创作者的时代，拥抱 UGC 视频内容崛起

——从 YouTube 看 B 站的空间及潜力

首次报告

【公司·证券研究报告】

核心观点

- **注意力是数字时代的货币，以 UGC 为主的开放平台是未来发展趋势。**我们认为，Youtube 深刻改变了传媒和娱乐产业，改变了生产、分发和消费媒体的主体，创造了 MAU19 亿的高流量产品,是全球领先的 UGC 视频平台。
- **B 站与 Youtube 的相似性：1）内容生态，**二者均为 5-10 分钟中短视频为主，PUGC/UGC 流量占比 80%以上，自由分发机制；**2）受众人群，**二者均受年轻人喜爱，youtube 在美国年轻用户覆盖率达 94%，B 站 82%的用户均为 Z 世代；**3）社交方式，**区别与传统 PGC 视频平台，两者均基于 UGC 内容形成的社区生态，带来更强的互动性和用户黏性（尤其 B 站弹幕生态）。
- **自由分发机制、向创作者付费、全年龄段、互联网成本下降四大因素推动 Youtube 成为全球社区社交头号产品。**1）Youtube 是最早及最大的免费全球视频分发产品，2017 年每分钟超过 400 小时的视频上传到 youtube；2）最早持续向创作者付费（2007 年起，55%广告收入分成给作者），收入分成体系给予创作者更多持续创作好内容的动力；3）全年龄段，youtube 与新闻、体育、政治等诸多 PGC 内容机构合作，满足全年龄段用户需求；4）互联网成本下降、智能手机普及从供给需求两端催生内容爆发。B 站逻辑与其相似，产品流量有望持续增长。以 Youtube 为参考，考虑仅年轻人/全年龄段两种情况，我们预计 B 站 MAU 有望达 3 亿，B 站用户数具有很大潜力，。
- **结论：用户数量和商业模式的演化是决定 B 站商业价值的核心因素和争议点。B 站仍处于商业化早期，游戏、广告、直播及增值服务均有潜力。**B 站目前人均 ARPU 值仅 3.0 元/月，变现潜力仍有较大提升空间。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2018-2020 年每股营收入分别为 14.8/21.1/27.5 元/股。由于 B 站仍处于商业化初期，净利润为负，营收有较大增长空间。采用“市销率法”进行估值，可比公司 19 年平均市销率 5.1 倍，给予公司 19 年 5.1 倍市销率估值，目标价为 107.6 元/股（即 15.50 美元/股），首次给予买入评级。

风险提示

- 行业监管加剧、行业竞争加剧、新游流水不及预期

2.

公司主要财务信息

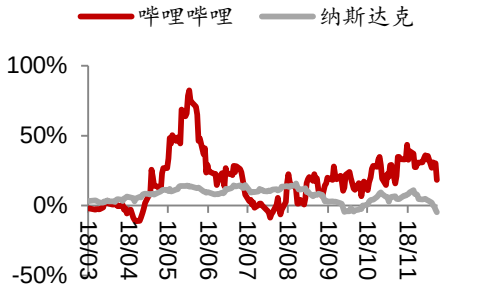
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	523	2,468	4,103	5,861	7,646
同比增长	*299%*	*372%*	*66%*	*43%*	*30%*
税前利润（百万元）	-908	-174	-581	-277	299
同比增长	*-145%*	*81%*	*-232%*	*52%*	*208%*
归属母公司净利润（百万元）	-1,185	-571	-609	-305	254
同比增长	*-108%*	*52%*	*-7%*	*50%*	*184%*
每股收益（元）	-20.42	-8.17	-2.19	-1.10	0.92
税前利润率	-174%	-7%	-14%	-5%	4%
净利率	-226%	-23%	-15%	-5%	3%
净资产收益率	-	-	-26%	-5%	4%
市盈率（倍）	-	-11.6	-43.4	-86.8	103.9
市净率（倍）	-	-	3.91	4.10	3.94

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券 ORIENT SECURITIES

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价（2018 年 12 月 26 日）	13.70 美元
目标价格	15.50 美元
52 周最高价/最低价	22.70/9.09 美元
总股本/流通美股（百万股）	278/278
美股市值（亿美元）	38.20
国家/地区	中国
行业	互联网与传媒
报告发布日期	2018 年 12 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-6.9	-2.2	-3.3	-
相对表现（%）	-0.1	6.9	8.4	-
纳斯达克（%）	-6.7	-9.1	-11.7	5.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888-6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

联系人 高博文
021-63325888-6089
gaobowen@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1．以视频分享为载体的 UGC 内容社区 6
1.1．全球最大的视频分享社区——YouTube 6
1.2．相似点：内容生态、受众人群及社交方式 7
1.2.1. 内容生态：基于 UGC/PUGC 为主的短中视频 8
1.2.2. 受众人群：更受年轻用户喜欢，YouTube 更广泛 10
1.2.3. 社交方式：多形式营造流量闭环，弹幕社区性更强 12
2．用户天花板：UGC 娱乐消费的边界 15
2.1. YouTube：激励机制、国际化、全年龄化和技术迭代 16
2.2. B 站：内容多元化、投稿便捷化促进增长 19
2.3. 空间测算：用户数天花板有望达 3 亿 22
3．商业模式：仍处于商业化初期，具有提升空间 23
3.1. YouTube：以高分成的可跳过插播广告为主 23
3.2. B 站：移动游戏商业化成熟，广告及增值服务快速增长 27
3.2.1. 移动游戏：以二次元 IP 为核心的精准运营 28
3.2.2. 广告：信息流与定制广告齐头并进 30
3.2.3. 直播及增值服务：年轻用户付费意愿高，打通会员体系 32
4．盈利预测与投资建议 35
4.1. 盈利预测 35
4.2 投资建议 36
风险提示 36

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

表 1：YouTube 的发展全纪实 6
图 1：美国成年人社交网络使用情况 7
图 2：YouTube 广告净收入（2015,-2018，亿美元） 7
图 3：B 站内容生态体系 8
图 4：B 站对不同级别 Up 主扶持计划 8
表 2：YouTube 与 B 站 TOP 10 Up 主对比 9
图 5：YouTube 上视频上传类目占比（2016） 10
图 6：YouTube 上视频下载类目占比（2016） 10
图 7：B 站各分区累计播放量占比情况 10
图 8：18Q3 B 站频道播放量排名 10
图 9：YouTube 成年用户年龄分布（2015） 11
图 10：美国各社交网络不同年龄段覆盖情况 11
图 11：B 站用户年龄结构 11
图 12：B 站用户入站时平均年龄结构 11
图 13：YouTube 社交方式（1）—— 视频下评论 12
图 14：YouTube 社交方式（2）—— Up 主动态 12
图 15：YouTube 社交方式（3）—— 直播实时互动 13
图 16：YouTube 社交方式（4）—— 移动端聊天分享 13
图 17：B 站社交方式（1）—— 弹幕和文字符号 14
图 18：B 站社交方式（2）—— 动态 14
图 19：B 站社交方式（3）—— 评论 14
图 20：B 站社交方式（4）——直播 14
图 21：美国月活用户前十大 APP（万） 15
图 22：美国 OTT 观看时长占比（2017） 15
图 23：YouTube 广告净收入（2015,-2018，亿美元） 16
图 24：不同粉丝级别博主收入情况 16
图 25：YouTube 全球化进程 17
图 26：YouTube App 总榜单排名 17
图 27：YouTube 美国覆盖率 18
图 28：美国各社交网络不同年龄段覆盖情况 18
图 29：每分钟上传到 YouTube 的视频长度（小时） 19
图 30：全国流量均价（元/G）及环比降幅（%） 19
图 31：移动互联网接入流量及户均流量（M/月） 19
表 3：B 站热播国产纪录片 20

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 32：B 站大家车言论 21
图 33：B 站二手车知识大讲堂 21
图 34：B 站投稿需要通过会员答题测试 22
图 35：B 站投稿量情况（单位：千/月） 22
图 36：中国网民年龄结构划分（2018.06） 22
表 4：B 站用户空间敏感性测试（亿） 23
图 37：YouTube 广告净收入（2015,-2018，亿美元） 24
图 38：YouTube TV 收入预测 24
图 39：美国营销人员广告投放意愿情况（2016） 24
图 40：不同粉丝级别博主收入情况 24
图 41：报头式广告（Masthead Ads） 25
图 42：探索式广告（Discovery Ads） 25
图 43：展览式广告（Display Ads） 25
图 44：覆盖式广告（Overlay Ads） 25
图 45：可跳过的插播式广告（Skippable Video Ads） 26
图 46：不可跳过的插播式广告（Non-Skippable Video Ads） 26
图 47：缓冲式广告（Bumper Ads） 26
图 48：赞助卡片（Sponsored Cards） 26
表 5：主流视频网站广告类型对比 27
图 49：B 站季度收入构成（百万） 28
图 50：移动游戏涉及研发、独代、联运 28
图 51：B 站游戏收入构成（2017 年） 28
图 52：中国 IOS 畅销榜排名数据 29
图 53：FGO 日本 IOS 畅销榜排名数据 29
表 6：哔哩哔哩自研/独代游戏梳理（含即将上线） 30
图 54：B 站广告业务快速增长（百万） 31
图 55：B 站移动端信息流广告 31
图 56：B 站信息流广告开拓手游等行业 31
图 57：B 站知名 Up 主谷阿莫相宜本草广告 32
图 58：定制广告视频的相关评论 32
图 59：B 站月付费用户数（万） 33
图 60：B 站直播及增值服务收入（百万） 33
表 7：B 站大会员特权 33
图 61：18 年 11 月各直播平台日均开播量（万） 34
图 62：18 年 11 月各直播平台主播日均收入（元） 34
图 63：互联网垂直领域月活用户数（万） 34

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 64：互联网公司静态 trailing 12months ARPU 值（元/月）.....34
表 8：可比公司主要数据及估值.....36
表 9：B 站新游流水对每股营业收入敏感性分析.....36

1. 以视频分享为载体的 UGC 内容社区

***用户数量的天花板*和*商业模式的演化*是决定现阶段 B 站商业价值的核心因素和争议点。**我们试图通过分析海外视频分享巨头 YouTube 的成长路径和商业模式给予 B 站未来发展路径和空间借鉴，如果说 09-13 年期间是 B 站的 1.0 时代，用户群体集中于核心二次元、社区定位于小众的亚文化；那么 B 站的 2.0 时代（14-18 年），用户群体已经扩大为广泛的“Z 世代用户”（或者说是泛二次元用户）、社区定位也变化成涵盖生活、游戏、科技等众多细分领域的兴趣社区。**YouTube 是全球最大的视频分享社区，仅次于 Facebook 的全球第二大社交网络，作为与 B 站最为相似的海外巨头——以视频分享为载体的 UGC 内容社区，具有很强的借鉴和指导意义。**

1.1. 全球最大的视频分享社区——YouTube

YouTube 成立于 2005 年 2 月，由三名 Paypal 前雇员查得.贺利、陈士骏、贾德.卡林姆创建，本意为“***方便朋友之间分享视频***”，后来渐渐成为“***网友们的回忆存储库和作品发布场所***”。YouTube 允许用户上传、查看、评论、分享视频及订阅 Up 主，它提供各种 UGC 和 PGC 视频，包括视频剪辑、电视节目、音乐视频、纪录片、电影预告片和直播等多种形式视频内容。

表 1：YouTube 的发展全纪实

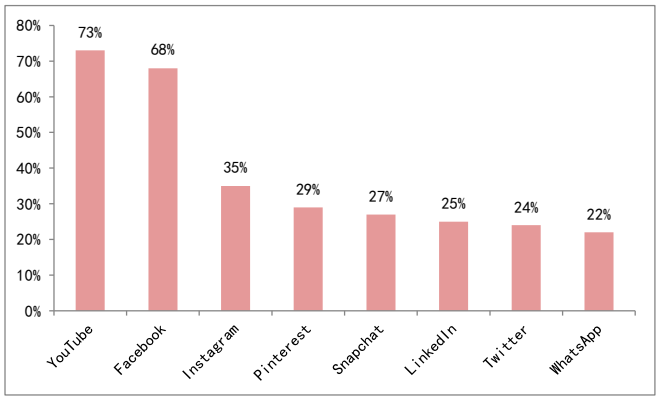
时间	发展历程
2005 年	2 月，灵感取自“一段瑞典修车工人用手机拍摄的印度洋海啸视频”，YouTube 正式成立，迅速超越同类型的 MSN Video 与 Google Video 等
2006 年	1 月，有用户在 YouTube 上发布 MBC 的“Lazy Sunday”节目，引发 YouTube 与传统媒体版权冲突，开启视频网站与传统媒体、专业内容生产者合作之路 10 月，Google 以 16.5 亿美元收购 YouTube，同时 Google 与环球唱片、SonyBMG 及华纳音乐等公司达成内容授权及保护协议
2007 年	5 月，Yotube 推出“***合作伙伴计划***”，用户可以通过上传视频获得收入（55%的广告收入） 7 月，YouTube 与 CNN 合作报道 2008 年美国大选前的候选人公开辩论 8 月，Google 开始 YouTube 的商业化进程，第一个广告是半透明的“横幅广告”
2008 年	11 月，YouTube 与迈克尔梅公司、狮门娱乐和哥伦比亚广播公司达成协议，允许其播放完整的电影和电视剧
2009 年	11 月，贾斯汀.比伯发布自己的第一张专辑《My World》走红，成为从 YouTube 上被发现走红的大众偶像。贾斯汀在 2007 年底，为了让一些不能出席他表演的家人看到表演，将视频上传至 YouTube，后被经纪公司关注
2010 年	1 月，为对抗 Netflix，YouTube 开始提供影片的有偿观看服务 3 月，YouTube 开始免费提供体育赛事转播，如印度超级板球联赛（全球第一个免费在线广播的体育赛事） 12 月，“阿拉伯之春”开始，大量示威者通过 YouTube 制作和上传视频，获得全球声援，YouTube 成为***新闻/热点事件/政治示威的重要展示平台***
2011 年	4 月，YouTube Live 上线，允许用户边拍摄边上传视频
2012 年	7 月，YouTube 全程参与播放伦敦奥运会，***体育赛事***成为 YouTube 重要内容 8 月，YouTube 与纽约时代周刊等众多传统媒体合作，全程参与美股大选
2013 年	3 月，YouTube 用户首次突破 10 亿
2014 年	11 月，YouTube 推出音乐订阅服务
2015 年	2 月，YouTube 推出 YouTube Kids 8 月，YouTube 推出专门针对游戏视频和直播的平台 YouTube Gaming（2018 年 9 月被淘汰）

	10 月，YouTube 推出 YouTube Red 订阅会员服务，提供原创自制剧和无广告的会员服务
2017 年	8 月，Youtube 加强***社交功能***，可以邀请联系人群聊（可容纳 30 人），并可分享视频至群聊

资料来源：维基百科，新浪科技，东方证券研究所

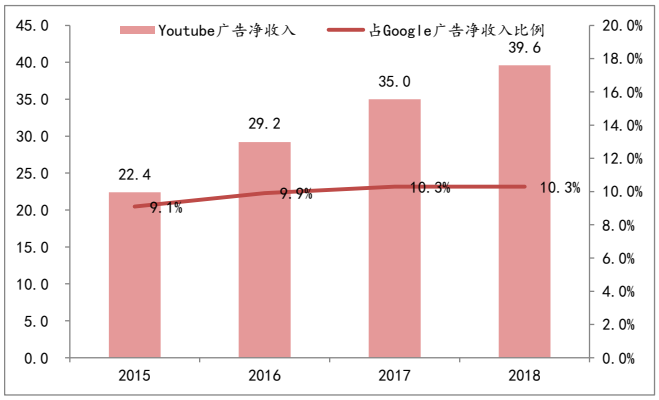
截止 2018 年 7 月，YouTube 拥有 19 亿注册月活跃用户，每天观看时长超过 1.8 亿小时。根据 Pew 研究中心调查显示，YouTube 是美国成年人（18 岁以上）覆盖最广的社交网络之一，约 73%的受访者使用过，高于 Facebook 68%的覆盖率。此外，尽管 Google 并未正式披露过 YouTube 的收入，根据 eMarketer 预测，2018 年 YouTube 广告净收入达 39.6 亿美元（按照 45%分成比例计算，广告收入约 88 亿美元），占 Google 广告净收入的 10.3%，约占 Netflix 收入的 56%，盈利能力强劲。

图 1：美国成年人社交网络使用情况



资料来源：Pew Research Center，东方证券研究所

图 2：YouTube 广告净收入（2015,-2018，亿美元）



资料来源：eMarketer，东方证券研究所（净收入，剔除 TAC、CAC 等分成）

作为全球最大的视频分享社区，YouTube 拥有广泛的用户群体和成熟的商业模式。相比之下，B 站仍聚焦于一二线的“Z 世代”用户，盈利模式以“手游渠道和运营”为主（波动性较大），具有较大的提升空间。接下来，我们将进一步分析二者的可比性，从而论证“YouTube 对 B 站的借鉴意义”。

1.2. 相似点：内容生态、受众人群及社交方式

我们分别从***内容生态***、***受众人群***及***社交方式***三个维度阐述 YouTube 与 B 站的相似之处。1）内容生态方面，YouTube 与 B 站都是***基于 UGC/PUGC 为主的短中视频内容生态***，涉及生活、娱乐、游戏动漫等诸多领域（YouTube 在时政、新闻、体育等方面也有丰富的内容）；2）受众人群方面，YouTube 与 B 站都***深受年轻用户喜爱并且在年轻群体中有较高的渗透率***（B 站整体渗透率仍较低，成年人群覆盖更小）；3）社交方式方面，YouTube 和 B 站都有***评论、动态、直播等互动方式***（B 站的社交属性更强，弹幕形式为核心用户提供了更完善的沟通协议，更具群体性的社交方式）。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2.1. 内容生态：基于 UGC/PUGC 为主的短中视频

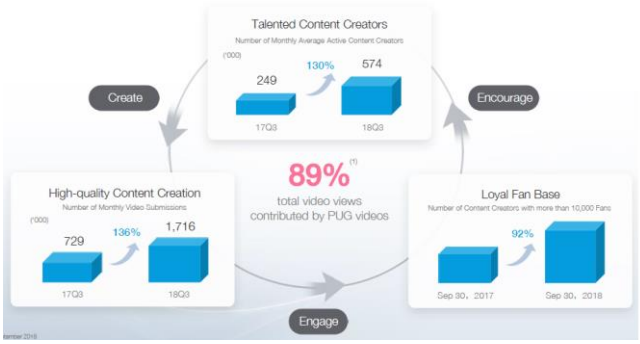
YouTube 和 B 站都是***基于 UGC/PUGC 为主的短中视频内容生态的社区***，这与 PGC 内容的高度集中不同，整体***内容生态更为长尾***、***与粉丝的互动更为短平快***、***内容也更容易进化***。

从播放量/时长上看，以 UGC/PUGC 为主的内容生产和消费。B 站 89%的视频播放量来自于 PUGC 视频（专业用户生产内容），平均播放时长约 5-10 分钟为主。YouTube 并未披露过相关播放量信息，而 YouTube 与诸如 CBS、ABC、NBC 等超过 40 家电视台进行内容合作，由此我们推测，YouTube 上 UGC 内容的投稿占比可能略低于 B 站，但整体仍以 UGC 内容为主，根据 Comscore 披露，平均播放时长约 3.7-4.7 分钟。

从 Up 主数量上看，依赖于海量 Up 主进行内容创作。截止 2018Q3，B 站月度活跃内容创作者 57.4 万（同比增长 130%），月均新增视频 171.6 万（同比增长 136%），其中万粉以上 Up 主数量增长 92%；Youtube 的博主数量超 5,000 万，2017 年每分钟有 400 小时的视频上传，如果按 B 站视频平均 10 分钟计，每分钟约 4.5 小时视频上传）。

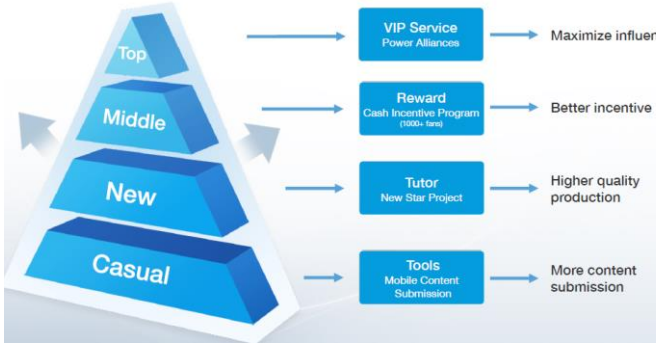
从创作扶持政策上看，以分成方式激励 Up 主/博主创作。我们认为这点对 Youtube 能成功至关重要。Youtube 在 2007 年就推出了“合作伙伴计划”，将广告收入分成推广到所有类型的创作者，而不只是知名的媒体公司。YouTube 的博主均可以享受广告收入 55%的分成收益，这点能让内容生产者有稳定的收入，持续生产好的内容，形成了内容社区的闭环。2018 年起，B 站也陆续开始了 Up 主现金激励计划、基于广告合作的绿洲计划、互选广告等。

图 3：B 站内容生态体系



资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 4：B 站对不同级别 Up 主扶持计划



资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

我们进一步分析 YouTube 和 B 站的 TOP 10 Up 主发现：二者***头部创作者所属领域相似***、***粉丝数量相对较为小***。**1）头部创作者多为“游戏和搞笑”类型，**其中 YouTube 中游戏频道博主 4 个、搞笑频道博主 2 个，B 站游戏类型 Up 主 5 个，搞笑类型 Up 主 3 个。**2）创作者分布较为扁平，社区稳定化程度高，**我们发现，YouTube 的头部博主粉丝数 1400-6600 万，占比仅 1-3%（以 19 亿月活用户计），平均视频播放量 400 万-几千万；B 站的头部 Up 主粉丝数 200-400 万，占比仅 2-4%（以 9300 万月活用户计），平均视频播放量 50-200 万。从流量角度看，二者 Up 主粉丝分布相对扁平，内容生态对头部 Up 主依赖较小；**3）粉丝互动频率更为频繁，**不同于微博、Facebook

等传统社交媒体，YouTube 和 B 站的粉丝更“干”。18 三季度 B 站月均互动次数达 11 亿次（yoy+305%），单月用户的互动次数达 11.8 次（Q1 仅 3.8 次）。

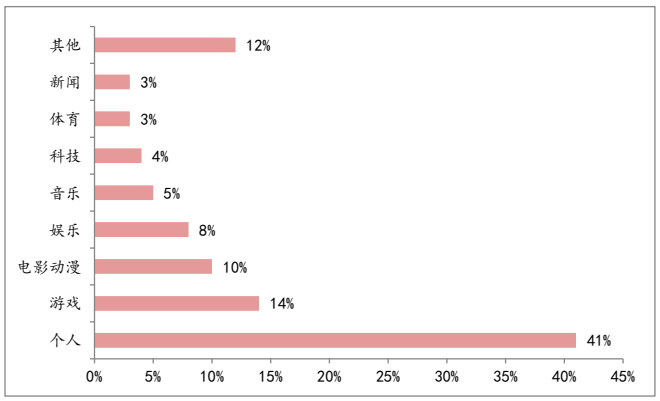
表 2：YouTube 与 B 站 TOP 10 Up 主对比

	YouTube					Bilibili			
	博主	收入（美元）	领域	视频数	订阅数（万）	Up 主	领域	视频数	订阅数（万）
1	Dan TDM	1650 万	游戏	2931	2033	敖厂长	游戏	266	422
2	Vanoss	1550 万	游戏	868	2366	Papi 酱	搞笑	152	399
3	Dude	1400 万	运动	187	3489	LexBurner	搞笑	249	361
4	Markiplier	1250 万	游戏	4210	2191	渗透之 C 君	游戏	211	314
5	Logan Paul	1250 万	网红	566	1853	伊丽莎白鼠	鬼畜	73	311
6	PewDiePie	1200 万	游戏	3618	6660	柚子木字幕	翻译	1.1 万	267
7	Jake Paul	1150 万	网红	697	1712	某幻君	游戏	122	251
8	Smosh	1100 万	搞笑	1011	2352	谷阿莫	搞笑	696	225
9	Ryan	1100 万	玩具	1161	1636	起小点是大腿	游戏	823	221
10	Lilly Singh	1050 万	搞笑	743	1433	纯黑爷	游戏	352	213

资料来源：YouTube，Bilibili，福布斯，东方证券研究所（YoTube 博主排名为福布斯 2017 年排名，B 站 Up 主排名为按照粉丝数排名）

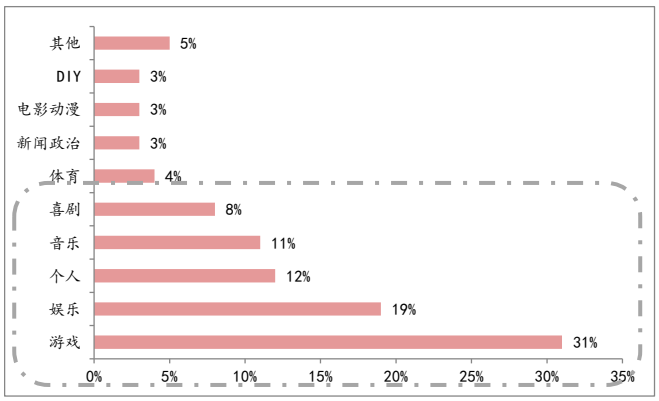
除了内容生态、创作者结构上，YouTube 和 B 站在内容类型上也有较强的一致性。从下载量上看，YouTube 上前五大频道分别是游戏（31%）、娱乐（19%）、个人（12%）、音乐（11%）、喜剧（8%）；B 站上播放量角度前五大分区（累计播放量）分别是生活（23%）、游戏（23%）、娱乐（10%）、影视（8%）、番剧（7%），二者均以游戏、生活、娱乐为主（占据 50%以上的播放量）。此外，***分区播放量的排列是用户自然选择的结果***，***YouTube 和 B 站都有着强大的进化能力和正反馈***——用户发现喜欢的视频类型而订阅 Up 主，Up 主创作用户喜欢的视频类型。

图 5：YouTube 上视频上传类目占比（2016）



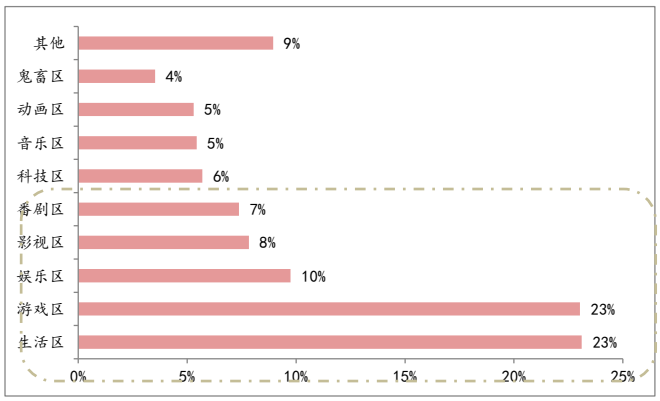
资料来源：idafrica，东方证券研究所

图 6：YouTube 上视频下载类目占比（2016）



资料来源：idafrica，东方证券研究所

图 7：B 站各分区累计播放量占比情况



资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所（截止 2018.10）

图 8：18Q3 B 站频道播放量排名

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

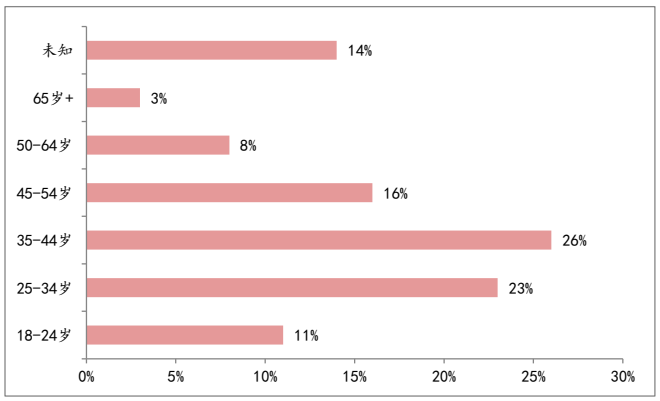
基于 UGC/PUGC 为主的短中视频内容生态是 YouTube 和 B 站的核心运行机制，从而在创作者结构、热门内容分布上等方面，二者都有着较强的一致性。略有不同的是内容供给上，YouTube 也与广泛的 ***PGC***（专业生产内容）有合作（尤其是 NBC 等电视台），并涉及***新闻时政、体育赛事直播***等方面。

1.2.2. 受众人群：更受年轻用户喜欢，YouTube 更广泛

YouTube 与 B 站都深受年轻用户喜爱，但 YouTube 用户年龄结构更为广泛。YouTube 用户中 34 岁以下占比达 34%，但根据 Pew 研究中心调查显示，YouTube 在 18-24 岁美国成年人覆盖率最高，达 94%，不仅高于 YouTube 其他年龄群组，也高于其他社交网络在 18-24 岁成年人的 45%-80% 的覆盖率。

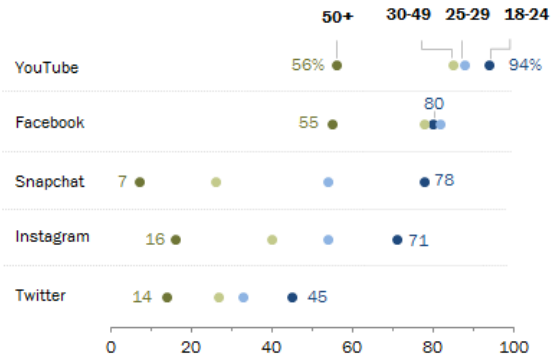
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 9：YouTube 成年用户年龄分布（2015）



资料来源：GMI，东方证券研究所

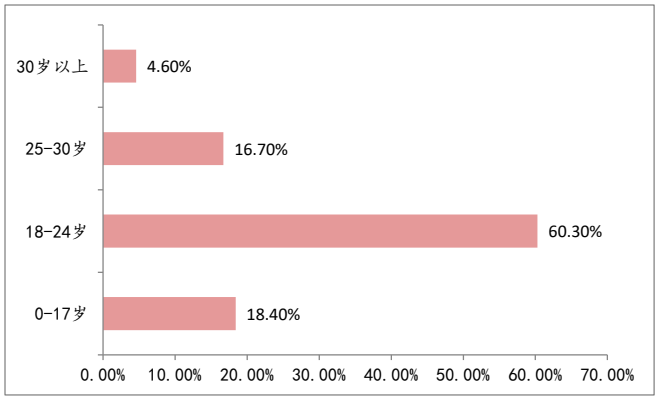
图 10：美国各社交网络不同年龄段覆盖情况



资料来源：Pew Research Center，东方证券研究所

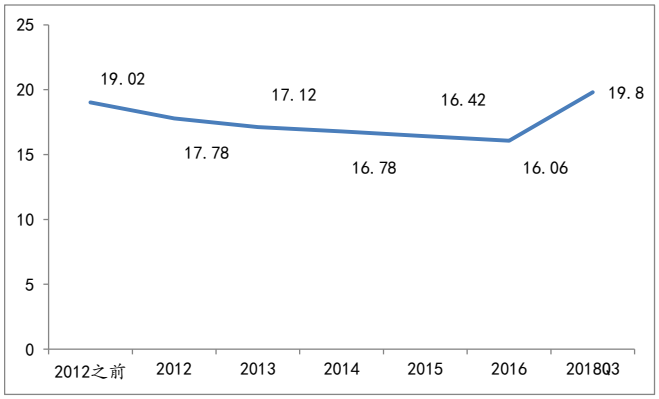
B 站处于更为初期阶段，用户年龄结构更为年轻，逐步向不同年龄段扩张。根据 Questmobile 统计，B 站 82%的用户是 Z 世代用户（90s-00s），平台平均年龄 21 岁，新增用户平均年龄 19.8 岁，是国内用户年龄结构最年轻的社区。目前，中国 Z 世代人口约 3 亿，B 站在 Z 世代的渗透率仅 23%左右。

图 11：B 站用户年龄结构



资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 12：B 站用户入站时平均年龄结构



资料来源：知乎，东方证券研究所

年轻用户是 YouTube 和 B 站的重要组成，进一步影响二者的内容结构。YouTube 在美国年轻用户（18-24 岁）覆盖率高达 94%，高于其他年龄群体和其他社交网络；B 站 82%的用户是 Z 世代，年轻用户共同推动诸如游戏、娱乐等内容成为视频社区的主流内容。目前，B 站在国内 Z 世代的渗透率约 23%，在“大龄人群”的渗透率较低，这与 B 站早期的“核心二次元”定位有关，随着视频内容的多元化，年龄结构有望改善。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2.3. 社交方式：多形式营造流量闭环，弹幕社区性更强

分享、评论、动态、直播多形式营造社交流量闭环，B 站弹幕和文字符号交流社区性更强。弹幕作为一种新型的沟通形式，可以在内容视频产生新的“梗”，“梗”又可以作用在不同的 UGC 内容上，形成社区文化的汇聚和分发。YouTube 不断强化其社交属性，根据公司披露，截止 18 年 7 月，YouTube 拥有 19 亿注册月活用户，每天观看总时长达 1.8 亿小时，总互动数（如点赞、评论和聊天）较 2017 年同期增长 60%，直播内容在过去三年间增长了 10 倍。YouTube 以视频为载体，通过***评论***，***Up 主动态***，***直播实时互动***及***移动端***的群聊四种形式来实现自己的社交功能。

- ***评论***：2006 年 5 月上线，视频社区最原始的社交功能之一。与播放、点赞、分享相比，评论的难度更大（这也使得其成为算法推荐中的重要考量指标），评论需要抒发情感或者观点，是深入参与的方式，有助于核心用户群体沟通交流。
- ***Up 主动态***：YouTube 是个平民的造星平台，诸如贾斯汀.比伯、Psy 等都发迹于 YouTube，不限于成名的大明星，动态给予粉丝们跟踪 Up 主动态、与 Up 互动的平台。

图 13：YouTube 社交方式（1）—— 视频下评论

资料来源：YouTube，东方证券研究所

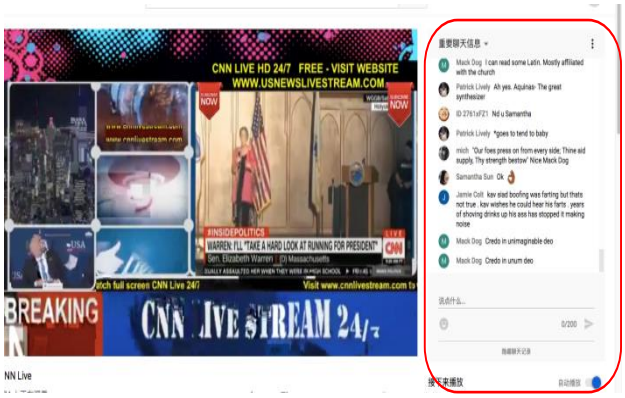
图 14：YouTube 社交方式（2）—— Up 主动态

资料来源：YouTube，东方证券研究所

- ***直播实时互动***：除了 Up 主与粉丝直播互动外（游戏直播等），还有新闻、体育直播，可以供用户发表评论和聊天，作用类似于弹幕。
- ***移动聊天分享***：2017 年 Youtube 推出移动聊天功能，用户可以分享精彩的原创视频至群聊（可容纳 30 人），并能在客户端内发送文字等信息。在过去，用户需要依靠其他聊天工具推荐 Youtube 热门视频（如 Facebook 等），但随着社交巨头视频化（Facebook 明确表示视频才是社交网络的未来），一方面，争夺顶级视频创作者；一方面，“封锁”站内流量。“移动聊天及分享”完善了流量的闭环，一定程度上冲破社交巨头的流量封锁，并且加强用户间的交流。

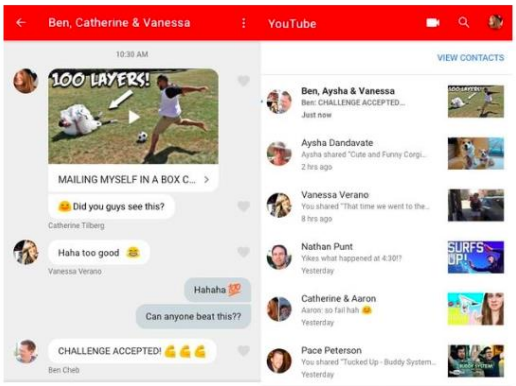
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 15：YouTube 社交方式（3）—— 直播实时互动



资料来源：，Youtube，东方证券研究所

图 16：YouTube 社交方式（4）—— 移动端聊天分享



资料来源：，Youtube，东方证券研究所

18 三季度 B 站月均互动次数达 11 亿次（包括点赞、弹幕、评论、打赏等多种形式），同比增长 305%，按照 9300 万月活用户计，单月用户的互动次数达 11.8 次（Q1 仅 3.8 次）。我们总结 B 站互动的主要形式包括四种：***弹幕与文字符号***、***动态***、***评论***及***直播***，此外，还包括发消息、引导至其他社交媒体等交流方式。

- ***弹幕与文字符号，更强的“沟通协议”***：B 站最古老与核心的互动方式，完成了**核心用户间、Up 主和核心粉丝之间的**互动。只有通过正式会员考试的用户才可以在视频中发布弹幕，这种交流表现为契合场景的个人观点及情感的抒发。1）作为核心用户的社交途径，弹幕给人一种“和朋友一起看视频”的“错觉”，营造了“志同道合”的氛围感。在弹幕文化中，演化了诸如“2333”（表示大笑）等文化符号，进一步加强核心用户的文化归属感。2）此外，弹幕也给视频制作者带来反馈，通过统计分析不同时段的弹幕量，可以对视频和笑料进行改进完善，成为 Up 主与核心粉丝互动的重要形式。

  “弹幕和短视频”实际上创造了新的“沟通协议”形式，弹幕降低了创作门槛、内容供给丰富。在此之间，内容交互形成新的“梗”，这些特定内容的“梗”又转而反哺到内容平台上，从而实现内容和文化的裂变传播。

- ***动态***：B 站比较新的互动方式，满足粉丝及时获取 up 主动态的需求，完成 up 主与泛粉丝们的互动，目前约有 40% 月活用户使用。动态的功能比较类似“微博”，解决了 B 站早期出现社交关系外流的现象。动态出现前，大部分 Up 主会在个人主页上留有微博账号，粉丝通过关注微博账号来关注 Up 主的动态；在动态功能出来后，整个社交关系在 B 站体系内的闭环完成，推动社区生态的健康发展。

图 17：B 站社交方式（1）—— 弹幕和文字符号

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 18：B 站社交方式（2）—— 动态

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

- ***评论***：广泛存在的互动方式，区别于弹幕的实时和简短的特点，评论可以就视频整体进行评论或“吐槽”，与 Up 主或者用户就某些问题进一步探讨交流。
- ***直播***：B 站最新推出的互动方式，某种程度上说，直播是线上粉丝互动的最终极形态。B 站直播具有一般直播的特点，解决了 1）“Up 主内容供给不足”与“粉丝娱乐内容消费需求过剩”的矛盾，填充了粉丝的碎片化时间；2）满足粉丝与 Up 主互动的需求，将低频的互动关系转为高频，增强黏性；此外，与其他直播不同的是，Up 主的粉丝主要来自于主站，流量是自产自销的。

图 19：B 站社交方式（3）—— 评论

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 20：B 站社交方式（4）——直播

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

YouTube 和 B 站都有丰富的社交方式方便 Up 主和粉丝、用户与用户之间沟通，增强了视频社区的黏性。二者均有分享、评论、动态、直播等社交方式，相比之下，B 站拥有弹幕和文字符号等更具社区属性，YouTube 新增加群聊等社交功能。

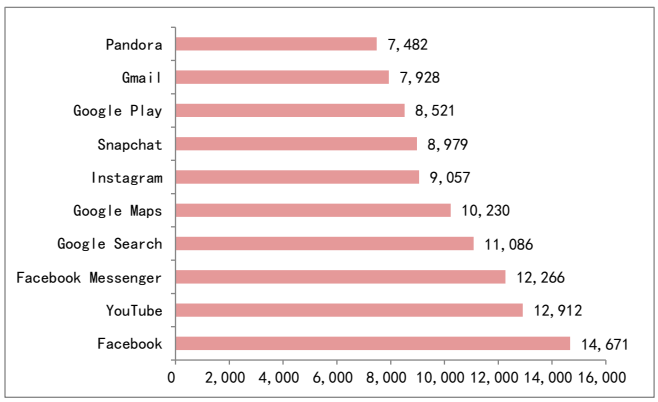
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2. 用户天花板：UGC 娱乐消费的边界

自由分发机制、向创作者付费（2007）、全年龄段、互联网成本下降——四大因素推动 Youtube 用户数持续增长，成为全球社区社交头号产品。1）Youtube 是最早的免费全球视频分发产品，国际化程度极高，80%的 Youtube 流量来自于非美国地区，Youtube 创作者们平均有 60%的视频观看量都来自非本国，Youtube 以 76 种语言为 90 个国家/地区提供服务；2）最早持续向创作者付费(55%广告收入分成给作者),收入分成体系最重要的影响是能给创作者持续创作好内容的动力；3）全年龄段，youtube 与新闻、体育、政治等诸多 PGC 内容机构合作，满足全年龄段用户需求；4）互联网成本下降带动内容生产爆发。互联网成本下降降低内容生产成本，此外智能手机的普及让消费者的需求更加独立、多元化，两者催生内容爆发。***我们认为 B 站满足 1/3/4 条件，条件 2 正在努力尝试，2018 年推出绿洲计划、现金激励计划等，以帮助 Up 主获得更多收益***。产品流量有望持续增长，B 站用户数具有潜力，以 Youtube 为参考，考虑仅年轻人/全年龄段两者情况，我们预计用户量有望达 3 亿。

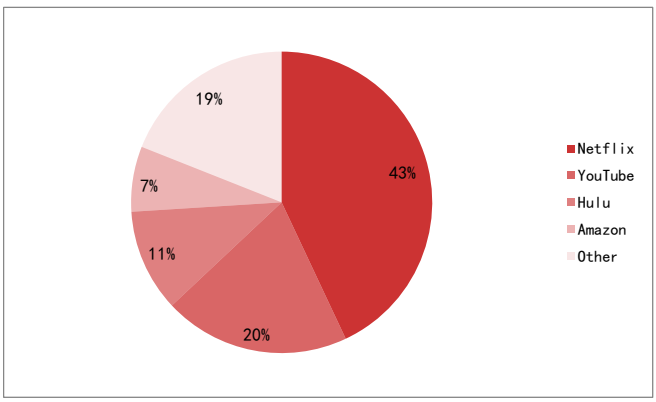
根据公司披露，YouTube 拥有 19 亿注册月活用户，覆盖全球百余国家和地区。在美国，YouTube 拥有 1.29 亿移动成年人用户，仅次于 Facebook，位列全美 App 覆盖率第二，并占据着 20%的 OTT 观看时长。回顾 YouTube 用户增长，***有效的激励机制***、***国际化拓展***、***全年龄化***以及***低门槛***都推动其用户数的快速增长。我们认为，YouTube 的用户及时长表明***以 UGC 为方式的娱乐消费在整体视频娱乐的比重***，对 B 站具有一定的指导意义。此外，我们发现，B 站在扩大用户群等方面的举措，诸如三四线推广、纪录片、手机投稿，都有着较好效果。我们认为 UGC 内容是新的内容形式表达方式，与传统长视频不同，Netflix 主要替代 Cable 的需求，而 Youtube 激发用户新的视频需求，整体时长进一步提升，是互联网垂直领域的新增流量池。

图 21：美国月活用户前十大 APP（万）



资料来源：Comscore，东方证券研究所（18 岁+用户计，截止 2017.06）

图 22：美国 OTT 观看时长占比（2017）



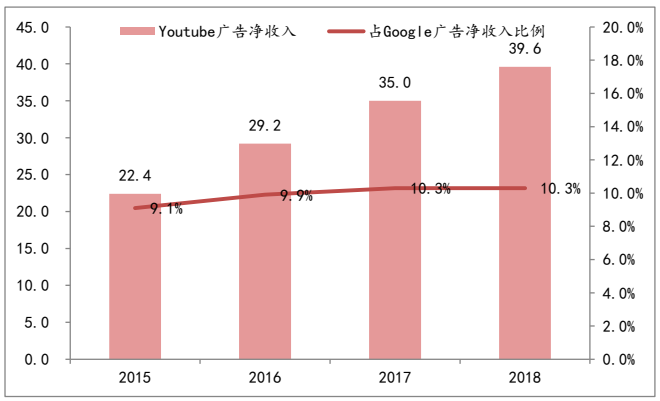
资料来源：Comscore，，东方证券研究所

2.1. YouTube：激励机制、国际化、全年龄化和技术迭代

➢ ***激励机制——向创作者付费：***

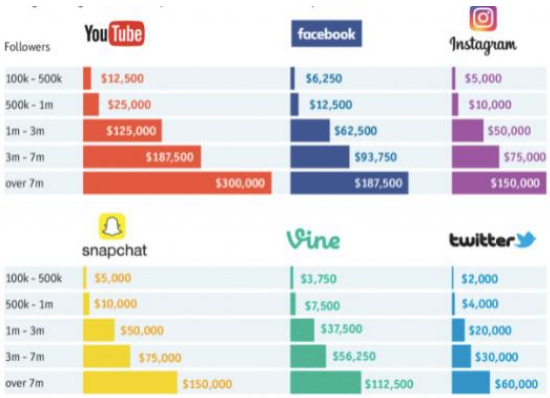
Youtube 是最早采用“高比率广告分成模式”（55%分给博主）的、最早推动博主职业化的平台，收入分成体系最重要的影响是能给创作者持续创作好内容的动力。“高分成比率的贴片广告模式”将博主的有效观看量和收入结合起来，促进博主提高自身视频质量获取更多粉丝及观看量；粉丝也可以通过看广告的形式反哺博主，形成良性的内容生态反馈循环。此外，根据 Captiv8 统计，在 Youtube 上，拥有 100-300 万粉丝博主年收入可达 12.5 万美元，300-700 万粉丝博主年收入可达 18.75 万美元，700 万以上粉丝博主年收入可达 30 万美元，高于博主收入第二的社交平台 Facebook 约 1 倍，加强博主对平台和生态的黏性。2018 年 B 站推出绿洲计划、现金激励计划等，以帮助 Up 主获得更多收益。产品流量有望持续增长，B 站用户数具有潜力。

图 23：YouTube 广告净收入（2015,-2018，亿美元）



资料来源：eMarketer，东方证券研究所

图 24：不同粉丝级别博主收入情况



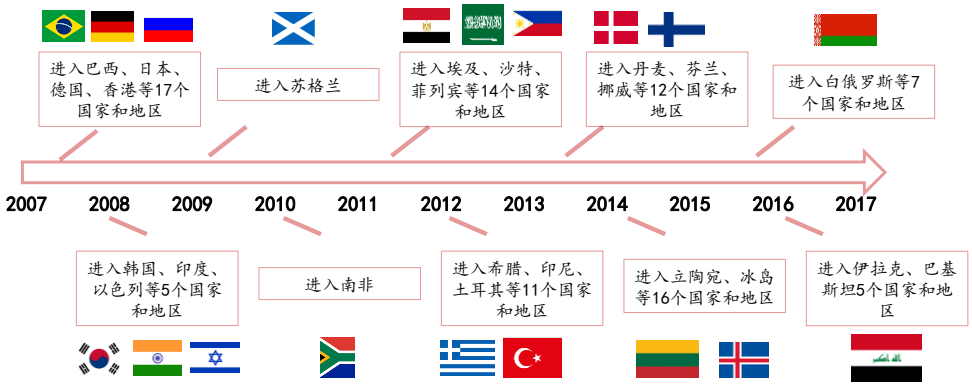
资料来源：economist，东方证券研究所

➢ ***国际化&自由分发机制：***

YouTube 接近 80%的用户及流量来自于非美国地区。早在 2007 年，公司就开始国际化扩张进程，率先进入巴西、日本德国等 17 个国家和地区，并在 2011-2016 年间快速扩张 65 个国家和地区。（海外扩张的形式主要包括其他语种版本的网站或 APP、特定国家的视频排名等本地化方式、和当地的新闻/传媒公司合作等）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

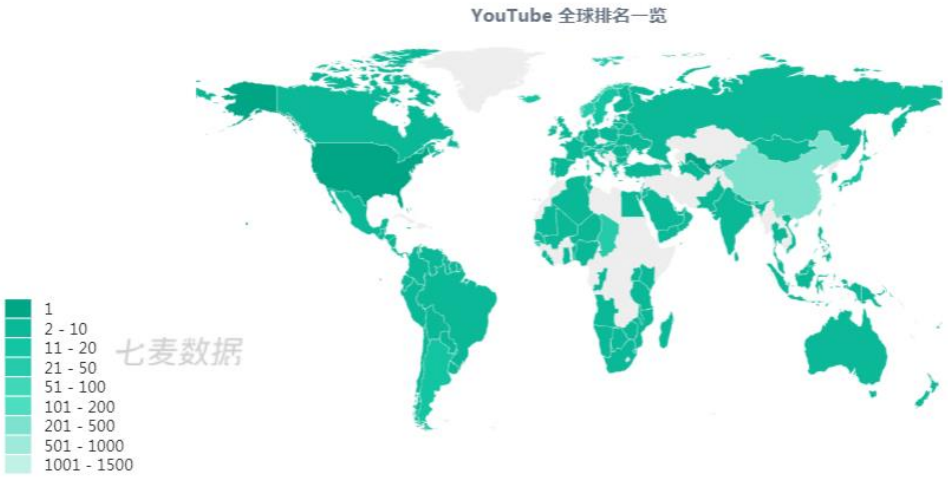
图 25：YouTube 全球化进程



资料来源：Youtube，东方证券研究所

凭借着先发优势和美国互联网的先进性，YouTube 在各个国家和地区都有着良好的表现。根据七麦数据统计，App 排行榜中，美国等 4 个国家和地区位列第一，韩国、加拿大等 131 个国家和地区位列 2-10 名间，日本、阿根廷等 12 个国家位列 11-20 名间。

图 26：YouTube App 总榜单排名



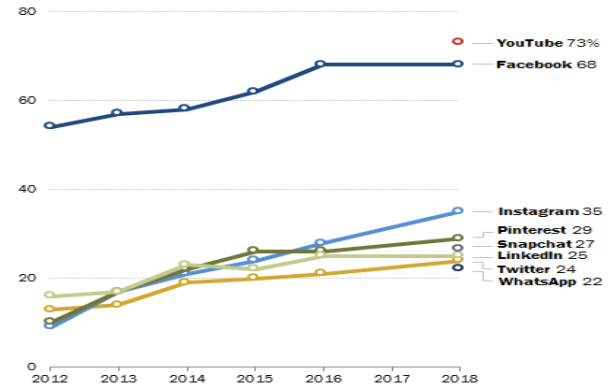
资料来源：七麦数据，东方证券研究所

- ***全年龄化***：

尽管更受年轻用户欢迎，但 YouTube 实现全年龄段覆盖。根据 Pew 研究中心统计，YouTube 在美国成年人群的覆盖率达 73%，其中 18-24 岁人群覆盖率高达 94%，25-49 岁人群的覆盖率也高达 85%，50 岁以上用户的覆盖率也达到 56%。***受众广泛、适合全年龄段也是 YouTube 拥有海量用户的重要原因***。

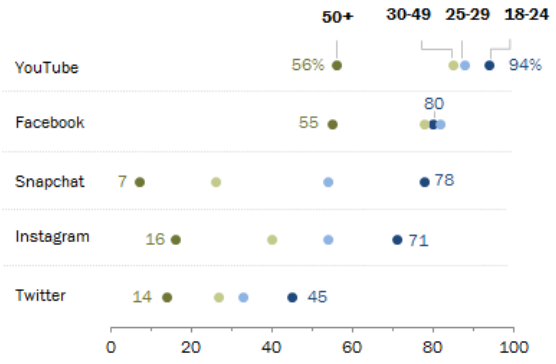
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 27：YouTube 美国覆盖率



资料来源：Pew Research Center，东方证券研究所

图 28：美国各社交网络不同年龄段覆盖情况



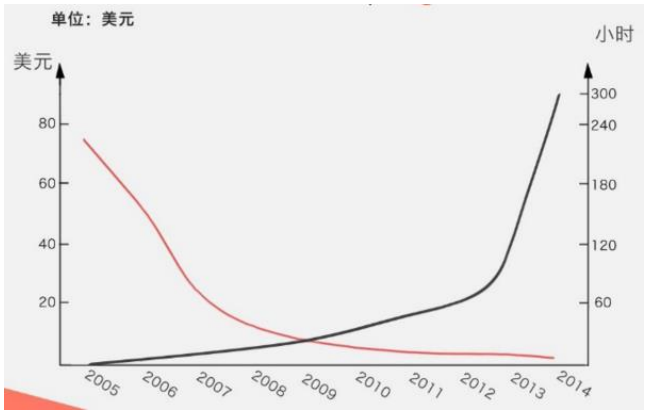
资料来源：Pew Research Center，，东方证券研究所

内容上的多样性，满足不同世代的观看需求，美国成熟的 DV 文化，人人制作，人人上传，我国因经济发展程度，Z 时代更具备这样的条件。从 youtube 的年龄结构上来看，UGC 视频内容对于全年龄端用户都具有吸引力，满足不同世代的内容消费需求。然而国内由于经济及互联网发展的情况，Z 世代率先适应和喜爱 UGC 文化，随着代际变化，UGC 内容的受众将越来越广泛。***此外，YouTube 在新闻、体育等方面的深耕***。根据 Think With Google 分析 X 世代（35-54 岁）在 YouTube 上的行为习惯的三大原因：***怀旧***、***时事***和***学习***。1）怀旧，X 世代观看 75%的 YouTube 视频是关于过去的事或者人，YouTube 就像一个时间胶囊，孩童时看过的漫画、喜欢的犯罪电影等，都可以在 YouTube 上找到。2）时事，68%的 X 世代在 YouTube 上收看新闻和流行文化相关视频。3）学习，73%的 X 世代在 YouTube 上学习自己做东西，比如家居修理、烹饪、美容和个人护理等。实际上，UGC 内容作为新兴的内容形式，具有极强的普适性，***在 youtube 上，X 时代及以上亦观看大量的 UGC 内容，说明 UGC 内容在成年用户中存在较大潜力***。

- ***技术迭代***：

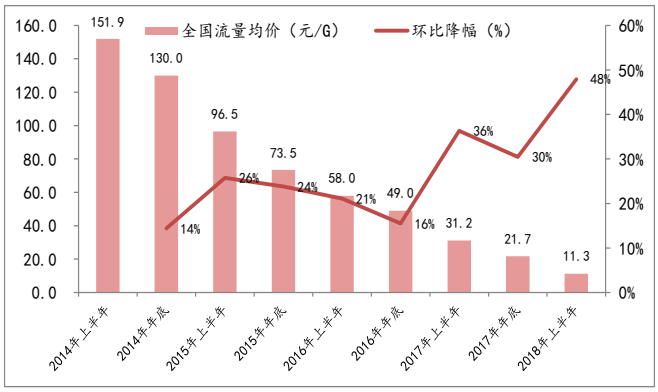
互联网成本下降、智能手机普及从供给需求两端催生内容爆发。回顾 YouTube 每分钟视频上传长度有两个重要节点：**1）2008-2012 年**，主要驱动因素是美国互联网传输费用下降，从 80 美元/Mbps 下降到不足 5 美元，大幅提高单位时间上传的视频长度，**2）2013 年-至今**，受益于移动互联网发展，每分钟上传的视频长度增长更为陡峭。反观国内，我们认为技术及成本条件正逐步成熟。资讯费和网速（决定流量的使用量）是移动互联网 UGC 内容爆发的核心技术驱动因素。1）**资讯费下降推动流量使用量的上升**：18 年上半年，流量资讯费约 11.3 元/G，约 14 年上半年的 1/14，极大推动互联网使用量的增加。2）**户均流量使用量的上升**：2012 年 1 月户均流量约 66M/月，至 2018 年 10 月户均流量上升至 5.7G/月，保持着每年接近翻倍的增长。互联网成本下降以及 UGC 视频习惯的养成将进一步推动 B 站等 UGC 平台的崛起，产品流量有望持续增长。

图 29：每分钟上传到 YouTube 的视频长度（小时）



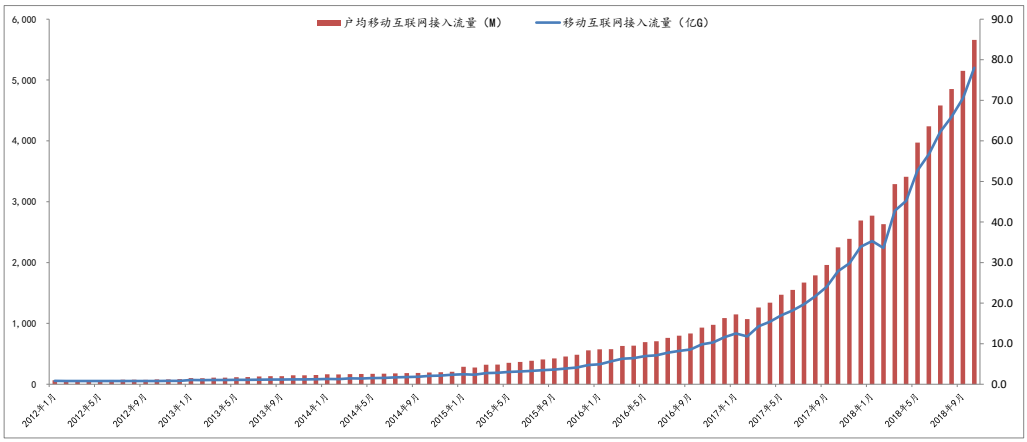
资料来源：YouTube，东方证券研究所（左坐标轴是美国互联网传输费用/Mbps）

图 30：全国流量均价（元/G）及环比降幅（%）



资料来源：三大运营商财报：，东方证券研究所

图 31：移动互联网接入流量及户均流量（M/月）



资料来源：工信部通信经济运行情况，东方证券研究所

2.2. B 站：内容多元化、投稿便捷化促进增长

➢ ***内容：先进的 UGC 内容具有普适性***

B 站主站包括 14 个专区，70 个细分区，包括动画、番剧、国创、音乐、舞蹈、游戏等传统的 ACGN 内容，也包括科技、生活、时尚、广告、娱乐、影视、放映厅等内容。UGC 内容具有明显普适性，对不同年龄段用户都有吸引；由于 B 站从核心二次元社区出发，早期内容多偏 ACGN 方向，在成年用户方面的适用性较低。另一方面，我们也看到，随着社区用户的多元化，B 站 UGC 内容也进一步进化，衍生出科技、生活、时尚等更多细分专区，进一步推动用户多元化。

在 PGC 内容方面，B 站也加大投入。纪录片的收看人群年龄结构偏大（根据中国纪录片研究中心统计，纪录片受众中 45 岁以上年龄群占比 40%）。近年来，B 站成为国内口碑、收视“双高”的国产纪录片聚集地，B 站独家出品的《人生一串》创造了 4082 万的播放量和 92 万收藏量的记录（B 站 TOP 10 Up 主的平均视频播放量 50-200 万左右）。此外，B 站还正式宣布与 Discovery 合作，包括 145 部纪录片和 200 小时的独家内容以及内容共制的计划，囊括求生探险、科技、历史、动物等多种类型。***品类多元化是用户多元化的基础，纪录片作为一个小众品类在 B 站却有着强大的爆发力，有利于扩充用户年龄层***。

表 3：B 站热播国产纪录片

片名	题材	集数	播出日期	出品方	播放量（万）
《人生一串》	美食	6	2018 年 6 月 20 日	Bilibili、旗帜传媒	4082
《国家宝藏》	人文	10	2017 年 12 月 3 日	中央电视台	1635
《我在故宫修文物》	人文	3	2016 年 1 月 7 日	中央电视台	374
《如果国宝会说话（第一季）》	历史	25	2018 年 7 月 23 日	中央电视台	353
《如果国宝会说话（第二季）》	历史	25	2018 年 1 月 1 日	中央电视台	655
《水果传》	美食	6	2018 年 1 月 6 日	安徽卫视	276
《寻找手艺》	人文	5	2017 年 1 月 14 日	主创独立出品	146
《信.中国》	人文	12	2018 年 3 月 9 日	中央电视台	146
《创新中国》	科技	6	2018 年 1 月 22 日	主创独立出品	144
《寻味顺德》	美食	3	2016 年 4 月 30 日	中央电视台	143
《三十二》	历史	1	2014 年 3 月 30 日	四川光影深处	113

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所（截止 2018.10.05）

汽车专区满足 B 站用户年龄增长所带来的新娱乐消费需求。B 站从 09 年起发展近 9 年，很多老用户步入工作，汽车成为生活必需品（17 年底，中国汽车保有量 2.2 亿），汽车相关资讯也成为新需求。汽车专区视频内容包括汽车测评、知识科普、二手车讲堂等。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 32：B 站大家车言论

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 33：B 站二手车知识大讲堂

资料来源：哔哩哔哩：，东方证券研究所

通过 YouTube 的流量结构，我们可以看到***游戏仍然是流量的源泉，新闻体育是重要的组成部分***。1）YouTube 中游戏频道占据 31%的流量、B 站游戏频道占据 23%的播放量。相比于国内游戏玩家年轻化，美国现代游戏产业发展超过 40 年，游戏玩家的平均年龄达 35 岁，游戏也是 X 世代（35-54 岁）的重要观看内容。我们认为，随着用户年龄结构的增长，游戏在流量上的作用（尤其是 UGC 内容）仍然不可替代。2）YouTube 的新闻、体育内容播放量分别占 3%、4%，这些 PGC 内容是传统的 X 世代喜爱的视频内容，也是重要的流量组成。目前来看，B 站在用户结构多元化上仍比较谨慎，纪录片、汽车专区等带来增量有限。

- ***投稿：视频制作要求高，手机投稿带来增量***

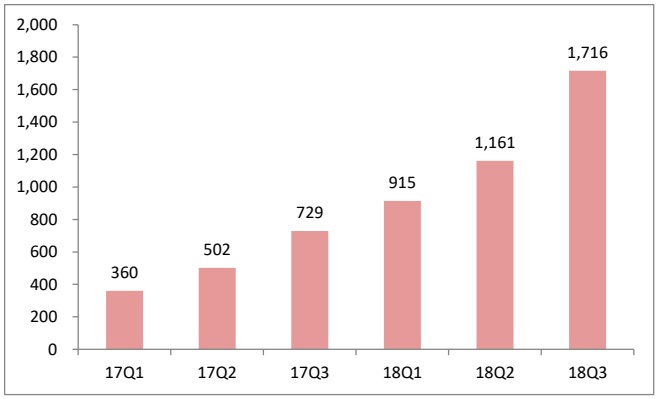
B 站以 PUGC 内容为主，视频制作要求高，用户数量提升亦有赖于视频内容的增加。相比于 YouTube、抖音等视频平台投稿要求，B 站更为严格，仅通过会员答题测试的用户才可以投稿。根据此前测算，YouTube 每分钟上传视频时长约 300 小时，B 站每分钟上传视频时长约 4.5 小时，考虑到用户数比约为 22:1，视频上传时长比则为 67:1，***较高门槛也导致视频数量和时长较小***。自 18 年二季度起，B 站开放手机投稿功能，便于随时随地上传分享，有助于投稿数量提高。此外，***激励制度方面***，YouTube 以广告分成模式较为成熟，早期 B 站 Up 主上传视频主要出于兴趣，激励政策不完善，也导致内容供给量相对较小；随着 Up 主现金激励计划、绿洲计划等激励制度完善，也进一步推动视频投稿量增加。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：B 站投稿需要通过会员答题测试

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 35：B 站投稿量情况（单位：千/月）



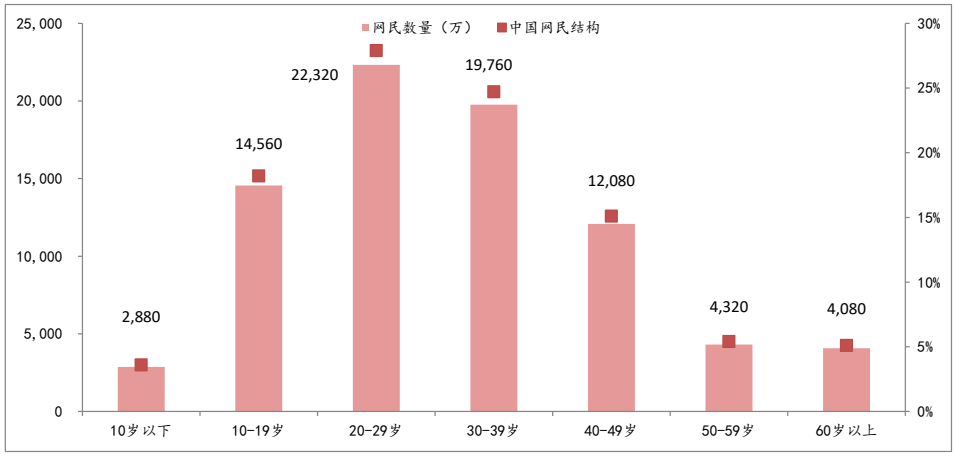
资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

自二季度开放手机投稿、内容创作激励，我们发现整体视频投稿量有明显增长，环比增长 27%至 116 万/月，尤其是在萌宠、游戏的细分领域。***一定程度上，手机投稿、内容激励应对和缓解以抖音为代表的短视频崛起对 B 站带来的冲击***。

2.3. 空间测算：用户数天花板有望达 3 亿

根据 CNNIC 统计，Z 世代是中国最大的网民群体，***约有 3.7 亿人***，也是目前 B 站主流的用户群体，***渗透率仅为 23%***。如果按照乐观假设 80%的渗透率（YouTube 渗透率 94%），B 站月活用户的天花板可达 3 亿；按照中性假设 60%的渗透率，B 站月活用户的天花板可达 2.2 亿；按照 40%渗透率，用户数可达 1.5 亿。

图 36：中国网民年龄结构划分（2018.06）



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

此外，如果 B 站在内容多元化方面进展顺利，尤其是新闻、体育等 PGC 内容上，将进一步推动其在 70s-80s 的渗透率提升。我们按照 Z 世代 60%，Y 世代 30%的渗透率估算，B 站的用户也将超过 3 亿。

表 4：B 站用户空间敏感性测试（亿）

Z 世代/Y 世代渗透率	10%	30%	50%
40%	1.80	2.44	3.08
60%	2.54	3.18	3.82
80%	3.28	3.92	4.56

资料来源：东方证券研究所

UGC 视频内容作为娱乐消费的形式，在国内仍有较大的发展空间。我们认为，B 站在不断的内容多元化和用户结构下沉的努力下，用户数有望保持快速增长。***在用户增长的过程中，诸如抖音、虎牙、斗鱼等 UGC 视频内容平台都将保持一定的竞争关系***。

3. 商业模式：仍处于商业化初期，具有提升空间

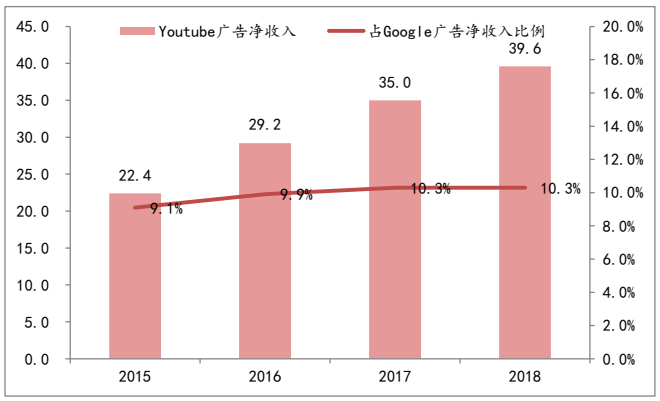
YouTube 以广告为主盈利（约 90%），还有一部分付费订阅。B 站则以游戏业务为主（约 78%），还包括广告业务（9%）、会员及直播等增值服务（12%）。广告为主的商业模式，具有较强的稳定性和相关性，***广告的价值依赖于内容社区的用户体量和观看频率***，随着用户数和观看时长增长而增加。我们认为，B 站广告业务从***广告形式***、***用户数量***和***精准化***三方面有很大提升空间。

3.1. YouTube：以高分成的可跳过插播广告为主

汇总 eMarketer 和 Bloomberg 预测，2018 年 YouTube 全口径收入 97 亿美元，其中广告收入 88 亿美元（39.6 亿美元/45%分成），占比 91%，YouTube TV 即流媒体订阅业务收入 9 亿美元（包含美国 ABC/CBS 等四大电视台视频资源，并可以订阅 HBO 等频道，基础费用 35 美元/月）。

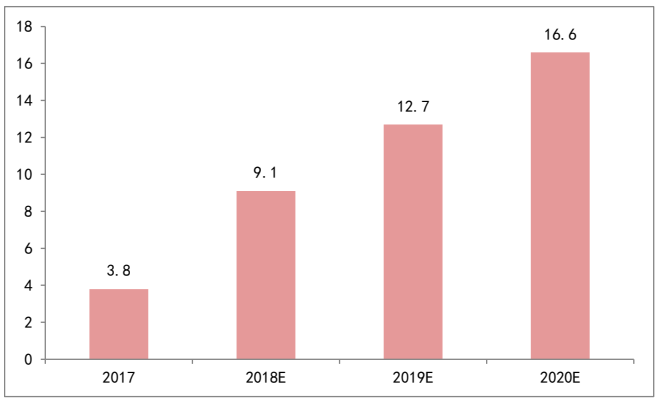
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 37：YouTube 广告净收入（2015,-2018，亿美元）



资料来源：eMarketer，东方证券研究所（净收入，剔除 TAC、CAC 等分成）

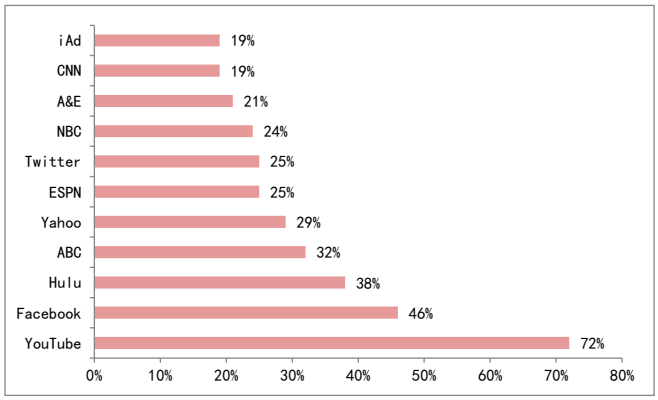
图 38：YouTube TV 收入预测



资料来源：Bloomberg Intelligence，东方证券研究所

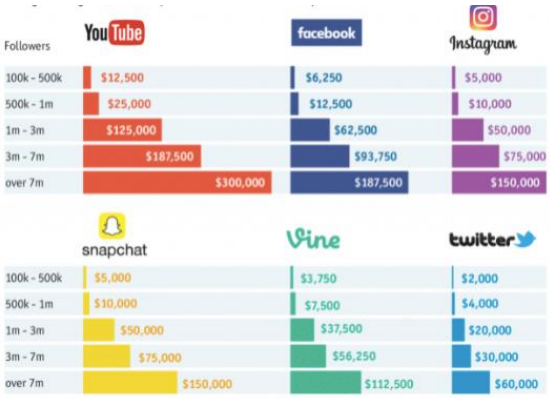
YouTube 的广告投放意愿最高，博主收入远高于其他社交平台。根据 eMarketer 一项营销人员视频广告投放调查意愿显示，有 72%的营销人员计划未来 12 个月在 YouTube 上投放网络视频广告，高于 Facebook 的 46%，约有 3/4 的品牌在 YouTube 上投放网络视频广告。随着 Netflix 付费会员模式的崛起，广告主缺乏视频广告投放渠道，YouTube 拥有海量用户和精准投放能力（与 Google 数据和账号系统连通），成为了广告主的投放首选。***庞大的广告收入进一步反哺内容创作者***，根据 Captiv8 统计，100-300 万粉丝博主年收入可达 12.5 万美元，300-700 万粉丝博主年收入可达 18.75 万美元，700 万以上粉丝博主年收入可达 30 万美元，高于博主收入第二的社交平台 Facebook 约 1 倍。

图 39：美国营销人员广告投放意愿情况（2016）



资料来源：eMarketer，东方证券研究所

图 40：不同粉丝级别博主收入情况

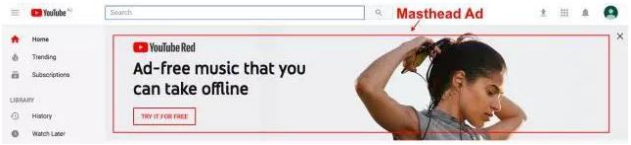


资料来源：economist，东方证券研究所

YouTube 一共有八种广告形式：1）***报头式广告（Masthead Ads）***，主要在 PC 端，位于 YouTube 首页，出现最上方的较大型广告，价格非常昂贵，不能通过 Google AdWords 平台竞价投放，需要联系 Google 官方广告部门。2）**探索式广告（Discovery Ads）**，PC 端和移动端都有，用户输

入关键词后，搜索结果中会出现 Ad 角标的视频广告（YouTube 是全球第二大搜索引擎，用户习惯于搜索相关内容），与搜索引擎广告类似，有赖于广告主竞价的“关键词”。

图 41：报头式广告（Masthead Ads）



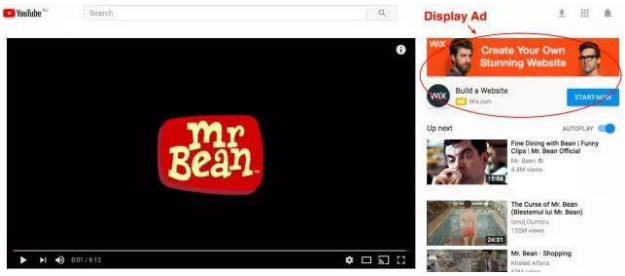
资料来源：YouTube，东方证券研究所

图 42：探索式广告（Discovery Ads）

资料来源：YouTube，东方证券研究所

3）***展览式广告（Display Ads）***，限 PC 端类型广告，位于页面右侧和推荐视频列表上方的图像型广告，可以用 Google AdWords 投放；4）***覆盖式广告（Overlay Ads）***，限 PC 端类型广告，位于视频下方 20%区域内的半透明广告。

图 43：展览式广告（Display Ads）



资料来源：YouTube，东方证券研究所

图 44：覆盖式广告（Overlay Ads）

资料来源：YouTube，东方证券研究所

5）***可跳过的插播式视频广告（In-Stream Ad-Skippable Video Ads）***，PC 端和移动端都有，最常见的视频广告类型，需向视频内容提供者 55%的广告收入分成，用户可选择 5s 后跳过广告，如果 5s 后广告被跳过，YouTube 将不会向企业收费。6）***不可跳过的插播式视频广告（In-Stream Ad-Non-Skippable Video Ads）***，PC 端和移动段都有，较少见，广告不可跳过。

图 45：可跳过的插播式广告（Skippable Video Ads）

资料来源：YouTube，东方证券研究所

图 46：不可跳过的插播式广告（Non-Skippable Video Ads）

资料来源：YouTube，东方证券研究所

7）***缓冲式广告（Bumper Ads）***，PC 端和移动端都有，最长 6s，出现在出视频中且不可跳过。8）***赞助卡片（Sponsored Cards）***，主要在 PC 端，可以显示与视频有关的内容，如视频中提到的产品等，用户可以点击视频右上角图标来浏览相关卡片。

图 47：缓冲式广告（Bumper Ads）

资料来源：YouTube，东方证券研究所

图 48：赞助卡片（Sponsored Cards）

资料来源：YouTube，东方证券研究所

YouTube 以可跳过的插播视频广告为主。根据 Comscore 统计，YouTube 移动端占比 70%，用户月平均观看时长 847 分钟，远高于 PC 端的 355 分钟，移动端广告形式比较单一，但广告价值较高。我们对比各个视频网站的广告形式，***从用户的干扰程度由强至弱依次是***，必看贴片广告（如爱奇艺）、必看可跳过贴片广告（如 YouTube）、必看信息流广告（如抖音）、选看信息流广告（如 B 站）；***从广告主成本收益/效果角度由高到低依次是***，必看可跳过贴片广告（如 YouTube，用户跳过不计成本）、必看信息流广告（如抖音）、选看信息流广告（如 B 站）、必看贴片广告（如爱奇艺，广告时间长，受干扰程度高）。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

我们总结一下，YouTube 可跳过的插播广告的逻辑合理性。1）***与长视频相比，短中视频插播广告的次数更多***（当然广告时长要求较短）、抗干扰性更强、用户接受程度更高。2）***可跳过的广告机制推动 YouTube 和广告主双方提高用户体验***，由于 5s 后被跳过视频不计收入，YouTube 有动力通过数据和算法（依托于 Google 账号体系和 AI 算法）实现广告精准分发从而获得收入；由于竞价机制的存在（ecpm 计），广告主有动力优化广告素材，实现广告正反馈循环。3）***5s 必看时间对用户影响较小***，YouTube 视频播放平均时长约 4 分钟，在保证用户必看的基础上（与选看相比，减少广告播放损失），将对用户影响降到最低。4）***55%内容创作者分成***。一方面，高分成比例推动内容创作者创作，另一方面，广告分成相当于“支持/打赏”博主，部分淡化广告的商业化性。

表 5：主流视频网站广告类型对比

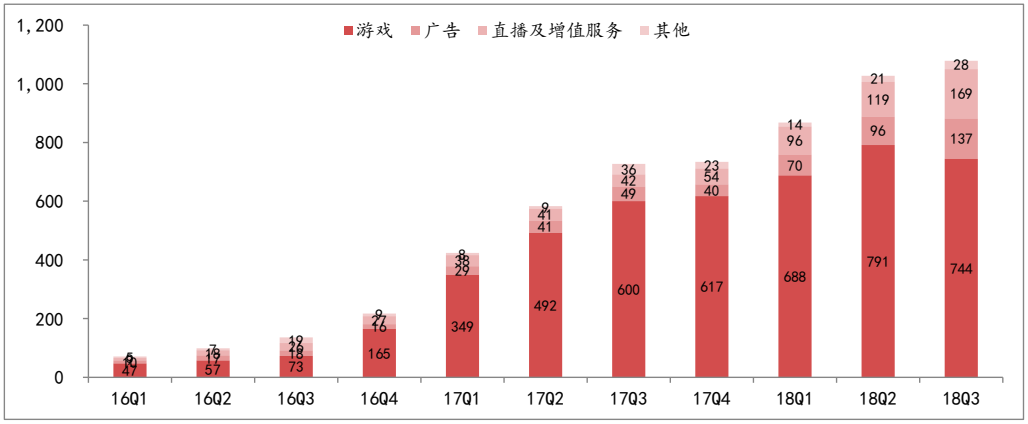
视频网站	主要广告类型	频率/时长	分成情况	优缺点
YouTube	可跳过插播广告	90%视频/5s–45s 可跳过	插播广告中，博主分成 55%	优点：用户体验较好 缺点：博主分成比例高、对技术、数据要求高
B 站	展示广告、信息流广告、定制广告	首刷的第 3、第 8 条（不固定）	绿洲计划，定制类广告 Up 主分成	优点：用户体验较好 缺点：广告非必看
爱奇艺	冠名广告、贴片广告	非会员所有视频/60s 不可跳过	无	优点：广告展示时间长 缺点：用户体验差
抖音	信息流广告、定制广告	约每 10–20 条出现一次信息流广告（不固定）	无	优点：广告不可跳过，用户体验较好 缺点：–

资料来源：东方证券研究所（YouTube 广告频率与使用时长、地域等因素有关）

3.2. B 站：移动游戏商业化成熟，广告及增值服务快速增长

2017 年 B 站移动游戏业务收入 20.58 亿（占比 78%），直播及增值服务 1.76 亿（占比 12%），广告业务 1.59 亿（占比 9%）。目前，游戏是 B 站商业化最成熟的业务之一，受益于海量的潜在用户和对二次元游戏的深耕，业务收入保持稳定；广告及增值服务等亦保持高速增长。

图 49：B 站季度收入构成（百万）

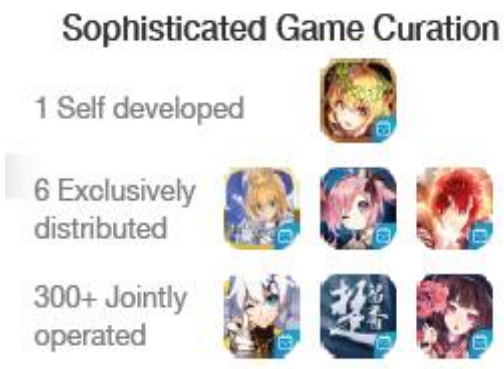


资料来源：哔哩哔哩财报，东方证券研究所

3.2.1. 移动游戏：以二次元 IP 为核心的精准运营

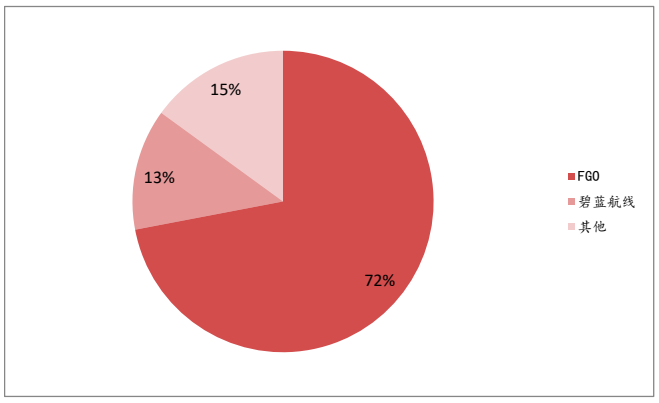
B 站移动游戏业务涉及研发、运营及联运，我们认为其核心是以二次元 IP 为核心的精准化运营。截止 2018 年第二季度，B 站拥有超过 960 万移动游戏月活用户，其中月度付费游戏用户约 97 万；平台拥有 1 款自研游戏、6 款独代游戏（全额计入收入）、300 余款联运游戏（扣除研发商分成计入收入），具有显著的***手游渠道属性***。进一步，按照收入计，2017 年 FGO 占比达 72%、碧蓝航线占比 13%，收入集中度高，核心是爆款的二次元手游。相比于其他运营商，B 站通过视频分享社区绑定海量的精准用户，在二次元游戏领域最为明显。

图 50：移动游戏涉及研发、独代、联运



资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 51：B 站游戏收入构成（2017 年）



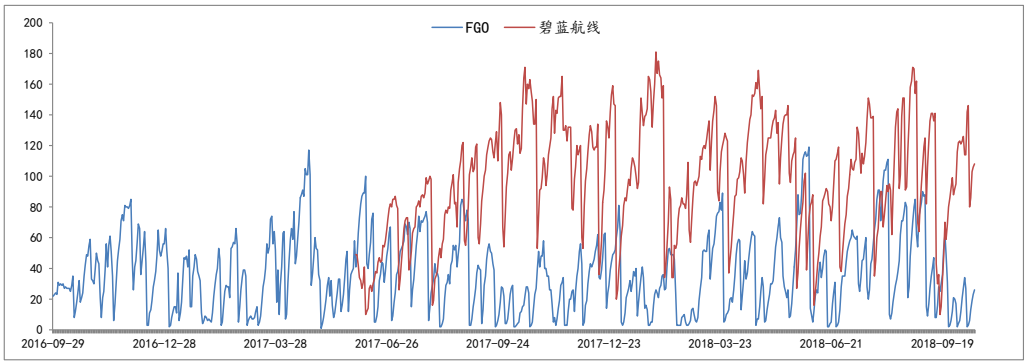
资料来源：哔哩哔哩财报，东方证券研究所

我们总结目前移动游戏的三大类型：其一，***休闲竞技类游戏***，核心是用户数量（直接影响迭代能力、匹配速度、社交属性等），具有明显的强者恒强特点，比如腾讯《王者荣耀》、《刺激战场》等；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

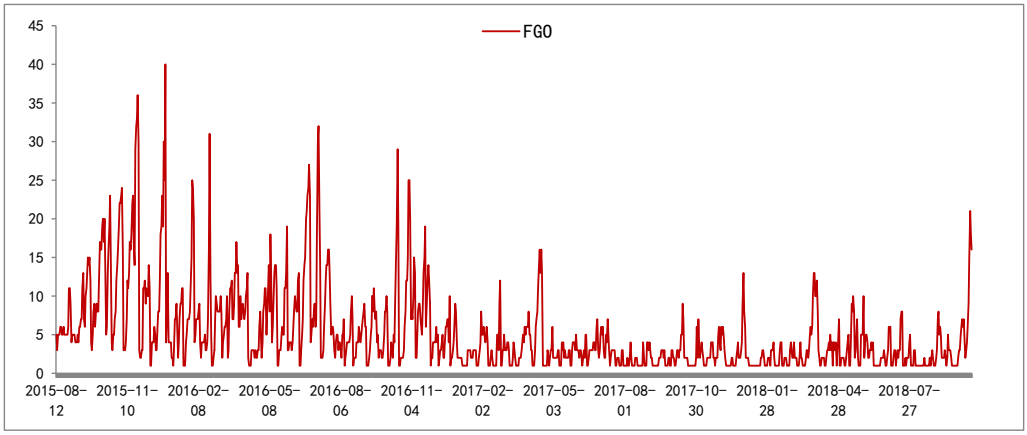
其二，***MMORPG 游戏***，核心是 PVP 和以公会为代表的社交生态，比如巨人网络《征途》、网易《梦幻西游》等；其三，***二次元游戏***，核心是由 IP 组成的世界观架构，玩法上重 PVE 轻 PVP，比如哔哩哔哩《FGO》等。这样的特征决定***二次元游戏在用户数量、玩法创新上的要求相对较低，主要注重 IP 和运营***。此外，在流水/排名跟踪方面也有两个技巧：1）由于类单机的特征，游戏的流水依赖于活动（比如新的从者），在排名上会有较为明显的波动性；2）以 FGO 为例，日本版本较国内领先 10-14 个月，其生命周期和流水表现具有一定的指导意义。

图 52：中国 IOS 畅销榜排名数据



资料来源：七麦数据，东方证券研究所

图 53：FGO 日本 IOS 畅销榜排名数据



资料来源：七麦数据，东方证券研究所

B 站储备游戏多为日本二次元 IP 大作。二次元游戏的核心在于 IP 的培养与维护，目前来看，B 站正逐步发展 IP 创作和自研游戏，向产业链进行延伸。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 6：哔哩哔哩自研/独代游戏梳理（含即将上线）

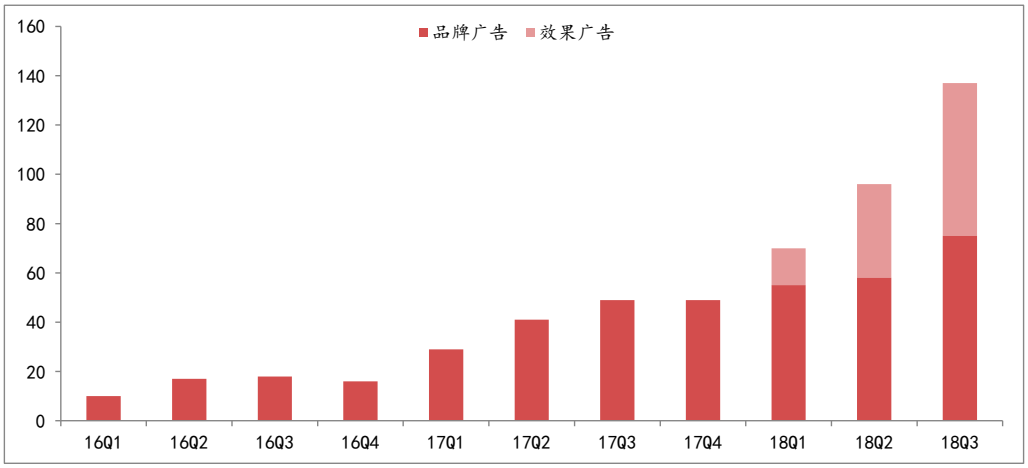
游戏	性质	游戏类型	IP	上线时间
神代梦华谭	自研	SLG+TCG	中国历史	2017.01
魔法少女小圆	联合开发	横板格斗	同名动画	2016.11
梦王国与沉睡的 100 王子	独代	解密 RPG		2015.09
ICHU 偶像进行曲	独代	恋爱/音乐		2016.06
Fate/Grand Order	独代	RPG	蚁后级 IP“Fate”	2016.09
碧蓝航线	独代	策略养成		2017.05
妖精的衣橱	独代	换装		2017.07
方舟指令	独代	神灵养成姬战		2018.09
RWBY	自研	RPG	同名原创动画	预约中
桃源乡	联合开发	RPG		预约中
A3！满开剧团	独代	养成		预约中
BanG Dream！少女乐团派对！	独代	养成	同名动画	预约中
一血万杰	独代	RPG	日本神话传说	预约中
妃十三学园	独代	3D 回合制		预约中
无法触碰的掌心	独代	恋爱养成		预约中
梦之祭	独代	音乐	同名动画	预约中
东离剑游纪之生死一剑	独代	RPG	同名布偶动画	预约中
时之歌	独代	RPG	二次元物语	预约中
星之轨迹	独代	RPG	游戏 IP	预约中

资料来源：B 站官网、东方证券研究所

3.2.2. 广告：信息流与定制广告齐头并进

B 站广告注重用户体验，信息流广告和定制广告具有较大增长空间。与其他视频网站不同，B 站曾承诺不出现贴片广告，从而也导致在互联网广告发展的早期，其以广告形式进行商业化的速度也较为缓慢。2018 年第三季度，B 站广告业务营收 1.37 亿，同比增长 179%，由于广告业务尚在商业化初期，代理扣点较高。目前，B 站主要的广告形式包括传统的 ***Banner 广告***、***信息流广告***和以“绿洲计划为代表”的***定制广告***，接下来我们将着重分析和说明一下具有较高体验感的信息流广告和定制广告。

图 54：B 站广告业务快速增长（百万）



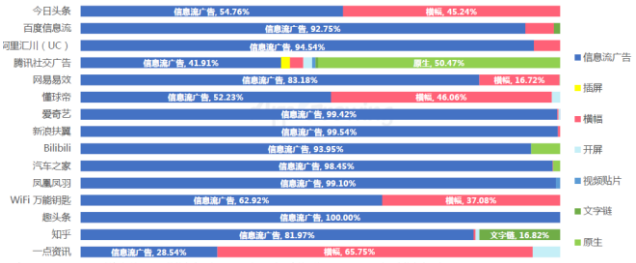
资料来源：哔哩哔哩财报，东方证券研究所

移动端成为 B 站的重要承载形式，亦开启公司信息流广告变现之路。信息流广告作为穿插在咨询、社交、媒体内容流中的广告，具有“***用户体验好***、***形式丰富***、***与浏览量相关***”等特点，非常契合 B 站“***注重用户体验***”和“***用户黏性强***”的特点。通常来讲，在 B 站每隔 6-8 个视频位置中会存在一条信息流广告，而 B 站用户的日均 85 分钟（以 18Q3 计），按照每人每天浏览 100 信息计（18Q3 日活用户每日观看视频量约 16 个），4.5%的广告加载率，每个日活用户可以浏览 4.5 个信息流广告，未来仍有较大增长空间。信息流广告的形式也更加适合游戏、互联网教育等广告主，根据 App Growing 统计，B 站手游广告投放中 94%使用信息流广告形式、6%采用原生广告形式。

图 55：B 站移动端信息流广告

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 56：B 站信息流广告开拓手游等行业



资料来源：App Growing，东方证券研究所

UP 主定制化广告是 B 站一大特色，UP 主将广告内容穿插在 PUGC 视频中，在本身的叙述风格下推广相关品牌。定制化广告具有***低干扰度***和***高相关性***的特征，1）广告穿插在视频内容中，以“始

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

料不及”的方式展现，增加用户对广告的印象，此外，B 站 Up 主定制化广告的播放量甚至不少于一般本身 PUGC 视频的播放量（用户亦无法实现分辨视频是否包含广告）；2）广告主可以根据 UP 主的主要覆盖领域和特征选择合作对象，游戏广告可以选择游戏区的知名 UP 主，化妆品可以选择美妆区 UP 主，从而做到基于兴趣的精准营销。

图 57：B 站知名 Up 主谷阿莫相宜本草广告

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

图 58：定制广告视频的相关评论

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

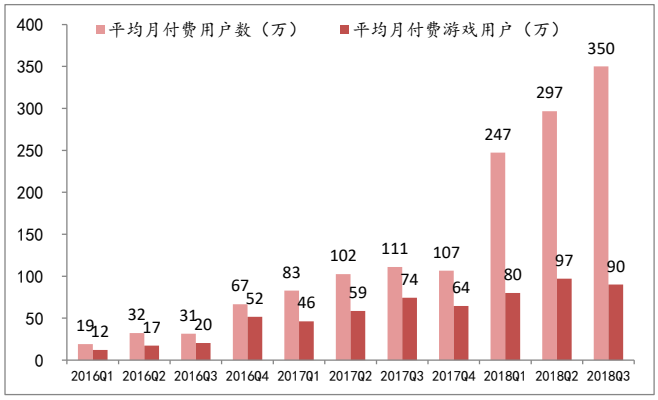
除了信息流广告和定制化广告外，B 站正逐步加码 PGC 内容，其冠名广告收入也值得期待。整体上看，B 站广告以“***高用户体验度、低干扰度***”形式为主，而 B 站拥有最广泛的 Z 世代用户，未来将成为广告主接触和传播品牌文化、形象的重要媒介。

3.2.3. 直播及增值服务：年轻用户付费意愿高，打通会员体系

直播和增值服务培育用户付费意愿，提高用户与 Up 主之间互动。自 18Q1 起，公司付费用户数呈现大幅增长，其主要贡献是直播及大会员付费用户数增加。截止 18Q3，公司平均月付费会员 350 万，其中游戏付费用户 90 万，大会员及直播付费用户 260 万，增长强劲；18Q3 直播及增值服务收入 1.69 亿，同比增长 209%。Z 世代作为物质及精神生活富足的一代，虚拟付费意愿更高；截止 18Q3 拥有核心用户 4200 万（通过考试或激活码的正式会员），都是 B 站整个付费体系的重要潜在用户。

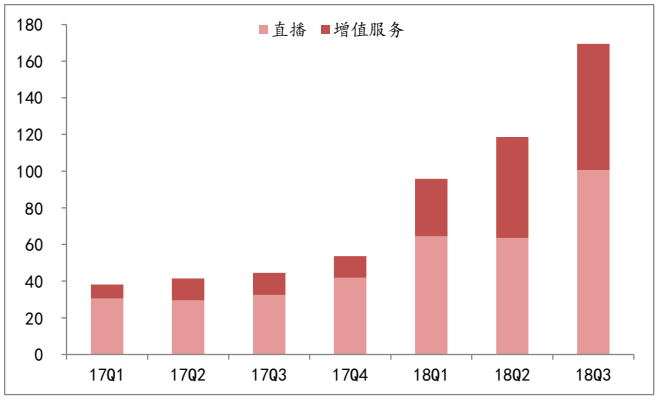
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 59：B 站月付费用户数（万）



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图 60：B 站直播及增值服务收入（百万）



资料来源：公司财报，东方证券研究所

B 站会员体系链接整个社区生态，导流价值大于其收入贡献。从价格上看，B 站大会员连续包月价格为 15 元/月，年度大会员价格为 148 元/月，对于 UP 主 B 站会免费赠送年度大会员。从功能上看，大会员链接整个社区生态：1）UP 主生态，年度会员可每月获得 B 币券，用于为 UP 主充电；2）游戏生态：年度会员可以免费获得游戏礼包；3）周边生态：年度会员每月可以获得抵扣券；4）社区生态：大会员可以获得挂件、表情等社交特权；5）番剧生态：免费观看、抢先观看视频内容。***会员体系实际上提供加大用户黏性的作用，实现社区各生态闭环的作用***。

表 7：B 站大会员特权

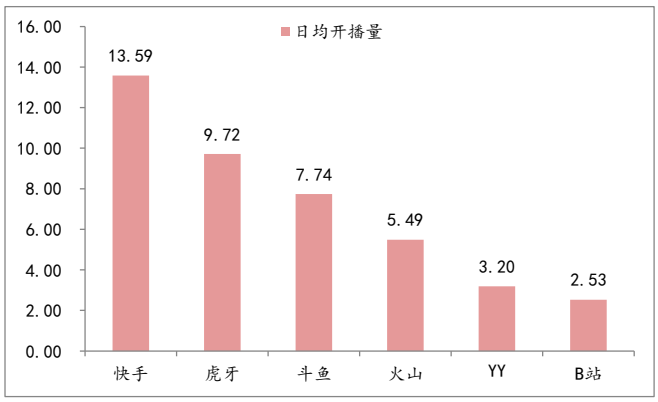
特权	特权内容
免费看	需要付费观看的影视内容，可以直接观看，共 34 部动漫、影视付费内容可以免费观看。
抢先看	连载内容需要付费抢先看的，可以直接观看，共 205 部动漫作品可以抢先看。
超清看	大会员可以专享高帧率、高码率画质。
专属挂件	大会员可以免费领取专属挂件，用于打扮自己头像，展示在评论区、个人空间等位置。
评论表情	可以在评论中发送图片表情、表情多多。
游戏礼包（年度专享）	年度大会员可以在游戏礼包中心领取不同游戏多款超值礼包，33 款游戏礼包（持续更细）。
会员购优惠券（年度专享）	年度大会员每月可以获得 1 张 10 元无门槛优惠券，会员购平台购买时抵扣。
B 币券（年度专享）	大会员可每月 10 日获取 5B 币券，用于承包番剧、给 UP 主充电、兑换金瓜子等。

资料来源：哔哩哔哩，东方证券研究所

直播亦加强用户与 UP 主之间沟通互动，提升整体社区黏性和 UGC 内容产出。由于 PUGC 内容的专业性，B 站内容产出较为有限（一般为一周以上一更），用户与 UP 主缺乏高频互动，直播很好地解决了内容供给与需求不匹配的情况。根据我们统计各直播平台数据，B 站日均开播量位列各平台前列，11 月日均开播 2.53 万，占全部直播平台 4.6%；而相比之下，主播的收入仍较为有限，日均收入近 39 元/主播。可以看出来，***直播业务在内容产出上的作用显著大于其收入贡献，商业化仍有潜力***。

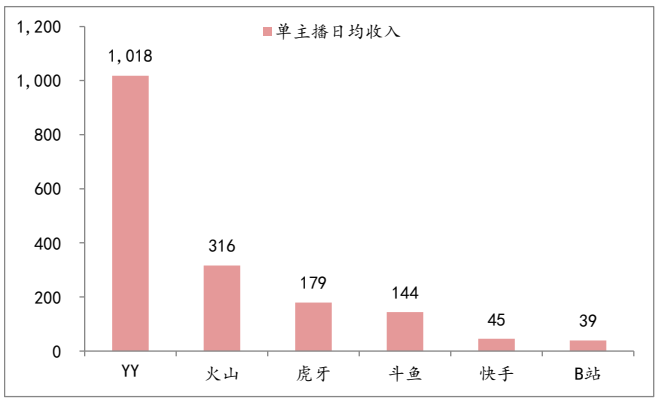
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 61：18 年 11 月各直播平台日均开播量（万）



资料来源：小葫芦数据，东方证券研究所

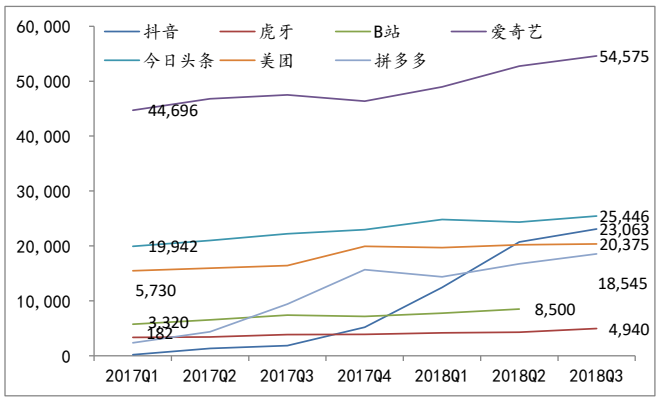
图 62：18 年 11 月各直播平台主播日均收入（元）



资料来源：小葫芦数据，东方证券研究所

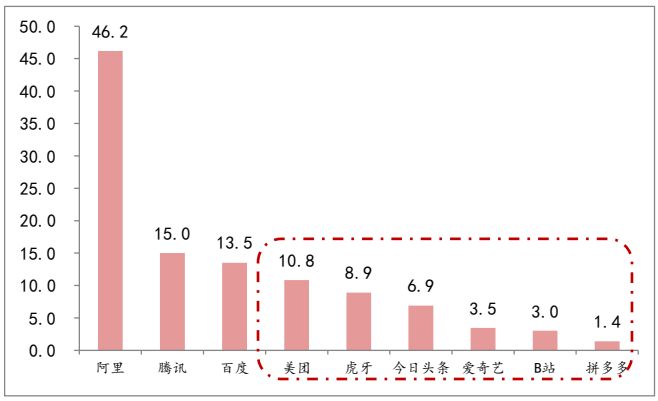
综上来看，目前 B 站仍处于商业化变现初期，MAUs 是其核心检测指标。从国内各互联网公司静态 trailing 12months ARPU 值（元/月）来看，B 站位于较低水平，仅为 3.0 元/月，远低于 BAT 等一线互联网公司，未来具有较大商业化潜力。

图 63：互联网垂直领域月活用户数（万）



资料来源：公司财报，Questmobile，东方证券研究所

图 64：互联网公司静态 trailing 12months ARPU 值（元/月）



资料来源：公司财报，东方证券研究所（腾讯系产品为微信+QQ 合计用户数）

延伸思考，B 站可不可以有贴片广告？

我们认为，可跳过的贴片是变现效率更高、用户体验更好的商业模式。在 UGC 视频中，可跳过的贴片，可能是用户可接受的方式。一方面，用户具有选择权，充分考虑 Z 世代用户的观看体验（比如直接设置中关闭，or0 秒直接跳过）；另一方面，“分成模式”变相作为为 Up 主打赏的模式，进一步打通“Up 主与粉丝”之间的激励循环，从而推动更高的内容产出与互动。就目前来看，由于公司承诺以及商业化程度较低，B 站尚未出现“可跳过的贴片广告”，**但我们认为其将作为更高效的广告形式，其产生的收入将激励社区内容生产者做出更高的内容，形成社区内容闭环，未来或将是一种可参考模式，**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

1) 收入的增长来源于移动游戏、直播及增值服务以及广告业务，预计 2018-2020 年，移动游戏业务增速分别为 43%/24%/9%（受新游戏上线及联运游戏增多，游戏业务流水分别为 33 亿/41 亿/45 亿），直播及增值服务增速分别为 224%/80%/41%（18-20 年期末大会员分别为 300 万/380 万/460 万，ARPU 值保持 10 元/月），广告业务增速分比为 187%/120%/99%（18-20 年期末月活用户数分别为 9300 万/1.1 亿/1.3 亿）。

2) 公司 18-20 年毛利率分别为 21.1%,28.9%和 35.4%。预计未来游戏及直播收入分成款保持稳定，单用户内容成本稳定提升，单用户宽带成本保持稳定，***由于商业化变现能力提升，规模效应致毛利率稳定提升***。

3) 公司 18-20 年销售费用率为 13.7%,14.0%和 13.0%，管理费用率为 10.5%,9.5%和 9.0%，研发费用率为 13.0%，11.5%，10.5%。收入增长对销售费用、管理费用和研发费用具有一定摊薄效应。

4) 公司 18-20 年的所得税率维持 15%。

收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
移动游戏					
销售收入（百万）	342	2,058	2,950	3,650	3,980
增长率（%）	297%	502%	43%	24%	9%
直播及增值服务					
销售收入（百万）	80	178	577	1,040	1,465
增长率（%）	1190%	122%	224%	80%	41%
广告					
销售收入（百万）	61	159	457	1,004	2,000
增长率（%）	221%	162%	187%	120%	99%
其他					
销售收入（百万）	41	75	119	167	201
增长率（%）	105%	84%	60%	40%	20%
合计	523	2,470	4,103	5,861	7,646
增长率（%）	299%	372%	66%	43%	30%
综合毛利率（%）	-47.7%	22.3%	21.1%	28.9%	35.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4.2 投资建议

B 站作为视频社区，具备视频行业和社交媒体的双重属性，并以游戏作为主要变现方式。我们选取“奈飞、爱奇艺、虎牙、微博、腾讯”等 5 家公司作为可比公司，而由于 B 站正处于商业化早期，营业收入处于快速增长期，而净利润仍为负，故采用“***市销率法***”进行估值。

表 8：可比公司主要数据及估值

公司	类型	营业收入（百万美元）2017A	营业收入（百万美元）2018E	营业收入（百万美元）2019E	营业收入（百万美元）2019E	19 年 PS
奈飞（NFLX）	流媒体视频	11,692	15,841	19,701	23,919	5.7
爱奇艺(IQ)	流媒体视频	2,574	3,636	4,946	6,246	2.9
虎牙(HUYA)	直播	324	659	1,030	1,389	3.7
微博(WB)	社交媒体	1,150	1,772	2,388	3,060	5.8
腾讯（0700.HK）	社交/游戏	36,426	45,645	58,947	73,884	6.4
调整后平均						**5.1**
哔哩哔哩	视频社区	365.7	591.1	844.6		

资料来源：彭博，东方证券研究所（股价数据取自 12 月 26 日，B 站营业收入汇率按照 1 美元=6.94 人民币计）

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预测 2018-2020 年，以人民币计，公司每股营收入分别为 14.8/21.1/27.5 元/股 ，采用“市销率法”进行估值，可比公司 19 年平均市销率 5.1 倍，给予公司 19 年 5.1 倍市销率估值，目标价为 107.6 元/股（即 15.50 美元/股）。

风险提示

- 行业监管趋严

互联网视听内容及游戏行业监管趋严，可能会导致内容审核及运营成本上升，版号延迟开放，导致手游业务增长放缓。

- 行业竞争加剧

腾讯、爱奇艺、优酷等众多视频网站开设动漫社区，大量引入国外优秀动漫作品，其优惠的价格和丰富的内容可能会对 B 站大会员订阅业务产生较大冲击。

- 新游戏流水不及预期风险

新游戏流水不及预期，可能会导致公司收入增速放缓，对业绩和股价造成负面影响。

表 9：B 站新游流水对每股营业收入敏感性分析

新游流水对每股营收敏感性分析					
19 年新游流水贡献（亿）	5.0	7.5	10.0	12.5	15.0
每股营业收入（人民币）	19.3	20.2	21.1	22.0	22.9
营收波动情况（%）	-8.5%	-4.3%	0.0%	4.3%	8.5%

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及等价物	387	763	4,323	3,443	3,010
短期存款		2			
应收账款	111	393	410	586	765
短期投资	713	488	488	488	488
其他流动资产	190	507	843	1,204	1,570
流动资产合计	1,401	2,153	6,064	5,721	5,833
财产及设备、生产成本	55	208	331	443	577
无形资产	282	426	1,200	1,400	1,600
商誉	51	51	51	51	51
长期投资	377	636	1,057	1,530	1,991
非流动资产合计	766	1,321	2,639	3,424	4,219
资产总计	2,167	3,474	8,702	9,145	10,052
应付账款	317	597	991	1,416	1,848
递延收入	218	573	821	1,016	1,108
其他	93	229	323	451	579
流动负债合计	628	1,398	2,135	2,883	3,535
长期借款	0	0	0	0	0
递延收入	0	0	0	0	0
递延税项负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	628	1,398	2,135	2,883	3,535
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	-1,323	-1,940	6,567	6,262	6,517
优先股	2,862	4,015	0	0	0
股东权益及优先股合计	1,539	2,075	6,567	6,262	6,517
负债和股东权益总计	2,167	3,474	8,702	9,145	10,052

现金流量表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润（亏损）	（911）	（184）	（609）	（305）	254
财产及设备折旧	19	38	80	122	165
无形资产摊销	143	266	530	709	923
股份支付费用	365	80	158	212	257
营运资金变动	164	274	385	211	108
其它	22	（10）	3	4	5
经营活动净现金流	（199）	465	547	953	1,712
无形资产购买	(246)	(486)	(1,304)	(909)	(1,123)
其他	(931)	（228）	(626)	（707）	（757）
投资活动现金流	（1,177）	（714）	（1,930）	（1,616）	（1,882）
股权融资	0	0	9,115	0	0
回购 A 类优先股	(126)	0	0	0	0
其他	1,150	676	（4,035）	(64)	（84）
筹资活动现金流	1,024	676	5,080	(64)	(84)
现金净增加额	(302)	378	3,560	(880)	(432)
汇率变动影响	50	(48)	(136)	(152)	(178)

利润表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	523	2,468	4,103	5,861	7,646
营业成本	(773)	(1,919)	(3,238)	(4,168)	(4,943)
其他收入净额	0	0	0	0	0
销售费用	(103)	(232)	(562)	(821)	(994)
一般行政费用	(451)	(261)	(431)	(557)	(688)
研发费用	(91)	(280)	(533)	(674)	(803)
投资净收入	10	23	16	16	16
利息收入	2	1	41	41	41
税前净利润	(908)	(175)	(581)	(277)	299
所得税	(3)	(9)	(28)	(28)	（45）
净利润	(911)	(184)	(609)	(305)	254
可赎回可转化优先股增值及股利	（274）	（388）	0	0	0
归属于母公司净利润	（1,185）	（572）	（609）	（305）	254
每股基本收益（元）	（20.42）	（8.17）	（2.19）	（1.10）	0.92
每股稀释收益（元）	（20.42）	（8.17）	（2.19）	（1.10）	0.92

主要财务比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	299.5%	371.7%	66.2%	42.9%	30.4%
税前净利	(144.8%)	80.7%	(-232.0%)	52.4%	208.2%
归属于母公司净利润	(108.3%)	51.8%	(6.5%)	49.9%	183.5%
获利能力					
税前利润率	（173.6%）	（7.1%）	（14.2%）	（4.7%）	3.9%
净利率	（226.5%）	（23.2%）	（14.8%）	（5.2%）	3.3%
ROE		35.0%	（26.3%）	（4.7%）	4.0%
偿债能力					
资产负债率	29.0%	40.2%	24.5%	31.5%	35.2%
净负债率	29.3%	39.3%	(65.8%)	(55.0%)	(46.2%)
流动比率	2.23	1.54	2.84	1.98	1.65
速动比率	2.22	1.52	2.82	1.96	1.62
营运能力					
应收账款周转天数	77	58	37	37	37
存货周转天数	-	-	-	-	-
总资产周转天数	1,511	514	774	570	480
每股指标（元）					
每股收益	（20.42）	（8.17）	（2.19）	（1.10）	0.92
每股经营现金流	（3.43）	6.64	1.97	3.42	6.16
每股净资产	（22.80）	（27.73）	23.62	22.53	23.44
估值比率					
市盈率	-	（11.6）	（43.4）	（86.8）	（103.9）
市销率	-	10.4	6.3	4.4	3.4
EV/EBITDA	-	309	-	65.2	23.0
EV/EBIT	-	-	-	-	74.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn