

泛化不改优质内容供给，商业化进入验证期

——哔哩哔哩首次覆盖报告

核心观点

- **多元化创作者积累深厚，拓宽产品形态适应新需求。**从内容供给来看，B站作为以PUGC和UGC为主的平台，丰富的内容对用户兴趣捕捉更精准，创作者积累深厚且差异化特征显著（创作者工具具有较高的独立性，活跃UP主覆盖度高）。**从内容消费来看**，25岁以下的年轻人内容消费市场红利仍在，内容多元化支撑从垂类向泛化平台转型，用户空间进一步拓展。**在产品形态上，公司加强OTT场景和短视频模式拓展，在阶段性月活目标完成后，DAU将成为公司在用户层面增长的重点。**
- **平台拓圈过程中，社区生态发生了怎么样的变化？**内容拓圈过程中，抓住疫情带来的机遇，创作者高速增长带动社区完成了内容泛化。**结合美食分区300万条视频数据，内容供给和消费紧密相关，20-21年初在供给和消费实现了爆发性增长。中腰部UP主保持成长性，早期头部UP主带动社区的成熟，19年播放量峰值占比41%（21年下降为29%），流量向中腰部UP主倾斜，视频平均播放量和占比提升，保证新人UP主的成长。社区优质内容高互动性，用户泛化下互动由弹幕向点赞变迁，但头部UP主这一变化较弱，核心用户依然保持高活跃度，正向反馈持续。**
- **对比来看，公司商业化能力仍处于早期，20-21年完成基础设施搭建下，各个板块差异化特征成熟，22-24年进入商业化验证时期。**游戏板块处于自研的转型期，收入增长受行业政策及格局影响较大，预计23-24年自研游戏对利润弹性贡献大。**非游戏板块都逐渐形成了自身特色，广告业务强调自身品牌广告的长期价值，打通优质UP主商单与信息流广告投放的链路，同时story模式也将有效带动库存和广告价格。直播业务通过早期的人才和版权的引入，已成为社区生态的重要组成部分，分成比例逐步向成熟平台过度，对利润拖累降低。长视频内容强调精品化自制，量入为出下多元化内容与社区生态互补性强。**

盈利预测与投资建议

- 公司作为国内重要的视频平台，内容和场景拓展支撑平台用户持续增长，良好的社区氛围和用户高留存率为商业化奠定空间，公司22年开始提升商业化重要性，我们预计22-24E收入分别为227/297/383亿元，盈利能力逐步改善，采用可比公司估值法，选取同类互联网公司，对应22年PS为3.4x，对应市值768亿元，汇率0.86（20220713），对应目标价229.5港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

商业化进程不及预期；行业竞争加剧；假设条件变化致测算不准确；疫情的不确定性。

公司主要财务信息

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11999	19384	22728	29706	38272
同比增长(%)	77.03%	61.5%	17.3%	30.7%	28.8%
营业利润(百万元)	-3096	-6724	-8838	-5178	-1275
同比增长(%)	139.25%	117.2%	31.4%	-41.4%	-75.4%
归属母公司净利润(百万元)	-3012	-6789	-8560	-5094	-1179
同比增长(%)	133.65%	125.4%	26.1%	-40.5%	-76.9%
每股收益(元)	-7.71	-17.38	-21.91	-13.04	-3.02
毛利率(%)	24%	21%	17%	24%	29%
净利率(%)	-25%	-35%	-38%	-17%	-3%
净资产收益率(%)	-39%	-31%	-65%	-63%	-17%
市盈率(倍)	-19	-8	-7	-11	-49
市净率(倍)	7	3	4	7	8

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。

投资评级	买入（首次）
股价（2022年07月12日）	187.4 港元
目标价格	229.5 港元
52周最高价/最低价	919/125 港元
总股本/流通H股（万股）	39,060/30,689
H股市值（百万港币）	73,199
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2022年07月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.27	-14.74	-11.1	-77.64
相对表现	-7.66	-10.33	-8.87	-53.4
恒生指数	-4.61	-4.41	-2.23	-24.24



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
吴丛露	wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
詹博	021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521110001

目录

前言	7
1. 内容社区：多元化创作者积累深厚，拓宽产品形态适应新需求	8
1.1 内容供给能力强，B 站适应需求的能力强	8
1.1.1 内容多样性匹配精准推荐能力，用户体验获得性更高	8
1.1.2 提升内容生产效率，B 站创作者工具贴合 UP 主需求	10
1.2 年轻人社区时长有保证，降低内容消费成本拓展用户天花板	11
1.3 年龄层迁移和场景加密，保证了 B 站持续用户增长	13
1.3.1 OTT 加持下，23 年 4 亿 MAU 无虞	13
1.3.2 高用户留存率下 MAU 增长具备持续性，DAU 应为增长重点	15
2. B 站主动的商业化变现，在逆风下持续增长	17
2.1 游戏业务受政策和市场格局影响大，发行渠道地位稳固	17
2.2 广告价值逐步提升，公域广告仍有挖掘空间	18
2.3 版权内容投入高效有序，带动会员收入高增长	20
2.3.1 番剧站内活跃度稳定，国创遇到增长瓶颈	20
2.3.2 影视内容坚持精品化路线，支撑用户破圈	21
2.3.3 大会员突破 2000 万，内容成本有效覆盖	22
2.4 直播连结用户和 UP 主，20 年以来开始商业化发力	23
3. 优质内容的生产能力是平台核心要素，加强 UP 主商业化变现能力	24
3.1 内容供给是支撑平台高速增长基本动力	24
3.2 高速增长下，平台流量怎么分配？UP 主成长性如何？	26
3.3 拓宽 UP 主变现渠道，保证中坚力量持续创作优质作品	28
4. 用户阶段性目标达成，商业化能力是否有改善空间？	29
4.1 B 站商业化重要性提升，当前整体落后于行业	29
4.2 直播业务拉新阶段后期，分成比例有望下降	29
4.3 广告业务占比有望持续提升，成为利润贡献的重要增量	30
4.4 电商业加强基础设施建设，商业模式仍处于尝试期	33
盈利预测与投资建议	35
盈利预测	35
投资建议	37

风险提示..... 37

图表目录

图 1: 美食分区视屏播放量和视频数量	7
图 2: 美食分区 UP 主播放量结构	7
图 3: 分类型 APP 的时长同比增长情况	8
图 4: B 站的兴趣圈层.....	9
图 5: 抖音的兴趣圈层.....	9
图 6: 小红书的内容圈层	9
图 7: 爱奇艺的内容分类	9
图 8: 千人千面推荐形式成为主流	9
图 9: DAU/MAU 对比 (2021 年 9 月)	10
图 10: UGC 平台的内容创作中心	10
图 11: 必剪和剪映功能相似	11
图 12: 必剪和剪映的月活用户数 (万)	11
图 13: 主要 APP 的人均单日使用时长 (分钟)	12
图 14: 日均 APP 打开频次 (21 年 9 月)	12
图 15: 用户数量增长对比 (百万)	13
图 16: 平台内容差异化特征	13
图 17: B 站移动端 MAU 及增长 (百万)	14
图 18: 云视听小电视 MAU 和 DAU (万)	15
图 19: B 站不同设备特征的 DAU/MAU	15
图 20: B 站正式会员留存率	15
图 21: 21 年各年龄段用户数量对比 (千万)	15
图 22: B 站 DAU/MAU.....	16
图 23: B 站人均日打开次数	16
图 24: 游戏收入增速整体放缓 (百万)	17
图 25: 游戏付费用户和客单价	17
图 26: B 站头部游戏收入占比.....	17
图 27: 公司总投资项目中游戏相关数量 (个) 及占比	18
图 28: B 站广告收入(百万元)及同比增长	18
图 29: B 站的广告产品体系	19
图 30: B 站广告位	19
图 31: B 站推出品牌银行系统	20
图 32: 花火系统提高流量利用率.....	20
图 33: 番剧引进数量排名 (个)	21
图 34: 新番导视季度占比	21

图 35: 番剧和国创总播放量对比 (亿)	21
图 36: 22 国创作品发布会	21
图 37: 《人生一串》和《守望解放西》播放量对比 (亿)	22
图 38: 2022 年纪录片发布会	22
图 39: 大会员数量增速及付费率	23
图 40: 各平台会员连续包年价格 (元)	23
图 41: 大会员收入测算 (百万元)	23
图 42: 内容成本占比收入及成本结构测算 (千元)	23
图 43: 直播测算收入 (百万元) 及增速	24
图 44: B 站历史分区变化	25
图 45: 月活跃 UP 主数量持续增长 (万)	26
图 46: 月视频投稿量	26
图 47: 美食分区视频量和视频播放量	26
图 48: 1w 粉丝以下视频投稿量占比	27
图 49: 不同粉丝层 UP 主播播放量占比	27
图 50: 不同粉丝规模 up 主数量增长情况	27
图 51: 不同粉丝规模 up 主平均视频播放量同比增速	27
图 52: 美食分区一视频播放/弹幕比	28
图 53: 美食分区一视频播放/点赞比	28
图 54: 2021 年 B 站公会政策	30
图 55: 2022 年 B 站公会政策	30
图 56: 2022 年公会和主播政策对比	30
图 57: 斗鱼和虎牙的分成及内容成本占比	30
图 58: 平台品牌广告和效果广告收入占比	31
图 59: B 站广告按行业排名	31
图 60: 主要板块的播放量统计 (亿)	31
图 61: 剧集市场播放量占比对比	32
图 62: 综艺市场播放量占比对比	32
图 63: 电商收入 (百万元) 及增速	34
图 64: 电商板块毛利率 (不含人工和宽带成本)	34
图 65: B 站电商业务发展	34
图 66: 双十二直播带货	34
图 67: B 站美妆个护内容持续增长	35
图 68: 品牌账号主页	35
表 1: 08/18 年国民时间利用数据对比 (分钟)	11
表 2: 2023 年 B 站移动端用户 (剔除 OTT) 测算 (万)	14

表 3: 2026 年 B 站移动端用户(剔除 OTT) 测算 (万)	15
表 4: Story 模式的内容 (2022 年 4 月 13 日按照顺序划取)	16
表 5: 主要出品综艺内容 (截止 2021 年 12 月 25 日)	22
表 6: B 站直播分区排行榜 (统计时间 20220315)	24
表 7: B 站分区历史	25
表 8: 主要 UP 主激励计划	28
表 9: 2021 年 UP 主收入测算	28
表 10: 哔哩哔哩业务板块横向对比	29
表 11: 长视频变现效率的横向对比	32
表 12: UP 主商单收入空间测算 (当前平台空间测算)	32
表 13: 公司效果广告流水空间	33
表 14: 广告变现效率的横向对比	33
表 15: 收入拆分及预测	36
表 16: 可比公司估值表 (日期: 20220713)	37

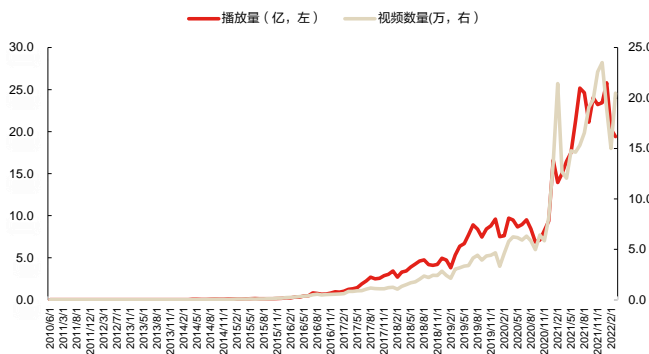
前言

20 年疫情以来，内容平台迎来了流量爆发，短视频平台成为用户时长占比最高的主流形式，同时在商业化方面已经卓有成效。相比之下，以 B 站为代表的中视频平台成功从垂类平台向综合性内容平台演化，用户增长放缓下，商业化成为重点。本篇报告从社区的内容生态出发，对商业化路径进行探讨。

内容生产效率和用户消费体验是社区用户增长的长期动力。在供给侧，B 站在内容生态端形成了自己相对独立的创作群体，在内容泛化的过程中，维持了稳定的内容产出能力，22Q1 活跃 UP 主达到 380 万（yoy+72.7%），月均投稿量达到 1260 万（yoy+64%）。在消费侧，受益于年轻人休闲时长的增加，用户时长&打开频次都达到较高水平，并通过持续丰富内容品类，拓展用户群体，截止 22Q1 公司 MAU 达到 2.94 亿，跟踪对比下来，公司在供给和消费侧做了多方面的改善：

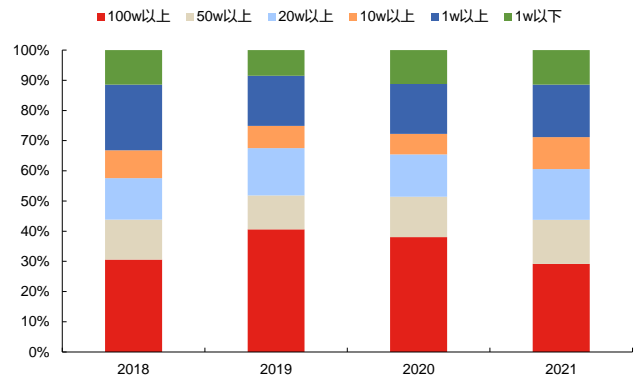
- 在供给侧，坚持扩品类与去中心化的流量分配。20 年以来分区不断拓展，平台持续依托丰富的内容，成功承载用户新增，并加大对中腰部 UP 主的倾斜。以我们爬取的美食分区的历年视频数据来看，播放量与视频数量同向增长，且在播放量的结构上 1w-100w 粉丝的 UP 主视频播放量占比从 20 年的 50.75% 提升到 59.45%，流量更多向中腰部 UP 主倾斜。
- 在消费侧，拓展用户场景，推出短视频模式，降低用户消费成本。在用户场景上，拓展 OTT 渠道。22Q1 TV 端 MAU 已经超过 5000w，TV 端用户画像主要分布在三四五线城市，和移动端形成强互补。在产品端，补齐短视频模式，降低用户消费成本，22Q1 story-mode 视频播放量占比超过 20%。

图 1：美食分区视屏播放量和视频数量



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 2：美食分区 UP 主播放量结构



数据来源：公司官网、东方证券研究所

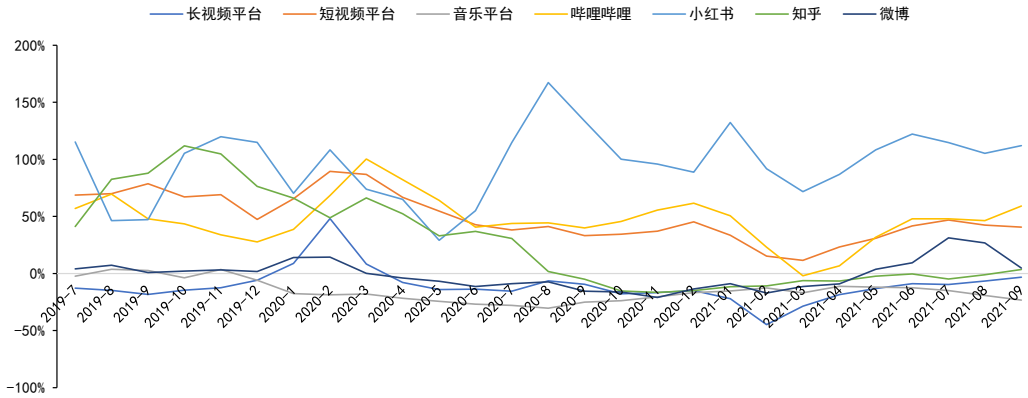
基于稳定的社区生态环境，公司 22 年开始商业化和降本增效同步推进。在商业化方面，通过 story、花火系统、直播、电商提升 UP 主的变现能力，构建起自给自足的社区生态，平台在此过程中获得稳定的流量增长和现金收入，游戏自研有望带来公司利润弹性。在降本增效上，分成比例、营销投入和人员配置已经在 22 年开始调整，提升运营管理效率，成本端的成果有望在 22 年下半年开始体现。从 B 站的长期成长来看，核心用户群体持续成熟，单用户的商业化价值仍有较大的挖掘空间，公司市值的天花板有望持续突破。

1. 内容社区：多元化创作者积累深厚，拓宽产品形态适应新需求

1.1 内容供给能力强，B站适应需求的能力强

19年以来，UGC和PUGC内容依托更优的用户体验，在内容消费行业实现了高于行业的增长。具体对比时长来看，以PGC内容为主的长视频和音乐平台，自19年以来时长呈现负增长，而以UGC和PUGC内容为主的短视频、哔哩哔哩、小红书等内容制作成本更低的平台用户时长增长，这背后反映了UGC和PUGC内容在用户体验上的优势，内容消费的精准性和创作者供给的充足奠定了产品的竞争力。

图3：分类型APP的时长同比增长情况



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

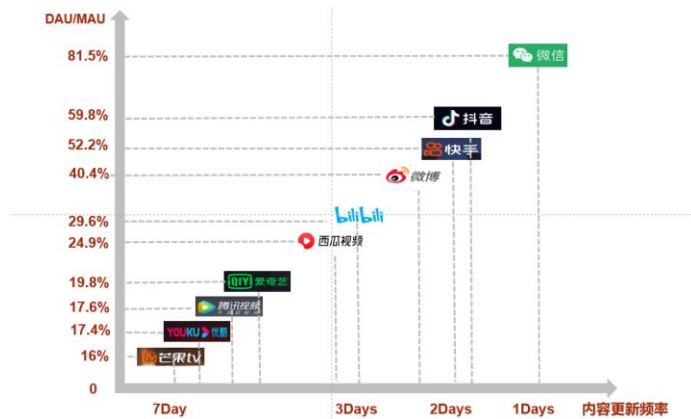
1.1.1 内容多样性匹配精准推荐能力，用户体验获得性更高

从内容侧可以看到，UGC和PUGC平台在内容的供给上颗粒度是更细的。相比于长视频平台，短视频和中视频能够有效从内容特征出发，形成特定有针对性的内容。考虑到用户在内容消费中每个人效用函数在追求多样性的同时，在不同的领域给予不同的权重，颗粒度更细的内容供给能够更准确的适配用户需求，使用户在消费内容中获得更优质的体验。以B站为例，形成了200万个文化标签，7000个核心文化圈层，内容分区不断拓展，能够更有针对性地为用户提供内容。而对比爱奇艺可以看到主站内容分区更多体现为供给侧的内容分类，而在消费端内容难以进一步渗透到精细的二级分区内。

1.1.2 提升内容生产效率，B 站创作者工具贴合 UP 主需求

从短视频到长视频，创作者生产周期持续拉长。用户内容消费具有周期性，新内容的持续创作是用户消费的核心动力，短视频内容迭代速度快，用户消费的粘性就高，即 DAU/MAU。2021 年 9 月，微信 DAU/MAU 为 81.5%，反映用户会高频接收到新消息而被激活。中视频平台在 30%左右，反映用户关注的核心 UP 主的内容生产周期在 3-4 天。而长视频大概一周左右，反映内容消费周期每 7 天完成新内容的消耗。各家 UGC 平台都尝试通过相应工具降低创作者内容创作门槛，加快内容的迭代。

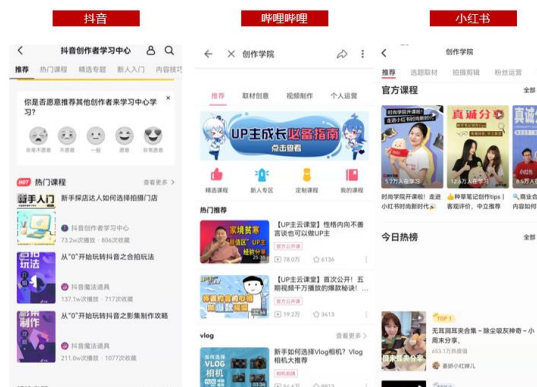
图 9: DAU/MAU 对比 (2021 年 9 月)



数据来源: Questmobile、东方证券研究所

创作中心聚合信息，为内容创作提供辅助。各类 UGC 平台都为用户提供了创作教学，为内容生产者提供了在平台发布内容所需要的内容灵感和辅助课程。其中内容灵感为内容创作者展现当下平台热点话题与官方活动，节省内容生产过程中的热点调研时间，帮助创作者更高效地发掘和输出内容，辅助课程则包括了从工具选择、素材选取、内容剪辑到账户运营等系列指导，为创作者提供全方位内容创作制作和运营指南。

图 10: UGC 平台的内容创作中心



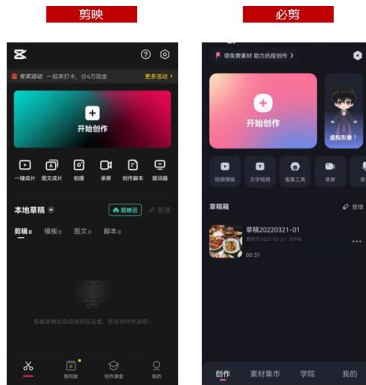
数据来源: 公司官网、东方证券研究所

同时创作者工具也成为了各家平台开发的重点。用户在工具上制作内容可以直接选取对应素材库中的素材，制作完成后可以直接通过账号发布在对应的内容平台上。从工具的月活表现来看，能够反映平台内生生产者规模，抖音于 2019 年 5 月推出剪映，用户数快速增长，2021 年 12 月抖音

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。

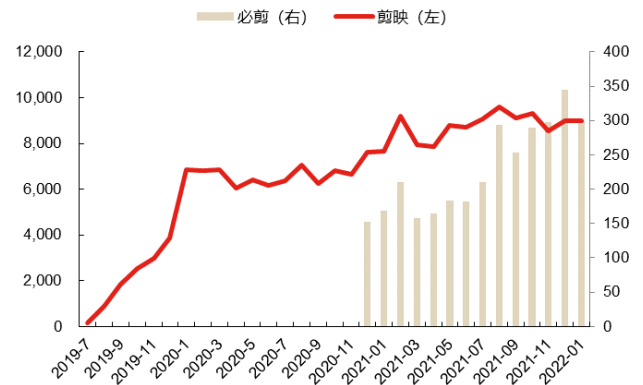
剪映月活达到 8983 万，充分反映短视频内容生产者高活跃度。而 B 站的必剪于 2020 年 7 月推出，2021 年 12 月月活为 345 万，Q4 平均为 310 万，与财报披露的 300 万月活 UP 主相一致，必剪工具已经成为 B 站 UP 必备的内容生产工具。

图 11: 必剪和剪映功能相似



数据来源: 公司产品、东方证券研究所

图 12: 必剪和剪映的月活用户数 (万)



数据来源: Questmobile、东方证券研究所

1.2 年轻人社区时长有保证，降低内容消费成本拓展用户天花板

从数据来看，用户消费时间在近年来变化显著，在有限时间内通过更低时间消耗获得更优质的内容服务产品将会更能适配用户需求。对比 08 和 18 年国民时间利用统计调查的数据，可以看到宏观上个人自由时间整体下降，工作时间显著提升：

- 工作时间：无论是总体样本还是参与者样本，在 20-34 岁区间的人群，平均工作时间同比提升了 30% 左右，说明劳动力的业余时间被进一步压缩。
- 娱乐时间：在 15-24 岁区间的人群，个人自由时间在增加（就业比例下降&家庭劳动时间减少），在 25-34 岁区间的人群里，总样本的个人自由时间在减少。

表 1: 08/18 年国民时间利用数据对比 (分钟)

总样本		15-19 岁	20-24 岁	25-29 岁	30-34 岁
生产劳动	2008	95	308	352	358
生产劳动	2018	55	278	354	365
其中: 就业	2008	47	184	224	211
其中: 就业	2018	38	235	306	301
家庭劳动	2008	41	101	146	174
家庭劳动	2018	23	84	147	174
个人活动: 自由时间	2008	142	220	208	192
个人活动: 自由时间	2018	147	241	197	174
参与者样本		15-19 岁	20-24 岁	25-29 岁	30-34 岁
生产劳动	2008	378	478	470	458

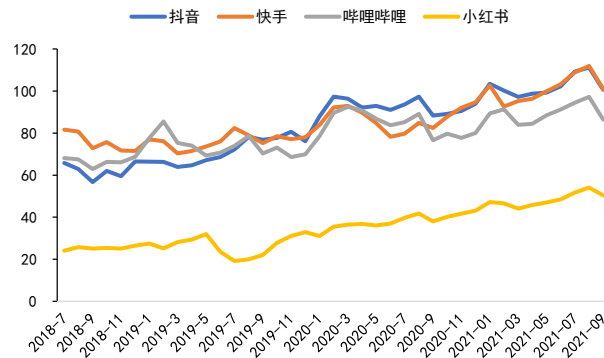
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

生产劳动	2018	446	509	515	505
其中：就业	2008	389	423	405	385
其中：就业	2018	496	522	529	516
家庭劳动	2008	96	173	200	212
家庭劳动	2018	112	201	252	239
个人活动：自由时间	2008	170	237	222	205
个人活动：自由时间	2018	186	264	226	202

注：总样本为全部调查对象，参与者样本为调查时间段内参与该项活动的全部参与者
数据来源：《全国时间利用调查公报》、东方证券研究所

宏观的用户行为变化也奠定了互联网产品的迭代。短视频、中视频和长视频三者内容消费的时间依次增加，机会成本增加，同时判断内容是否满意的沉没成本也依次增加，因此低损耗的内容消费成本更加适合 25-34 岁（即 90 后）的用户。丰富的内容结合智能的算法匹配短视频产品在 18 年以来攫取了互联网时长中重要的份额。同时另一方面，年轻人产品的伴随着求学时间的延长，就业参与率的降低，以 B 站为代表的年轻用户（18-25 岁）为主的应用整体获益，虽然在体验整体弱于短视频的情况下，在特定人群中依然实现了用户时长的增长。

图 13：主要 APP 的人均单日使用时长（分钟）



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

年龄分层下用户时间成本不同，进一步考虑内容消费成本的差异。可以认为用户打开频次是显性反映内容消费成本的有效指标，短视频内容时长短，对用户时长侵占小，可以抓住分散的时间完成内容消费。中视频的哔哩哔哩低龄用户占比高，空余时间相对提升，同时推出短视频模式降低用户消费成本，而反观西瓜视频以 80 后用户为主，用户娱乐时间较少，整体消费频次更低。长视频中，内容消费成本大大高于其他平台，整体打开频次较低。

图 14：日均 APP 打开频次（21 年 9 月）

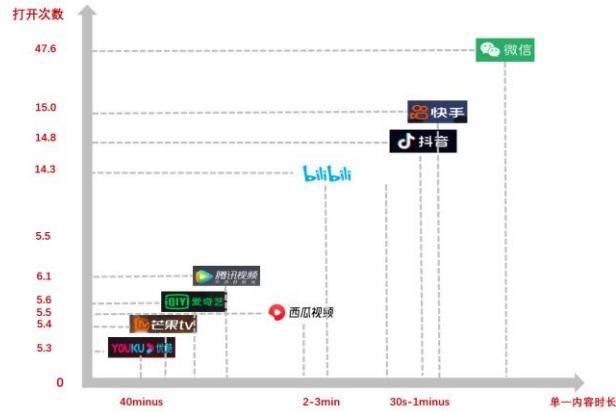


图 15: 用户数量增长对比 (百万)

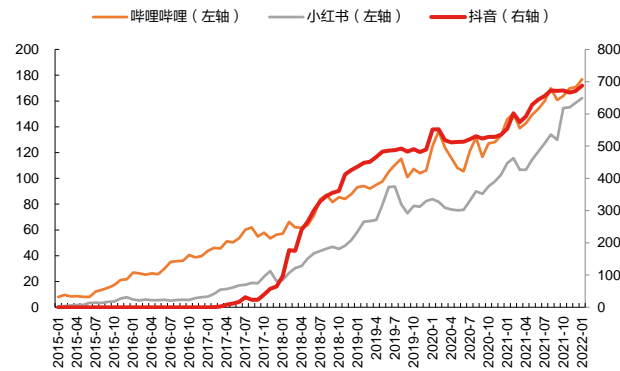


图 16: 平台内容差异化特征



数据来源: Questmobile、东方证券研究所

数据来源: 东方证券研究所绘制

综上, B 站从用户增长逻辑来看, 25 岁以下作为平台的重要的用户群体已经实现了较高的用户粘性, 在高年龄段的拓展将更多依靠用户自然成长, 并尝试通过场景和产品模式提升用户的活跃度。

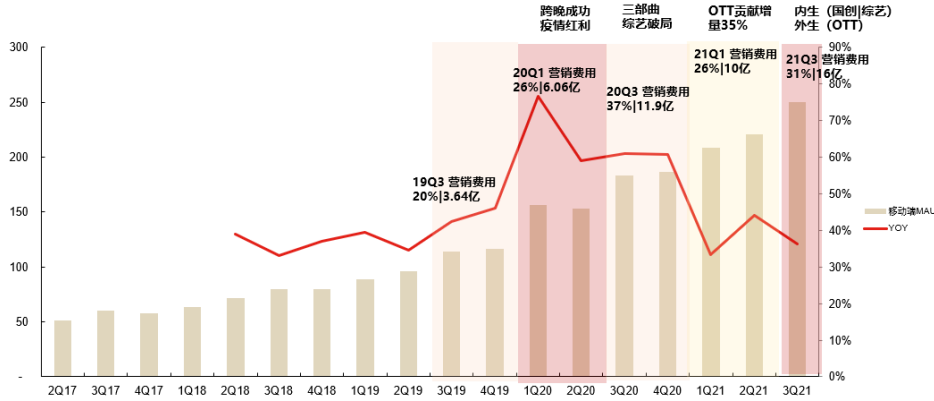
1.3 年龄层迁移和场景加密, 保证了 B 站持续用户增长

1.3.1 OTT 加持下, 23 年 4 亿 MAU 无虞

产品力有极限下, 加大营销内容场景投入。早期增长依靠产品力但增长力度有限, 暑期作为平台重要的获客时点, 18/19 年更多体现内生的 UGC 的产品力驱动, 18/19 年移动 MAU 三季度增长分别 900/1800 万 (销售费用分别为 1.97 和 3.64 亿)。20 年开始破圈也成为了公司主要目标,

营销投入、自制内容和 OTT 成为用户增长的主要策略，20/21 年移动端三季度分别增长都在 3000 万左右，高投入下高回报。

图 17: B 站移动端 MAU 及增长 (百万)



数据来源：公司财报、东方证券研究所

预计未来 2 年 B 站移动端的用户内生增长到 3 亿左右。B 站整体用户年龄较低，2020 年 86% 的用户为 35 岁以下，平均年龄为 22.8 岁，年龄层的自然延伸是 B 站重要的增长动力。同时公司积极的破圈层策略，带动各个年龄层的渗透率的提升，相比 18 年 1 月份，21 年 1 月 B 站 30-35 岁用户增长 330%，36 岁以上增长 310%。因此考虑年龄层的延伸和渗透率的提升，B 站移动端非 OTT 用户有望达到 3 亿。

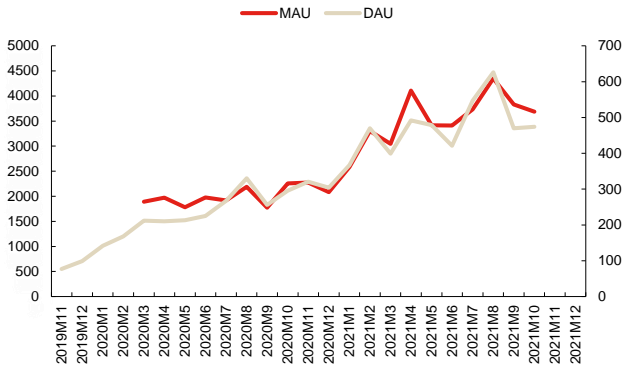
表 2: 2023 年 B 站移动端用户(剔除 OTT)测算 (万)

	13 岁以下	14-18 岁	19-24 岁	25-30 岁	31-35 岁	36-40 岁	41-45 岁	46-50 岁	51 岁以上	
bilibili 年龄占比	8.9%	12.9%	23.8%	20.8%	7.4%	5.6%	8.7%	6.6%	5.4%	
2021 人口结构	142600	20183	7996	10619	12517	11938	11060	8956	12079	47252
2021 年 MAU	21554	1916	2789	5123	4485	1589	1196	1877	1418	1160
渗透率	15.1%	9.5%	34.9%	48.2%	35.8%	13.3%	10.8%	21.0%	11.7%	2.5%
2023 人口结构	142600	19104	7989	11838	12,389	11,507	11,345	9,649	10,536	48243
2023 年 MAU	30616	2292	3196	6511	5318	3129	1894	2133	2098	4045
渗透率	21.5%	12%	40%	55%	42.9%	27.2%	16.7%	22.1%	19.9%	8.4%

数据来源：Questmobile、东方证券研究所

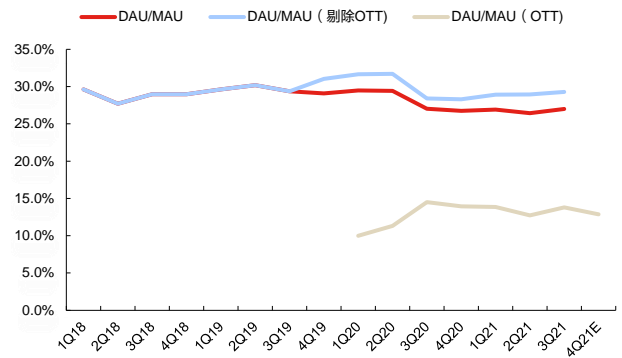
为达成 4 亿目标，OTT 端已经成为重要增量。根据勾正数据的统计，B 站 OTT 端的产品云视听小电视截止 2021 年 10 月 MAU 和 DAU 分别达到 3686/474 万 (yoy+63%/60%)，DAU/MAU 为 12.9% (暑期平均值 13.8%)，活跃度低但用户时长更长达到 139 分钟 (暑期平均值 145 分钟)。从 OTT 空间来看，截止 2021 年 10 月全国日活终端 1.59 亿 (日活率 57%)，B 站 OTT 端渗透率依然较低，具有较为显著的提升空间。

图 18：云视听小电视 MAU 和 DAU（万）



数据来源：勾正数据、东方证券研究所

图 19：B 站不同设备特征的 DAU/MAU

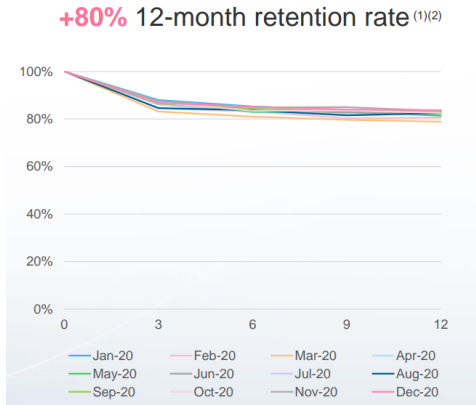


数据来源：勾正数据、东方证券研究所

1.3.2 高用户留存率下 MAU 增长具备持续性，DAU 应为增长重点

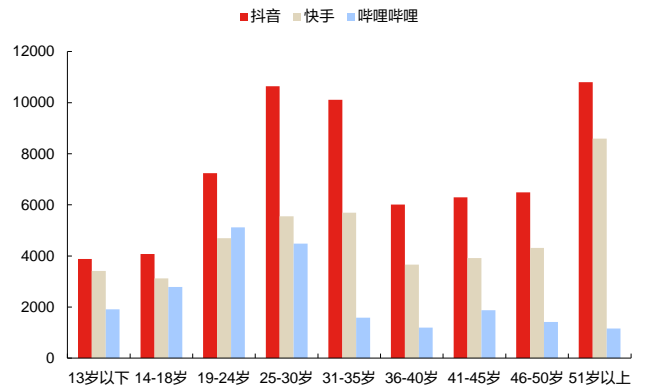
高留存率下，MAU 增长具有长期确定性。截止 21Q4 共有 1.45 亿的用户通过了 B 站的正式会员考试，其中 20 年成为正式会员的年留存率维持 80%以上。从长周期来看，用户在平台内容消费的周期更长，持续优质 UGC 和适配的自制内容将有力的保证用户留存，我们预计拉长五年维度，移动端（剔除 OTT）MAU 能够持续增长到 3.5 亿。

图 20：B 站正式会员留存率



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 21：21 年各年龄段用户数量对比（千万）



数据来源：Questmobile、东方证券研究所

表 3：2026 年 B 站移动端用户(剔除 OTT) 测算（万）

	13 岁以下	14-18 岁	19-24 岁	25-30 岁	31-35 岁	36-40 岁	41-45 岁	46-50 岁	51 岁以上	
bilibili 年龄占比	8.9%	12.9%	23.8%	20.8%	7.4%	5.6%	8.7%	6.6%	5.4%	
2021 人口结构	142600	20183	7996	10619	12517	11938	11060	8956	12079	47252
2021 年 MAU	21554	1916	2789	5123	4485	1589	1196	1877	1418	1160
渗透率	15.1%	9.5%	34.9%	48.2%	35.8%	13.3%	10.8%	21.0%	11.7%	2.5%
2026 人口结构	142600	17411	8082	7996	10619	12517	11938	11060	8956	54021
2026 年 MAU	35598	2612	3637	4398	5654	5111	2185	2855	2325	6820
渗透率	25.0%	15.0%	45.0%	55.0%	53.2%	40.8%	18.3%	25.8%	26.0%	12.6%

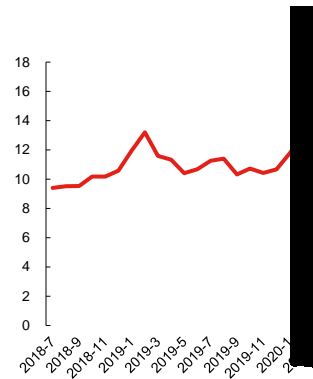
数据来源：Questmobile、东方证券研究所

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。

相比于 MAU 增长，DAU 增长对平台的价值将更为显著。更高的 DAU 对广告、直播两块的业务商业化影响显著，已经逐步成为平台产品设计的重点。由于内容供给和消费成本较高，可以看到用户整体 DAU/MAU 在 30%左右，反映新内容的产能周期在 3-4 天，低于短视频等产品。打开次数已经逐步提升，接近抖音快手，反映消费成本在新模式拓展下有所下降。公司主要通过产品模式的拓展降低了用户消费成本，一方面 2021 年 B 站推出 Story 模式，Story 模式内容来自于 B 站的原生内容，时长整体较短，我们统计的样本来看平均时长在 1.22 分钟，消费成本相对较低，有助拉长用户时长，提升用户消费频次。另一方面，OTT 场景拓展用户至家庭应用场景，通过拓展场景提升用户的日活跃度。

图 22: B 站 DAU/MAU

图 23: B 站人均日打开次数



数据来源: 公司财报、东方证券研究所

数据来源: Questmobile、东方证券研究所

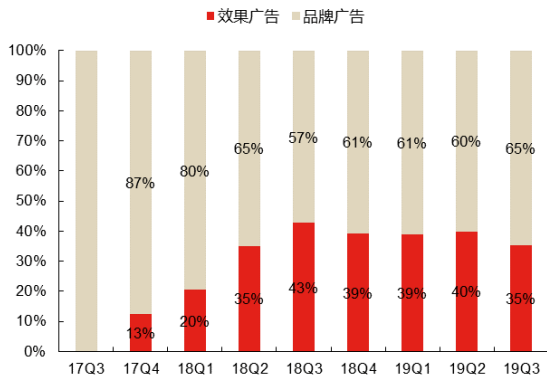
表 4: Story 模式的内容 (2022 年 4 月 13 日按照顺序划取)

顺序	视频内容	UP 主	时长(分钟)	是否是广告位	广告类型
1	西游记英文版	博学多才的蛇皮	1:48	否	/
2	娱乐	娱乐坏姐姐	2:28	否	/
3	标准智商测评	标准智商测评	0:13	是	广告
4	致敬国之栋梁	人民故事	2:56	否	/
5	内娱	可乐 de 分享	0:33	否	/
6	记录生活	晨晨和典典	1:43	否	/
7	罗翔混剪	剪辑狂人 AAA	2:24	否	/
8	讲解非法采矿罪	张三每日普法	1:07	否	/
9	董卿“赴美生子”	明星考古队	2:38	否	/
10	制作火锅	米立和老张	1:31	否	/
11	吃青虫	伯韬说	1:30	否	/
12	水光针	甜筒老师	3:40	是	创作推广
13	男女因坐错位置互相点菜道歉	防弹喵喵	0:46	否	/
14	胡一菲访谈	青树柠檬爱剪辑	1:16	否	/
15	白鲸和人的互动	难敌人间烟火气	0:12	否	/
16	生活 vlog	鹅国小溪	0:42	否	/
17	百万调音师的工作	拓金 Takuau	1:05	否	/
18	制作糕点	老阮美食艺术	0:31	否	/
19	手艺人铜上敲婚书	奇人匠心官方号	0:14	否	/
20	剪辑明显玩游戏	现实少年 FS	0:57	否	/
21	央视“六公主”	初晓知识	0:36	否	/

数据来源: 公司官网、东方证券研究所

商，每年都会举办 AD TALK 阐述平台对广告主的和广告业务的战略。**重点来看，品牌主获客的主要抓手有两方面，一方面结合长视频的版权内容进行招商，考虑到番剧之外，综艺、影视、国创类内容广告的可植入性高，填充自制内容的广告空间，其中核心要素来自于头部内容的播放量。另一方面链接 UP 主和站内流量，平台通过自营体系跑通品牌-商单-站内信息流的商业模式，依靠创意能力实现广告填充率的提升。**

图 58：平台品牌广告和效果广告收入占比



数据来源：公司财报、东方证券研究所

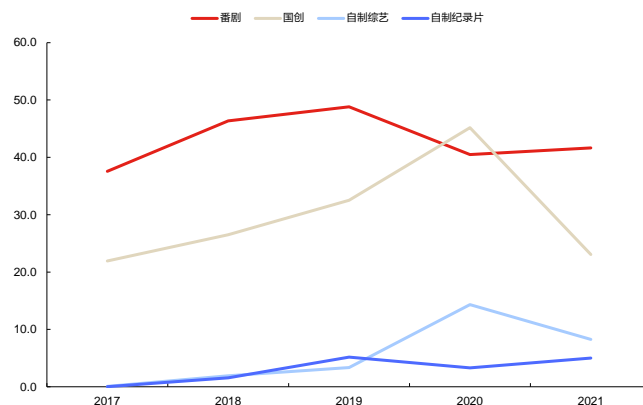
图 59：B 站广告投行业排名

1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
游戏	游戏	游戏	游戏
3C	3C	美妆护肤	电商
食品饮料	美妆护肤	电商	3C
电商	电商	3C	食品饮料
美妆护肤	食品饮料	食品饮料	汽车

数据来源：公司财报、东方证券研究所

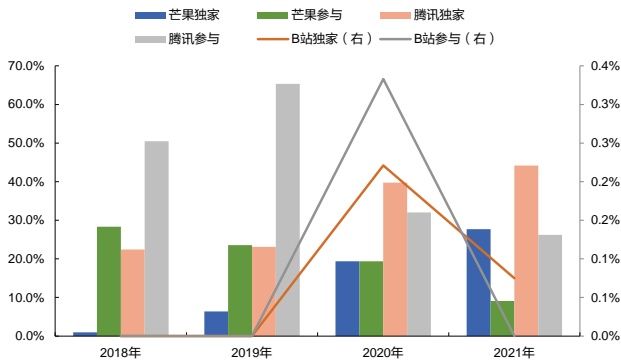
长视频广告收入 21 年增长放缓下，22 年更依赖内容和广告位的拓展。由于 20 年《说唱新世代》爆款综艺的优秀表现，B 站长视频广告招商能力提升，但由于 21 年头部内容播放回归常态，头部自制内容播放量下降。22 年平台将持续在自制内容的稳定投入，《说唱新世代 2》和《我是特优声》也将连续推出第二季，优质内容有望带动招商广告恢复性增长。当前制约招商广告增长来自于番剧和国创的广告限制，在内容投入上弱于长视频平台下，预计该板块的广告收入变现能力有限。

图 60：主要板块的播放量统计（亿）



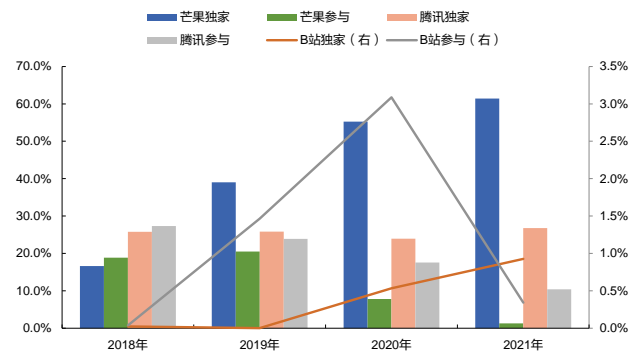
数据来源：公司网站、东方证券研究所

图 61：剧集市场播放量占比对比



数据来源：艺恩数据、东方证券研究所

图 62：综艺市场播放量占比对比



数据来源：艺恩数据、东方证券研究所

表 11：长视频变现效率的横向对比

应用	MAU (百万)	DAU (百万)	DAU/MAU	业务性质	21 年营收 (百万)	用户时长 (分钟)	单位变现能力 (RMB)
哔哩哔哩(剔除 OTT)	216	67	31%	会员	2800	83	0.08
爱奇艺	481	87	18%	会员	16714	72	0.44
腾讯视频	445	87	20%	广告	7067		0.19
芒果 TV	224	40	18%	会员	13965	71	0.37
				广告	3688	71	0.22
				广告	5453		0.32

数据来源：公司财报、东方证券研究所

UP 主商单更接近于广告创意平台，不同 up 主适用的商业模式由重到轻。我们根据花火平台内 UP 主的商单报价（植入视频的价格约为粉丝量的 10%，粉丝规模大的 up 主，边际粉丝价值有所下降），以及 up 主的结构（头部 UP 主占比低，中小 UP 主占比高），对平台商单收入空间进行测算。综上，我们计算商单收入 111 亿元，若以 50 万作为分界线头部 UP 主贡献 43.54 亿元。但是我们认为这部分收入需要拆分来看：

- 1) 头部 up 主粉丝量大，实际上对公域流量占比更高，平台选择通过直营方式，实现平台与 UP 主的共赢，能够获得更高分成。
- 2) 中小 up 主流量更偏向私域，B 站更多通过花火平台实现管理，分成比例相对较低，更多通过商业起飞赚取信息流拓展的价值。

表 12：UP 主商单收入空间测算（当前平台空间测算）

	UP 主数量	植入视频价格 (元)	商单数量 (单)	收入空间 (亿元)
粉丝数>500w	33	436252	20	2.88
粉丝数>250w	70	249992	20	3.50
粉丝数>100w	503	114742	20	11.54
粉丝数>50w	2572	66384	15	25.61
粉丝数>10w	15946	19332	12	36.99

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。

粉丝数>1w	56776	4554	12	31.03
合计	75900			111.55

数据来源：花火平台、东方证券研究所

DAU 的增长保证广告库存的空间，流量价值释放与头部平台仍有较大差距，商单和花火对信息流广告的助力值得期待。当前公司广告加载率在 5%左右，我们预计随着平台的用户规模持续增长，推荐页和播放页信息流广告收入增长确定性较高，日活用户过亿后，可变现流量的广告的流水空间有望达到 150 亿左右。

表 13：公司效果广告流水空间

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
MAU (mn)	250	332	398	447	487
DAU (mn)	67	82	99	113	124
DAU/MAU	27%	25%	25%	25%	25%
人均日 feed (个)	147	169	191	207	209
人均广告库存 (个)	11	14	19	22	25
ad load	4.7%	4.9%	5.8%	6.3%	7.1%
ECPM(元)	11	12	14	17	20
效果广告流水 (亿元)	31	50	93	148	223

数据来源：公司财报、东方证券研究所（人均 feed 包含推荐页、播放页、story 模式的整体 feed 测算）

如何依靠内容力量实现广告变现效率的提升，成为平台的重中之重。结合上面的计算，实际上我们从空间规模上估算横向对比抖音、快手、爱奇艺、芒果 TV、微博、知乎、小红书的单 DAU 每小时变现能力，可以看到 B 站处于平台的下游，2020 年从双列向单列过渡时期的快手向类似，单位 DAU 的变现能力仍有充足的挖掘空间，内容的差异化和广告强制性能够实现的有机的结合将成为关键。

表 14：广告变现效率的横向对比

应用	MAU	DAU	DAU/MAU	业务性质	21 年营收	用户时长	单位变现能力
	百万	百万	%		百万	分钟	RMB
哔哩哔哩(剔除 OTT)	216	67	31%	广告	4523	83	0.13
百度	622	228	37%	广告	74000	28	1.87
知乎	103	18	18%	广告	2959	43	0.63
小红书	159	51	32%	广告	10000	62	0.52
抖音(含极速版)	900	650	72%	广告	160000	119	0.34
微博	573	249	43%	广告	12877	44	0.19
2021 快手	573	320	56%	广告	42498	119	0.18
2020 快手	481	265	55%	广告	21855	87	0.16
2019 快手	330	176	53%	广告	7419	75	0.09

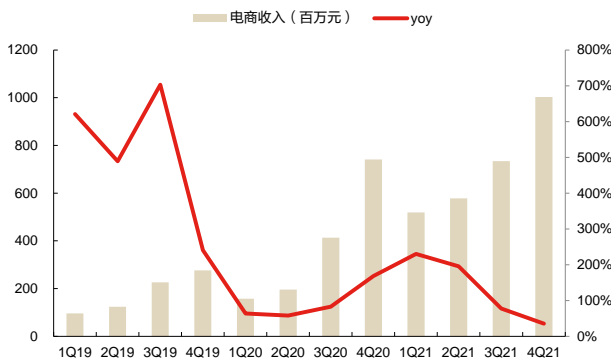
数据来源：公司财报、东方证券研究所

4.4 电商业务加强基础设施建设，商业模式仍处于尝试期

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。

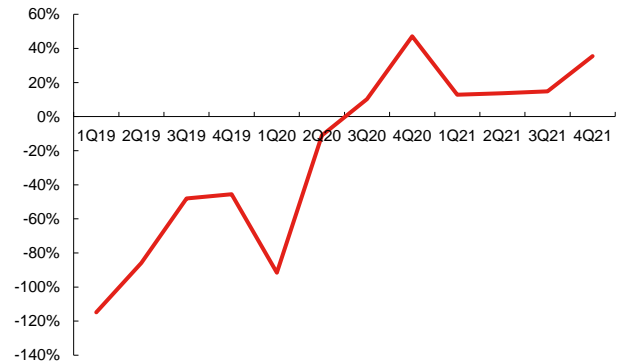
电商体量仍然较小，产品主要聚焦 ACG 等周边产品。21 年电商及其他板块收入为 28.34 亿（yoy+88%），占比 14.6%，对全站收入贡献依然较小。收入主要来自于线下活动、二次元手办、魔力赏以及 20 年开始分销的《LOL》三年的分销收入。依托魔力赏等盲盒玩法的推出，毛利端已经在 20 年实现转正，剔除 Q4 版权内容分销的影响，该业务板块整体毛利率（不考虑人力成本）在 15%左右，预计该板块整体已经实现盈亏平衡。

图 63：电商收入（百万元）及增速



数据来源：公司财报、东方证券研究所

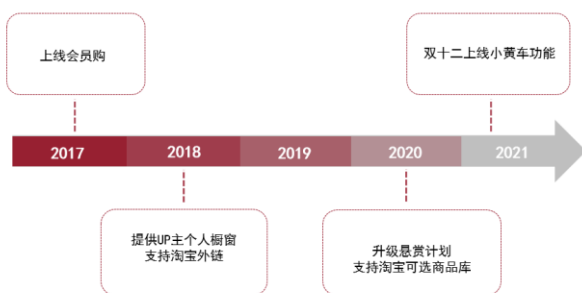
图 64：电商板块毛利率（不含人工和宽带成本）



数据来源：公司财报、东方证券研究所

直播带货谋求商品泛化，主要借助外部平台供应体系。2017 年推会员购以来，平台的电商体系不断完善。2020 年 B 站升级了悬赏计划，由 UP 主推荐广告进一步增加电商功能，UP 主发布的视频和直播间可挂淘宝链接，带货赚取佣金。2021 年双十二期间正式上线“小黄车”功能，up 主动动枪在全站流量的支撑 B 站直播热榜第一，5 小时的直播带货 GMV 突破 131 万，产品以淘宝外链为主。

图 65：B 站电商业务发展



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 66：双十二直播带货



数据来源：公司官网、东方证券研究所

B 站电商业务还处于拓展品类的早期，核心还是要依靠内容的增长，品牌店铺发展程度低。20 年以来生活区内容发力，美食美妆等内容分区发展较快。以美妆为例，从内容生产到内容消费都在 20 年实现高速增长，品牌企业号和投稿量同样呈现高增长趋势。但是从内容消费端的转化更多还是在站外，可以看到花西子和周黑鸭等品牌更多将 B 站作为品牌营销的阵地，商品橱窗的功能仍

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声明。

未开放，平台内消费依然面临链路较长的问题。根据当前的跟踪情况来看，在站内的会员购等业态较为稳定，直播带货处于早期阶段，LOL 总决赛等版权内容分销较为稳定的条件下，我们预计该板块增长由于基数效应将有所放缓。

图 67: B 站美妆个护内容持续增长



数据来源:《哔哩哔哩美妆个护行业整合营销解决方案》、东方证券研究所

图 68: 品牌账号主页



数据来源: 公司官网、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设:

公司加强商业化变现，22 年整体受宏观经济和游戏版号发布节奏的影响，收入增长下滑，预计 23 年增速复苏，我们预计 22-24 年合计为 227/297/383 亿元，具体分板块来看:

- 1) 游戏业务: 公司自研仍处于早期尝试，22 年受游戏版号发布节奏影响，23 年自研游戏上线后增长复苏，我们预计 22-24E 收入为 51.79/57.70/64.84 亿元。
- 2) 直播及增值业务: 随着平台用户持续增长，用户付费率和人均付费仍有空间，我们预计 22-24E 收入分别为 90.32/116.26/146.87 亿元。
- 3) 广告业务: 平台 DAU 持续增长下带动效果广告收入提升，平台生态下 UP 主商业化能提升，我们预计 22-24E 收入分别为 54.25/82.90/118.75 亿元。
- 4) 电商业务: 22 年上半年受疫情影响，电商体系构建完成后 23 年有望恢复性增长，我们预计 22-24E 收入分别为 30.92/40.20/52.26 亿元。

同时公司加强成本管控，人力以及营销投入完成阶段性需求，我们预计公司盈利能力逐步提升:

- 1) 调整后毛利率: 我们预计 22-24E 为 18%/24%/29%，主要受益于内容分成比例下降以及人员服务器的成本刚性。

2) 调整后销售费用率: 我们预计 22-24E 为 23%/19%/15%，用户阶段性目标达成后用户增长投入会下降，游戏板块营销预计会增加，带动绝对值增长，同时平台内部流量协同效应下带动销售费用率持续下降。

3) 调整后研发费用率: 我们预计 22-24E 为 16%/13%/10%，游戏自研团队搭建完成，费用率下降主要受益于收入的快速增长。

4) 调整后管理费用率: 我们预计 22-24E 为 8%/5%/4%，费用率下降主要受益于规模效应。

表 15: 收入拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
用户情况				
MAU (mn)	250	325	389	436
yoy%	34%	30%	20%	12%
DAU (mn)	67	82	98	112
yoy%	28%	23%	20%	13%
收入构成 (mn)				
1. Mobile games	5091	5179	5770	6484
yoy%	6%	2%	11%	12%
%	26.3%	22.8%	19.4%	16.9%
2. VAS (付费会员等)	6935	9032	11626	14687
yoy%	80%	30%	29%	26%
%	35.8%	39.7%	39.1%	38.4%
3. 广告	4523	5425	8290	11875
yoy%	145%	20%	53%	43%
%	23.3%	23.9%	27.9%	31.0%
4. 电商和其他	2834	3092	4020	5226
yoy%	88%	9%	30%	30%
%	14.6%	13.6%	13.5%	13.7%
总收入	19384	22728	29706	38272
yoy%	62%	17%	31%	29%
调整后成本和费用				
毛利率%	21%	18%	24%	29%
S&M%	-30%	-23%	-19%	-15%
G&A%	-7%	-8%	-5%	-4%
R&D%	-13%	-16%	-13%	-10%

数据来源: 东方证券研究所测算

投资建议

公司作为国内重要的视频平台，内容和场景拓展支撑平台用户持续增长，良好的社区氛围和用户高留存率为商业化奠定空间，公司 22 年开始提升商业化重要性，我们预计 22-24E 收入分别为 227/297/383 亿元，盈利能力逐步改善，采用可比公司估值法，选取同类互联网公司，对应 22 年 PS 为 3.4x，对应市值 768 亿元，汇率 0.86（20220713），对应目标价 229.5 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值表（日期：20220713）

公司	公司代码	市值（亿元）	收入（百万元）				PS 估值		
			2021A	2022E	2023E	2024E	22E	23E	24E
快手	1024.HK	2960	81082	99783	122736	146652	3.0	2.4	2.0
网易	9999.HK	3840	87606	100081	113906	125432	3.8	3.4	3.1
腾讯控股	0700.HK	27862	560118	604293	689302	773170	4.6	4.0	3.6
微博	9898.HK	329	15021	15678	16973	17596	2.1	1.9	1.9
美团	3690.HK	9436	179128	229541	302238	382327	4.1	3.1	2.5
百度	9888.HK	3372	124493	129207	145866	162726	2.6	2.3	2.1
调整后平均							3.4	2.8	2.4
哔哩哔哩	9626.HK	627	19,384	22,728	29,706	38,272	2.8	2.1	1.6

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

➢ 商业化进程不及预期

平台用户平均年龄较低，付费能力较弱，且广告加载率提升会降低用户体验，导致商业化不及预期，盈利能力难以快速实现。

➢ 行业竞争加剧

互联网头部公司加强内容建设，对 B 站创作者形成挤压，同时 C 端获客竞争激烈，用户增长或不及预期。

➢ 假设条件变化致测算不准确

假设条件变化影响测算结果。文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

➢ 疫情的不确定性

宏观疫情波动仍有不确定性，区域内有反复，广告主需求和电商发货或受到疫情冲击。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9398	15155	9466	4907	5884	营业收入	11999	19384	22728	29706	38272
应收账款	1054	1382	2195	2738	3583	营业成本	9159	15341	18805	22613	27128
预付账款	1766	2807	2286	2547	2417	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0	营业费用	3492	5795	5270	5689	5867
其他	3522	17102	16164	16633	16398	管理费用	976	1838	2407	2079	2296
流动资产合计	15740	36447	30112	26824	28282	财务费用	1513	2840	4011	4062	4000
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	762	1350	1264	1062	839	投资净收益	28	-194	-989	-385	-174
在建工程	0	0	0	0	0	其他	16	-101	-85	-56	-80
无形资产	2357	3836	3945	4513	5289	营业利润	-3096	-6724	-8838	-5178	-1275
其他	5007	10420	12296	14141	15979	营业外收入	96	10	387	164	187
非流动资产合计	8126	15606	17506	19716	22106	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	23866	52053	47618	46541	50388	利润总额	-3001	-6713	-8451	-5014	-1087
短期借款	100	1232	1232	1232	1232	所得税	53	95	118	89	101
应付账款	3936	5560	8019	9884	12100	净利润	-3054	-6809	-8568	-5103	-1188
其他	3356	5279	6952	9114	11933	少数股东损益	42	20	9	9	9
流动负债合计	7392	12071	16204	20230	25265	归属于母公司净利润	-3012	-6789	-8560	-5094	-1179
长期借款	8341	17784	17784	17784	17784	调整后归母净利润	-2560	-5478	-7342	-3906	56
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-7.71	-17.38	-21.91	-13.04	-3.02
其他	351	482	482	482	482						
非流动负债合计	8692	18266	18266	18266	18266	主要财务比率					
负债合计	16083	30337	34470	38496	43531		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益						成长能力					
股本	0	0	0	0	0	营业收入	77.0%	61.5%	17.3%	30.7%	28.8%
资本公积	14616	35930	35930	35930	35930	营业利润	139.3%	117.2%	31.4%	-41.4%	-75.4%
留存收益	-7175	-13971	-22540	-27643	-28831	归属于母公司净利润	133.7%	125.4%	26.1%	-40.5%	-76.9%
其他	341	-243	-243	-243	-243	获利能力					
股东权益合计	7782	21716	13148	8045	6857	毛利率	23.7%	20.9%	17.3%	23.9%	29.1%
负债和股东权益	23866	52053	47618	46541	50388	净利率	-25.1%	-35.0%	-37.7%	-17.1%	-3.1%
						ROE	-39.2%	-31.4%	-65.2%	-63.4%	-17.3%
						ROIC	-19.1%	-16.5%	-27.5%	-19.1%	-4.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	67.4%	58.3%	72.4%	82.7%	86.4%
净利润	-3054	-6809	-8568	-5103	-1188	净负债率	-13.6%	12.1%	63.3%	160.1%	173.5%
折旧摊销	1837	2629	4067	4090	4424	流动比率	212.9%	301.9%	185.8%	132.6%	111.9%
财务费用	0	0	0	0	0	速动比率	212.9%	301.9%	185.8%	132.6%	111.9%
投资损失	28	-194	-989	-385	-174	营运能力					
营运资金变动	1487	-9	1685	-279	1482	应收账款周转率	11.39	14.02	10.35	10.85	10.68
其它	454	1736	2207	1573	1410	存货周转率					
经营活动现金流	753	-2647	-1598	-104	5953	总资产周转率	0.50	0.37	0.48	0.64	0.76
资本支出	-2104	-3613	-4091	-4456	-4975	每股指标(元)					
长期投资	-1757	-6699	0	0	0	每股收益	-7.71	-17.38	-21.91	-13.04	-3.02
其他	-5047	-14266	1456	3176	2000	每股经营现金流	1.93	-6.78	-4.09	-0.27	15.24
投资活动现金流	-8907	-24578	-2635	-1280	-2975	每股净资产	19.92	55.60	33.66	20.60	17.55
债权融资	5695	11203	0	0	0	估值比率					
股权融资	2641	19186	0	0	0	市盈率	-19.1	-8.5	-6.7	-11.3	-48.9
其他	0	0	0	0	0	市净率	7.4	2.7	4.4	7.2	8.4
筹资活动现金流	8335	30389	0	0	0	EV/EBITDA	-49.5	-14.1	-13.1	-62.3	17.3
汇率变动影响	-466	-319	0	0	0	EV/EBIT	-19.2	-8.6	-6.8	-11.5	-53.0
现金净增加额	-285	2845	-4233	-1383	2978						

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn