

B 站 VS 心动

2021 年 4 月跟踪：二次元游戏平台深度梳理

二次元游戏, 由日本引入, 发展源于其特殊的掌机及 Galgame 文化, 随后在中国发扬。从 2016 年以来, 中国不断有新品类的二次元游戏于海外发行, 在日本、欧美均有较高人气。

2020 年的《原神》, 是个标杆案例, 以 6 个月达到 10 亿美元流水, 打破二次元记录, 成功出圈。

此外, Z 世代对于二次元等亚文化的接受度较高, 调研数据显示, Z 世代中, 核心二次元+泛二次元人群加起来已经达到 63%, 并且伴随着大量二次元相关产品(国漫、JK 汉服等)不断出圈, 二次元文化在 Z 世代群体中的接受度不断提升。

从市场规模看, 中国二次元手游市场已达 223.1 亿元, 超过中国整体手游市场的 10%, 并预计于 2021 年达到 270 亿元以上。

很多大厂也纷纷开始在二次元游戏布局。特别是国内二次元游戏先行者米哈游, 早期运营带来大量积累, 以至于在《崩坏》系列之后, 《原神》再度掀起波澜。

今天, 我们从 B 站 VS 心动的跟踪中, 来对比二次元游戏产业链中的平台型厂商。

从 wind 机构一致预期来看:

B 站——2021 年至 2023 年, 机构一致预期收入规模大致分别为 189.2 亿元、270.86 亿元、389.56 亿元, 同比增长 57.68%、43.16%、43.82%。根据其历史一季度收入占全年收入平均比例 (20.2%) 计算, 一季度收入需达到 38.22 亿元左右, 才能符合市场预期。

心动——2021 年至 2023 年, 机构一致预期收入规模大致分别为 31.98 亿元、40.22 亿元、50.33 亿元, 同比增长 12.33%、25.75%、25.12%。根据其历史中报收入占全年收入平均比例 (48%, 其仅披露中报和年报数据) 计算, 上半年收入需达到 15.35 亿元左右, 才能符合市场预期。

看到这里, 有几个值得思考的问题:

- 1) 二次元游戏这条产业链, 数据变动原因是什么?
- 2) 两者关键经营数据, 有何变化? 发展方向有何差别?

(壹)

首先，从收入结构上的变动来看：

B 站——历年来看，B 站是以手游收入贡献为主，2020 年年报 48 亿元，占比为 40.03%。其次为直播及增值业务、广告业务、其他业务。

近两年，直播及增值业务(大会员)上升迅速，从 2016 年占比 15.22% 窜至 32.05%，占比直逼手游业务，其中增值服务贡献较大。同时，UP 主及大会员数的快速增长，UP 主 (2017Q2-2020Q4) 从 18 万增长至 190 万，大会员 (2018Q4-2020Q4) 从 360 万到 1450 万。

整体来看，收入结构从曾经单一依赖手游，到现在的多元发展。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

心动——收入结构相对单一，以游戏为主。2020 年游戏收入 23 亿元（81.8%），信息服务 5 亿元，占比较小（18.11%）。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

综上，B 站从依赖游戏变现起家，近几年多面开花，尤其是直播及增值业务大幅提升；心动则仍然处于以游戏收入为主的状态，其他业务方面暂未有多大收入发展。

看完两家的业务结构变化，接着，我们来看看的他们业绩情况。

(贰)

首先，通过历史季度的收入和归母净利润增长情况，来对整体的历史增长趋势有个了解：（注：心动在港市，上市不久，且披露数据较少）



图：历史季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究



图：季度归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

季度收入增长方面——整体来看，B 站的收入增速高于心动。并且注意，2020 年卫生事件控制后，B 站的收入增长持续提升，而动心的收入增长反而在下滑。

B 站的稳步增长，主要因为其提供的内容及平台推动了用户及 UP 主的增长，带动了大会员、手游、其他增值服务的业务增长。

而动心收入增速下滑则是由于游戏业务中的若干游戏（如《仙境传说》）进入成熟期，收入减少。由于其大幅依赖游戏业务，因此相较 B 站，收入增幅的波动较大。

季度归母净利润增长方面——B 站的归母净利润增速波动较大，心动归母净利润增速趋势基本与收入一致。

B 站归母净利润增速，明显低于其收入增速且为负，主要是销售费用不断走高所致。B 站战略性地进行品牌推广、内容生态及用户社区投入等一系列宣传，以吸引更多庞大的用户群。

心动 2020 年下半年归母净利润为负，是源于研发开支加大，为提高游戏研发能力及改良 TAPTAP 游戏点评平台用户体验，人员招募及福利薪资的提高导致。

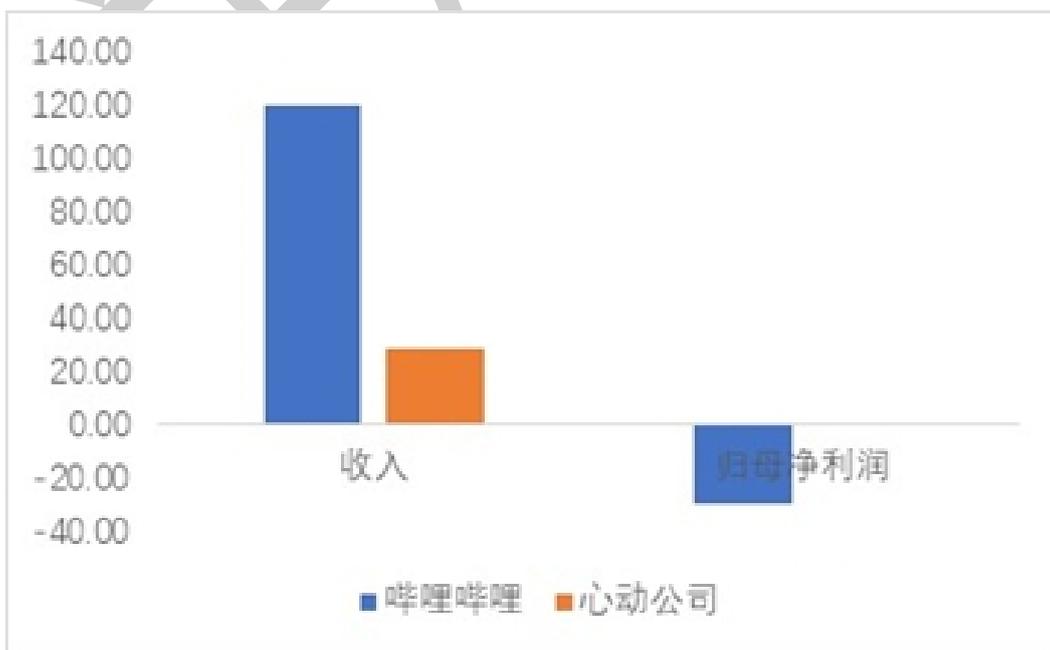
(叁)

基本了解增长趋势之后，我们将两家公司的收入和利润拆开，看看 2020 年年报数据。

2020年	收入	收入增速	归母净利润	归母净利润增速	毛利率	净利率
哔哩哔哩	119.99	77.03	-30.12	-133.65	23.67	-25.45
心动公司	28.48	0.27	0.09	-97.36	53.80	1.96

图：2020 年报数据

来源：塔坚研究



图：收入及归母净利润（单位：亿元）

来源：塔坚研究

如按收入规模来看，B 站 > 心动，按收入增速来看，也是 B 站 > 心动。

但从归母净利润角度出发，则是 B 站 < 心动。

我们具体来看：

1) B 站——2020 年收入为 119.99 亿元，同比增长 77.03%；归母净利润为-30.12 亿元，同比增长-133.65%。

从单季度表现看，第四季度收入 38.4 亿元，同比增长 91.24%，归母净利润-8.28 亿元，同比增长-116%。

注意，收入的大幅增长同时，归母净利润的亏损也在增大。

其中，归母净利润的亏损增加，尤其是 2020Q3，主要是营销成本上升，B 站对品牌知名度、内容生态及用户社区持续的投入，开展了一系列特定的品牌活动，在现有用户及潜在 Z+世代用户中，推广“哔哩哔哩”品牌。

而这样的营销推广，吸引了更广泛的用户群，并转化为其付费用户，为 B 站各个业务带来增长。因此，在平台的月活、月均付费用户数、付费率等方面出现强劲增长，推动收入极速增长。（具体数据见下文）



图：收入（左）及归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2)心动——2020 年收入 28.48 亿元，同比增长 0.27；归母净利润为 0.09 亿元，同比增长-97.36%。

从近几年的中报、年报数据看，2019 年收入大幅提升，主要由于游戏的表现突出，一是现有游戏《仙境传说 M》在海外市场的成功推出，二是新游《不休的乌拉拉》、《梦幻模拟战》的推出。

归母净利润方面，2020 年大幅下挫，是受研发开支增加（人员及福利增加，提高游戏研发能力及改良 TAPTAP 用户体验）、以及权益法入账的投资减值所致。



图：收入（左）及归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

（注：心动未披露单季度数据，此处为中报、年报累计数据）

(肆)

对比完增长数据后，我们来看利润率、费用率的变动情况：



图：季度毛利率情况（单位：%）

来源：塔坚研究

首先，毛利率方面依次是：心动>B站。心动的毛利率区间在 53%至 67% 之间，B站的毛利率区间在 13%至 25%之间。

相比之下，心动的毛利率远高于 B 站，主要源于两者的业务结构差异。心动的游戏占据绝大多数的收入比重，游戏的毛利率普遍偏高。而 B 站的业务近年来逐渐由游戏向其他业务发展，其中，电商（10%左右）和直播增值业务（21%左右）的毛利率相对较低，因此拖累了整体毛利率。



图：季度净利率情况 (单位：%)

来源：塔坚研究

而净利率方面，依旧是心动>B站，并且，两者的净利率趋势均呈现下滑的状态，尤其是 B 站，净利率一直持续为负。其中，

心动净利率颇高，一是毛利率高，二是开支较小。但整体趋势下降，源于近年来销售及研发开支的增加。

B站净利率一直为负，是源于在用户持续扩张破圈的近几年中，营销投放持续增长所致。

(伍)

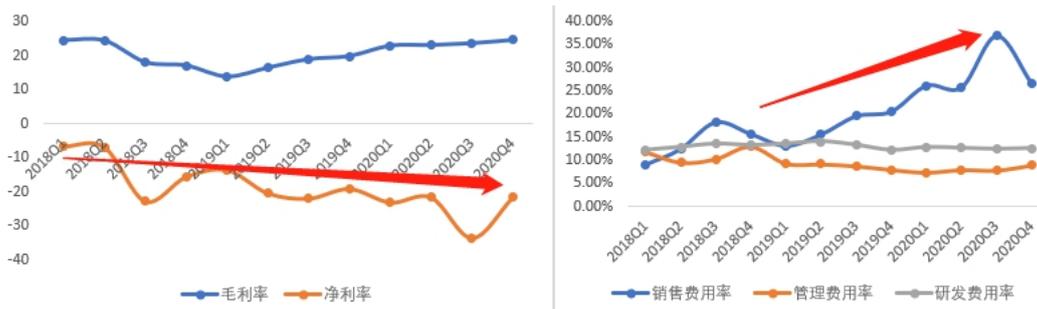
对利润率的变动有了感知后，我们具体来看两家公司的费用率变动情况：

B站——毛利率方面，自2019Q1起略微提升，近四个季度几乎持平，在22%至24%之间。其中，主播收入分成仍为目前成本大头（2020年占比48%）。

未来毛利率能否提升，一方面看用户规模逐渐扩大，以规模效应分摊成本；另一方面则是各业务毛利率的优化，如游戏业务由代理转向自研，直播业务主播分成比例调整，电商业务缩减中间环节，提高买卖差价等。

净利率的下滑态势，从2018Q1的-6.55%一度下滑至2020Q4 -21.56%。

净利率的变化对应的恰好是其**销售费用率**的不断增长。见下图：



图：利润率费用率情况

来源：塔坚研究

费用率方面，管理、研发费用率维稳，主要是销售费用率大幅升高（峰值至 36.8%），在品牌知名度、内容生态及用户社区的投入持续增加，将其内容吸引力拓展至大众市场，吸引更广泛的用户群体。

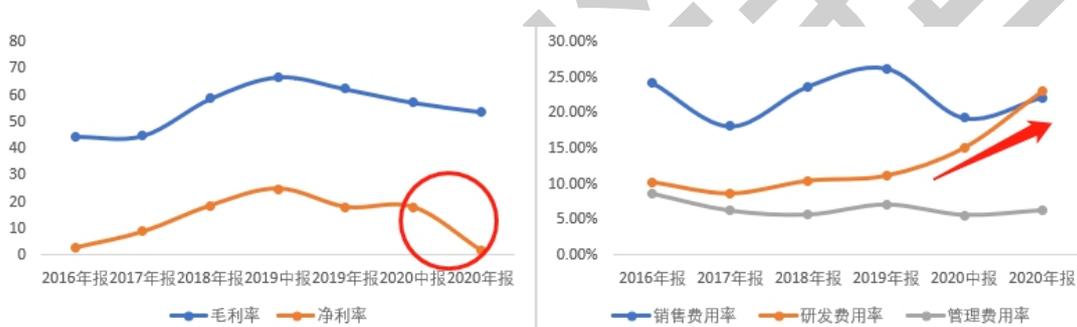
在建立品牌及营销方面的努力下，其成为中国年轻一代的核心视频社区。根据艾瑞咨询报告，2020年，在 Z+世代用户关于中国视频平台的评分中，B 站净推荐值排名位居龙头，品牌知名度位居前五。并且，随着收入的大幅增长，其销售费用率于 2020Q4 下滑至 26.59%。

预计未来 B 站在用户破圈扩张的投入仍将持续，短期内销售费用率或保持相对高位，但随着公司长期收入规模的提升，品牌和用户粘性增强，销售费用率也会逐渐下降。

心动——毛利率方面，自 2019 年中报略有下滑（从 67%下降至 53.8%），主要是业务结构变化所致，一是游戏方面的游戏开发商的收益分成、分

发平台及支付渠道收取的佣金增长，二是 TapTap 平台活跃用户快速增长带来的服务器及宽带成本上升所致。

净利率则主要受销售费用及研发费用的波动影响，其中 2020 年报净利率大幅下挫，原因之一是研发费用率的上升。其研发费用 2020 年为 6.58 亿元，同比增长 106.92%。这一变动，代表其在自研游戏方面的投入加大。



图：利润率费用率

来源：塔坚研究（注：心动单季度数据未披露，此处是中报、年报数据）

费用率方面，前期主要是销售费用率波动较大，主要是历年游戏上线，随着游戏发布节奏，推出有关营销活动增加。

此外，明显增长较快的为研发费用率，这是因为心动为提升自研游戏开发能力、TapTap 平台推荐算法精准性与社区化改造，其开始扩大研发团队规模，研发人员数量由 2019 年的 806 名增加至 2020 年 1355 名，同比增加 68%，同时提升了员工福利水平以吸引人才。

(陆)

注意，今天对比这两家厂商，并不是单纯的游戏公司，而是“游戏+平台”型公司。游戏行业我们已经跟踪过多次，这个领域是得优质内容者、得用户平台者得天下。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。