

哔哩哔哩-W (9626.HK) 首次覆盖

买入(首次评级)

当前价格: 217.6HKD

目标价格: 266.61HKD

如何认识 B 站当前的核心价值与成长空间

投资要点:

- 回顾发展中的核心战略: B 站通过用户破圈战略, 实现高质量的用户增长。**公司于 18 年美股上市后, 从 18Q2 的 8500 万 MAU 发展到 22Q3 的 3.33 亿, 付费用户数达 2850 万, 第 12 个月留存率连续 4 年超 80%, 实现了高质量增长。复盘 B 站成功破圈的原因, 我们认为核心在于: 1) 不变质的增长: 坚持对创作者的重视、对社区氛围的维护; 2) 独特的内容获客-留存模式, 高 ROI、正循环: 基于 B 站优势, 进行高 ROI 的垂类内容布局, 内容策略显著区别于规模致胜的长视频平台, OGV 内容获客→广泛的 PUGV 内容承接, 充分发挥 OGV 内容的杠杆效应, 丰富的 PUGV 让用户低成本留存, 更多的用户促进内容创作者更多产能, 形成多边正循环的网络效应。
- 成长中伴有逆风, 不改 B 站长期价值: 1) 寻找商业化产品与社区内容增长的 PMF 短期压低毛利率: 维持 B 站生态活跃的关键是内容输出, 创作者需要收入供养更多高质量的创作内容, 直播和广告同时助力 UP 主收入与平台收入, 在寻找契合社区的广告与直播变现模式并做大体量的过程中, 毛利率下降是合理的。2) 游戏业务等待下一个增长的接力棒: 由于游戏行业监管加强、代理的新游戏未实现引爆等原因, 游戏业务短期内增长放缓, 但 B 站已经调整业务重心至自研精品和全球发行两个方向, 自研产品推出能够显著改善游戏业务毛利率。**
- 立足长期价值, 展望 B 站后续增长空间: 1) 用户流量侧, 短期更重视 DAU 而非用户规模的增长, 获客开支减少, 且商业化收入跟 DAU 相关性更强; 中长期, B 站享有泛教育人口红利, 对标 N 站 77% 的高渗透率, B 站有较大渗透率提升空间。2) 商业化侧, Z 世代消费潜力随年龄增长释放, Storymode 成为 B 站未来流量成本和收入弹性的重要增长引擎。Storymode 有效提高用户的活跃度, 有望在 B 站整合营销的商业化生态中发挥更大作用, 提升广告业务收入和毛利率。**
- 盈利预测与投资建议: 我们预计22-24年公司营业收入CAGR为15%, 我们选用SOTP法估值, 目标市值1092.88亿HKD, 对应目标价266.61HKD。首次覆盖, 给予“买入”评级。**
- 风险提示: 运营表现或商业化核心表现不及预期风险、宏观经济恢复不及预期、疫情反复风险。**

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	326/410
总市值/流通市值(百万港元)	89199/70983
每股净资产 (元)	40.35
资产负债率 (%)	65.25
一年内最高/最低 (港元)	333/67.9

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈泽敏
 执业证书编号: S0210522050002
 邮箱: czm3779@hfzq.com.cn

分析师 杨岚
 执业证书编号: S0210522110001
 邮箱: yanglan@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	11,999	19,384	21,988	25,731	29,515
增长率 (%)	77%	62%	13%	17%	15%
净利润(百万元)	-3,012	-6,789	-8,198	-4,149	140
增长率 (%)	-134%	-125%	-21%	49%	103%
EPS (元/股)	-7.35	-16.56	-20.00	-10.12	0.34
市盈率 (P/E)	-25.7	-11.4	-9.4	-18.6	550.7
市净率 (P/B)	10.2	3.6	4.7	6.2	6.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

注: 每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要件

关键假设

假设 1: 假设 22-24 年 B 站 MAU 分别为 3.3/3.6/4 亿。

假设 2: 假设 22-24 年 B 站毛利率分别 17%/24%/30%。

假设 3: 假设 22-24 年 B 站总费用率 (RD+SM+GA) 分别 52%/40%/30%。

我们区别于市场的观点

对用户增长和 LTV: 1) 用户增长上: 市场认为 B 站是 Z 世代用户平台, 随着出生率下降, B 站用户增长动力不足。我们认为, 在中国的教育人口红利下, 向泛知识等类目拓展使用户从核心二次元→Z 世代→Z+ 世代扩圈路径通畅。2) LTV 上: 市场通常看好 B 站的用户生命周期, 但对用户生命周期内商业化价值几何有所疑虑, 我们认为 B 站用户消费能力暂时不足+宏观经济下行+平台商业化不足, 导致商业化表现阶段性承压, 但 B 站用户年轻、消费能力强且文化包容性强, 消费潜力有望随年龄增长、经济独立逐渐释放。

对于商业化能力和盈利前景: 市场部分观点认为, B 站商业化与用户增长不匹配。我们认为, 这是增长过程的不同阶段用户生态、商业化的侧重有异。B 站此前发展以用户体量为重点, 商业化并非该阶段的核心, 且商业化 PMF 的适配与平台化能力的提升并非一蹴而就; 当下和未来, 商业化的侧重已有大幅提升, 且 B 站已形成合适的 PMF, 有望更高效的「降本」迭代, 「增效」也将成为下一阶段的核心, 随着商业化收入起量, 24 年实现盈利可期。

股价上涨的催化因素

缩减开支下, 核心运营指标维持高质量增长; 广告业务展现增长弹性; 自研游戏上线。

估值和目标价

按照分部估值, 游戏业务参考腾讯等给予 2023 年 5X PS; VAS 业务参考芒果超媒、爱奇艺等给予 2023 年 3X PS; 广告业务参考百度等给予 2023 年 3.5X PS; 电商业务参考拼多多等给予 2023 年 4X PS, 整体给予哔哩哔哩 2023 年市值 1092.88 亿 HKD, 对应目标价 266.61HKD。(按 230111 汇率 1HKD=0.8675CNY 换算)。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

运营表现或商业化核心表现不及预期风险、宏观经济恢复不及预期、疫情反复风险。

正文目录

1	“小破站”的长大：回顾 B 站发展历程中的核心战略与节点	5
1.1	关键决策：用户破圈战略，实现高质量的用户增长	5
1.2	维护 B 站立站之本：社区为基，活跃的创作生态，形成生态正循环	6
1.2.1	企业文化：社区优先、创作者优先	7
1.2.2	生态正循环建立	8
1.3	有限投入的获客策略：高杠杆内容带动用户破圈	11
2	成长中的逆风：来自自身与环境的挑战	14
2.1	创作者生态：B 站如何帮助 UP 主赚钱	14
2.1.1	抓手一：直播	15
2.1.2	抓手二：广告商单	16
2.2	游戏业务：等待下一个增长接力棒	17
3	B 站的长期价值未变，商业模式与 LTV 稳定性值得重估	19
3.1	从流量分发机制看，B 站业务内生协同性较强	19
3.2	成本与费用可控，能支撑业务规模的扩张	21
4	B 站增长空间如何看待？	22
4.1	用户流量增长：从大盘增长，到更看重活跃度指标	22
4.1.1	长期：泛教育人口均是 B 站的潜在用户	22
4.1.2	短期：B 站更注重活跃指标而非整体大盘的增长	24
4.2	广告收入增长：Z 世代人群商业价值释放，平台基建完善与广告位丰富	24
4.2.1	广告定位：面向 Z 世代，通过兴趣实现品牌价值	24
4.2.2	广告场景多样、类型丰富、效率提升	25
5	盈利预测与估值	30
5.1	盈利预测	30
5.2	估值	31
6	风险提示	33

图表目录

图表 1:	18Q2-22Q3 B 站用户活跃度增长迅速	5
图表 2:	B 站用户互动数、MPU 增速超过 MAU 增速	6
图表 3:	B 站用户行为	6
图表 4:	18Q1 以来 B 站用户使用时长呈增长趋势	6
图表 5:	B 站的企业文化	8
图表 6:	B 站社区生态正反馈模型	9
图表 7:	B 站 PUGV 内容创作生态	9
图表 8:	B 站“OGV 引流+PUGV 留存”模型	9
图表 9:	Z 世代人群为 B 站创作者的主力	10
图表 10:	22Q3 B 站创作者保持高速增长	10
图表 11:	B 站用户活跃度远高于其他平台(观测时点：2022 年 11 月 30 日)	11
图表 12:	B 站 2021 年年度弹幕“破防了”出现在动画《国王排名》片段中	11
图表 13:	B 站分区内容发展历程 & 2019 年至 2021 年百大 UP 主分区对比	12
图表 14:	B 站的“破圈”三部曲	12
图表 15:	Z 世代用户迎来购车需求	13
图表 16:	B 站知识区内容生态	13
图表 17:	B 站 UP 主的特殊变现方式	15
图表 18:	20Q1-22Q3 B 站 VAS 业务收入及增速	16

图表 19: 18Q3-22Q3 B 站游戏业务收入及增速	18
图表 20: B 站各项业务的发展历程	20
图表 21: 18Q2-22Q3 B 站各项业务占总收入比	20
图表 22: B 站全域生态图	21
图表 23: 20 年起 B 站毛利率承压, 2Q22 触底回升	22
图表 24: 20Q1-22Q3 NicoNico 用户渗透率	23
图表 25: 20Q1-22Q3 NicoNico 用户粘性	23
图表 26: 19Q1-22Q3 NicoNico 用户年龄结构	23
图表 27: B 站广告业务收入及增速	24
图表 28: B 站 4i 兴趣营销模型, 由兴趣而品牌	25
图表 29: B 站花火平台数据表现	25
图表 30: B 站优质内容的长尾效应	25
图表 31: B 站 Storymode 播放量占比	26
图表 32: B 站单视频时长逐渐缩短	27
图表 33: 哔哩哔哩美妆整合营销方案	27
图表 34: B 站一站式投放管理平台“三连推广”	28
图表 35: B 站日均视频观看量及增速	29
图表 36: B 站日均观看视频均长度	29
图表 37: B 站 Storymode 收入贡献测算	29
图表 38: B 站 2018-2024E 营业收入拆分及预测	31
图表 39: B 站 2018-2024E 成本费用预测	31
图表 40: B 站可比公司 SOTP 估值 (单位: 亿元, 市值截至 2023 年 1 月 9 日)	32
图表 41: 财务预测摘要	34

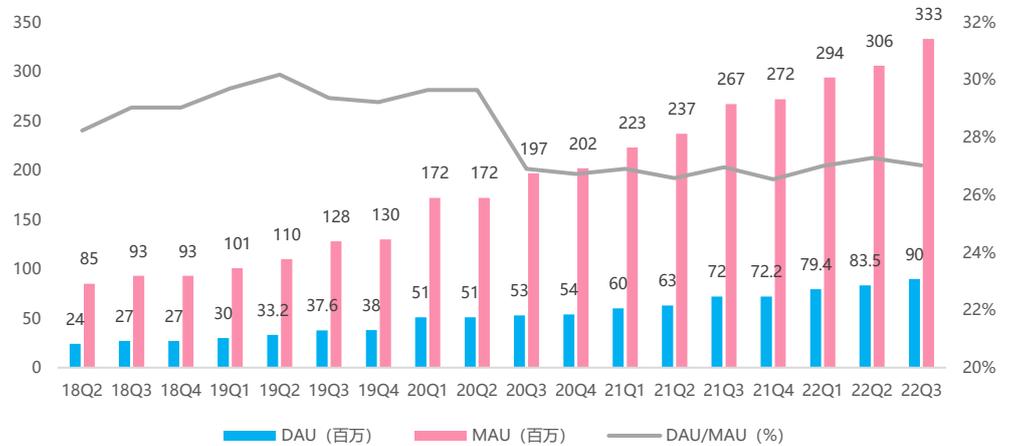
1 “小破站”的长大：回顾 B 站发展历程中的核心战略与节点

1.1 关键决策：用户破圈战略，实现高质量的用户增长

确立用户增长战略，B 站从 ACG 圈层进化到泛二次元社区。 B 站的建立基于 ACG 圈层，最初的受众群体以核心二次元群体为主，各种运营机制尚未完善，动画内容的产出都是依托用户搬运和无偿产出的翻译字幕组，基本属于“用爱发电”，尚处于收入模式的探索期。2014 年 B 站天使投资人陈睿正式加入 B 站，成为 B 站的董事长。在接受《晚点》访谈中陈睿提到“小国寡民是开心，但你是世外桃源也会被坚船利炮干掉”，B 站想要活下来必须采取用户增长的战略。B 站至此在用户增长道路上高歌猛进，通过不断的“破圈”和接纳新用户，B 站划分出 33 个内容分区，形成多元化的社区氛围。目前 B 站主营业务主要包括移动游戏、增值服务、广告、电商及其他。

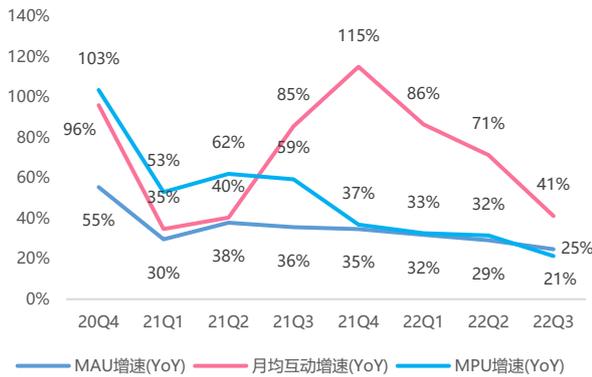
回顾增长历程，B 站成功实现了高质量的破圈增长。截至 22Q3，B 站 MAU 达到 3.33 亿，同比增长 24.6%，日均视频播放量接近 37 亿次，同比提升 64%，MAU 达到 4 年前的近 4 倍。在 20Q4 的电话会上，公司表示将在 2023 年达到 4 亿 MAU。在规模扩大的同时，B 站也保持了社区的健康度，用户日均使用时长高达 96 分钟。用户互动数达 144 亿次，同比增长 41%，互动数增速超过 MAU 增速，体现了用户增长的高质量。

图表 1：18Q2-22Q3 B 站用户活跃度增长迅速



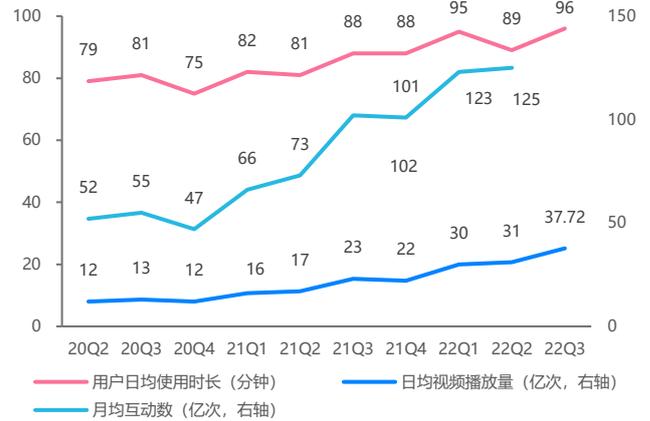
数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

图表 2: B 站用户互动数、MPU 增速超过 MAU 增速



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

图表 3: B 站用户行为



数据来源：B 站财报小助手、哔哩哔哩微信公众号、华福证券研究所

图表 4: 18Q1 以来 B 站用户使用时长呈增长趋势



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

社区生态的活跃、健康，同样体现在核心用户群体的增长与留存上。2021 年 6 月，B 站成立 12 周年，用户自成立以来的留存率超 65%；截至 22Q3，通过 100 道社区考试答题的正式会员数量同比增长 37%达到 1.83 亿，第十二个月留存率达 82%，连续 4 年超过 80%，体现出 B 站社区的高黏性、高留存。针对社区核心用户，B 站在 2022 年推出“硬核会员”认证，吸引大量六级用户参与答题，进一步增强核心用户归属感。

复盘 B 站成功破圈的原因，我们认为核心在于：1) 固本培元，创作者的重视、对社区氛围的维护；2) 基于 B 站优势，进行高 ROI 的垂类内容布局策略。

1.2 维护 B 站立站之本：社区为基，活跃的创作生态，形成生态正循环

B 站区别于其他视频平台的显著特征在于社区，这一定位在破圈增长的过程中始终未变。相应地，B 站呈现出网络效应而非规模效应，避开了长视频平台的内卷发

展道路。B 站在运营中坚持社区优先的原则，相比规模的增长，更重视 B 站社区的健康度。优质的社区更能推动平台内容质量的改善，也是让很多用户喜欢 B 站，认为 B 站与众不同的原因。

1.2.1 企业文化：社区优先、创作者优先

B 站以企业文化确认什么是重要的价值观。

1) 社区优先，对社区的重视是 B 站自创立之初的基因。B 站 CEO 陈睿在《哔哩哔哩 11 周年演讲》上提出“社区是我们这家公司的基因。”B 站成立于 2009 年 6 月 26 日，最初是一个由动画爱好者组成的社区，为二次元爱好者们提供了观看和交流动漫的平台。对于社区的重视，是 B 站自建站起始终未变的初心。B 站的企业文化为社区优先、合作共赢、正直诚信和极致执行，其中社区优先为 B 站企业文化的第一条也是重中之重。

公正与包容的社区价值观保驾护航。B 站社区最重要的两条价值观，一是公正，二是包容。公正的价值观有助于建立用户对平台的信任，进而提高用户粘性，带来长期价值。为了贯彻公正这个价值观，B 站始终坚持数据真实，在反黑产方面持续投入，同时也保持着充分的自律，为广大用户维持着公正的社区秩序。B 站不以商业价值、流量价值去评判内容的价值，只要有正反馈、正激励，好的内容都可以被更多人看到。B 站对公正真实的坚持赢得了用户对社区的信任，进而对平台产生认同感，进一步提高了用户粘性，带来长期价值。**包容的价值观使得平台可以容纳丰富的品类，内容边界不断扩张。**包容的态度能够吸引不同品类的优质内容入驻，从而吸引更多同品类的 UP 主进入 B 站生态，不断拓宽内容边界。即便是拼装、Penbeat 这样的小众爱好也能在 B 站生根发芽，找到自己的受众。B 站最开始仅有几个与动画相关的内容品类，到现在已经成为了一个拥有 200 万个文化标签，7000 个核心文化圈层的百花齐放的社区。

图表 5: B 站的企业文化



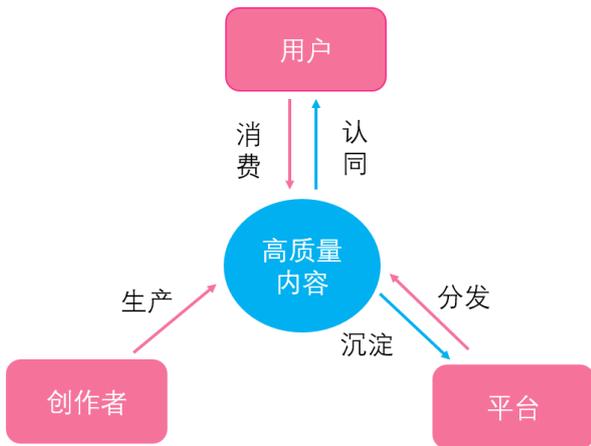
数据来源：哔哩哔哩官网、华福证券研究所

2) B 站对创作者的重视。从流量分配机制上，B 站私域占比高，视频的流量依靠 UP 主创作内容形成的私域分发，用户渗透率高，粘性强；流量中长尾占比高，区别于其他平台的推荐机制使得高质量视频在 B 站历久弥新，为 UP 主持续带来新的粉丝和播放量。

1.2.2 生态正循环建立

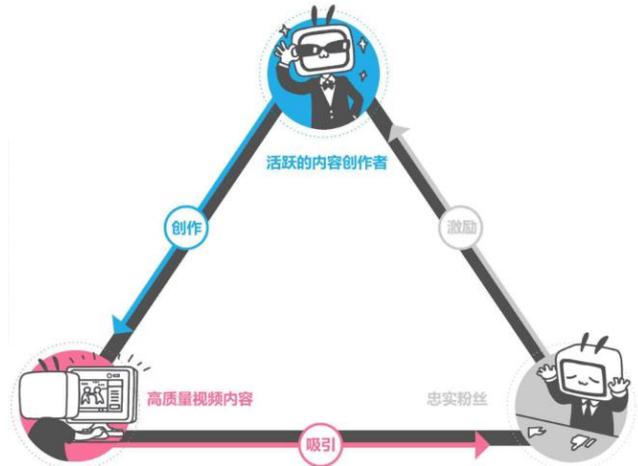
双边平台效应+社区共识强化，B 站以内容形成了增长飞轮。B 站的视频内容并不以传统的影视综艺为主，而是以 PUGV (Professional User Generated Video) 为核心，即用户自制的、经过专业策划和制作的高质量视频，PUGV 内容 B 站已经形成了“UP 主创作高质量视频内容-高质量视频内容吸引忠实粉丝-忠诚粉丝的正反馈激励 UP 主持续产出优质内容”的生态闭环。这种良性循环的内容生态是 B 站能够保持内容创新的核心要素，也是一直吸引年轻用户，持续产出优秀内容的重要原因。

图表 6: B 站社区生态正反馈模型



数据来源: 华福证券研究所整理

图表 7: B 站 PUGV 内容创作生态



数据来源: 哔哩哔哩官网、华福证券研究所

精品 OGV 内容口碑热度双收, 与 PUGV 互相反哺, 形成“OGV 引流+PUGV 留存”的模式。 1) OGV 内容, 即 B 站官方购买具有版权的影视内容, 包括有动漫、纪录片、自制网综、电竞体育赛事, 实现了对综艺、纪录片、电视剧等长视频内容的覆盖。纪录片方面, B 站与 Discovery 探索频道、BBC、国家地理、NHK 等知名厂牌达成了战略合作; 自制综艺方面, B 站根植于社区文化, 主打题材和内容而非明星大咖, 以低制作成本丰富了 B 站的生态。

2) B 站以优质 OGV 和 PUGV 内容作为生态联结的核心动能。专业的 OGV 内容吸引新用户后, PUGV 内容所连接的强粘性用户生态成为新用户留存的主阵地。优质 OGV 内容为站内各区 PUGV 提供素材, 例如 B 站买下 2020-2022 年《英雄联盟》S 赛独播权, 为 B 站游戏直播带来流量提升的同时, 比赛集锦、赛后复盘、主播解说、战队花絮特辑等相关 PUGV 内容也收获了不错的热度。B 站联合迪士尼出品原创律政主题剧集《正义的算法》, 在影视区、娱乐区、知识区也衍生出不少 PUGV 二创内容。优质 OGV 内容对站外拉新产生了促进作用, 接着根据用户兴趣爱好进行分流, B 站丰富的 PUGV 内容和独特的社区氛围使得新用户愿意留存下来。这样“OGV 引流+PUGV 留存”的模式成为了 B 站特有的用户增长优势。

图表 8: B 站“OGV 引流+PUGV 留存”模型



数据来源: 华福证券研究所整理

生态驱动下的 B 站创作者生态是吸引高创作能力 UP 主的肥沃土壤。B 站 UP 主在多领域的优质高产能输出源于其健康而肥沃的创作者土壤: ①B 站鼓励创作、重视创作的正循环导向, B 站的推荐机制基于点赞、转发、正向的评论和弹幕等用户反馈,

高质量的内容最终一定会被用户选择。②B 站拥有高质量的观众，Z 世代是有文化自信、道德自律和人文修养的一代，他们追求高质量的内容，在互相交流和思想碰撞的过程中为创作者带来独特的精神层面的正反馈。

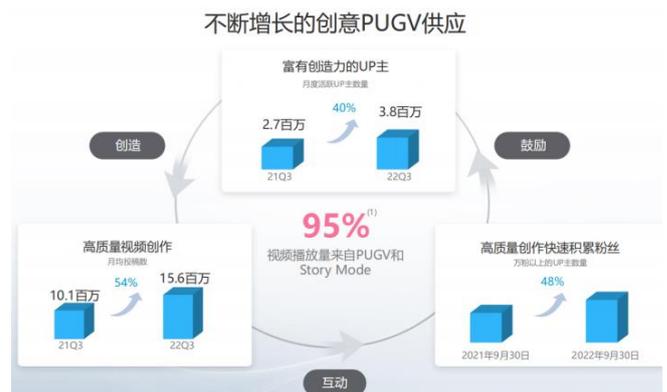
高速增长的青年创作者提供优质内容供给，走进主流视野。B 站去中心化的流量分发机制吸引了更多的创作者加入 B 站。截至 B 站成立十周年之际（2019 年 6 月 26 日），B 站每月产出 1000 首以上的原创音乐，是中国最大的音乐创作平台之一；拥有 2100 万游戏视频，累计播放量 601 亿次，是中国最大的游戏视频平台之一；Vlog 投稿量 145 万，累计播放 33 亿次，是中国增长最快的 Vlog 社区。22Q3，B 站万粉以上的创作者数量同比增长 48%，月均活跃 UP 主数量达 380 万，同比增长 40%；月均投稿量达到 1560 万，同比增长 54%。2021 年 B 站创作者优质内容获得《人民日报》《光明日报》等主流媒体转发 26730 次，24-30 岁的 Z 世代人群是 B 站创作者的主力，占到 71%，这些受过良好教育、富有创造力的青年 UP 主群体为 B 站提供了优质的 PUGV 内容，同时这些内容受到主流媒体的认可。

图表 9：Z 世代人群为 B 站创作者的主力



数据来源：《2021B 站创作者生态报告》、华福证券研究所

图表 10：22Q3 B 站创作者保持高速增长



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

B 站粉丝的强互动属性。从三大创作者粉丝在 B 站和西瓜视频或抖音的表现对比来看，何同学和毕导 B 站的粉丝量及活跃度均远超其他平台，而巫师财经虽然在 B 站上的粉丝体量小但其活跃度高，粉丝更具价值。与其他视频平台相比，B 站粉丝往往更喜欢在评论和弹幕中与创作者或者其他观众互动，这也是 B 站内容消费的乐趣来源，也为 UP 主创作提供方向思路，促进“为爱发电”。

图表 11: B 站用户活跃度远高于其他平台(观测时点: 2022 年 11 月 30 日)

	老师好我叫何同学		毕导THU		巫师财经	
	抖音	B站	西瓜视频	B站	西瓜视频	B站
入驻/签约时间	2022年10月	2018年2月	2019年12月	2017年11月	2020年6月	2019年9月
粉丝量	66.1万	1062.8万	144.1万	496.3万	499万	282.1万
播放量区间	-	87万-3001.6万	321万-561万	6.2万-515.1万	12.8万-1130万	57.6万-563.5万
播放量最高视频评论/弹幕数量	7.3万 (评论)	7.1万/22.5万	7092/8337	2万/8.9万	985/241	2.2万/6.2万
近期5条视频评论/弹幕数量 (均值)	2.7万评论	3.9万/8.1万	384/837	7900/4万	491/64.2	1.1万/3.7万
近期5条视频点赞量 (均值)	24.9万	160.3万	4.9万	34.1万	4181	20.9万
近期5条视频赞评比 (均值)	19: 1	13: 1	126: 1	10: 1	9: 1	4: 1

数据来源: 哔哩哔哩官网、西瓜视频官网、华福证券研究所

弹幕文化塑造“Z 世代”共识。“Z 世代”人群成长于我国互联网技术高速发展的时期,“Z 世代”人群是高度城市化和互联网化的,有着比以往任何群体更加广泛的与外界的连接点。加之“Z 世代”出生于 1995-2010 年,多为独生子女,成长环境缺乏精神陪伴,他们渴望在互联网这一连接万物的平台上与他人产生思想上的交织与碰撞,而弹幕则是 B 站为他们提供的完美载体。弹幕带给 B 站用户无处不在的仪式感和共鸣进而形成的群体归属感,无形之中浇铸了 B 站社区互相包容、敢于表达的社区共识与内核。

图表 12: B 站 2021 年年度弹幕“破防了”出现在动画《国王排名》片段中


数据来源: 哔哩哔哩官网、华福证券研究所

1.3 有限投入的获客策略: 高杠杆内容带动用户破圈

资本助力 B 站“破圈计划”, 丰富社区内容品类。2018 年 3 月, B 站在美国纳斯达克交易所挂牌上市, 融资 4.83 亿美元。借助资本市场的力量, B 站逐步开始实施“破圈计划”, B 站的内容和影响逐渐扩大。2019 年是 B 站破圈元年, 包括举办

2019 年跨年晚会《bilibili 晚会：2019 最美的夜》、购买《英雄联盟》全球总决赛 S10 至 S12（2020 年至 2022 年）的中国独家直播权、邀请明星、学术大咖和社会机构进驻等破圈动作都卓有成效，促进了社区本身内容品类的多元化。对比 2021 年与 2019 年的 B 站百大 UP 主，UP 主们的背景更加多元化，所在的分区数量从 9 个增加到 15 个，新增了虚拟、萌宠、运动、音乐、国创和知识 6 个板块。

图表 13: B 站分区内容发展历程 & 2019 年至 2021 年百大 UP 主分区对比



数据来源：哔哩哔哩官网、《2021B 站创作者生态报告》、华福证券研究所

标志性内容打造——“破圈”三部曲成效显著，社区完成定位转型。B 站在 2020 年青年节发布宣传视频《后浪》，该视频引起广泛讨论，获得超 30 亿的全网曝光量，超 20 家主流电台报道，App 单日下载量突破 14 万。B 站后又在 2020 年下半年发布《入海》和《喜相逢》，共同构成 B 站的“破圈三部曲”，三个视频累计全网曝光量达到 53.7 亿次，让 B 站在 14 到 35 岁的全国网民中的品牌认知度提升至 60%，并且清晰地表达了 B 站新的品牌定位——你感兴趣的视频都在 B 站。同时当某一品类的 UP 主视频和用户积累到一定程度时，B 站会专门开辟新的分区，融入进 B 站的内容生态，做到任何一种小众爱好都能在社区中找到高质量内容和同好，B 站已经从二次元社区转变为多元化泛娱乐平台。

图表 14: B 站的“破圈”三部曲



数据来源：哔哩哔哩官网、华福证券研究所

已经形成多元的内容生态。B站十分重视各个细分内容垂类的发展，对其进行流量扶持、新人UP主的培养，包括扶持国产原创动画的“寻光计划”、扶持时尚美妆新人UP主的“时尚星计划”和助力音乐类内容创作的“音乐星计划”等。对内容垂类的扶持拓宽了新用户进入B站的边界，触及了更多元化的人群，也催生了各自分区一批优质UP主。

内生型直播业务高速发展，辐射B站内容生态。B站自19年起加大了对游戏直播和娱乐直播内容的投入。1) **在内容层面**，B站在2020年购得《英雄联盟》全球总决赛未来三年的独家直播权，积累大量电竞核心用户，孵化PUGV的电竞相关内容吸引非核心受众，为未来电竞生态的发展打下基础。2) **在主播层面**，签约知名娱乐主播冯提莫，引流新用户转移平台并强化用户对B站直播的认知度；同时积极挖掘扶持站内UP主，推出一系列开播激励活动，促进UP主向主播的转化。3) **在生态层面**，直播补充了B站的内容生态，丰富了视频更新之外UP主与观众之间的情感交流，为中腰部UP主提供变现渠道，2021年全年有超过60万内容创作者通过直播获得收入。

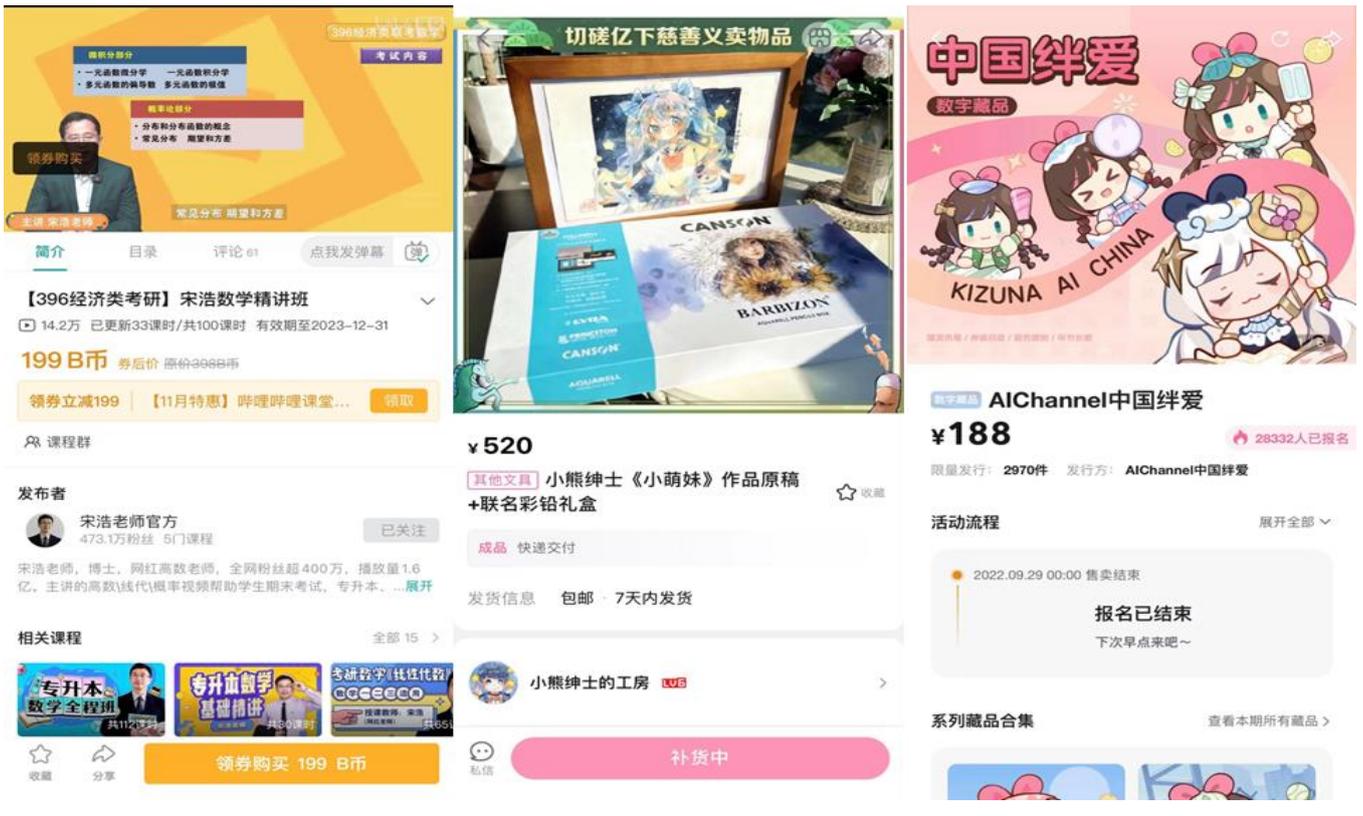
2 成长中的逆风：来自自身与环境的挑战

2.1 创作者生态：B站如何帮助UP主赚钱

“为爱发电”难以支撑高产能，赚钱效应两极分化。UP主作为B站最重要的视频内容制作输出方，是B站快速发展并构筑牢固的复制壁垒的基石。UP主对自身创作内容的兴趣和热爱是UP主创作的直接动力，也被B站用户戏称为“为爱发电”，但是视频的走红需要热点、平台流量、运营等诸多因素加持。长期的“为爱发电”会导致UP主创作热情下降从而减少视频的产出量。商单推广是UP主最主要的收入来源，但由于粉丝数量、内容调性、UP主个体差异等原因，B站UP主在商单收入上形成较大的两极差异，加剧了尾部UP主创作热情的流失。

拓宽变现渠道，为UP主提供更多针对性服务。创作者的热情及产出量是保证优质PUGV内容的前提，因此如何帮助UP主赚钱一直深受B站重视。花火平台的推出和壮大帮助UP主对接更多更精准的变现机会，也能大幅度反推创作者生产内容和进一步破圈，进而形成用户和收入的双增长。除了商单广告外，B站因为其不同于流量驱动的内容生态特质，创作者们会有特殊的变现方式，知识区的UP主往往通过出售课程的方式获得营收，手工绘画区的UP主会在B站上出售自己的原创作品，而Vtuber即虚拟UP主可以通过发售其专属衍生品如装扮、表情包等获得收入。B站也在致力于为创作者提供基建和相关服务，让生态和商业流通起来，提高UP主的收入。

图表 17: B 站 UP 主的特殊变现方式



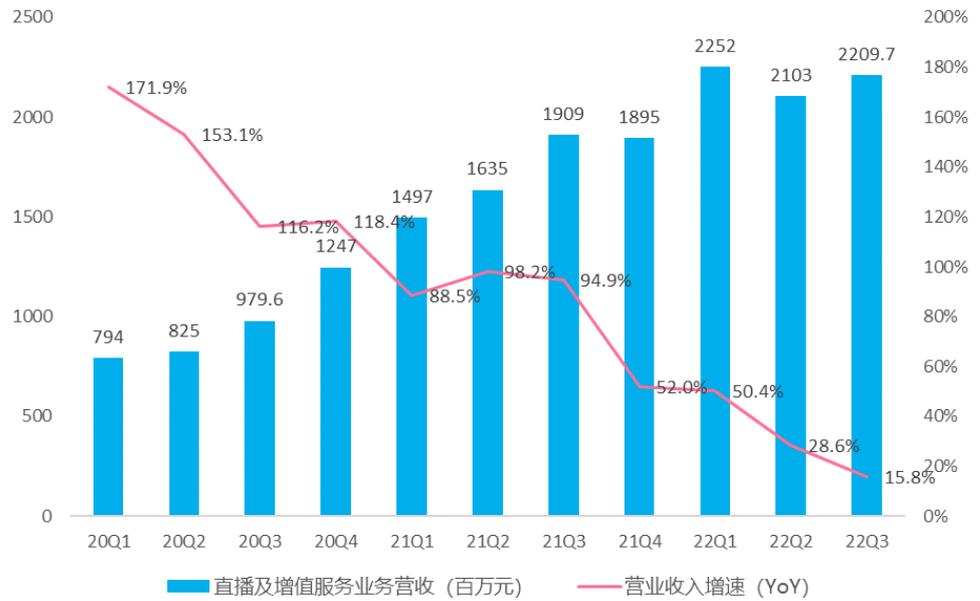
数据来源：哔哩哔哩官网、华福证券研究所

B 站打造普适性 UP 主创收机制。UP 主特殊变现方式固然是其制造收入的创新手段,但是这类缺乏普适性和难以规模化推广的创收手段并不能打造一个可持续的创作生态,近年来 B 站通过直播和商单广告两大发力点,采取推进视频内容与直播的一体化运营、进一步整合广告商单商业化体系等措施积极为 UP 主打造正循环、多渠道的创收体系。

2.1.1 抓手一：直播

B 站将直播业务视为 B 站内容生态的自然延伸,挖掘供给侧 UP 主/主播的重叠和消费侧看视频/看直播用户的重叠,实现视频和直播的双向正循环。主播和 UP 主深度结合将有效降低获取主播的成本,直播和视频业务双向促进有利于提升直播的 DAU 渗透率和付费率,从而持续提高直播的毛利率。B 站直播业务重视供给侧重叠的挖掘,让创作者既成为主播也成为 UP 主,22Q3,既是主播也是 UP 主的创作者人数同比增长 73%。同时重视消费侧重叠的挖掘,让用户既看某品类的视频也看该品类的直播,提升直播的 DAU 渗透率和付费率,直播 MPU 在 22Q3 同比增长 79%。22Q2,公司将直播运营和视频运营整合为一个部门,直播和视频业务双向促进,带来了新的运营方式。比如 1) 对于虚拟主播品类,虚拟开播与视频素材库可以进行整合,由此提升虚拟主播的开播率;2) 法律、情感类知识区 UP 主开展答疑类型直播,和用户连线答疑,促进 UP 主涨粉,直播运营形式迎来创新。根据公司 22Q3 财报电话会,公司预期 2023 年直播业务收入和毛利率将持续提升。

图表 18：20Q1-22Q3 B 站 VAS 业务收入及增速



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

拥抱专业 MCN 机构，B 站推动平台营销商业化。2020 年 11 月 17 日，哔哩哔哩 MCN 合作平台正式开放招募。入驻 B 站的 MCN 机构可享受平台提供的 UP 主签约管理、数据分析、花火商单管理等功能权益，优质 MCN 机构还可获得活动预知、内容培训、站外优质 KOL 入驻扶持等。2021 年 B 站加大对 MCN 机构的扶持和激励力度，针对游戏区 MCN 机构推出 2021MCN 扶持计划，从 2021 年 6 月开始将一部分游戏区核心视频和直播资源共享给潜力 MCN 伙伴，以帮助其旗下达人快速成长为“视频+直播”双修的全能 UP 主。专业化机构的引进拓宽了 UP 主的收益渠道，标志着 B 站在商业化道路上更进一步。

入局直播电商，B 站推进业务板块融合。2022 年 B 站首次入局“双 11”，10 月 14 日，B 站在直播分区正式上线了购物频道作为直播电商的独立入口，而此前 B 站电商的入口只有会员购、UP 主主页“橱窗”和 B 站与淘宝合作的悬赏计划，操作繁杂且流量有限。同时 B 站还发布了为期 1 个月的直播电商 UP 主招募激励计划，对直播带货的 UP 主奖励最高达到 50000 元。此前 B 站推出的会员购等电商活动更大程度是对自身二次元社区文化商业变现的谨慎试水，此次针对“双 11”的直播电商活动则是 B 站在直播电商领域走出的第一步。而对于 UP 主来说，本次活动也是 B 站在此业务发展初期的红利释放窗口。

2.1.2 抓手二：广告商单

B 站用户与 UP 主的信任与互动黏性，内容植入式广告成为 B 站的特色。B 站有独特的“恰饭”文化，植入广告的视频质量依然较高，用户们会在弹幕和评论中玩梗，出现“猝不及防”、“让 TA 恰”等内容，创造更强的营销效果。**1) 平台保障交易、维护商业化与社区调性的平衡。**2020 年 7 月 7 日晚，B 站正式上线了花火商单平台，平台的目的在于为 UP 主方和广告方提供安全、规范的商业合作环境和高效、透明的商业交易链路。B 站的产品和业务具有极特殊的社区属性，既要让 UP 主实现

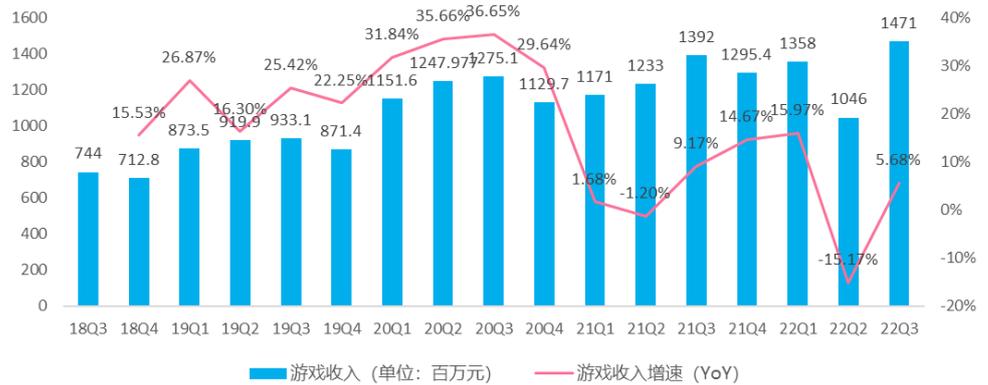
商业化变现，又要维持社区生态，对于 B 站而言需要找到一个平衡点。商单广告无论是定制类还是植入式的商业化方式，如果过于频繁或突兀，容易引起粉丝们反感。B 站引入 UP 主优选选择模型，当产品特质和 UP 主标签高度契合时推荐品牌与该 UP 主定制商单，保障品牌理念和内容的呼应。2022 年 7 月，B 站进行组织架构调整，调任 B 站副总裁、原运营负责人负责商业化中台体系，让了解内容和创作者生态的人负责商业化，有望更好促进商业化与保护社区生态的结合，同时针对各个内容品类制定最适合该品类 UP 主的商业化模式，有效提高 UP 主的内容商业变现效率。

2) 跑通模式，链接更多 UP 主与品牌方。 早先，广告方倾向于自己私下寻找头部优质 UP 主沟通，再在花火平台上完成交易，中腰部以下 UP 主也难以接到商单，反映花火平台作为平台的链接能力还有待发挥。但我们认为这是合作初期，广告主试水时投入相对谨慎。2021 年 7 月，哔哩哔哩官方合作平台花火成立一周年，数据表现趋于良好，入驻 UP 主数量同比增长 770%，入驻品牌同比增长 2050%，品牌的复投率高达 75%。截至 2021 年底，花火平台的入驻品牌达到 4200 个，入驻 UP 主达到 22000 个，增长势头凸显且与 B 站月均活跃 UP 主数量 270 万相比有较大差距。22Q3，B 站一站式 UP 主内容合作平台“花火”升级六大功能，打通品牌与 UP 主合作链路，入驻花火 UP 主数量同比增长 121%，获得商单 UP 主数量同比增长 96%，超 125 万名 UP 主通过多种渠道在 B 站获得收入，同比增长 74%。花火平台对交易全流程提供更好的保障，为 UP 主接单提高了效率和安全性；同时平台对 UP 主洞察进行升级，从标签、内容、粉丝画像等维度助力品牌选择相应的 UP 主，良好的投放体验也吸引更多广告商选择 B 站进行整合营销，提高平台的广告库存。

2.2 游戏业务：等待下一个增长接力棒

商业化初期游戏业务占比重，对头部代理游戏依赖性强。 从 2015 年起，B 站开始发展游戏联运和代理发行业务，主要发行与平台内容紧密的游戏如《Fate/Grand Order》《碧蓝航线》等。2016 年 9 月，B 站独家代理手游《Fate/Grand Order》iOS 版本正式上线，同年 10 月 B 站推出大会员业务，会员享有高清画质，评论区表情等特殊权益。在商业化初期（2015 年~2018 年），B 站收入结构单一，游戏业务占 B 站总收入的比例超过 70%，而且游戏业务对头部的两款游戏依赖性很强。据 B 站招股说明书披露的数据，2017 年 B 站游戏收入中，《Fate/Grand Order》占到了七成以上，另一款《碧蓝航线》则占到 12.7%。

图 19：18Q3-22Q3 B 站游戏业务收入及增速



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

近年来游戏收入稳定，占收比逐渐下降。B 站移动游戏业务主要由自主研发、独家代理、联合运营三部分业务组成，在 2017 年上市时，来自游戏的营收占比达到 83.4%，其中独家代理的手游《FGO》占比游戏业务的 71.8%，公司上市后游戏业务收入占比从 2019 年的 53% 下降至 2021 年的 26%，逐步降低对单一业务的依赖。

不容忽视的是，B 站游戏业务近几年缺少新增长点。2021 年以来，B 站游戏业务增速明显放缓，原因在于：1)《FGO》等爆款游戏流水自然下滑，而 B 站代理或联运的新游戏均未有爆款项目的出现；2) 游戏行业监管加强，包括未成年人防沉迷监管和 2021 年 7 月开始国内游戏版号连续 7 个月停发，国内游戏的生存空间被压缩。3) 公司自研游戏业务的方向过于多样化，多个团队同时探索多个方向，游戏研发资源无法聚焦。内外因素给 B 站游戏业务带来严峻挑战，B 站也认识到在行业整体环境恶化的大背景下，游戏的联运和代理业务短时间内不会成为其现金奶牛，于是 2021 年开始重点布局自主游戏研发和海外发行。

重心渐移，加大自研游戏开发力度。B 站的游戏业务具体展开分为联运、独家代理和自研游戏，2021 年以来 B 站将游戏业务的重心逐渐转向自主游戏研发和海外发行，1) 投资方面，2021 年至今，B 站投资了多家游戏公司，包括心动公司、青瓷游戏在内的上市公司。2) 团队建设方面，目前 B 站游戏自研团队的规模已经超过 1000 人，多个项目并行研发，已经达到了一线厂商的研发规模。3) 管理方面，2022 年 11 月 5 日，B 站 CEO 陈睿将亲自接管游戏业务，进一步落实游戏自研的战略。“自研精品”战略具体表现为：1) 在游戏自研方面未来公司会集中资源聚焦一到两个方向，以行业最优作为目标。2) 强化对于自研游戏项目生命周期的管理，尽早迭代不符合预期的项目。通过自研游戏可以实现优质 IP 孵化，逐渐减少公司对外部产品的依赖性，提高对于 IP 的掌控力，获取最大利润。自研游戏还可以与 B 站的内部生态与平台流量优势相结合，发挥协同效应，最大化用户价值。

游戏自研道阻且长，B 站游戏研发从赛马走向聚焦。2017 年 8 月 B 站推出了其第一款自研游戏《神代梦华谭》，但上线以来成绩并不突出，于 2022 年 11 月 25 日起正式停止运营。财报显示，B 站自研游戏收入占总游戏收入比例正逐步提升，由于新自研游戏的上线，22Q2 游戏收入占比提升至 5%，22Q3 进一步提升至 9%。2019

年布局游戏自研赛道至今，B站已经成立6个自研工作室，形成规模超千人的自研团队，部分游戏的研发也已经进入尾声，在如今国内游戏市场渐趋饱和、行业环境恶化的情况下，B站自研游戏也将迎来收获与检验的时刻。CEO陈睿在业绩会上表示，公司坚定“自研精品，全球发行”的目标，自研精品、海外发行是游戏业务的战略核心。产品线方面，22Q2，B站自研游戏《机动战姬》在海外发布，23年自研游戏在游戏收入中的比重有望提升。

完整生态链和庞大玩家市场仍待开发利用。B站在2021年8月的新品发布会上公布了6款自研游戏，预计2023年开始逐步在全球范围发行。B站的自研游戏尚未大规模面世，游戏质量尚未可知，但B站的自研游戏却具有得天独厚的后天优势。**1) 可移植的运营经验。**B站在自研游戏之前就代理了许多优秀的游戏，如《FGO》、《公主连结》等，从宣发、运营、玩家黏度维持、头部KOL引领以及客服水平来看，B站拥有非常丰富的运营经验可以移植，一旦B站自研游戏获得足量的玩家基数和营收，后续的衍生运营就能保证该游戏的持续火爆。**2) 庞大的用户市场。**B站CEO陈睿在22Q3财报电话会上表示，B站是中国游戏用户聚集度最高的平台，B站自身的直播和视频、原创动画、动漫板块与游戏板块也有很强的协同性。B站自身视频社区为其自研游戏业务提供了庞大的可参考的玩家群体，而受益于游戏代理业务，B站拥有充足的历史玩家数据和各类游戏玩家的反馈，自研游戏团队有充分的条件了解玩家最新的诉求和最喜爱的玩法。

3 B站的长期价值未变，商业模式与LTV稳定性值得重估

B站围绕Z+世代的生活方式全方位布局。B站CEO陈睿曾多次在公众场合表示B站未来会是一个像迪士尼那样的文化品牌公司。B站面向的人群主要为“Z世代”人群，这类人群年轻、消费能力强且文化包容性强，随着“Z世代”人群逐渐成为未来中国创收主力军，文化行业会进入包容性强、审美水平高、用户共鸣能力强的新时代，届时B站将凭借其深厚的用户基础和粘性以及建设完善的社区制度成为一个影响巨大的文化品牌，而“Z世代”人群跳跃的、好动的思维模式和生活方式将成为B站不断拓展内容外延的坚实基础，未来的B站内容与年轻人一样拥有无限可能。

3.1 从流量分发机制看，B站业务内生协同性较强

以用户需求为中心，与内容生态紧密结合的特色商业生态。B站的商业化模式，并非是流量向销量的直接转化，而是通过内容吸引用户进入平台，然后用独特的社区氛围留下用户，再根据用户的需求提供不同的消费场景，形成品牌方、UP主、观众三者之间的共创，使品牌方与用户之间建立深度关联。比如喜欢动漫的用户会自然产生对动漫周边的需求，于是B站的会员购业务应运而生，B站的商业化不仅不会影响社区生态和用户体验，还能满足用户需求反哺内容生态。信任和信赖是维系一个社区的关键纽带，对于品牌来说，信任也是促进销售转化的关键因素，B站通过内容生态与商业生态的深度融合，帮助品类与用户建立深入的互信关系。这样的商业模式孕育出了B站更均衡的多元化收入模型。

图表 20: B 站各项业务的发展历程



数据来源：华福证券研究所根据公开信息整理

业务协同相辅相成，B 站整体韧性较强。随着业务结构的不断优化，B 站已经摆脱了对单一业务的过度依赖，形成游戏和增值业务约占 70%、广告和电商业务约占 30% 的业务格局。单一业务阶段性不及预期不会影响 B 站的整体营收。

图表 21: 18Q2-22Q3 B 站各项业务占总收入比



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

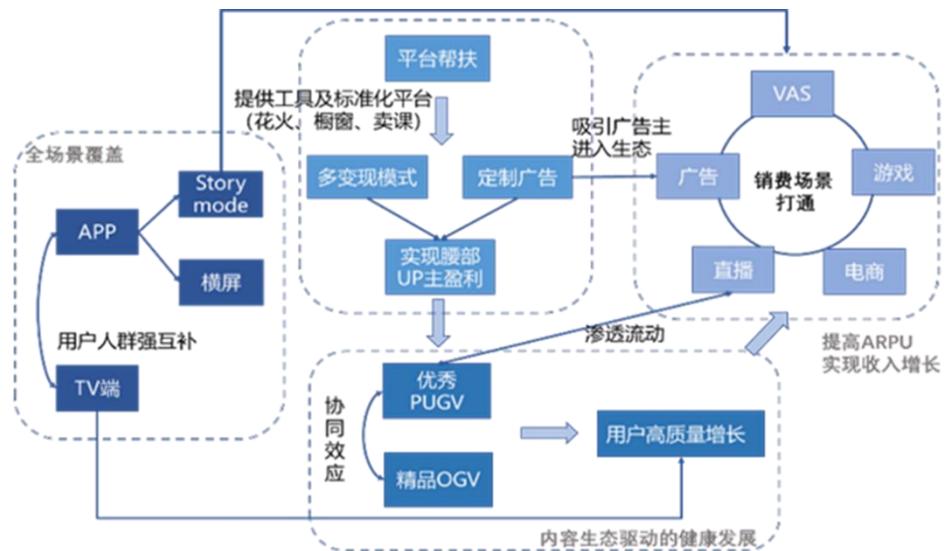
直播、OGV、PUGV 生态产生协同效应。不同于大多内容公司只擅长一个品类，

B 站在 PUGV、OGV、直播均有布局，且这 3 种形态是相互渗透和流动的。比如 B 站自制综艺《说唱新世代》不仅成功出圈，引发了大量年轻人的共鸣，还使相关领域的创作数量激增，起到双向促进的作用。比如直播切片和直播内容二创进一步丰富了 B 站 PUGV 的内容，形成了 B 站内部流量的良性循环。

专业的 OGV 内容吸引广告投放，引发情感共鸣形成创作的正向循环。1) B 站不断增强自身在产业链中发展的广度和深度，通过版权采买、IP 培育，进入产业链上游，不断丰富番剧、国创、自制综艺、自制剧等 OGV 核心竞争内容，同时面向品牌开放创意中插、二创彩蛋等内容营销合作形式，吸引更多广告商入驻。2) 基于 B 站良好的弹幕文化和社区氛围，如《我在故宫修文物》、《众神之地》这样优质的 OGV 内容正在成为观众知识分享、情感共鸣的发生地，也为创作者提供了丰富且及时的反馈、形成创作的正向循环。

站内自循环加强，主播与 UP 主互相渗透，内部转化占据主流。优质的 UP 主往往也是优质主播，截至 2021 年，B 站百万粉丝 UP 主中，超过 70% 同时也是直播主播。全年有超过 60 万内容创作者通过直播获得收入。在很多品类中直播和点播已经形成协同效应，比如 2021 年上半年游戏品类涨粉 Top10 的 UP 主里面有 8 个都是协同直播和点播，对于签约 KOL 和昂贵版权的依赖度较低，平台可以以较低成本获得符合社区喜好的高质量内容，降低签约成本。

图表 22: B 站全域生态图



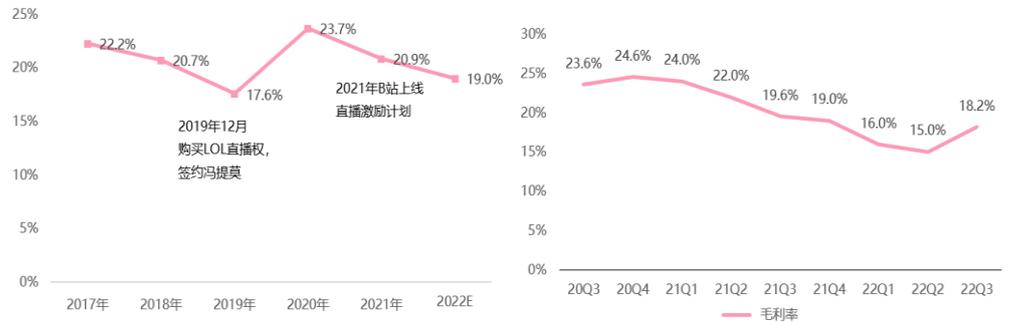
数据来源：华福证券研究所整理

3.2 成本与费用可控，能支撑业务规模的扩张

收入分成高，B 站毛利率阶段性承压。B 站自 20 年以来，毛利率有所下行，增收不增利是市场的核心担忧之一。上文已提到，B 站为让创作者获得收入，以广告和直播为核心抓手，让 UP 主收入增加的同时平台毛利率有所下降。从近几年 B 站在直播业务布局上看，1) 对顶流内容的高额投入：8 亿元价格获得《英雄联盟》全球总决赛中国区三年直播权、从斗鱼挖来头部主播冯提莫，充分展示了 B 站在发力直播业务的决心，2) 对广大 UP 主直播分成激励计划：2021 年起 B 站上线直播激励计

划，鼓励 UP 主开播，增强用户与主播的互动黏性。用户、up 主、收入体量扩大的同时，B 站在直播业务方面成本陡增。广告业务上，花火广告分成相对高，但广告业务的占收比不高，导致整体毛利率承压。

图表 23：20 年起 B 站毛利率承压，2Q22 触底回升



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

B 站后续的扭亏关键点，看收入端提升拉动毛利率。

直播方面，收入的稳定性高、毛利率有持续提升的空间。 1) B 站的直播生态健康，有收入确定性：据 21Q3 期间公司交流，非单次冲动型打赏性质、稳定性更强的“大航海”占比 40%，显著高于其他平台；随着直播体量的做大，平台化能力加强，毛利率有望靠近行业水平；2) B 站围绕社区优势打造 B 站特色的直播：通过高频次直播内容，用户-UP 主之间建立了更好的信任关系，这一关系的建立难以随平台迁移，相应地，平台话语权也更强。

广告方面，Storymode 作为更高效的广告载体，有望撬动花火对整合营销的杠杆效应。好的广告简单，难以批量化制作，导致 B 站相对短视频平台而言有天然的效率劣势，为此 B 站推出了竖屏视频模式 Storymode，拓宽 UP 主创作边际的同时，拓展广告位资源，并提高广告简单转化效率。Storymode 作为新广告载体，能够大幅改善商业模式，adload 增加后对广告业务而言有毛利率提升的弹性。

B 站降本增效开始初显成效。22Q3 毛利率环比提升 3.2pct 至 18.2%，营销费用同比减少 25%，销售费用率从 21Q3 的 31%降至 21%。B 站重视提升用户增长的效率，持续优化各业务的毛利率，促进用户增长和商业增长的正循环。

4 B 站增长空间如何看待？

4.1 用户流量增长：从大盘增长，到更看重活跃度指标

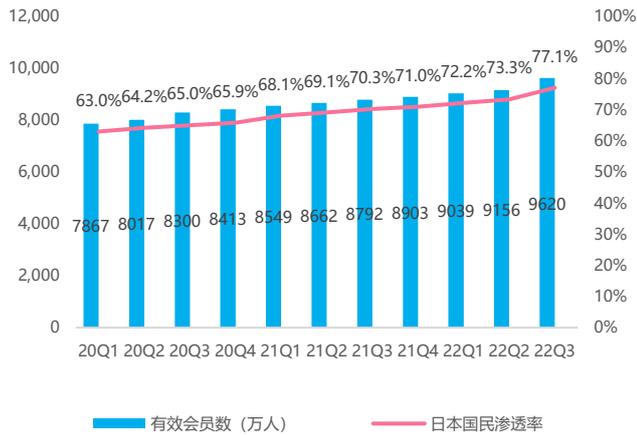
4.1.1 长期：泛教育人口均是 B 站的潜在用户

对标日本的 N 站，B 站的用户渗透率提升空间大。目前 NicoNico 用户群体中 30 代、40 代和 50 代占比不断提升，用户向 95 前各年龄层出圈。截至 22Q3，N 站注册用户已覆盖 77% 的日本国民。随着我国老龄化进程与越来越广的出圈程度，B 站的用户也绝不限于 Z 世代的天花板，会逐步向中青年乃至更大年龄范围的泛教育用户出圈。

年龄增长并不会改变内容消费习惯，已有用户“越老越玩”。参照日本内容市场，

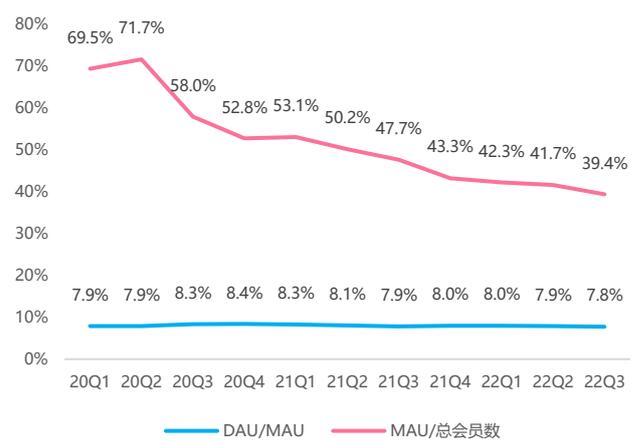
30-39 岁、40-49 岁，每周 4 次以上的重度游戏用户占比分别达 19.4%、16.2%。从 2011 年—2016 年的日本内容消费数据来看，随年龄增长游戏、视频的内容消费粘性依然保持强势。现有用户继续留存，参照日本内容消费市场发展历程，随着用户年龄增长，其对于游戏等内容消费的需求仍然很大。因此，B 站现有用户年龄的自然增长，并不会改变其在 B 站内容消费的习惯。

图表 24: 20Q1-22Q3 NicoNico 用户渗透率



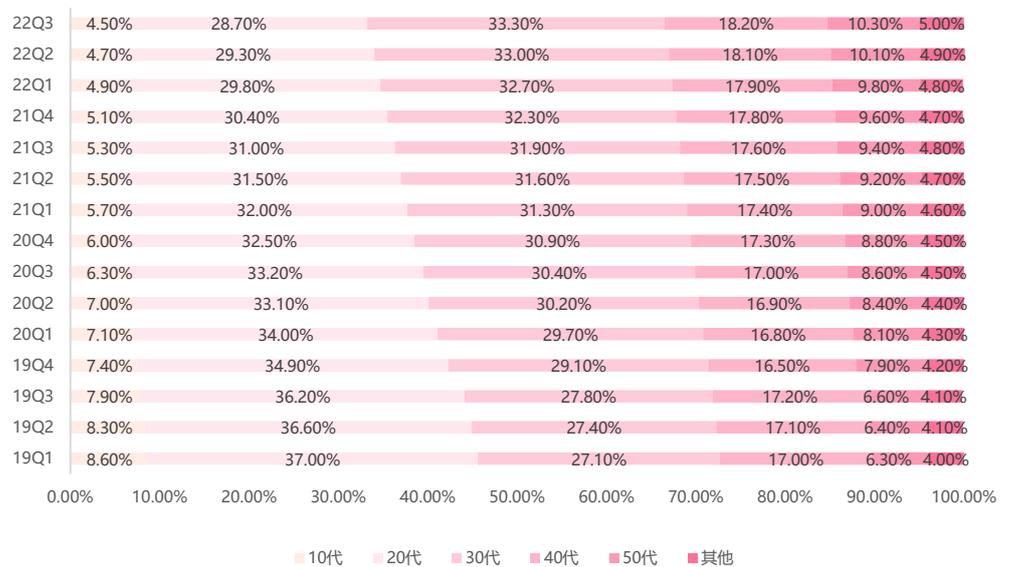
数据来源: NicoNico 公司财报、华福证券研究所

图表 25: 20Q1-22Q3 NicoNico 用户粘性



数据来源: NicoNico 公司财报、华福证券研究所

图表 26: 19Q1-22Q3 NicoNico 用户年龄结构



数据来源: NicoNico 公司财报、华福证券研究所

TV 端帮助 B 站进一步提高用户渗透率。B 站 22Q1 在 TV 端的 MAU 已经超过了 5,000 万，TV 端覆盖了更多的家庭消费场景。据 22Q1 电话会议，B 站 TV 端的用户画像主要分布在 3-5 线城市，与 App 端用户的重合度低于 20%，和 App 端的用户人群是形成了强互补的关系，说明了以 B 站现有的内容储备，在未来产品和多场

景的变化中，于用户渗透增长方面仍旧存在极大空间。发力 TV 端可以帮助 B 站打破现有年龄圈层，进一步提高用户渗透率。

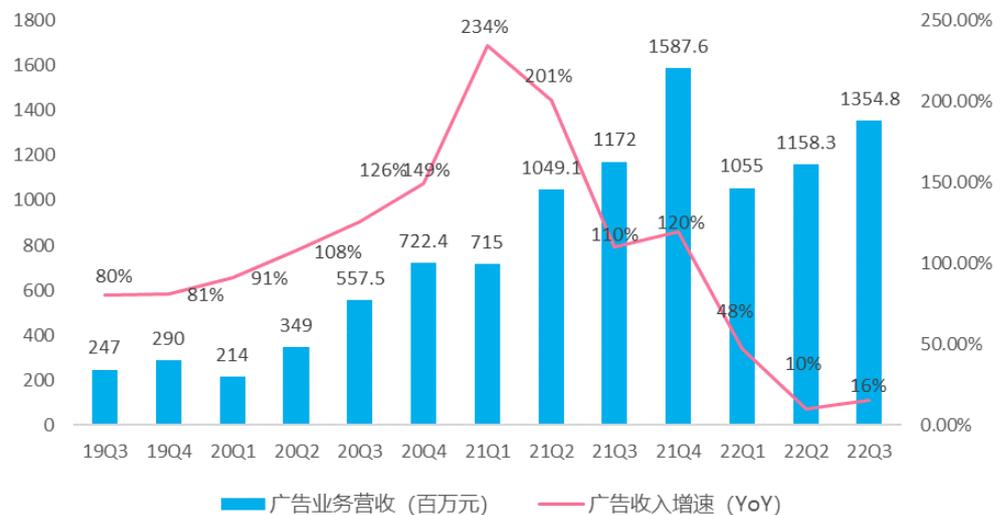
4.1.2 短期：B 站更注重活跃指标而非整体大盘的增长

在 3 亿+MAU 体量下，当前流量增长目标更多聚焦于 DAU 的增长。流量红利已去，B 站在过去几年中抓住红利成功实现了破圈增长，在当前节点，DAU 和 DAU/MAU 相较于 MAU 而言对于 B 站而言显得更为重要。作为用户活跃指标，DAU 和 DAU/MAU 不仅体现了 B 站社区的质量和可持续性，还能体现 B 站平台的影响力及商业化前景。22Q3，B 站 DAU YoY+25.2%，突破 9000 万。DAU/MAU 指标上看，B 站维持稳定水平在 27%左右，快手的这一数值为接近 60%，尽管有产品属性的差异，但对 B 站而言有更丰富的内容载体和内容入口，这一指标有较大提升空间。活跃度指标提升，将打开商业化收入增长空间。

4.2 广告收入增长：Z 世代人群商业价值释放，平台基建完善与广告位丰富

随着破圈的进行，B 站平台的影响力逐渐被市场所认可，同时 B 站致力于搭建商业化基础设施，拓宽商业变现路径，为广告主制定整合营销方案。B 站 2021 年广告收入达到 45 亿元，同比增长 145%，在 2021 年实现了连续 7 季度的收入同比加速增长，成为 B 站四大板块中增速最快的业务。

图表 27：B 站广告业务收入及增速



数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

4.2.1 广告定位：面向 Z 世代，通过兴趣实现品牌价值

B 站是品牌主沟通 Z 世代的桥梁。1) **B 站人群优势：**方便触达 Z 世代用户，且 Z 世代用户的商业价值将不断提高。B 站 22Q3 的 ARPU 为 17.4 元，付费率为 8.71%，对比看快手 22Q3 的 ARPU 为 36.95 元，因此 B 站单用户价值目前仍处于较低的水平。但是 B 站用户 Z 世代占比极高，而且一线城市高学历用户密集，有着很高的分享欲和消费能力，用户价值将会随着年龄的增长逐渐提高。作为影响广告价值心智的核心平台之一，B 站用户价值有较大的发展潜力。

2) **B 站作为内容社区与商业化的契合点：**用户兴趣多元，B 站可实现跨圈层投

放。B 站拥有 7000 个文化圈层，用户人均每月观看超过 20 个分区的兴趣内容。B 站的商业内容投放 7 天后播放量占比 45%，长尾效应凸显，能够帮助品牌完成价值沉淀，实现品牌长期回报。

图表 28: B 站 4i 兴趣营销模型，由兴趣而品牌



数据来源：哔哩哔哩商业动态、华福证券研究所

图表 29: B 站花火平台数据表现



数据来源：《2021B 站创作者生态报告》、华福证券研究所

图表 30: B 站优质内容的长尾效应



数据来源：《2021B 站创作者生态报告》、华福证券研究所

3) B 站平台赋能: 通过花火平台，品牌可以快速找到跨分区、多兴趣圈层的 UP 主，从而实现跨兴趣圈层投放。过去一年，在 B 站获得影响力的品牌，平均投放的分区超过 9 个。

4.2.2 广告场景多样、类型丰富、效率提升

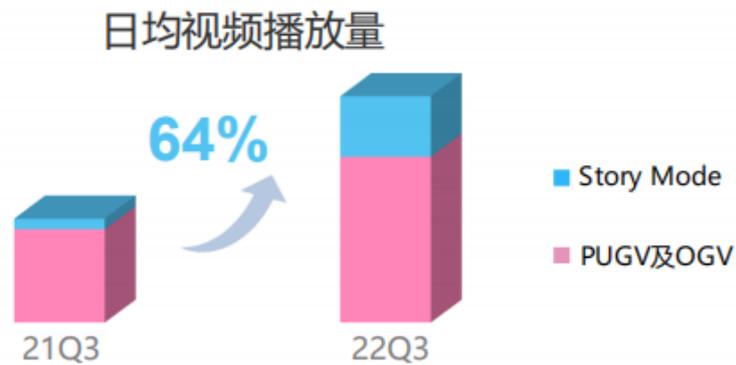
1) B 站多场景、多屏幕的特性，有助于拓宽用户的消费场景，吸引广告投放。

大屏端，OTT 打通客厅这一场景，助力 B 站全场景覆盖目标。OTT (Over The Top) 是 B 站整个全场景覆盖里面的一个重要的组成部分，2018 年 B 站推出了云视听小电视，它能够有效地补充年轻人在客厅这个场景里面对于视频的沉浸式体验的需求，将用户各个生活片段打通，重构成以用户为核心的流量生态。与广告商其追求的围绕用户生命周期，进行全场景触达，实现更高 ROI 的目的相一致，提升广告的投放积极性。据新媒股份 22H1 财报，大屏端目前是 B 站第二大渠道，MAU 超 5000

万，22H1 云视听小电视有效用户数 YoY+30%。

Storymode 满足碎片化使用场景，成为 B 站未来流量和收入的重要增长引擎。竖屏信息流更适配移动端场景和碎片化娱乐需求，拓宽 B 站的使用场景，提高用户的活跃度。Storymode 自上线以来表现良好，DAU 渗透率超 20%，且点赞超过 30%，22Q2-3 竖屏视频的日均播放量均同比增长 400%以上，竖屏视频广告互动率是横板广告的 5 倍，充分反映 Storymode 在 B 站上获得了高接受度。

图表 31：B 站 Storymode 播放量占比



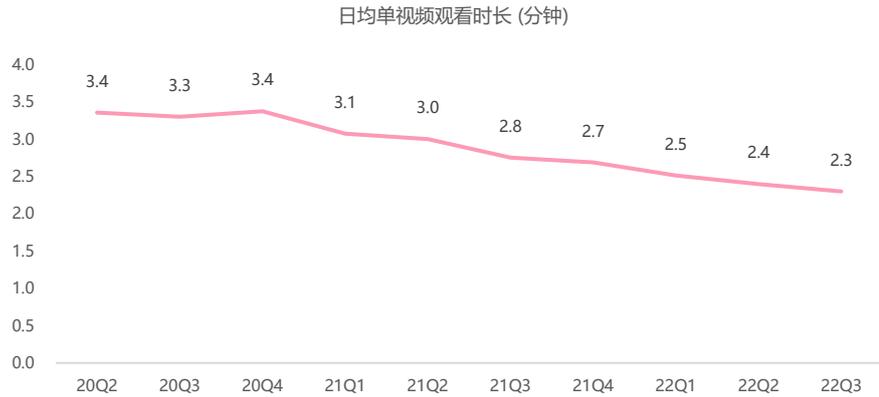
数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

拓展 UP 主创作边际，培养粉丝黏性。Storymode 模式的推出降低了 B 站 UP 主单次创作的时间、精力成本，同时有助于 UP 主围绕自身长视频内容主题内容打造短视频周边生态。一方面，对于低粉 UP 主而言，Storymode 的低制作门槛可以降低初期吸粉视频制作成本，另一方面，对于已经形成粉丝群体的 UP 主而言，有利于创造更多与粉丝的接触点和互动渠道，培养粉丝黏性。根据电话会，22Q3 新增过 10 万粉的 UP 中，有超过 50% 主要是受益于 Storymode 分发，Storymode 为 UP 主的粉丝增长创造了一个新的通道。

吸引优秀创作者，带来用户增量。Storymode 模式的推出将吸引大批已经适应了竖屏短视频形式的优秀创作者入驻 B 站，一方面短视频内容的增加和大量 KOL 的入驻丰富了 B 站的内容，另一方面竖屏模式和短视频内容能够吸引原来习惯于消费短视频的新用户进入 B 站生态，带来用户的增量。

提高商业化效率，助力其他业务。竖屏商业化和广告分发和插直播的模式，产品在行业里已经比较成熟，作为已经被行业验证的商业模式，Storymode 有着更高的广告转化率。而且短视频可以缩短视频的制作周期，使创作者在短时间产出更多投稿，缩短从广告商下单到商单内容发布的时间。不仅如此，Storymode 模式还能够与直播生态相结合，引流并提高直播转化率，提高增值服务的收入。

图表 32: B 站单视频时长逐渐缩短



数据来源: 哔哩哔哩财报、华福证券研究所

2) 广告的产品类型和投放场景逐渐丰富, 为客户提供全面的营销方案。

针对广告产品, B 站加速商业化之后广告产品不断扩充, 推出包括效果营销、品牌营销、内容营销等多种营销方式。加快广告业务的商业化进程, 先后全面开放内容营销, 上线花火商单系统, 开放企业号和 MCN 合作。针对商业场景, B 站开放了包括移动端、PC 端、TV 端在内的多屏资源, 解锁从浏览、到播放、到社区的多场景、开放更全面的流量, 借助优质的 PUGV 内容和 IP 资源对目标用户进行全场景的心智渗透。针对营销方案, B 站在 AD TALK 2022 营销大会上 B 站提出要成为“品牌成长的加油站”, 为帮助品牌更精准地触达消费者, B 站发布了“MATES 人群模型”, 帮助品牌更准确识别目标用户, 提供科学的投前策略和投后度量, 为品牌提供更有确定性的营销结果。

图表 33: 哔哩哔哩美妆整合营销方案



数据来源: 哔哩哔哩商业动态、华福证券研究所

3) 广告效率提升: 广告基建、广告产品、数据算法的持续优化。

广告商业中台, 迭代整合产品提高投放效率。B 站持续强化商业化中台建设及商

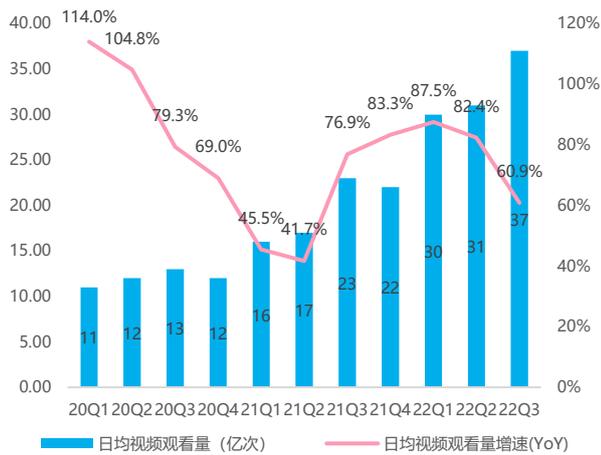
业产品升级，为合作伙伴、自身业务提供系统性支撑。在确保用户体验的前提下，不断提高这些内容消费场景的变现效率。B 站在 2022 年 5 月上线了一站式投放管理平台“三连推广”，整合了原有的“花火商单系统”，“起飞内容加热系统”和“必选广告投放系统”的商业能力，使 UP 主优质、原生的合作内容，在商业流量助推下应用于多种广告场景，从而帮助广告主在一个账户、一个平台上实现全链路的投放需求，提升投放效率。

图表 34：B 站一站式投放管理平台“三连推广”



数据来源：哔哩哔哩商业动态、华福证券研究所

随着用户视频消费量的增加和观看时长的缩短，算法效率进一步提升。用户日消费视频数量的增加和时长的缩短提高了数据的周转率，让平台的算法得以更高效地迭代。基于视频形态的时长缩短和 adload 的相对锁定，流量的精准分发加速了视频、游戏、广告、商品等业务形态的统一化、规模化、中台化、自动化。全域流量的匹配和分发主要依赖于算法的学习效率和转化效率，以及业务自动化的执行力提升。在不断升高的天花板下，收入会在后续财报中落地，同时分发效率也会不断提高 B 站对于头部内容的定价权。

图表 35: B 站日均视频观看量及增速


数据来源: 哔哩哔哩财报、华福证券研究所

图表 36: B 站日均观看视频均长度


数据来源: 哔哩哔哩财报、华福证券研究所

我们预计 Storymode 对 B 站业绩贡献长期有望在数十亿量级。假设 2022 年 B 站 MAU 达到 3.3 亿、DAU/MAU 达到 27%、时长为 95 分钟、Storymode 时长占比为 22%、单视频观看时长 0.5 分钟,假设 Storymode 的 VV 占比为 10%~30%,adload 为 5%, eCPM 为 12 元~16 元,测算得 Storymode 对 B 站广告业务收入增量贡献在 1 亿元~3 亿元之间 (年化)。

假设 2023 年 B 站 MAU 达到 3.6 亿、DAU/MAU 达到 29%、时长为 105 分钟、Storymode 时长占比为 28%、单视频观看时长 0.5 分钟,假设 Storymode 的 VV 占比为 20%~40%, adload 为 7%, eCPM 为 13 元~17 元,测算得 Storymode 对 B 站广告业务收入增量贡献在 4 亿元~11 亿元之间。

假设 2024 年 B 站 MAU 达到 4 亿、DAU/MAU 达到 30%、时长为 110 分钟、Storymode 时长占比为 35%、单视频观看时长 0.5 分钟,假设 Storymode 的 VV 占比为 30%~50%, adload 为 9%, eCPM 为 14 元~18 元,测算得 Storymode 对 B 站广告业务收入增量贡献在 13 亿元~27 亿元之间。

图表 37: B 站 Storymode 收入贡献测算

	2022	2023	2024			
MAU (亿)	3.3	3.6	4			
DAU/MAU	27%	29%	30%			
DAU (亿)	0.89	1.04	1.20			
时长 (分钟)	95	105	110			
Storymode 时长占比	22%	28%	35%			
Storymode 单视频观看时长 (分钟)	0.5	0.5	0.5			
adload	5%	7%	9%			
2022E (亿元)	VV 占比					
		10%	15%	20%	25%	30%
eCPM (元)	12	0.82	1.22	1.63	2.04	2.45
	13	0.88	1.33	1.77	2.21	2.65
	14	0.95	1.43	1.90	2.38	2.85

	15	1.02	1.53	2.04	2.55	3.06
	16	1.09	1.63	2.18	2.72	3.26
				VV 占比		
2023E (亿元)		20%	25%	30%	35%	40%
	13	4.08	5.10	6.12	7.14	8.16
	14	4.39	5.49	6.59	7.69	8.78
eCPM (元)	15	4.71	5.88	7.06	8.23	9.41
	16	5.02	6.27	7.53	8.78	10.04
	17	5.33	6.67	8.00	9.33	10.67
				VV 占比		
2024E (亿元)		30%	35%	40%	45%	50%
	14	12.75	14.87	17.00	19.12	21.25
	15	13.66	15.94	18.21	20.49	22.77
eCPM (元)	16	14.57	17.00	19.43	21.85	24.28
	17	15.48	18.06	20.64	23.22	25.80
	18	16.39	19.12	21.85	24.59	27.32

数据来源：哔哩哔哩财报、华福证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

流量端：预计 MAU 小幅增长，2022-2024 年分别 3.3/3.6/4 亿，以此作为直播业务收入预测的基础之一。

收入端：公司增强商业化建设。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别增长 13%/17%/15%，具体如下。

1) 游戏业务：代理和联运游戏储备丰富。游戏版号恢复发放+海外持续发行新游，预计 23 年起游戏收入增速将会加快，我们预计 2022-2024 年收入分别增长 1%/10%/10%。

2) 广告业务：Storymode 作为更高效的广告载体，有望提高 B 站整合营销的效果，进而拉动广告业务的市占率，预计 2022-2024 年 B 站广告业务市占率分别为 0.46%/0.49%/0.52%，收入分别增长 13%/20%/20%。

3) 直播和增值业务：将 VAS 业务拆分成大会员和直播部分。

大会员收入上，考虑到 22 年上新内容偏少，23-24 年内容丰富度提升拉动会员数恢复增长，预计 2022-2024 年大会员数分别增长 3%/22%/12%。

直播方面，预计付费渗透率小幅增长，预计 2022-2024 年分别为 10.5%/10.7%/10.9%；B 站直播付费内容以游戏、虚拟主播为主，ARPPU 增速将逐渐收窄，预计 2022-2024 年分别为 16%/1%/-1%。

2022-2024 年直播和增值业务总体收入分别增长 27%/20%/15%。

4) 电商业务: 22 年上半年受疫情影响上海及周边地区封控升级, 导致仓储关闭、物流运输受阻明显。预计随着疫情的逐渐常态化, 有望实现恢复性增长, 我们预计 2022-2024 年收入分别增长 6%/15%/12%。

图表 38: B 站 2018-2024E 营业收入拆分及预测

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
移动游戏	2936	3599	4803	5091	5041	5546	6100
YoY	43%	23%	33%	6%	-1%	10%	10%
直播和增值服务	586	1641	3846	6935	8839	10607	12198
YoY	232%	180%	134%	80%	27%	20%	15%
广告	463	817	1843	4523	5092	6111	7333
YoY	191%	76%	126%	145%	13%	20%	20%
电商和其他	143	722	1507	2834	3016	3468	3884
YoY	92%	403%	109%	88%	6%	15%	12%
营业总收入	4129	6779	11999	19384	21988	25731	29515
YoY	67%	64%	77%	62%	13%	17%	15%

数据来源: 哔哩哔哩财报、华福证券研究所

成本费用端: 1) 将成本拆分成内容成本、带宽成本等类固定成本和浮动成本两块。类固定成本方面随业务体量增大有小幅提升; 浮动成本方面, 随着各业务线收入体量的增加与分成比例的改善, 毛利率有望持续提升, 22-24 年预计毛利率分别 17%/24%/30%。

2) 期间费用率: 公司注重降本增效, 且重心从规模增长到用户增长和收入增长并重, 营销费用的投入力度将会减小, 管理费用和研发费用于 22Q4 到达峰值后将开始下降。

图表 39: B 站 2018-2024E 成本费用预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	21%	18%	24%	21%	17%	24%	30%
营销费用率	25%	26%	37%	29%	23%	19%	13%
管理费用率	11%	9%	8%	9%	10%	8%	6%
研发费用率	13%	13%	13%	15%	20%	13%	11%

数据来源: 哔哩哔哩财报、华福证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 220/257/295 亿元人民币; 归母净利润分别-82/-41/1.4 亿元。

5.2 估值

我们采用可比公司分部估值法:

1) 在移动游戏业务领域, 选择腾讯控股、心动公司、吉比特作为可比公司, 游戏板块当前处于估值修复阶段, 可比公司中心动公司虽当前 PS 较低, 但 3 年中枢在 4.8X。我们给予公司该业务 2023 年 5 倍 PS;

2) 在 VAS 业务领域, 选择欢聚、爱奇艺、芒果超媒作为可比公司, 考虑到 B 站

模式相对长视频平台而言成本相对可控、相对直播平台而言对主播依赖度低，我们给予比可比公司平均水平偏高水平估值，即 2023 年 3 倍 PS；

3) 在广告业务领域，选择百度、微博作为可比公司，考虑到广告板块估值也有望随经济转暖有修复空间，百度、微博的 3 年 PS 中枢分别 2.9/4.6X，我们给予公司该业务 2023 年 3.5 倍 PS；

4) 在电商业务领域，选择快手-W、拼多多作为可比公司，我们给予公司该业务 2023 年 4 倍 PS；

综上，我们得出公司 2023 年合理市值为 1092.88 亿 HKD，对应目标价 266.61HKD（按 230111 汇率 1HKD=0.8675CNY 换算）。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 40：B 站可比公司 SOTP 估值（单位：亿元，市值截至 2023 年 1 月 9 日）

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	PS (倍)			
			21A	22E	23E	24E
移动游戏						
0700.HK	腾讯控股	30271.27	5.39	5.39	4.82	4.29
2400.HK	心动公司	113.41	4.20	3.42	2.45	1.96
603444.SH	吉比特	260.88	5.65	5.10	4.39	3.86
	平均		5.08	4.64	3.89	3.37
VAS 业务						
YY.O	欢聚	182.35	1.09	1.11	1.01	0.90
IQ.O	爱奇艺	352.18	1.15	1.22	1.14	1.08
300413.SZ	芒果超媒	607.05	3.95	4.14	3.59	3.17
	平均		2.38	2.15	1.91	1.72
广告						
BIDU.O	百度	3146.46	2.53	2.51	2.27	2.05
WB.O	微博	324.43	2.25	2.56	2.52	2.28
	平均		2.39	2.54	2.39	2.16
电商						
1024.HK	快手-W	2670.32	3.29	2.85	2.39	2.06
PDD.O	拼多多	8244.65	8.78	6.44	5.12	4.32
	平均		6.03	4.65	3.75	3.19
		2023 年收入 (亿元)	PS		估值 (亿元)	
	游戏	55.46	5		277	
	VAS 业务	106.17	3		265	
	广告	61.11	3.5		183	
	电商	34.68	4		139	
总市值 (亿元, HKD)			1092.88			
股本 (亿)			4.10			
对应目标价 (HKD)			266.61			

数据来源：Wind、华福证券研究所；注：除特别注明外货币单位均为 CNY

6 风险提示

运营表现或商业化核心表现不及预期风险。若公司商业化基建、内部机制打通等表现不佳，可能导致商业化效率不及预期。

宏观经济恢复不及预期。广告业务与宏观经济趋势密切相关，若国内宏观经济恢复不及预期，可能导致广告主减少广告投放预算，进一步影响公司广告业务。

疫情反复风险。公司电商业务的仓储与物流与国内疫情形势联系紧密，若国内疫情反复，造成感染高峰可能导致仓储关闭、物流运输受阻等问题，进而影响公司电商业务。

图表 41：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万人民币	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	7,523	5,497	6,433	7,379	营业收入	19,384	21,988	25,731	29,515
应收款项合计	5,568	5,782	6,767	7,762	营业成本	15,341	18,189	19,556	20,660
存货	456	540	581	614	毛利	4,043	3,799	6,175	8,854
其他流动资产	22,900	27,472	32,960	39,542	营业开支	10,472	11,701	10,292	8,854
流动资产合计	36,447	39,291	46,741	55,297	销售费用	5,795	5,039	4,889	3,837
固定资产净额	1,350	1,595	1,681	2,000	管理费用	1,838	2,241	2,058	1,771
权益性投资	1,235	1,235	1,235	1,235	研发费用	2,840	4,422	3,345	3,247
其他长期投资	4,267	5,547	8,321	12,482	营业总支出	25,813	29,891	29,848	29,515
商誉及无形资产	6,174	7,396	7,931	8,448	营业利润	-6,429	-7,902	-4,117	0
土地使用权	0	0	0	0	净利息支出	85	220	81	41
其他非流动资产	2,580	2,580	2,579	2,579	权益性投资损益	0	0	0	0
非流动资产合计	15,606	18,353	21,747	26,744	其他非经营性损益	-199	120	120	120
资产总计	52,053	57,644	68,488	82,041	非经常项目前利润	-6,713	-8,002	-4,078	79
应付账款及票据	4,361	5,825	6,129	6,321	除税前利润	-6,713	-8,002	-4,078	79
循环贷款	1,232	18,318	33,446	46,220	所得税	95	240	122	-2
其他流动负债	6,478	7,904	8,518	9,023	少数股东损益	-20	-44	-51	-59
流动负债合计	12,071	32,047	48,093	61,564	持续经营净利润	-6,789	-8,198	-4,149	140
长期借贷	17,784	8,584	7,584	7,584	归属普通股股东净利润	-6,789	-8,198	-4,149	140
其他非流动负债	482	482	482	482	EPS (最新股本摊薄)	-16.56	-20.00	-10.12	0.34
非流动负债合计	18,266	9,066	8,066	8,066					
负债总计	30,337	41,113	56,159	69,630	主要财务比率				
归母公司净利润增长率	21,704	16,562	12,413	12,553		2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	12	-32	-83	-142	成长能力				
股东权益总计	21,716	16,531	12,330	12,411	营业收入增长率	61.5%	13.4%	17.0%	14.7%
负债及股东权益总计	52,053	57,644	68,488	82,041	归母公司净利润增长率	-125.4%	-20.8%	49.4%	103.4%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	20.9%	17.3%	24.0%	30.0%
单位:百万人民币	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	-35.0%	-37.3%	-16.1%	0.5%
经营活动现金流	-2,647	-1,036	7	3,309	ROE	-46.3%	-42.8%	-28.6%	1.1%
净利润	-6,789	-8,198	-4,149	140	ROA	-17.9%	-14.9%	-6.6%	0.2%
折旧和摊销	2,604	4,534	4,379	3,664	偿债能力				
营运资本变动	1,244	2,563	-141	-366	资产负债率	58.3%	71.3%	82.0%	84.9%
其他非现金调整	295	66	-81	-129	流动比率	3.0	1.2	1.0	0.9
投资活动现金流	-24578	-11713	-13117	-15096	速动比率	3.0	1.2	1.0	0.9
资本支出	-3,687	-6,000	-5,000	-4,500	每股指标 (元)				
长期投资	-3,270	-1,280	-2,774	-4,161	每股收益	-16.6	-20.0	-10.1	0.3
其他长期资产	-17,621	-4,433	-5,343	-6,435	每股经营现金流	-6.5	-2.5	0.0	8.1
融资活动现金流	30,389	10,723	14,046	12,733	每股净资产	52.9	40.4	30.3	30.6
借款增加	10,575	7,886	14,127	12,774	估值比率				
股利分配	0	0	0	0	P/E	-11	-9	-19	551
普通股增加	0	2,777	0	0	P/B	4	5	6	6
其他融资活动现金流	19,814	60	-81	-41	EV/EBITDA	-70	-87	742	75

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn