：官方合作纪录片播放情况



数据来源：bilibili 网站，西南证券整理

### 3 疫情下，B 站进一步得到主流媒体的认可

**B 站非接触式经济展现蓬勃生机。**疫情影响下，非接触式经济扩大了其生存的场景，大多数文娱、会议等都放置于线上进行。B 站视频播放量 2 月份平均水平达到每日 1300 万，超过 1 月份最大值 25%，预计 2020 年一季度将实现人均日使用时长的快速增长。部分毕业生班级使用 B 站平台开设直播间，公司使用 B 站平台举办发布会等活动。

**B 站 UP 主上传武汉 Vlog 视频，用镜头消除社会恐慌情绪和疫情谣言。**主要 UP 主如“林晨同学”、利用 B 站平台发布武汉的生活场景，播放量达到展示武汉生活的真实一面，带来警惕的同时，也反击了谣言。人民日报等媒体引用 B 站视频，进一步将 B 站带入人们的视线，B 站影响力再升级。众多 B 站 UP 主，例如食贫道等，采用和央视媒体合作的方式在武汉进行真实生活的拍摄，传递抗疫过程中的点滴小事，用镜头传达信息与爱。B 站也通过这次疫情获得关注度，官方媒体和 B 站的内容创作愈加频繁，将进一步带动流量的上升。

图 11：人民日报转载 B 站平台视频



数据来源：人民日报微信公众号，西南证券整理

图 12：疫情期间央视新闻与 B 站 UP 主内容合作



数据来源：bilibili 网站，西南证券整理

### 4 风险提示

用户增速放缓风险、核心用户流失风险、UP 主活跃度下滑风险、付费用户渗透率下滑风险、互联网信息分布政策变更风险、内容监管风险、游戏版号获取风险、业务成本增加风险、市场竞争风险等。

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn