

## 哔哩哔哩 (BILI.O): 打造内容生态新引擎, 泛娱乐社区价值可期

### 核心观点:

#### ● 入局自制综艺, B站打造内容生态新引擎

由B站出品的说唱类综艺《说唱新世代》以3.5亿的总播放量, 9.2的豆瓣评分成功收官, 成为今夏的一匹综艺黑马, 叫好又叫座。在自制内容逐渐与付费会员绑定的背景下, 自制综艺的成功补上了B站在内容生态的一块短板。借着与UGC内容的联动, B站从纪录片入局, 涉足电视剧、电影、综艺, 已逐渐布局起完善的影视内容生态。未来, 依托英雄联盟全球赛事的独播权和引进的头部主播, B站有望将内容平台而衍生的流量优势和社区氛围下的高付费意愿的高粘性用户通过直播业务变现, 为平台带来直接的收入增量。

#### ● 从ACG社区出发, 向泛娱乐文化社区前进

十年间, B站从用爱发电的ACG“后花园”, 通过深谙二次元圈层的管理层不断优化社区运营、改善用户体验, 引入外部投资, 增加变现渠道、扩展泛娱乐生态版图, 最终成功上市, 成为中国二次元第一股。未来, B站有望借腾讯阿里两大巨头的加持在泛娱乐产业和UP主变现方面获得新的增长, 并随着对外投资的推进, 打通ACG全产业链, 扩展变现渠道。

#### ● 创作生态助力优质内容产出, 文化氛围为立身之本

哔哩哔哩由弹幕文化-答题机制-管理制度共同构筑的社区文化, 培育出了稳定UGC内容产出的UP主和高活跃度、高粘性和高忠诚度的用户, 使得B站已具有强复制壁垒。未来, B站将进一步激励UP主, 增强UP主黏性, 同时针对Z世代用户偏好, 发布特定品类的UP主创作计划、布局内容生态, 向更广泛的用户群体扩充。

#### ● 投资建议

我们看好公司的内容生态完善及变现渠道的扩充, 且公司作为UGC社区, 已具有强复制壁垒, 随着新游上线、头部主播及赛事的引进、广告负载率的提升, 有望推动未来收入高增长。根据可比公司估值, 结合公司未来成长性, 我们认为哔哩哔哩公司2021年的合理PS为10倍左右, 给予推荐评级。

#### ● 风险提示

政策管控趋严风险、在线视频行业竞争加剧风险、新游表现不及预期风险、广告及直播业务增长不及预期风险等。

#### 主要财务指标

货币单位: 人民币	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6777.93	11498.21	16327.06	21413.87
收入增长率%	64.16%	69.64%	42.00%	31.16%
PS	-	11.24	7.92	6.04

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 本文使用的美元兑人民币汇率为6.5657

## 哔哩哔哩 (BILI.O)

### 推荐 (首次评级)

#### 分析师

杨晓彤

☎: 010-83571329

✉: yangxiaotong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518020001

#### 特别鸣谢:

岳铮、实习生李家言

#### 市场数据

2020-11-24

美股收盘价(美元)	64.46
美股一年内最高价(美元)	61.75
美股一年内最低价(美元)	16.35
纳斯达克指数	12036.79
总股本(百万股)	328.12

#### 相对纳斯达克指数表现图



#### 相关研究

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

我们看好哔哩哔哩发展的“短逻辑”和“长逻辑”:

短期来看,公司热门影综(《说唱新世代》、《天官赐福》、《风犬少年的天空》等)上线,持续丰富的优质内容有望拉动大会员收入的增长,同时 Bilibili 借英雄联盟全球总决赛的热度有望拉升直播业务的营收。此外,FGO 作为核心头部游戏,流水有所恢复,《碧海航线》、《超异域公主连结》等新游表现良好,《刀剑神域》、《Dead Cells》等储备产品预约人数众多,有极大潜力,有望为公司带来可观收益。

长期来看,头部电竞赛事独家直播版权、引入工会后头部主播的落地、自制+外采下丰富的剧综储备有望进一步提升 B 站用户付费率及 ARPU。广告形式富媒体化、花火平台上线后广告营销效率的提升有望拉动广告业务增长。牵手阿里,头部 UP 主变现增添新渠道,有望在电商业务有所突破。同时,公司游戏储备丰富,形成二次元游戏代表的游戏产品矩阵,并积极推动出海业务,预计未来储备产品将为公司贡献大量增量。

### 估值与投资建议:

我们对哔哩哔哩的未来收入进行预测,在游戏业务方面,考虑到 FGO 收入略有下滑趋势但将继续保持稳定流水,未来《刀剑神域》、《Dead Cells》等公测数据良好的储备产品将密集上线,我们预计游戏业务 2020-2022 年收入依次达到 48.5、61.6、73.9 亿元人民币;在直播与增值业务方面,考虑到公司大力拓展知名主播群体并收获头部电竞赛事的独播权,且将继续加码自制影视、综艺内容来助力大会员数量增长,我们预计直播与增值业务 2020-2022 年收入依次 36.55、55.55、74.44 亿元人民币;在广告业务方面,考虑到 B 站品牌效应在逐步凸显,同时公司加强商业流量中台建设、提高标准化、规模化的整合营销能力、创新商业化场景,有望提升广告效能,我们预计广告业务 2020-2022 年收入依次为 17.72、26.58、35.88 亿元人民币;在电商及其他业务方面,考虑到联手阿里的增益、自制影综漫 IP 化后与周边、线下演艺经纪等业务的联动,我们认为规模较小的此业务在未来 3 年仍将保持高速扩张态势,电商及其他业务 2020-2022 年收入依次为 12.22、19.55、29.91 亿元人民币。经过测算,我们预计公司 2020-2022 年营业收入增速依次为 70%、42%、31%,达到 115 亿元、163 亿元、214 亿元人民币。

未来随着公司自研游戏比例提升,分成比例降低,带宽成本因服务器端的规模效应被逐步摊薄,自制影综运作逐步标准化、流程化,内容成本率随之降低,公司毛利率有望提升。

基于以上分析,我们看好公司的内容生态完善及变现渠道的扩充,且公司作为 UGC 社区,已具有强复制壁垒,随着新游上线、头部主播及赛事的引进、广告负载率的提升,有望推动未来收入高增长。根据可比公司估值,结合公司未来成长性,我们认为哔哩哔哩公司 2021 年的合理 PS 为 10 倍左右,给予推荐评级。

### 主要风险因素:

政策管控趋严风险、在线视频行业竞争加剧风险、新游表现不及预期风险、广告及直播业务增长不及预期等。

## 目录

一、破圈：入局自制综艺，B站打造内容生态新引擎.....	3
1.1 探索自制综艺，拓展内容边界.....	3
1.2 引入头部版权，搭建优质内容生态.....	6
1.3 获赛事独播权，布局电竞直播市场蓝海.....	10
二、历程：ACG社区出发，向泛娱乐文化社区前进，Bilibili! 干杯~.....	12
2.1 十年从无人之境到千门万户.....	12
2.2 管理层趋向稳定，基石阵容聚能，腾讯阿里双加持.....	14
2.3 积极进行对外投资，产业链布局不断完善.....	15
三、社区：创作生态助力优质内容产出，文化氛围为立身之本.....	17
3.1 UP主：优质创作者促进稳定内容产出.....	17
3.2 用户：高粘性、高活跃度.....	20
3.3 社区：弹幕文化-答题机制-管理制度共同构筑.....	21
四、财务分析：营收增长持续超预期，多元变现潜力巨大.....	25
4.1 营收持续增长，非游戏业务占比不断上升.....	25
4.2 品牌推广带动销售费用率上扬，管理、研发费用率保持稳定.....	26
4.3 毛利率持续提升，亏损有望开始收窄.....	27
五、公司估值及投资建议.....	28
六、风险提示.....	30

## 一、破圈：入局自制综艺，B站打造内容生态新引擎

### 1.1 探索自制综艺，拓展内容边界

11月1日晚，由B站出品的说唱类综艺《说唱新世代》成功收官。作为B站首档自制S+级综艺，《说唱新世代》成功融入B站特色，以“万物皆可说唱”为题来引导观众更注重歌曲传达的态度、蕴含的情怀，而不单单强调说唱技巧和炸场的氛围。这也使得其成功区别于其他音乐综艺，截至11月2日，《说唱新世代》总播放量达3.5亿，豆瓣评分达9.2分，成为目前最高分音乐综艺。

表 1: 《说唱新世代》热门作品的主题

作者	作品	主题
圣代	《雨夜惊魂》	对校园暴力的声讨
TangoZ	《Love Paradise》	赞颂家乡杭州
Subs	《画》	对美好乌托邦的向往
RoseDoggy	《叫爸爸》	调侃行业里的甲方乙方关系
陈近南	《来自世界的恶意》	对抑郁症患者的鼓励
Doggie	《Real Life》	抨击学位顶替和校园暴力
江奈生	《奥利奥少年》	大学生的困惑与迷惘
圣代	《书院来信》	对豫章书院残忍真相的揭露
陈近南	《最后的晚安》	写给自己的葬礼安魂曲
圣代&陈近南&Feezy	《美杜莎庄园》	对职场性骚扰、受害者有罪的谴责
生番	《而立》	三十而立的感悟
于贞	《她和她和她》	职场女性的艰难与奋斗
汽油队	《We We》	祈祷“爱与和平”的文化之歌

资料来源：中国银河证券研究院整理

意图“破圈”的B站花费了更多的心血来经营这部综艺。在制作团队方面，邀请了制作《极限挑战》1-4季的严敏坐镇总导演。在导师阵容方面，集结了黄子韬、Higher Brothers、MC HOTDOG热狗和Rich Brian四组嘻哈歌手，覆盖了流量偶像、领域偶像、专业OG和国际艺人，并邀请“内娱选秀第一人”李宇春担任特邀见证官，来进一步增加话题热度。同时，每期节目里以歌唱家腾格尔为首的UP主观察团也亲临节目现场。这样的安排，不仅使得作品能从区别于专业制作人的角度被评价，做到作品评审的多元化。同时，保留了B站属性，用站内热门博主来拉拢B站用户，维护自身社区文化，更利于驱动粉丝们进行自发传播。在宣传预热方面，B站推出了一支土味宣传片，用“土味”元素来解构说唱文化，制造出反差感，在开播前就为节目“出圈”提供可能。

图 1: 《说唱新世代》导师与选手



图 2: 《说唱新世代》“土味”宣传片



数据来源: 官方微博, 哔哩哔哩官网, 中国银河证券研究院

B 站的心血也收获了观众的认可,《说唱新世代》成功在多档说唱综艺中突出重围,成为了今夏的黑马,叫好又叫座。艺恩数据显示,《说唱新世代》在 8-10 月的网络综艺播映指数排行榜中均位列前五。同时豆瓣评分最终定格在 9.2 分,远超竞品平台的说唱综艺。在广告赞助方面,《说唱新世代》共拿下 6 个品牌赞助,除独家冠名的聚划算—百亿补贴以外,蒙牛早餐奶拿下首席合作伙伴,QQ 音乐、MAKE UP FOR EVER、小鹏 P7、芙芙分别拿下行业合作伙伴。而且节目开发出中插小剧场、定制 rap 宣传、穿戴品牌 IP 衍生品等宣传新形式,其优秀的宣传效果有望带动后续 B 站自制综艺的招商能力,助力 B 站未来会员广告收入双丰收。

表 2: 2020 年三季度综艺播映指数排行榜

排名	名称	播映指数	播放平台
1	这!就是街舞第三季	70.4	优酷
2	乘风破浪的姐姐	68.9	芒果 TV
3	乐队的夏天第二季	63.7	爱奇艺
4	说唱新世代	62.6	哔哩哔哩
5	德云斗笑社	61.8	腾讯视频
6	明日之子第四季	61.3	腾讯视频
7	脱口秀大会第三季	61.3	腾讯视频
8	中国新说唱第三季	60.7	爱奇艺
9	密室大逃脱第二季	60.1	芒果 TV
10	中餐厅第四季	59.7	芒果 TV

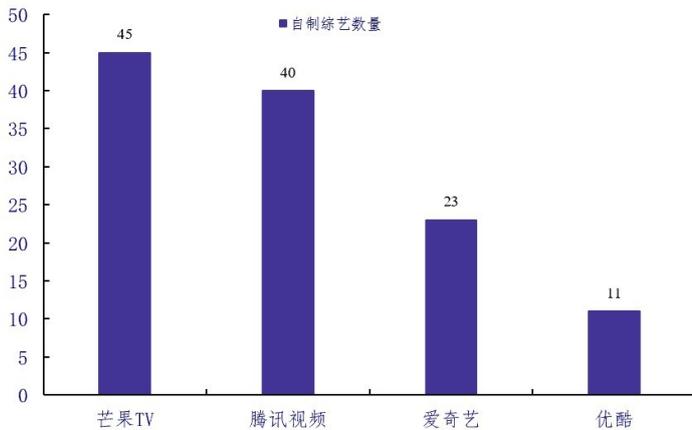
资料来源: 艺恩数据, 中国银河证券研究院整理

**表 3: 《说唱新世代》赞助情况**

赞助头衔	品牌	类别	片头口播	品牌露出	包框	创意中插	片尾鸣谢	片头完整广告
独家冠名	聚划算—百亿补贴	电商	√	√	√	√	√	√
首席合作伙伴	蒙牛早餐奶	牛奶	√	√	√	√	√	√
独家音乐互动平台	QQ 音乐	音乐平台	√	√	√	√	√	
独家彩妆合作伙伴	MAKE UP FOR EVER	彩妆	√	√			√	
官方指定智能座驾	小鹏 P7	汽车	√	√			√	
独家护肤合作品牌	芙芙	护肤	√	√		√	√	

资料来源: 中国银河证券研究院

目前各个平台自制网综竞争进入白热化。根据云合数据发布的报告, 2019 年网络综艺上新 176 部, 比 2018 年同比增加 14 部, 爱腾芒三大平台的自制综艺数量均超过 20 部。网综类型不断扩充、制作更加精良, 使得爆款频出。在网综逐渐与付费会员绑定的背景下, 大爆自制综艺对平台的会员拉新助力是显而易见的。同时, 视频平台围绕综艺打造一系列衍生节目, 丰富会员权益, 增强了用户对平台的粘性, 有助于用户的留存。此外, 综艺的热度也影响着平台后续的广告招商能力。对于 B 站, 入局自制综艺也算补上了自己在内容生态的一块短板。

**图 3: 2019 年头部视频平台自制综艺数**


数据来源: 云合数据, 银河证券研究院

B 站其实探索自制综艺已久: 早期, 依托自身独有的优质 UP 主资源, B 站邀请顶流 UP 主进行综艺录制, 将受众锁定在 UP 主的粉丝群体及原 B 站用户, 助推 UP 主商业化的同时, 试水自制综艺; 之后, 与电视台合作出品的《非正式会谈》、《花样实习生》等通过标新的立意、受众广泛的嘉宾来淡化 B 站的年轻化的标签, 吸纳更多年龄受众; 如今, B 站成功利用《说唱新世代》实现破圈下沉, 获取新流量, 真正转变为受众更广的泛娱乐综合视频网站。并且, 作为一档类选秀节目, 《说唱新世代》也成功帮助 B 站试水选秀: 在总决赛现场, B 站宣布联合 88rising 公司打造全新厂牌“W8VES”, 并有望通过巡演和唱片版权收入获得新收入增量。未来, B 站有望继续通过自制综艺创作更多 IP, 输出更多有 B 站烙印的新秀艺人的同时, 将 IP 的价值延长到内容生态价值体系里来提升平台生态实力。

**表 4: B 站热门自制综艺**

名称	播出时间	类型	制作/出品方	导演	豆瓣评分
故事王	2016.8.20	脱口秀	哔哩哔哩旗下 giligili 工作室	王吕义	7.6
穿越吧	2019.10.18	历史体验真人秀	哔哩哔哩、世熙传媒	齐龙伏	8
非正式会谈第六季	2020.1.17	脱口秀	湖北卫视、哔哩哔哩	季华怡	9
动物园的问号脸	2020.6.10	原创动物观察类综艺	哔哩哔哩出品, 千秋岁联合出品		6
花样实习生	2020.7.10	职场代际观察类真人秀	东方卫视、哔哩哔哩、文火传媒		8.3
欢天喜地好哥们	2020.7.24	轻综艺真人秀	哔哩哔哩出品, 原子娱乐制作		7.5
破圈吧变形兄弟	2020.8.5	轻综艺真人秀	哔哩哔哩出品, 小梦马制作		8.6
说唱新世代	2020.8.22	说唱生存真人秀	哔哩哔哩出品	严敏	9
百分之二的爱	2020.9.3	流浪动物救助情感类真人秀	哔哩哔哩出品, 大桔文创联合出品		8.5

资料来源: 豆瓣, 中国银河证券研究院整理

## 1.2 引入头部版权, 搭建优质内容生态

从纪录片入局, 涉足电视剧、电影、综艺, B 站在逐渐布局起完善的影视内容生态。B 站的综艺布局分为两种思路: 一是购买头部热门综艺版权, 如《奔跑吧》系列、《极限挑战》系列、《王牌对王牌》系列, 这些综艺系列全平台播放量往往在百亿以上, 有足够的国民度支撑; 二是借着传统文化复兴潮流布局文化类综艺, 如《国家宝藏第二季》《中央广播电视总台 2019 主持人大赛》等。B 站借助文化类综艺, 将忠实用户所热爱的国创动漫、国风音乐、古风妆容等流行文化蕴含其中, 留住核心圈层; 又通过头部综艺, 吸引更多新用户, 辐射更广泛的圈层。

**表 5: B 站主要综艺版权**

名称	类型	B 站总播放量(万)	全网累计播放量(亿)
奔跑吧兄弟	大型明星户外竞技真人秀	1043.7	434.9
金星秀	脱口秀、访谈	1976.7	18.0
王牌对王牌	大型原创室内竞技真人秀	811.2	165.2
极限挑战第 1-4 季	大型励志体验真人秀	4687.8	147.4
非正式会谈	文化访谈	32392.3	12.4
康熙来了	话题访谈	426.7	13.5
今夜百乐门	场景喜剧综艺秀	190.6	12.8
国家宝藏第二季	文博探索节目	2719.0	2.0
中央广播电视总台 2019 主持人大赛	电视大赛节目	2537.7	8.3
国乐大典	创新性中国经典音乐竞演节目	937.3	937.3
一堂好课	青年人文化沉浸式类节目	592.1	0.9

资料来源: 艺恩数据, 哔哩哔哩官网, 中国银河证券研究院整理

B 站的二次元烙印，使得 B 站老用户对日本文化有天然的亲近力，加之多年来购买动漫版权而与日本公司的交情深厚，B 站首先将版权剧布局重心放在日剧上。同时，通过用户的自发传播，B 站 UP 主对经典影视剧的二次创作受到热捧，掀起了一波怀旧潮。为满足用户的需求，B 站顺势上线了一批国产剧经典之作。

**表 6: B 站热门日剧版权**

名称	主演	豆瓣评分	B 站总播放量(万)
非自然死亡	石原里美、井浦新	9.4	6129.6
孤独的美食家	松重丰、萤雪次郎	9.2	15649.3
逃避虽可耻但有用	新垣结衣、星野源	8.3	1902.1
高岭之花	石原里美、峯田和伸、千叶雄大	5.8	683.8
请和废柴的我谈恋爱	深田恭子、藤冈靛、三浦翔平	7.3	497.8
东京大饭店	木村拓哉、铃木京香	8.8	1718.5
深夜食堂	小林薰、须藤理彩、松重丰	9.0	3181.0
东京男子图鉴	市川由衣、落合扶树	7.5	769.3
将爱情进行到底	上白石萌音、佐藤健	7.8	741.8
终结一吻	山崎贤人、门胁麦、新真田剑佑	7.9	577.5

资料来源：哔哩哔哩官网，中国银河证券研究院整理

**表 7: B 站经典国产剧版权**

名称	最早播出年份	豆瓣评分	B 站总播放量(万)
西游记	1986	9.6	2649.1
红楼梦	1987	9.6	1743.4
三国演义	1994	9.4	6121.2
水浒传	1998	8.8	1647.5
铁齿铜牙纪晓岚 4	2001	8.3	1925.3
神探狄仁杰	2004	8.9	1313.5
大宋提刑官	2005	9.2	1320.6
士兵突击	2006	9.4	1616.3
炊事班的故事 3	2007	8.7	1685.0
我的团长我的团	2009	9.5	2644.3
回家的诱惑	2011	6.6	1152.5

资料来源：哔哩哔哩官网，豆瓣，中国银河证券研究院整理

B 站的电影布局也显得十分“垂直化”，突出“小而精”。在中国动漫行业规模和用户逐年增长的背景下，国产动画现已成为诸多方面争相布局的领域，B 站作为全国最大的动画爱好者社区，上线高分动画电影，能够巩固 B 站的价值和地位，抢占更多的份额。

图 4: 在线动画行业市场规模



图 5: 泛二次元用户规模



数据来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

此外, B 站也一直在加快购买经典老电影版权的步伐。一方面老电影满足了 B 站用户的怀旧需求, 另一方面 B 站的弹幕特色对剧情赋予的新解读也存在着话题性与破圈层的能力。借着与 B 站上 UGC 内容联动的热度, 这些老片的播放量十分可观。

表 8: B 站热门动画电影版权

名称	制片地区	出品公司	豆瓣评分	B 站总播放量(万)
大侦探皮卡丘	美国	美国传奇影片公司、美国华纳兄弟影片公司	6.5	1166.9
驯龙高手 3	美国	美国环球影片公司、美国梦工厂影片公司	7.5	216.6
你的名字	日本	东宝株式会社	8.4	3583.1
刀剑神域: 序列之争	日本	SAO MOVIE Project	8.2	2642.1
天气之子	日本	东宝株式会社	7.1	1972.3
名侦探柯南: 绀青之拳	日本	东宝株式会社	5.9	1293.8
烟花	日本	东宝株式会社	5.5	632.5
哆啦 A 梦: 大雄的月球探险记	日本	东宝株式会社	7.3	390.4
罗小黑战记	中国大陆	北京基因映画影业有限公司	8.2	2639.9
白蛇缘起	中国大陆	追光人动画设计(北京)有限公司、美国华纳兄弟影片公司	7.9	1936.8
哪吒之魔童降世	中国大陆	北京光线影业有限公司、霍尔果斯彩条屋影业有限公司	8.5	1832.8
大鱼海棠	中国大陆	北京光线影业有限公司	6.9	1187.1
西游记之大圣归来	中国大陆	浙江横店影视制作有限公司、北京天空之城影视有限公司	8.3	887.4

资料来源: 哔哩哔哩官网, 豆瓣, 中国银河证券研究院整理

**表 9: B 站主要经典老电影版权**

名称	制片地区	最早上映时间	豆瓣评分	B 站总播放量(万)
英雄本色	中国香港	1986	8.7	209.3
旺角卡门	中国香港	1988	7.8	168.2
赌神	中国香港	1989	8.3	248.1
阿飞正传	中国香港	1990	8.5	100.4
沉默的羔羊	美国	1991	8.8	294.4
霸王别姬	中国大陆, 中国香港	1993	8.6	239.7
肖申克的救赎	美国	1994	9.7	532.4
阿甘正传	美国	1994	9.5	526.6
碟中谍系列	美国	1998	7.8	1030.3
楚门的世界	美国	1998	9.3	325.9
黑客帝国系列	美国	1999	8.8	2140.1
卧虎藏龙	中国、美国	2000	8.3	160.6
哈利波特系列	英国	2001	8.6	6979.7
指环王系列	美国、新西兰、英国	2001	9.1	1186.6
无间道	中国香港	2002	9.2	323.6
功夫	中国香港、中国大陆	2004	8.6	824.3
蝙蝠侠系列	美国、英国	2005	8.8	1420
头文字 D	中国香港	2005	7.5	973
三傻大闹宝莱坞	印度	2009	9.2	459.9

资料来源: 哔哩哔哩官网, 豆瓣, 中国银河证券研究院整理

作为 B 站对 PGC 最早的尝试, B 站目前的纪录片内容库极为充足。截至 2020 年 9 月, B 站上线的纪录片达 3390 部, 其中包括大量从央视、英国 BBC、日本 NHK 等电视台购买版权的精品纪录片。在与制作方建立良好关系后, B 站开始尝试与工作室合作, 自投自制产出纪录片, 并取得了巨大成功。目前 B 站纪录片最多播放 TOP10 有 7 部由 B 站出品。B 站和旗帜传媒在 2018 年夏季联合出品的呈现国人烧烤情结的专题纪录片《人生一串》获得口碑和播放量双丰收, 第一、二季目前播放量达 8034.8、9746.3 万次, 豆瓣评分高达 9.0 和 8.6 分。未来 B 站将持续在纪录片领域发力。

**表 10: B 站经典国产剧版权**

名称	制作方	豆瓣评分	B 站总播放量(万)
人生一串第二季	自制	8.6	9746.3
人生一串第一季	自制	9.0	8034.8
派出所的故事 2019	自制	9.1	4944.9
决胜荒野之华夏秘境	自制	8.2	4763.0
守护解放西	自制	8.6	4553.9
决胜荒野	探索频道	8.9	3879.8
冒险雷探长	雷探长	9.1	3877.2

宠物医院	自制	8.5	3344.8
这就是中国	东方卫视	7.5	3092.9
历史那些事	自制	7.9	2790.9

资料来源：哔哩哔哩官网，豆瓣，中国银河证券研究院整理

### 1.3 获赛事独播权，布局电竞直播市场蓝海

2020年8月1日，哔哩哔哩与拳头共同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。英雄联盟作为一款现象级端游，在中国拥有广大的游戏用户，同时全球总决赛作为全年最重磅赛事，往往更被玩家所期待。

根据新浪微博发布的观赛数据，今年S10的相关话题阅读量达491亿，赛事讨论量超6728万；短视频方面，累计发布31.9万条，累计播放量达65.1亿，单个视频最高播放量达738万次；微博话题方面，热搜话题281个，登顶热TOP10共74次，累计提及人数达6528万。其热度可见一斑，加之2021年S赛继续落地中国上海，叠加疫情有望彻底结束，S11势必能引起更大的讨论。此举显示出陈睿重金押注电竞直播的决心。

目前中国游戏直播平台市场规模仍在快速扩张。2019年中国独立游戏直播平台市场规模突破200亿元，预计2020-2022年间复合增长率达33.7%，2022年市场规模将接近500亿元。用户方面，2019年中国游戏直播平台用户规模达到3亿人，未来用户增速将逐步放缓，预计2022年用户规模达到3.8亿人

图 6：游戏直播平台规模

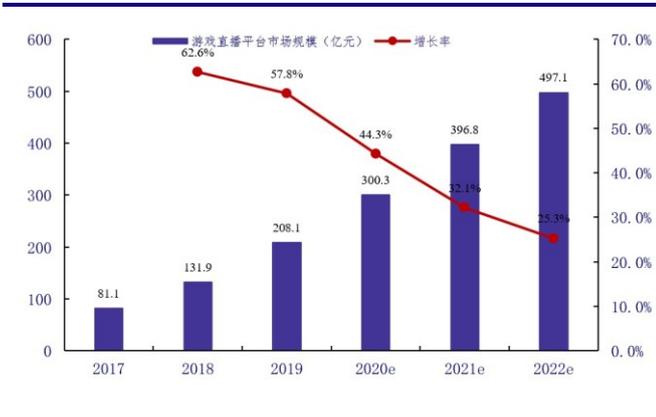
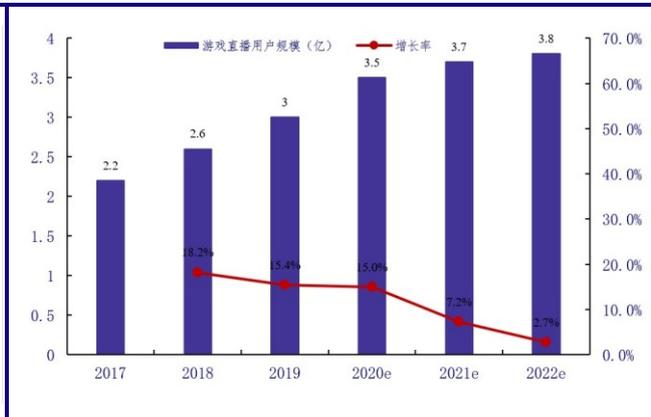


图 7：游戏直播用户规模



数据来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

目前B站与游戏直播头部双雄虎牙、斗鱼相比，还存在不少差距。虎牙与斗鱼2020Q3财报数据显示，在活跃用户方面，虎牙、斗鱼本季度MAU达到1.73和1.94亿；在付费用户数量和用户付费深度方面，虎牙和斗鱼付费用户数达到600万和790万，单用户付费额本季度为469元和322元人民币。而B站虽未公布具体直播数据，但观察晚间黄金时间B站头部主播直播间，付费礼物人数与额度与两雄存在较大差距。

但B站在游戏直播业务的潜力依旧不容小觑。内容平台而衍生的流量优势和社区氛围下所产生的有较高付费意愿的高粘性用户，对直播业务具有极大助力。并且游戏直播业务的壁垒

相对较低，更依赖头部电竞赛事和头部主播，不像视频内容业务需要内容版权和创作的积淀。目前，B站在引入工会后已宣布启动 BILIBILI LIVE STAR 直播年度总选，有意在站内打造头部主播，叠加B站重金拿下的S赛三年直播权，未来有望拉动付费用户数及ARPPU的提升，给平台带来直接的收入增量。

## 二、历程: ACG 社区出发, 向泛娱乐文化社区前进, Bilibili!

干杯~

### 2.1 十年从无人之境到千门万户

**萌芽期: 二次元弹幕分享网站起家, 口碑式运营开启流量通道**

**前身成立, 用爱发电** 2009 年夏天, 作为另外一家 ACG 网站 Acfun 最早的一批会员, 徐逸深受 A 站服务器不稳定、宕机而无站可上的困扰。在与 A 站负责人沟通后, 徐逸建立了名为“Mikufans”的小站, 用于备存 A 站资源。此时的 mikufans 的运营和维护基本靠 A 站的元老们用爱发电, 可谓是“A 站后花园”。

**改名 B 站, 吸引用户流入** 2010 年 Mikufans 更名为 bilibili, 为维持服务器稳定、保障用户体验, B 站建立了用户筛选机制, 前期采取不定期注册及邀请制, 后期逐步放开但仍需要通过晋级考试, 来限制用户注册数量。稳定的服务器让大批 ACG 爱好者转投 B 站, 社区氛围逐渐浓郁。2010 年 Bilibili 制作春节拜年视频、投选 bili 娘, 在二次元圈掀起广泛讨论, 吸引更多爱好者加入。

**陈睿加入, 开启商业化运营** 随着 B 站用户增多, 服务器不堪重负, 徐逸开始寻求投资。出于对二次元文化的热爱, 时任猎豹移动副总裁的陈睿天使投资 B 站。获得资金支持后, B 站的发展速度加快。2011 年 B 站创立“拜年祭”, 由 B 站 UP 主以及 B 站视频部创作涵盖动画、音乐、游戏、鬼畜、VOCALOID 等分段视频, 采取线上直播+点播向观众呈现。一经上线, “拜年祭”即受到热捧。2012 年, B 站先后上线移动端安卓和 IOS 版本。B 站的影响力已慢慢赶超 A 站。

**拓张期: 生态版图持续深化, 读懂 Z 时代的心**

**举办线下 Live, 巩固 ACG 社区地位** 2013 年 10 月 5 日, bilibili 举办首次线下 Live—Bilibili Macro Link。之后 BML 成为了每年定番, 并且周期延长、玩法创新、嘉宾增多, 人数也从最初的 800 人不断增长至超过 10 万人。BML 使得线下用户与平台 IP、UP 主变的紧密, 极大增强了用户对 B 站的归属感。

图 8: BML 活动构成图



数据来源: 中国银河证券研究院

**与大平台合作，拓展泛娱乐文化领域** 自 2013 年开始，哔哩哔哩在保留御宅文化的基础上，尝试吸引更多广泛的受众。在网站内容方面，将总榜改为分榜模式，增加内容分区，影视、生活、科技等多元化内容开始出现。2015 年，先后与知乎、手机百度、虎嗅等大平台合作，凭借弹幕这一互动特色扩大着影响力。

**进军游戏与影视，推出“大会员”制度** 2015 年底，Bilibili 与东方明珠旗下的尚世影业共同建立哔哩哔哩影业，希望基于 b 站在年轻用户中的社群文化影响力，整合尚世影业在影视剧策划、制作方面的能力，共同开发专门针对新生代群体的影视作品。2016 年，bilibili 开展游戏联运和代理发行业务，9 月 Fate 系列首款正版手游《Fate/Grand Order》上线，公测预约突破 300 万，多次进入 App Store 畅销榜，创造了日本游戏在中国发行的多项记录。在由 Sensor Tower 发布的 2017、2018、2019 全球热门手游收入排行榜中，FGO 均位列前五，时至今日仍是最赚钱的游戏之一。此后，游戏成长为 B 站商业化的柱石，通过动漫与游戏形成良好联动，为二次元爱好者提供极佳的互动体验。2016 年底，Bilibili 推出“大会员”制度，增加了流量变现的新渠道。

**商业化颇具前景，获资本市场认可** 游戏、广告、会员三大变现业务的良好表现，吸引了资本市场的关注。2015-2017 年，B 站完成了 A-D 轮融资，融资规模达到 3.6 亿美元，投资方包括 IDG 资本、君联资本、腾讯投资等著名投资机构。

表 11: B 站 A-D 轮融资情况

披露日期	融资轮次	融资金额	投资方
2015.01.14	A 轮	2420 万美元	IDG 资本、启明创投、掌趣科技、华人文化产业投资基金、华兴资本
2015.07.15	B 轮	7525 万美元	华人文化产业投资基金、启明创投、腾讯投资、H Capital
2016.05.10	C 轮	1.5463 亿美元	君联资本、正心谷资本
2017.05.02	D 轮	1.07 亿美元	华人文化产业投资基金、腾讯投资、君联资本

资料来源：天眼查，中国银河证券研究院整理

### 新征程：登录纳斯达克，商业化进程提速

**登陆纳斯达克，战略合作升级** 2018 年 3 月 28 日，bilibili 在纳斯达克挂牌上市，融资规模达 4.83 亿美元，成为中国二次元第一股。随着 B 站商业化变现渠道逐渐清晰，互联网巨头开始与 B 站业务合作并进行战略投资。腾讯分两次战略投资，目前持股比例约 12.7%。阿里巴巴持股比例占 B 站总股本约 6.8%。索尼持有 B 站已发行股份总额的约 5.0%。B 站与巨头们已在版权采购、游戏代理、流量变现等方面展开战略合作。

**业务继续拓展，力图实现“破圈”** 2018 年以来，B 站在平稳推进游戏、广告、大会员三大业务的同时，持续推进更多泛娱乐业务。同时，B 站不断扩充主站内容品类，现已涵盖动画、音乐、知识、生活、数码等 16 个品类。未来，B 站将通过“新星计划”等激励方式扶持更多的品类，吸纳更多受众群体，实现真正“破圈”。

表 12: B 站泛娱乐新业务

披露日期	融资金额	投资方
直播业务	鼓励头部 UP 主兼任主播	LexBurner、敬汉卿等相继开播
	签约头部主播	重金签约冯提莫
	购买电竞赛事版权	签下英雄联盟 S 赛独播权，拥有 LPL、KPL、OPL 等赛事转播权

	推出众多虚拟主播	冷鸢 yousa、花园 Serena 等头部虚拟主播吸金力不俗
短视频业务	上架短视频 APP	推出轻视频，进军短视频领域
付费课程	推出付费课程	签约高质量内容创作者,持续推出付费精品课程
电竞业务	成立 BLG 电子竞技俱乐部	旗下拥有英雄联盟分部、决战平安京分部、守望先锋分部等
电商业务	上线会员购	涵盖 ACGN 衍生品贩卖、国内二次元演出、展览等票务销售业务
漫画业务	收购漫画平台	收购网易漫画
音频业务	收购音频社区	收购二次元音频社区猫耳 FM

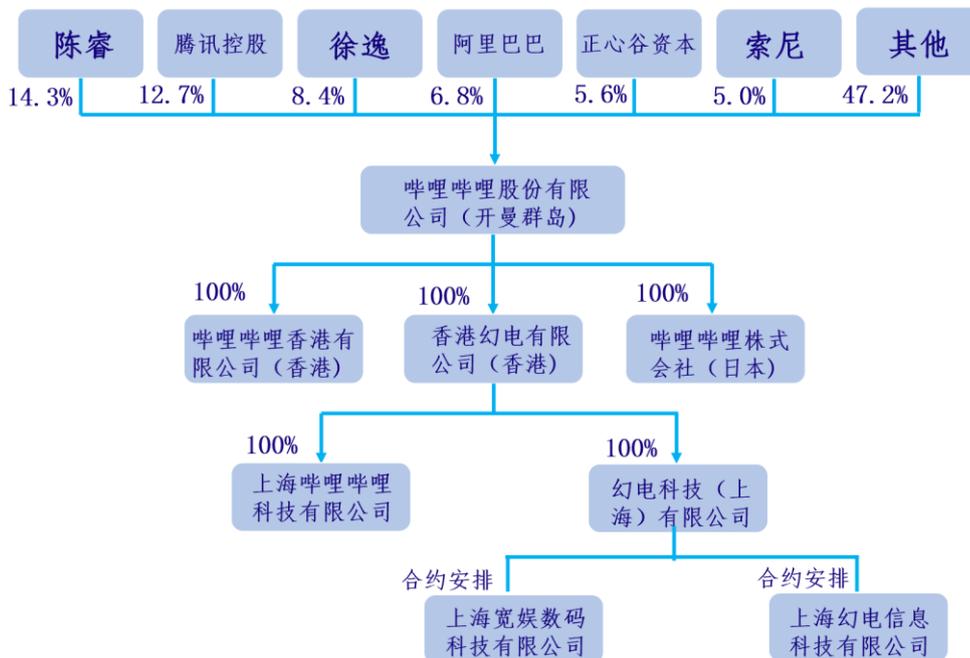
资料来源：中国银河证券研究院整理

## 2.2 管理层趋向稳定，基石阵容聚能，腾讯阿里双加持

哔哩哔哩股份有限公司于 2013 年 12 月在开曼群岛创立，作为哔哩哔哩的上市主体，通过 VIE 架构对国内经营实体实施控制。

股权方面，虽然哔哩哔哩股权较为分散，陈睿、徐逸、李旎合计持股比例仅 25.4%。但 B 站在上市时选择了双重股权结构，创始团队陈睿、徐逸和李旎持 Y 类股份，Y 类每股拥有 10 票投票权，对外的公开发行业以及投资机构持 Z 类股份，Z 类每股只有 1 票的投票权。通过这种设计，管理层陈睿、徐逸、李旎等成功掌握独立决策权，确保了对公司的绝对控制。

图 9：哔哩哔哩股权架构图



数据来源：Wind，银河证券研究院

在管理层方面，公司多年来一直保持稳定。董事长陈睿、总裁徐逸、首席运营官李旎作为资深动漫爱好者，深谙二次元核心圈层，对社区运营和用户体验有独到的理解，对 B 站的社

区理念有着自己的信念与规划，使 B 站能够在商业化进程中依旧保持紧贴用户的初心。其他高管大多是在传媒互联网领域具有极强专业背景和多年工作经验的顶尖人才，能帮助 B 站解决商业化进程中的难题。

表 13: 哔哩哔哩管理层情况

成员	职务	工作经验及学历情况
陈睿	董事长，首席执行官	获得成都信息工程大学学士学位。曾担任猎豹移动的联合创始人。
徐逸	创始人，总裁	获得北京邮电大学学士学位。2009 年毕业后创办了弹幕网站 MikuFans。
李旻	副董事长，首席运营官	获得岭南师范大学法律学士学位。曾任 Goalcareer 首席执行官。曾负责猎豹移动的人力资源业务。负责哔哩哔哩的平台运营、销售和商务合作、内容生态系统合作以及战略规划和投资。
璩凯	用户体验副总裁	获得沈阳工学院工业设计专业学士学位。曾任 UCWeb Inc. 的总经理；Orange 公司移动多媒体实验室的设计总监；金山软件在线游戏部门的用户界面设计师兼经理。
刘曜	商业运营副总裁	获得北京理工大学工业设计专业学士学位。历任腾讯的在线媒体产品总经理、广告产品总经理、媒体收益管理总经理；曾任奥美和广东广告集团的运营总监。
张峰	游戏和 PUG 视频业务 副总裁	获得中国农业大学汽车制造专业学士学位。曾任触控科技的副总裁；搜狗的博彩业务总经理，负责搜索在线游戏业务；人人的游戏运营中心副总监；金山软件的市场营销经理。
詹明宪	动画制作副总裁	获得加拿大卡普兰诺大学工商管理学士学位。曾任儿童游乐场娱乐公司的首席执行官；曾在动漫制作公司洪影宇宙担任过多个职位，其职责包括故事情节制定，预算计划和项目管理。
刘扬	技术副总裁	获得上海交通大学工程学士学位和工程硕士学位。曾任百度执行董事，负责百度云业务，并管理百度的搜索广告工程；曾任 Google AdSense 技术负责人；Sybase 开发集成开发环境的技术主管。
樊欣	首席财务官	拥有上海财经大学国际会计学士学位及经济学博士学位。美国注册会计师协会常务理事，中国注册会计师，持有英国特许全球管理会计师和特许注册会计师的执照。曾任职于网易、毕马威华振。

数据来源：企查查，银河证券研究院

目前，腾讯、阿里巴巴分别控股 12.7%、6.8%，为公司的第二、四大股东，两大互联网巨头纷纷在各自的优势产业与 B 站展开了战略合作：腾讯依托自己在泛娱乐产业的优势，与 B 站在动画项目的采购、参投、自制方面深度联合，在游戏项目讨论合作联运的可能，同时在 ACG 产业链上下游，共同寻找新的行业投资机会，积极促成共同投资。阿里巴巴则依托自己的电商资源，促进了 UP 主的商业变现，UP 主可以从来自淘宝约百万 SKU 的商品库中选择适合的商品进行带货种草，也可以入驻淘宝，通过淘宝二次元平台量身定制的商业化方案，进行产品联名及相关周边衍生品开发，打通从内容到终端销售的产业链

## 2.3 积极进行对外投资，产业链布局不断完善

哔哩哔哩近年来陆续参与对外投资，从业务领域来看，B 站利用资本手段扩充内容影响力和布局产业链的意图十分明显。在上游内容制作方面，哔哩哔哩投资了绘梦动画、戏画谷、Pinta Studios 等二次元内容创作商，在为国创持续赋能的同时，聚集更多原创 IP；投资嬉皮士游戏、猫箱网络、掌派科技等游戏开发公司和米画师主攻游戏领域的画师约稿平台，来内化游戏研发和发行体系，建立更强的游戏储备系统，尽快实现自研游戏的孵化，提升游戏变现业务

业绩。收购中游的猫耳 FM、网易漫画等平台补齐 ACG 内容短板。在下游的动漫衍生品、电商直播和漫展运营方面，哔哩哔哩投资艾漫动漫、超电文化、魔都同人祭等，扩展动画 IP 的变现渠道，助推公司下一阶段的业绩增长。

表 14: 哔哩哔哩占股超过 10%的对外投资情况

被投资企业名称	投资比例	投资金额	关联产品/机构	产品类型
厦门优他动漫科技有限公司	30.98%	891 万元人民币	MUTA	上游虚拟偶像制作
南京戏画谷动漫设计有限公司	20.00%	57 万元人民币	戏画谷	上游动画制作
上海欣雨动画设计有限公司	22.00%	237 万元人民币	海岸线动画	上游动画制作
上海灵樨文化科技有限公司	23.53%	181 万元人民币	灵樨文化	上游动画制作
北京平塔科技有限公司	12.00%	83 万元人民币	Pinta Studios	上游动画制作
北京绮心科技有限公司	15.00%	72 万元人民币	米画师	上游画师约稿平台
南京水幻之音信息科技有限公司	20.00%	38 万元人民币	水幻之音	上游音乐制作
南京米漫文化传媒有限责任公司	20.00%	59 万元人民币	米漫文化	上游音乐制作
珠海嬉皮士网络科技有限公司	26.25%	34 万元人民币	嬉皮士游戏	上游游戏研发
珠海黑细胞网络科技有限公司	20.00%	300 万元人民币	黑细胞	上游游戏研发
北京源力星聚网络科技有限公司	70.00%	467 万元人民币	源力星聚	上游游戏研发
上海哆祈哆祈网络科技有限公司	70.00%	135 万元人民币	Access!	上游游戏研发
上海影之月信息科技有限公司	16.67%	100 万元人民币	影之月	上游游戏研发
北京时之砂科技有限公司	16.67%	2 万元人民币	时之砂	上游游戏研发
成都猫之日网络科技有限公司	20.00%	25 万元人民币	猫之日	上游游戏研发
上海猫箱网络科技有限公司	49.90%	100 万元人民币	猫箱网络	上游游戏研发
杭州掌派科技有限公司	10.00%	18 万元人民币	掌派科技	上游游戏研发
北京喵斯拉网络科技有限公司	66.47%	124 万元人民币	猫耳 FM	中游二次元音频平台
上海呵呵呵文化传播有限公司	100.00%	12000 万元人民币	网易漫画	中游漫画平台
济南亿福莱网络科技有限公司	100.00%	196 万元人民币	Actoys	下游动漫周边
艾漫(上海)动漫设计有限公司	10.06%	30 万元人民币	艾漫动漫	下游动漫周边

资料来源: 企查查, 中国银河证券研究院整理

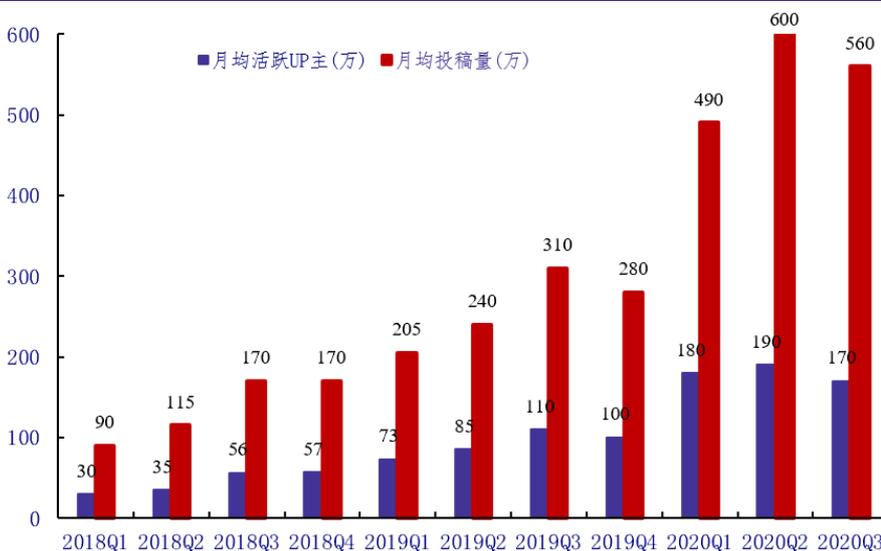
### 三、社区：创作生态助力优质内容产出，文化氛围为立身之本

#### 3.1 UP 主：优质创作者促进稳定内容产出

##### UP 主创作生态不断繁荣

UP 主作为 B 站最重要的内容输出源泉，是 B 站得以快速发展并构筑牢固的复制壁垒的关键。截止 2020 年第三季度哔哩哔哩月均活跃 UP 主数量达 170 万，其月均投稿量达 560 万，其中 B 站新增百万播放视频的数量同比增长 73%，万粉以上 UP 主数量同比增长 75%。UP 主投稿的视频内容已占 B 站视频观看总量的 90%以上。

图 10：B 站月均活跃 UP 主及月均投稿量变化



数据来源：公司公告，银河证券研究院

同时，B 站社区氛围的包容性、创作氛围的自由化、创作者背景的多元化使得 B 站视频内容多样而富有个性。目前 B 站拥有动画、番剧、国创、音乐、科技、生活、鬼畜等 16 个视频分区，形成了 7000 余个文化圈层，200 万个文化标签。在海量内容和精准分区之下，小众的兴趣也能借着 UP 主的创作而聚集、寻找到共鸣，并逐渐沉淀在 B 站中成为核心用户，真正做到“你感兴趣的视频都在 B 站”。依托内容类型多元化，B 站得以全方位覆盖不同年龄段、兴趣圈层的用户，带动用户数量的增长、留存与活跃。

表 15：B 站主站内容品类分类

披露日期	投资方
动画	MAD·AMV、MAD·3D、短片·手书·配音、手办·模玩
音乐	原创音乐、翻唱、VOCALOID·UTAU、电音、演奏、MV、音乐现场、音乐综合、音频、说唱

舞蹈	宅舞、街舞、明星舞蹈、中国舞、舞蹈综合、舞蹈教程
知识	科学科普、社科人文、财经、校园学习、职业职场、野生技术协会
生活	搞笑、日常、动物园、手工、绘画、运动、汽车、其他
时尚	美妆、服饰、健身、T台、风尚标
娱乐	综艺、明星
放映厅	纪录片、电影、电视剧
番剧	连载动画、完结动画、资讯、官方延中、新番时间表、番剧索引
国创	国产动画、国产原创相关、布袋戏、动态漫·广播剧、资讯、新番时间表、国产动画索引
游戏	单机游戏、电子竞技、手机游戏、网络游戏、桌游棋牌、GMV、音游、Mugen、游戏赛事
数码	手机平板、电脑装机、摄影摄像、影音智能
鬼畜	鬼畜调教、音MAD、人力VOCALOID、教程演示
资讯	热点、环球、社会、综合
影视	影视杂谈、影视剪辑、短片、预告·资讯
美食	美食制作、美食侦探、美食测评、田园美食、美食记录

资料来源：哔哩哔哩官网，中国银河证券研究院整理

同时，B站平台发力打造各细分领域头部UP主，树立垂类标杆，依靠个人品牌为细分领域带来新的用户，同时吸引更多长尾创作者入驻，完善社区生态。

表 16: B站各分区领域头部UP主

内容分区	UP主	稿件数	粉丝数	代表作品	代表作播放量
动画	LexBurner	372	907.9万	听说大家都看过名侦探柯南，那我们就一起来吐槽它的剧场版业火的向日葵吧	665.1万
音乐	冷鸢 yousa	198	262.6万	【冷鸢 x.Hanser】[填词]悠哉日常~悠哉~悠哉~【悠哉日常大王 2ed 中文版】	101.4万
舞蹈	咬人猫	122	335.7万	Lamb.我的姐姐终于藏不住了!	907.4万
知识	毕导 THU	108	293.2万	难言之隐!上厕所时如何科学压住水花,防止屁屁被溅湿?	391.0万
生活	啊吗粽	197	312.0万	售价竟然要2000万 我们终于搬去上海市中心了 杀价心得 干货满满	495.7万
时尚	机智的党妹	174	644.9万	十级大眼术! PINK CAT 猫系少女灵感妆容, 点击收看秃头铁T变身性感软萌小野猫	278.7万
游戏	老番茄	338	1318.6万	史上最骚杀手(第一集)	1615.5万
数码	老师好我叫何同学	42	547.7万	每天只看半小时手机, 坚持一周后我有哪些变化?	566.3万
鬼畜	潮汕好男人	126	156.9万	【全明星】芒种	1424.1万
影视	木鱼水心	1014	495.1万	【木鱼微剧场】一口气看完《三国演义》(全集)	517.0万
美食	孤独的美食基	126	310.0万	中国男子尝试在日本街头搭讪妹子, 结果.....	642.7万

资料来源：哔哩哔哩官网，中国银河证券研究院整理

### 平台重视UP主培养，增强UP主黏性

根据粉丝数量，B站目前形成了金字塔型的UP主结构。B站将其进行分层，建立起良性

的 UP 主生态：基数较大的新人尾部 UP 主承担着发掘小众领域，探索新颖内容类型的任务；腰部 UP 主积极渗透细分领域，吸引该领域的核心用户，逐步向头部用户靠拢；头部 UP 主则依赖自身及团队强大的创作能力，输出更有望“破圈”的视频。同时，B 站对不同层级的 UP 主进行有针对性的运营激励。

**表 17: B 站针对 UP 主的激励措施**

激励对象	激励方式
	开设 bilibili 创作学院 通过线上的创作、运营培训课程提升新人 UP 主的创作力
针对新人尾部 UP 主	开展“UP 主学园交流日”活动 为不同地区的 UP 主提供线下交流学习的机会，增强平台与 UP 主群体的情感维系
	开展“新星计划”活动 在新人 UP 主内评选，激励新人 UP 主生产数量更多质量更高的内容，提升粉丝数量
针对腰部 UP 主	发起“全勤挑战”活动 激励 UP 主每周投稿视频，促进 UP 主活跃，防止 UP 主流失
	打造“高能联盟”品牌 通过付费签约绑定，防止核心 UP 主被竞争对手挖走或流失，构建护城河
针对头部 UP 主	打通头部 UP 主上升路径 依托 B 站自制综艺、直播等其他项目，扩大影响力，更好地进行商业变现
	举办百大 UP 主颁奖典礼 表彰头部 UP 主，提升行业影响力
	设置粉丝数量实物奖牌 向达到 1 万/10 万/100 万粉丝的 UP 主发放，激励 UP 主并提升 UP 主荣誉感
打通 UP 主多种商业变现途径	悬赏计划：开放 UP 主视频下侧的广告权限，UP 主可以自主选择展示何种广告内容，平台与 UP 主按照一定比例分成广告收入
	创作激励计划：按照 UP 主的视频播放量核算，对 UP 主进行补贴激励，实现作品价值
	充电计划：观众通过投送电池的方式支持 UP 主，用户打赏来提高视频收益
针对全体 UP 主	成就勋章：UP 主在完成投稿、播放量等任务时，可以获得对应的勋章，勋章可以展示在 UP 主的个人主页
	设置 UP 主勋章及认证体系 粉丝勋章：粉丝佩戴会在 UP 主评论区显示，有助于促进普通用户的活跃，同时提升 UP 主与粉丝的关系亲密度
	知名 UP 主认证：头衔展示在 UP 主个人主页，且在头像右下方有黄色闪电标识，赋予了 UP 主垂直领域下 UP 主身份的象征

资料来源：哔哩哔哩官网，中国银河证券研究院整理

### 3.2 用户：高粘性、高活跃度

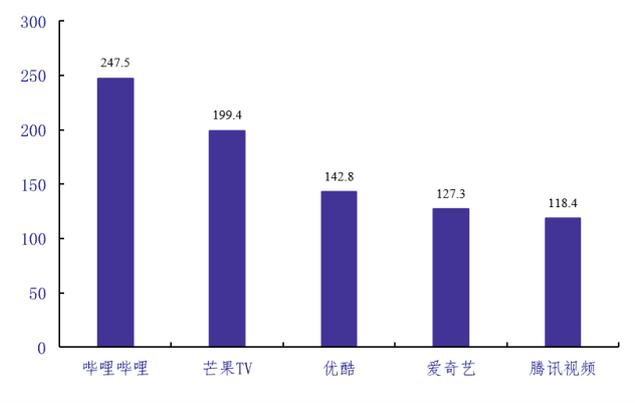
#### 用户群体由二次元群体不断泛化

截止 2020 年第三季度，B 站活跃用户数量达到 1.972 亿，同比增长 54%，其中 2020 年 8 月月活突破 2 亿，社区增长迈入全新里程碑。同时，B 站用户群体特征十分明显，Z 世代用户占比超过 80%，并逐渐覆盖更广泛的群体。“Z 世代”，专指 1995—2009 年之间出生的人群，年龄分布在 11-25 岁之间。作为与互联网共同成长的一代，Z 世代对互联网高度依赖，并且根据 QuestMobile 报告显示，Z 世代具有更高的消费力和付费意愿。目前，90 后 Z 世代已逐步离开校园迈向工作，可支配收入上升将带动消费力进一步升级，并成为互联网各新兴行业的消费主力军和核心推动力。针对 Z 世代的偏好，B 站也适时推出了一系列 UP 主创作计划，意图向更广泛的用户群体扩充。

图 11: B 站月活跃人数及环比增长率



图 12: 主要在线视频平台的 Z 世代活跃渗透率 TGI



数据来源：公司公告，QuestMobile，中国银河证券研究院

表 18: B 站针对 Z 世代偏好的举措

Z 世代特征	B 站举措
热爱学习，并借助互联网工具获取“知识点”	原有的科技区整合升级为知识分区 推出“知识分享官招募令”活动，为知识创作者提供百万奖金和上亿流量的扶持 与罗翔教授、半佛仙人等硬核科普博主签约
喜爱分享生活	推出“Vlog 星计划”，扶持优秀 Vlog 创作者 上线“Vlog 领域优秀 UP 主”认证系统，推动 Vlog 创作精品化
相比其他人群更偏爱萌宠	推出“B 站萌宠奥斯卡”，活跃动物圈分区
更注重“颜值”	推出“时尚星计划”，招募时尚博主入驻
认同传统文化	将传统文化元素融于线下活动，如“中国华服日”、B 站跨年晚会琵琶奏等 上线传统文化元素的纪录片、综艺等

资料来源：QuestMobile，中国银河证券研究院整理

### 内容生态的完善催生大会员付费用户

根据易观数据预测，2020-2022 年中国网络视频用户付费市场规模将进一步增长，2022 年预计将增长至近 1000 亿元。推进“大会员”制度将帮助 B 站推进商业化进程，增加变现渠道，抢占付费视频市场份额。截至 2020 年第三季度，B 站月均大会员用户数达 1280 万，同比增长约 110%，反映出大会员制度强劲的增长潜力。但与其他头部在线视频平台相比，B 站会员渗透率较低，仅有 6.5%，而其他头部平台付费用户占比均在 20%以上。在 B 站加码付费内容版权的购买和加大 PGC 制作的背景下，B 站的付费会员渗透率有强劲的增长空间。同时，在会员权益方面，B 站并未选择降低非会员用户的体验，依旧保持无贴片广告，有助于提高核心用户的留存，未来有望以此拓展其他变现渠道。

表 19: B 站大会员特权

特权类别	大会员特权	特权内容
内容特权	半价点播	部分付费点播内容，大会员可享受半价购买。
	免费看	需要付费才能观看的影视内容，大会员可以免费观看
	抢先看	连载内容中需要付费抢先看的内容，大会员可以直接观看，不限次数
	超清看	大会员可专享高帧率、高码率画质（最高可达超清 4k）
	漫读券	大会员每月可免费领取漫读券（可在“哔哩哔哩漫画 app”中用于观看付费漫画）
装扮特权	专属挂件	大会员可免费领取专属挂件，用于装扮自己的头像，展示在评论区、个人空间等等位置。
	空间自主头图	大会员可上传个性化图片来装扮个人空间头图，让自己的空间独具魅力。
	评论表情	会员可在评论中发送图片表情
身份特权	动态卡片装扮	大会员可以免费使用大会员专属动态卡片装扮，用于装扮自己的动态卡片
	游戏礼包	年度大会员可以在游戏礼包中心领取不同游戏的多款超值礼包，礼包数量和含量常常更新
	会员购优惠券	年度大会员每月可领取 1 张会员购 10 元无门槛优惠券，可在哔哩哔哩会员购平台购买商品时抵扣
	B 币券	开通年度大会员成功后，可到我的大会员-卡券包领取 5B 币券，B 币券可用于承包番剧、给 up 主充电、兑换金瓜子，购买漫读券等
视听特权	粉色昵称	年度大会员的昵称将以粉色高亮显示。
	边下边播	大会员下载剧集时，已下载部分可以播放，不用等下载完成即可观看
	并行下载	大会员下载视频时，至多可支持 2-3 个视频同时缓存
	预约缓存	连载内容尚未播出的剧集可提前预约缓存，新剧集上线后，第一时间在 wifi 环境下自动缓存下载到本地
	专属缓存	海量番剧、国创、电影大片，大会员独享专属缓存特权
	任性听	大会员可在有效期内畅享升级版音乐月卡权限

资料来源：哔哩哔哩官网，中国银河证券研究院整理

## 3.3 社区：弹幕文化-答题机制-管理制度共同构筑

### 强社交属性：弹幕文化

弹幕由于超时空的互动性而满足了用户的人际需要，消除了独自观影时的孤独感；由于二次创作的特性，而为视频注入了新的观点与理解；由于观点的娱乐化而使得用户愿意表达自身观点与情感；由于表达的碎片化而易于引起观看者的共鸣，加快了信息传播。弹幕在观看时的

优势，使得其逐渐向大众传播领域渗透，被各大视频网站引入。作为国内引入弹幕的先驱，B站也是目前弹幕质量、弹幕礼仪最高的平台，弹幕与弹幕之间多有良性交流互动。同时得益于屏蔽、举报等弹幕管理机制，B站的弹幕不仅有紧贴视频内容的吐槽调侃、搞笑空耳，也会有背景解说、护眼预告等利于用户观看的类型，带给用户不同于单一观看的新体验。

图 13: 《说唱新世代》完结期结尾弹幕



资料来源：哔哩哔哩，中国银河证券研究院整理

图 14: 2019 年 B 站年度弹幕“AWSL”

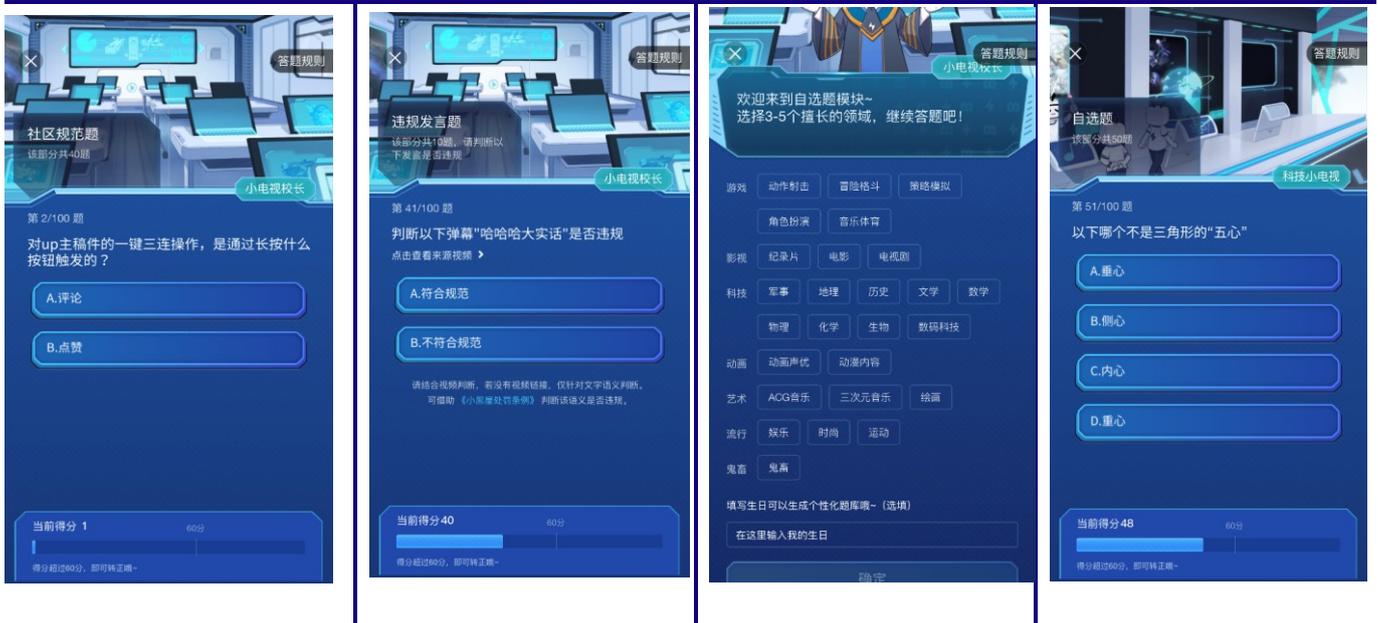


资料来源：哔哩哔哩，中国银河证券研究院整理

**核心用户沉淀：答题机制**

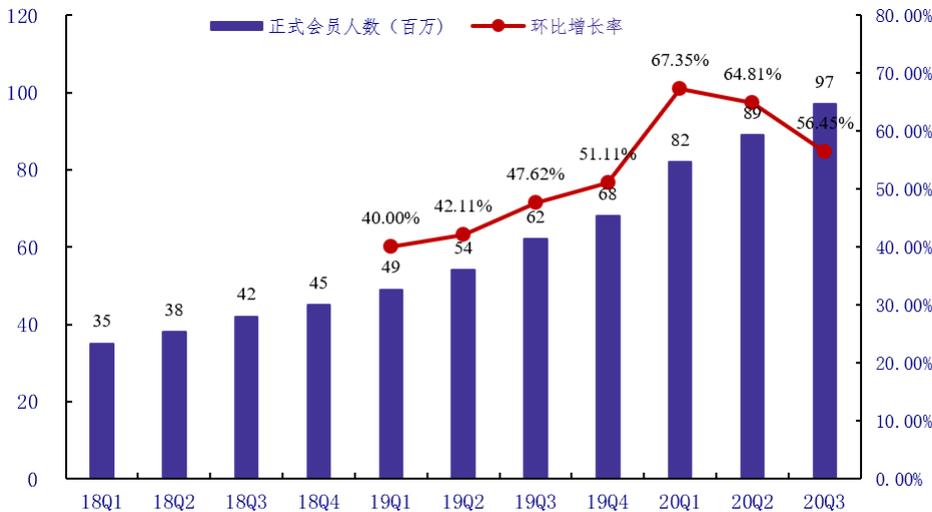
作为国内唯一一家需要通过答题才能成为正式会员的视频网站，B站设置了40道社区规范题、10道违规发言题和50道自选题作为会员转正考题，社区规范题主要关于弹幕礼仪、版权保护和维护社区等，自选题则是根据用户自选的兴趣模块出题。B站通过答题机制来提高准入门槛，避免了大量用户涌入而冲击社区氛围，维持了社区文化的稳定，维护了核心用户群体的利益。截至2020年第三季度，B站通过考试“正式会员数”达到9700万，同比增长56%。

图 15: B 站会员转正考题截图



数据来源: 哔哩哔哩, 中国银河证券研究院

图 16: B 站正式会员数量及环比增长率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

同时, 不同的会员等级拥有不同的社区特权, 而等级仅与社区活跃度和参与度挂钩, 促进了用户之间的交流互动, 有利于用户的留存。截至 2020 年第三季度, 用户日均使用时长 81 分钟, 日均视频播放量达 13 亿, 月均互动数达 55 亿, 新用户第 12 个月留存率超过 80%。根据艾瑞咨询数据, 在 2020 年春节期间, 哔哩哔哩 APP 日均使用时长甚至达到 111 分钟, 位列在线视频平台之首, 显示出强大的用户粘性。可以说, 由弹幕文化-答题机制-管理制度构筑起的良好社群氛围, 培育出了拥有高活跃度、高粘性和高忠诚度的用户群体, 使得 B 站已具有强复制壁垒。

表 20: B 站等级会员特权

权益与等级	LV0	LV1	LV2	LV3	LV4	LV5	LV6
达成条件	注册成功	通过答题测试	获得 200 经验	获得 1500 经验	获得 4500 经验	获得 10800 经验	获得 28800 经验
视频投稿	√	√	√	√	√	√	√
滚动弹幕		√	√	√	√	√	√
发送私信		√	√	√	√	√	√
发送动态		√	√	√	√	√	√
彩色弹幕			√	√	√	√	√
高级弹幕			√	√	√	√	√
视频评论			√	√	√	√	√
顶部弹幕				√	√	√	√
底部弹幕				√	√	√	√
风纪委员					√	√	√
点评功能					√	√	√
购买邀请码						1 个/月	2 个/月

资料来源: 哔哩哔哩官网, 中国银河证券研究院

## 四. 财务分析: 营收增长持续超预期, 多元变现潜力巨大

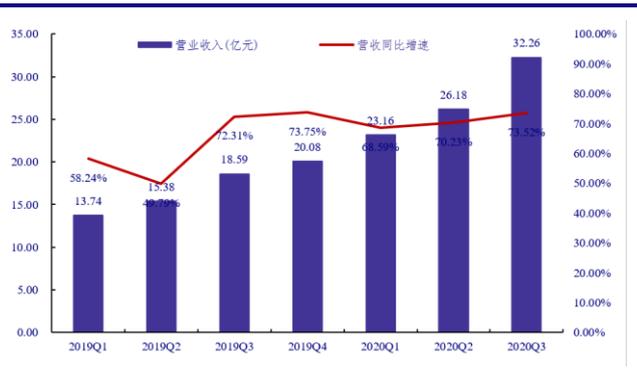
### 4.1 营收持续增长, 非游戏业务占比不断上升

哔哩哔哩近三年营业收入持续增长, 20Q3 总营收达 32.26 亿元, 同比增长 73.52%, 超出市场一致预期。同时 2020 年前三季度总营收达 81.59 亿元, 同比增长达 71.04%。

图 17: 哔哩哔哩 2017-2020 年前三季度营业收入情况



图 18: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度营业收入情况



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

分业务来看, 20Q3 移动游戏收入 12.75 亿元, 同比增长 36.65%, 单季度增长显著领先于游戏工委公布的全行业增速 25%; 直播及增值服务收入达 9.80 亿元, 同比增长 116.48%, 内容生态的完善助力其增速维持三位数增长且加速提升; 广告收入 5.58 亿元, 同比增长 125.54%, 实现连续六个季度增长速度提升, 平台的广告价值持续被认可; 电商及其他业务收入 4.13 亿元, 同比增长 82.83%, 自有电商“会员购”逐步被核心用户接纳。

从营收占比来看, 游戏业务收入占比由 2017 年报的 83.38% 降至 2020 年前三季度的 45.03%, 直播和增值业务收入占比由 7.15% 升至 31.85%, 广告业务收入占比由 6.45% 升至 13.73%, 电商及其他业务由 3.02% 升至 9.39%。公司逐渐摆脱对单一游戏业务的依赖性, 其作为内容社区的价值逐步凸显。同时, 多元化的业务收入结构有利于提高公司的抗风险能力与业绩稳定性, 未来营收有望继续持续高速增长。

图 19: 哔哩哔哩 2019Q3-2020Q3 分业务营收情况

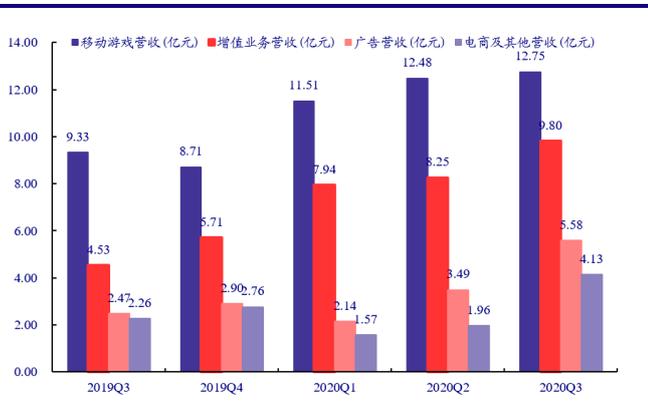
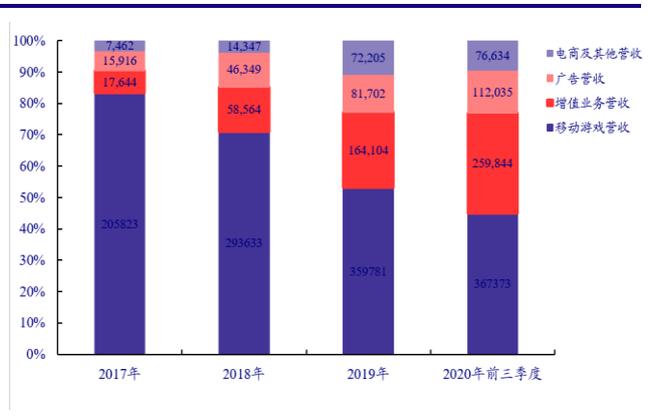


图 20: 哔哩哔哩 2017-2020 年前三季度营业占比情况



数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 4.2 品牌推广带动销售费用率上扬，管理、研发费用率保持稳定

费用方面，哔哩哔哩近三年营运费用持续增长，整体费用率也逐季攀升：2020 年第三季度总营运费用 18.45 亿元，同比增长 138.24%，整体费用率达 57.19%，创下 19 年来单季度新高。

图 21：哔哩哔哩 2017-2020 年前三季度营运费用情况

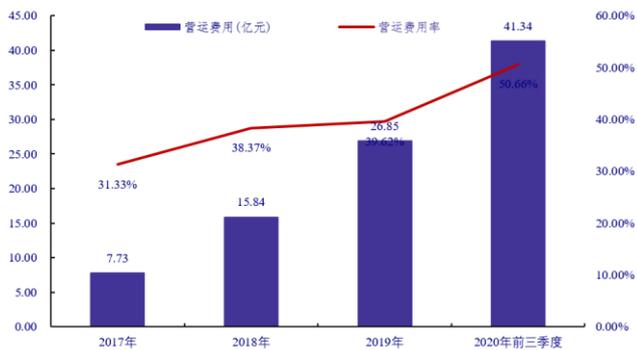


图 22：哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度营运费用情况



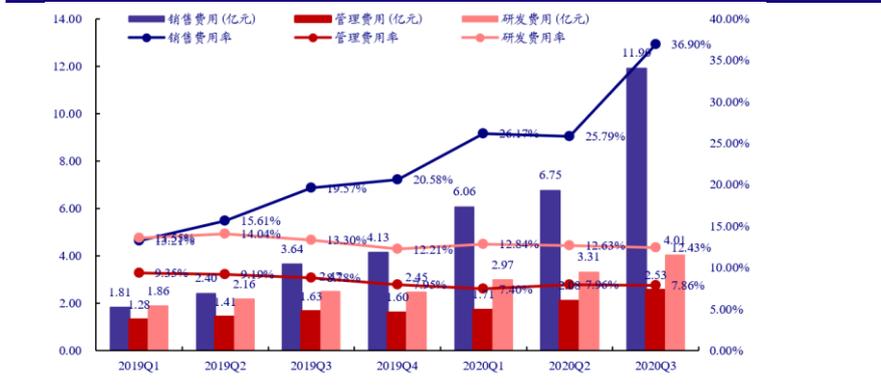
数据来源：Wind，中国银河证券研究院

20Q3 销售费用 11.90 亿元，同比增长 227.15%，相应的销售费用率 36.90%，较去年同期增长 17 个百分点。在国内游戏市场用户红利见顶后，为了吸引新玩家群体，哔哩哔哩在推广新游过程中进行了较大规模广告投放，导致营销费用有所增加。同时，公司在今年持续进行“你感兴趣的视频都在 B 站”的品牌推广、移动端 APP 的渠道拓展及线下 ACG 推广活动，叠加销售人员增加，而使得销售费用率有较大规模涨幅。

20Q3 管理费用达 2.53 亿元，同比增长 55.30%，增长主要来自行政管理人数的增加以及租金费用、坏账准备等其他管理费用。管理费用率进入 2020 年以来保持稳定，20Q3 为 7.86%，预计未来将持续平稳态势。

20Q3 研发费用达 4.01 亿元，同比增长 62.16%，研发费用率 2020 年以来维持在 12.50% 上下，20Q3 为 12.43%。目前，公司有意增加游戏业务中自研游戏比例，其中自研游戏《黑潮：深海觉醒》已进入测试阶段。未来随着公司自研游戏的增多，研发人员数量及与核心人才绑定的股权激励将逐步增加，将带动研发费用率有所上升。

图 23：哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度各项费用额及费用率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 4.3 毛利率持续提升，亏损有望开始收窄

盈利能力方面，受益于成本端的规模效应推动公司毛利率持续向上。2020 年第三季度公司整体毛利率提升至 23.61%，环比提升 0.53 个百分点，同比提升 4.71 个百分点，实现连续六个季度的增长。未来，随着公司自研游戏出现、逐渐接替传统游戏发行渠道及平台端议价能力的增强，毛利率有望继续提升。

图 24：哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度整体毛利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

由于公司加大获客与品牌推广力度，本季度利润率下跌幅度较大。20Q3 公司营业亏损 10.83 亿元，同比扩大 156.03%，经营利润率为-33.58%；归母净亏损 10.81 亿元，同比扩大 165.31%，归母净利率为-33.50%。但积极的用户运营与品牌营销下，B 站单月 MAU 破 2 亿，提前完成全年目标，用户付费与粘性持续提升，社区活跃度高速增长。用户数据面的持续向好，有望进一步打开变现空间，逐步收窄亏损。

图 25：哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度营业亏损情况

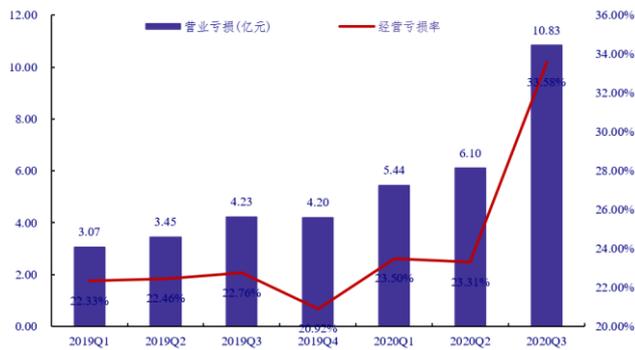
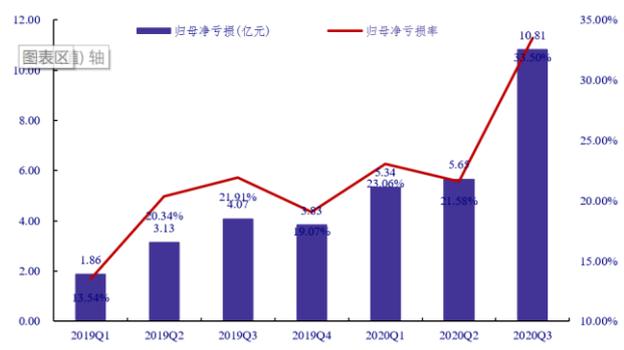


图 26：哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度归母净亏损情况



数据来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、公司估值及投资建议

我们看好哔哩哔哩发展的“短逻辑”和“长逻辑”：

短期来看，公司单月 MAU 破 2 亿，社区活跃度持续高涨，忠实的核心用户有助于其他业务的扩张。自制热门影综漫（《说唱新世代》、《天官赐福》、《风犬少年的天空》等）上线，年底的 B 站新年晚会有望助力大会员数量强劲增长。拥有独播权的英雄联盟全球赛事 S10 整体直播观看人次同比 S9 提升超 300%，叠加近期启动的 BILIBILI LIVE STAR 直播年度总选，有望拉升直播业务的营收。同时 FGO 作为核心头部游戏，迎来四周年纪念活动，流水有所恢复；《梦想养成计划》、《超异域公主连结》等新游表现良好，有望收获长线稳定流水；独代游戏《刀剑神域》、《Dead Cells》等预约人数众多，上线后有极大变现潜力，有望为公司带来可观收益。

长期来看，公司品牌影响力不断提升，实现社区生态发展正循环，有望吸引更广泛的用户群体和创作者。与欢喜传媒、索尼等公司在影视动画领域达成合作，推动自制内容精品化、IP 化，将吸引更广泛的影视受众，赋予 B 站更强的视频付费潜能。头部电竞赛事独家直播版权的落地、引入工会后头部主播的转会、虚拟主播引领的直播新生态有望进一步提升 B 站直播业务的付费率及 ARPU。品牌认知度的提高有望吸引更多广告主，同时广告形式富媒体化、花火平台上线后广告营销效率的提升将极大拉动广告业务增长。牵手阿里、引入优质 MCN 机构后，头部 UP 主变现增添新渠道，有望在电商业务有所突破。公司游戏储备丰富，形成二次元游戏代表的游戏产品矩阵；同时公司积极探索自研游戏，自研的《黑潮：深海觉醒》已进入公测阶段，未来自研游戏成熟后 B 站将推动出海业务，海外广阔的游戏市场预计可为公司贡献大量增量。

### 营业收入分析及预测：

我们对哔哩哔哩的未来收入进行预测：

**游戏业务：**考虑到 FGO 收入略有下滑趋势但将继续保持稳定流水，未来《刀剑神域》、《Dead Cells》等公测数据良好的储备产品将密集上线，我们预计游戏业务 2020-2022 年收入增速依次为 35%、27%和 20%，达到 48.5、61.6、73.9 亿元。

**直播与增值业务：**考虑到公司大力拓展知名主播群体并收获头部电竞赛事的独播权，且将继续加码自制影视、综艺内容来助力大会员数量增长，我们预计直播与增值业务 2020-2022 年收入增速依次为 123%、52%和 34%，达到 36.55、55.55、74.44 亿元。

**广告业务：**考虑到 B 站品牌效应在逐步凸显，同时公司加强商业流量中台建设、提高标准化、规模化的整合营销能力、创新商业化场景，有望提升广告效能，我们预计广告业务 2020-2022 年收入增速依次为 117%、50%、35%，达到 17.72、26.58、35.88 亿元。

**电商及其他业务：**考虑到联手阿里的增益、自制影综漫 IP 化后与周边、线下演艺经纪等业务的联动，我们认为规模较小的此业务在未来 3 年仍将保持高速增长，电商及其他业务 2020-2022 年收入增速依次为 70%、60%和 53%，达到 12.22、19.55、29.91 亿元。

经过测算，我们预计公司 2020-2022 年营业收入增速依次为 70%、42%、31%，达到 115 亿元、163 亿元、214 亿元。

### 营业成本及毛利率预测：

公司营业成本主要由收入分成成本、内容成本、员工成本、服务器带宽成本和其他成本构成：考虑到公司 2020~2022 年有多款储备新游上线，支付给游戏开发商、发行渠道、支付渠道的费用将增加，同时随着 OGC 内容品类的扩充和直播业务的拓展，UP 主、主播分成也将

增加，公司内容生态亟待完善，将加码影综漫的自制及版权采买，内容成本将升高，随着业务拓展，公司人员数量有所增长，员工成本也将有所增加，但提升幅度将不会过高，公司 MAU 的增长，会使服务器带宽成本有所提升。综合四项成本考虑，我们预计公司业务成本在 2020-2022 年增速依次为 58%、34%、26%。

未来随着公司自研游戏比例提升，分成比例降低，带宽成本因服务器端的规模效应被逐步摊薄，自制影综运作逐步标准化、流程化，内容成本率随之降低，公司毛利率有望提升。预计 2020-2022 年哔哩哔哩毛利率分别为 23%、28%、31%。

**表 21：2020-2022 年收入预测**

单位：百万元人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
移动手游收入	2936.33	3597.82	4850.08	6159.60	7391.52
YoY(%)		22.53%	34.81%	27.00%	20.00%
直播和增值收入	585.64	1641.04	3654.53	5554.89	7443.55
YoY(%)		180.21%	122.70%	52.00%	34.00%
广告收入	463.49	817.02	1771.95	2657.93	3588.20
YoY(%)		76.27%	116.88%	50.00%	35.00%
电商及其他业务收入	143.47	722.05	1221.65	1954.64	2990.60
YoY(%)		403.29%	69.19%	60.00%	53.00%
营收收入合计	4128.93	6777.93	11498.21	16327.06	21413.87
YoY (%)		64.16%	69.64%	42.00%	31.16%
营收成本合计	3273.49	5587.67	8806.36	11800.52	14868.66
YoY (%)		70.69%	57.60%	34.00%	26.00%
毛利率 (%)	20.72%	17.56%	23.41%	27.72%	30.57%

资料来源：Wind，银河证券研究院整理

基于以上分析，我们看好公司的内容生态完善及变现渠道的扩充，且公司作为 UGC 社区，已具有强复制壁垒，随着新游上线、头部主播及赛事的引进、广告负载率的提升，有望推动未来收入高增长。目前公司尚处于成长期，尚未达到盈亏平衡点，考虑采用 PS 法估值。我们选取美股市场互联网行业中属性具备游戏、直播、广告、电商、内容、社区的 6 家可比公司对哔哩哔哩未来业绩进行预测。我们选取的可比公司 2020 年平均 PS 为 8.20 倍，根据可比公司估值，结合公司未来成长性，我们认为哔哩哔哩公司 2021 年的合理 PS 为 10 倍左右，给予推荐评级。

**表 22：可比公司估值水平（单位：美元，统计日期为 2020 年 11 月 23 日）**

所属行业	代码	证券名称	股价（美元）	市值（亿美元）	PS		
					2020E	2021E	2022E
游戏	NTES.O	网易	93.51	631.91	5.73	4.91	4.28
直播	HUYA.N	虎牙直播	20.97	49.34	2.90	2.40	2.06
广告	BIDU.O	百度	136.11	464.24	2.86	2.51	2.30
电商	PDD.O	拼多多	143.55	1,760.39	22.94	14.73	10.90
内容	NFLX.O	奈飞	488.24	2,157.02	8.63	7.26	6.24
社区	WB.O	微博	45.05	102.02	6.16	5.46	5.00

行业平均			860.82	8.20	6.21	5.13
BILLO	哔哩哔哩	60	196.87	11.24	7.92	6.04

资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

## 六、风险提示

政策管控趋严风险、在线视频行业竞争加剧风险、新游表现不及预期风险、广告及直播业务增长不及预期风险等。

## 插图目录

图 1: 《说唱新世代》导师与选手	4
图 2: 《说唱新世代》“土味”宣传片	4
图 3: 2019 年头部视频平台自制综艺数	5
图 4: 在线动画行业市场规模	8
图 5: 泛二次元用户规模	8
图 6: 游戏直播平台规模	10
图 7: 游戏直播用户规模	10
图 8: BML 活动构成图	12
图 9: 哔哩哔哩股权架构图	14
图 10: B 站月均活跃 UP 主及月均投稿量变化	17
图 11: B 站月活跃人数及环比增长率	20
图 12: 主要在线视频平台的 Z 世代活跃渗透率 TGI	20
图 13: 《说唱新世代》完结期结尾弹幕	22
图 14: 2019 年 B 站年度弹幕“AWSL”	22
图 15: B 站会员转正考题截图	23
图 16: B 站正式会员数量及环比增长率	23
图 17: 哔哩哔哩 2017-2020 年前三季度营业收入情况	25
图 18: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度营业收入情况	25
图 19: 哔哩哔哩 2019Q3-2020Q3 分业务营收情况	25
图 20: 哔哩哔哩 2017-2020 年前三季度营业占比情况	25
图 21: 哔哩哔哩 2017-2020 年前三季度营运费用情况	26
图 22: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度营运费用情况	26
图 23: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度各项费用额及费用率情况	26
图 24: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度整体毛利率情况	27
图 25: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度营业亏损情况	27
图 26: 哔哩哔哩 2019Q1-2020Q3 单季度归母净亏损情况	27

## 表格目录

表 1: 《说唱新世代》热门作品的主题	3
表 2: 2020 年三季度综艺播映指数排行榜	4
表 3: 《说唱新世代》赞助情况	5
表 4: B 站热门自制综艺	6
表 5: B 站主要综艺版权	6
表 6: B 站热门日剧版权	7
表 7: B 站经典国产剧版权	7
表 8: B 站热门动画电影版权	8
表 9: B 站主要经典老电影版权	9
表 10: B 站经典国产剧版权	9



表 11: B 站 A-D 轮融资情况 .....	13
表 12: B 站泛娱乐新业务 .....	13
表 13: 哔哩哔哩管理层情况 .....	15
表 14: 哔哩哔哩占股超过 10%的对外投资情况 .....	16
表 15: B 站主站内容品类分类 .....	17
表 16: B 站各分区领域头部 UP 主 .....	18
表 17: B 站针对 UP 主的激励措施 .....	19
表 18: B 站针对 Z 世代偏好的举措 .....	20
表 19: B 站大会员特权 .....	21
表 20: B 站等级会员特权 .....	24
表 21: 2020-2022 年收入预测 .....	29
表 22: 可比公司估值水平 (单位: 美元, 统计日期为 2020 年 11 月 23 日) .....	29

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：杨晓彤，传媒互联网及教育团队负责人。哈尔滨工业大学管理学硕士，具有7年证券从业经历，2017年加入银河证券研究院投资研究部。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京西城区金融大街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn