



买入（首次）

所属行业：资讯科技业/软件服务
当前价格(港币)：188.80元

证券分析师

赵伟博
资格编号：S0120521090001
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

研究助理

刘文轩
邮箱：liuwx@tebon.com.cn

市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.40	19.12	-7.27

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

哔哩哔哩-SW (9626.HK)：从成本结构角度出发，如何理解未来的盈利空间和弹性来源

投资要点

- **公司是国内领先的中视频平台和内容社区，经营活动围绕弹幕在线视频平台“哔哩哔哩”展开，现阶段主要通过游戏、增值服务、广告以及电商业务进行变现。**于本文中，我们从内容平台的商业模式入手，首先量化测算了当前用户渗透率，及后续用户增长的节奏和空间，并从内容生态的维护成本角度出发，甄别对未来盈利空间和弹性影响最大的业务，进而分析其后续发展逻辑。此外，我们也量化的测算了效果广告、商单广告的收入，以及游戏业务分产品流水结构等数据。
- **主站业务：内容生态稳固，用户与变现空间广阔。**主站业务是标准的内容平台业务，其商业逻辑为：投入内容成本获得内容，叠加销售费用的投入在平台内产生、留存流量，再进行变现。当前平台已经形成了稳固 PUGV 内容生态，并通过布局差异化的 OGV 补全了内容形式。在用户端，我们认为用户渗透率仍有空间，中性假设下预计 2023 年有望取得 3.85 亿 MAU；此外，在控制获客成本投入后，充足的内容供给与更多的碎片化使用场景，有望使得用户粘性回升，DAU 与 MAU 差距缩小。在进一步对维护内容生态的成本进行拆分后，我们认为直播分成、商单广告分成和现金激励类似于“固定成本”，拥有更小边际成本、且空间广阔的非商单广告，将会是对未来哔哩哔哩盈利空间和弹性影响最大的业务。其未来有望持续受益于流量增长、新的广告形式的开辟、广告系统的效率提升，并可以获得 Story Mode 中信息流广告的增量贡献。
- **游戏业务：当前具有较强的 beta 属性，展望出海与自研贡献 alpha。**我们认为现阶段哔哩哔哩游戏业务的增长主要由 beta 属性主导：国内版号有望恢复常态化发放，一方面会使得独代业务 pipeline 中游戏可以上线兑现收入，另一方面也可以提振上游二次元游戏厂商的发行需求，带动具有壁垒的渠道业务增长。用户对于二次元领域的审美，在亚太乃至全球范围内差异化较小，基于对二次元文化的理解，公司在日韩市场二次元游戏发行具有竞争力，后续产品上线形成的增量收入会是公司当前能见度较强的 alpha。此外，公司目前有千人规模的自研团队，pipeline 中在研产品 6 款，后续自研产品的上线有望形成另一部分 alpha。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2022-2024 年实现营业收入 227/295/370 亿元，同比增长 17%/30%/25%；实现营业利润-74/-57/-33 亿元，Non-GAAP 归母净利润-62/-53/-28 亿元。采用分部估值法，分别给予游戏业务 2022 年目标 PE 15x，主站业务目标 PS 4x，SOTP 折价 10%，对应 2022 年目标市值 973 亿港元，对应目标价 249.14 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。（汇率为 0.86 人民币/港元）
- **风险提示：**游戏产品上线进度不及预期风险；宏观经济波动风险；降本增效不及预期风险。

股票数据

总股本(百万股)：	390.60
流通股(百万股)：	206.89
52 周内股价区间(港元)：	125.00-736.00
总市值(百万港元)：	737.46
总资产(百万港元)：	59074.00
每股净资产(港元)：	61.44

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11999	19384	22713	29538	37014
(+/-)YOY(%)	77.0%	61.5%	17.2%	30.0%	25.3%
净利润(百万元)	-3012	-6789	-7750	-5781	-3246
(+/-)YOY(%)	133.7%	125.4%	14.1%	-25.4%	-43.9%
全面摊薄 EPS(元)	-8.56	-17.38	-19.84	-14.80	-8.31
毛利率(%)	23.7%	20.9%	18.1%	24.2%	28.3%
净资产收益率(%)	-39.6%	-31.3%	-55.5%	-70.7%	-65.9%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，汇率为 0.86 人民币/港元

投资五要素

核心逻辑

公司是国内领先的中视频平台和内容社区，经营活动围绕弹幕在线视频平台“哔哩哔哩”展开，现阶段主要通过游戏、增值服务、广告以及电商业务进行变现。于本文中，我们从内容平台的商业模式入手，首先量化测算了当前用户渗透率，及后续用户增长的节奏和空间，并从内容生态的维护成本角度出发，甄别对未来盈利空间和弹性影响最大的业务，进而分析其后续发展逻辑。此外，我们也量化的测算了效果广告、商单广告的收入，以及游戏业务分产品流水结构等数据。

主站业务：内容生态稳固，用户与变现空间广阔。主站业务是标准的内容平台业务，其商业逻辑为：投入内容成本获得内容，叠加销售费用的投入在平台内产生、留存流量，再进行变现。当前平台已经形成了稳固 PUGV 内容生态，并通过布局差异化的 OGV 补全了内容形式。在用户端，我们认为用户渗透率仍有空间，中性假设下预计 2023 年有望取得 3.85 亿 MAU；此外，在控制获客成本投入后，充足的内容供给与更多的碎片化使用场景，有望使得用户粘性回升，DAU 与 MAU 差距缩小。在进一步对维护内容生态的成本进行拆分后，我们认为直播分成、商单广告分成和现金激励类似于“固定成本”，拥有更小边际成本、且空间广阔的非商单广告，将会是对未来哔哩哔哩盈利空间和弹性影响最大的业务。其未来有望持续受益于流量增长、新的广告形式的开辟、广告系统的效率提升，并可以获得 Story Mode 中信息流广告的增量贡献。

游戏业务：当前具有较强的 beta 属性，展望出海与自研贡献 alpha。我们认为现阶段哔哩哔哩游戏业务的增长主要由 beta 属性主导：国内版号有望恢复常态化发放，一方面会使得独代业务 pipeline 中游戏可以上线兑现收入，另一方面也可以提振上游二次元游戏厂商的发行需求，带动具有壁垒的渠道业务增长。用户对于二次元领域的审美，在亚太乃至全球范围内差异化较小，基于对二次元文化的理解，公司在日韩市场二次元游戏发行具有竞争力，后续产品上线形成的增量收入会是公司当前能见度较强的 alpha。此外，公司目前有千人规模的自研团队，pipeline 中在研产品 6 款，后续自研产品的上线有望形成另一部分 alpha。

盈利预测与投资建议

预计公司 2022-2024 年实现营业收入 227/295/370 亿元，同比增长 17%/30%/25%；实现营业利润-76/-57/-33 亿元，Non-GAAP 归母净利润-62/-53/-28 亿元。采用分部估值法，分别给予游戏业务 2022 年目标 PE 15x，主站业务目标 PS 4x，SOTP 折价 10%，对应 2022 年目标市值 973 亿港元，对应目标价 249.14 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。（汇率为 0.86 人民币/港元）

区别于市场的观点

市场上对哔哩哔哩的研究较多的将重点放在社区氛围、内容边界等相对较抽象的论点上。我们进行这次研究的初衷，在于使用更为具象的思维方式探讨哔哩哔哩用户增长的空间与商业化变现的潜力。具体而言，从内容平台的商业模式入手，着重关注哔哩哔哩维护内容生态所付出的成本及其结构，并在这一框架下，探讨哔哩哔哩后续商业化变现潜力的来源。此外，我们也对效果广告收入、Story Mode 带来的增量、用户渗透及后续空间、以及游戏业务的产品流水结构进行了细致的拆解。

股价表现的催化因素

公司股价 2021 年初以来的变化，主要受到以下因素的影响：1) 美元流动性变化；2) 政策监管、地缘政治冲突的冲击；3) 亏损幅度扩大带来的对未来商业化能力和空间的担忧。因此，我们认为当前公司股价的主要催化因素有：1) 国内宏观经济回暖；2) 流动性影响走弱；3) 游戏版号恢复常态化发放，以及 Pipeline 中产品获得版号；4) 降本增效取得超预期成效。

主要风险

游戏产品上线进度不及预期风险：Pipeline 中的游戏产品需要上线才能兑现为收入并收回前期投资、产生利润，若后续产品上线进度不及预期，可能会影响公司财务表现；

宏观经济波动风险：互联网广告进入成熟期后，周期性较强，表现会较大程度上反映宏观经济波动；

降本增效不及预期风险：我们对于公司后续业绩的展望隐含了公司持续进行降本增效的假设，若后续降本增效进度不及预期，可能会影响公司远期的净利润率表现，并进而压制估值水平。

内容目录

1. 哔哩哔哩：星辰大海，从小众 ACG 社区走向年轻一代.....	9
1.1. 公司简介：完成破圈的垂类在线视频平台.....	9
1.2. 经营状况速览：收入维持高增速，用户增长投入扩张与收入结构切换下利润阶段性承压.....	10
2. 游戏业务：当前具有较强的 beta 属性，展望出海与自研贡献 alpha.....	12
2.1. 独代业务：产品储备丰富静待版号恢复常态化发放，展望出海与自研.....	14
2.2. 渠道业务：在二次元游戏发行渠道领域具有壁垒，有望受益于版号恢复常态化发放后上游发行需求复苏.....	18
3. 主站业务：内容生态稳固，用户与变现空间广阔.....	19
3.1. 内容供给与消费：PUGV 内容生态稳固，OGV 走差异化路线补全内容形式.....	20
3.2. 用户规模与粘性：用户渗透有空间，粘性有望回升.....	23
3.2.1. 35 岁以下人口渗透率仍有 10% 以上提升空间，但 4 亿 MAU 意味着继续破圈.....	23
3.2.2. 内容供给稳定，更多碎片化的使用场景下用户粘性有望回升.....	25
3.3. 内容生态的维护成本与商业化空间探讨.....	27
3.3.1. 从成本端出发：非商单广告将是对未来盈利空间和弹性影响最大的业务..	27
3.3.2. 广告：库存扩张与效率提升共同驱动增长.....	29
3.3.3. 直播与增值服务：差异化内容驱动付费率增长，促进内容生态良性循环..	36
3.3.4. 电商及其他业务：周边商品、线下展会门票+版权分销收入，静待疫情后反弹.....	39
4. 盈利预测与投资建议.....	40
4.1. 盈利预测.....	40
4.2. 估值及投资建议.....	41
5. 风险提示.....	42

图表目录

图 1: 股权及投票权结构图	10
图 2: 移动端应用用户界面	10
图 3: 视频弹幕示例	10
图 4: 2017-2021 年收入及增速	11
图 5: 2018-2021 年各业务贡献的收入增量 (百万元)	11
图 6: 2017-2021 年收入结构	11
图 7: 1Q18-1Q22 公司整体毛利率	11
图 8: 1Q18-1Q22 公司整体费用率	11
图 9: 1Q18-1Q22 MAU 与销售费用的同比增速趋势较为吻合	12
图 10: 1Q18-1Q22 营业利润率与 Non-GAAP 归母净利润率	12
图 11: 游戏行业产业链	13
图 12: 2018-2021 年游戏业务整体收入及增速	13
图 13: 2018-2021 年游戏业务收入结构变化	13
图 14: 2018-2021 年主要游戏产品于国内流水占比	14
图 15: 1M17-5M22 进口网络游戏版号发放情况	15
图 16: 2018-2020 年日本新上线二次元手游国产二次元占比	15
图 17: 2016-2021 年中日 TOP20 二次元游戏互相输出对比	15
图 18: 2018-2021 年 TOP10 国产二次元手游发行方式	16
图 19: 2019-2021 年海外自主发行流水及在自主发行总流水中的占比	17
图 20: 4Q19-1Q22 海外自主发行流水及在自主发行总流水中的占比	17
图 21: 至今哔哩哔哩海外发行所录得的流水分布	17
图 22: 几款头部游戏上线首周表现	17
图 23: 主站中的游戏中心承载游戏发行渠道功能	18
图 24: 2018-2021 年渠道联运业务收入及增速	18
图 25: 国内主要二次元平台及社区的活跃用户对比	19
图 26: 2016-2021 年中国二次元手游实际销售收入及增速	19
图 27: 主站业务是标准的内容平台业务	20
图 28: 2Q18-4Q21 PUGV 于 VV 中的贡献比例 (非连续)	20
图 29: 各垂类视频的投稿占比和播放量占比基本匹配	21
图 30: 几大在线视频平台过去 6 个季度新番引进数量 (单位: 部)	22
图 31: 2019 年以来, 国创区的 MAU 已经超越日本番剧区	22
图 32: 2Q17-1Q22 哔哩哔哩移动端 MAU、DAU 及分别增速	23

图 33: 2Q17-1Q22 哔哩哔哩的 DAU/MAU ratio 及 MAU 与 DAU 增速差	25
图 34: 1Q18-1Q22 销售费用同比增速与 MAU 与 DAU 增速差	26
图 35: 抖快及其极速版都在起步阶段经历了 DAU/MAU 的快速提升阶段	26
图 36: 长中短视频平台 DAU/MAU 横向对比	26
图 37: 3Q18-1Q22 单位 DAU 日均 VV 和平台月均 PUGV 上传同比增速对比	27
图 38: 4Q18-1Q22 单创作者单月上传视频数量	27
图 39: 1Q18-1Q22 用户单个 VV 平均时长	27
图 40: Story Mode 产品展示	27
图 41: 1Q18-1Q22 哔哩哔哩内容生态维持花费和主站营销费用及同比增速	28
图 42: 1Q20-1Q22 快手内容分成成本和营销费用及同比增速	28
图 43: 2Q18-1Q22 获得单用户的销售费用	28
图 44: 1Q18-1Q22 维系单用户的内容生态维护成本	28
图 45: 1Q18-1Q22 内容生态维持成本中 PUGV 与 OGV 内容生态分别的占比	29
图 46: 大会员月均承担内容成本及大会员数量	29
图 47: 1Q17-1Q22 广告业务收入及增速	30
图 48: 1Q17-1Q22 广告业务收入占比	30
图 49: 哔哩哔哩的单用户广告贡献仍然位于较低水平	30
图 50: 哔哩哔哩单位 MAU 的广告收入贡献及增速	30
图 51: 哔哩哔哩的广告形式	31
图 52: 效果广告的收入模型	32
图 53: 长周期视角: 网络广告在渗透率快速提升期中增速领先宏观经济, 其余时间随宏观波动	32
图 54: 1Q18-1Q22 时长及同比增速	33
图 55: 1Q18-1Q22 单个 DAU 日均 VV 个数和单个 VV 时长	33
图 56: 1Q21-4Q24E 播放页模式日均 VV 与 Story Mode 模式日均 VV	33
图 57: 2022-2024 年 Story Mode 收入测算及其在效果广告中的贡献比例	34
图 58: 3Q21-1Q22 花火广告入驻 UP 主数量与入驻品牌数量	34
图 59: 三连推广打通了触达、种草、转化三个环节	36
图 60: 1Q17-1Q22 直播与增值服务业务收入及增速	36
图 61: 1Q17-1Q22 直播与增值服务业务收入于总收入中的占比	36
图 62: 1Q18-1Q22 正式会员数量、增速及在 MAU 中的占比	37
图 63: 1Q18-1Q22 大会员数量及增速	37
图 64: 1Q18-1Q22 大会员付费率变化	38

图 65: 与长视频平台付费率的横向对比	38
图 66: 2017E-2021E 直播业务收入及增速	38
图 67: 2017E-2021E 直播业务于整体收入中更多占比	38
图 68: 4M22 游戏直播平台开播场次及开播主播数量	39
图 69: 虚拟主播示例	39
图 70: 1Q18-1Q22 电商及其他业务收入及增速	39
图 71: 1Q18-1Q22 电商及其他业务收入占总收入比重-%	39
图 72: 会员购平台所销售的线下展会门票	39
图 73: 会员购平台所销售的实物周边	39
表 1: 重要事件年表	9
表 2: 核心管理层	10
表 3: 截止历年年末公司所运营的独代游戏和联运游戏数量	13
表 4: 国内重点独代游戏流水预估 (单位: 亿元)	14
表 5: 独代业务后续 Pipeline 储备	16
表 6: 海外自主发行重点独代游戏流水预估 (单位: 百万元)	17
表 7: 已公布的自研产品	18
表 8: 2Q18-1Q22 按播放量排序的前五大 PUGV 内容垂类 (非连续)	21
表 9: 六大 OGV 品类前五播放数/追番数的内容	23
表 10: 当前哔哩哔哩对 35 岁以下用户的渗透情况 (单位: 亿人)	24
表 11: 2023 年哔哩哔哩对 35 岁以下用户的渗透情况测算 (单位: 亿人)	24
表 12: 2019 年年龄层抽样检测中 35 岁以下人口的年龄分布	24
表 13: 2023 年活跃用户数弹性测算 (单位: 亿人)	25
表 14: 主要广告主行业	31
表 15: 2024 年 DAU、MAU 空间测算	32
表 16: 哔哩哔哩万粉以上视频创作者数量分布	34
表 17: 不同粉丝量级的视频创作者商单广告价格情况	35
表 18: 1Q22 花火平台 GMV 测算	35
表 19: 1Q22 花火平台收入贡献测算	35
表 20: 大会员特权	37
表 21: 与长视频平台会员价格横向对比 (元)	37
表 22: 收入预测表 (百万元)	40
表 23: 成本、费用及利润预测表 (百万元)	41

表 24: 估值表	41
表 25: 游戏公司可比估值表	41
表 26: 主站业务可比公司表	42

1. 哔哩哔哩：星辰大海，从小众 ACG 社区走向年轻一代

1.1. 公司简介：完成破圈的垂类在线视频平台

哔哩哔哩：从小众 ACG 走向年轻一代。公司前身 MikuFans 由徐逸创建于 2009 年，并于 2010 年正式更名 bilibili（哔哩哔哩）。早期作为弹幕视频分享网站，是较为纯粹的小众 ACG（即动画 Animation、漫画 Comics、游戏 Games 的英文首字母）社区。2014 年天使投资人陈睿以董事长身份正式加入后，公司开始商业化过程，相继上线直播、游戏代理发行、大会员等业务。2018 年，哔哩哔哩于纳斯达克挂牌上市。2019 年以来，哔哩哔哩开始突破原有的 ACG 为主的用户圈层，实行用户增长战略，年底与新华网联合举办跨年晚会，并于 2020 年相继推出《后浪》、《风犬少年的天空》、《说唱新时代》，将“你感兴趣的视频都在 B 站”确认为 Slogan。2021 年 3 月，哔哩哔哩于港交所二次上市。

表 1：重要事件年表

时间	事件
2009	徐逸建立视频分享网站 MikuFans
2010	MikuFans 更名为 bilibili（哔哩哔哩）
2011	猎豹移动联合创始人陈睿作为天使投资人加入 bilibili，担任业务顾问
2012	移动端应用上线
2014	上线直播业务；开启游戏代理发行业务；购入首部正版番剧《浦安铁筋家族》；开始与索尼全资子公司 Aniplex 在动画版权采购方面展开合作；陈睿以董事长的身份正式加入 bilibili
2016	获得东京电视台动画网络播放授权；上线“充电计划”，开启创作者激励；独家代理 Aniplex 旗下移动游戏《命运-冠位指定》（Fate/Grand Order）
2017	独代《碧蓝航线》手游；组建 BLG 电竞俱乐部，进军电竞行业；推出电商业务
2018	创作者激励升级，上线“创作激励计划”，并举行首届年度 UP 主颁奖；于纳斯达克挂牌上市；与 Discovery 达成深度合作，上线 Discovery 专区，开拓内容供给；与腾讯达成战略合作；收购网易漫画；推出大会员服务
2019	阿里成为主要股东；举办了首届跨年晚会《2019 最美的夜》
2020	确定“你感兴趣的视频都在 B 站”的 Slogan；获得索尼 4 亿美元的战略投资，并且与索尼子公司 Aniplex 达成战略合作；出品首档说唱音乐类节目《说唱新世代》；推出首部国产青春剧集《风犬少年的天空》；获得《英雄联盟》全球总决赛 S10 至 S12 连续三年（2020 年至 2022 年）的国内独家直播版权
2021	港股二次上市

资料来源：公司公告、《B 站编年史》，德邦研究所

核心管理层兼具互联网从业经验与社区文化理解。创始人兼总裁徐逸是社区的舆论领袖，2014 年后淡出一线；董事长兼 CEO 陈睿具有多年互联网从业经验，为金山网络（现猎豹移动）联合创始人，同时也是资深二次元用户，早期以天使投资人身份加入，并于 2014 年起正式担任董事长；COO 李旻曾任职于猎豹移动，目前主要负责哔哩哔哩商业化与内容业务，搭建起了哔哩哔哩自制内容体系；CFO 樊欣曾先后在毕马威华振、网易共工作了 13 年，于 2016 年 4 月加入哔哩哔哩担任财务副总裁，一年后升任为首席财务官。

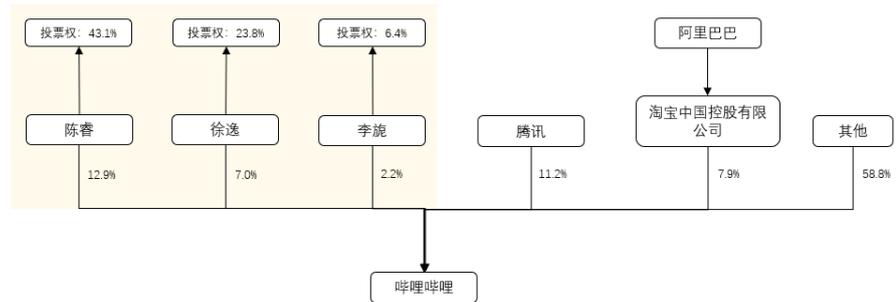
表 2: 核心管理层

姓名	职务	负责内容	个人背景
陈睿	董事长兼 CEO	公司战略规划等	2001 年-2008 年担任金山软件互联网安全研发总经理; 2009 年创立贝壳安全, 并于 2009 年-2010 年担任 CEO; 后联合创立猎豹移动; 2011 年, 以天使投资人的身份加入哔哩哔哩, 推动公司化运作。2014 年, 正式加入哔哩哔哩担任董事长。2016 年, 入选《财富》杂志“中国 40 位 40 岁以下商界精英”榜单。2001 年获得成都信息工程大学学士学位。
徐逸	创始人兼总裁	技术发展指导、社区意见领袖	哔哩哔哩创建者, 促成集团于 2011 年开始商业营运以及公司于 2013 年成立。2013 年 12 月起担任哔哩哔哩董事兼总裁。2010 年获得北京邮电大学副学士学位。
李旻	副董事长兼 COO	平台运营、内容生态建设、市场化及战略投资、市场品牌等	曾创立企业管理咨询公司 Goalcareer, 并于 2008 年-2012 年担任 CEO; 2013 年-2014 年就职金山网络(现猎豹移动)人力资源负责人; 2014 年 11 月起担任哔哩哔哩首席运营官, 2015 年 1 月起担任公司董事会副主席。2020 年起担任欢喜传媒非执行董事。2008 年获得岭南师范大学法学学士学位。
樊欣	CFO	投资者关系及财务事宜	2008 年至 2011 年期间担任毕马威华振高级经理; 2011 年至 2016 年在网易担任财务总监; 自 2016 年 4 月起担任哔哩哔哩财务副总裁。2001 年获得上海财经大学国际会计学士学位。

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

管理层通过超级投票权对公司拥有绝对控制, 腾讯、阿里为其他重要股东。核心管理层合计持股 22.1%, 通过超级投票权, 拥有 73.3% 投票权, 对公司享有绝对控制。其他重要股东包括腾讯、阿里巴巴, 分别持股 11.2%、7.9%。

图 1: 股权及投票权结构图



资料来源: 公司公告, 德邦研究所
注: 截止 2022 年 2 月 28 日

1.2. 经营状况速览: 收入维持高增速, 用户增长投入扩张与收入结构切换下利润阶段性承压

公司经营活动围绕弹幕（观看视频时飘过的评论性字幕, 相较于普通评论有时间属性）在线视频平台“哔哩哔哩”展开, 现阶段主要通过游戏、增值服务（主要是付费会员和直播）、广告以及电商业务进行变现。旗下在运营产品包括移动端、PC 端和 OTT 端的在线视频平台, 以及哔哩哔哩漫画、猫耳 FM 等垂类应用。

图 2: 移动端应用用户界面



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

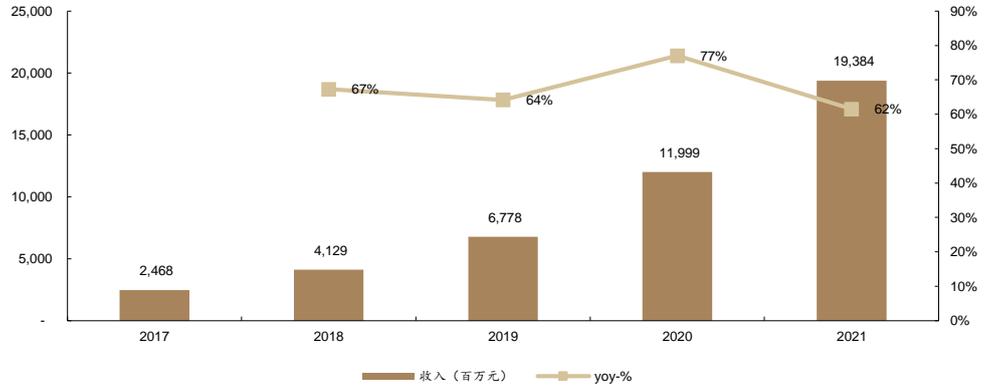
图 3: 视频弹幕示例



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

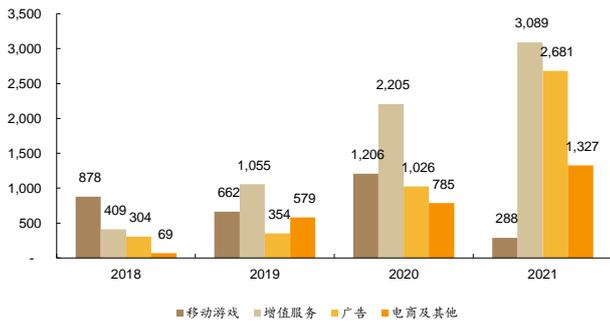
收入端：高速增长，过去五年 CAGR 为 67%；结构上趋向多元化，增值服务与广告业务目前贡献主要增量。2017 年-2021 年公司收入维持高增速，期间 CAGR 达 67%。从收入结构角度来看，游戏业务收入占比持续下滑（83%至 26%）；增值服务自 2019 年起带来的收入增量已经领先其余业务，2021 年收入占比提升至 36%转为第一大业务；广告业务 2021 年同比增长 145%，收入规模进一步接近游戏业务，占比 23%。

图 4：2017-2021 年收入及增速



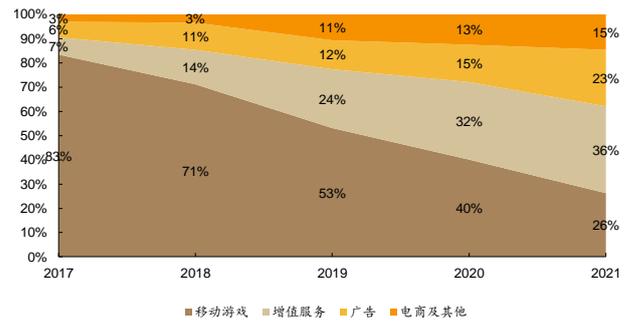
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 5：2018-2021 年各业务贡献的收入增量（百万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

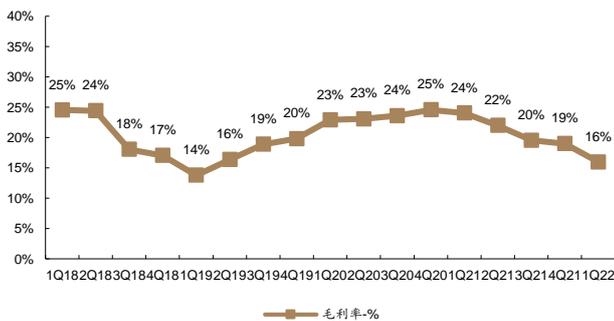
图 6：2017-2021 年收入结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

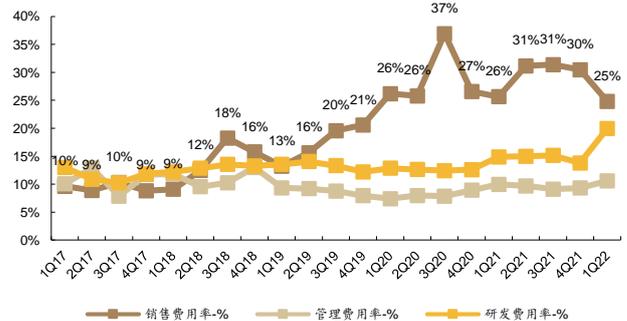
成本费用端：毛利率持续波动，4Q20 以来由于收入结构变化持续下行；管理费用率和研发费用率相对稳定，但 2019 年来以用户增长为导向的战略，导致销售费用率持续走高。

图 7：1Q18-1Q22 公司整体毛利率



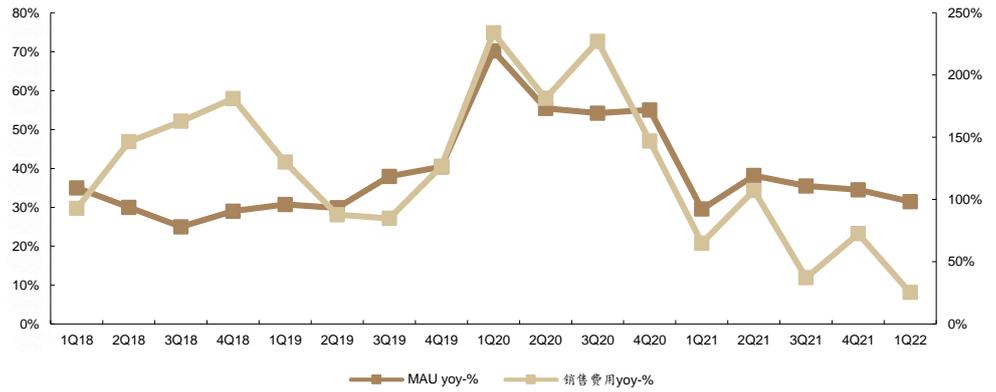
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 8：1Q18-1Q22 公司整体费用率



资料来源：公司公告，德邦研究所

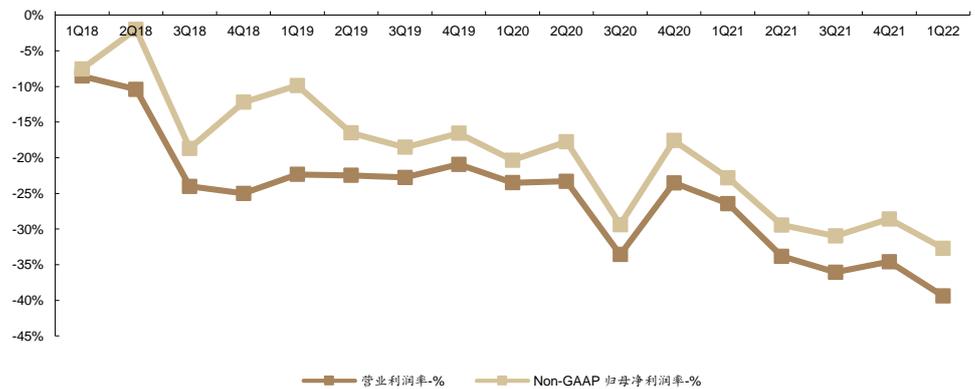
图 9: 1Q18-1Q22 MAU 与销售费用的同比增速趋势较为吻合



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

利润端: 费用高增长叠加收入结构变化, 亏损率有所扩大。在销售费用率走高及收入结构变化(高毛利率的游戏业务收入占比持续下降)的双重影响下, 营业利润率与 Non-GAAP 归母净利润率亏损幅度都有一定程度扩大。

图 10: 1Q18-1Q22 营业利润率与 Non-GAAP 归母净利润率



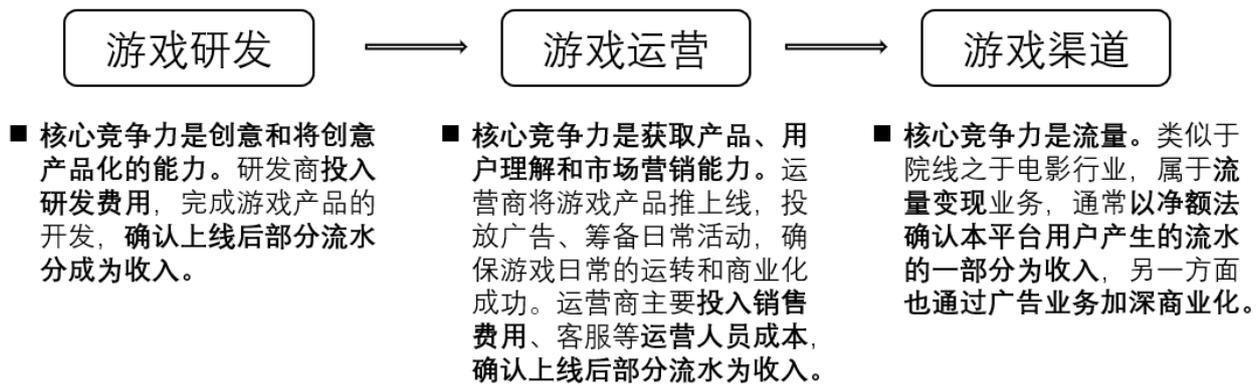
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 游戏业务: 当前具有较强的 beta 属性, 展望出海与自研贡献 alpha

我们认为现阶段哔哩哔哩的游戏业务的增长主要由 beta 属性主导: 国内版号恢复常态化发放, 一方面会使得独代业务 pipeline 中游戏可以上线兑现收入; 另一方面, 也可以提振上游二次元游戏厂商的发行需求, 带动具有壁垒的渠道业务增长。在海外市场, 用户对于二次元领域的审美在亚太乃至全球范围内, 差异化较小, 基于对二次元文化的理解, 公司在日韩市场二次元游戏发行具有竞争力, 后续产品上线形成的增量收入会是公司当前能见度较强的 alpha。此外, 公司目前有千人规模的自研团队, pipeline 中在研产品 6 款, 后续自研产品的上线有望形成另一部分 alpha。

游戏产业链按照分工, 可以分为游戏研发、游戏运营、游戏渠道三个部分。三个部分的商业模式有一定差异, 游戏研发是典型的内容生产行业, 主要变现创意和将创意产品化的能力; 游戏运营更类似于销售业务, 核心竞争力是获取产品、用户理解和市场营销能力; 游戏渠道是流量变现生意, 核心竞争力是流量的规模和与游戏产品的契合度。

图 11: 游戏行业产业链



资料来源：德邦研究所绘制

哔哩哔哩的游戏业务涵盖独家代理和联合运营两个板块，分别对应游戏运营和游戏渠道环节。独家代理业务指哔哩哔哩以发行商的身份从研发商处获取游戏产品，并且负责该游戏产品的上线和日常运营。联合运营是渠道业务，哔哩哔哩是国内安卓市场第三方渠道的重要组成部分。在渠道业务的实际操作中，发行商为了区分各个渠道流水贡献比例，通常以“渠道联（合）运（营）”的形式开展：用户在哔哩哔哩获取游戏，用哔哩哔哩的账号登录游戏，所登陆的服务器通常被称为“哔哩哔哩服”，所产生的流水，哔哩哔哩进行分成，以净额法确认为收入。

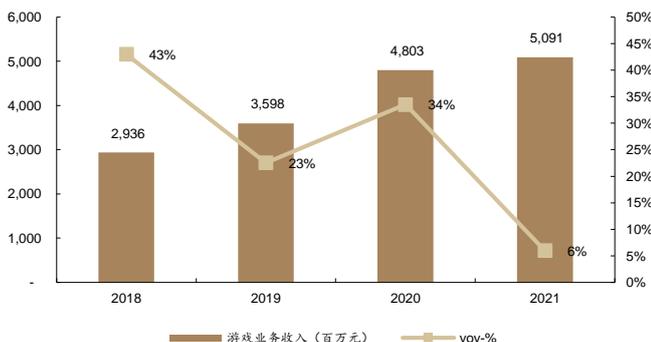
表 3: 截止历年年末公司所运营的独代游戏和联运游戏数量

	独代游戏数量 (个)	联运游戏数量 (个)
截至 2017 年末	8	63
截至 2018 年末	11	超过 300
截至 2019 年末	29	超过 750
截至 2020 年末	43	数百
截至 2021 年末	59	数百

资料来源：公司公告，德邦研究所

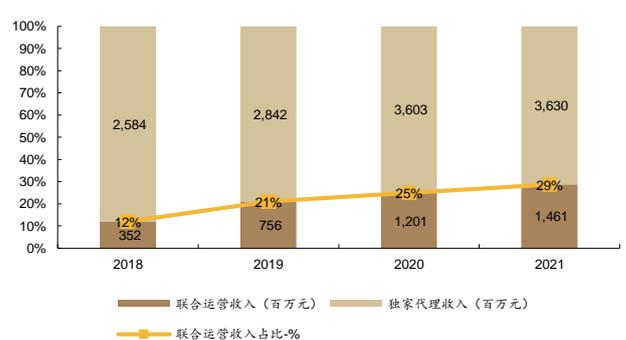
独家代理收入面对增长瓶颈，导致游戏业务整体增速趋缓。直观来看，2018年以来，游戏业务收入整体增速逐渐趋于平缓，主要源于独代游戏收入增速下滑；渠道业务保持着较高的增速，收入占比于 2021 年提升至整体近 30%，4 年间 CAGR 高达 61%，显著高于独代收入的 12%。

图 12: 2018-2021 年游戏业务整体收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 13: 2018-2021 年游戏业务收入结构变化



资料来源：公司公告，德邦研究所

2.1. 独代业务：产品储备丰富静待版号恢复常态化发放，展望出海与自研

我们基于 SensorTower 数据对公司国内独代游戏的流水进行了测算，具体方法如下：1) 从 SensorTower 获得产品于国内 iOS 端的季度流水，并根据历史汇率换算为人民币；2) 根据公司财报所披露的独代游戏收入，确认国内 iOS 端流水的占比（2018-2021 年分别为 40%/43%/34%/29%），进而倒算出各游戏的国内全口径流水；3) 根据财报中披露的产品收入数据，进行交叉检验：公司披露了《FGO》、《碧蓝航线》和《公主连结 Re:Dive》三款产品 2018-2020 年收入合计为 25.2/24.4/28.8 亿元，而我们测算的结果为 25.0/24.6/29.7 亿元，误差为 0.8%/0.9%/3.1%，考虑到流水到收入还涉及到确认周期的问题，我们认为上述误差基本可以接受，测算结论可以作为公司产品流水的观察、跟踪依据，但具体数据建议仍以公司披露为准。

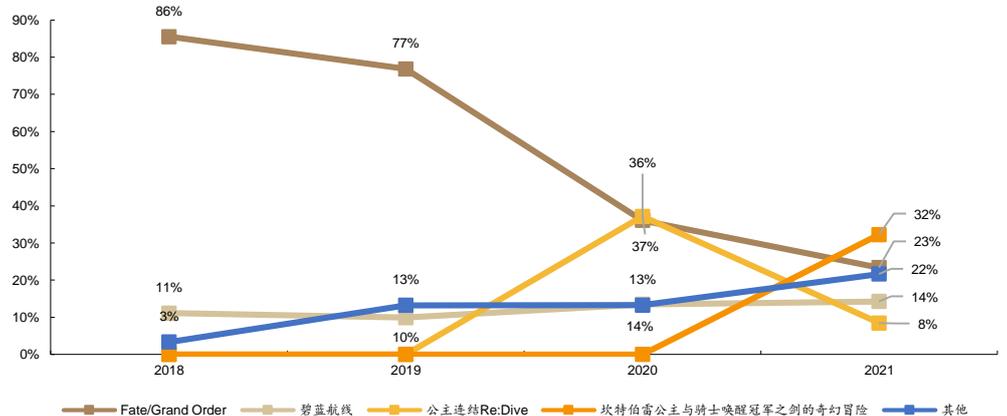
早期流水集中于《FGO》且后续无大体量产品接档，是独代游戏收入增速趋缓的直接原因。哔哩哔哩上市之初独代游戏收入主要由《FGO》、《碧蓝航线》贡献，两者在 2018-2019 年均跑出了较好的流水表现，但随着《FGO》的流水自然衰减，哔哩哔哩于 2020 年和 2021 年上线的旗舰产品《公主连结 Re:Dive》和《坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险》流水体量相对有限，在填补空缺后，很难贡献增量，导致整体收入增速放缓。

表 4：国内重点独代游戏流水预估（单位：亿元）

游戏名称	国服上线日期	游戏品类	来源	IP	2018	2019	2020	2021
Fate/Grand Order	2016 年 9 月 28 日	CCG&RPG	代理 TYPE-MOON	Fate	22	22	12	8
碧蓝航线	2017 年 5 月 24 日	CCG&RPG	代理蛮啾网络与勇仕网络	无	3	3	5	5
公主连结 Re:Dive	2020 年 4 月 14 日	CCG&RPG	代理 Cygames	无	0	0	13	3
坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险	2021 年 4 月 26 日	RPG	代理 Kong Studios	无	0	0	0	10
其他					1	4	5	7
合计					26	28	34	32

资料来源：SensorTower、公司公告、七麦，德邦研究所测算

图 14：2018-2021 年主要游戏产品于国内流水占比



资料来源：SensorTower、公司公告、七麦，德邦研究所测算

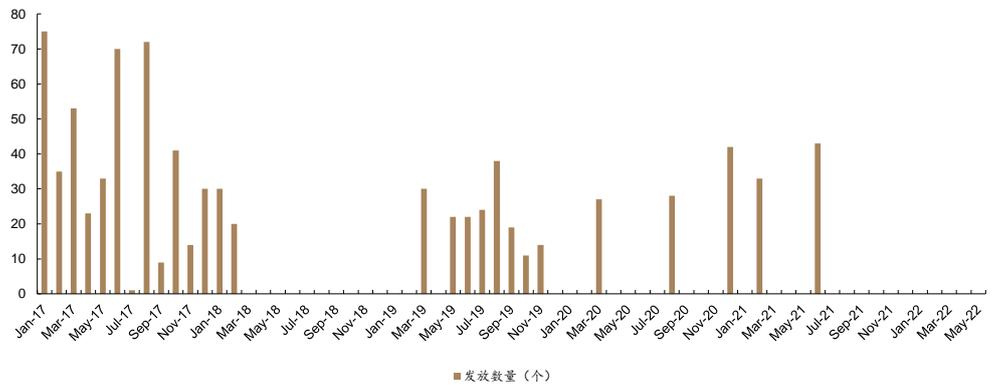
背后反映的是供给端走弱。由于哔哩哔哩主要的收入来自于运营和渠道两个游戏产业链相对下游的环节，我们认为当前游戏业务面临的根本问题是上游优质游戏产品供给趋弱。

哔哩哔哩所运营的游戏产品集中于二次元垂类，产品来源可以分为本土和海外。对于海外产品，供给端的限制主要源于 1) 进口游戏版号收紧；2) 国产二次元手游本身竞争力的下滑。而在当下国产主导的国内二次元游戏市场，头部产品均选择自主发行进一步抑制了哔哩哔哩的产品供给。

2020 年以来，进口游戏版号发放数量、频率大幅度减少，限制了公司代理海

外游戏产品。来源于国外的游戏产品需要进口网络游戏版号（适用于国内厂商代理引进的国外游戏、抑或是拿到国外 IP 授权后自主研发的游戏）才能在国内进行商业化。2017 年至 2018 年版号停发之前，进口网络游戏版号平均每月发放 36 款；2019 年版号恢复发放之后，仍然按月连续发放了半年时间，平均每月发放 22 款；此后，进口游戏版号发放数量和频率都有较大幅度的下滑，2019 年 12 月至 2022 年 5 月共 30 个月中，仅发放了 5 次、合计 173 个版号，平均每月仅发放 6 款，仅相当于 2018 年版号停发前的 17%。

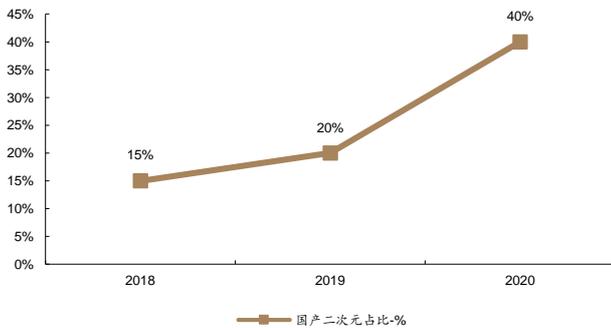
图 15：1M17-5M22 进口网络游戏版号发放情况



资料来源：国家新闻出版署，德邦研究所

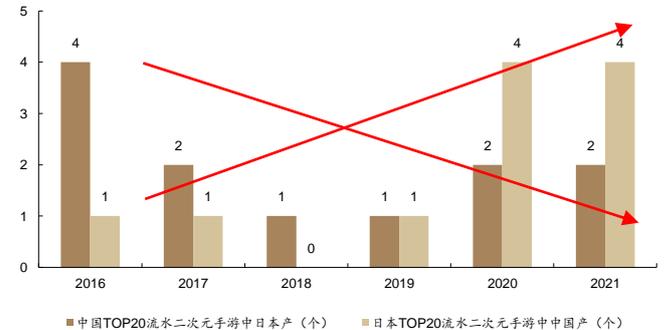
国内二次元手游研发能力持续提升，返销日本成为新趋势，且主导国内市场，日本进口二次元游戏竞争力有所下滑。无论是从绝对数量上，还是从头部产品的表现来看，国产二次元游戏均已进入返销日本市场的状态。手游出海本身即是强产品研发能力地区对弱产品地区的输出，日产二次元游戏在国内头部市场的竞争力同样下滑。

图 16：2018-2020 年日本新上线二次元手游中国产二次元占比



资料来源：TGDC2021，德邦研究所

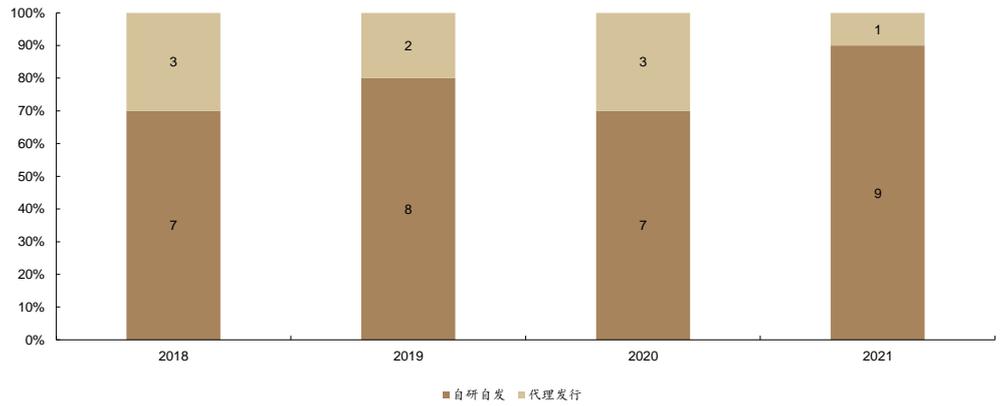
图 17：2016-2021 年中日 TOP20 二次元游戏互相输出对比



资料来源：SensorTower，德邦研究所整理
注：TOP20 为流水口径

头部国产二次元手游厂商自研自发的趋势进一步挤压了独代产品供给。游戏运营环节所需要的能力是对用户群体的理解和营销推广，进而达到高效商业化和用户留存、增长的平衡，相比于研发和渠道，并不是一个强壁垒的业务；而从 CP 转为自研自发可以带来显著的收入提升。因此，2018 年以来，绝大多数的头部国产二次元游戏都采用了自主发行的模式，客观上进一步挤压了哔哩哔哩的独代产品供给。

图 18: 2018-2021 年 TOP10 国产二次元手游发行方式



资料来源: 国产二次元手游观察、百度百科、玩匠, 德邦研究所整理

展望未来, 我们认为独代业务后续的逻辑为 1) 短期来看, 版号恢复常态化发放后, Pipeline 中产品恢复正常上线进度; 2) 海外发行推进, 对冲国内版号收紧, 提供收入增量; 3) 从更长期的视角来看, 对于自研的持续投入有望从根本上解决独代业务产品供给侧问题。

Pipeline 中产品储备丰富, 版号恢复常态化发放的状态下, 有望逐步恢复正常的上线进度。当前公司 Pipeline 中储备有 22 款端游与 1 款手游, 主要集中于二次元美术风格, 其中 5 款已经拿到版号。2022 年以来多款产品已进入测试阶段, 随着版号发放恢复常态化, Pipeline 中产品有望逐步上线。

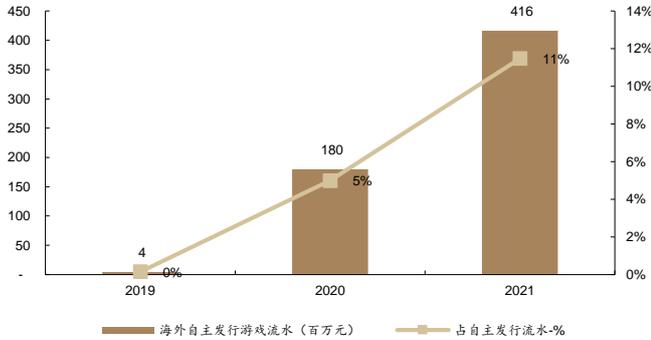
表 5: 独代业务后续 Pipeline 储备

产品	美术风格+玩法	产品来源	状态	版号
狩猎时刻	二次元+动作	代理 10 Heroes Studio	2022/1 三测	有
代号: 依露希尔	二次元+卡牌	自研	2022/3 不计费删档测试	
宝石研物语: 伊恩之石	二次元+RPG	代理莱丘莉	2022/3 限号删档测试	有
非匿名指令	二次元+回合制卡牌	代理掌趣旗下枪猫工作室	2022/4 删档测试	有
小手电大派对	像素风+休闲解密	代理嘉谊互娱	2022/4 限号删档不计费测试	
代号: 百家	Roguelike+竖版动作	代理铎行网络旗下 Bingo Studio	2022/4 限量测试	
夜莺: 逆向指令 (代号: 夜莺)	二次元+战棋	自研	2022/5 限量删档首测	
光隙解语	二次元+SLG	代理丛云科技	2022/5 限号删档不计费测试	
代号 C	二次元+乙女	自研		
斯露德	二次元+弹幕射击	自研		有
伊苏: 梦境交织的长夜	二次元+ARPG	自研		
碳酸危机	端游	自研		
长安百万贯	二次元+模拟经营	代理十字星		
重构: 阿塔提斯	二次元+MOBA	代理朱雀网络		
重明鸟	卡通+横版冒险解密	代理星磐科技		有
代号: 艾塔	二次元+SLG	代理 ETE GAME		
代号: 红月	Roguelike+冒险	代理 Lost Game		
代号: 了不起的模拟器	Roguelike+模拟	代理吉艾斯球		
工匠与旅人	二次元+模拟经营	代理杭州天空盒		
工作细胞: 大作战	二次元+模拟经营	代理		
七千兆亿的星空	二次元+养成	代理盛趣		
心罪爱丽丝	二次元+卡牌	代理 Square Enix		
隐藏真探	互动电影	代理 GREAT FISH INTERACTIVE		

资料来源: 2020、2021 年 bilibili 游戏新品发布会、玩匠、TAPTAP、百度百科, 德邦研究所整理

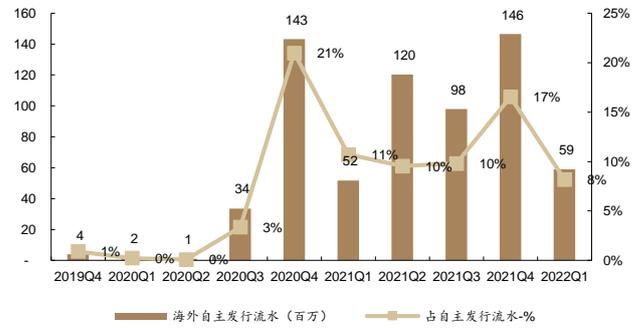
另一方面，2020年以来，海外发行产品约贡献了公司约10%的自主发行流水，是国内独代业务走弱后，整体流水仍能够维持增长的主要原因。基于与国内相似的方法，我们测算了公司海外自主发行业务的流水（但海外安卓市场GooglePlay占比较高，因此不再需要通过收入倒算iOS比例）。结果显示，随着《双生视界》、《重装战姬》等产品于日韩市场的成功发行，海外流水于4Q20开始产生显著的流水贡献，于2021年预计占自主发行流水总体的11%。

图 19: 2019-2021 年海外自主发行流水及在自主发行总流水中的占比



资料来源: SensorTower、公司公告, 德邦研究所测算

图 20: 4Q19-1Q22 海外自主发行流水及在自主发行总流水中的占比



资料来源: SensorTower、公司公告, 德邦研究所测算

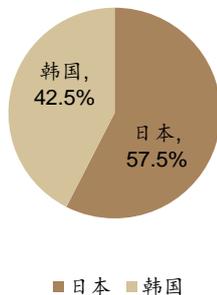
表 6: 海外自主发行重点独代游戏流水预估 (单位: 百万元)

产品流水估算	发行地区	上线日期	游戏品类	来源	IP	2019	2020	2021
重装战姬 (ファイナルギア)	日本&韩国	4Q20&2Q21	卡牌&RPG	代理北客世界科技	无	-	123	156
高能手办团 (미니어스)	韩国	3Q21	卡牌&RPG	代理心光流美	无	-	-	123
机动战姬 (アーテリーギア)	日本	4Q21	卡牌&RPG	自研 (控股子公司)	无	-	-	41
其他						4	56	97
海外自主发行游戏流水合计						4	180	416

资料来源: SensorTower、公司公告、七麦, 德邦研究所测算

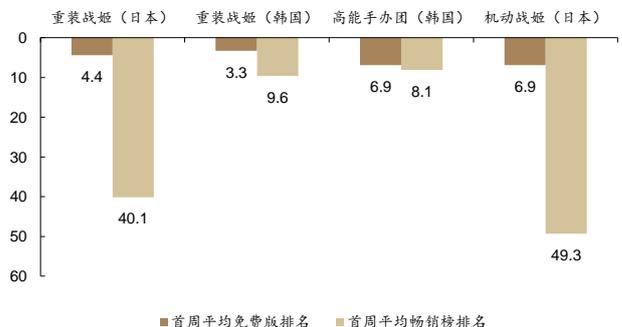
聚焦日本、韩国市场二次元手游发行, 具备让优秀产品上线初期冲入双榜前列的发行能力。哔哩哔哩的海外发行业务聚焦于日本、韩国市场, 开始海外发行业务以来, 两个市场的累计流水约为 6:4。在海外发行能力上, 通过上线前夕的 Twitter 抽奖、制作者及声优互动、以及网红联动, 公司有能让优秀的产品在线上首周保持在韩国、日本 iOS 免费榜和畅销榜的前列, 甚至短时间内登顶。

图 21: 至今哔哩哔哩海外发行所取得的流水分布



资料来源: SensorTower, 德邦研究所

图 22: 几款头部游戏上线首周表现



资料来源: 七麦, 德邦研究所

两款自研产品已开启首测, 展望游戏自研从根本上解决产品供给不足。根据张峰 2021 年 6 月接受财经记者专访, 哔哩哔哩于 2020 年开始搭建游戏中台, 现在已组建了 6 个工作室, 并于 1Q22 收购了游戏研发公司心源互动, 根据 1Q22 电话会, 自研团队人数已超过千人。于 2021 年 bilibili 游戏新品发布会, 公司发布了 6 款自研产品 (其中一款为端游), 目前《代号: 依露希尔》、《代号: 夜莺》已

经分别于 2022 年 3 月、5 月开启首测。考虑到现阶段自研游戏上至三年的研发周期，我们认为在较长的视角下，后续对自研的持续投入，有望从根本上解决产品供给端的压力。

表 7：已公布的自研产品

产品名称	美术风格+玩法	研发进度
代号：依露希尔	二次元+卡牌	2022/3 不计费删档首测
夜莺：逆向指令（代号：夜莺）	二次元+战棋	2022/5 限量删档首测
代号 C	二次元+乙女	研发中
斯露德	二次元+弹幕射击	研发中
伊苏：梦境交织的长夜	二次元+ARPG	研发中
碳酸危机	端游	研发中

资料来源：2021 年 bilibili 游戏新品发布会、玩匠、TAPTAP、百度百科，德邦研究所整理

2.2. 渠道业务：在二次元游戏发行渠道领域具有壁垒，有望受益于版号恢复常态化发放后上游发行需求复苏

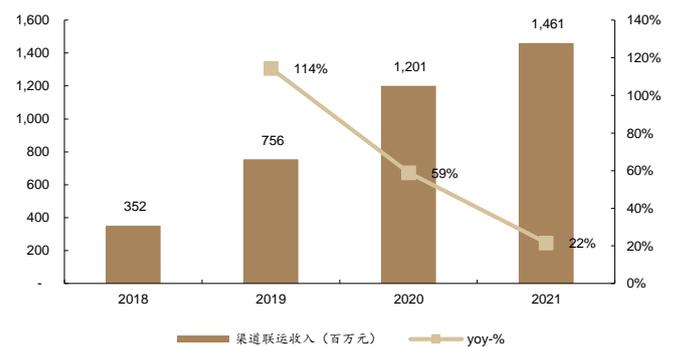
依托内容平台所积累的流量开展渠道业务，维持高增速发展。公司通过哔哩哔哩中的游戏中心开展游戏渠道业务，并对渠道中产生的流水进行 50% 的分成，通过净额法确认收入。2018 年以来，渠道联运收入维持相对较独代业务更高的增速。

图 23：主站中的游戏中心承载游戏发行渠道功能



资料来源：哔哩哔哩 app，德邦研究所

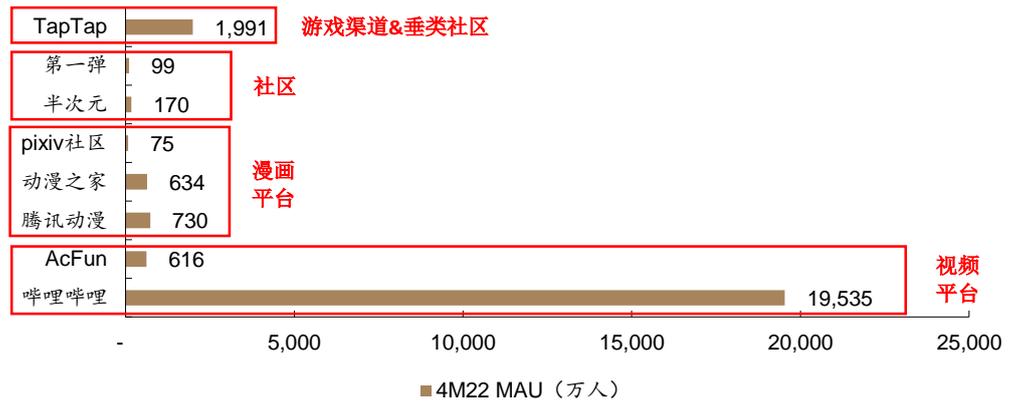
图 24：2018-2021 年渠道联运业务收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

集中的二次元用户群，使得渠道联运业务具有壁垒。如上文所述，渠道业务本质上是流量变现的业务。我们认为哔哩哔哩于二次元游戏渠道业务上仍然具有较强的壁垒，原因在于其仍然是国内流量最丰富的二次元平台及社区。基于此，头部二次元厂商即使进行自研自发自发，也通常会选择哔哩哔哩作为联运渠道。

图 25：国内主要二次元平台及社区的活跃用户对比

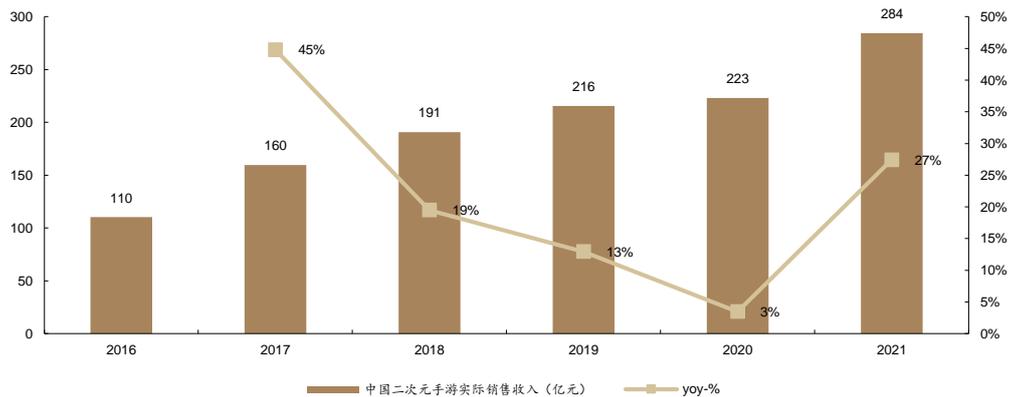


资料来源：易观千帆，德邦研究所

注：我们使用了易观千帆数据库中哔哩哔哩的 MAU 数据，而非公司披露数据，两者口径上存在一定差异，但此处我们的主要目的是横向对比。

二次元手游赛道景气度高，预计版号发放常态化后渠道业务受益于厂商发行需求复苏。2016 年-2021 年，国内二次元手游市场维持较高增速，6 年间 CARG 达 21%。考虑到当前哔哩哔哩于二次元游戏渠道中的独特性，我们预计随着国内游戏版号恢复常态化发放，公司联运业务有望受益于游戏厂商的发行需求复苏，维持相对较高的增速，驱动游戏业务的增长。

图 26：2016-2021 年中国二次元手游实际销售收入及增速

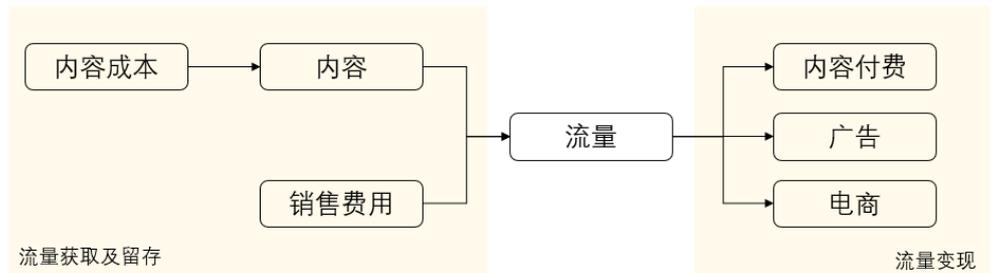


资料来源：华京产业研究院、中国音数协游戏工委，德邦研究所

3. 主站业务：内容生态稳固，用户与变现空间广阔

哔哩哔哩的主站业务是标准的内容平台业务，其业务逻辑为：投入内容成本获得内容，与销售费用投入一同在平台内产生、留存流量（用户数*时长），再通过内容付费（包括会员、直播）、广告和电商三个方式对平台内的流量进行变现。

图 27：主站业务是标准的内容平台业务



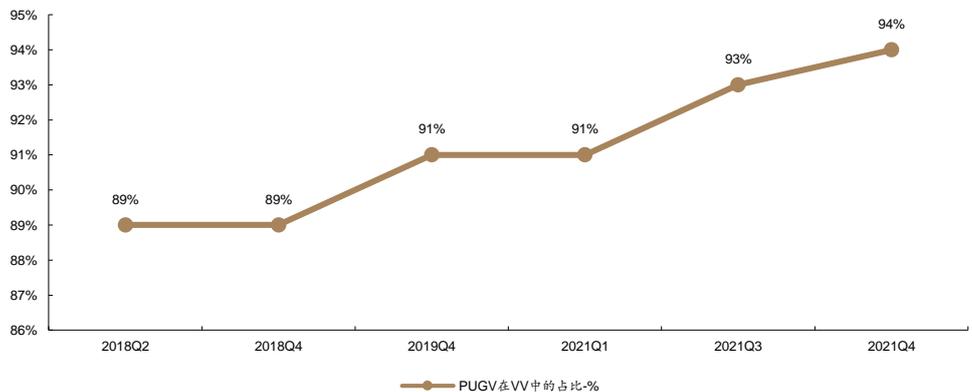
资料来源：德邦研究所绘制

在内容平台的商业模式中，内容的意义在于获得和留存流量（即用户数量和单用户时长），并为部分变现模式提供基础。因此，在这个章节，我们首先考虑平台中内容的供给与消费，进而探讨用户规模的增长与界限，再考虑维持和获得的代价，最后探讨商业化空间。

3.1. 内容供给与消费：PUGV 内容生态稳固，OGV 走差异化路线补全内容形式

从站内内容消费的角度来看，PUGV 是主导的内容形式，OGV 起到补充作用。哔哩哔哩中的视频内容主要由 OGV（Occupationally Generated Video 专业生产内容，指所有采购版权获得的视频内容，包括但不限于电影、番剧等）和 PUGV（Professional User Generated Video 专业用户生成视频，于哔哩哔哩平台中指社区中的 UP 主上传的视频内容）构成，从内容消费的角度，PUGV 长期贡献平台约 90% 以上的 VV，是主要的内容形式。

图 28：2Q18-4Q21 PUGV 于 VV 中的贡献比例（非连续）



资料来源：财报后交流会、公司公告，德邦研究所

对于 PUGV 内容，平台中的用户已经形成了相对稳定的消费习惯。3Q19 后，用户于平台中消费的头部 PUGV 垂类基本稳定：生活区成为消费量最大的垂类，娱乐、游戏、动画和知识也稳居第一梯队。

表 8: 2Q18-1Q22 按播放量排序的前五大 PUGV 内容垂类 (非连续)

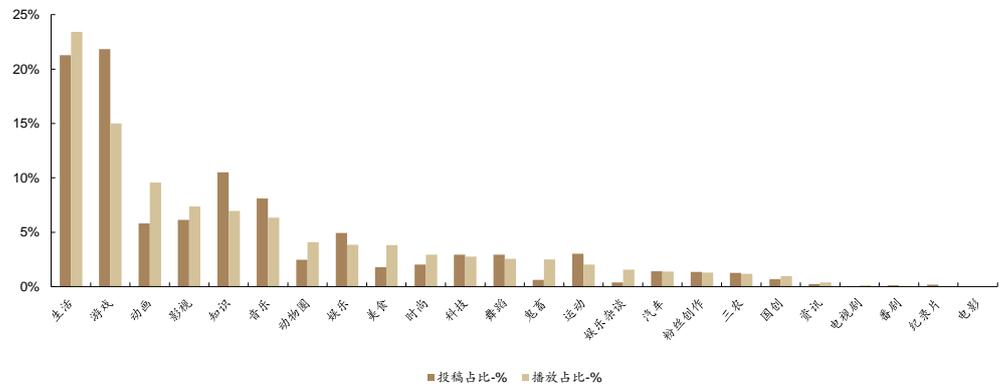
2Q18	3Q18	4Q18	3Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	4Q21	1Q22
娱乐类	娱乐类	娱乐类	生活类								
生活类	生活类	生活类	娱乐类	游戏类	游戏类	游戏类	游戏类	游戏类	娱乐类	游戏类	游戏类
游戏类	游戏类	游戏类	游戏类	娱乐类	娱乐类	娱乐类	娱乐类	娱乐类	游戏类	娱乐类	娱乐类
动画类	知识类	动画类	动画类								
知识类	动画类	知识类	知识类								

资料来源: 各个季度业绩发布会, 德邦研究所

注: 同一品类使用同样背景颜色

这样的消费习惯进而塑造了当前 PUGV 内容供给。而在内容社区中, 长期来看, 内容的消费和内容的供给是同一个硬币的两面, 我们于第三方平台观察到的数据也可以验证: 拥有高播放量占比的垂类, 通常也有高投稿量占比。意味着, 当下已破圈两年有余的哔哩哔哩, 已经形成了一个具有稳定基本盘的 PUGV 内容生态。

图 29: 各垂类视频的投稿占比和播放量占比基本匹配



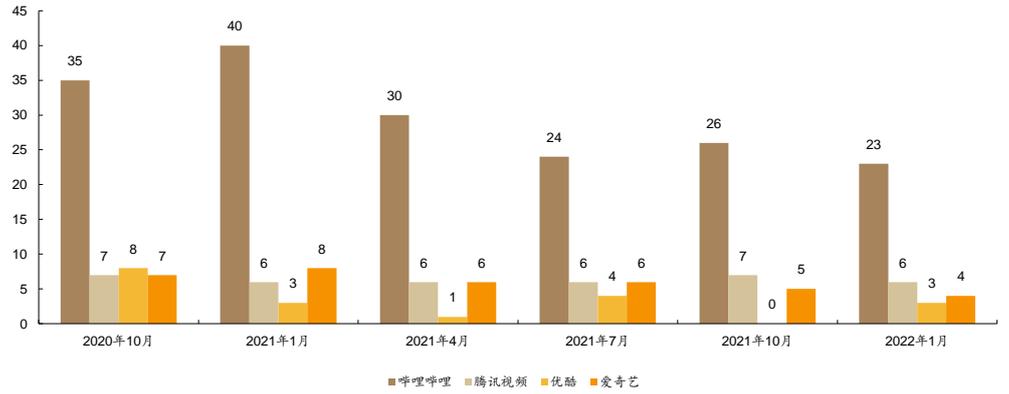
资料来源: 火烧云数据, 德邦研究所

注: 数据区间为 2022 年 5 月 22 日至 2022 年 6 月 22 日。

哔哩哔哩中的 OGV 内容主要由动漫 (分为国创动漫和日本番剧)、电视剧、电影、纪录片和综艺六大版块构成。动漫仍然是哔哩哔哩 OGV 的核心, 但国创动漫的活跃用户数已经对日本番剧形成了超越; 此外, 哔哩哔哩在电影、电视剧、综艺及纪录片版块展开了积极的布局, 一方面通过采买经典片包、参与院线电影下线后的分发建立基本盘, 另一方面, 切入上游, 参与符合社区调性的垂类内容制作, 形成平台中的内容差异化。具体而言:

1) 日本番剧: 向上游制作渗透, 国内第一大日本番剧引进平台。自 2014 年采购首部正版日本番剧《每度! 浦安铁筋家族》后, 哔哩哔哩于 2015 年开始向上游拓展, 进入番剧《洲崎西》动画制作委员会, 并于 2018 年在日本东京成立动画工作室。截止 2022 年 1 月新番, 哔哩哔哩仍然为国内引入日本番剧数量最多的在线视频平台。

图 30: 几大在线视频平台过去 6 个季度新番引进数量 (单位: 部)



资料来源: bilibili, 德邦研究所

2) 国创动漫: 流量已大幅度超过日本番剧, 国内最大的国创动漫出品方之一。2017 年, 上线国创专区, 并于 2018 年开始向上游拓展, 参与国创动漫出品, 截止 2021 年底已出品 178 部国创作品, 成为国内最大的国产动画出品方之一; 且于 2019 年, 国创专区 MAU 已经超过日本番剧区, 并于 2020 年进一步大幅领先。

图 31: 2019 年以来, 国创区的 MAU 已经超越日本番剧区



资料来源: 2020-2021 国创发布会, 德邦研究所

3) 纪录片、综艺、电影及电视剧: 采购经典, 投资自制, 补全内容生态, 反哺二创类 PUGV。一方面采购性价比较高的经典电影、电视剧片包, 例如《三国演义》《哈利波特》等, 加之参与院线电影的分发, 形成基础的内容库; 另一方面, 自制符合社区调性的 OGV 内容, 例如剧集《风犬少年的天空》、纪录片《人生一串》, 以及综艺《说唱新世代》, 补全内容生态, 并支撑二创类型的 PUGV 内容。

表 9：六大 OGV 品类前五播放数/追番数的内容

国创番剧	系列追番数	备注	日本番剧	系列追番数	备注	电视剧	播放量	备注
伍六七之玄武国篇	999 万	大会员专享	鬼灭之刃 游郭篇	1394 万	独播/大会员专享	风犬少年的天空	5.1 亿次	哔哩哔哩出品/大会员专享
灵笼	856 万	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	鬼灭之刃 无限列车篇	1299 万	独播/大会员专享	三国演义	2.4 亿次	
仙王的日常生活	825 万	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	鬼灭之刃	1183 万	独播/大会员专享	奇妙博物馆 1	2 亿次	
镇魂街	815 万	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	咒术回战	1108 万	大会员专享	珍馐记	1.6 亿次	哔哩哔哩出品/大会员专享
天宫赐福	797 万	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	间谍过家家	952 万	大会员专享	双镜	1.6 亿次	哔哩哔哩出品/大会员专享
纪录片	播放量	备注	电影	播放量	备注	综艺	播放量	备注
守护解放西 3	2.4 亿次	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	让子弹飞	1.1 亿次		说唱新世代	7.4 亿次	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享
人生一串 3	1.7 亿次	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	你的名字。	8241 万次		我的音乐你听吗	2.8 亿次	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享
这就是中国	7462 万次		扬名立万	5758 万次	独播/大会员专享	90 婚介所	2.3 亿次	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享
派出所的故事 2019	6898 万次	哔哩哔哩出品/独播	夺冠	5183 万次	独播/大会员专享	欢天喜地好哥们儿	1.8 亿次	哔哩哔哩出品/独播
第一餐	6733 万次	哔哩哔哩出品/独播/大会员专享	罗小黑战记	4823 万次	大会员专享	哔计划	1.8 亿次	哔哩哔哩出品/独播

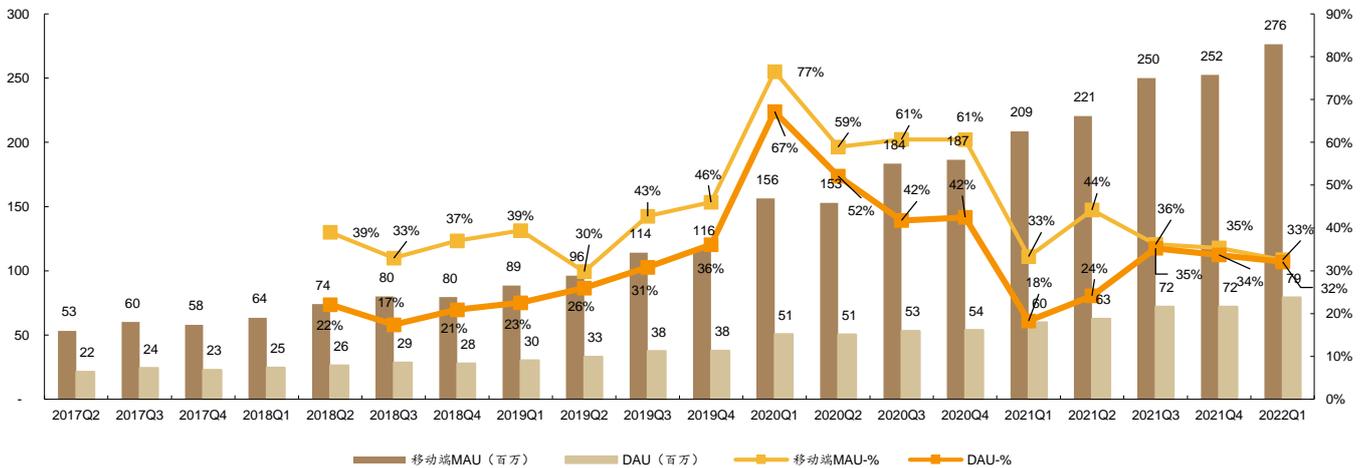
资料来源：哔哩哔哩 app，德邦研究所

注：追番数是番剧特有的关注度指标，可以理解为该系列的订阅数，数据截止 2022 年 6 月。

3.2. 用户规模与粘性：用户渗透有空间，粘性有望回升

“破圈”叠加疫情居家，2020 年用户增长显著提速，2021 年高基数下增速回落。哔哩哔哩的用户增长在 2019 年开始的“破圈”和 2020 年疫情线下活动减少的影响下进入了加速模式，并于 2021 年面对高基数后开始回落。截止 1Q22，哔哩哔哩平台移动端 MAU 达到 2.76 亿，DAU 达到 7900 万。于 4Q20 财报会上，公司将用户增长的目标设定为 2023 年 MAU 达到 4 亿。

图 32：2Q17-1Q22 哔哩哔哩移动端 MAU、DAU 及分别增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

在用户层面，市场主要关心两个问题：1) 4 亿 MAU 的目标能否实现、如何实现；2) 由于广告这一变现模式主要依赖的参数是 DAU，那么即使实现了 4 亿 MAU，持续降低的用户粘性 (DAU/MAU ratio) 是否会造成变现能力不及预期。我们对此的回答是：

3.2.1. 35 岁以下人口渗透率仍有 10% 以上提升空间，但 4 亿 MAU 意味着继续破圈

根据 2020 年人口普查数据，全国人口约为 14.12 亿，而根据 2019 年国家统

计局的抽样研究, 34 岁以下人口占比约为 44%, 对应人口约 6.21 亿。再加回 2021 年出生、减去 1985 年出生的人口, 即可获得 2021 年 35 岁以下人口总数, 约为 6.10 亿。

根据 2021 年 6 月陈睿在 12 周年演讲中提及的, 哔哩哔哩 35 岁以下的用户占比约为 86%, 假设 2021 年比例整体保持稳定的情况下, 4Q21MAU 中 35 岁以下用户约为 2.34 亿, 考虑互联网渗透率(取 2021 年末城镇互联网渗透率约 81%)和在线视频渗透率(2020 年末网络视频于网民渗透率约 94%)的限制后, 当前哔哩哔哩于 35 岁以下使用网络视频的网民中的渗透率约为 50.4%。

表 10: 当前哔哩哔哩对 35 岁以下用户的渗透情况 (单位: 亿人)

2021 年 35 岁以下人口	2021 年 35 岁以下使用网络视频的网民人口	哔哩哔哩 35 岁以下 MAU	哔哩哔哩渗透率-%
6.10	4.64	2.34	50.4%

资料来源: 国家统计局、公司公告、中国互联网络信息中心、wind, 德邦研究所测算

更进一步, 至 2023 年, 35 岁用户将会出生于 1988 年, 我们在 2021 年 6.10 亿 35 岁以下人口的数据中, 减去 1986-1987 年出生的人口, 并假设 2022-2023 年出生的人口合计 0.2 亿人, 就可以得到 2023 年 35 岁以下预计人口的总数, 约为 5.80 亿。

此处我们假设哔哩哔哩 MAU 于 2023 年成功达到 4 亿, 35 岁以下用户的占比保持在 2021 年的水平 86%。在这种假设条件下, 预计至 2023 年 35 岁以下的用户达到 3.44 亿人, 渗透率将达到 77.9%。

表 11: 2023 年哔哩哔哩对 35 岁以下用户的渗透情况测算 (单位: 亿人)

2023 年 35 岁以下人口	2023 年 35 岁以下使用网络视频的网民人口	哔哩哔哩 35 岁以下 MAU	哔哩哔哩渗透率-%
5.80	4.44	3.44	77.9%

资料来源: 国家统计局、公司公告、中国互联网络信息中心、wind, 德邦研究所测算

现在我们回答一个问题: 50.4%和 77.9%的渗透率意味着什么? 同样根据 2019 年的年龄抽样调查, 18 岁以上、35 岁以下的人口占比约为 55%(假设 15-19 岁人口均匀分布, 参考 2000-2004 年的出生人口数量, 我们认为该假设基本合理), 这个年龄范围对应上大学以后, 具有较大的自由支配时间能力的人口, 也就是有较大的渗透潜力的人口, 而剩下的 45%的 35 岁以下人口, 因为课业和年龄因素, 很难做到高渗透率。因此, 我们预计未来 55%渗透率更适合被视作长期的目标的 bottom line, 当前的 50.4%的渗透率仍有 10%以上的空间。另一方面, 上述假设条件中的 77.9%的渗透率很难达到, 4 亿 MAU 的用户意味着继续破圈。

表 12: 2019 年年龄层抽样检测中 35 岁以下人口的年龄分布

年龄层	在 35 岁以下人口占比-%	累计值
0-4 岁	13%	13%
5-9 岁	13%	26%
10-14 岁	13%	38%
15-19 岁	12%	50%
20-24 岁	13%	63%
25-29 岁	17%	80%
30-34 岁	20%	100%

资料来源: 国家统计局、Wind, 德邦研究所

我们采取弹性测算做量化分析, 对 35 岁以下用户的渗透率, 以 55%为 bottom line 向上以 1%为步长放松; 对 35-45 岁用户, 参考 Youtube 在美国 35-44 岁人口渗透率 90%, 以 5%为步长向下放松, 更大的放松步长反映该部分人口渗透率的较高不确定性。因此, 在中性假设下, 我们预计 2023 年哔哩哔哩有望取得 3.85 亿 MAU。

表 13: 2023 年活跃用户数弹性测算 (单位: 亿人)

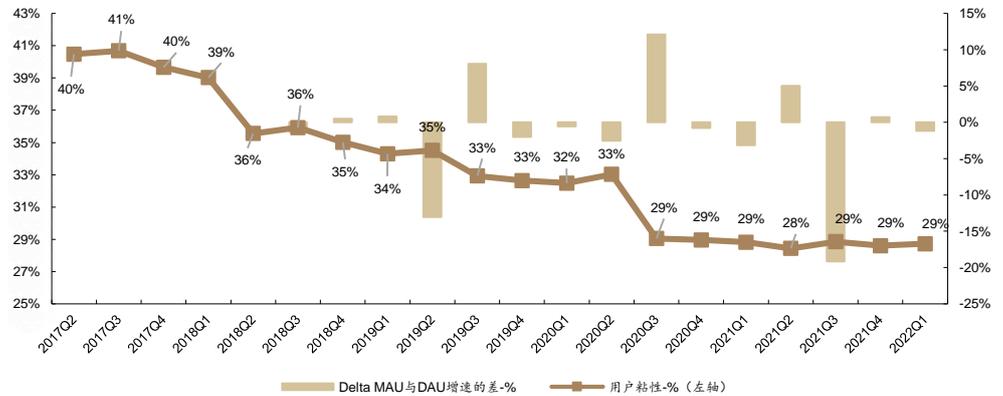
2023 年 MAU		35-45 岁渗透率-%				
		90%	85%	80%	75%	70%
% 35 岁以下渗透率	59%	4.10	4.02	3.93	3.85	3.77
	58%	4.06	3.97	3.89	3.81	3.72
	57%	4.01	3.93	3.85	3.76	3.68
	56%	3.97	3.88	3.80	3.72	3.64
	55%	3.92	3.84	3.76	3.67	3.59

资料来源: 国家统计局、中国互联网络信息中心, 德邦研究所测算

3.2.2. 内容供给稳定, 更多碎片化的使用场景下用户粘性有望回升

快速扩张期中 MAU 增速长期领先 DAU, 导致用户粘性指标 DAU/MAU 持续下滑。公司 DAU 的同比增速长期慢于 MAU, 这一差额直到 3Q21 才开始出现显著的收窄, 导致哔哩哔哩的用户粘性 (DAU/移动端 MAU) 一直处于缓慢下滑的趋势中。

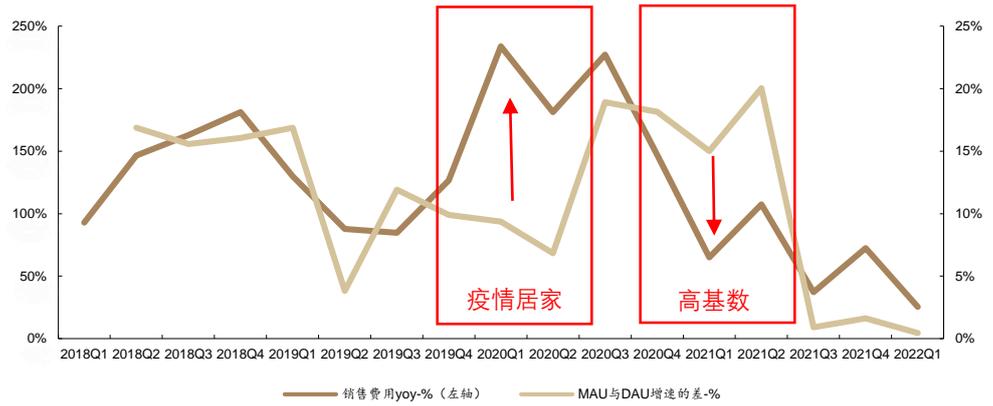
图 33: 2Q17-1Q22 哔哩哔哩的 DAU/MAU ratio 及 MAU 与 DAU 增速差



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

原因在于 MAU 增长主要是由营销推广驱动, 而 DAU 的增长主要是由内容供给驱动。我们认为这个现象背后的本质是 MAU 与 DAU 增长的驱动力是不同的。投入销售费用, 通过广告买量或事件营销的方式, 可以比较容易的提升 MAU, 但 DAU 的增长本质上是由内容供给驱动的。作为例证, 我们可以发现 1Q18-1Q22 期间, 销售费用的同比增速与 MAU 和 DAU 之间的增速差有较大的正相关性 (除疫情居家与高基数引起的特殊情况), 因为内容供给的增长较为平缓, 营销活动的力度则直接取决于当季的用户增长投入, 波动更大, 当季过高的营销投入会脉冲式的拉高 MAU 与 DAU 之间的增速差。

图 34: 1Q18-1Q22 销售费用同比增速与 MAU 与 DAU 增速差

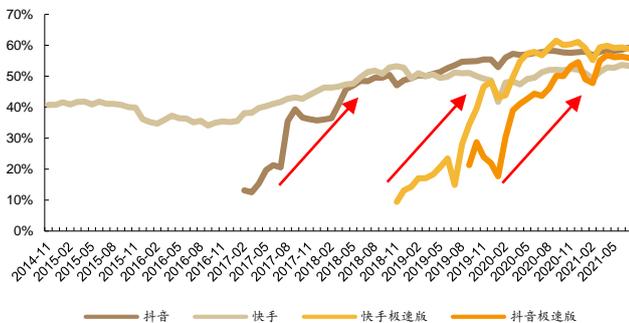


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 疫情期间线下活动的减少导致产生了很多线上高频使用的用户, 降低了 MAU 与 DAU 的增速差, 并且带来了 2021 年同期的高基数, 拉大了 MAU 与 DAU 的增速差。

在线视频平台中, 短视频平台拥有最大的 DAU/MAU ratio, 中视频平台次之, 长视频平台最低, 反映三种不同平台的内容供给能力和消费形式差异。当内容平台进行初期启动或位于快速扩张期时, MAU 通常会先启动增长, 因为其代表相对更“泛”的用户, 此后随着内容生态的逐步建立, DAU/MAU 会逐步回升。在稳态期, 短视频平台的 DAU/MAU 有最高的水平, 抖、快及其极速版均超过 50%, 长视频平台爱、优、腾、芒均不超过 20%, 中视频平台哔哩哔哩、西瓜视频分别为 29%、25%, 介于两者之间。我们认为这种差异反映了长-中-短视频平台内容供给的由强至弱, 以及消费更新的 OGV 内容-消费 UP 主更新的 PUGV 内容-消费算法推荐的内容的形式差异。

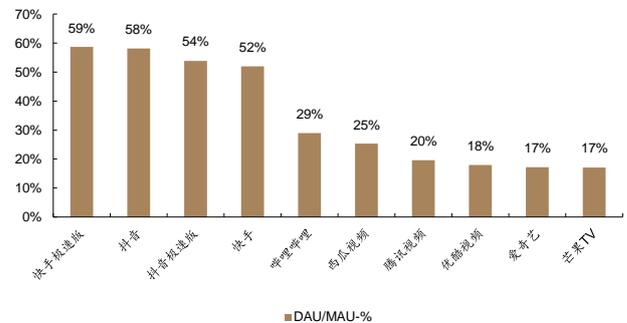
图 35: 抖快及其极速版都在起步阶段经历了 DAU/MAU 的快速提升阶段



资料来源: QuestMobile, 德邦研究所

注: 快手成立较早, 已经度过了起步阶段, 此处作为对比参照

图 36: 长中短视频平台 DAU/MAU 横向对比



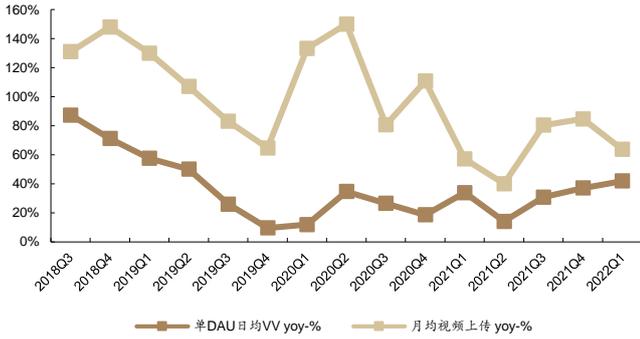
资料来源: 公司公告, QuestMobile, 德邦研究所

注: 除哔哩哔哩外数据为 2021 年 1 月-7 月的月度数据平均值; 哔哩哔哩则为 1Q21 和 2Q21 的平均数据, 口径为 DAU/移动端 MAU。

展望未来, 我们认为后期随着降本增效的推进, 通过营销手段引入新用户的趋势不再如之前一样激进的情况下, DAU/MAU ratio 有望回升修复。基于以下两点理由:

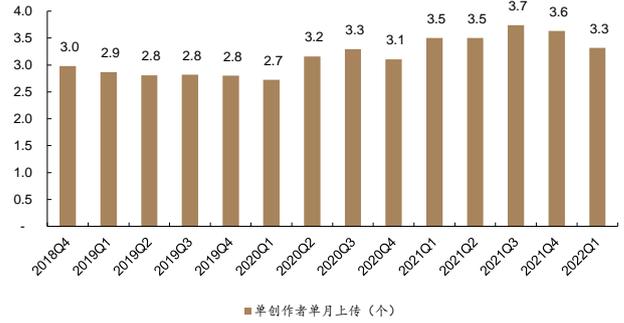
1) 哔哩哔哩 PUGV 内容的供给增长长期跑赢需求增长, 且内容质量并未被稀释, 用户因为等待内容更新而不打开应用的情况预计较少。在内容供给方面, 单位 DAU 日均的 VV 消耗增速长期的低于月均 PUGV 内容上传数量的增速, 反映在数量层面内容供给的增长是超过内容需求的; 另一方面, 单位创作者月均上传的内容数量在稳定在 3-4 个, 并未出现为了数量抛弃质量的情况, 平台内容供给总量扩充大概率并没有稀释内容质量。

图 37: 3Q18-1Q22 单位 DAU 日均 VV 和平台月均 PUGV 上传同比增速对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

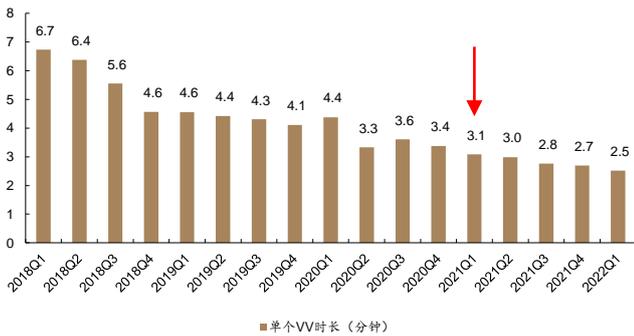
图 38: 4Q18-1Q22 单创作者单月上传视频数量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2) Story Mode 的推出, 单列沉浸流模式下基于算法推荐的内容消费占比有望提升, 更多碎片化时间的消费场景会产生, 提高打开率。公司于 2021 年 1 月上线了内嵌于平台中的短视频产品 Story Mode (故事模式), 采用单列沉浸式设计, 并保留了弹幕功能。2018 年以来, 用户单个 VV 的平均消费时长持续下降, Story Mode 一方面更契合“更短”的内容消费习惯, 另一方面, 可以提升算法推荐形式的内容消费占比, 截止 1Q22 Story Mode 已贡献了平台 20% 的 VV。

图 39: 1Q18-1Q22 用户单个 VV 平均时长



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 40: Story Mode 产品展示



资料来源: 哔哩哔哩 app, 德邦研究所

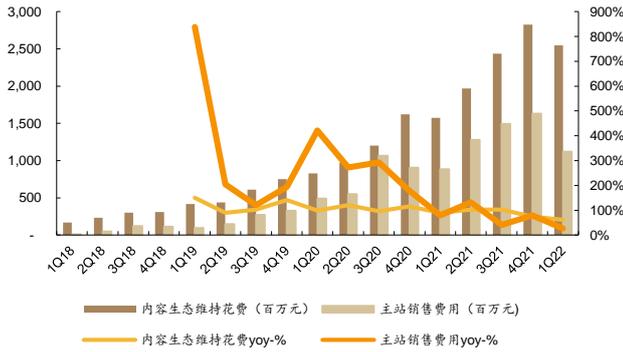
3.3. 内容生态的维护成本与商业化空间探讨

3.3.1. 从成本端出发: 非商单广告将是对未来盈利空间和弹性影响最大的业务

首先, 从宏观的视角去看, 在内容平台的商业模式下, 获取并维持流量的代价, 是维持内容生态运转的成本加上引入用户的营销花费; 于哔哩哔哩, 分别对收入分成成本(扣除游戏业务部分)、内容成本, 以及销售费用(扣除游戏部分。)

哔哩哔哩的内容生态维持成本长期高于销售费用, 更倾向于用内容驱动用户增长和留存。从 1Q18 至今, 哔哩哔哩的维持内容生态运转的成本长期在绝对值上大于引入用户的销售费用, 成本的增长也较销售费用更加平稳, 基本符合公司提出的以内容驱动用户增长策略。作为对比, 快手长期销售费用的绝对值都领先于内容分成成本, 用户获取策略更倾向于营销费用投入。

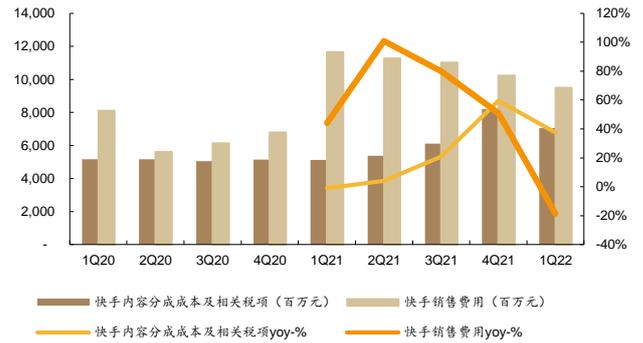
图 41: 1Q18-1Q22 哔哩哔哩内容生态维持花费和主站营销费用及同比增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 此处内容生态维持花费=内容成本+主站收入分成成本, 其中内容成本一般按年披露, 因此我们采用线性外推的方式假设分季度的内容成本; 主站销售费用为销售费用扣除游戏业务销售费用, 我们假设游戏业务销售费用率为 10%。

图 42: 1Q20-1Q22 快手内容分成成本和营销费用及同比增速

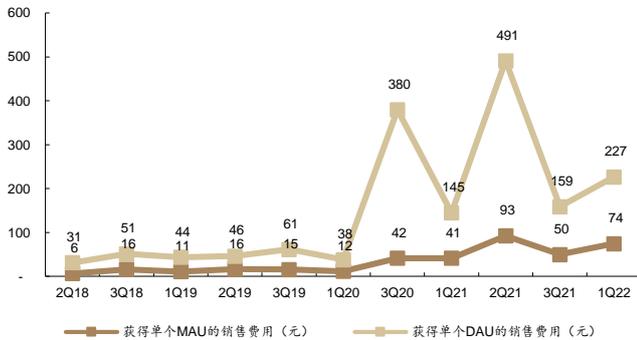


资料来源: 快手公司公告, 德邦研究所

具体到单用户上, 在用户获取方面, 无论是单位 MAU 还是单位 DAU, 新增获客的销售费用在 2020 年后都出现了较大幅度的增长, 3Q20-1Q22 单 MAU 获客成本在 41-93 元区间, 单位 DAU 获客成本则位于 145-491 元区间。我们认为一方面是公司采用了更激进的获客策略(破圈前用户的自然增长或贡献更大比例); 另一方面是疫情阶段性的推高了平台的流量水平, 使获客的边际效率递减。

而在构建内容生态留存客户上, 单用户对应的内容生态维护成本则呈现较为平缓的上升, 于 1Q22, 单位 MAU 对应的内容生态成本约为 8.7 元, 单位 DAU 则为 32.1 元, 均为季度数据。

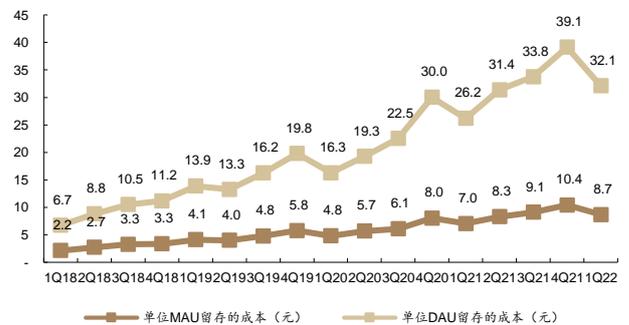
图 43: 2Q18-1Q22 获得单用户的销售费用



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 公司并未公布 1Q18-4Q18 的 DAU 数据, 我们假设 DAU/MAU 为 30% 而测算所得; 主站销售费用计算方式同上; 我们去除了异常值 4Q18/4Q19/2Q22/4Q20/4Q21 在 4 季度较为容易产生异常值的原因因为季节波动, 拥有暑假的 3 季度会是年内的用户高峰, 4 季度会面临环比的高基数, 2Q20 的异常值则主要来自于疫情居家隔离于 1Q20 带来的高基数。

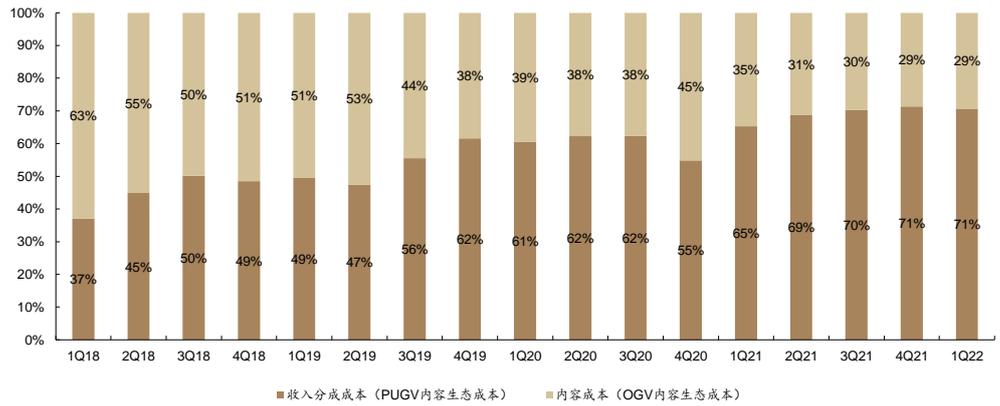
图 44: 1Q18-1Q22 维系单用户的内容生态维护成本



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

在破圈之后, PUGV 内容生态的维护成本已经超越了 OGV 内容成本, 成为主要部分。考虑到用销售费用投放广告获取用户, 对于平台来说是一个相对主观和可控的事件, 我们优先考虑内容生态维护成本。对于 OGV 内容而言, 其成本主要来自于版权的采买、自制内容的投入, 并会被划入内容成本的范畴。对于 PUGV 内容, 根据 1Q22 Earning Call, 内容创作者获得收益的方式为: 1) 激励计划; 2) 直播; 3) 商单广告(软广接单), 对于公司而言即为 PUGV 内容生态的维护花费, 并在会计口径上被划分为收入分成成本。

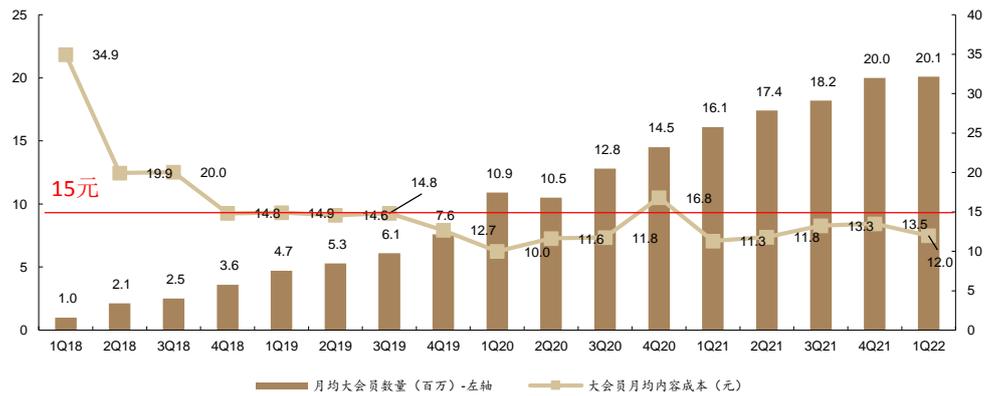
图 45: 1Q18-1Q22 内容生态维持成本中 PUGV 与 OGV 内容生态分别的占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

OGV 内容生态的维持成本已经基本可以由大会员收入所覆盖。对于 OGV 内容, 随着大会员数量的增长, 单个大会员月均承担的内容成本已经下降到 15 元(连续包月价格)以下, 1Q20~1Q22 两年间平均为 12.4 元。因此我们认为, 对于 OGV 内容生态的维持成本, 已经基本可以由大会员业务的收入所覆盖。

图 46: 大会员月均承担内容成本及大会员数量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

而对于 PUGV 内容生态, 主要的成本由直播收入分成、商单广告的收入分成和激励计划 (主要是非商单广告收入的一部分) 构成。根据 4Q21 Earning Call, 2021 年共有 130 万内容创作者通过创作视频获得了收益, 55 万名内容创作者进入了现金激励计划, 约 43%; 考虑到商单广告与花火平台相对而言对头部创作者更有利 (单价为粉丝数的一个比例), 我们预计对于中长尾的内容创作者, 直播将是其重要的收入来源。

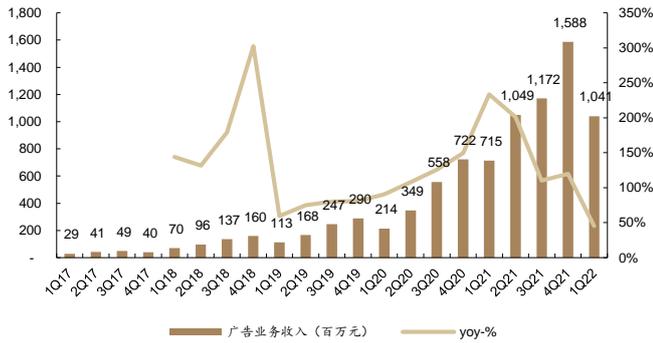
因此, 我们预计哔哩哔哩通过大幅度降低直播收入分成比例, 提升利润率控制成本, 将是一个小概率事件。更进一步, 我们认为, 从维护内容生态成本角度出发考虑, 广告业务, 尤其是非商单的广告业务, 将会是对未来哔哩哔哩盈利空间和弹性影响最大的业务。因为相较于直播、商单广告, 其具有较小的边际成本, 激励计划的花费虽然来自信息流广告和品牌广告, 但并非的固定比例, 会随着收入增长而被摊薄, 使得整体利润率水平随着收入端放大而扩张。

3.3.2. 广告: 库存扩张与效率提升共同驱动增长

广告业务维持小体量下的高速增长, 短期受宏观经济环境波动影响增速放缓。1Q22 广告业务实现营业收入 10.41 亿元, 同比增长 46%, 于整体收入中占比 21%, 为公司当前的第三大业务。广告业务长期在较小的体量下维持着较高的增速, 但

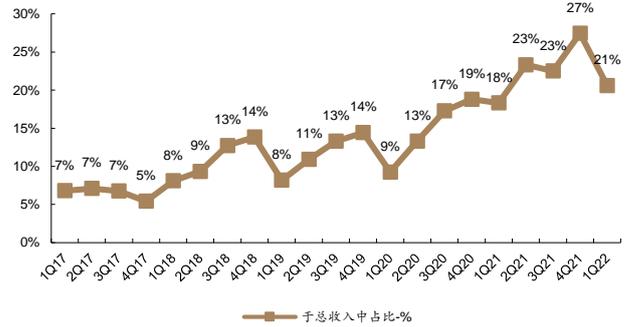
2H21 以来，由于宏观经济波动，叠加 1Q22 以来的疫情反复，广告业务整体增速显著放缓。

图 47: 1Q17-1Q22 广告业务收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

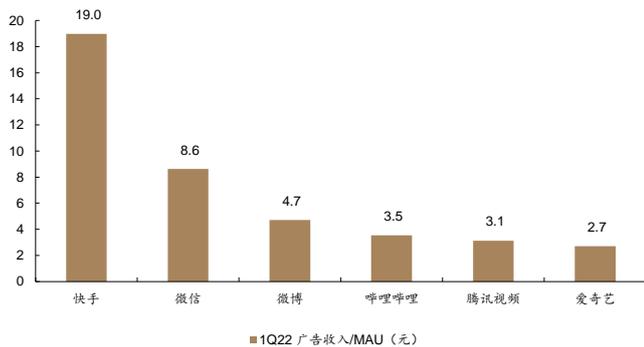
图 48: 1Q17-1Q22 广告业务收入占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

商业化程度持续加深，但仍处于相对初期的阶段。横向对比来看，1Q22 哔哩哔哩单位 MAU 的广告收入约为 3.5 元，基本与腾讯视频、爱奇艺等长视频平台持平，低于已经相对成熟的媒体平台微信、微博，并且较大幅度的落后于短视频平台快手。如果不考虑 1Q22 的环比回调，哔哩哔哩 4Q21 的 5.8 元/MAU 的广告商业化程度基本等同于 2019 年的快手 (5.6 元/MAU，单季度)。虽然时间序列上来看，单位 MAU 广告收入持续增长，但目前的商业化水平仍然处于初期阶段。

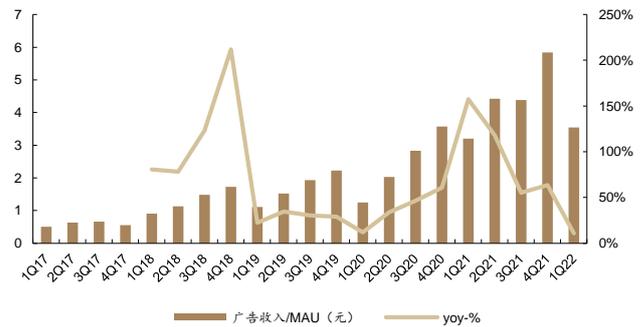
图 49: 哔哩哔哩的单用户广告贡献仍然位于较低水平



资料来源：各公司公告、易观千帆，德邦研究所测算

注：微信、腾讯视频的广告收入为我们测算的结果，爱奇艺、腾讯视频的 MAU 来自易观千帆数据库。

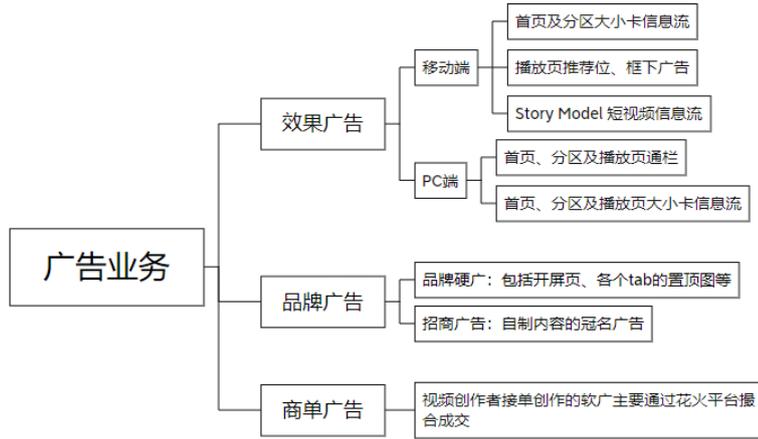
图 50: 哔哩哔哩单位 MAU 的广告收入贡献及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

现阶段的广告形式主要分为三大类：1) 效果广告：在移动端有首页及分区信息流广告、播放页的推荐位，以及 Story Mode 中的信息流广告（上线于 22 年 4 月），PC 端则有主页、分区和播放页的通栏广告、信息流广告；2) 品牌广告：一方面为品牌硬广，与其他的在线视频平台相似，主要分为开屏页广告和各个 TAB 的置顶、插入大图，另一方面为招商广告，主要为自制内容中的冠名、口播等构成；3) 商单广告：由视频创作者创作的植入内容中的软广，3Q20 公司上线了火花平台，以官方层面进行撮合，此前多为散单形式。

图 51：哔哩哔哩的广告形式



资料来源：德邦研究所绘制

游戏为第一大广告主行业，用户扩圈带来广告主来源扩张。哔哩哔哩主要的广告主行业来源较为稳定，4Q20 以来，游戏维持第一大行业地位，餐饮、电商、护肤美妆、3C 数码形成稳定第二梯队。另一方面，随着用户年龄层的扩张，广告主行业来源同步拓展，4Q21 以来汽车行业进入头部梯队。

表 14：主要广告主行业

2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
品牌广告	品牌广告	品牌广告	品牌广告	品牌广告	品牌广告	电商	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏
游戏	3C 数码	护肤美妆	餐饮	游戏	电商	餐饮	餐饮	3C 数码	3C 数码	护肤美妆	电商	护肤美妆
电商	游戏	餐饮	游戏	电商	游戏	游戏	电商	餐饮	护肤美妆	电商	3C 数码	3C 数码
网服	护肤美妆	电商	电商	餐饮	3C 数码	3C 数码	护肤美妆	电商	电商	3C 数码	餐饮	汽车
效果广告	效果广告	效果广告	效果广告	效果广告	效果广告	汽车	3C 数码	护肤美妆	餐饮	餐饮	汽车	餐饮
电商	游戏	游戏	游戏	游戏	游戏							
教育	教育	教育	教育	教育	教育							
游戏	网服	电商	电商	电商	电商							

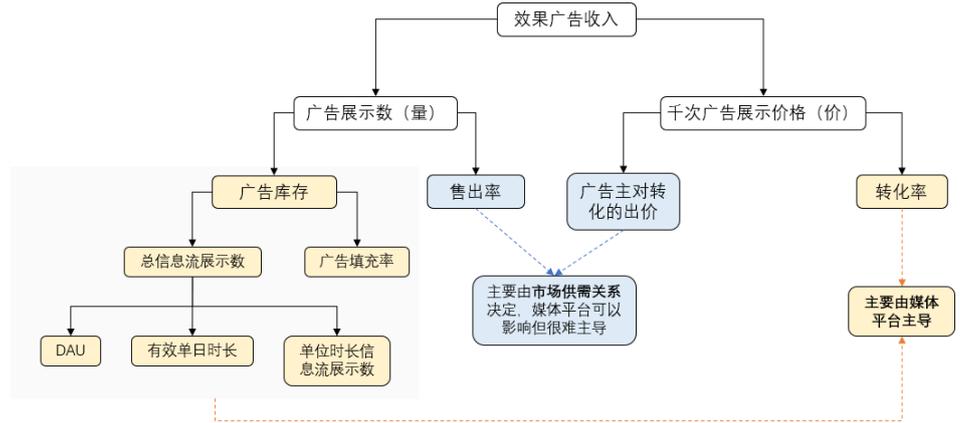
资料来源：公司公告、财报后电话会，德邦研究所

注：于 1Q20 及以前，公司会分品牌广告和效果广告两个方向进行披露；表格为按照行业贡献大至小排序。

（一）效果广告：流量拓展、有效时长增长与 Story Mode 的增量收入

对于效果广告，其收入可以拆分为广告展示数和每千次展示的价格（CPM, Cost per mille）的乘积。广告展示数是一个关于广告库存和售出率的函数，前者主要由媒体平台控制供给，后者主要受广告市场供需左右；每千次展示的价格是广告主对转化（例如点击）的出价和转化率（对应点击率）的乘积，前者在竞价机制下主要受市场供需左右，而后者则主要由媒体平台自身的转化效率决定。

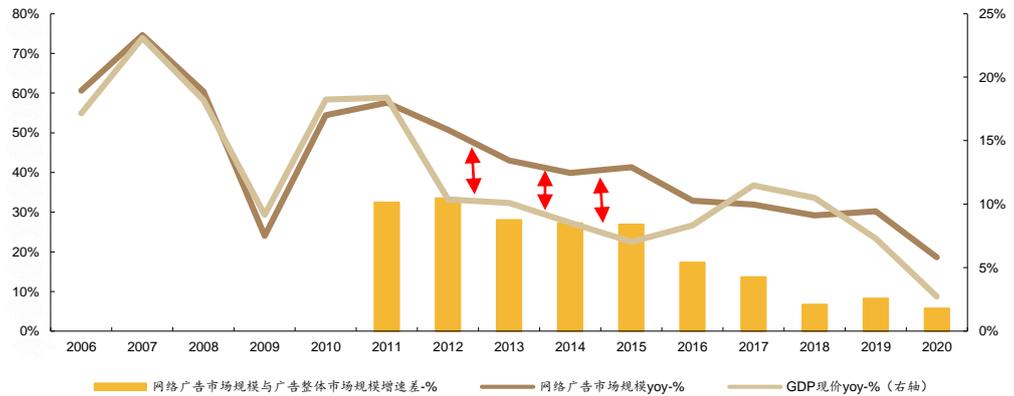
图 52：效果广告的收入模型



资料来源：德邦研究所绘制

中短期中，媒体平台的增长围绕广告库存的扩张和转化率的提升，而长期红利来自于注意力于新旧媒体间的迁移。广告是变现注意力的生意，根据上文的分析，在中短期视角，媒体平台通过拓展广告库存和提升转化率，在广告投放需求的波动中实现增长；而在长期视角下，左右增长的关键则在于用户注意力从旧的媒体迁移至新的媒体，带来新媒体广告库存快速扩张的红利。我们后续的分析主要聚焦于中短期视角。

图 53：长周期视角：网络广告在渗透率快速提升期中增速领先宏观经济，其余时间随宏观波动



资料来源：Wind，德邦研究所

注：2010年及以前的广告市场整体规模增速数据缺失。

用户层面，在中性假设下，预计至2024年，MAU有59%空间，在用户粘性回升后，DAU有70%空间。如前文所测算，我们预计于2023年底，中性假设下MAU增长至3.85亿。更进一步，我们假设2024年，哔哩哔哩于35岁以下、35-45岁用户的渗透率再进一步提升至64%、90%对应4.32亿MAU，同比增12.4%。由于广告收入通常会被理解为日消耗的加总，我们进一步假设DAU/MAU渗透率在乐观情况下回升至30%，悲观情况下保持不变，中性情况下介于两者之间。

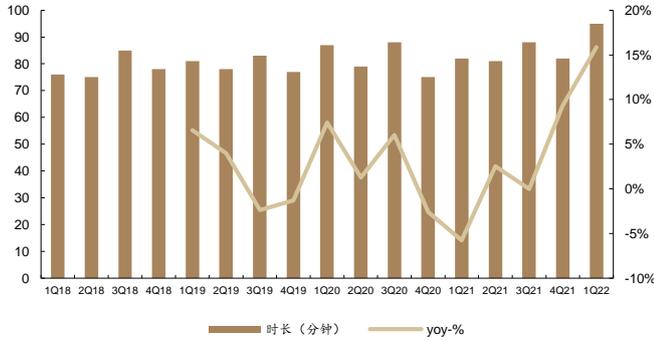
表 15：2024年DAU、MAU空间测算

	1Q22		2024E	空间	
MAU (百万)	272		432	59%	
DAU/MAU-%	26.5%	26.5%	28.3%	30.0%	
DAU (百万)	72	114	122	130	59%/70%/80%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

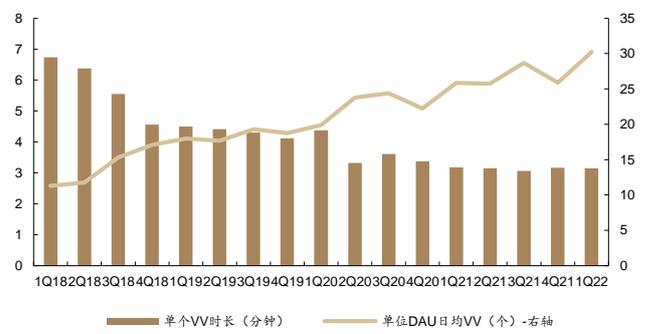
有效时长层面，视频长度缩短，单用户日均 VV 提升，带来有效时长提升，并推动播放页广告库存的扩张。另一方面，虽然单用户时长增长速度并不快，但随着视频时长的降低，单个 DAU 日均浏览量持续增长，在不同视频中切换的频次提升，用户在浏览视频间隙，浏览到的信息流 VV 数量持续增长，意味着有效时长持续增长。此外，平台中播放页亦有广告位，视频浏览量的提升也会带来广告库存的提升。

图 54: 1Q18-1Q22 时长及同比增速



资料来源：财报后电话会、公司公告，德邦研究所

图 55: 1Q18-1Q22 单个 DAU 日均 VV 个数和单个 VV 时长

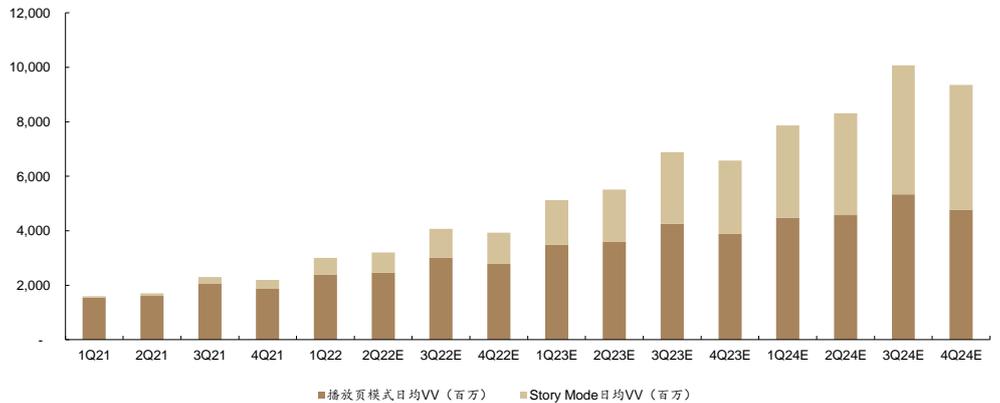


资料来源：公司公告，德邦研究所

注：已经剔除 Story Mode 带来的增量 VV，假设 1Q21-4Q21 Story Mode 占比分别为 3%/5%/10%/15%。

Story Mode 贡献增量 VV，且当前处于渗透初期，预计后续仍有提升空间。公司于 1Q21 上线了竖屏沉浸流的 Story Mode，并且于 2022 年 4 月开始正式开始短视频信息流广告的变现。根据 1Q22 财报会，Story Mode 已经贡献了 20% 的日均 VV，并且是纯增量的部分，非 Story Mode 的 VV 仍然维持着正常的增长。我们认为当前 Story Mode 的 VV 渗透率仍然是一个较低的水平，随着 Story Mode 与主站之间产品层面的融合程度的提升、用户习惯的养成，我们预计后续仍有提升空间。

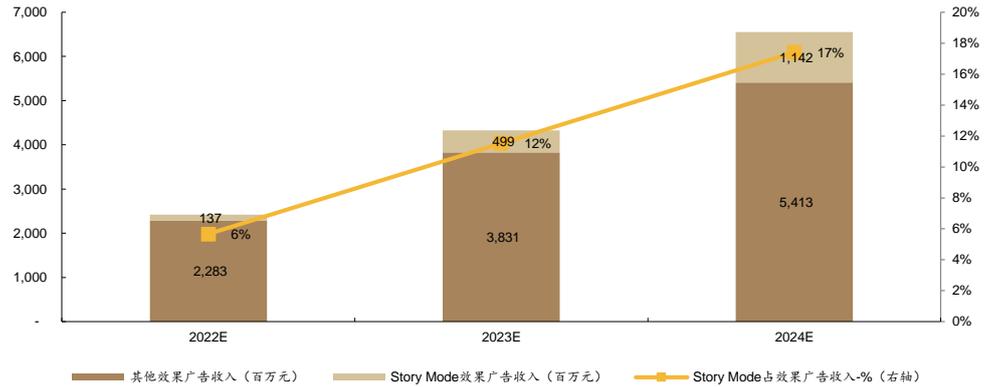
图 56: 1Q21-4Q24E 播放页模式日均 VV 与 Story Mode 模式日均 VV



资料来源：公司公告，德邦研究所测算

预计至 2024 年，Story Mode 有望贡献 17% 的效果广告收入。基于上述的分析，我们预计随着 Story Mode 流量的逐步增长，在现有的广告填充率和售出率的基础上，2024 年有望贡献 17% 的效果广告收入。该收入预测隐含的假设为，Story Mode 内容形式仍然为平台中主流的中视频，而非时长一分钟之内的短视频内容。

图 57: 2022-2024 年 Story Mode 收入测算及其在效果广告中的贡献比例

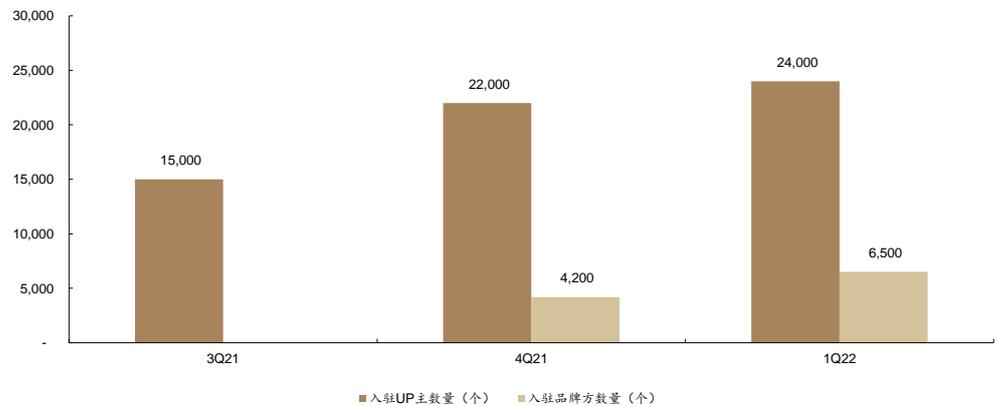


资料来源: 公司公告、财报后电话会, 德邦研究所测算

(二) 商单广告: 预计后续收入温和增长, 并进一步打通其他广告形式, 带来广告业务整体运营效率的提升

商单广告指视频创作者根据品牌方的需求, 在视频中植入的软广, 早期主要为视频创作者与品牌方独立对接产生的散单。2020 年 7 月, 哔哩哔哩官方上线了花火平台, 作为视频创作者与品牌方合作的官方平台。粉丝数量过万的视频创作者, 在满足一定条件后均可入驻花火平台, 平台方在交易完成后向品牌方收取 5% 的服务费。

图 58: 3Q21-1Q22 花火广告入驻 UP 主数量与入驻品牌数量



资料来源: 公司公告、财报后电话会, 德邦研究所

截止 22 年 3 月, 哔哩哔哩平台粉丝数过万的视频创作者约 9 万人。根据 Richard 于 Model Whale 上的研究《B 站 10w 粉以上 up 主遍历爬虫&可视化描述性分析》, 截止 22 年 3 月, 哔哩哔哩约有 10 万粉以上视频创作者总数 1.3 万人, 万粉以上视频创作者 9 万人。结合新站数据库, 截止 2022 年 6 月底, 哔哩哔哩约有 100 万粉以上视频创作者 1000 人。

表 16: 哔哩哔哩万粉以上视频创作者数量分布

粉丝量级	视频创作者数量约 (人)
100 万以上	1000
10 万-100 万	12000
1 万-10 万	77000
合计	90000

资料来源: 《B 站 10w 粉以上 up 主遍历爬虫&可视化描述性分析》、新站, 德邦研究所

入驻视频创作者数量仍有很大提升空间,但对整体GMV的贡献将边际趋弱。截止1Q22入驻人数已经来到2.4万,参考百万粉以上的头部视频创作者的渗透率,我们预计10万-100万次头部的视频创作者已经到达较高的水平。后续预计花火平台入驻视频创作者数量仍有较大空间,但考虑到商单价格是视频创作者粉丝数的函数,后续入驻视频创作者粉丝体量较小,数量的增长对花火平台GMV的贡献将边际趋弱。

我们根据第三方数据库新站的数据,对6个大级别粉丝量级的视频创作者商单广告的价格进行了梳理。具体方法为在每一个级别中,随机选取5名视频创作者,记录其商单报价,再进行平均,求得每一个级别的数据。结果显示,不同级别之间,四个品类的商单广告报价均是视频创作者粉丝数量的一个比例,且这个比例在不同级别之间相对固定:植入视频报价约为粉丝数的6.7%;定制视频约为8.9%;直发动态约为1.9%;转发动态约为1.4%。

表 17: 不同粉丝量级的视频创作者商单广告价格情况

粉丝数量级	植入视频报价 (万元)	报价/粉丝数	定制视频报价 (万元)	报价/粉丝数	直发动态报价 (万元)	报价/粉丝数	转发动态报价 (万元)	报价/粉丝数
800-1000 万	50.00	4.8%	66.20	6.7%	15.00	1.5%	12.60	1.3%
200 万	12.60	6.4%	17.00	8.6%	2.75	1.4%	2.00	0.8%
100 万	8.98	9.1%	9.76	9.8%	1.63	1.6%	1.55	1.6%
50 万	3.42	6.8%	4.40	8.8%	0.78	1.6%	0.56	1.1%
10 万	0.67	6.7%	1.07	10.7%	0.30	3.0%	0.21	2.1%
1 万	0.06	6.3%	0.09	8.7%	0.02	2.2%	0.02	1.7%

资料来源: 新站, 德邦研究所整理计算

基于上述数据,我们可以进一步测算现阶段花火平台的季度GMV情况:于1Q22,花火平台入驻的视频创作者数量为2.4万,同上文所述,我们预计10万粉丝及以上的视频创作者已经达到相对较高的渗透率,假设为90%;剩余的部分则由1万-10万粉丝量级的视频创作者补齐。根据《B站10w粉以上up主遍历爬虫&可视化描述性分析》,截止22年3月初,10万粉丝以上的视频创作者平均粉丝数为38万,考虑到幂律分布,我们假设1-10万粉丝量级的视频创作者的平均粉丝人数为3万人。在价格方面,我们预计单价较低、生产更便捷的动态会相较于视频形式的商单广告有更大的出现频率,因此假设总的商单广告报价比例,为略低于四种形式平均数(4.7%)的3%。此外,我们假设平均的季度单数为6单,即单月2单。综上,我们预计1Q22花火平台总GMV为8.67亿元。

表 18: 1Q22 花火平台 GMV 测算

粉丝量级	入驻率-%	入驻人数(人)	平均粉丝数量 (人)	商单报价比例-%	单价 (元)	平均季度单数	总流水 (百万 元)
10 万及以上	90%	11,700	380,000	3%	11,400	6	800
1-10 万	16%	12,300	30,000	3%	900	6	66
合计	27%	24,000					867

资料来源: 公司公告、《B站10w粉以上up主遍历爬虫&可视化描述性分析》、新站, 德邦研究所测算

根据1Q22 Earning Call,公司已经实现了40%的花火商单主动投放标准的信息流广告,意味着花火平台的GMV分为两个部分,一个部分由只投放花火商单的广告主产生,平台只是进行单纯的撮合,根据公司使用的收入确认法则ASC 606,这部分GMV预计按照5%的净额确认收入;另一部分的广告主,既投商单广告,又通过“三连推广”平台等方式,投放其他的广告形式,预计其采用全额法确认收入。因此,我们预计花火平台于1Q22贡献了3.73亿元的收入,占广告总收入的35.8%。

表 19: 1Q22 花火平台收入贡献测算

净额法占比-%	净额法确认流水(百万 元)	全额法占比-%	全额法确认流水(百万花火平台总收入(百万 元))
60%	520	40%	347
			373

资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

展望未来，在收入贡献的层面上，预计头部大体量视频创作者入驻率已经较高，后续客单价提升空间不大，主要的收入增长预计来自于广告主的投放频次提升，并且也会受到整合营销战略之下，全额法确认收入的比例有望提升的影响。因此，我们认为后续花火平台贡献的收入，会以相对温和的形式维持增长，并不会对广告业务整体的毛利率产生较大压力。

商单广告与其他广告形式进一步打通，运营效率改善，有望提升广告系统整体的效率。公司于2022年5月上线“三连推广”平台，整合花火商单系统、起飞内容加热系统（流量内循环）、必选广告投放系统（信息流广告），打通品牌认知、种草、消费三个环节，优化运营，有望提升广告系统的整体效率。

图 59：三连推广打通了触达、种草、转化三个环节

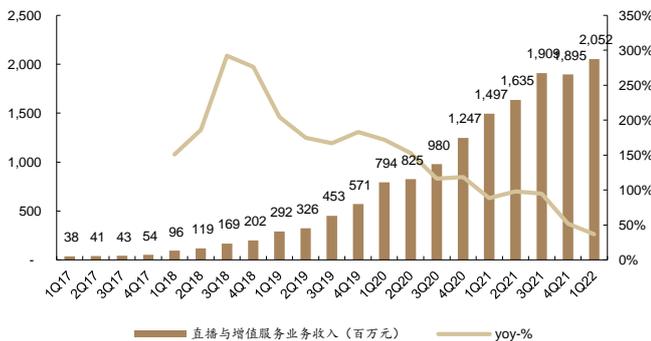


资料来源：三连推广平台，德邦研究所

3.3.3. 直播与增值服务：差异化内容驱动付费率增长，促进内容生态良性循环

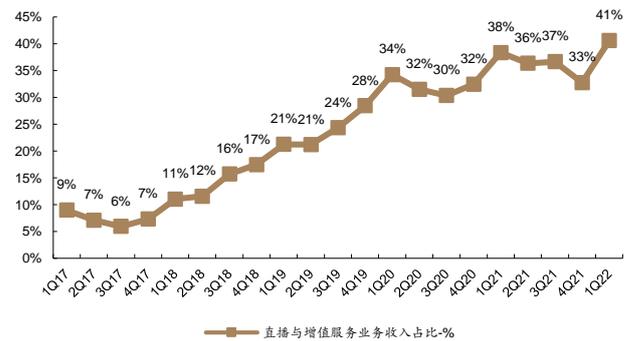
内容变现业务收入维持高增长，现阶段最大业务。直播与增值服务是公司的内容变现业务，也是公司现阶段收入贡献比例最大的业务。收入主要来源于对于OGV内容的订阅付费项目大会员，以及直播打赏。

图 60：1Q17-1Q22 直播与增值服务业务收入及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

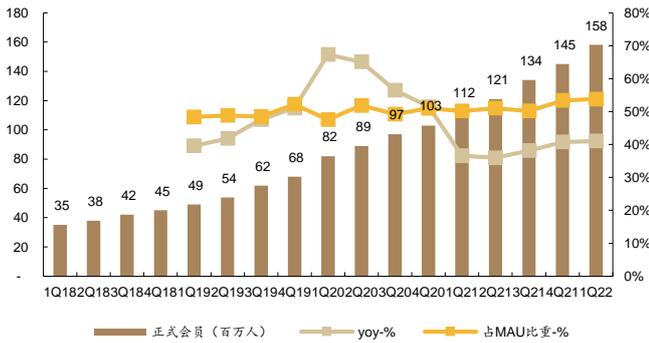
图 61：1Q17-1Q22 直播与增值服务业务收入于总收入中的占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

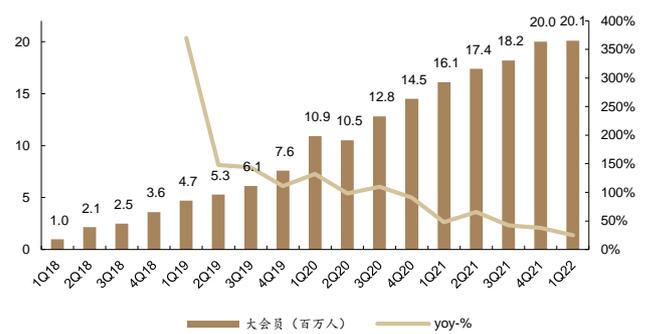
当前哔哩哔哩的会员体系分为正式会员和大会员两种。前者通过考试答题或使用邀请码取得，取得后可以通过弹幕、评论参与社区互动，并可以进行内容投稿。截止1Q22，哔哩哔哩共拥有1.58亿正式会员，于MAU中的占比约为54%，维持相对稳定的同比增速。这部分用户长期保持12月留存率80%以上，是平台的核心用户群体。大会员则是针对OGV内容的付费会员，截止1Q22共计2010万人，付费率约为7%。

图 62: 1Q18-1Q22 正式会员数量、增速及在 MAU 中的占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 63: 1Q18-1Q22 大会员数量及增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

大会员提供传统长视频平台付费会员特权, 价格较“爱优腾”等长视频平台更低。大会员特权集中于丰富内容、提升观看体验和社交特权上, 与传统的长视频平台会员订阅业务所提供的特权较为一致。而在价格上, 按照优惠前原价横向对比而言, 无论是移动端还是 TV 端会员都较“爱优腾”更低。

表 20: 大会员特权

内容特权	装扮特权	身份特权	视听特权
半价付费点播	动态卡片装扮	粉色昵称	杜比全景声
专享内容	专属挂件	漫读券	真彩 HDR
抢先观看	空间自主头图	游戏礼包	超清看
	评论表情	会员购	边下边播
		B 币券	并行下载
		身份升级	预约缓存
			专属缓存

资料来源: 哔哩哔哩官网, 德邦研究所

表 21: 与长视频平台会员价格横向对比 (元)

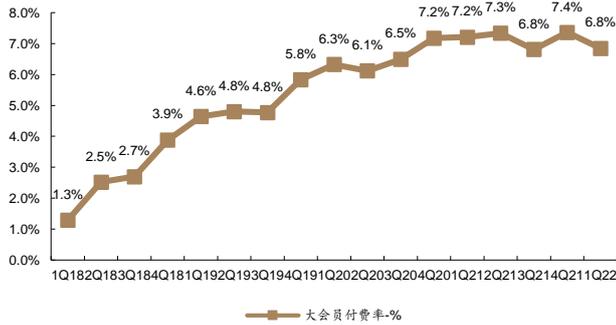
平台	哔哩哔哩		腾讯视频			优酷		爱奇艺			
	大会员	超级大会员 (TV)	腾讯视频 VIP	超级影视 VIP (TV)	腾讯体育 VIP	腾讯体育超级 VIP	优酷 VIP	酷喵 VIP (TV)	黄金 VIP	白金 VIP	星钻 VIP
月度	25	45	30	50	30	68	-	-	30	50	60
季度	68	115	78	148	68	198	-	148	78	128	-
年度	233	388	258	488	233	698	258	488	248	388	418
连续包月	15	25	25	35	25	60	25	35	22	35	40
连续包季	45	83	68	98	-	-	-	-	63	98	-
连续包年	148	178	238	348	-	-	-	-	218	348	398

资料来源: 各长视频平台官网、哔哩哔哩官网, 德邦研究所

注: 截止 2022 年 6 月 29 日, 价格为不考虑优惠的原价。

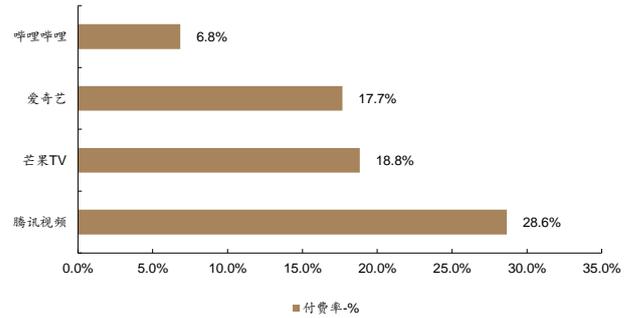
差异化内容供给扩张下, 付费率有望维持增长势头, 但在商业模式和社区内容消费特征差异的影响下, 预计天花板水平会低于传统长视频平台。截止 1Q22, 大会员付费率为 6.8%, 横向对比长视频平台腾讯视频、爱奇艺和芒果 TV, 仍然处于较低的位置。我们认为这样的差异基本反映了以 PUGV 内容和 OGV 内容为主的内容平台的不同的商业化侧重点, 和付费内容供给能力强弱。而从时间序列上, 按年计算的平均付费率层面, 2019-2021 年同比增长分别为 2.3pct/1.6pct/0.6pct, 增速逐年放缓, 反映了较快的用户增长, 以及 PUGV 内容消费在平台上占比的提升。展望未来, 如我们在 OGV 内容章节所述, 随着公司朝内容产业上游拓展, 从国漫、自制纪录片、自制年轻人综艺等差异化布局的思路, 持续丰富 OGV 内容的供给, 大会员付费率有望维持增长势头, 但其天花板会相对于 OGV 内容消费为核心的长视频平台更低。

图 64: 1Q18-1Q22 大会员付费率变化



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

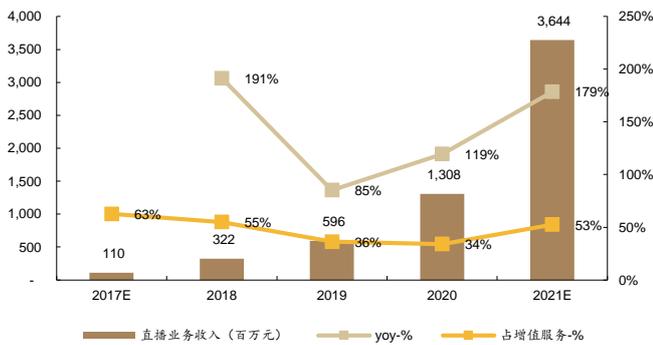
图 65: 与长视频平台付费率的横向对比



资料来源: Questmobile、各公司公告, 德邦研究所
注: 受限于数据的可获得性, 芒果 TV 付费率为 2020 年年报数据, 腾讯视频与爱奇艺为 3Q21 数据, 其中付费用户数来自公司公告, MAU 来自 QM。综上, 绝对值可能与当下有出入, 但整体量级仍然可以说明问题。

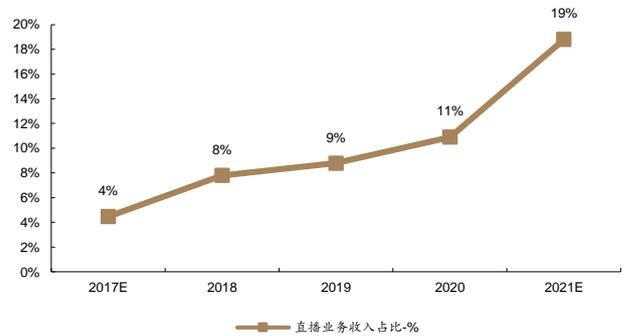
直播业务收入占比稳步提升, 小体量下维持高速增长。直播业务于公司整体收入中的占比稳步提升, 我们预计 2021 年直播业务受公司相对积极主动的激励政策的影响, 取得加速增长, 于整体收入和增值服务中的占比持续提升。

图 66: 2017E-2021E 直播业务收入及增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算
注: 公司未披露 2017、2021 年直播业务收入, 为我们测算的结果。

图 67: 2017E-2021E 直播业务于整体收入中更多占比

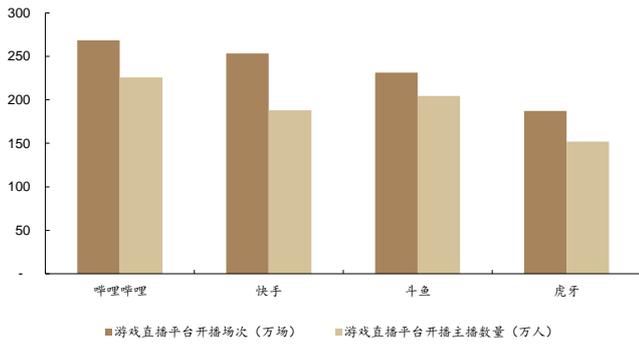


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

游戏直播是优势垂类, 虚拟主播快速增长。根据公司 2021 年报, 游戏是直播内容中最大的品类。根据小葫芦数据库, 4M22 哔哩哔哩在游戏直播开播场次和开播主播数量上均位于主要直播游戏平台第一。从更长的视角来看, 哔哩哔哩在 2021 年中国游戏直播行业大盘整体缩水的背景下, 在游戏主播数、直播总时长、发送弹幕条数等多个维度仍然实现了同比增长。

此外, 2021 年 6 月, CEO 陈睿在 B 站 12 周年庆典上表示, 虚拟主播已成为哔哩哔哩直播领域增长最快的品类。“过去一年, 一共有 32412 名虚拟主播在 B 站开播, 同比增长 40%。直播弹幕互动量达 5.6 亿, 同比增长 100%; 虚拟主播投稿量达到 189 万, 同比增长 50%; 虚拟主播稿件播放量达 83 亿, 同比增长 70%。”虚拟主播是指使用虚拟形象在视频网站上进行投稿活动的主播, 在海外通常被称为 Vtuber。虚拟主播会借助安置在头部与肢体上的传感器, 通过光学动作捕捉系统捕捉真人动作和表情, 将动作数据同步到虚拟角色上。

图 68: 4M22 游戏直播平台开播场次及开播主播数量



资料来源: 小葫芦, 德邦研究所

图 69: 虚拟主播示例



资料来源: bilibili, 德邦研究所

从内容生态视角, 我们认为直播业务的主要作用在于以下三点: 1) 补全内容生态中直播这一内容形式; 2) 为内容创作者提供一个更高频与粉丝互动的方式: 1Q22 内容创作者平均每月上传 3.3 个视频, 意味着平均视频制作时长接近 10 天, 直播可以填补其中的“空窗期”; 3) 为内容创作者, 特别是中腰部的内容创作者提供一个除现金激励之外的变现方式。

3.3.4. 电商及其他业务: 周边商品、线下展会门票+版权分销收入, 静待疫情后反弹

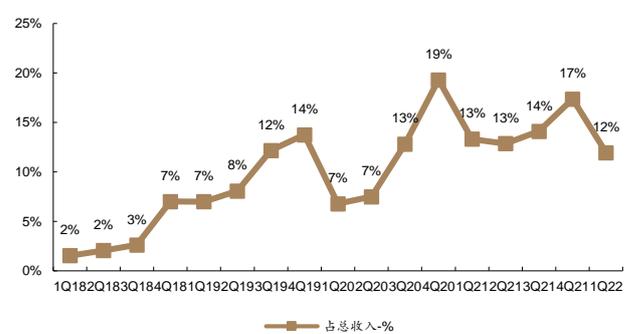
哔哩哔哩的电商业务主要依托“会员购”平台, 开展 ACG 周边产品, 以及线下漫展、演出、本地生活的门票销售。此外, 于 2020 年哔哩哔哩获得了 2020 年-2022 年 S 赛独家直播权, 此版权的分销收入亦将计入其他项。由于 2020 年以来反复的疫情, 线下展会开展、商品物流均受到一定程度的影响, 加之收入体量尚小, 电商及其他业务的收入呈现波动中上升的态势, 预计在 2022 年疫情消退后, 恢复增长。

图 70: 1Q18-1Q22 电商及其他业务收入及增速



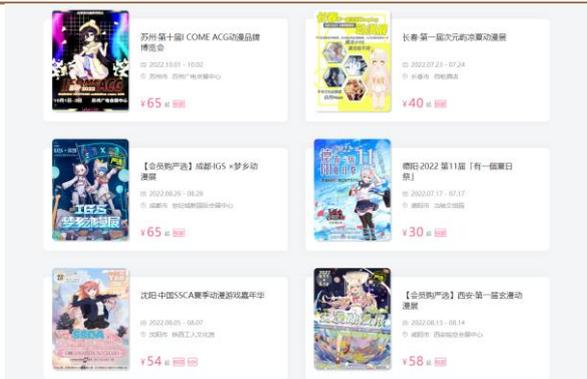
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 71: 1Q18-1Q22 电商及其他业务收入占总收入比重-%



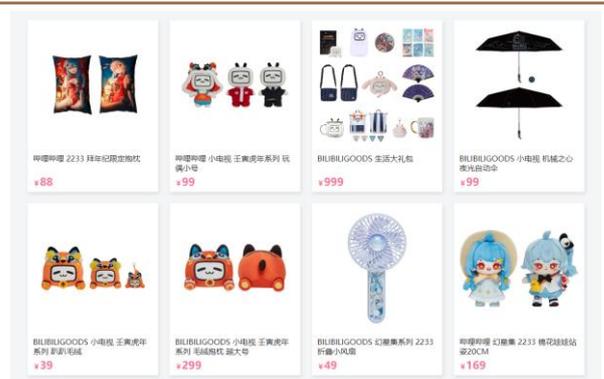
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 72: 会员购平台所销售的线下展会门票



资料来源: 会员购网站, 德邦研究所

图 73: 会员购平台所销售的实物周边



资料来源: 会员购网站, 德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

在收入端，我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 227/295/370 亿元，同比增长 17%/30%/25%。具有挑战性的宏观环境使得 2022 年收入承压，但在 2023 年有望显著复苏。分业务预测如下：

1) 预计移动游戏业务实现收入 51/54/59 亿元，同比增长 0%/7%/7%，于收入中的贡献进一步下降至 2024 年的 16%。短期来看，游戏业务的增长主要体现 beta 属性，无论独家代理还是渠道联运，均有望于 2022 年受益于有望常态化发放的国内版号。此外，公司于日韩二次元游戏市场的发行能力具有竞争力，有望成为未来主要的 alpha 来源。现阶段千人规模的自研团队亦有望于 2023 年-2024 年陆续推出自研产品，兑现潜在增量。

2) 预计增值服务业务实现收入 89/115/141 亿元，同比增长 29%/29%/22%，维持第一大业务的地位。差异化的 OGV 内容布局，以及对于内容产业上游的渗透，有望使得大会员付费率进一步提升，在可以基本覆盖内容成本的前提下实现收入的稳健增长。直播作为内容生态的重要组成部分，在差异化的优势品类和优质多元的内容社区氛围下，其活跃用户在平台整体用户中的渗透率仍有提升空间。

3) 预计广告业务实现收入 56/83/113 亿元，同比增长 24%/47%/36%。广告库存同时受益于流量增长和新的广告形式的开辟，其中 Story Mode 有望带来显著增量。花火平台于头部的视频创作者已经有较高的渗透率，后续参与的视频创作者数量仍有提升空间，但在平均广告价格与视频创作者粉丝数相关的情况下，可能会被摊薄，因此我们预期其后续保持相对温和的增长。品牌广告预计于 2022 年受宏观经济波动影响较大，短期承压，但长期有望持续受益于公司在品效合一上的努力。

4) 预计电商及其他业务实现营业收入 31/43/58 亿元，同比增长 8%/40%/35%。22 年初以来的疫情反复影响了电商业务的履约，预计后续随着疫情恢复而好转，并保持小体量下的高增速。

表 22：收入预测表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19,384	22,713	29,538	37,014
yoy-%		17%	30%	25%
其中：				
移动游戏	5,091	5,106	5,448	5,854
yoy-%		0%	7%	7%
占营业收入-%	26%	22%	18%	16%
增值服务	6,935	8,924	11,515	14,098
yoy-%		29%	29%	22%
占营业收入-%	36%	39%	39%	38%
广告	4,523	5,628	8,298	11,287
yoy-%		24%	47%	36%
占营业收入-%	23%	25%	28%	30%
电商及其他	2,834	3,056	4,278	5,775
yoy-%		8%	40%	35%
占营业收入-%	15%	13%	14%	16%

资料来源：Wind，德邦研究所测算

基于如下的成本、费用端预测，我们预计公司于 2022-2024 年实现营业利润 -74/-57/-33 亿元，Non-GAAP 归母净利润 -62/-53/-28 亿元。2022 年由于宏观经济波动和游戏行业景气度波动收入承压，在较多“固定成本”的成本体系下，使

得毛利率同比下滑，即使在费用端降本增效后，也会引起利润端的亏损加剧。但是于 2023 年，随着收入端的复苏，毛利率回升，利润端上行，并于 2024 年进一步收窄亏损幅度。

表 23：成本、费用及利润预测表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
毛利润	4,043	4,115	7,143	10,467
yoy-%		2%	74%	47%
毛利率-%	21%	18%	24%	28%
销售费用	5,795	5,126	5,947	6,361
yoy-%		-12%	16%	7%
销售费用率-%	30%	23%	20%	17%
管理费用	1,838	2,304	2,441	2,786
yoy-%		25%	6%	14%
管理费用率-%	9%	10%	8%	8%
研发费用	2,840	4,079	4,468	4,636
yoy-%		44%	10%	4%
研发费用率-%	15%	18%	15%	13%
营业利润	-6,429	-7,395	-5,712	-3,316
yoy-%		15%	-23%	-42%
营业利润率-%	-33%	-33%	-19%	-9%
Non-GAAP 归母净利润	-5,478	-6,227	-5,317	-2,781
yoy-%		14%	-15%	-48%
Non-GAAP 归母净利润率-%	-28%	-27%	-18%	-8%

资料来源：wind，德邦研究所测算

4.2. 估值及投资建议

我们采用分部估值法为公司进行估值。具体来说，将公司业务分为游戏、主站业务两个部分。之所以不将主站业务进一步拆分为增值服务、直播、广告等业务分别估值，在于公司的成本结构中有部分各业务共同分担的“固定成本”，使用上述方式分部估值会对这些“固定成本”错误定价。

参考可比公司市值，我们给予公司游戏业务 2022 年目标 PE 15x，主站业务目标 PS 4x，SOTP 折价 10%，对应 2022 年目标市值 973 亿港元，对应目标价 249.14 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。（汇率为 0.86 人民币/港元）

表 24：估值表

业务板块	2022 年收入/ 净利润	2022 年目标 PE-x	2022 年目标 PS-x	目标市值	占比	备注及假设
游戏	15	15		226	24%	所得税率 25%
主站	176		4	704	76%	预计稳态 OPM20%，所得税率 25%
合计人民币市值				837	100%	10%折价
合计港元市值				973		
目标价（港元）				249.14		

资料来源：Wind、彭博，德邦研究所测算

表 25：游戏公司可比估值表

A 股			
公司	代码	市值(亿元)	PE-2022E
完美世界	002624.SZ	262	14.1
三七互娱	002555.SZ	449	13.4
吉比特	603444.SH	262	15.8
世纪华通	002602.SZ	335	9.0
均值		327	13.1

港股			
公司	代码	市值(亿元)	PE-2022E
腾讯控股	0700.HK	27,662	23.71
网易-S	9999.HK	3,910	22.58
网龙	0777.HK	75	5.58
祖龙娱乐	9990.HK	33	18.01
中手游	0302.HK	51	7.06
友谊时光	6820.HK	21	6.28
均值		5,292	13.87

美股			
公司	代码	市值(亿元)	PE-2022E
MICROSOFT	MSFT.O	127,170	26.60
Activision Blizzard	ATVI.O	3,996	25.81
taktwo Interactive	TTWO.O	944	24.21
ELECTRONIC ARTS	EA.O	2,291	16.87
均值		33,600	23.37

资料来源: Wind、彭博, 德邦研究所
注: 数据截止 2022 年 7 月 14 日

表 26: 主站业务可比公司表

港股			
公司	代码	市值(亿元)	PS-2022E
快手-W	1024.HK	3,464	3.63
微博-W	9898.HK	381	1.95
均值		1,922	2.79

美股			
公司	代码	市值(亿元)	PS-2022E
META PLATFORMS	META.O	29,769	3.29
TWITTER	TWTR.N	1,890	4.89
WALT DISNEY	DIS.N	11,390	2.63
均值		14,350	3.60

资料来源: Wind、彭博, 德邦研究所
注: 数据截止 2022 年 7 月 14 日

5. 风险提示

游戏产品上线进度不及预期风险: Pipeline 中的游戏产品需要上线才能兑现为收入并收回前期投资、产生利润, 若后续产品上线进度不及预期, 可能会影响公司财务表现;

宏观经济波动风险: 互联网广告进入成熟期后, 周期性较强, 表现会较大程度上反映宏观经济波动;

降本增效不及预期风险: 我们对于公司后续业绩的展望隐含了公司持续进行降本增效的假设, 若后续降本增效进度不及预期, 可能会影响公司远期的净利润率表现, 并进而压制估值水平。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	-17.38	-19.84	-14.80	-8.31
每股净资产	55.60	35.71	20.85	12.48
每股经营现金流	-6.78	-11.63	-19.64	-4.84
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
价值评估(倍)				
P/E	-17.74	-8.78	-11.77	-20.97
P/B	5.55	4.88	8.36	13.96
P/S	6.21	3.00	2.30	1.84
EV/EBITDA	-34.49	-14.43	-25.52	-57.94
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	20.9%	18.1%	24.2%	28.3%
净利润率	-35.1%	-34.2%	-19.6%	-8.8%
净资产收益率	-31.3%	-55.5%	-70.7%	-65.9%
资产回报率	-13.0%	-12.7%	-8.1%	-3.8%
投资回报率	-16.0%	-15.7%	-9.8%	-4.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	61.5%	17.2%	30.0%	25.3%
EBIT 增长率	104.7%	15.0%	-22.8%	-41.9%
净利润增长率	125.4%	14.1%	-25.4%	-43.9%
偿债能力指标				
资产负债率	58.3%	77.2%	88.6%	94.3%
流动比率	3.0	3.1	4.0	4.0
速动比率	3.0	3.0	3.9	3.9
现金比率	0.6	0.8	1.1	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.6	26.6	26.7	25.9
存货周转天数	7.2	12.2	14.9	16.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产周转率	18.4	16.4	20.3	24.4

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-6789	-7750	-5781	-3246
少数股东损益	-20	-19	-23	-23
非现金支出	2604	1214	1203	1193
非经营收益	1497	86	-116	-116
营运资金变动	61	1926	-2954	301
经营活动现金流	-2647	-4543	-7670	-1889
资产	-3687	-1139	-1139	-1139
投资	-20908	-3875	-6106	-4991
其他	17	-242	-9	-9
投资活动现金流	-24578	-5256	-7254	-6138
债权募资	10575	14026	17298	13838
股权募资	19288	0	0	0
其他	525	156	124	124
融资活动现金流	30389	14182	17422	13962
现金净流量	2845	4383	2498	5935

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月25日，汇率为0.86人民币/港元
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19384	22713	29538	37014
营业成本	15341	18599	22395	26547
毛利率%	20.9%	18.1%	24.2%	28.3%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	5795	5126	5947	6361
营业费用率%	29.9%	22.6%	20.1%	17.2%
管理费用	1838	2304	2441	2786
管理费用率%	9.5%	10.1%	8.3%	7.5%
研发费用	2840	4079	4468	4636
研发费用率%	14.7%	18.0%	15.1%	12.5%
EBIT	-6429	-7395	-5712	-3316
财务费用	85	-264	-223	-223
财务费用率%	0.4%	-1.2%	-0.8%	-0.6%
资产减值损失				
投资收益	-194	-732	-141	-141
营业利润	-6429	-7395	-5712	-3316
营业外收支	-284	-289	-34	-34
利润总额	-6713	-7685	-5746	-3350
EBITDA	-3825	-6181	-4509	-2123
所得税	95	84	57	-82
有效所得税率%	-1.4%	-1.1%	-1.0%	2.4%
少数股东损益	-20	-19	-23	-23
归属母公司所有者净利润	-6789	-7750	-5781	-3246

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7523	11906	14404	20339
应收账款及应收票据	1382	1974	2401	2935
存货	456	805	1046	1311
其它流动资产	27086	29730	35545	41219
流动资产合计	36447	44416	53396	65804
长期股权投资	1235	1947	2921	3763
固定资产	1350	1425	1489	1543
在建工程				
无形资产	6174	6024	5896	5788
非流动资产合计	15606	16663	17993	19201
资产总计	52053	61079	71388	85005
短期借款	1232	844	844	844
应付票据及应付账款	4361	5770	2274	2850
预收账款				
其它流动负债	6478	7837	10148	12620
流动负债合计	12071	14451	13266	16313
长期借款	17784	32199	49496	63335
其它长期负债	482	482	482	482
非流动负债合计	18266	32681	49978	63817
负债总计	30337	47131	63245	80129
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	21704	13954	8173	4927
少数股东权益	12	-7	-29	-52
负债和所有者权益合计	52053	61079	71388	85005

信息披露

分析师与研究助理简介

赵伟博，德邦证券研究所计算机行业首席分析师。中国人民大学金融学硕士及经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。深耕计算机行业研究数年，致力于用扎实、严谨、客观的深度研究服务产业发展及广大客户，对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链等行业主要领域均有深入理解。

刘文轩，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。