

哔哩哔哩

哔哩哔哩持续出圈，“小破站”的星辰大海

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

周奕纯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070005
zhouyichun@tfzq.com

B 站出圈进行时：不止二次元，也不止 Z 世代

哔哩哔哩最早是以 ACG 内容为主的视频弹幕网站，逐步成长为拥有 15 个内容分区、7000 余个文化圈层的“中国年轻人聚集的文化社区”。目前 B 站平台的月活跃用户规模已达到 1.7 亿，在中国互联网用户的渗透率达 19%，其中 18-35 岁用户占比约 78%，是最受 Z 世代喜爱的互联网产品之一。

1) 用户泛化。Z 世代用户占比缓慢下降但仍超过 80%；一二线城市用户占比逐步降低，三线及以下用户快速增长。1Q20 新增用户超过 50%来自三线及以下，绝大多数仍为 Z 世代，新用户平均年龄约 20 岁。2) 内容泛化。PUGV 内容贡献 91%的播放量，是 B 站内容生态的核心。从播放量来看，生活区稳居第一，游戏、动画长期位列三四，同时严肃内容崛起，科技与知识位居第五；从投稿量来看，游戏区仍为第一，生活区迅速增长，2019 年同比增加近 2 倍，占总投稿量的 30.5%；生活区百大 UP 主数已超过游戏区成为第一。3) 品牌出圈。2019 年 B 站开始“破圈”动作频频，投入更多推动品牌升级的内容营销，包括跨年晚会、五四青年节《后浪》宣言片等，结合内容生态泛化，持续强化用户心智，突破二次元标签，升级为代表年轻人文化、体现年轻人价值观的品牌。

B 站的用户天花板：还有翻倍空间

随着 B 站持续出圈，我们认为用户规模仍有翻倍空间。1) 按年龄，B 站在 90/00 后用户的渗透率约 35%-40%，在 70/80 后的渗透率不到 10%。通过对 3.7 亿 Z 世代的进一步渗透，对标抖音约 70%的渗透率，同时维持目前的年龄结构，可达到约 3.1 亿用户；如果进一步渗透其他年龄段人群，将 Z 世代用户占比从 80%以上降为 2/3 至 3/4 (vs. 抖音和快手约 50%)，可达 3.4 亿-3.8 亿用户。2) 按城市等级，B 站在一二线城市用户的渗透率约 20%，对标快手和抖音的渗透率约 32%-43%，同时通过下沉渗透将一二线用户占比从 46%降至 40% (vs. 抖音 40%，快手 34%)，则可达到约 2.9 亿-4.0 亿用户。3) 基于视频行业来看，B 站目前在 8.5 亿视频用户的渗透率为 20%，随着 5G 普及，视频服务的应用广度和深度有望进一步提升，同时 B 站中长期有望承接短视频用户的内容消费升级需求，进一步打开潜在用户空间。

社区是 B 站的优势，更是最大的壁垒

社区是 B 站的优势，核心是 PUGV 内容创作生态：1) 优质的 UP 主和内容生态，1Q20 月活跃 UP 主达到 180 万，同比增长 146%，占平台 MAU 的 1.0%，月均视频投稿量 490 万，同比增长 138%。2) 优质的用户群，且在 MAU 快速增长的同时，仍维持较好的用户活跃度和粘性。3) 较好的社区氛围，社区互动量快速增长，1Q20 用户日均观看量达 11 亿次，同比增长 113%，月均总互动量达 49 亿次，同比增长 260%，互动活跃度持续提升体现社区优势增强。不仅如此，社区也是 B 站最大的壁垒，通过社区留住优质 UP 主并持续培育新生 UP 主，维持稳定且丰富的内容生态，最终通过社区氛围吸引并留住用户，而 B 站的社区氛围体现的是 B 站沉淀下来的特有文化，难以被复制和影响。

B 站的星辰大海：岂止于中国 YouTube?

随着内容生态泛化及平台持续出圈，B 站正走在成为中国 YouTube 的路上。维持内容生态稳定及社区氛围是 B 站在用户快速增长时面临的两大核心问题。出圈还意味着更多的竞争，而 B 站优质的 PUGV 内容生态、较好的社区氛围是最核心的竞争力。短期内 B 站面临的主要是同样定位 PUGC 的西瓜视频的直接竞争，中长期来看，抖音、快手等短视频平台的正面竞争影响的将是 B 站的增长空间。我们认为 PUGC 视频竞争的核心是内容，用户及时长的争夺本质上取决于内容生态的竞争力，未来能够满足国内用户 YouTube 类内容需求的平台可能不止一家。对 B 站而言，把握时间窗口继续巩固内容生态和社区优势，同时加快用户规模积累，是提高平台竞争力、应对未来竞争的核心路径。从更长期的维度来看，B 站的目标不止于中国 YouTube，还想成为中国迪士尼，成为一家“文化品牌公司”。

风险提示：用户增长放缓，用户活跃度和粘性下降，PUGC 内容生态不稳定，社区氛围变化，商业化进度不及预期，行业竞争加剧，内容监管风险

内容目录

B 站出圈进行时：不止二次元，也不止 Z 世代.....	4
B 站的用户天花板：还有翻倍空间.....	12
社区是 B 站的优势，更是最大的壁垒.....	15
B 站的星辰大海：岂止于中国 YouTube?	22
风险提示.....	30

图表目录

图 1：Z 世代用户特点	4
图 2：B 站 MAU 增长趋势（1Q16A-1Q20A）	4
图 3：B 站用户画像	5
图 4：B 站 App 分年代用户增长趋势（2018 年 1 月-2020 年 3 月）	5
图 5：B 站 App 用户年代相对结构变化（2018 年 1 月-2020 年 3 月）	5
图 6：B 站 App 分城市等级用户增长趋势（2018 年 1 月-2020 年 3 月）	6
图 7：B 站 App 用户城市等级结构变化（2018 年 1 月-2020 年 3 月）	6
图 8：B 站 App 分年代用户同比增速（2019 年 1 月-2020 年 3 月）	6
图 9：B 站 App 分城市等级用户同比增速（2019 年 1 月-2020 年 3 月）	6
图 10：B 站 App 新增用户年代结构（2019 年 1 月-2020 年 3 月）	6
图 11：B 站 App 新增用户城市等级结构（2019 年 1 月-2020 年 3 月）.....	6
图 12：B 站分区演变历史	7
图 13：B 站视频播放量 Top5 分区演变历史.....	8
图 14：B 站百大 UP 主的分区分布（2018 年）	8
图 15：B 站百大 UP 主的分区分布（2019 年）	8
图 16：B 站百大 UP 主投稿视频标签（2019 年）	8
图 17：B 站各分区投稿量占比变化趋势（2009 年 7 月-2019 年 5 月）	9
图 18：B 站各分区投稿量同比增速（2019 年）	9
图 19：B 站各分区视频投稿量和播放量占比（截至 2020 年 3 月）	10
图 20：B 站 2019 跨年晚会	10
图 21：B 站 2020 年五四青年宣言片《后浪》	11
图 22：B 站 App 开屏页面.....	11
图 23：B 站分年代的用户空间：B 站 MAU vs. 人口数、互联网用户数（2020 年 3 月）	12
图 24：B 站分城市等级的用户空间：B 站 MAU vs. 人口数、互联网用户数（2020 年 3 月）	12
图 25：中国历年出生人口（1950 年-2019 年）	13
图 26：分年代用户渗透率对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频（2020 年 3 月）	13
图 27：分城市等级用户渗透率对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频（2020 年 3 月）	13
图 28：分年代用户结构对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频 vs.移动互联网行业（2020 年 3 月）	14
图 29：分城市等级用户结构对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频 vs.移动互联网行业（2020 年 3 月）	14

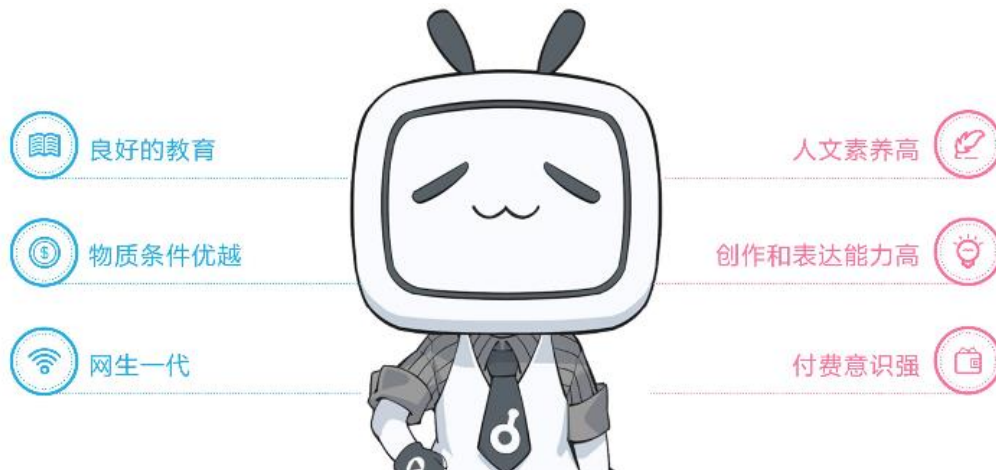
图 30: B 站在网络视频行业的用户渗透率 (2016 年 6 月-2020 年 3 月)	14
图 31: B 站社区核心: PUGV 内容创作生态	15
图 32: B 站 UP 主分层	16
图 33: B 站月活跃 UP 主数量及在 MAU 渗透率 (1Q17A-1Q20A)	16
图 34: B 站月度视频投稿量及每 UP 主月均视频投稿量 (1Q17A-1Q20A)	16
图 35: B 站用户分层	17
图 36: B 站正式会员及在 MAU 渗透率 (1Q17A-1Q20A)	17
图 37: B 站正式会员 12 个月留存率	18
图 38: B 站 DAU 占 MAU 比例 (3Q18A-1Q20A)	18
图 39: B 站单用户日均使用时长 (2017A; 1Q18A-1Q20A)	18
图 40: B 站视频日均播放量及每 MAU 月均视频观看量 (1Q17A-1Q20A)	19
图 41: B 站月均互动量及每 MAU 月均互动量 (1Q17A-1Q20A)	19
图 42: B 站的弹幕文化	19
图 43: B 站的梗文化: 部分百大 UP 主收获的弹幕总数及年度弹幕词汇 (2019 年)	20
图 44: B 站单用户使用粘性加强趋势 (1Q17A-1Q20A)	21
图 45: 中国互联网社区产品用户使用粘性对比	21
图 46: 美国社交网络平台在成年人的渗透率	22
图 47: 美国主要社交网络平台在不同年龄段人群的渗透率	22
图 48: B 站与 YouTube 内容生态对比	23
图 49: B 站与 YouTube 单用户收入对比 (1Q20A)	23
图 50: B 站、西瓜视频分年龄段移动用户规模对比 (2020 年 3 月)	25
图 51: B 站、西瓜视频分城市等级移动用户规模对比 (2020 年 3 月)	25
图 52: 西瓜视频内容生产与消费品类分布	25
图 53: B 站、西瓜视频、抖音和快手的用户使用时长结构对比	26
图 54: 中国 YouTube 主要竞争平台对比: B 站、西瓜视频、抖音、快手	27
图 55: B 站与西瓜视频、抖音与快手的用户重合度趋势对比 (2017 年 3 月-2020 年 3 月)	27
图 56: B 站产业链投资布局	28
图 57: 哔哩哔哩国创动漫产业链布局	28
图 58: B 站“年轻人”乐园	29

B 站出圈进行时：不止二次元，也不止 Z 世代

哔哩哔哩（简称“B 站”）最早是以动画、漫画、游戏，即 ACG 内容为主的视频弹幕网站，逐步成长为拥有 15 个内容分区、7000 余个文化圈层、200 万个文化标签的“中国年轻人聚集的文化社区”。目前 B 站平台的月活跃用户规模已经达到 1.72 亿，在中国互联网用户的渗透率达到 19%，其中 18-35 岁用户占比约为 78%。

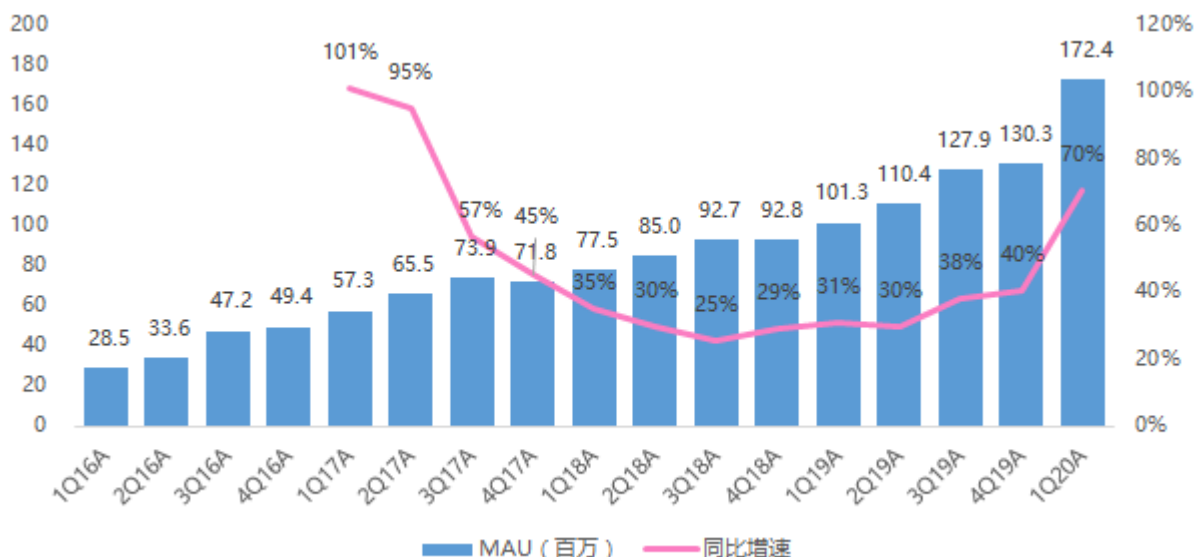
B 站聚焦的这一群年轻人被称为“Z 世代”，即出生时间在 1990 年-2009 年间的 90 后和 00 后。Z 世代是网生一代，拥有良好的教育和较优越的物质条件，具备人文素养高、创作和表达能力好、付费意识强等特点，而 B 站是最受 Z 世代喜爱的互联网产品之一。

图 1：Z 世代用户特点



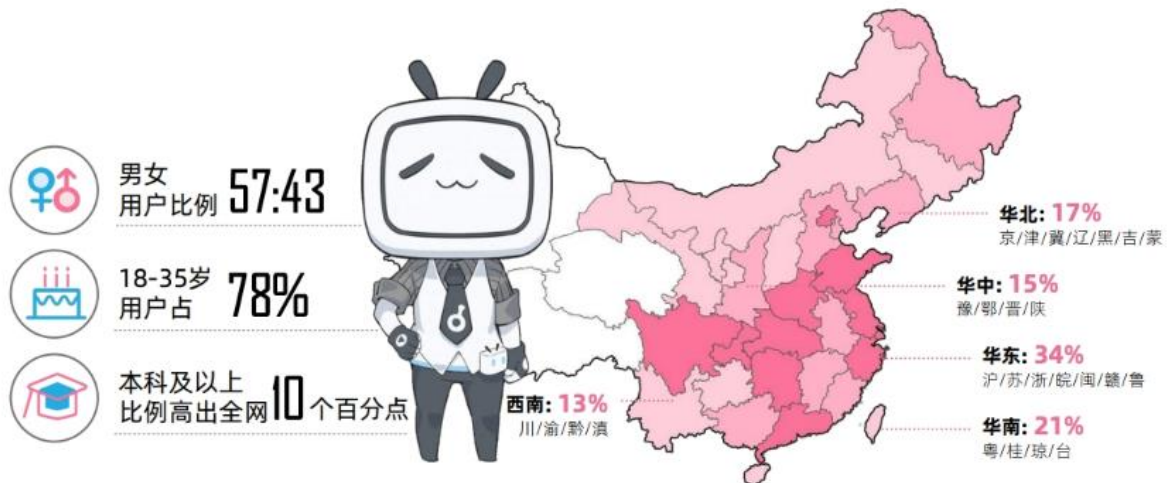
资料来源：bilibili 官网，天风证券研究所

图 2：B 站 MAU 增长趋势（1Q16A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：B 站用户画像



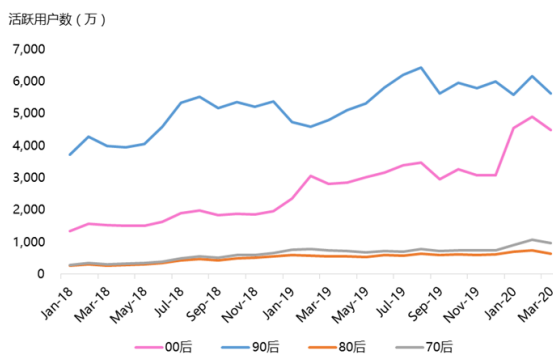
资料来源：bilibili 数据后台，CNNIC，《bilibili 2020 年营销通案》，天风证券研究所

1) 用户泛化

B 站起家于二次元文化，用户出于对 ACGN 内容的共同兴趣聚集到 B 站平台，并基于身份认同形成一个具有鲜明特征的二次元圈层，成为 B 站在很长一段时间的主体。2019 年 B 站开始“破圈”动作频频，包括举办“2019 最美的夜”跨年晚会、买下《英雄联盟》全球总决赛国内独家直播版权、扩充电影片库、邀请更多明星艺人入驻等。

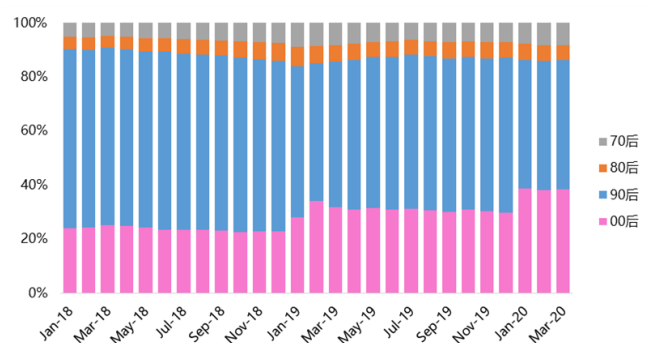
复盘 B 站过去两年的用户增长，我们看到随着平台用户体量增加，“出圈”正在进行时，用户结构变化体现泛化趋势。根据 QuestMobile 数据，从年龄段结构来看，B 站的 90 后和 00 后用户占比之和，即 Z 世代用户占比缓慢下降，但仍超过 80%；从城市等级结构来看，一二线城市用户占比逐步降低，三线及以下用户快速增长，目前占比已超过 50%，相比公司披露的 2016 年 56% 的用户来自一线城市，下沉趋势明显。

图 4：B 站 App 分年代用户增长趋势（2018 年 1 月-2020 年 3 月）



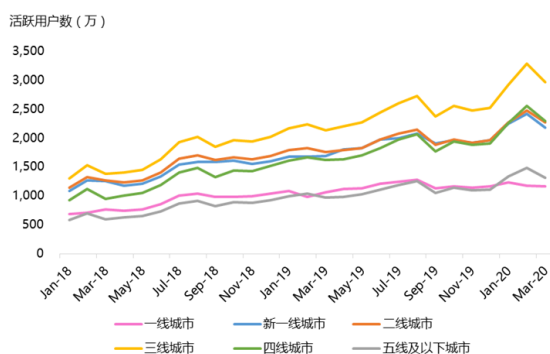
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 5：B 站 App 用户年代相对结构变化（2018 年 1 月-2020 年 3 月）



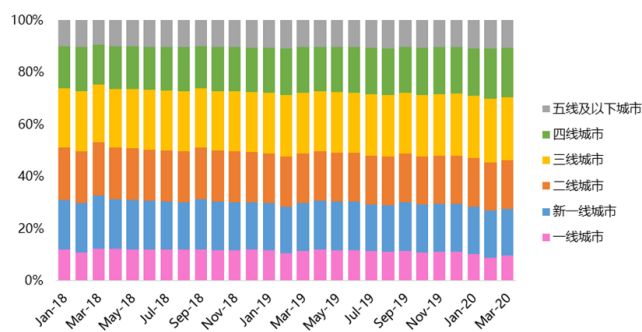
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 6: B 站 App 分城市等级用户增长趋势 (2018 年 1 月-2020 年 3 月)



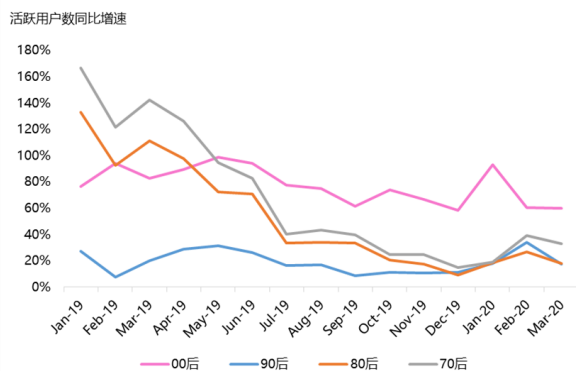
资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 7: B 站 App 用户城市等级结构变化 (2018 年 1 月-2020 年 3 月)



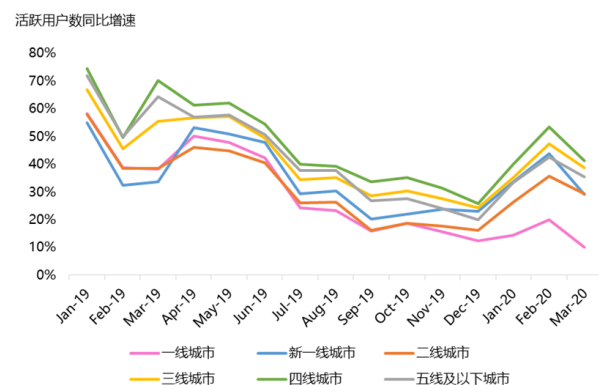
资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 8: B 站 App 分年代用户同比增速 (2019 年 1 月-2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 9: B 站 App 分城市等级用户同比增速 (2019 年 1 月-2020 年 3 月)

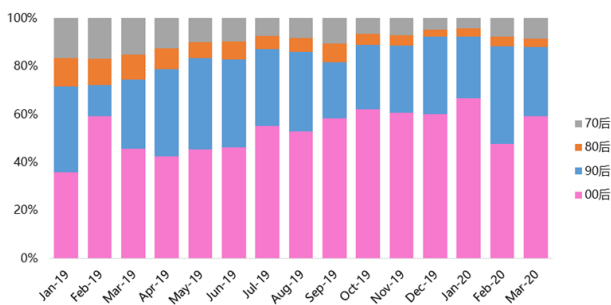


资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

B 站用户的泛化兼有城市分布的泛化和年龄段的泛化, 或者说从二次元用户向 Z 世代人群延展 (主要体现为下沉趋势), 以及从 Z 世代人群向更广泛的人群扩张 (即对非 Z 世代人群的渗透), 两个过程同步进行。

从新增用户的画像来看, 目前主要处在用户泛化的第一阶段, 即对 Z 世代人群的进一步渗透, 主要体现为对三线及以下城市用户的渗透, 是 B 站目前更主要的增长驱动力。根据公司业绩会披露, 2020 年一季度新增用户有超过 50%来自三线及以下城市。相比之下, 根据 QuestMobile 2020 年 3 月数据计算, 新增用户中来自更成熟人群 (主要是 70 后和 80 后) 的比例约为 12%, 绝大多数新增用户仍来自 Z 世代人群, 这也印证了公司所披露的新用户平均年龄约为 20 岁, 即处在 95-00 后之间。

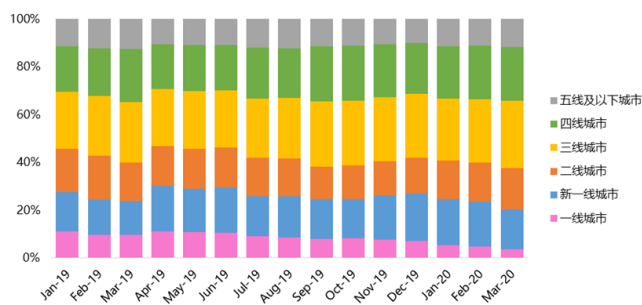
图 10: B 站 App 新增用户年代结构 (2019 年 1 月-2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

注: 新增用户按同比净增情况。

图 11: B 站 App 新增用户城市等级结构 (2019 年 1 月-2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

注: 新增用户按同比净增情况。

2) 内容泛化

用户泛化本质上是内容泛化的结果，由内容泛化所驱动。而内容泛化包括对已有用户的泛化内容需求的满足，以及对新用户（即泛化用户）的内容需求的满足，也即通过泛化的内容吸引泛化的新用户。其中对于 B 站原有用户，既存在“需求拓展”，即随着年龄增长和身份变化，对内容有更加多元化的需求，也存在“需求迁移”，即将原本在其他平台上进行满足的内容需求转移到 B 站平台上来满足。而随着内容需求的泛化和细化，B 站的分区也更加丰富，基本能够覆盖到用户主要的兴趣和爱好领域，包括游戏、音乐、科技、生活、时尚等。

图 12：B 站分区演变历史



资料来源：公司官网，bilibili App iOS 版本（2020 年 6 月 6 日），B 站 UP 主“狸子 LePtC”，天风证券研究所制图

具体看内容生态，PUGV 内容为 B 站带来了 91% 的视频观看量，是 B 站内容生态的核心；而外采或自制的 OGV 内容，包括番剧、纪录片、影视、综艺等，也吸引来更多新用户，并驱动付费会员增长。B 站是目前国产动画的最大出品方之一，也是日本动画版权的最大引进方，同时是国内最大的纪录片出品方之一。

对于 PUGV 生态，我们看到了明显的内容泛化趋势。从视频播放量 Top5 分区来看，目前生活区稳居第一，同时严肃内容崛起，科技与知识位居第五，而二次元分区即游戏、动画长期位列第三和第四；从百大 UP 主来看，2019 年生活区的百大 UP 主数量占比约为三分之一，超过游戏区成为第一分区，同时百大 UP 主投稿视频最多的标签是“生活”、“日常”、“吃货”、“试吃”等。

从视频投稿量来看，游戏区仍为投稿量最多的分区，但生活区的投稿量迅速增长，2019 年同比增加近 2 倍，占总投稿量的 30.5%，对比游戏区同比增长 98%，占比 37.1%。目前动画、游戏、音乐等 B 站“老三区”投稿量占比约为 49%（对比 2015 年约为 70%），而生活、科技、数码三区的投稿量占比约为 38%，与前者差距缩小，且播放量占比已超过前者。

[illegible]

图 14: B 站百大 UP 主的分区分布 (2018 年)

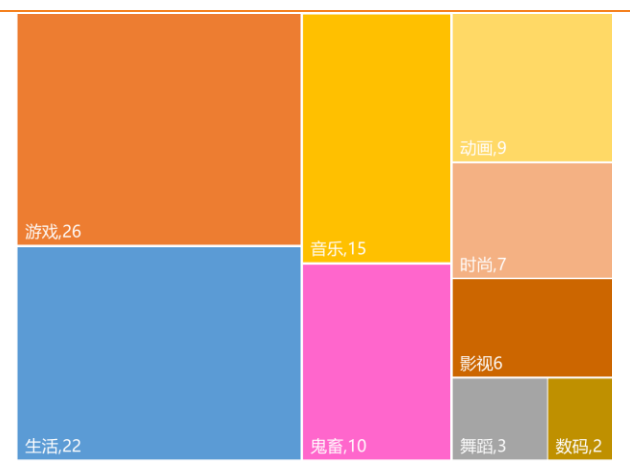
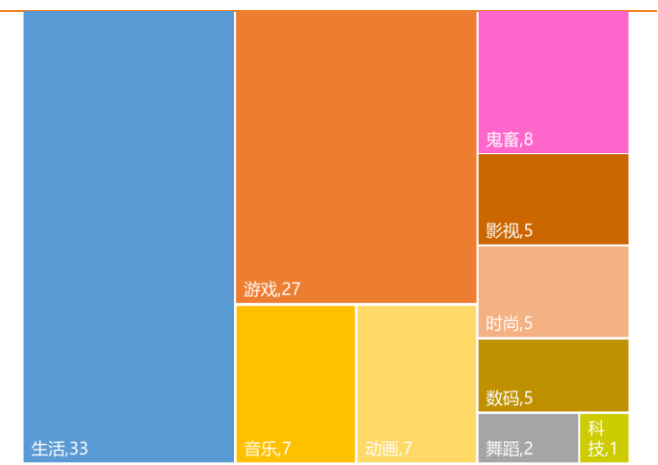


图 15: B 站百大 UP 主的分区分布 (2019 年)

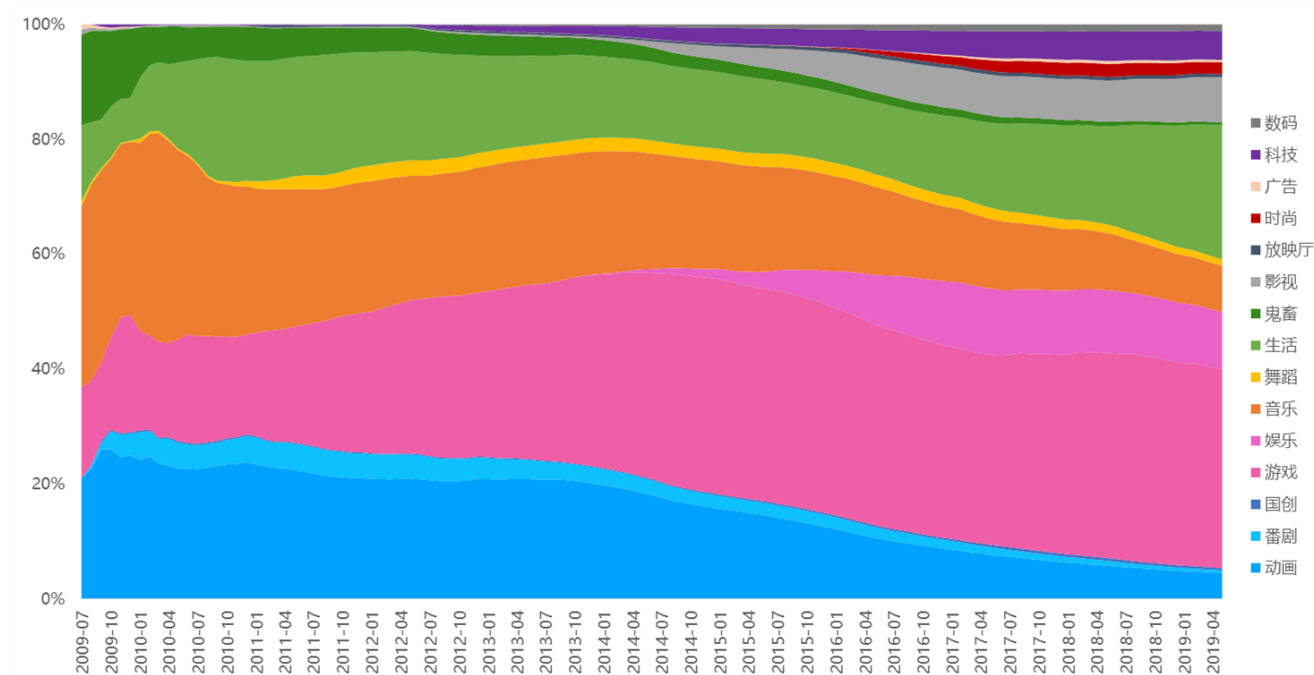


注：分区采用“看哔哩哔哩”的口径。

绝地求生 试吃 网络 游戏 生活 日常 吃货 原创 实况 单机 娱乐 影视 游戏 吃播 吃鸡 测评 高能 搞笑 旅游 装机 科普 集锦 漫威 歪果仁 精彩 集锦 大蒜 魔性 趣味 科普 人文 动物 记录 铲屎官 小吃 全明星 新番 鬼畜 调教 喵星人 时尚 探店 校园 恐怖 游戏 翻唱 独立 游戏 学生 党 炉石 传说 能吃 是在 下输了 游戏 视频 萌宠 逗比 厨艺 恶搞 创意 开箱 猫 第五 人格 宠物 深夜 报社 电影 解说 游戏 解说 炉石 传说

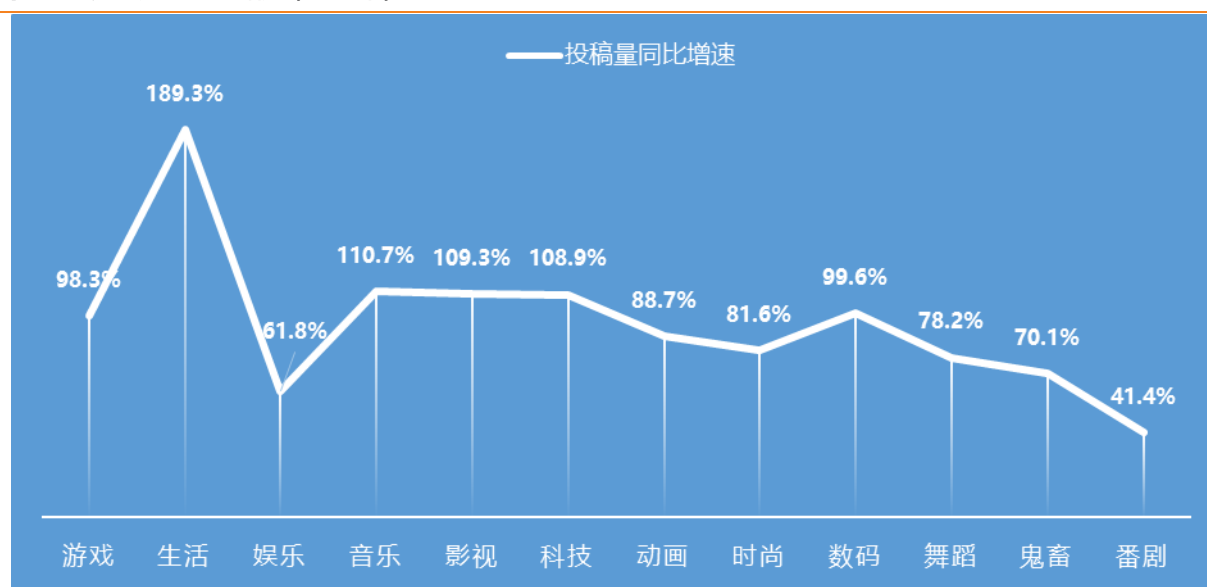
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 17：B 站各分区投稿量占比变化趋势（2009 年 7 月-2019 年 5 月）



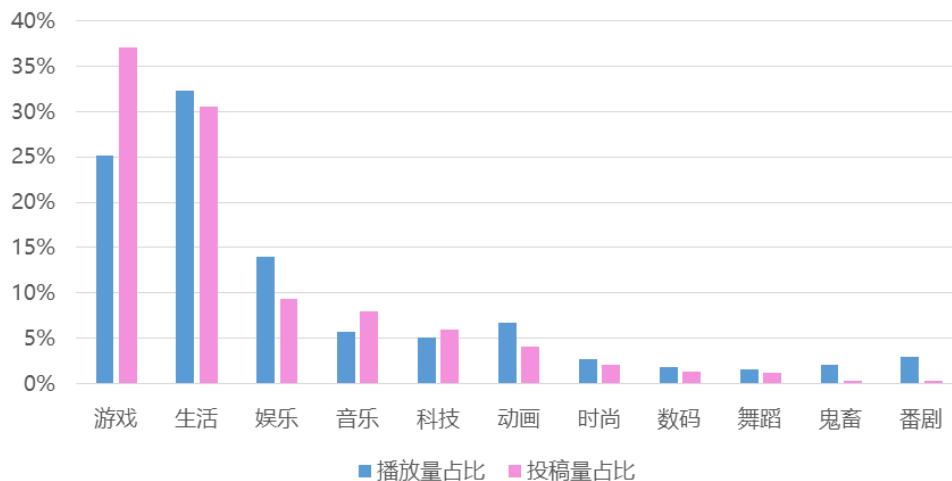
资料来源：bilibili 网站，GitHub，天风证券研究所制图

图 18：B 站各分区投稿量同比增速（2019 年）



资料来源：bilibili 网站，天风证券研究所

图 19: B 站各分区视频投稿量和播放量占比 (截至 2020 年 3 月)



资料来源: bilibili 网站, 天风证券研究所

3) 品牌出圈

尽管用户和内容层面已经在出圈, 二次元在较长的一段时间内仍是外界对 B 站的主要标签和品牌认知。2019 年底开始, 为了进一步出圈并推动用户持续快速增长, B 站更多地投入到推动品牌出圈、品牌升级的内容营销, 包括跨年晚会、五四青年节《后浪》宣言片、毕业季与毛不易合作发布歌曲《入海》等, 结合内容生态的泛化, 持续强化 B 站的用户心智, 突破二次元标签, 升级为代表年轻人文化、体现年轻人价值观的品牌。目前 B 站 App 开屏页面和应用商店简介均为“你感兴趣的视频都在 B 站”, 继续弱化品牌的二次元标签。

图 20: B 站 2019 跨年晚会



资料来源: bilibili 官网 (2020 年 6 月 25 日), 天风证券研究所

图 21: B 站 2020 年五四青年宣言片《后浪》

bilibili献给新一代的演讲《后浪》

生活 > 日常 2020-05-03 17:00:55 最高全站日排行1名

1905.0万播放 · 20.9万弹幕 未经授权，禁止转载



资料来源: bilibili 官网 (2020 年 5 月 8 日), 天风证券研究所

图 22: B 站 App 开屏页面



资料来源: bilibili App (2020 年 6 月 8 日), 天风证券研究所

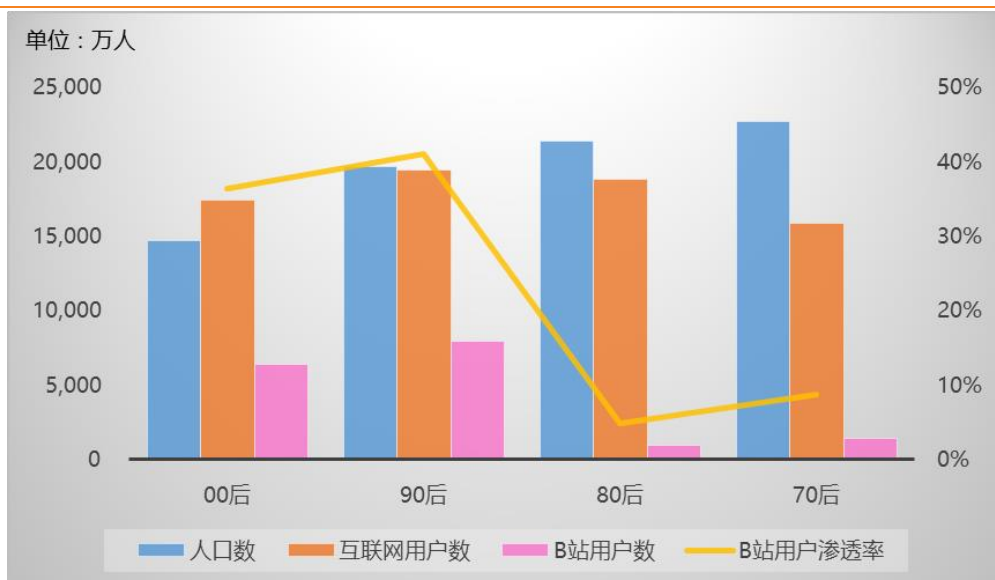
B 站的用户天花板：还有翻倍空间

截至 2020 年一季度，B 站 MAU 已经达到 1.724 亿，同比增长 70%，接近此前公司给出的全年目标 1.8 亿。到 2021 年底，B 站目标达到 2.2 亿 MAU。在探讨 B 站潜在的用户天花板前，首先分析 B 站目前的用户渗透情况。

分主要年龄段来看，由于 B 站目前的用户群仍以 Z 世代为主，90 后和 00 后合计占比超过 80%，在这两个年龄段的用户渗透率明显较高。根据我们的计算，B 站在 90 后和 00 后互联网用户的渗透率约为 35%-40%，相比之下，在 80 后和 70 后的渗透率均不到 10%。

分城市等级来看，B 站在较高城市等级用户的渗透率更高。基于移动端数据来计算，B 站在一二线城市互联网用户的渗透率约 19%-22%，在三线及以下城市用户渗透率约 14%-17%。

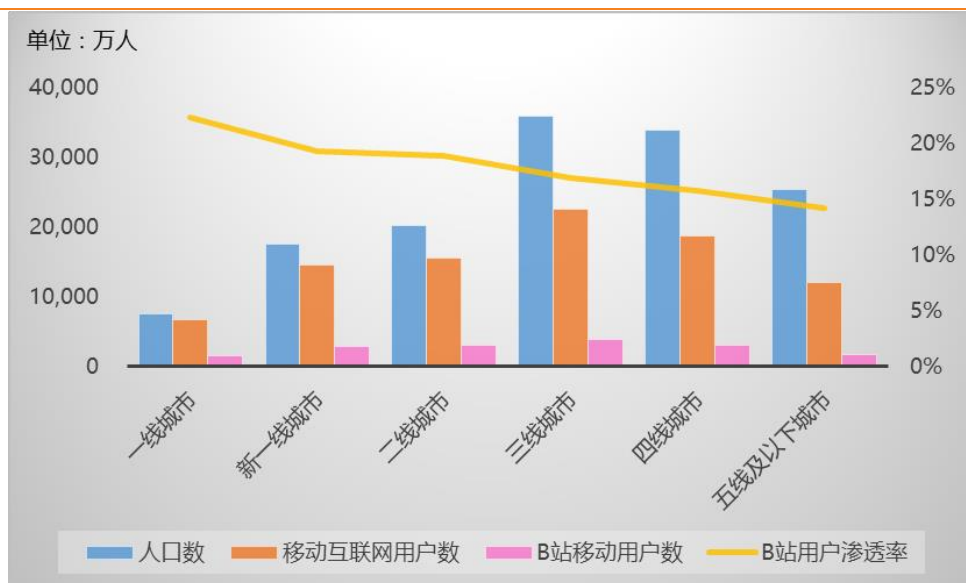
图 23：B 站分年代的用户空间：B 站 MAU vs. 人口数、互联网用户数（2020 年 3 月）



资料来源：国家统计局，CNNIC，公司公告，QuestMobile，天风证券研究所制图

注：总人口为截至 2019 年末数据，年代结构为 2019 年中国统计年鉴中的 2018 年抽样调查数据；互联网用户数据为 CNNIC 的 2020 年 3 月数据；B 站用户数为财报披露的 1Q20 MAU，年代结构为 QuestMobile 2020 年 3 月数据；B 站用户渗透率为 B 站 MAU 占互联网用户数的比例。

图 24：B 站分城市等级的用户空间：B 站 MAU vs. 人口数、互联网用户数（2020 年 3 月）



资料来源：国家统计局，CNNIC，公司公告，Wind，QuestMobile，天风证券研究所制图

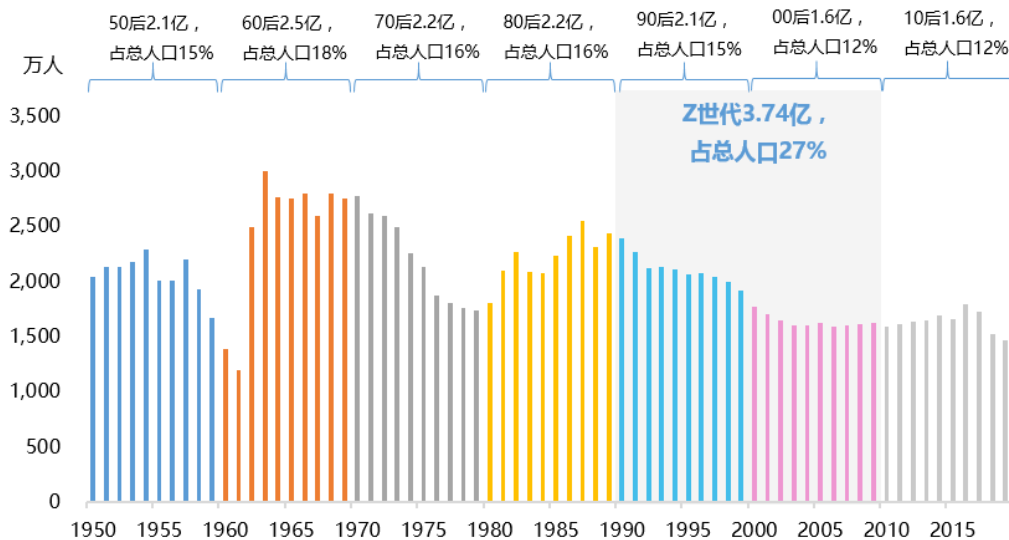
注：总人口和城市等级结构为截至 2019 年末数据；移动互联网用户数为 CNNIC 的 2020 年 3 月数据，城市等级结构为 QuestMobile 2020 年 3 月数据；B 站移动用户数为财报披露的 1Q20 移动 MAU，城市等级结构为 QuestMobile 2020 年 3 月数据；B 站用户渗透率为 B 站移动 MAU 占移动互联网用户数比例。

用户天花板的考虑维度之一是年龄。首先是对 Z 世代人群的渗透，B 站目前所聚焦的 Z 世代出生人口数约为 3.74 亿，占中国总人口的 27%，这是 B 站以 Z 世代为主的用户天花板理论值。考虑到不同城市等级、教育背景等导致 Z 世代人群内部分存在互联网使用习惯和偏好差异，可能较难实现对 Z 世代的完全渗透。目前 B 站对 Z 世代用户的渗透率约为 40%，对标快手和抖音对 Z 世代的渗透率约 60%-70%，如果以抖音的渗透率为上限，同时维持 B 站目前的用户年龄结构，得到 B 站通过对 Z 世代人群进行渗透可以达到的用户规模约为 3.1 亿。

再进一步考虑对其他年龄段人群的渗透。根据 QuestMobile 2020 年 3 月数据，B 站的 Z 世代用户占比为 83%，对比抖音和快手均为 50% 左右，对比移动互联网行业为 45%，如果 B 站能够持续渗透 80 后、70 后等更多成熟年龄段人群，假设将 Z 世代用户占比降至 67%-75%（即约 2/3-3/4），则可以达到的用户规模约为 3.4 亿-3.8 亿。

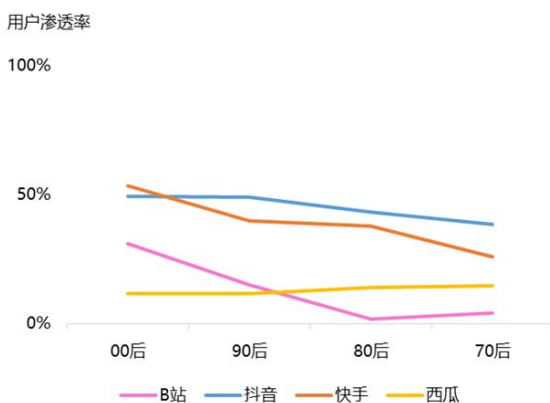
用户天花板的另一个考虑维度是城市等级。目前 B 站对一二线城市用户的渗透率约为 20%，对标快手和抖音对一二线用户的渗透率约 32%-43%，同时通过持续下沉渗透将一二线用户占比从目前的 46% 降至 40%（对标抖音为 40%，快手为 34%，移动互联网行业为 41%），则 B 站可以达到的用户规模约为 2.9 亿-4.0 亿。

图 25：中国历年出生人口（1950 年-2019 年）



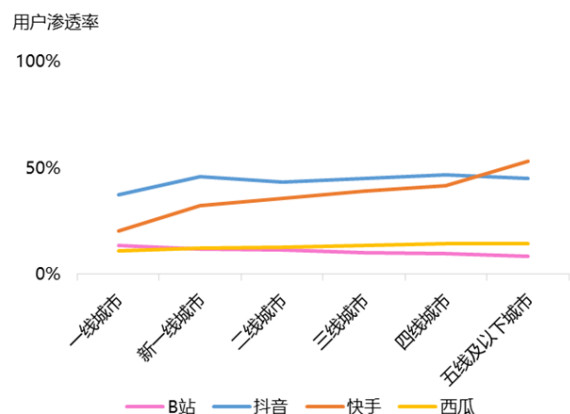
资料来源：国家统计局，天风证券研究所制图

图 26：分年代用户渗透率对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频（2020 年 3 月）



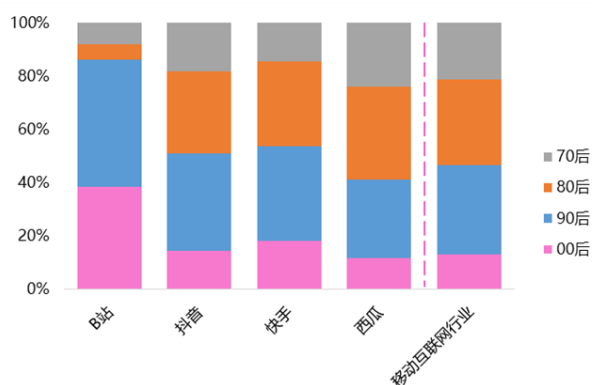
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 27：分城市等级用户渗透率对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频（2020 年 3 月）



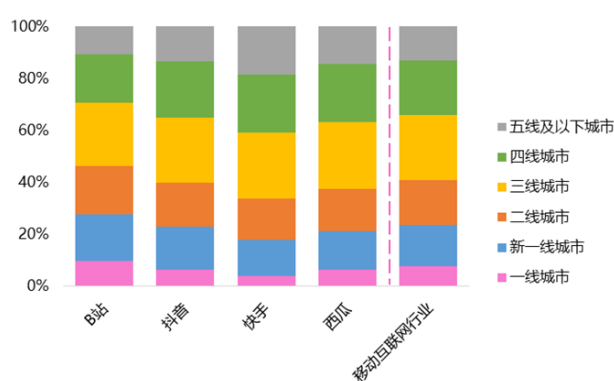
资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 28：分年代用户结构对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频 vs. 移动互联网行业（2020 年 3 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 29：分城市等级用户结构对比：B 站、抖音、快手、西瓜视频 vs. 移动互联网行业（2020 年 3 月）

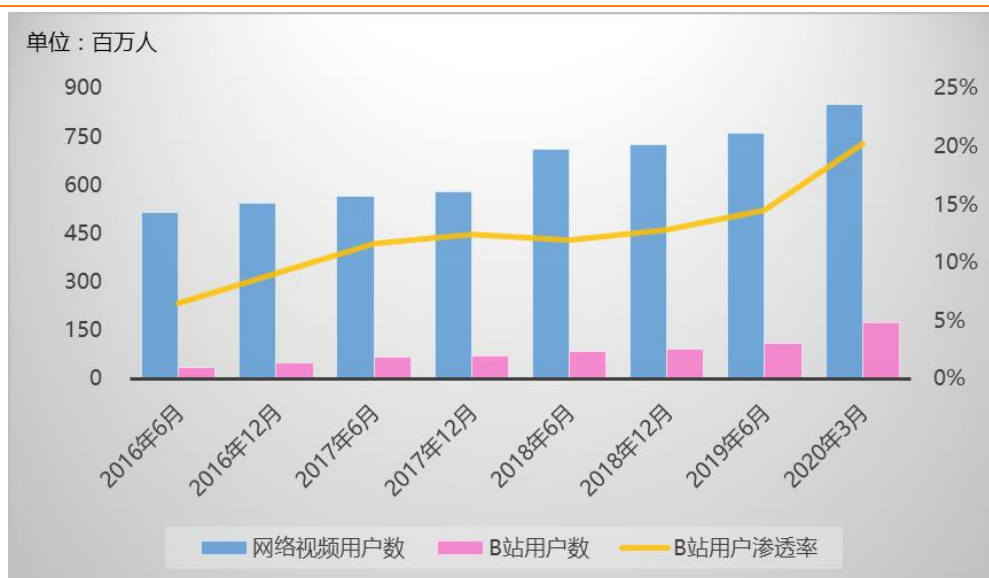


资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

此外，随着整个大视频行业发展走向融合渗透，无论是长、短视频与中视频，还是视频与直播，细分行业之间的边界逐渐模糊，由此也打开了 B 站的潜在用户空间。根据 CNNIC 2020 年 3 月数据，中国网络视频用户规模已经达到 8.5 亿，在整体互联网用户的渗透率达到 94%，视频服务已不单单是一种内容消费形式，也在越来越多地成为表达和交流方式，同时逐渐成为线上商业的基础设施，随着 5G 普及预计会进一步提升视频的应用广度和深度。

目前 B 站在视频用户的渗透率为 20%。考虑到长视频平台在版权和自制内容的丰富积累与优势，从中长期的维度来看，B 站更有可能承接短视频用户的内容消费升级需求，通过质量更高的 PUGV 内容来吸引和渗透这些用户，参照目前抖音和快手的用户规模，预计是 4-5 亿的潜在用户空间。而从更长期的维度来看，随着 B 站内容生态持续多元化，尤其是 OGV 内容和自有 IP 储备更加丰富，潜在的用户天花板有望更高。

图 30：B 站在网络视频行业的用户渗透率（2016 年 6 月-2020 年 3 月）

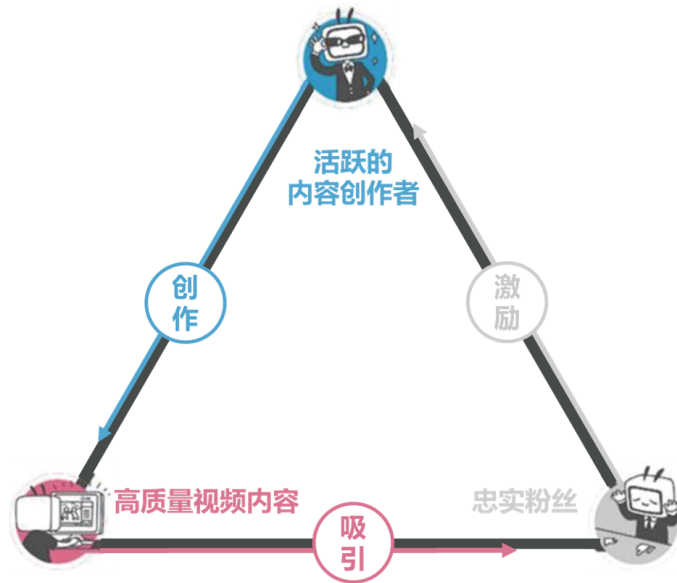


资料来源：CNNIC，公司公告，天风证券研究所制图

社区是 B 站的优势，更是最大的壁垒

社区是 B 站的定位，同时也是优势和壁垒。最初二次元内容及文化将拥有共同兴趣的年轻用户聚集到 B 站成为第一批核心用户，并且通过建立一定的准入门槛来实现更强的群体认同和归属感，社区基因则使得用户对 B 站形成较高的使用粘性及情感纽带。随着内容生态持续丰富，B 站满足了用户更加多元化的内容需求，用户粘性有望得到进一步加强。B 站的社区核心是 PUGV 内容创作生态，即由 UP 主创作视频内容，以内容吸引粉丝，与粉丝的互动再激励 UP 主继续创作内容，从而形成正反馈循环。

图 31：B 站社区核心：PUGV 内容创作生态



资料来源：bilibili 官网，天风证券研究所

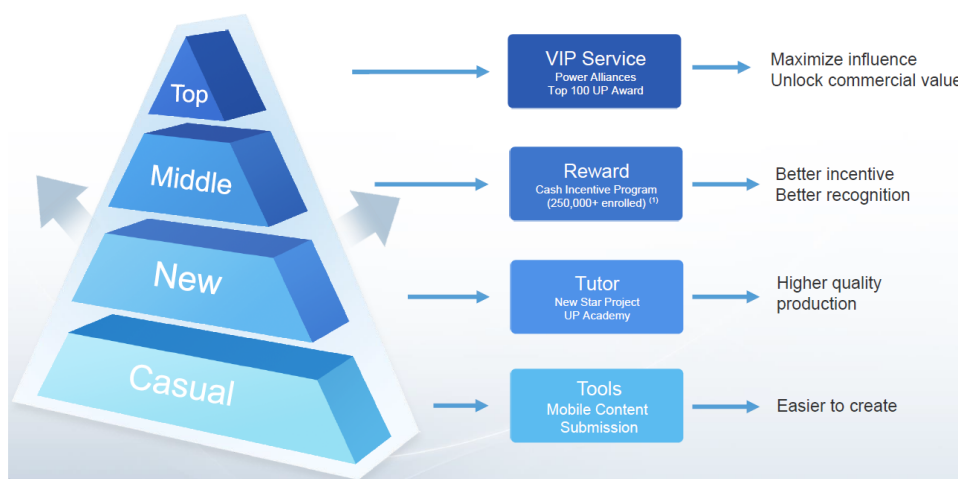
1) 社区是 B 站的核心优势

我们从内容生产端（UP 主）、内容消费端（用户）以及社区氛围（社区互动）三个核心要素来分析 B 站的社区优势。

• 优质的 UP 主和内容生态

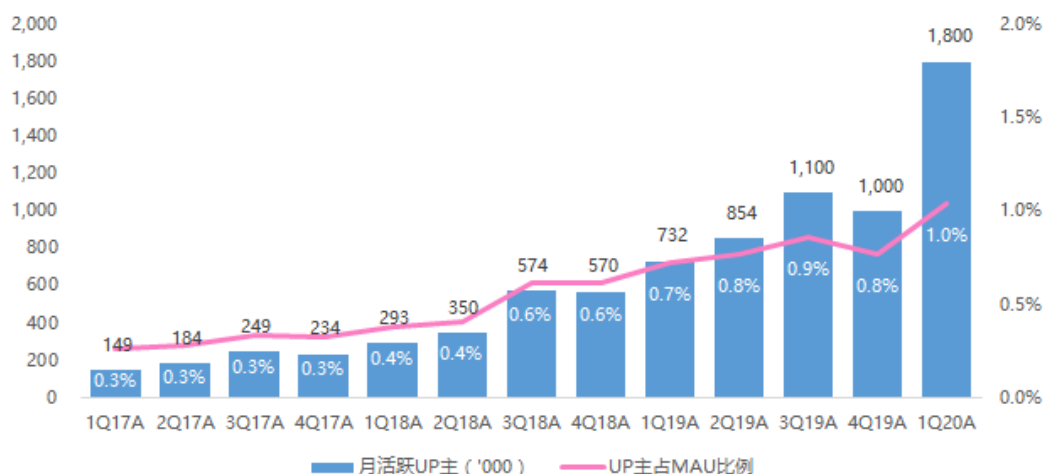
B 站的核心用户群 Z 世代是个性鲜明、乐于表达和分享的一代人，而基于共同兴趣、具备较强文化归属感的社区是其最好的表达平台。我们认为 B 站较好的创作氛围是 UP 主选择在 B 站平台创作并分享内容的重要原因，包括社区互动的正反馈激励、内容品质导向的运营策略、对 UP 主的分层次扶持等，从而形成较好的内容生态。截至 2020 年一季度，B 站的月活跃 UP 主数量达到 180 万，同比增长 146%，环比增长 80%，占平台 MAU 的比例继续提升至 1.0%；UP 主月均视频投稿量达 490 万，同比增长 138%，环比增长 75%，而每 UP 主月均投稿量保持相对稳定，约为 2.7 个，在 UP 主持续增加的同时维持较活跃的内容创作氛围。

图 32：B 站 UP 主分层



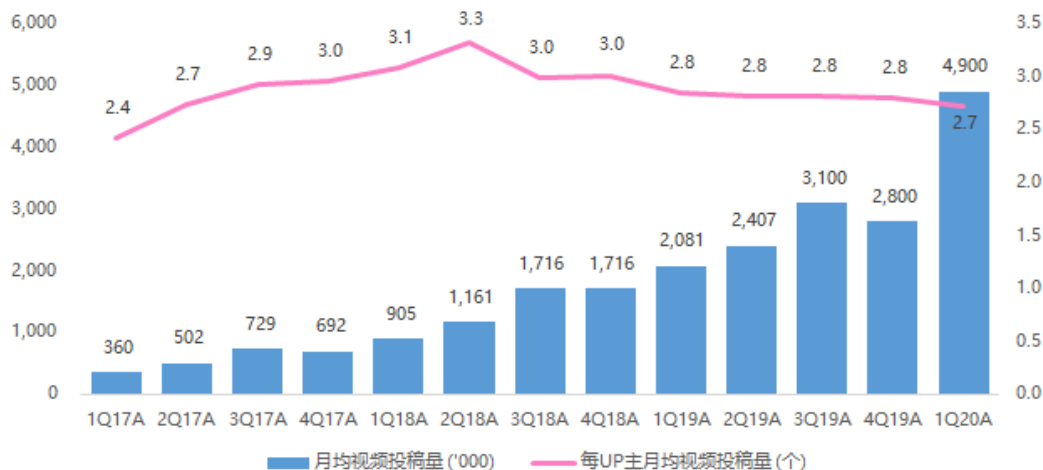
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：B 站月活跃 UP 主数量及在 MAU 渗透率（1Q17A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 34：B 站月度视频投稿量及每 UP 主月均视频投稿量（1Q17A-1Q20A）

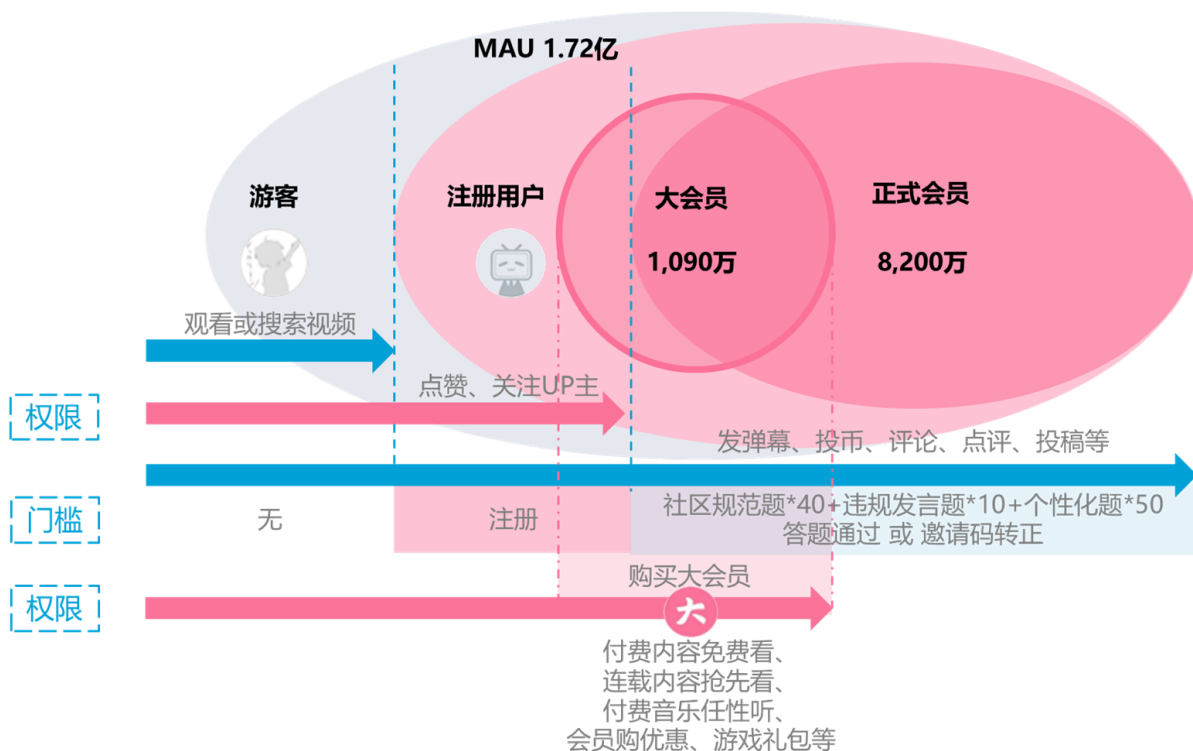


资料来源：公司公告，天风证券研究所

• 优质的用户群，增长与质量并重

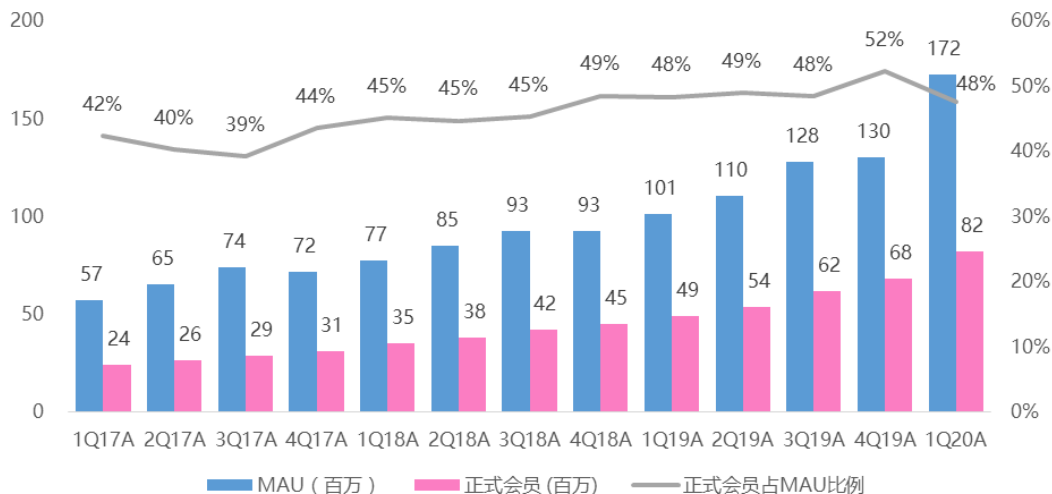
Z 世代作为网生一代，拥有较活跃和成熟的互联网使用习惯，付费意识较强，且付费能力逐步提升，是目前互联网行业最优质也是抢夺最激烈的用户群体。而 B 站的 Z 世代用户占比超过 80%，且对 Z 世代互联网用户的渗透率达到约 40%，是最受 Z 世代喜爱的互联网产品之一。值得强调的是，B 站在持续出圈、用户快速增长的同时，仍能维持较好的用户质量。2020 年一季度在 MAU 同比增长 70% 的情况下，B 站用户活跃度和粘性基本稳定，DAU 同比增长 69%，占 MAU 的比例为 29.5%，单用户日均使用时长新高至 87 分钟，正式会员留存率亦有所提升，12 个月留存率超过 80%。付费方面，B 站大会员数量同比增长 127%，占 MAU 的比例持续提高。

图 35：B 站用户分层



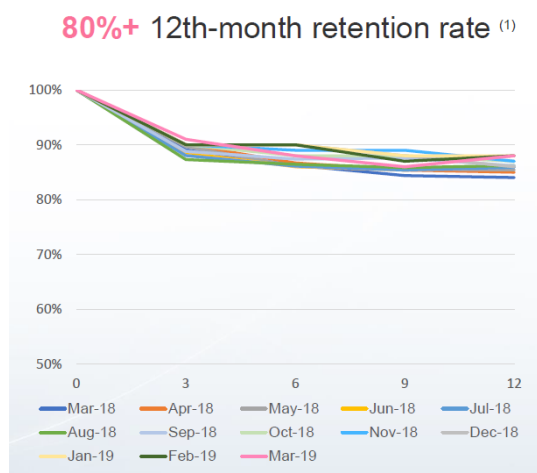
资料来源：bilibili 官网，公司公告（1Q20），天风证券研究所制图

图 36：B 站正式会员及在 MAU 渗透率（1Q17A-1Q20A）



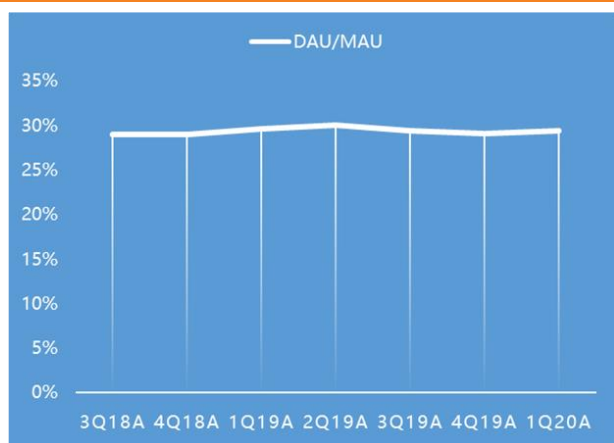
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：B 站正式会员 12 个月留存率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：B 站 DAU 占 MAU 比例（3Q18A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：B 站单用户日均使用时长（2017A；1Q18A-1Q20A）



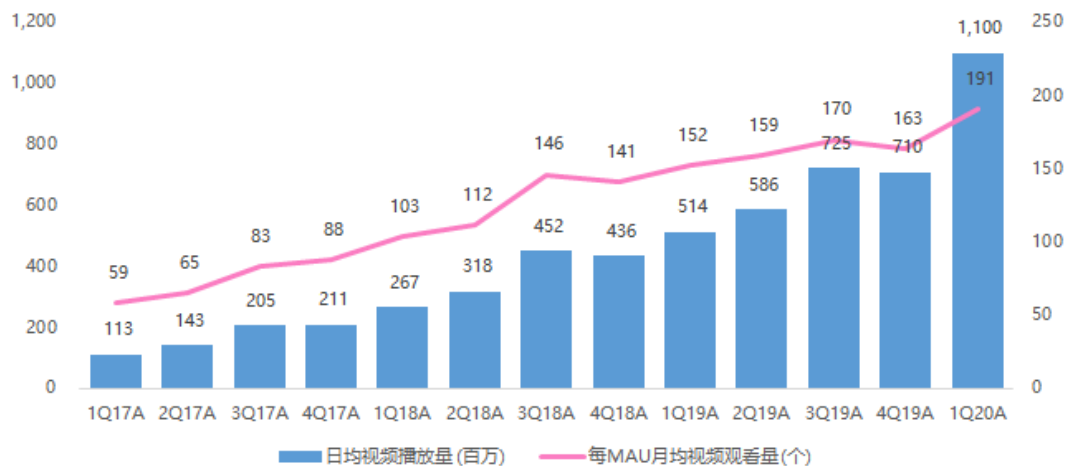
资料来源：公司公告，天风证券研究所

• 较好的社区氛围，核心是弹幕文化

UP 主与用户之间的互动活跃度是社区氛围的直接体现。受用户和 UP 主快速增长所驱动，B 站社区的互动量持续高增长，且平均互动活跃度呈现提高趋势。从观看量来看，2020 年一季度 B 站用户日均视频观看量达到 11 亿次，同比增长 113%，环比增长 55%；每 MAU 月均视频观看量为 191 次，同比增加 26%，环比增加 17%。从互动量来看，包括弹幕、评论、点赞、收藏、投币等月均总互动量达到 49 亿次，同比增长 260%，环比增长 104%；每 MAU 月均互动量为 28.4 次，同比增长 106%，环比增长 54%；每 UP 主月均用户互动量为 0.27 万次，同比增长 42%，环比增长 13%，**互动活跃度的持续提升一定程度体现 B 站的社区优势在加强。**

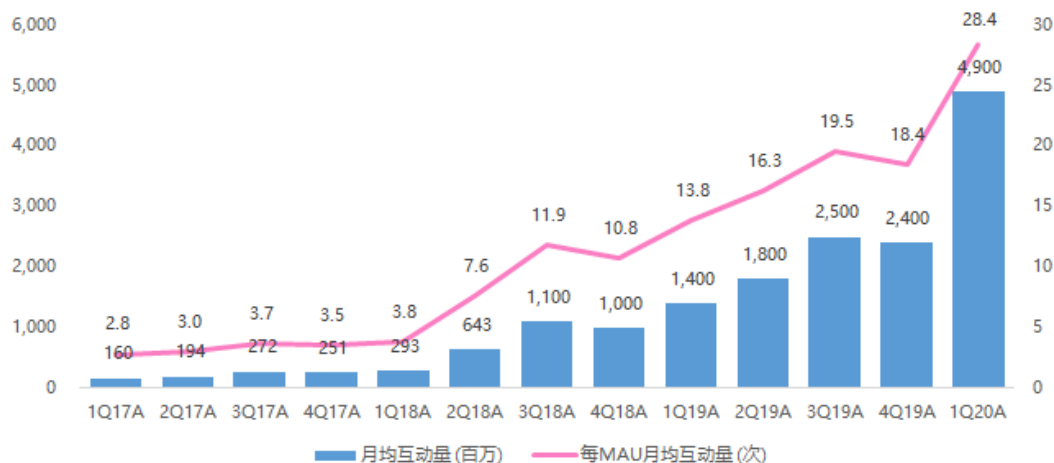
弹幕文化是 B 站社区氛围的核心。弹幕是用户在观看视频的过程中产生的互动与共鸣，既存在用户和 UP 主之间的隔空对话，也包括用户之间的交流与陪伴。基于 B 站的 PUGV 生态，弹幕在观众与 UP 主之间建立起一种双向沟通的互动机制，甚至让观众有机会影响或参与到内容的创作，比如 UP 主通过当期视频的弹幕了解观众感兴趣的话题来制作下期内容，或者 UP 主引导观众发送特定弹幕刷屏等，实现一种内容共创的模式，从而进一步拉近双方的情感距离，营造较浓的社区氛围。这也是 B 站的弹幕与长视频等其他平台的弹幕（用户单向表达为主）的最主要差别。此外，基于粉丝与 UP 之间较强的情感连接，粉丝自发造梗、形成专属于特定 UP 主的弹幕的这种“梗文化”也是 B 站社区的重要特色。根据公司官网披露的数据，目前 B 站平台每分钟有 1.2 万人发送弹幕，日均发送 419 万条弹幕；2019 年总共发送超过 14 亿条弹幕。

图 40: B 站视频日均播放量及每 MAU 月均视频观看量 (1Q17A-1Q20A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41: B 站月均互动量及每 MAU 月均互动量 (1Q17A-1Q20A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42: B 站的弹幕文化



资料来源：bilibili 官网，天风证券研究所

图 43：B 站的梗文化：部分百大 UP 主收获的弹幕总数及年度弹幕词汇（2019 年）



资料来源：UP 主荣誉年报，DT 财经，天风证券研究所

2) 社区是 B 站最大的壁垒

B 站的核心模式可以概括为：内容吸引用户，社区留住用户。丰富的视频内容库是 B 站的核心竞争力之一，在内容生态稳定且保持活力的前提下，我们认为最终吸引并留住用户及 UP 主的核心因素是社区氛围，而 B 站的社区氛围所体现的是 B 站沉淀下来的特有的文化，这是难以被其他平台所复制和影响的，不仅是 B 站的优势，更是 B 站最大的壁垒，并且持续在强化。

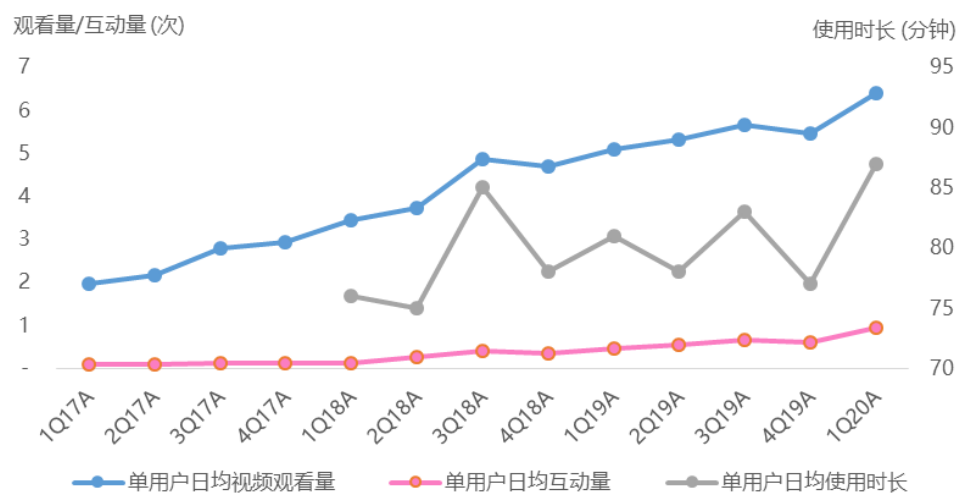
• 内容生态的核心竞争力体现在留住优质 UP 主并持续培育新生 UP 主

随着内容创作者多平台运营逐渐成为行业常态，同时行业竞争导致对 UP 主的争夺加剧，部分 UP 主入驻其他平台甚至出现个别被挖走的现象。对于 PUGV 内容生态，平台要做到对全部 UP 主和内容的绝对独占是较难或成本较高的，核心还是要将优质 UP 主留在平台，维持内容生态稳定，同时让更多新 UP 主能够在平台上快速成长起来，持续为生态注入活力。而 B 站社区较好的内容创作氛围是得以实现这一点的关键原因，通过社区留住已有的优质 UP 主，同时不断扶持培育出更多新生 UP 主，成为 B 站内容生态的核心竞争力。由此即便个别 UP 主及其内容同步或迁至其他平台，对于 B 站整个内容生态的影响也十分有限。

• 社区氛围难以被复制和影响，是用户粘性的根源

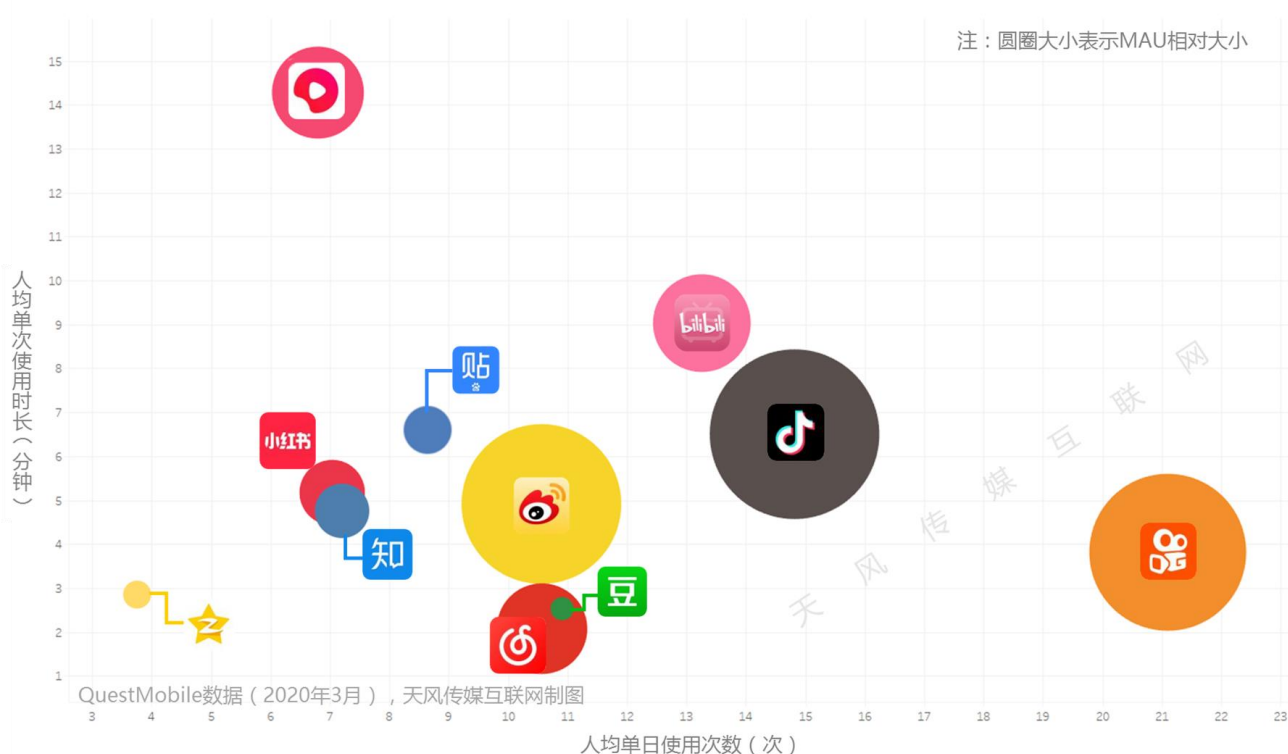
一方面，B 站的社区氛围是留住用户的核心原因，即用户的粘性更多是对于 B 站的社区，在 B 站维持内容生态丰富的情况下，我们认为个别 UP 主入驻或迁至其他平台基本不会导致用户和时长的迁离。当 UP 主多平台发布内容时，由于 B 站较好的社区氛围，用户仍会倾向于在 B 站消费这些内容；当个别 UP 主及内容迁移至其他平台时，B 站通过丰富的 UP 主生态和内容生态来满足用户更多样的内容消费需求进而留住用户。另一方面，即便个别 UP 主可能会入驻或迁移至其他平台，B 站的社区互动机制也可能被复制，但 B 站通过长时间运营积累的丰富内容库，以及更重要的从二次元文化发展到如今代表年轻人的文化，用户对 B 站形成了较强的归属感和情感纽带，体现为 B 站特有的社区氛围，这是难以被复制的，也是 B 站最大的壁垒。

图 44：B 站单用户使用粘性加强趋势（1Q17A-1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：中国互联网社区产品用户使用粘性对比



资料来源：QuestMobile（2020年3月），天风证券研究所制图

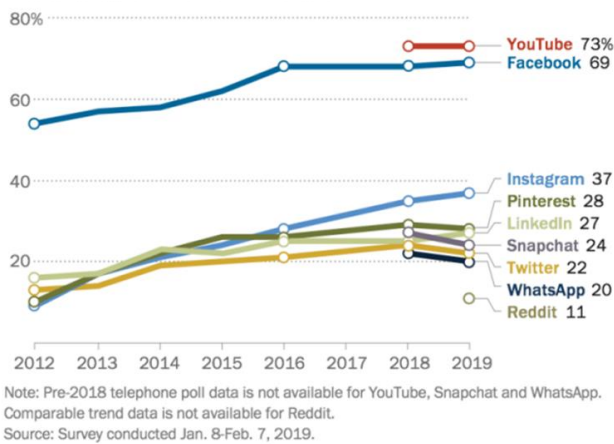
B 站的星辰大海：岂止于中国 YouTube？

随着内容生态泛化及平台持续出圈，B 站正走在成为中国 YouTube 的路上。出圈不仅意味着更多的用户、更多元的需求，同时也意味着更多的竞争，而 B 站优质的 PUGV 内容生态、较好的社区氛围是最核心的竞争力。从更长期的维度来看，B 站的目标不止于中国 YouTube，还想成为中国迪士尼。

1) B 站正在成长为中国 YouTube

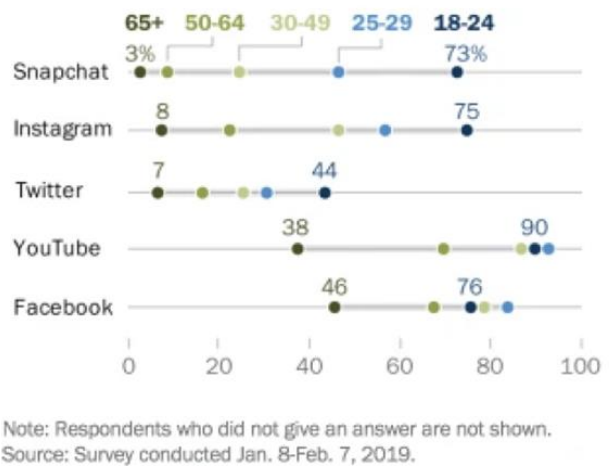
YouTube 是全球最大的视频分享平台，拥有超过 20 亿用户，在全球互联网用户的渗透率达到约 53%，2019 年在美国成年人群的渗透率超过 Facebook 达到 73%，并且尤其受年轻用户欢迎，在美国年轻用户（18-29 岁）的渗透率高达 90%以上。而中国市场至今尚未出现与 YouTube 模式相近且渗透率相近的 UGC/PUGC 视频平台。我们认为 B 站的 PUGV 内容生态和社区接近于 YouTube，且随着内容和用户持续泛化，有望成为中国的 YouTube。

图 46：美国社交网络平台在成年人的渗透率



资料来源：Pew Research Center，天风证券研究所

图 47：美国主要社交网络平台在不同年龄段人群的渗透率



资料来源：Pew Research Center，天风证券研究所

YouTube 模式的核心是丰富的 UGC/PUGC 视频内容生态，即创作者上传内容，用户消费内容，平台进行广告变现，创作者获得收入分成，从而激励内容的继续创作。而 B 站的 PUGV 内容模式与 YouTube 相近，与此同时，不同的市场环境和发展历史赋予 B 站不同的特点。以二次元文化和内容起家的 B 站拥有更强的社区属性和更好的社区氛围，用户年轻且忠诚度高，基于社区的包容性再进行内容泛化，迎来“用户 X 需求”的增长。

内容分发机制方面，B 站是以关注、订阅和搜索为主，随着内容数量和细分领域持续增加，开始强化算法推荐，以实现大量内容与用户的更好匹配，目前 B 站的推荐算法主要是基于内容的质量和用户互动。对比 YouTube 是以推荐为主，在 Google 推荐算法的加持下，YouTube 超过 70%的内容观看量来自于推荐。

商业化方面，不同于 YouTube 以广告为主的变现模式，B 站平台的变现更加多元化，除广告之外，还包括游戏、直播、会员和电商等，目前游戏、直播及会员的收入占比均高于广告。从单用户收入来看，B 站平均每 MAU 为平台带来的收入已与 YouTube 广告接近，且考虑 B 站较强的社区属性和用户粘性，以及核心用户群持续提升的消费能力，ARPU 有望进一步提升。

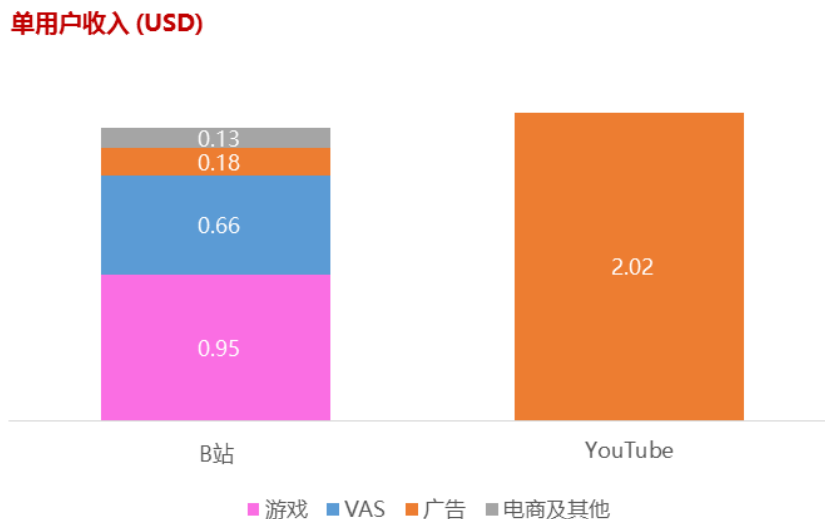
图 48：B 站与 YouTube 内容生态对比

			
流量基础	MAU	超20亿	1.7亿
	用户渗透率	53%	19%
	人均单日使用时长	60分钟	87分钟
	移动化比率	70%	91%
内容生态	内容创作者	5,000万独立内容创作者	180万月活跃创作者
	内容创作者/MAU	2.5%	1.0%
	视频数量	存量视频超50亿 每分钟上传视频500小时	存量视频超6,900万 月均发布视频490万
	Top内容品类	生活、游戏、娱乐等	生活、游戏、娱乐、 动画、科技&知识
内容分发	内容分发机制	推荐为主，搜索，订阅	关注、订阅、搜索为主，推荐
社区氛围	社区属性	较弱	较强
	日均播放量	日均播放时长10亿小时	日均播放量11亿次
	互动量	n.a.	月均互动量49亿次
	播放量/粉丝量	33.1%	60.2%
	点赞量/播放量	3.7%	9.1%
商业变现	评论量/播放量	0.04%	1.55%
	平台变现	广告为主	游戏、直播、会员、广告、电商等
	2019年收入	151.5亿美元	67.8亿人民币

资料来源：公司公告，Omnicoe，InfluencerDB，卡思数据，天风证券研究所制图

注：YouTube 的用户渗透率为基于全球互联网用户，B 站为基于中国互联网用户；YouTube 的移动化率为基于时长，B 站为基于用户规模；YouTube 的社区互动比率指标为 InfluencerDB 于 2020 年 3 月基于 10.5 万频道的 1.16 亿视频分析得到；B 站的社区互动比率指标为卡思数据截至 2020 年 5 月 24 日的 Top100 UP 主近 90 天新增集均数据。

图 49：B 站与 YouTube 单用户收入对比（1Q20A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：基于 MAU 计算；B 站 VAS 收入包括直播和大会员业务；YouTube 收入仅包括广告业务。

当然，B 站还面临着不少艰巨的挑战。在成为中国 YouTube 的过程中，B 站既需要对内继续巩固生态、强化壁垒，同时还要应对来自外部越来越多的竞争。

维持内容生态稳定及社区氛围是 B 站在目前用户规模快速增长时所面临的两大核心问题。

首先是内容供给的稳定性，体现为 UP 主的粘性。B 站一方面基于较好的社区和创作氛围，通过粉丝积累及社交互动给予 UP 主成就感等精神激励，实现较高的 UP 主粘性，另一方面通过创作者激励计划，以及打通直播、电商等商业化路径，为 UP 主带来一定的物质激励。从商业化激励来看，目前 B 站 UP 主的商业化变现程度仍较低，**未来如何帮助 UP 主实现更多的商业化价值，从而维持内容创作端的稳定和高质，巩固内容生态，是 B 站成长之路上需要解决的关键问题之一。**

其次，随着 B 站社区持续泛化，从二次元社区升级为年轻人文化社区，迎来更泛化的用户需求 and 内容生态，如何维持社区氛围、强化社区壁垒成为 B 站需要应对的另一个关键问题。我们认为解决这个问题的核心之一是持续强化用户心智，让用户在 B 站上消费更多的内容，满足 ACG 以外更多元的内容需求，这是 B 站目前正在做的；二是通过推荐算法实现用户与内容的更高效、精准匹配，减少泛化内容对用户的部分干扰，这是 B 站需进一步加强的。

竞争方面，从视频大赛道来看，长、短视频领域已陆续成长出数个上亿 DAU 的头部平台，行业发展进入下半场，而类 YouTube 模式的中短视频领域在国内仍拥有较大的发展潜力，相较于长视频，PUGC 视频内容更长尾且内容成本更低，相比短视频则内容质量更高、内容承载能力更强，有望受益于 5G 普及实现快速发展，同时行业竞争相对蓝海，更多平台开始进入中视频赛道，中国 YouTube 之争纷起。

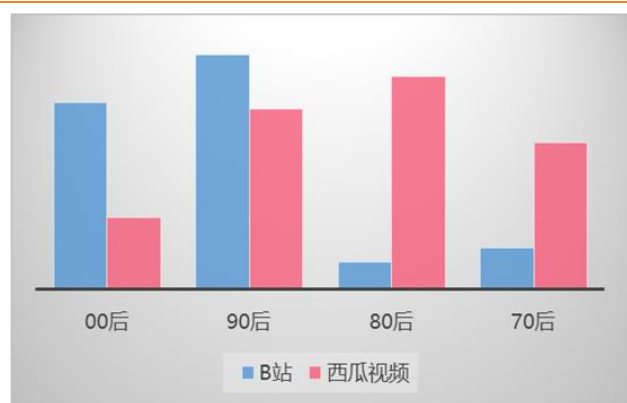
短期内，B 站面临的主要是来自同样定位 PUGC 视频的西瓜视频的直接竞争。

PUGC 首先是内容的竞争。B 站和西瓜视频的内容生态均在往多元化发展，但二者目前在细分品类上仍各有侧重，B 站是以生活、娱乐、游戏等为主，而西瓜视频主打影视、游戏、综艺等。B 站较好的内容创作氛围是吸引 UP 主创作内容并留在平台的重要原因，西瓜视频则为创作者提供更好的商业闭环和激励扶持计划，同时通过更高的物质激励和资本的方式争夺创作者，例如挖角原 B 站游戏区头部 UP 主“敖厂长”、通过投资 MCN 的方式绑定一批赶海 UP 主等。

从流量端来看，B 站与西瓜视频由于初期产品定位的差异，核心用户画像呈现出明显的不同，B 站通过二次元内容吸引来的主要是位于一二线城市的 Z 世代用户，而西瓜视频借助今日头条流量，同时基于内容生态特点，用户更加成熟、下沉。**主要用户群的差异一方面对内容创作生态有所影响，体现为内容创作活跃度和质量的差异，这方面 B 站更占优；另一方面也影响社区氛围，B 站的社区氛围明显好于西瓜视频，用户互动活跃度更高。**以“华农兄弟”为例，截至 6 月 25 日在字节跳动系的粉丝数约 393 万（其中西瓜视频 102 万），在 B 站的粉丝数约 574 万，2 月 28 日在西瓜视频先发布、次日在 B 站再发布的同一期视频分别获得观看量 21 万和 241 万，占各平台粉丝的比例分别约 12%和 42%，点赞量分别为 0.6 万和 15.6 万，赞粉比分别为 0.3%和 2.7%，弹幕量分别为 447 条和 4.6 万条，弹幕量/粉丝量为 0.03%和 0.80%（注：西瓜视频的内容和数据与今日头条打通，因此上述比率基于西瓜+头条合计粉丝数 174 万来计算）。

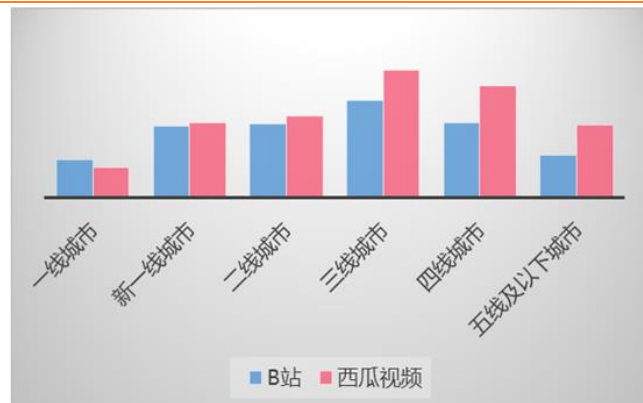
从内容分发机制来看，西瓜视频基于今日头条的算法能力积累优势突出，以推荐为主的流量导向分发模式，相较于 B 站更接近 YouTube 目前的分发模式。与此同时，B 站也在强化内容品质导向的推荐能力。

图 50: B 站、西瓜视频分年龄段移动用户规模对比 (2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 51: B 站、西瓜视频分城市等级移动用户规模对比 (2020 年 3 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 52: 西瓜视频内容生产与消费品类分布

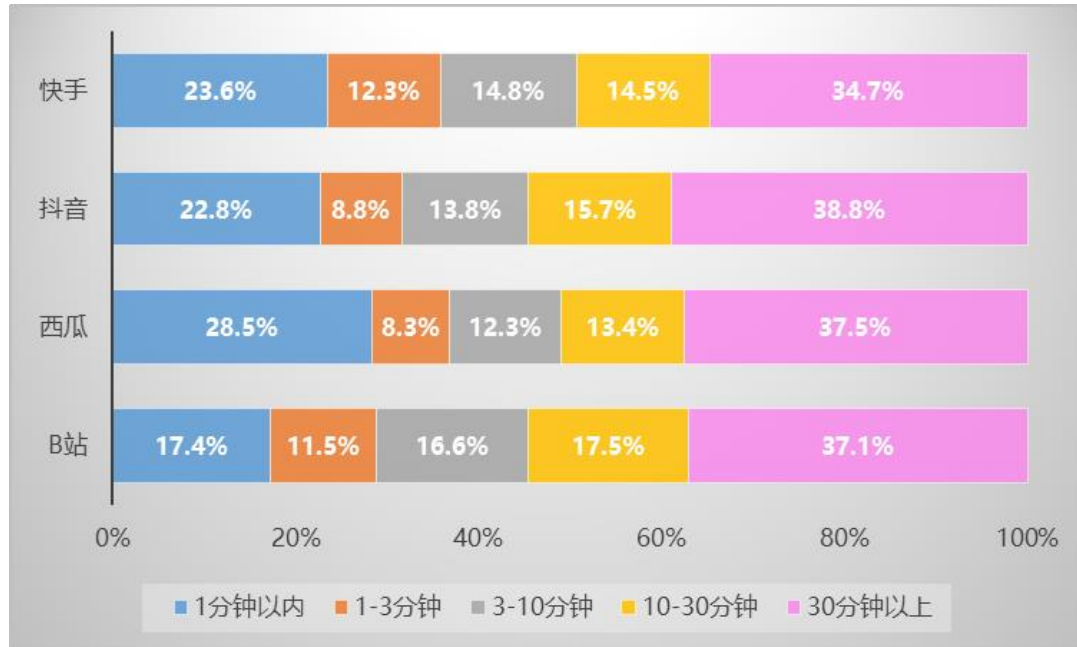


资料来源: 巨量算数 (2019 年 6 月), 头条指数, 天风证券研究所

中长期来看，抖音、快手等短视频平台的正面竞争影响的将是 B 站的增长空间。

随着短视频行业流量红利消减、用户增长逐渐放缓，抖音和快手在 2019 年持续扩容视频时长，开放 10/15 分钟的时长限制，正式切入中短视频领域。对抖音和快手而言，做中短视频既是攻也是守，顺应用户对更高质量内容的追求，将用户的更多时长留在平台，而对 B 站来说，则意味着潜在用户及时长的更激烈争夺。

图 53：B 站、西瓜视频、抖音和快手的用户使用时长结构对比



资料来源：QuestMobile（2020 年 3 月），天风证券研究所

新平台的入局为中视频赛道带来新的变量，行业格局尚未明晰。我们认为 PUGC 视频竞争的核心是内容，用户及时长的争夺本质上取决于内容生态的竞争力，尤其是内容品质与丰富性，未来能够满足国内用户 YouTube 类内容需求的平台可能不止一家。

B 站和西瓜视频作为国内主要的 PUGC 视频平台，基于目前的内容品类侧重和主要用户群差异，用户重合度相对较低。随着双方的内容生态持续发展且多元化，可能会出现类似抖音、快手互相渗透发展的情况，即 B 站往下沉、成熟用户渗透，西瓜视频向一二线、年轻用户走，双方在维持各自优势市场的同时渗透对方的主要用户群，用户重合度继续提升。而内容丰富度、内容质量及匹配效率，将是影响增量用户获取、重合用户需求分配的重要因素，B 站较好的内容创作生态和社区氛围为其带来相对竞争优势。

抖音和快手基于庞大的用户基础（3-4 亿 DAU，是 B 站目前的 6-8 倍）、更高的年轻用户渗透率开始延展中短视频内容，成为 B 站更重要的竞争对手，对用户时长和中长期增长空间带来潜在的威胁。考虑到 PUGC 视频内容的生产门槛和质量要求相较于短视频更高，内容生态的培育和创作者扶持将是抖音和快手进入中视频赛道所需要重点投入的方面，包括从“kill time”为主的短内容场景向更多“save time”内容的探索。对 B 站而言，把握时间窗口继续巩固内容生态和社区优势，同时加快用户规模积累，是提高平台竞争力、应对未来竞争的核心路径。

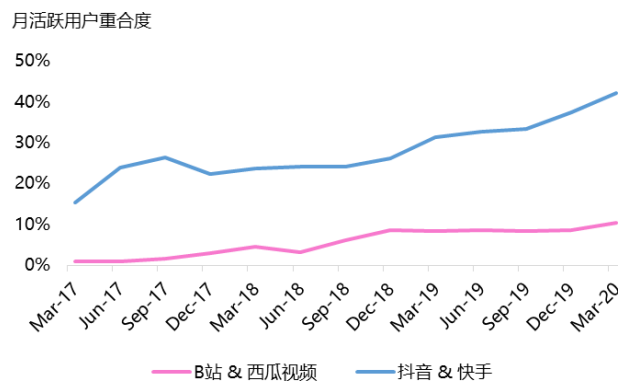
图 54：中国 YouTube 主要竞争平台对比：B 站、西瓜视频、抖音、快手

					
流量基础	MAU	1.7亿 (1Q20)	1.5亿 (2020年3月)	5.2亿 (2020年3月)	4.4亿 (2020年3月)
	DAU	5,080万 (1Q20)	5,000万 (2018年)	超4亿 (2020年1月)	3.2亿 (2020年初)
	DAU/MAU	29.5% (1Q20)	26.3% (2020年3月)	57.2% (2020年3月)	48.3% (2020年3月)
	Z世代占比	83%	39%	49%	51%
	一二线用户占比	46%	37%	40%	34%
	人均单日使用时长	120分钟	97分钟	96分钟	80分钟
	人均单日使用次数	13次	7次	15次	21次
	人均单次使用时长	9分钟	14分钟	7分钟	4分钟
内容生态	内容创作者	180万月活跃创作者 (1Q20)	100万+PGC创作者 (2020年2月) 890万+视频创作者, 其中 830万+个人创作者 (1H19)	120万+万粉创作者 (2020年2月)	2.5亿视频发布用户 (2019年)
	视频数量	月均发布视频490万 (1Q20)	发布视频数量5,100万+ (1H19)	创作者月均发布视频7,000万+ 全民日均发布视频6,000万+ (2020年2月)	存量视频近200亿 (截至2019年) 日均上传原创作品1,000万+ (2018年)
	Top内容品类	生活、游戏、娱乐、 动画、科技&知识	影视、游戏、综艺、 音乐、美食	演绎、生活、美食、影视	美食、美妆时尚、音乐、游戏
内容分发	内容分发机制	关注、订阅、搜索为主， 强化推荐	推荐(主)，搜索，关注	推荐(主)，搜索，关注	推荐，关注，搜索
社区氛围	社区属性	较强	较弱	较弱	较强
	日均VV	日均播放量11亿 (1Q20)	日均播放量40亿+ (2018年)	日均播放量200亿 (2018年6月) 抖音火山版日均播放量60亿+ (2019年6月)	日均播放量150亿 (2018年5月)
	互动量	月均互动量49亿 (1Q20)	n.a.	月均视频点赞数4.5亿 (2020年2月)	累计点赞超3500亿次 (2019年)
商业变现	创作者变现	激励计划、粉丝充电、广告 接单、电商带货、直播等； 年收入分成25亿元 (2019年)	内容分成补贴、直播打赏、 电商带货、广告接单等； 近3万创作者每月获平台 补贴超1,000元	广告接单、直播打赏、 电商带货等； 未来一年助千万创作者获得收入 (2019年8月)	直播打赏、电商带货、 广告接单等； 2,200万人在平台获得收入 (2019年) 创作者年总收益超200亿元 (2H18-1H19)
	平台变现	游戏、直播、会员、 广告、电商等	广告、直播、电商等	广告、直播、电商等	直播、电商、广告等

资料来源：QuestMobile (2020年3月)，B站公司公告，B站官网，西瓜视频官网，B站App，西瓜视频App，抖音App，快手App，巨量引擎营销中心，巨量算数，快手大数据研究院，天风证券研究所制图

注：B站 MAU、DAU 为公司公告数据 (包括 PC 端)，西瓜、抖音、快手的 DAU 为公司官方披露数据，其余用户相关数据来自 QuestMobile (仅包括移动端)。

图 55：B 站与西瓜视频、抖音与快手的用户重合度趋势对比 (2017 年 3 月-2020 年 3 月)



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

注：重合度百分比是基于前者 (B 站、抖音) 来计算。

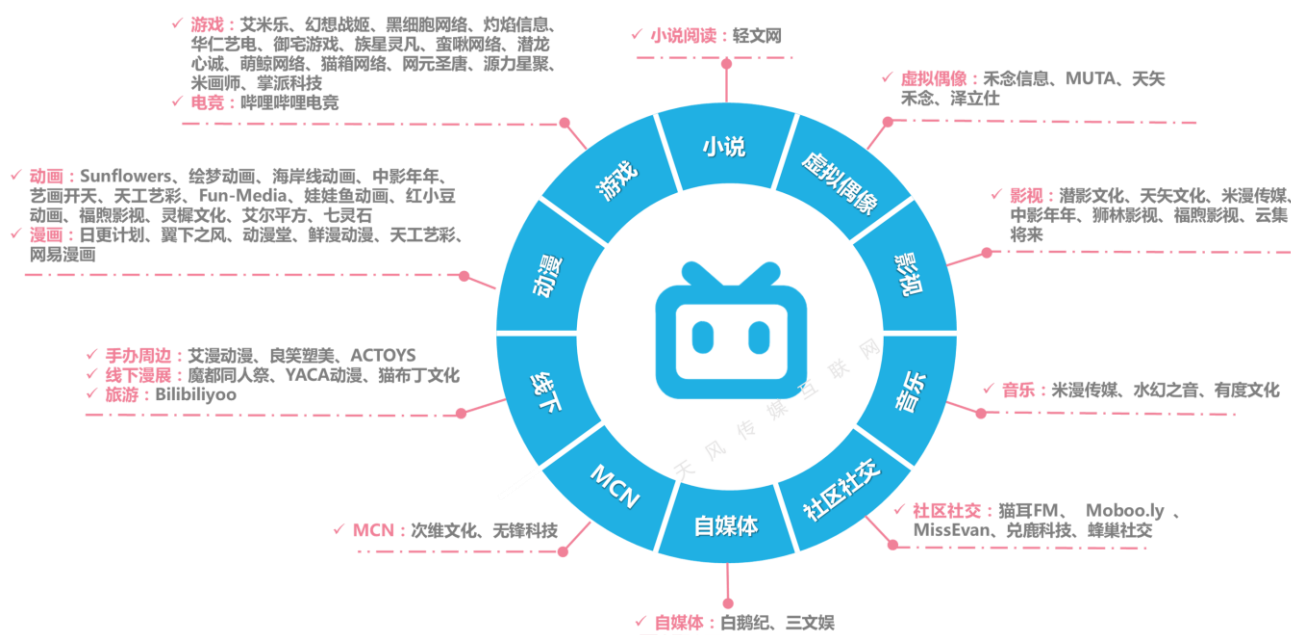
2) B 站的终局是中国迪士尼

我们认为，B 站的内核是文化，即尊重个性、包容多元的表达与分享的文化，视频是载体和主要形式。正如 B 站董事长陈睿曾提到的，B 站最终会成为一家“文化品牌公司”，对标迪士尼。

• 基于 IP 产业链纵深布局

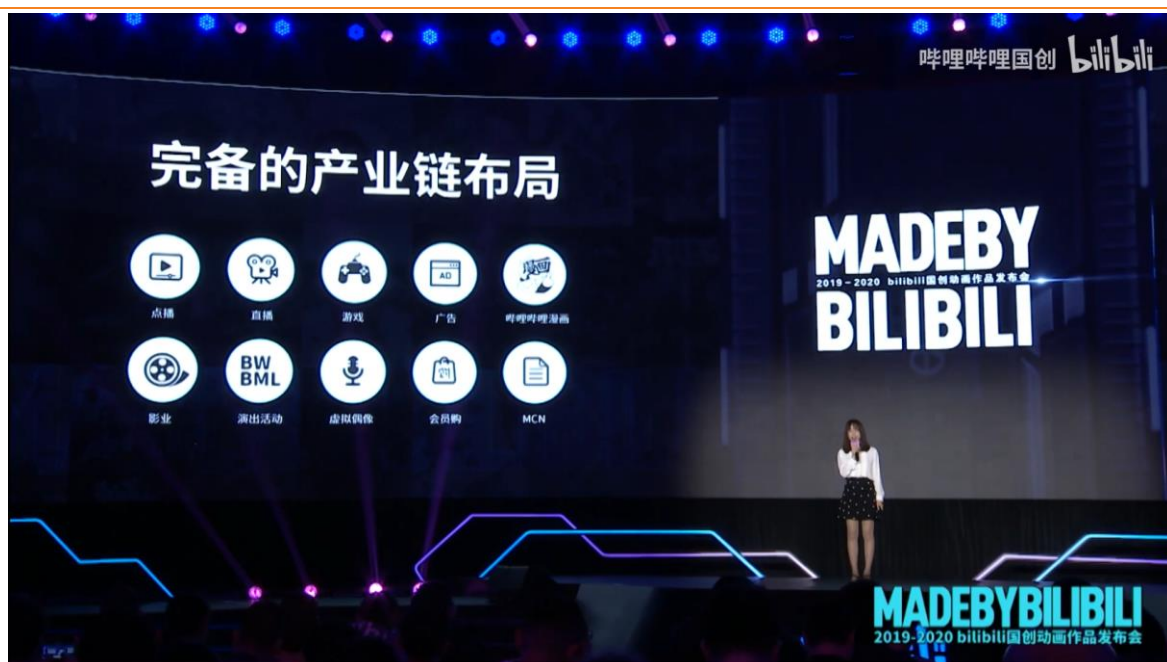
迪士尼模式的核心是 IP 制作与输出的产业链闭环，通过打造 IP 帝国，最终形成文化品牌。而 B 站围绕 ACG 产业链，通过投资逐渐拓展业务版图，包括动漫 IP 及衍生品、游戏、影视、音乐、MCN、线下漫展等，未来有望在国漫、纪录片、虚拟偶像等领域建立自有 IP，并基于产业链放大 IP 价值，持续加深内容生态壁垒。

图 56：B 站产业链投资布局



资料来源：IT 桔子，企查查，天风证券研究所制图

图 57：哔哩哔哩国创动漫产业链布局



资料来源：bilibili 国创，天风证券研究所

- 从年轻人的乐园到“年轻人”的乐园

B 站原定位于“Z 世代乐园”，满足年轻人的文化需求。随着 B 站持续出圈，同时早期用户逐渐成熟，B 站的内容生态更趋多元，开始成为更广泛人群的“乐园”。正如迪士尼是所有人的童话世界、为各年龄层人群“造梦”，我们认为 B 站的长期目标是成为一种年轻的文化生活方式，为所有内心年轻、对生活和兴趣保持热爱的人提供精神家园，打造“年轻人”的文化符号。

图 58：B 站“年轻人”乐园



资料来源：公司公告，天风证券研究所

第一个十年已经过去，B 站慢慢成长为 1.7 亿用户表达自我、拥抱世界的文化社区。步入下一个十年，B 站正加快步伐、持续出圈，成为更多人的精神伊甸园。“小破站”的目标是星辰大海。

风险提示

用户增长放缓。随着 B 站持续出圈，用户规模快速增长，且近三个季度呈加快趋势。尽管用户天花板尚未达到，一方面，核心的年轻人群渗透率快速提升，随着渗透率提高可能面临一定的饱和压力，另一方面，泛化人群的渗透面临更大的竞争压力，用户增长存在放缓的风险。

用户活跃度和粘性下降。出圈带来用户泛化，泛化人群在 B 站的使用行为和习惯、社区归属感等可能相较于已有核心用户较弱，B 站平台整体用户活跃度和粘性存在下降的风险。

PUGC 内容生态不稳定。随着 PUGC 视频行业竞争加剧，针对内容生产端的 UP 主争夺更加激烈，同时 B 站目前给予 UP 主的商业化激励相对有限，未来如果不能帮助 UP 主实现更多商业价值，B 站可能面临一定的 UP 主流失风险，从而导致内容生态不稳定。

社区氛围变化。B 站从最早的二次元社区逐步出圈，平台内容生态和用户更加泛化。在这个过程中，如果 B 站未能较好的做到更多元的内容和用户需求的高效匹配，可能会导致泛化内容对部分用户的体验带来干扰，存在影响社区氛围的风险。

商业化进度不及预期。B 站的用户以年轻人群为主，同时社区带来更高的用户活跃度及粘性，具备较高的变现价值。近年 B 站已开始加强商业化，拓展多元变现，目前包括直播、会员、广告、电商等非游戏收入合计占比已超过 50%。未来 B 站商业化仍有进一步提升的空间，然而面对更加激烈的行业竞争和用户争夺，商业化进度可能受到一定的影响。

行业竞争加剧。随着 B 站持续出圈，开始拓展更泛化的用户和内容需求，同时 PUGC 视频行业具备较大的发展潜力，吸引更多平台进入，B 站面临的行业竞争压力提升，未来存在行业竞争加剧的风险。

内容监管风险。随着平台 PUGC 内容生态持续扩充和多元化，B 站需进一步强化平台的内容审核能力以确保内容合法合规。如果内容审核能力提升进度滞后，可能面临内容监管风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com