

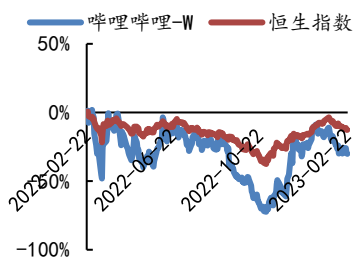
哔哩哔哩-W 系列深度 (1): 详解 B 站生态护城河及用户规模天花板

**投资评级: 买入
(首次)**

报告日期: 2023-02-23

收盘价 (HKD)	177.6
近 12 个月最高/最低 (HKD)	250/68
总股本 (百万股)	409.92
流通股本 (百万股)	326.21
流通股比例 (%)	79.58%
总市值 (亿 HKD)	702.6
流通市值 (亿 HKD)	559.1

公司价格与恒生综指走势比较



分析师: 金荣

执业证书号: S0010521080002
 邮箱: jinrong@hazq.com

相关报告

1. 从 ChatGPT 等生成式 AI 的算力开销及商业化潜力, 看微软和谷歌面临的挑战 2023-02-22
2. 腾讯控股 22Q4 前瞻: 多款重磅游戏获版号, 广告有望同比恢复正增长 2023-02-02
3. 快手-W 22Q4 前瞻: 商业化及流量盘稳健, 降本增效持续 2023-01-31
4. 东方甄选: 借流量红利起步, 有望靠品牌红利起飞 2023-01-20
5. 微盟集团 (2013.HK): SaaS 业务量价齐升, 视频号起量充分获益 2023-01-19

主要观点:

● 坚持社区优先, 已成为年轻一代高度聚集的文化社区和视频平台

哔哩哔哩成立于 2009 年 6 月, 最开始是从国内二次元网站 Acfun 分化衍生出的子社区, 2010 年更名为 BILIBILI (B 站)。B 站从早期的 ACG (动画、漫画、游戏) 内容视频网站不断破圈, 现在已成为中国年轻一代高度聚集的文化社区和视频平台, 在国内主流内容社区当中, B 站社区氛围的健康度首屈一指。

● 用户分析: “社区+生态驱动”的增长模型较为成功, 23 年 4 亿 MAU 的目标有望达成

首先, B 站依次实现从二次元用户到 Z 世代再到泛娱乐用户的破圈, 截至 22Q3 公司 MAU 达 3.33 亿, DAU 达 0.9 亿; 其次, B 站用户以高付费能力、高付费意愿的 90 后年轻人为主, 22 年以来不仅 B 站的单用户营销费用持续下降, 而且用户质量也有所提升 (表现在日均观看量同比增长率 > 日均互动数同比增长率 > DAU 同比增长率 > MAU 同比增长率); 最后, 通过对比 N 站、B 站的用户规模变化, 我们发现内容破圈并不会导致存量用户的流失, 较差的用户运营模型才会使得用户流失, 而在良好的社区氛围下, B 站较高的留存率有望持续保持, 且不断丰富内容会持续提升 B 站内容的普适性, 用户规模持续扩大, 23 年 4 亿 MAU 的目标有望达成。

● 内容分析: PUGV+OGV 双线并进, 从 ACG 到多垂类泛娱乐内容多点开花

B 站内容按照形式分, 可分为 PUGV 和 OGV, 其中 PUGV 是 B 站内容生态的基石, 而 OGV 则是 PUGV 重要的素材来源。

PUGV (可理解为 UP 主创作的视频) 种类不断多样化, 截至 22 年 12 月, PUGV 已有 34 个内容分区, 同时, PUGV 内容播放量也不断增长, 22Q3 PUGV 内容播放量占比高达 95%。B 站 PUGV 原以中视频和直播为主, 2021 年 B 站开始探索短视频业务, 推出 Story Mode, 以一定的频率在 APP 推荐界面中加入竖屏视频内容。Story Mode 上线后, 播放表现优异, 22Q1 Story Mode 占总播放量占比超 20%, 对日活跃用户的渗透率超 20%, 22Q2 Story Mode 播放量同比增长 400%+, 22Q3 Story Mode 播放量同比增长 473%, 对原有的 B 站生态进行了补充。

OGV (专业机构生成的视频) 垂类也在不断丰富, 截至 22 年 12 月, 已包括番剧 (日本动画)、国创 (中国动画)、剧集、电影、综艺、纪录片六大种类。其中, 22 年 12 月《三体》动画首播, 当日站内同时在线观看人数创下 B 站视频在线人数新高, 播放量破亿、追番量突破 500 万。

● 社区分析: 多项举措实现社区自治, 用户共同维护社区氛围

首先, 为了保证社区氛围, B 站设立了较严格的准入机制, 通过考试才能发弹幕与评论, 截至 22Q3, 一共有 1.83 亿用户通过考试成为 B 站的正式会员, 在 B 站良好的社区氛围下, 用户的互动数日益增加, 22Q3 B 站月均互动数达 14.4 亿次, 单正式会员月均互动数达 7.9 次; 其次, B 站推出弹幕+一键三连的独特互动机制, 将 UP 主和用户更紧密的联系在一起; 第三, B 站推出小

黑屋与风纪委员会，实行社区自治；最后，B站的流量分发并不仅取决于播放量，而是更看重视频质量和用户互动，因为B站相信好的社区能够分辨善恶美丑，用户能够通过互动数据让优质的up主和内容浮现出来，这也是B站社区自治的表现之一。

● **投资建议**

公司为国内新一代视频平台，内容场景呈现符合年轻一代需求，优质内容催动流量增长，良好社区氛围成就高留存，业务网状布局视频游戏行业，商业化进程持续跟进。预计公司22/23/24年实现营业收入218.85/265.17/316.17亿，实现经调整归母净利润-69.79/-41.27/-13.28亿。我们分别采用SOTP估值法和P/MAU估值法对公司进行估值，根据审慎性原则，公司合理市值为957.4亿元（对应1091.5亿港元），首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

互联网内容行业竞争加剧；商业化不及预期；用户增长不及预期；内容质量不及预期等

● **重要财务指标**

单位:百万

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	19,384	21,885	26,517	31,617
(+/-) (%)	62%	13%	21%	19%
经调整归母净利润	-5,478	-6,979	-4,127	-1,328
(+/-) (%)	-112%	-27%	41%	68%
EPS	-17.38	-18.68	-11.36	-5.55
P/E	-16.71	-8.89	-14.62	-29.92

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况、业务简介和财务表现	8
1.1 哔哩哔哩发展史.....	8
1.2 业务概况：以内容为原点，实现多元化变现.....	9
1.3 股权结构和管理层.....	9
2 用户分析：用户是 B 站的重要资产，23 年 MAU 目标 4 亿	11
2.1 用户破圈：从二次元用户到 Z 世代再到泛娱乐用户.....	11
2.1.1 阶段一：二次元用户.....	13
2.1.2 阶段二：Z 世代用户.....	15
2.1.2 阶段三：泛娱乐用户.....	18
2.2 用户特征分析：以高付费能力、高付费意愿的 90 后年轻人为主.....	20
2.2.1 用户数量及质量：质、量双增.....	20
2.2.2 用户年龄结构：30 岁以上用户占比有所增加，但用户平均年龄仍小于大盘.....	23
2.2.3 用户地区结构：高线城市用户占比显著高于移动互联网大盘及视频行业.....	24
2.2.4 用户付费能力：B 站用户的付费能力显著高于大盘.....	25
2.3 用户规模测算.....	26
3 内容分析：PUGV+OGV 双线并进，从 ACG 到多垂类泛娱乐内容多点开花	30
3.1 PUGV：是 B 站内容生态的基石，内容、形式逐渐多样化.....	30
3.2 OGV：是 PUGV 重要的素材来源，包括六大垂类.....	35
3.2.1 番剧：B 站的内容起点，番剧版权数量行业领先.....	36
3.2.2 国创：原创 IP 引领中国创造，B 站与国创有个十年之约.....	37
3.2.3 纪录片：B 站知识内容的旗帜，更是 B 站作为文化品牌的核心拼图.....	42
3.2.4 综艺：切中年轻群体需求，自制综艺持续发力.....	44
3.2.5 剧集：丰富 PUGV 素材供给，助力社区扩张.....	45
3.2.6 电影：布局产业链上游，内容生态日益完善.....	45
4 社区分析：社区自治，用户共同维护社区氛围	47
4.1 准入机制：通过考试才能发弹幕与评论.....	48
4.2 互动机制：弹幕+一键三连.....	49
4.3 运营机制：小黑屋与风纪委员会、能量加油站.....	50
4.4 分发机制：基于用户反馈，并不仅取决于播放量.....	51
5 盈利预测及估值分析	53
5.1 盈利预测.....	53
5.2 估值分析.....	54
风险提示：	56
财务报表与盈利预测	57

图表目录

图表 1 哔哩哔哩发展历程	8
图表 2 2018-22Q3 公司营业收入（百万）及同比变动	9
图表 3 2018-22Q3 公司营收结构	9
图表 4 哔哩哔哩股权结构	10
图表 5 哔哩哔哩“二零一九最美的夜”	11
图表 6 哔哩哔哩《后浪》短片	12
图表 7 哔哩哔哩《入海》短片	12
图表 8 哔哩哔哩《喜相逢》短片	12
图表 9 哔哩哔哩《喜相逢》短片截图	12
图表 10 B 站用户破圈：从二次元用户到 Z 世代用户再到泛娱乐用户	13
图表 11 B 站内容破圈：从二次元用户到 Z 世代用户再到泛娱乐用户	13
图表 12 《每度！浦安铁筋家族》图片	14
图表 13 B 站首部参与制作的日番《洲崎西》	14
图表 14 泛二次元用户行为特征 vs 核心二次元用户行为特征	14
图表 15 2017-2026E 中国泛二次元用户数和核心二次元用户数	14
图表 16 2021 年中国泛二次元用户的职业分布	15
图表 17 2021 年中国泛二次元用户年龄分布和偏好题材	15
图表 18 中国二次元文化发展历程	15
图表 19 中国 1995-2009 累计出生的人口数约 2.6 亿	16
图表 20 2020 年中国 Z 世代用户结构	16
图表 21 1980-2010 年中国人口出生率和人均 GDP	16
图表 22 22 年 6 月全网用户及 Z 世代线上消费能力对比	16
图表 23 Z 世代成长环境	17
图表 24 2022 年 6 月 Z 世代与全网用户的互联网使用时长（小时）	17
图表 25 各年龄群体愿意主动与熟人社交的比例	18
图表 26 Z 世代的社交需求	18
图表 27 18Q1-22Q3 B 站 MAU、同比变动及环比变动	18
图表 28 2022 年 12 月 B 站分区	19
图表 29 2010-2018 哔哩哔哩 TOP 7 分区播放量占比	19
图表 30 20Q1-22Q3 公司季度 DAU 及同比增速	20
图表 31 20Q1-22Q3 公司单用户日均使用时长及同比增速	20
图表 32 20Q1-22Q3 每日视频观看次数及同比增速	20
图表 33 20Q1-22Q3 单 DAU 日均观看视频数及同比增速	20
图表 34 20Q1-22Q3 单 DAU 销售费用及同比变动	21
图表 35 20Q1-22Q3 日均观看量同比增长率、日均互动数同比增长率、DAU 同比增长率、MAU 同比增长率	21
图表 36 20Q3-22Q3 DAU/MAU 变化	21
图表 37 20.01-22.12 短视频、中视频、长视频 APP 的月均 DAU（亿人）	22
图表 38 20.01-22.12 短视频、中视频、长视频 APP 的单 DAU 使用时长（分钟）	22
图表 39 21.01-22.12 短视频、中视频、长视频 APP DAU 同比增长率	23
图表 40 20.01-22.12 公司用户的年龄结构变化	24
图表 41 22 年 12 月移动互联网大盘、短视频、中视频、长视频用户的年龄结构	24
图表 42 20.01-22.12 公司用户的地区结构变化	25

图表 43 22 年 12 月移动互联网大盘、短视频、中视频、长视频用户的地区结构	25
图表 44 20.01-22.12 公司用户的付费能力变化	26
图表 45 22 年 12 月移动互联网大盘、短视频、中视频、长视频的用户付费能力	26
图表 46 20Q3-22Q2 B 站正式会员第 12 月留存率	27
图表 47 20.10 -21.09 正式会员 0-12 个月的留存率	27
图表 48 B 站与 N 站付费会员数及打法对比	27
图表 49 N 站用户年龄结构	28
图表 50 B 站用户年龄结构	28
图表 51 2020-2025 年各年龄段移动互联网用户测算 (百万人)	29
图表 52 2020-2025 年 B 站对各年龄段移动互联网用户的渗透率	29
图表 53 2020-2025 年 B 站各年龄段用户规模测算 (百万人)	29
图表 54 18Q1-22Q3B 站 PUGV 内容的播放量占比	30
图表 55 哔哩哔哩月活跃内容创作者规模及同环比	31
图表 56 2009-2021 哔哩哔哩创作者人数变化	31
图表 57 哔哩哔哩月均投稿规模及同环比	31
图表 58 哔哩哔哩 UP 主投稿视频播放量	31
图表 59 2018-2021 哔哩哔哩百大 UP 主所处分区	32
图表 60 哔哩哔哩对 UP 主的支持	32
图表 61 哔哩哔哩对 UP 主的主要激励计划	33
图表 62 20Q3-22Q3 B 站拥有万粉以上 UP 主数量同比增加	33
图表 63 B 站 STORY MODE 会随机出现在双列信息流中	34
图表 64 STORY MODE 视频界面	34
图表 65 STORY MODE 模式的入口	34
图表 66 22Q1-22Q3 STORY MODE 播放表现	35
图表 67 追番区包括番剧和国创	35
图表 68 影视区包括剧集、电影、综艺和纪录片	36
图表 69 2017-2022 视频平台新番购买数量	37
图表 70 2017-2022 视频平台新番独播数量	37
图表 71 哔哩哔哩播放量 TOP 10 番剧作品	37
图表 72 国创区发展历程	38
图表 73 哔哩哔哩 2022-2023 国创动画发布会片单	38
图表 74 2020 年以来国漫领域支持性政策	39
图表 75 哔哩哔哩播放量 TOP 10 国创作品	40
图表 76 2018 年以来哔哩哔哩对国创产业上下游的投资	40
图表 77 《两不疑》故事场景苏州同里古镇	42
图表 78 《时光代理人》IP 本《时间里的回声》	42
图表 79 B 站纪录片发展历程	43
图表 80 哔哩哔哩播放量 TOP 10 纪录片作品	43
图表 81 哔哩哔哩播放量 TOP 10 综艺作品	44
图表 82 哔哩哔哩播放量 TOP 10 剧集作品	45
图表 83 哔哩哔哩播放量 TOP 10 电影作品	46
图表 84 18Q1-22Q3 B 站月均互动数及同比环比变动	47
图表 85 18Q1-22Q3 B 站单正式会员月均互动数及同比环比变动	47
图表 86 B 站各等级账号权益	48

图表 87 18Q1-22Q3 B 站正式会员数及同比环比变动	48
图表 88 2022 年年度弹幕为“优雅”	49
图表 89 2021 年年度弹幕为“破防了”	49
图表 90 弹幕是 B 站内容的重要组成部分	50
图表 91 UP 主求“一键三连”时弹幕里的“下次一定”	50
图表 92 风纪委员会	51
图表 93 活跃的 UP 主创作生态是社区源源不断的发展动力	52
图表 94 22-25 年盈利预测	54
图表 95 广告业务分部估值	55
图表 96 移动游戏业务分部估值	55
图表 97 增值服务业务分部估值	55
图表 98 电商及其他业务分部估值	56
图表 99 P/MAU 估值法	56

通过对用户、内容、社区进行分析，本报告对以下三个问题进行了回答：

1. 为什么 B 站用户的付费能力和付费意愿较高？

1) **B 站最初的核心用户便具备较强的付费意识。** B 站成立之初是面向二次元用户，二次元用户本身便具备较为前卫的消费观念，核心二次元用户更是家庭条件较为优渥的群体，后续 B 站用户又拓展到 Z 世代，而 Z 世代用户享受着人均 GDP 和人口出生率的正向差值红利，相比于其他年龄段用户，同样具备较强的付费意识；

2) **B 站可理解为一个“养成式社区”。** B 站成立于 2009 年，较早的占据年轻用户的心智，发展到 2023 年，B 站的 90 后、95 后甚至部分 00 后用户已经步入职场，其收入、消费能力均有所提升。

因此，横向来看，二次元用户、Z 世代用户本身的付费意愿就较强；纵向来看，其付费能力和付费意愿又随着年龄的增长进一步提升。

2. 为什么 B 站的用户粘性这么高？

高用户粘性得益于良好的社区氛围和优质的内容。

1) **B 站设立了严格的准入机制和惩罚机制以保证社区用户的认同感和归属感；**

2) **中视频天然适合承载高质量内容。** 相较于短视频内容，中视频由于时长较长，更能解释清楚较复杂的内容，故中视频更适合承载高质量内容；

3) **高粘性是用户与内容双向选择的结果。** B 站的用户以学生、白领的年轻用户为主，受教育程度较高，作为互联网原住民，他们对于视频的审美也较高，由于视频形态和社区氛围的原因，其他平台基本无法满足 B 站用户看高质量内容、进行高质量社区交流的需求，所以越来越多用户来到 B 站、融入 B 站，大量的用户群体又吸引更多优质 UP 主入驻 B 站产生更多高质量内容，反过来进一步提升用户粘性；

4) **B 站重视消费者成长过程中出现的机会。** B 站 UP 主大都以年轻人为主，年轻人最懂年轻人，UP 主正在经历的就是用户正在经历或即将经历的，随着 UP 主和用户步入职场、成家立业，B 站最受欢迎的内容垂类也发生了变化，2019 年以来生活区、美食区、知识区的百大 UP 主大幅增长。

3. 23 年 4 亿 DAU 的目标能否实现？

1) **从增量用户角度而言**，一方面，优质国漫、纪录片、电影等 OGV 内容可以帮助 B 站广泛触达各圈层用户；另一方面，类似“2019 最美的夜”、罗翔说刑法等特定内容或特定 UP 主的出圈也将吸引用户增长。

2) **从存量用户角度而言**，首先，已有用户忠诚度较高，过去 4 年正式会员第 12 个月的留存率均超 80%，通过对比 N 站、B 站的用户规模变化，我们发现内容破圈实际上并不会导致存量用户的流失，较差的用户运营模型才会使得用户流失，因此良好的社区氛围和高效的运营模型下，B 站较高的留存率有望持续保持；其次，刚拉新过来的用户，可以先通过推荐与 OGV 相关的 PUGV 内容从而培养用户心智、赢得用户信任，再实现用户主动搜索其他 PUGV 内容，并进一步的在平台上发生更多互动行为；最后，由于可以使用碎片化时间进行观看，story mode 有利于唤醒低活跃度用户。

1 公司概况、业务简介和财务表现

1.1 哔哩哔哩发展史

哔哩哔哩于 2009 年 6 月成立，最开始是从国内二次元网站 Acfun 所分化衍生出的子社区，2010 年更名为 BILIBILI (B 站)。B 站从早期的 ACG (动画、漫画、游戏) 内容创作与分享的视频网站发展成为现为中国年轻世代高度聚集的文化社区和视频平台。其发展历程可分为三段：发展用户-商业化探索-破圈多元化发展。

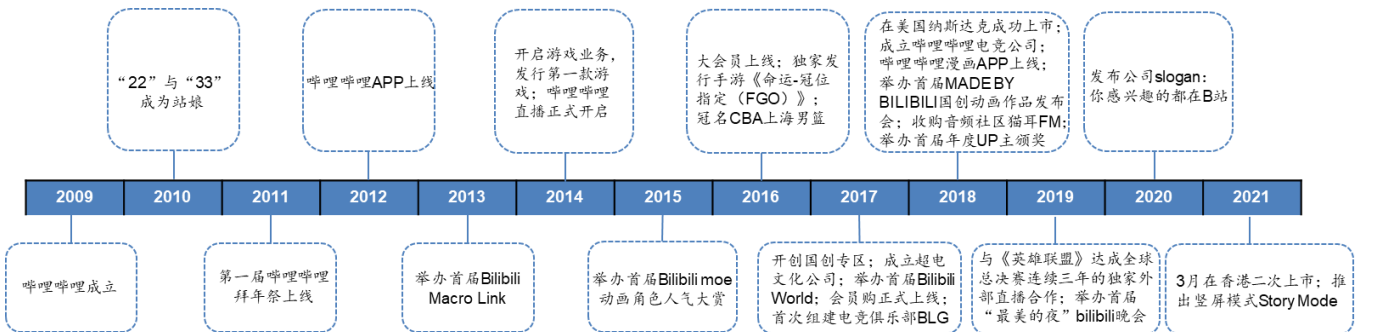
B 站的成立：作为国内最早的二次元社区之一，A 站 (Acfun) 一直是二次元用户在线上最核心的聚集地，但 A 站的带宽成本十分高昂，2009 年 7 月，由于机房故障，A 站的网站连续两个月进入停摆状态。于是 A 站老会员徐逸和朋友花了三天时间建立了一个新的网站 Mikufans (意为初音粉丝后援)，其初心在于让用户在 A 站停摆的这段时间里有处可去。然而，A 站恢复运营后，其创始人却决定将 A 站以 400 万元人民币的低价出售。于是徐逸决定带着 Mikufans 开启创业之路，并于 2010 年将其更名为 bilibili (取自《某科学的超电磁炮》主角外号)，B 站正式诞生。

第一阶段 (2009-2014)：发展用户。与 A 站类似，B 站早期的 up 主与用户都是 ACG 的爱好者，分享动画番剧、日剧等视频内容。2011 年 2 月，哔哩哔哩首次举办“拜年祭”活动，通过线下活动发展潜在用户；在 2012 年哔哩哔哩在流量上超越 A 站，晚点数据显示，2012 年 B 站的 PV (页面浏览量) 达 60 万，A 站只有 30 万；2013 年 10 月，B 站在上海梅赛德斯-奔驰文化中心举办第一届 BML，关注度影响力持续提升。

第二阶段 (2014-2017)：商业化探索。2014 年，陈睿以董事长的身份正式加入哔哩哔哩，B 站开始商业化探索；2016 年 B 站独家代理《命运-冠位指定》，成为后来 B 站收入快速增长的关键因素；同时，哔哩哔哩不断进行商业化探索，在游戏、动画、电影、电竞等方面进行布局。

第三阶段 (2018 至今)：破圈多元化发展。由于 A 站内部斗争与控制权的多次易主，逐渐走向衰落，并于 2018 年初关站，此时正值国内二次元平台生长的黄金窗口期，B 站面临的竞争格局在边际上有所改善；2018 年 2 月，B 站上线创作激励计划，3 月在美国纳斯达克证交所挂牌上市；上市后公司通过多轮战略投资，不断加深在各领域的渗透深度，成功从二次元破圈成为多元化社区。

图表 1 哔哩哔哩发展历程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

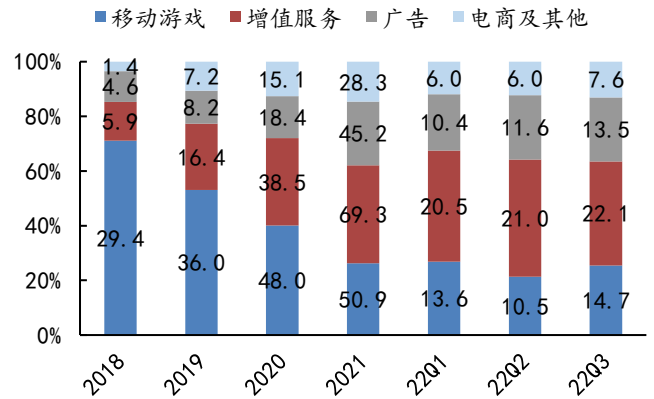
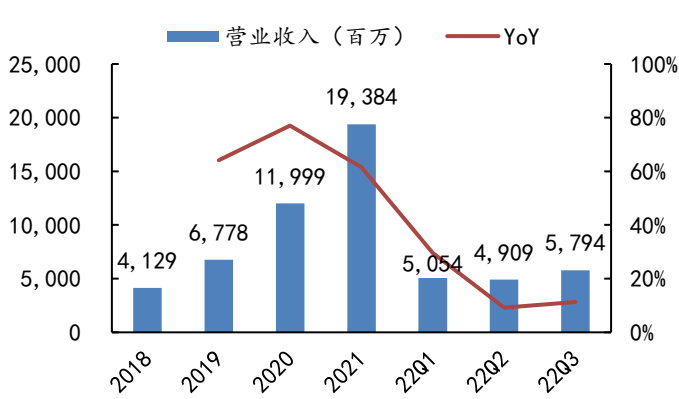
1.2 业务概况：以内容为原点，实现多元化变现

22Q3 公司总收入为 57.9 亿，同比增长 11.3%，公司营收包括四大板块：移动游戏、增值服务、广告、电商及其他。2021 年增值服务超过游戏成为公司第一大收入来源。

B 站广泛的二次元忠实用户为游戏业务带来基础流量，后续又通过出色的运营与更新不断延长游戏的生命周期，代表作包括《命运/冠位指定》、《碧蓝航线》和《公主连结》等，22Q3 公司游戏收入达 14.7 亿，同比增长 5.7%；增值服务包括大会员服务、直播打赏、哔哩哔哩漫画及猫耳音频的增值服务，22Q3 公司增值服务收入达 22.1 亿元，同比增长 15.8%；公司提供的广告类型包括品牌广告、效果广告及原生广告，22Q3 公司广告收入达 13.5 亿，同比增长 15.6%；电商及其他主要指的是票务及会员购，22Q3 收入达 7.6 亿，同比增长 3.2%。

图表 2 2018-22Q3 公司营业收入（百万）及同比变动

图表 3 2018-22Q3 公司营收结构



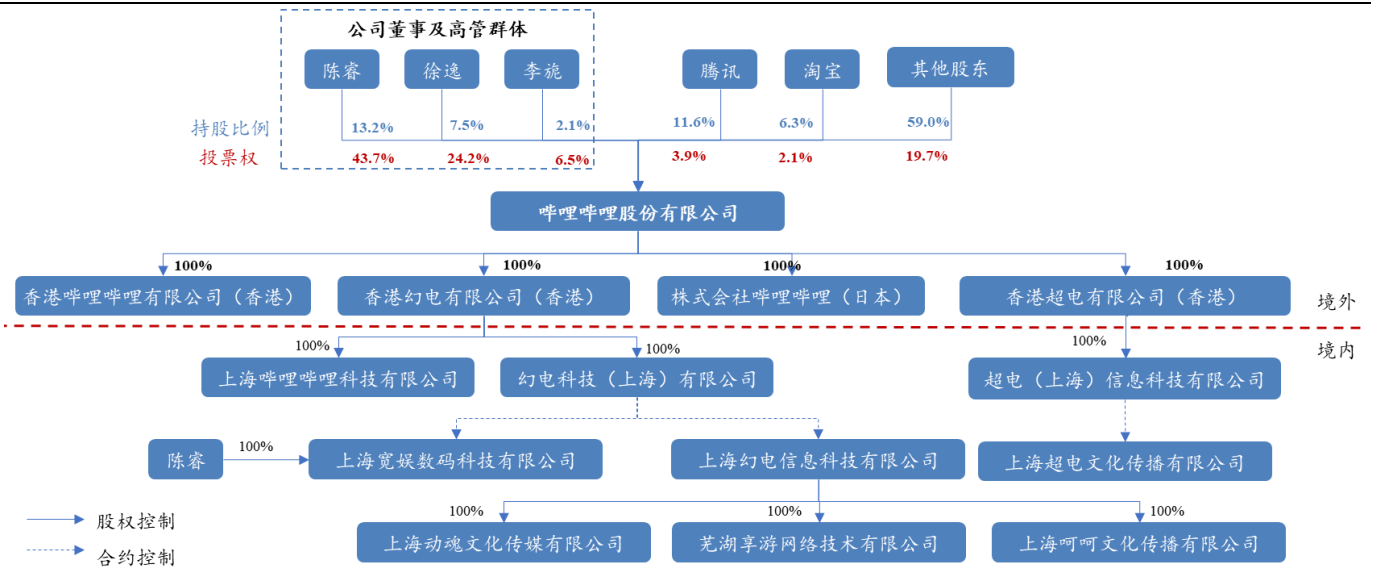
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

1.3 股权结构和管理层

管理层同时具备互联网从业经验与社区文化理解。创始人兼总裁徐逸在陈睿加入B站后，主动交出了公司的管理权，现在专门负责B站的社区运营、社区氛围和调性；董事长兼 CEO 陈睿具有丰富的互联网从业经验同时也是资深二次元用户，曾为猎豹移动联合创始人，2014年陈睿正式加入B站，并担任董事长，负责B站的整体战略、产品和技术；副董事长兼COO李旎曾任猎豹移动人力资源高管，目前主要负责B站战略的具体落实、平台运营、版权引进和各类投资规划，跨年晚会、《后浪》三部曲、《说唱新世代》、《风犬少年的天空》等一系列出圈动作的背后推手和执行者都是李旎。

图表 4 哔哩哔哩股权结构



资料来源：公司年报（数据截至 2021.12.31），华安证券研究所

2 用户分析：用户是 B 站的重要资产，23 年 MAU 目标 4 亿

2.1 用户破圈：从二次元用户到 Z 世代再到泛娱乐用户

B 站破圈始于一场“很懂年轻人的晚会”：2019 年 12 月 31 日，B 站举办首届跨年晚会“二零一九最美的夜”，与各大卫视的风格不同，晚会没有邀请很多当红明星做流量加持，而是引入《哈利波特》、《魔兽世界》等知名 IP，并配合各类小众乐器，打造了一个全新的晚会模式，播放量超 1.1 亿，豆瓣评分 9.0，《人民日报》、共青团中央评价“这场跨晚很懂年轻人”，此时 B 站真正进入主流视野。

图表 5 哔哩哔哩“二零一九最美的夜”



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

正能量内容加持下，B 站持续破圈：19 年底爆发疫情，20 年 1 月 28 日，Figure 与 B 站达成合作意向，并形成共识不接受任何品牌冠名和商业植入，以保证纪录片项目的纯粹，2 月 26 日，由央视新闻、bilibili 和 Figure 联合出品的首档实地拍摄的抗疫题材纪录片《在武汉》第一集在 B 站上线；20 年 5 月 4 日，B 站推出“后浪”主题演讲，国家一级演员何冰登台演讲，以老一辈的口吻向新一代年轻人表达了认可、赞美和祝福，截至 2020 年 5 月 28 日 21 点，《后浪》播放量达 2562.2 万，并被《青年文摘》评为“2020 十大网络热词”；同年 5 月 20 日，B 站联合毛不易发布毕业季主题曲《入海》，截至 5 月 28 日，播放量超 550 万。

图表 6 哔哩哔哩《后浪》短片



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

图表 7 哔哩哔哩《入海》短片



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

立足流行文化，争取全社会的“泛年轻群体”。《后浪》《入海》主要面向青年人，而在 6 月 26 日 B 站 11 周年演讲上播出的短片《喜相逢》则是 B 站呼唤新老融合的发声。短片主角不是 B 站的主流用户年轻人，而是老年人，说明 B 站在吸引更广泛的人群，这部分人具备年轻的态度，这里的“年轻”不局限于年龄，而是一种状态，所以在 B 站，我们可以看到 70 岁的局座张召忠少将（军事 up 主，441 万粉丝），看到 62 岁的腾格尔老师（音乐 up 主，180.5 万粉丝），看到 45 岁的罗翔老师（法律 up 主，2548.6 万粉丝）。《喜相逢》清晰而全面地呈现了 B 站现阶段的定位，短片结束语“众所周知，B 站，是一个学习 APP”更是打进了用户心智、刷新了大众认知。

图表 8 哔哩哔哩《喜相逢》短片



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

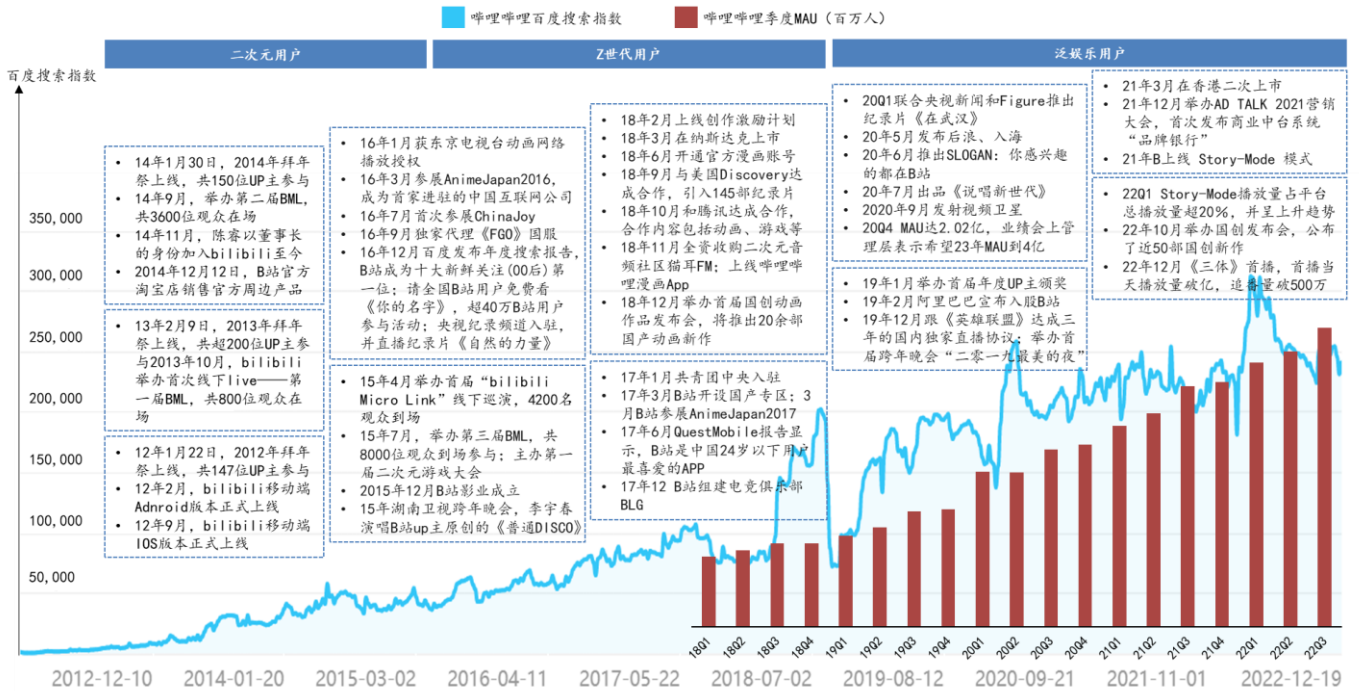
图表 9 哔哩哔哩《喜相逢》短片截图



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

从小众到普适，B 站和年轻人共成长。就像《后浪》中何冰对年轻人说的“你们正在把传统的变成现代的、把经典的变成流行的、把学术的变成大众的、把民族的变成世界的，你们把自己的热爱变成了和成千上万人分享快乐的事业”，B 站也在努力将小众的变成主流的、将年轻的变成大众的、将专业的变成通俗的，并致力于帮助无数 up 主把热爱变成事业。22Q2B 站 MAU 破 3 亿，22Q3B 站 MAU 达 3.33 亿，同比+24.5%，验证了 B 站破圈取得阶段性成功。未来，B 站会包容更多不同的人、文化、价值观，继续以其强大的文化氛围和社区氛围，传递更多价值、惠及更广人群。

图表 10 B站用户破圈：从二次元用户到Z世代用户再到泛娱乐用户



资料来源：百度搜索指数，哔哩哔哩官网，百度百科，公司财报，华安证券研究所整理

注：时间范围为 2011. 11. 01-2022. 12. 22

算法说明：以网民在百度的搜索量为数据基础，以关键词为统计对象，科学分析并计算出各个关键词在百度网页搜索中搜索频次的加权

图表 11 B站内容破圈：从二次元用户到Z世代用户再到泛娱乐用户



资料来源：哔哩哔哩官网，百度百科，公司财报，华安证券研究所整理

2.1.1 阶段一：二次元用户

B站成立于国内二次元文化培育期，发展于国内二次元文化成长期和爆发期。哔哩哔哩成立于2009年6月，最开始是从国内二次元网站Acfun分化衍生出的子社区，平台早期内容主要为日本番剧、动漫剪辑、游戏视频、音乐舞蹈、鬼畜恶搞等，是典型的二次元（ACG）内容社区。2014年B站购买首部正版动画《每度！浦安铁筋家族》；2015年B站参与制作日番《洲崎西》，首次进入日本动画的制作委员会。

图表 12 《每度! 浦安铁筋家族》图片



资料来源：百度百科，华安证券研究所

图表 13 B 站首部参与制作的日番《洲崎西》



资料来源：百度百科，华安证券研究所

二次元用户包括核心二次元用户和泛二次元用户。核心二次元用户指深度了解二次元文化，持续、重度消费二次元内容的群体；泛二次元用户指的是了解二次元文化、并具备二次元内容兴趣需求的群体。

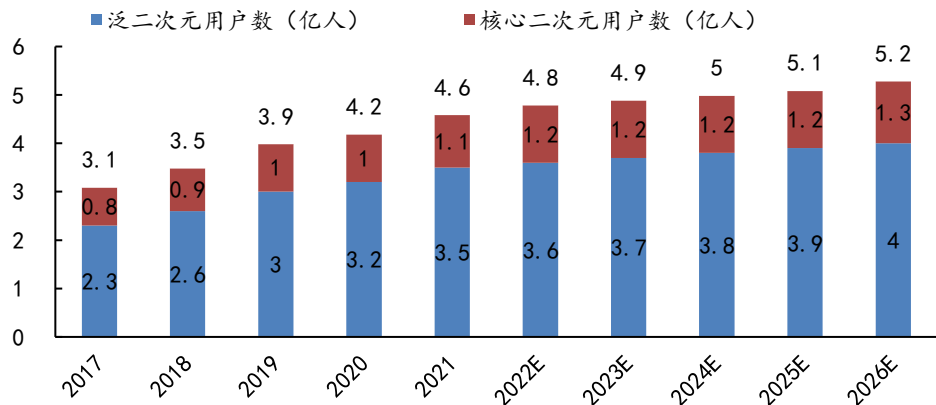
图表 14 泛二次元用户行为特征 vs 核心二次元用户行为特征

泛二次元行为特征	核心二次元行为特征
了解二次元文化，产生二次元内容兴趣需求	深度了解二次元文化
获取二次元内容，进行内容与衍生消费	持续、重度消费二次元内容
交流二次元内容，与他人进行社交互动	向他人传播二次元内容等

资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

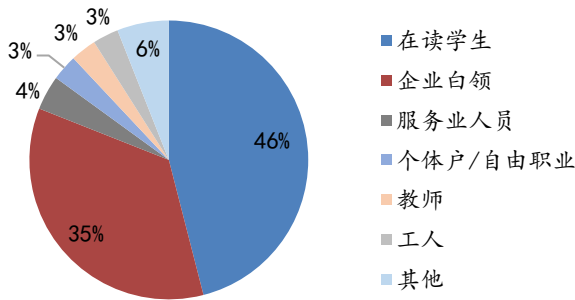
近年来中国泛二次元用户规模增长较快，灼识咨询数据显示，2021 年中国二次元用户总数达 4.6 亿，其中泛二次元用户规模达 3.5 亿；泛二次元用户的年龄主要集中在 18-14 岁，职业主要为学生和白领，偏好的题材存在年龄差异，冒险热血、奇幻国风、少女恋爱为热门题材。

图表 15 2017-2026E 中国泛二次元用户数和核心二次元用户数



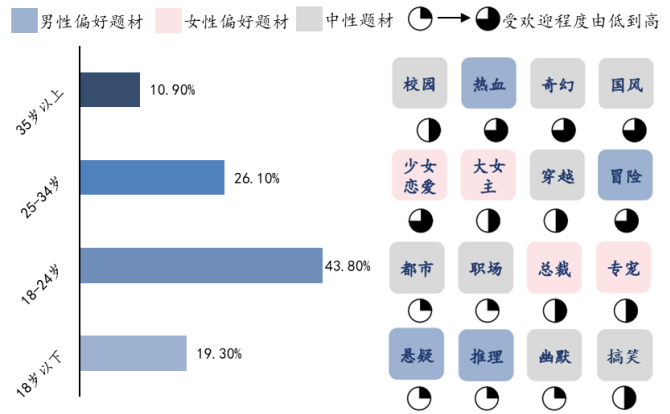
资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

图表 16 2021 年中国泛二次元用户的职业分布



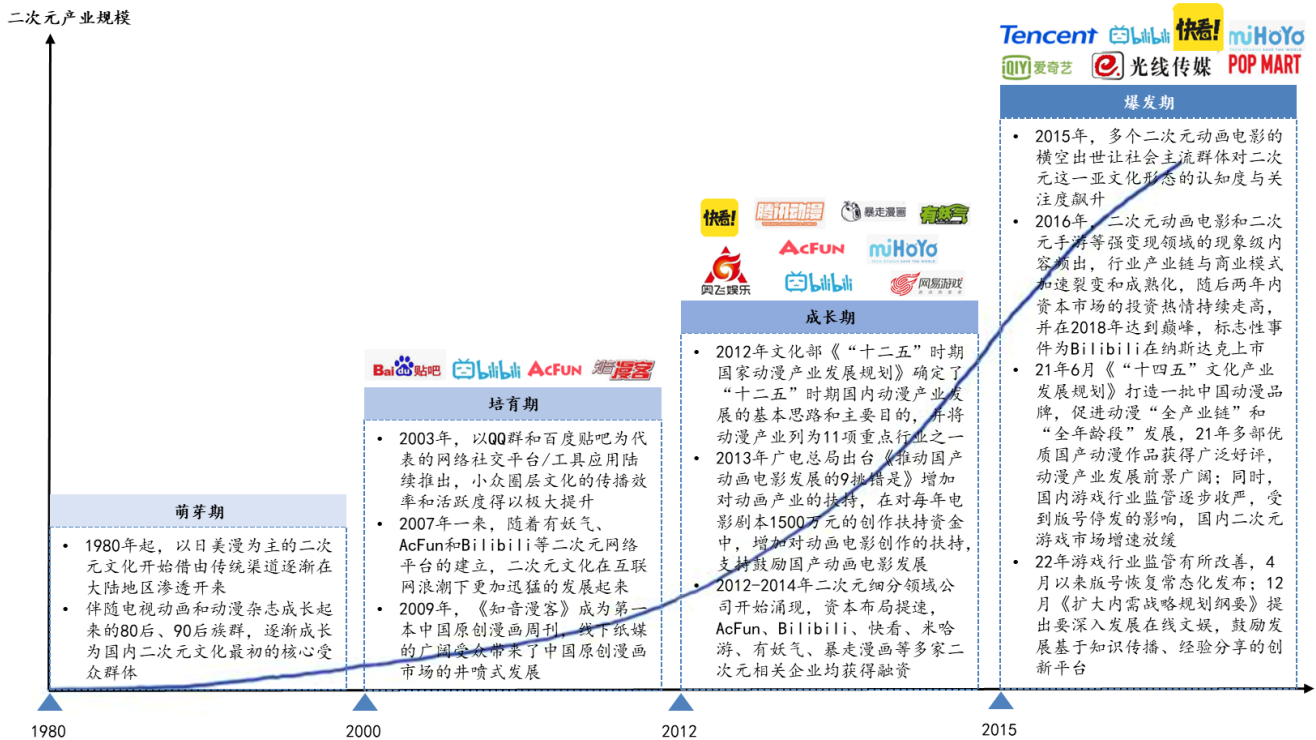
资料来源：灼识咨询，华安证券研究所

图表 17 2021 年中国泛二次元用户年龄分布和偏好题材



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所整理

图表 18 中国二次元文化发展历程



资料来源：灼识咨询，华安证券研究所整理

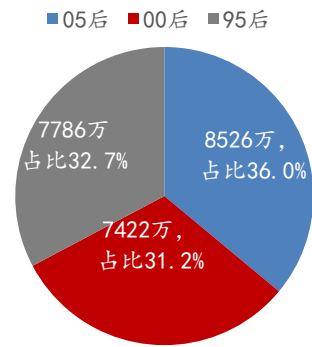
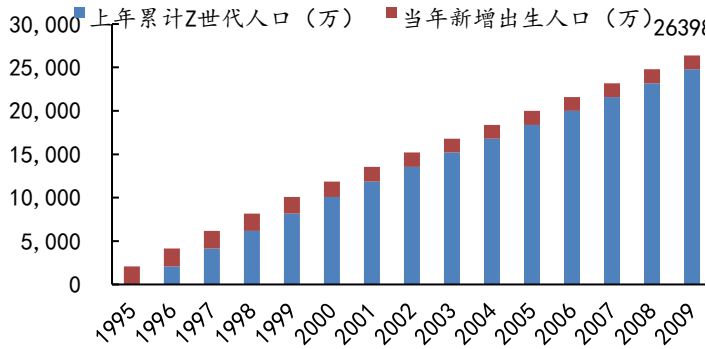
2.1.2 阶段二：Z世代用户

随着B站内容、垂类的多样化，B站的用户群体也逐渐拓展至Z世代用户。“Z世代”又称网生代、互联网世代、二次元世代或数媒“土著”，指的是出生于1995年至2009年的一代人，中国在1995年-2009年这一时间段的出生总人数约为2.6亿，约占总人口的20%。根据2020年人口普查数据测算，2020年中国Z世代用户规模约为2.38亿，其中05后人数约8526万，占比最大，其次为95后约7786万、00后约7422万。作为未来

的消费主力军，Z世代释放的新人口结构红利，为市场注入了新的活力和机会。

图表 19 中国 1995-2009 累计出生的人口数约 2.6 亿

图表 20 2020 年中国 Z 世代用户结构



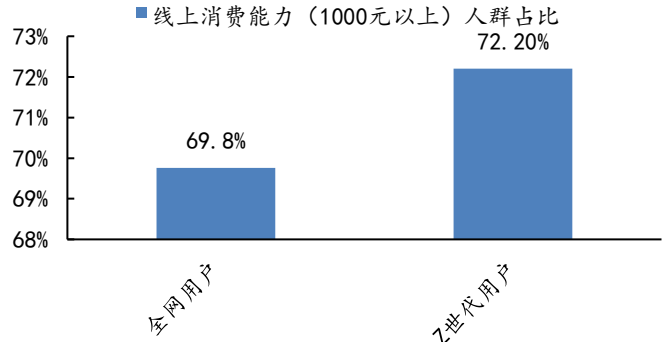
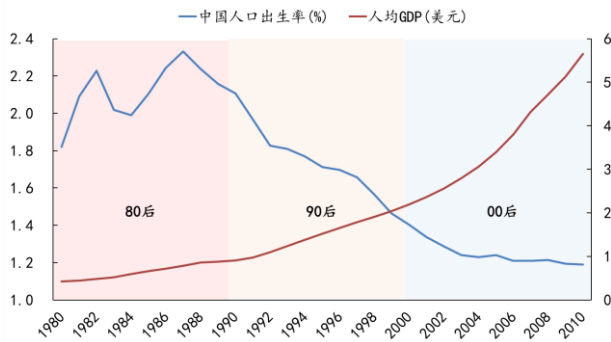
资料来源：国家统计局，华安证券研究所
注：未考虑各年龄段死亡人数

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

Z世代享受成长红利，消费能力和消费意愿较强。95后开始享受人均GDP和人口出生率的正向差值红利，而随着人均GDP的升高和出生率的进一步降低，更富裕的家庭环境与更可观的可支配收入使得00后成为成长红利最丰厚的一代。同时，优越的生活条件也造就了95后和00后更高的消费能力和消费意愿。TalkingData 22年4月数据显示，Z世代年消费规模达4.94万亿元；iClick 22年1月数据显示，Z世代每月人均可支配收入达4673元。Questmobile 2022年6月数据显示，Z世代中线上消费能力在1000元以上的人群占比达72.2%，高于全网用户的69.8%。

图表 21 1980-2010 年中国人口出生率和人均 GDP

图表 22 22 年 6 月全网用户及 Z 世代线上消费能力对比

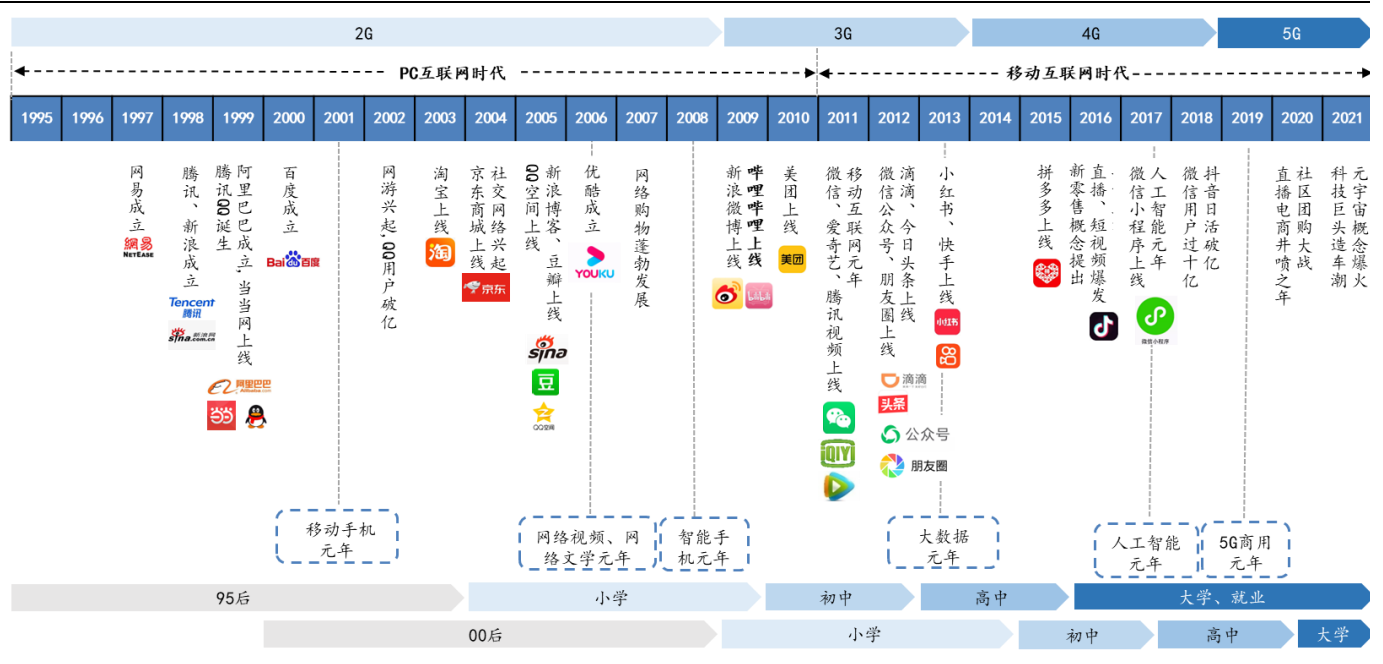


资料来源：世界银行数据库，华安证券研究所

资料来源：Questmobile，华安证券研究所整理

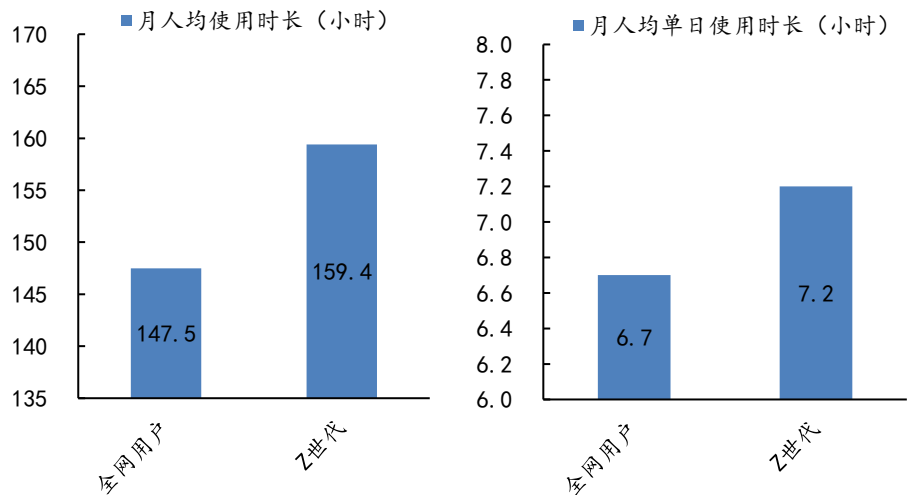
作为互联网原住民，Z世代与互联网深度接触。Z世代伴随着中国互联网的诞生、发展而成长，因此对于互联网服务与内容具有较高的需求度、适应度与影响力。Questmobile 2022年6月数据显示，Z世代互联网用户人均单日使用时长达7.2小时，高于全网网民6.7小时的使用时长。

图表 23 Z世代成长环境



资料来源: Questmobile, 哔哩哔哩 2020 营销通案, 华安证券研究所整理

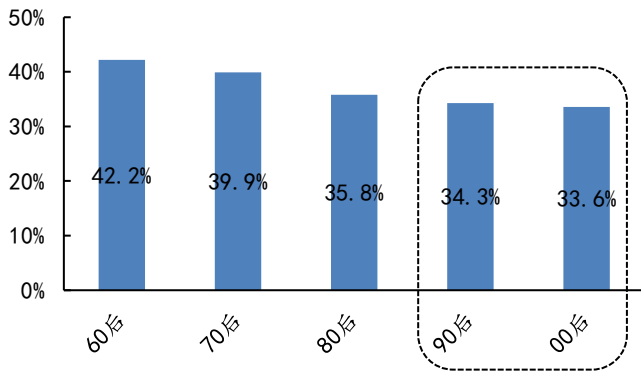
图表 24 2022 年 6 月 Z 世代与全网用户的互联网使用时长 (小时)



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

Z世代社交动机转移, 对熟人社交的主动性较低。一方面, Z世代普遍成长于独生子女家庭, 对亲戚等熟人社交的主动性较低; 另一方面, 由于互联网降低了跨地域、跨时间沟通的成本, 作为互联网原住民的Z世代更愿意在网上主动获取感兴趣的内容、寻找志同道合的伙伴, 并基于共同的兴趣与话题交流。

图表 25 各年龄群体愿意主动与熟人社交的比例



资料来源：极光大数据，华安证券研究所

图表 26 Z 世代的社交需求

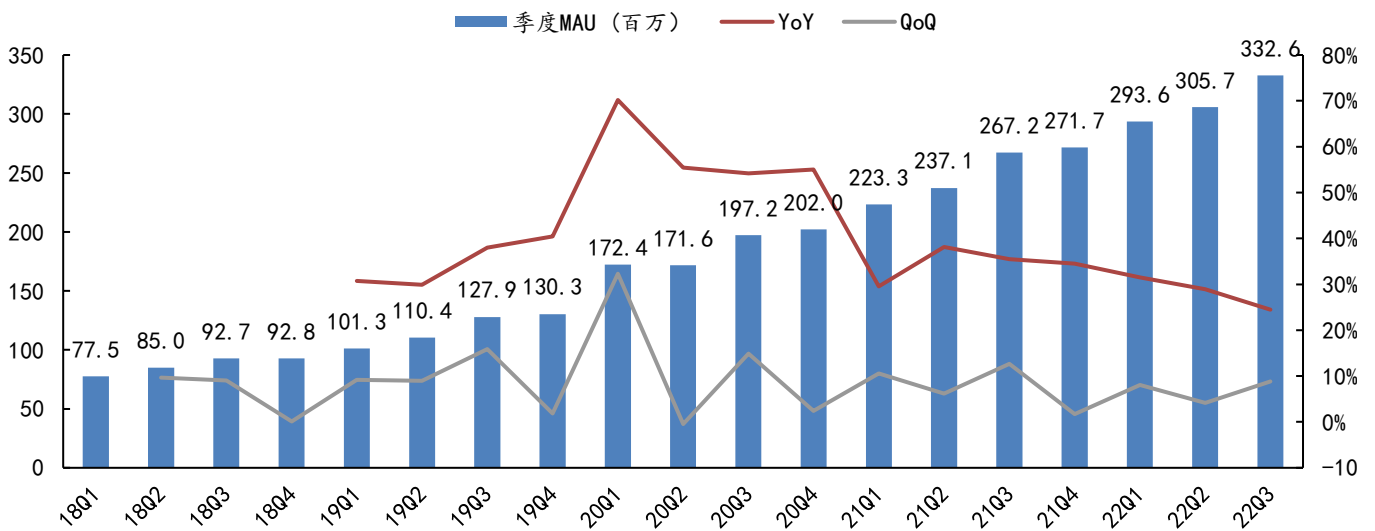


资料来源：哔哩哔哩 2020 营销通案，华安证券研究所整理

2.1.2 阶段三：泛娱乐用户

成功举办 2019 跨年晚会“二零一九最美的夜”后，B 站 MAU 从 19Q4 的 1.3 亿环比提升 32.3% 至 1.7 亿；2020 年 B 站继续破圈，全年高效执行用户增长策略，20Q4 MAU 破 2 亿，公司也将 B 站定位为“综合性视频社区”，持续丰富社区内容生态；截至 22 年 12 月，B 站已有 34 个分区，在内容垂类的持续多样化发展下，截至 22Q3 公司 MAU 达 3.33 亿，DAU 达 0.9 亿。

图表 27 18Q1-22Q3 B 站 MAU、同比变动及环比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

注：此处 MAU 为 MAU 的去重总和，不仅为移动版 MAU

图表 28 2022 年 12 月 B 站分区



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

随着垂类的逐渐多样化，番剧区播放量占比逐渐下降。通过观察 2010-2018 年 B 站 TOP 7 分区的播放量占比，可以发现，随着垂类的逐渐多样化，番剧区播放量占比从 2010 年的 36.9%，下降至 2015 年的 18.1%，再到 2018 年的 7.7%；2014 年番剧区播放量占比首次被游戏区超越，下降至第二名，2016 年番剧区播放量占比首次被生活区超越，下降至第三名，2018 年番剧区播放量占比又被娱乐区、影视区超越，验证了 B 站破圈之旅的成果，B 站不再只是一个二次元社区，而是一个综合性视频平台。

图表 29 2010-2018 哔哩哔哩 TOP 7 分区播放量占比

2010.12.31	2011.12.31	2012.12.31	2013.12.31	2014.12.31	2015.12.31	2016.12.31	2017.12.31	2018.04.26
番剧 36.9%	番剧 33.9%	番剧 27.4%	番剧 21.2%	游戏 19.8%	番剧 18.1%	游戏 17.1%	游戏 20.8%	游戏 22.1%
动画 15.5%	音乐 15.0%	音乐 15.9%	游戏 18.5%	番剧 18.5%	游戏 17.6%	生活 15.0%	生活 20.0%	生活 20.8%
音乐 14.3%	生活 14.6%	游戏 15.5%	音乐 16.1%	生活 14.7%	生活 13.4%	番剧 13.9%	番剧 8.7%	娱乐 9.0%
生活 13.5%	动画 13.6%	生活 14.6%	生活 16.0%	音乐 14.4%	音乐 12.2%	音乐 9.4%	娱乐 8.4%	影视 8.6%
游戏 9.3%	游戏 11.9%	动画 13.8%	动画 14.2%	动画 11.9%	动画 9.6%	娱乐 8.4%	影视 8.4%	番剧 7.7%
鬼畜 8.1%	鬼畜 7.4%	鬼畜 6.3%	鬼畜 5.2%	鬼畜 5.2%	鬼畜 5.9%	动画 7.9%	音乐 7.1%	音乐 6.5%
舞蹈 1.2%	舞蹈 2.5%	舞蹈 2.6%	科技 3.4%	科技 4.2%	娱乐 5.6%	影视 7.1%	动画 6.7%	科技 6.5%

资料来源：不科学的 up 组，华安证券研究所整理

注：黄色代表名次不变，绿色代表名次下降，红色代表名次上升

2.2 用户特征分析：以高付费能力、高付费意愿的90后年轻人为主

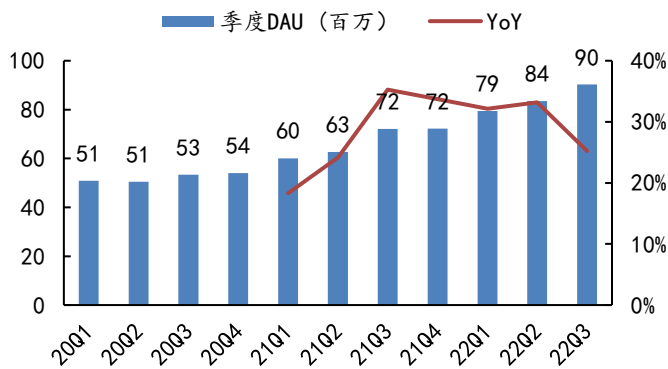
我们从用户数量及质量、用户年龄结构、用户地区结构、用户消费能力的维度依次分析哔哩哔哩当前的用户情况：

2.2.1 用户数量及质量：质、量双增

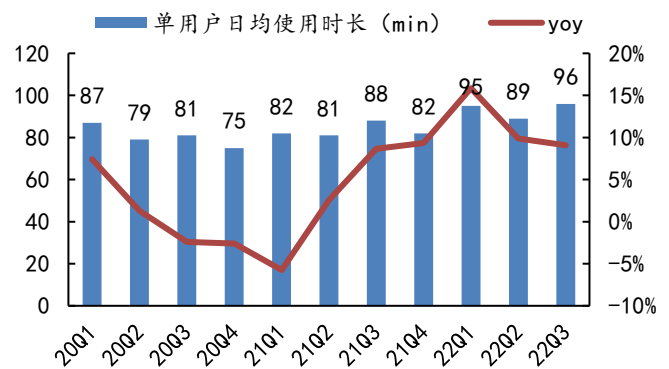
1) 纵向对比：质、量双增

用户数量侧，22Q3 哔哩哔哩 MAU 为 3.33 亿，同比增长 24.5%，DAU 为 0.9 亿，同比增长 25.2%；用户质量侧，单用户日均使用时长为 96 分钟，同比增长 9.1%，每日视频观看次数达 37 亿，同比增长 60.9%，单 DAU 用户日均观看视频数达 41 个，同比增长 28.4%。

图表 30 20Q1-22Q3 公司季度 DAU 及同比增速



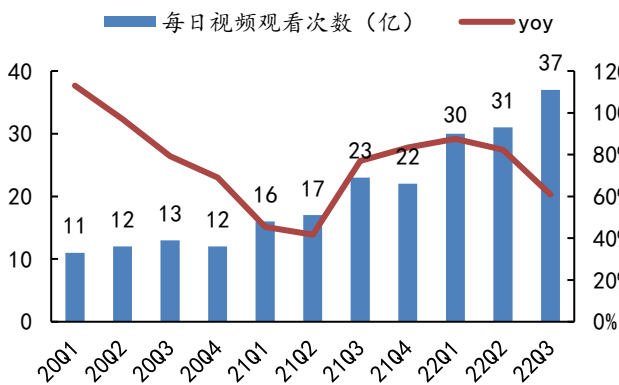
图表 31 20Q1-22Q3 公司单用户日均使用时长及同比增速



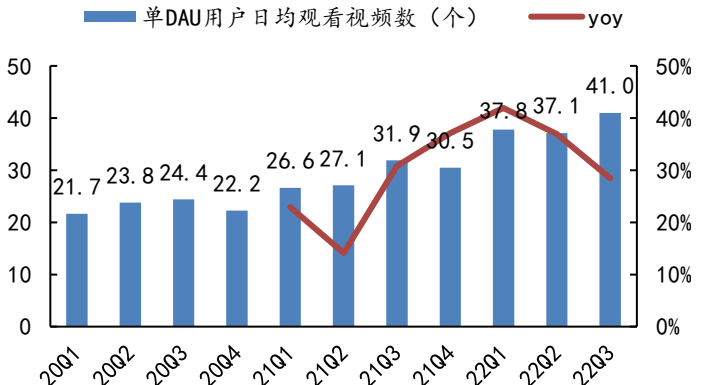
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

图表 32 20Q1-22Q3 每日视频观看次数及同比增速



图表 33 20Q1-22Q3 单 DAU 日均观看视频数及同比增速



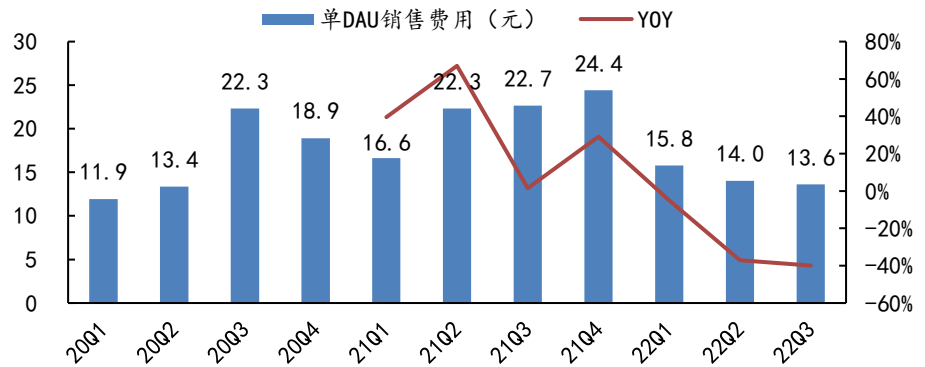
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

22 年以来，B 站用户增长的健康度有所提高，这主要通过以下两个指标判断出来：

首先，22 年以来 B 站的单用户营销费用持续下降。这意味着 B 站用户的获取及维系成本有所降低，也验证了 22 年公司降本增效卓有成效；

图表 34 20Q1-22Q3 单 DAU 销售费用及同比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

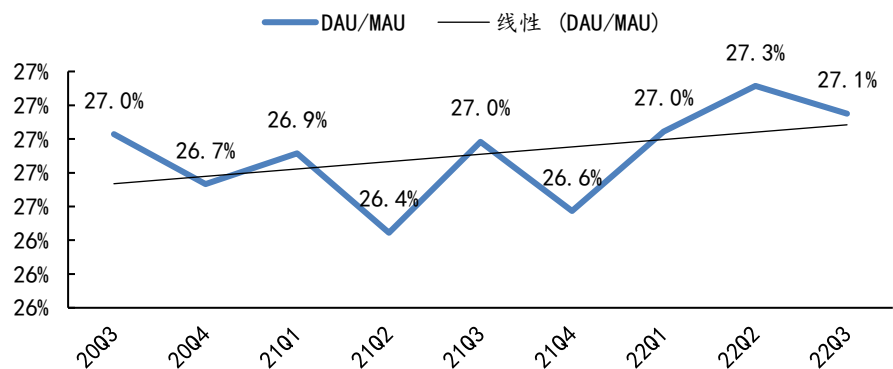
其次，22 年以来日均观看量同比增长率>日均互动数同比增长率>DAU 同比增长率>MAU 同比增长率。日均观看量同比增长率>日均互动数同比增长率>DAU 同比增长率，说明 23 年每位来到 B 站的用户在站内实现的互动行为、观看行为均有所增加；22 年 B 站开始重视 DAU 的增长及用户粘性，致力于提高 DAU/MAU 的比值，将其从 21 年的 26% 提高到 22 年 27% 的平均水平，并希望于 23 年将其提升到 30%。

图表 35 20Q1-22Q3 日均观看量同比增长率、日均互动数同比增长率、DAU 同比增长率、MAU 同比增长率

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
日均观看量同比增长率	113.0%	97.0%	79.3%	69.0%	45.5%	41.7%	76.9%	83.3%	87.5%	82.4%	60.9%
日均互动数同比增长率	250.0%	188.9%	120.0%	95.8%	34.7%	40.4%	85.5%	114.9%	86.4%	71.2%	41.2%
DAU 同比增长率	—	—	—	—	18.3%	24.2%	35.3%	33.7%	32.1%	33.2%	25.2%
MAU 同比增长率	70.2%	55.4%	54.2%	55.0%	29.5%	38.2%	35.5%	34.5%	31.5%	28.9%	24.5%

资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 36 20Q3-22Q3 DAU/MAU 变化



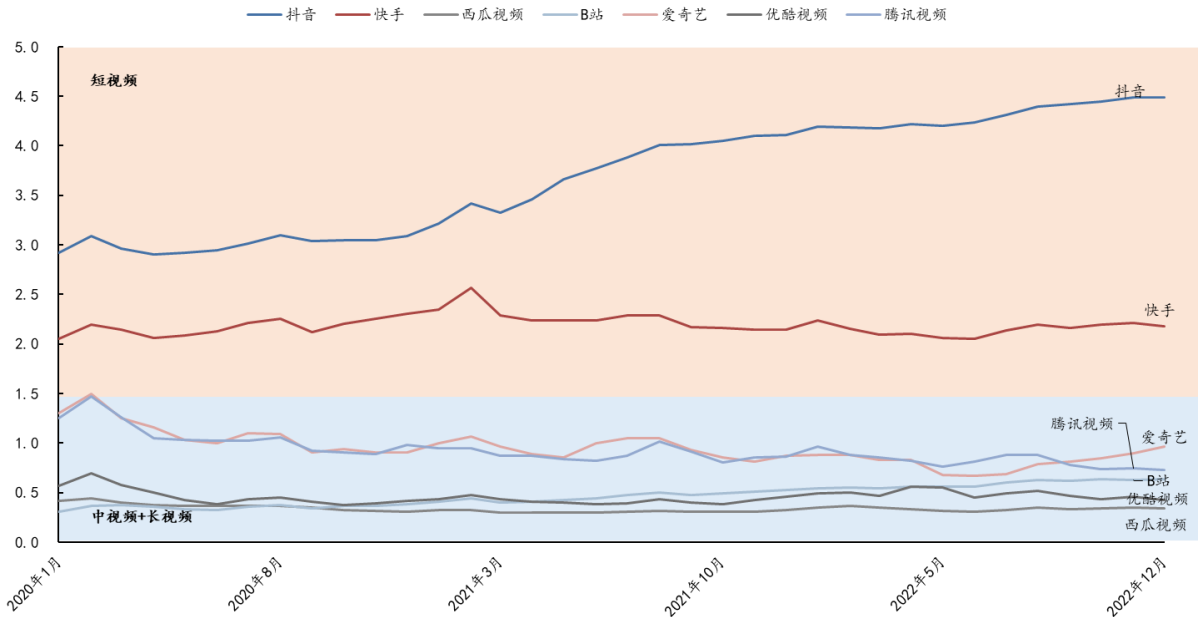
资料来源：公司财报，华安证券研究所

上述数据证明 B 站“社区+生态驱动”的增长模型是成功的，在保持高质量用户的情况下依旧实现了高速的增长。

2) 横向对比：短中长视频存在差异化

用户数量侧，短视频用户规模高于长视频、高于中视频；用户质量侧，短视频单用户日均使用时长也高于中视频、高于长视频。可见，相比之下，短视频赛道仍具备较大的流量红利。但值得注意的是，从 21 年以来 B 站 DAU 的增速就显著领先于视频行业其他 APP，22 年以来在其他视频 APP 的 DAU 保持个位数同比增长甚至是负增长的情况下，B 站 DAU 仍保持两位数的高速增长。

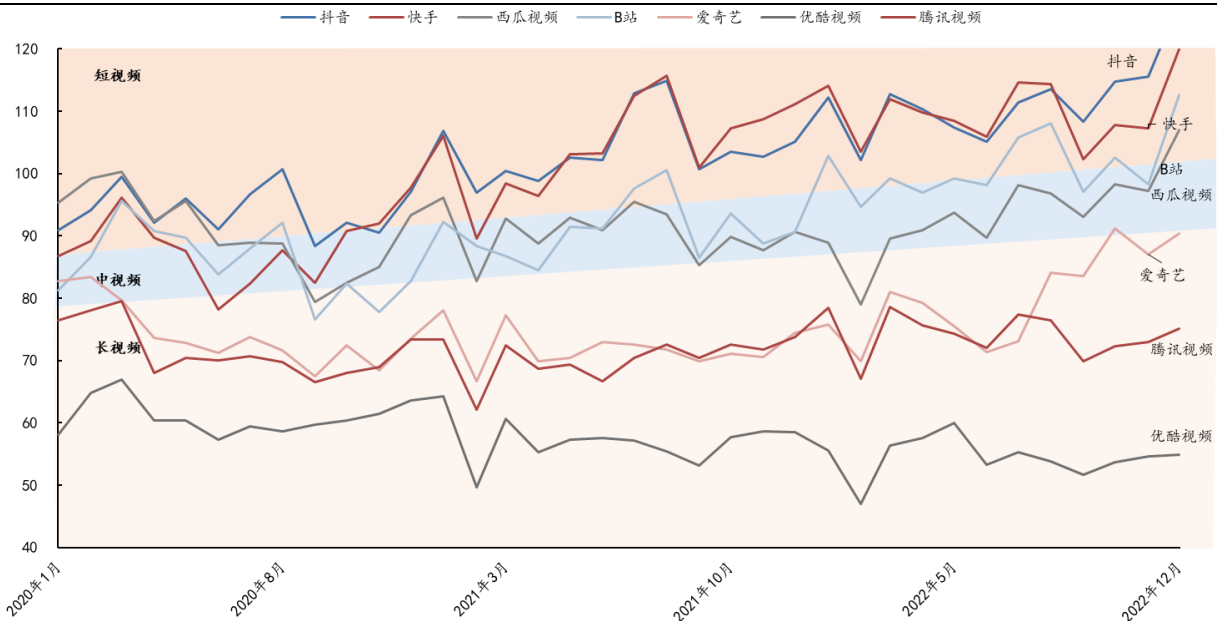
图表 37 20.01-22.12 短视频、中视频、长视频 APP 的月均 DAU (亿人)



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：由于统计口径不同，B 站披露的数据和 Questmobile 存在区别，为了方便横向比较，统一使用 Questmobile 的数据

图表 38 20.01-22.12 短视频、中视频、长视频 APP 的单 DAU 使用时长 (分钟)



资料来源：Questmobile，华安证券研究所

注：由于统计口径不同，B 站披露的数据和 Questmobile 存在区别，为了方便横向比较，统一使用 Questmobile 的数据

图表 39 21.01-22.12 短视频、中视频、长视频 APP DAU 同比增长率

DAU yoy	抖音	快手	西瓜视频	B站	爱奇艺	优酷视频	腾讯视频
2021年1月	10.2%	14.2%	-21.3%	32.7%	-23.0%	-23.7%	-24.3%
2021年2月	10.5%	17.1%	-27.4%	20.7%	-28.8%	-31.0%	-35.6%
2021年3月	12.2%	6.6%	-25.0%	8.0%	-23.1%	-25.8%	-30.6%
2021年4月	19.2%	8.6%	-20.6%	14.6%	-23.4%	-17.9%	-16.4%
2021年5月	25.3%	7.4%	-19.3%	29.3%	-17.1%	-4.6%	-19.2%
2021年6月	27.9%	5.2%	-18.7%	35.8%	0.0%	0.1%	-19.6%
2021年7月	28.7%	3.7%	-15.1%	33.5%	-4.2%	-10.4%	-14.9%
2021年8月	29.5%	1.2%	-12.7%	34.0%	-4.1%	-3.9%	-3.5%
2021年9月	32.1%	2.3%	-10.3%	41.0%	2.3%	-2.6%	-1.3%
2021年10月	33.0%	-1.8%	-5.8%	33.8%	-8.3%	1.9%	-11.3%
2021年11月	34.5%	-4.7%	-1.9%	38.1%	-10.1%	8.2%	-3.8%
2021年12月	32.8%	-6.8%	3.3%	39.3%	-3.7%	10.6%	-11.6%
2022年1月	30.4%	-4.8%	6.1%	32.2%	-11.9%	12.9%	1.8%
2022年2月	22.6%	-16.2%	12.6%	23.5%	-17.4%	4.3%	-7.1%
2022年3月	25.5%	-8.2%	17.2%	35.6%	-13.5%	8.7%	-2.1%
2022年4月	21.7%	-6.0%	12.8%	36.5%	-6.2%	36.6%	-6.6%
2022年5月	14.8%	-8.1%	5.6%	30.3%	-20.3%	35.8%	-8.6%
2022年6月	12.4%	-8.5%	3.2%	26.5%	-32.8%	15.7%	-0.7%
2022年7月	11.0%	-6.8%	4.9%	27.9%	-34.5%	26.8%	0.9%
2022年8月	9.7%	-3.8%	10.6%	24.8%	-24.9%	19.5%	-13.2%
2022年9月	10.1%	-0.5%	6.6%	29.2%	-12.3%	17.5%	-14.0%
2022年10月	9.7%	1.2%	9.5%	29.6%	-0.9%	14.2%	-7.9%
2022年11月	9.5%	3.3%	12.5%	22.5%	9.9%	8.1%	-13.1%
2022年12月	9.3%	1.6%	5.6%	19.3%	11.3%	-6.7%	-15.4%

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 越接近红色表示涨幅越大, 越接近绿色表示跌幅越大

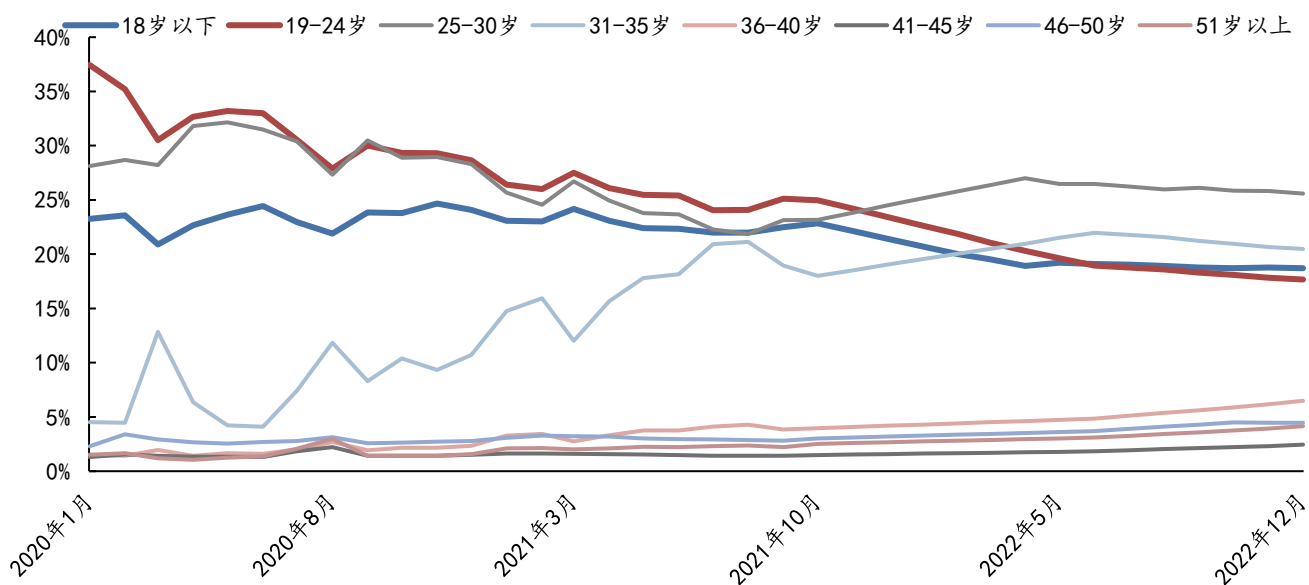
2.2.2 用户年龄结构: 30 岁以上用户占比有所增加, 但用户平均年龄仍小于大盘

1) 纵向对比: 25 岁及以上用户占比有所增加

从 20 年 1 月到 22 年 12 月, B 站的年龄结构出现变化: 25-30 岁的用户超过 19-24 岁用户, 成为占比最大的年龄群体; 同时, 31-35 岁的用户占比显著增长, 36 岁及以上用户占比稳健增长。

我们认为该结果具有两方面意义: 一方面, 这意味着 B 站在用户破圈上取得阶段性成功, 新增了很多 25 岁及以上的用户; 另一方面, 这意味着 B 站的用户留存表现较好, 随着时间的推移, B 站原有用户的年龄也在不断增长, 当这部分用户持续使用 B 站时, B 站的年龄结构便会向 25 岁及以上用户移动。

图表 40 20.01-22.12 公司用户的年龄结构变化



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

2) 横向对比: 用户群体比大盘及其他视频 APP 年轻

B 站 35 岁及以下用户占比达 82.46%，显著高于移动互联网大盘及其他视频 APP，验证了 B 站是年轻一代的聚集地。此外，中视频 APP 西瓜视频用户的年龄结构与其他视频 APP 相比，存在较为明显的老龄化特征，其 36 岁及以上用户占比达 75.29%，因此，虽然同为中视频，但西瓜视频和 B 站之间并不存在直接竞争。

图表 41 22 年 12 月移动互联网大盘、短视频、中视频、长视频用户的年龄结构

大盘整体	大盘整体	短视频		中视频		长视频		
		快手	抖音	西瓜视频	B站	腾讯视频	爱奇艺	优酷
18岁以下	12.21%	13.29%	12.85%	6.75%	18.71%	14.46%	13.30%	12.4%
19-24岁	8.94%	5.51%	9.76%	1.95%	17.67%	12.12%	11.59%	12.7%
25-30岁	12.66%	10.94%	13.72%	7.06%	25.59%	15.78%	14.72%	15.6%
31-35岁	10.80%	10.68%	12.02%	8.93%	20.49%	14.19%	13.52%	15.1%
36-40岁	9.30%	11.10%	10.47%	12.76%	6.49%	12.46%	12.50%	13.3%
41-45岁	9.25%	8.31%	8.57%	11.93%	2.45%	6.78%	7.19%	7.1%
46-50岁	10.41%	13.65%	11.35%	19.68%	4.46%	11.78%	11.88%	12.3%
51岁以上	26.42%	26.52%	21.27%	30.92%	4.15%	12.42%	15.29%	11.7%

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 大盘整体情况为黄色, 占比高于大盘的为红色, 占比低于大盘的为绿色

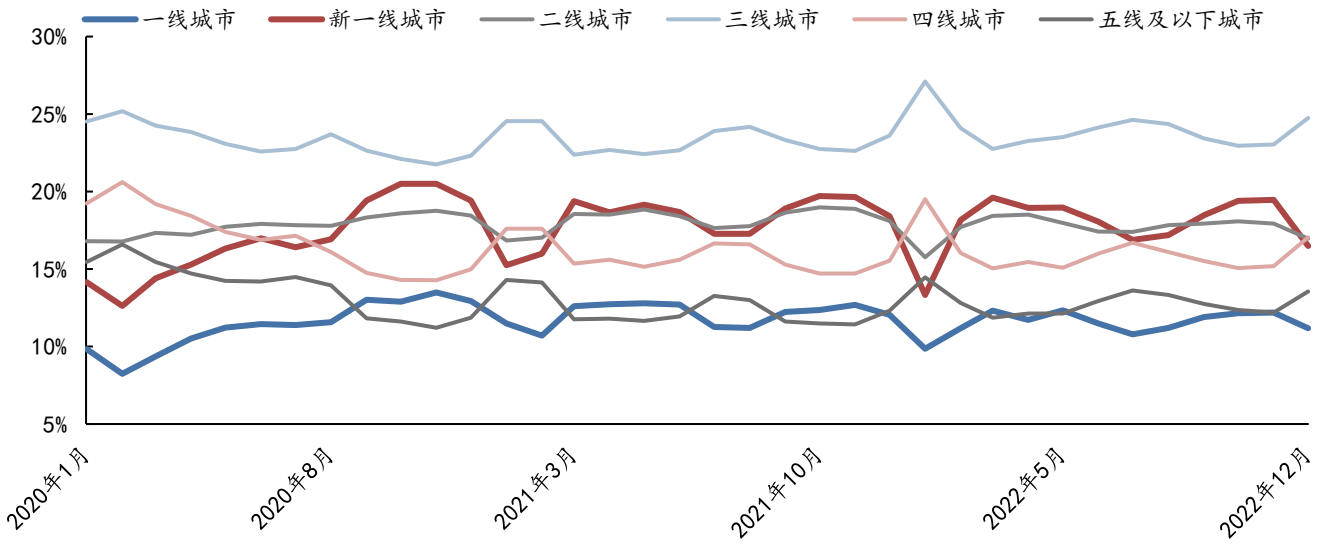
2.2.3 用户地区结构: 高线城市用户占比显著高于移动互联网大盘及视频行业

1) 纵向对比: 地区结构较为稳定

从 20 年 1 月到 22 年 12 月, 公司用户的地区结构较为稳定, 三线用户占比最高, 22 年 12 月占比达 24.8%; 其次是新一线、二线城市用户, 占比

分别达 16.5%和 17%；最后是五线及以下城市和一线城市，占比分别达 13.5%和 11.2%。

图表 42 20.01-22.12 公司用户的地区结构变化



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

2) 横向对比: 高线城市用户占比显著高于移动互联网大盘及视频行业

和移动互联网大盘比: B站一线、新一线用户的占比更高, 二三线及以下城市用户占比更少;

和整体视频行业比: 在短视频、中视频、长视频赛道的7个标的中, B站一线、新一线用户占比均为最高, 四线及以下城市用户占比最少。

短视频和长视频用户的地区结构存在明显差异化: 相比于大盘, 短视频赛道用户中低线城市占比更高, 而长视频赛道用户中高线城市占比更高, 这主要是因为长视频标的部分内容仅面向付费会员开放, 而高线城市用户的付费意识更高。

图表 43 22年12月移动互联网大盘、短视频、中视频、长视频用户的地区结构

2022年12月	大盘整体	短视频		中视频		长视频		
		快手	抖音	西瓜视频	B站	腾讯视频	爱奇艺	优酷
一线城市	7.74%	4.82%	6.97%	6.68%	11.18%	8.71%	8.45%	8.28%
新一线城市	14.39%	11.00%	14.31%	13.03%	16.48%	15.27%	15.35%	15.16%
二线城市	17.10%	17.61%	17.09%	16.89%	16.97%	17.66%	18.01%	18.48%
三线城市	25.43%	24.40%	26.02%	26.27%	24.75%	24.40%	24.66%	24.53%
四线城市	18.16%	18.90%	18.14%	18.83%	17.05%	17.23%	17.47%	17.40%
五线及以下城市	17.17%	23.27%	17.47%	18.32%	13.56%	16.73%	16.07%	16.16%

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 大盘整体情况为黄色, 占比高于大盘的为红色, 占比低于大盘的为绿色

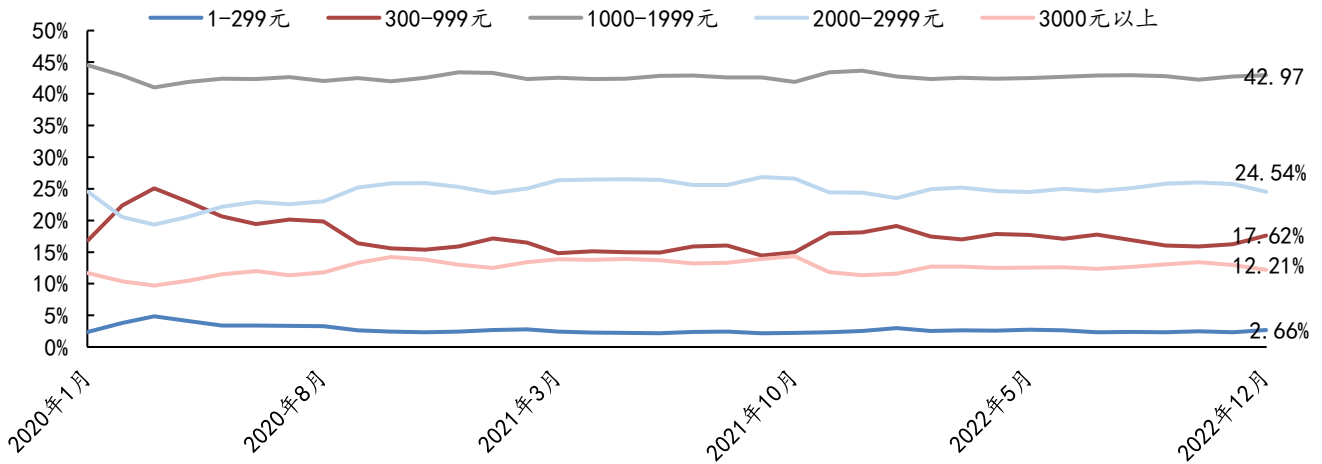
2.2.4 用户付费能力: B站用户的付费能力显著高于大盘

1) 纵向对比: 用户付费能力较为稳定

从20年1月到22年12月, 公司用户的付费能力较为稳定, 每月花费1000-1999元的用户最多, 22年12月占比达43.0%; 其次是每月花费

2000-2999、300-999元、3000元以上的用户，占比分别达24.5%、17.6%和12.2%；每月花费1-299元的用户最少，占比达2.7%。

图表 44 20.01-22.12 公司用户的付费能力变化



资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 对与消费相关的用户行为如不同类型应用/小程序/公众号和它们的核心页面(加入购物车、提交订单、支付等页面)进行价值权重分配, 计算用户使用这些应用和核心页面的使用频度(使用天数, 使用次数等)相关指标, 依此计算单用户的综合得分并进行分层聚类。

2) 横向对比: B站和长视频APP的用户付费能力较强

和移动互联网大盘比, B站每月花费1000元以上的用户占比更高, 每月花费1000元以下的用户占比则显著少于大盘; 和其他视频APP比, B站和长视频赛道爱优腾的用户付费能力较高, 其次为抖音, 最后是西瓜视频和快手。

图表 45 22年12月移动互联网大盘、短视频、中视频、长视频的用户付费能力

2022年12月	大盘整体	短视频		中视频		长视频		
		快手	抖音	西瓜视频	B站	腾讯视频	爱奇艺	优酷
1-299元	6.14%	4.27%	3.75%	3.89%	2.66%	1.84%	2.53%	1.58%
300-999元	23.88%	26.31%	21.70%	22.53%	17.62%	18.06%	18.66%	14.67%
1000-1999元	41.25%	44.80%	43.64%	44.09%	42.97%	45.86%	44.16%	43.14%
2000-2999元	19.49%	17.60%	21.21%	20.17%	24.54%	23.63%	23.45%	26.42%
3000元以上	9.25%	7.02%	9.70%	9.32%	12.21%	10.61%	11.20%	14.19%

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

注: 大盘整体情况为黄色, 占比高于大盘的为红色, 占比低于大盘的为绿色

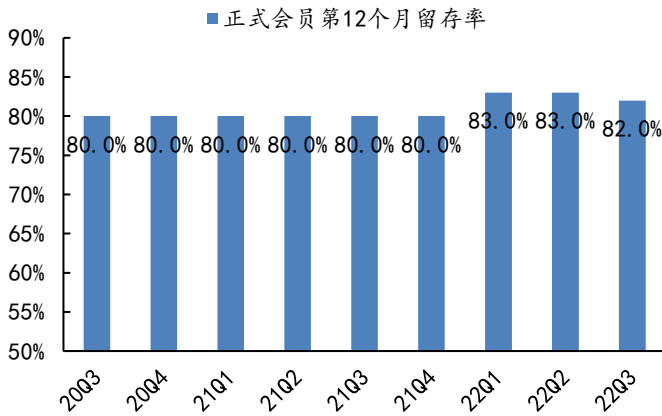
2.3 用户规模测算

公司多次提到23年4亿MAU的目标, 我们类比日本的二次元弹幕网Niconico, 从存量和增量用户的角度进行分析, 认为B站有望于23Q4实现4亿MAU目标。

1. 存量用户能否保持?

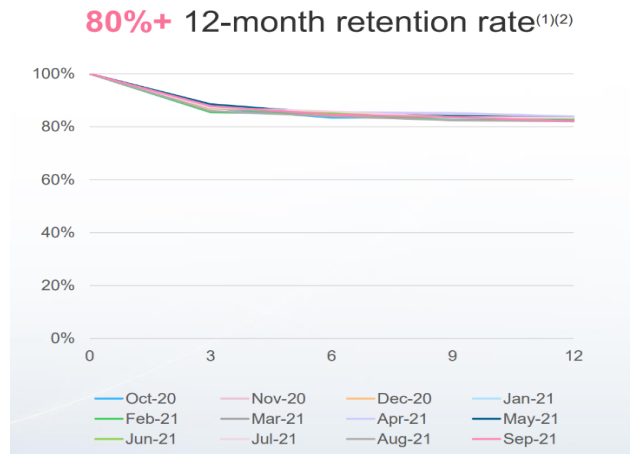
B站的用户具有较强的粘性, 存量用户基本盘较为稳健。2022年6月B站官方数据显示, 13年前首批正式会员留存率达65%; 截至22Q3, 通过100道社区考试答题的正式会员的第十二个月留存率达82%, 连续4年超80%。

图表 46 20Q3-22Q2 B站正式会员第12月留存率



资料来源：公司官方微信公众号，华安证券研究所

图表 47 20.10 -21.09 正式会员 0-12 个月的留存率



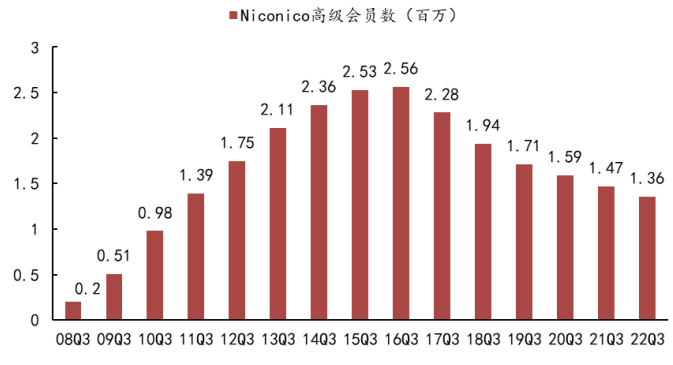
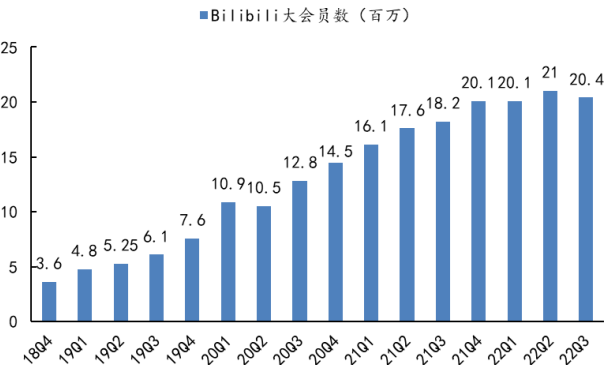
资料来源：哔哩哔哩 IR PPT，华安证券研究所

高用户粘性有望持续保持。我们复盘了B站和N站的发展历程，发现N站付费会员数自16Q3到达顶峰后开始逐年流失，而B站的付费会员数则稳步增长，这说明并不是二次元内容使得B站具有较高的用户粘性，而是因为B站的用户运营模型较为有效，因此，即使后续B站继续进行内容破圈，在良好社区氛围和高效运营模型的作用下，高用户粘性有望保持。

图表 48 B站与N站付费会员数及打法对比

- 内容侧：**B站并未将平台内容限于二次元，而是根据用户反馈不断开辟新的内容分区，吸引新的用户和创作者进入平台。B站番剧区的播放量逐渐被游戏区、生活区、娱乐区等专区超越，B站逐渐成为综合性视频平台
- 设备侧：**B站于2012年推出移动端，移动端APP采用双列视频展示形式，能同时展示更多元的内容，不仅提高了内容容错率，也提高了用户查找兴趣内容的效率

- 内容侧：**Niconico自创立以来一直是垂直ACG视频平台，内容一直限于二次元，没有破圈
- 设备侧：**Niconico移动端系统优化较差，会出现动画观看卡顿、无法正常观看相关问题。2016年由于移动端用户体验较差，Niconico的移动端利用率与PC端几乎相同，而YouTube等视频平台的移动端利用率显著高于PC端，直至2018年Niconico才加大投资改善移动端用户观看体验



- 创作者激励侧：**2016年B站便推出充电计划，让UP主通过“为TA充电”功能获得收入；2018年B站推出悬赏计划和创作激励计划，UP主可通过在视频下方挂广告或商品获取收益；2019年，B站推出“好奇心计划”，对知识创作者进行扶持
- 变现侧：**B站在发展初期大量依赖游戏业务获得收入，中后期大力发展其它业务。如今B站游戏、增值、广告业务齐头并进，收入结构更加多元

- 创作者激励侧：**Niconico没有给与创作者足够重视，创作者上传高清内容要进行付费，此外Niconico也没有付费鼓励创作者创作。YouTube等网站的引流给N站在创造与观看两端造成了巨大冲击，这也使得2015后Niconico付费会员数量大幅下降
- 变现侧：**Niconico的商业模式受到一定限制。日本游戏主要以有线电视作为渠道推广，网络宣发比重较小，且Niconico在其中没有议价权，因此Niconico主要依赖高质量视频吸引会员付费的手段来获得收入，收入结构相对单一

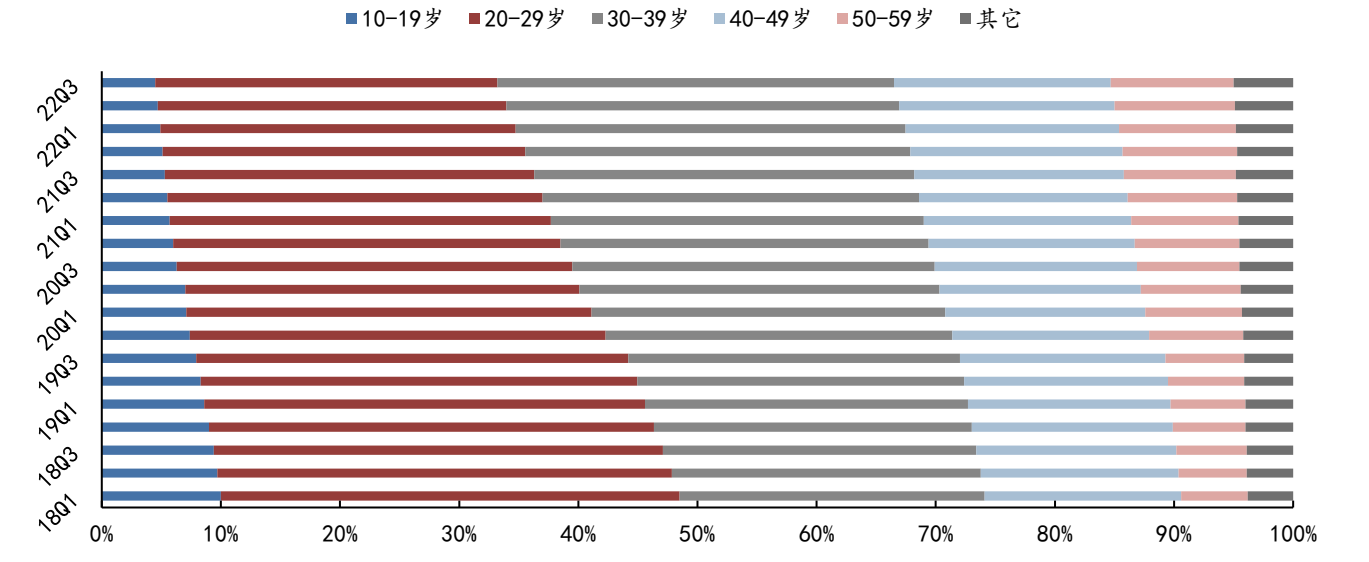
资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

2. 增量用户能否持续增加？

仍有向高年龄段破圈的空间，增量用户空间广阔。Questmobile 数据显示，B站30岁以上用户占比由20年1月的11.2%提升至22年12月的

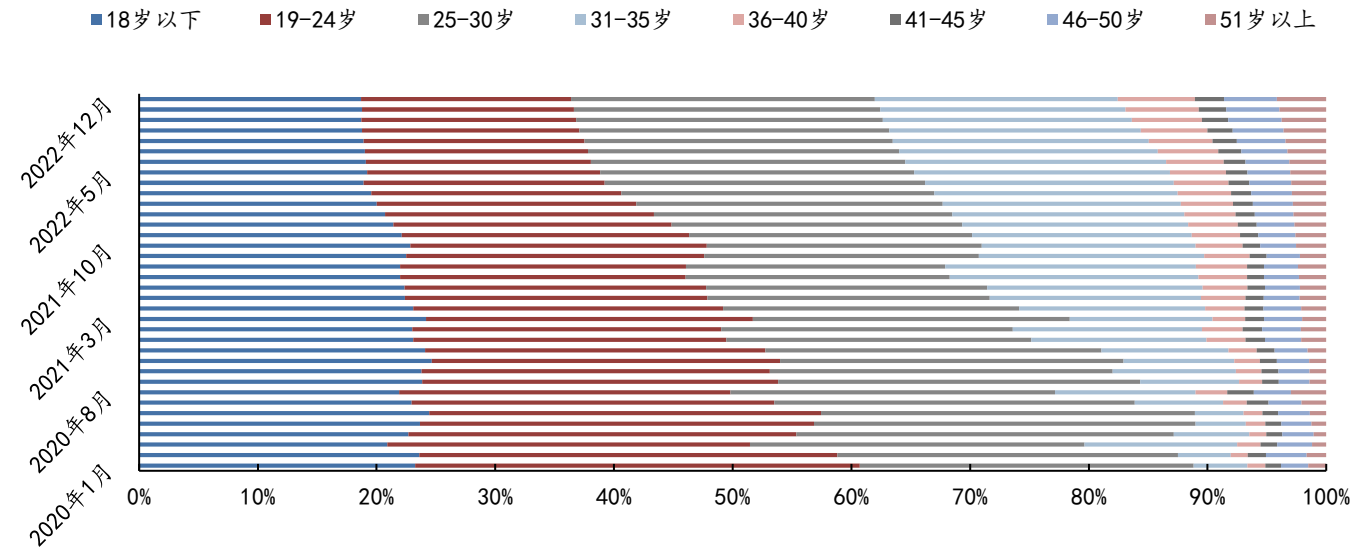
38.0%；18Q1-22Q3 N站30岁以上用户占比由18Q1的51.5%提升至22Q3的66.8%。虽然日本具有较为浓厚的二次元文化，但是N站内容较为单一，而B站内容却逐渐多元化，不断丰富适合各段年龄用户的内容，因此我们认为N站用户年龄结构或许对于B站年龄结构的终局具有一定参考意义，25年B站30岁以上用户占比有望达45.5%。

图表 49 N站用户年龄结构



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

图表 50 B站用户年龄结构



资料来源：Questmobile，华安证券研究所整理

图表 51 2020-2025 年各年龄段移动互联网用户测算 (百万人)

年龄段	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12
18 岁以下	144.92	147.28	147.15	148.52	149.33	149.76
19-24	118.39	112.19	108.26	107.73	106.74	105.43
25-30	166.58	160.19	153.51	153.77	153.42	152.64
31-35	144.23	138.95	130.94	130.81	130.14	129.10
36-40	125.11	118.76	112.82	112.37	111.44	110.19
41-45	118.51	114.77	111.74	114.93	117.76	120.33
46-50	100.20	104.45	123.62	130.69	137.44	144.00
51 岁+	240.38	276.96	312.06	322.57	331.97	340.71
总计	1158.44	1173.54	1200.22	1221.40	1238.23	1252.14
移动互联网渗透率	82.0%	83.1%	85.0%	86.5%	87.7%	88.7%

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所测算

图表 52 2020-2025 年 B 站对各年龄段移动互联网用户的渗透率

年龄段	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12
18 岁以下	30.9%	36.3%	44.8%	49.8%	52.8%	55.8%
19-24	45.0%	52.2%	60.7%	66.7%	69.7%	72.7%
25-30	31.6%	38.2%	46.7%	52.7%	55.7%	58.7%
31-35	13.8%	34.2%	43.2%	49.2%	52.2%	55.2%
36-40	3.5%	8.8%	15.8%	21.8%	25.8%	29.8%
41-45	2.4%	3.4%	9.4%	15.4%	19.4%	23.4%
46-50	5.2%	7.7%	11.7%	15.7%	19.7%	23.7%
51 岁+	1.2%	2.4%	4.9%	7.4%	9.9%	12.4%
总渗透率	16.0%	21.3%	26.5%	30.9%	33.8%	36.6%

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所测算

图表 53 2020-2025 年 B 站各年龄段用户规模测算 (百万人)

年龄段	2020.12	2021.12	2022.12	2023.12	2024.12	2025.12
18 岁以下	44.76	53.51	65.97	74.01	78.90	83.61
19-24	53.25	58.51	65.66	71.80	74.34	76.60
25-30	52.58	61.18	71.68	81.03	85.44	89.59
31-35	19.92	47.54	56.59	64.38	67.95	71.28
36-40	4.37	10.47	17.84	24.51	28.77	32.85
41-45	2.82	3.95	10.55	17.74	22.89	28.20
46-50	5.18	7.99	14.41	20.46	27.01	34.06
51 岁+	2.90	6.67	15.32	23.90	32.89	42.28
总计	185.80	249.83	318.01	377.84	418.20	458.47
<i>yoy</i>		<i>34.5%</i>	<i>27.3%</i>	<i>18.8%</i>	<i>10.7%</i>	<i>9.6%</i>

资料来源: Questmobile, 华安证券研究所测算

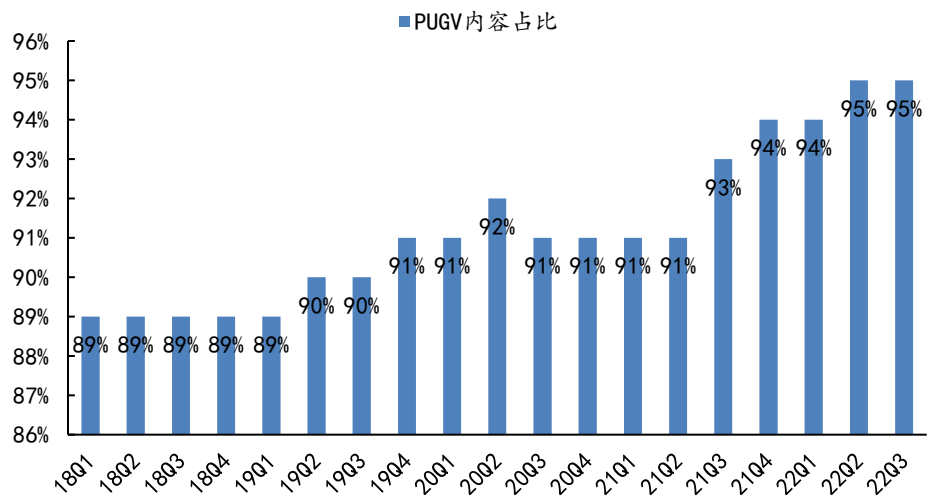
3 内容分析：PUGV+OGV 双线并进，从 ACG 到多垂类泛娱乐内容多点开花

B 站内容按照形式分，可分为 PUGV 和 OGV，其中 PUGV 是 B 站内容生态的基石，而 OGV 则是 PUGV 重要的素材来源。

3.1 PUGV：是 B 站内容生态的基石，内容、形式逐渐多样化

PUGV（专业用户生成视频）指的是具有创意及一定专业制作和编辑能力的用户生成的视频。PUGV 种类不断多样化，截至 22 年 12 月，PUGV 已有 34 个内容分区，截至 22Q2，B 站已形成 70000+ 个核心圈层，200+ 万个文化标签；同时，PUGV 内容播放量也不断增长，22Q3 PUGV 内容播放量占比高达 95%。

图表 54 18Q1-22Q3B 站 PUGV 内容的播放量占比



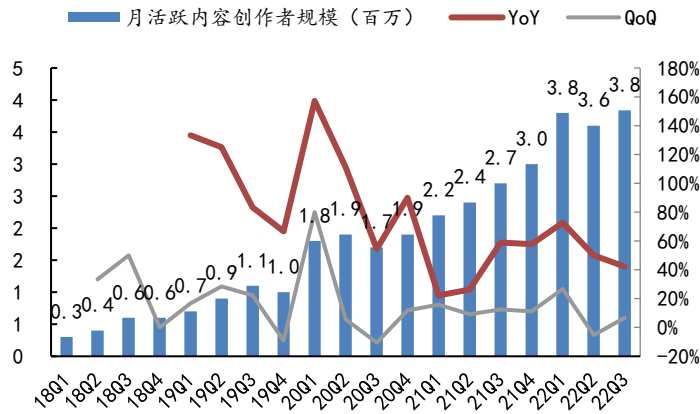
资料来源：公司官微，华安证券研究所

注：PUGV 内容的播放量包括 story mode 的播放量

为创作者搭建舞台是 B 站的使命之一。B 站成立至今已有 13 年，却始终被认为是一个年轻且充满朝气的产品，这是因为 B 站每年都会成长出新 UP 主，这些 UP 主又会带来充满创意新的内容，正是这些新内容，给 B 站用户带来惊喜，让越来越多的新用户加入到 B 站。B 站 CEO 在知乎上的专栏中提到，B 站有三大使命，其中就包括为创作者搭建一个舞台，让优秀的创作者能够在这个舞台上施展自己的才华。

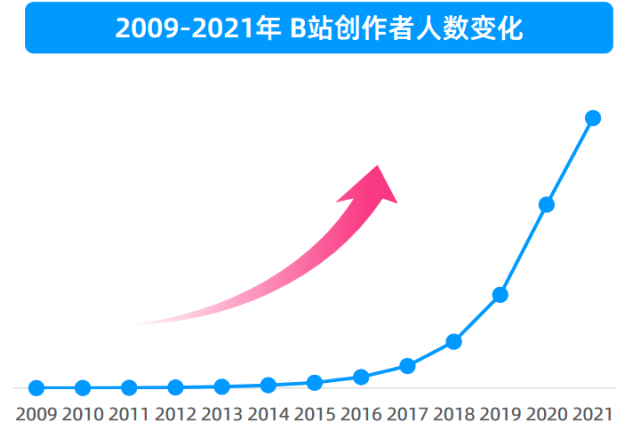
2022 年 B 站创作者人数、投稿规模均保持高速增长，同比增速均在 40% 以上。2016-2021 年 B 站创作者人数呈指数型增长，2022Q3 活跃内容创作者规模达 380 万；2022 年各季度月均投稿规模同比增速均保持在 50% 以上，2022Q3 月均投稿规模达 1560 万，可见 B 站对创作者的吸引力不断提升，UP 主创作热情不断上涨。

图表 55 哔哩哔哩月活跃内容创作者规模及同环比



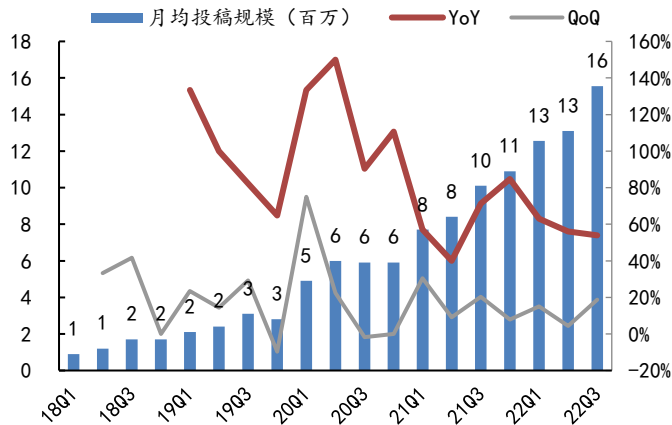
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 56 2009-2021 哔哩哔哩创作者人数变化



资料来源：《2021B站创作者生态报告》，华安证券研究所

图表 57 哔哩哔哩月均投稿规模及同环比



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 58 哔哩哔哩 UP 主投稿视频播放量



资料来源：《2021 B站创作者生态报告》，华安证券研究所

B站创作内容日趋多元，PUGV内容也呈破圈式发展。从2018-2021年B站百大UP主的分区分布变化可看出各垂类内容的发展趋势——2018年百大UP主中游戏区、音乐区、鬼畜区UP合计占比在50%以上，到2021年，百大UP主中各区分布趋于均衡，游戏区、知识区、美食区、音乐区和生活区UP主数较多，居前五名；四年间游戏区UP主数量减半，而知识区UP主数量快速上升，美食区、生活区UP主数量保持稳定。总体来看，B站的二次元属性正不断减弱，知识区、美食区和生活区创作者受到了越来越多的关注。

图表 59 2018-2021 哔哩哔哩百大 UP 主所处分区

	百大UP主数			
	≥10	5≤UP主数<10	2≤UP主数<5	0≤UP主数<2
	2018	2019	2020	2021
游戏区	26	26	19	14
音乐区	14	生活区 17	知识区 16	知识区 12
鬼畜区	11	美食区 13	美食区 12	美食区 10
美食区	9	鬼畜区 9	生活区 11	音乐区 10
时尚区	8	科技区 6	动画区 6	生活区 9
生活区	8	音乐区 5	影视区 6	科技区 7
影视区	5	知识区 4	鬼畜区 5	动画区 6
动画区	5	动画区 4	音乐区 5	影视区 6
其他	4	时尚区 4	时尚区 4	时尚区 6
舞蹈区	3	影视区 4	舞蹈区 4	其他 5
科技区	3	其他 3	科技区 3	萌宠区 4
知识区	1	舞蹈区 2	运动区 3	鬼畜区 3
运动区	1	萌宠区 1	其他 3	运动区 3
虚拟区	1	运动区 1	萌宠区 2	虚拟区 3
萌宠区	1	虚拟区 1	虚拟区 1	舞蹈区 2

资料来源：哔哩哔哩官微，华安证券研究所整理

B 站为创作者提供了从创作到变现全过程的支持。在创作阶段，新人 UP 可在创作学园学习如何创作视频，B 站为创作者提供创作工具必剪、版权保障和资源支持；在商业变现阶段，B 站不断为创作者丰富商业化渠道。UP 主商业变现渠道主要包括商单对接、收益分成和用户打赏，商单对接通过 B 站自主研发的花火平台实现，UP 主接受创作任务，创作植入视频以获得收益；收益分成主要通过悬挂广告实现，UP 主可根据曝光量或购买量获取分成；此外，UP 主还可通过收取直播礼物和充电获得收入。

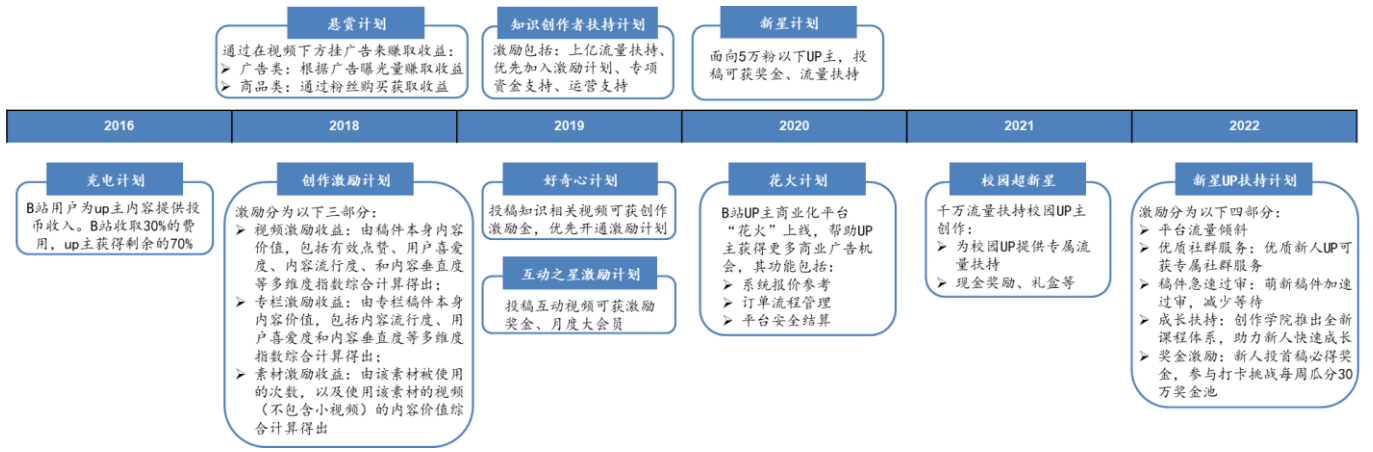
图表 60 哔哩哔哩对 UP 主的支持



资料来源：哔哩哔哩，华安证券研究所整理

B 站持续推出各项计划鼓励 UP 主创作、丰富创作者的变现方式。2016 年，B 站推出充电计划，UP 主可通过“为 TA 充电”功能获得收入；2018 年推出悬赏计划和创作激励计划，UP 主可通过在视频下方挂广告或商品获取收益；2019 年，B 站推出“好奇心计划”，对知识创作者进行扶持；2020 年，UP 主商业化平台“花火”上线，UP 主可在此平台上对接广告主获取商单收入；2020-2022 年，B 站持续推出各类新星计划扶持新人 UP 主，吸引更多人入驻 B 站成为 UP 主。

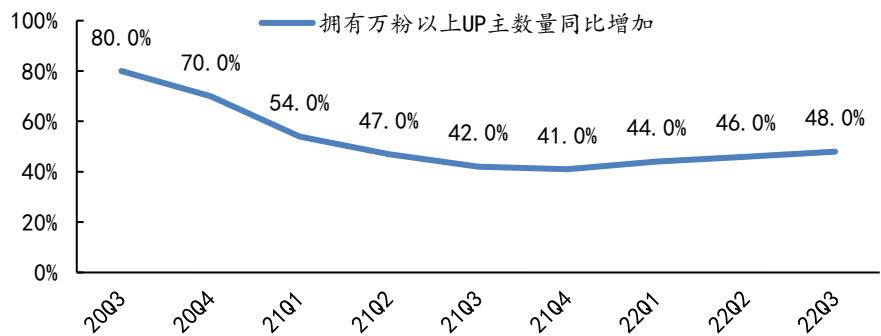
图表 61 哔哩哔哩对 UP 主的主要激励计划



资料来源：哔哩哔哩官网，华安证券研究所整理

在 B 站各项政策的鼓励下，22Q3 拥有万粉以上 UP 主数量同比增加 48%；22Q3 有超过 125 万 UP 主获得收入，同比增长 74%，占活跃创作者数量的 45%；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%。

图表 62 20Q3-22Q3 B 站拥有万粉以上 UP 主数量同比增加



资料来源：哔哩哔哩官微，华安证券研究所整理

随着用户的成长，B 站的使用场景不断拓宽。随着年龄的增长，越来越多的 B 站用户奔向社会，拼搏职场，因此在游戏、音视频等兴趣消费场景之外，B 站增加了更多实用性消费场景。2020 年生活区成为创作者人数最多的分区，创作人数破 700 万；2021 年职场内容兴起，1.48 亿人在 B 站观看职场内容，职场相关视频播放量同比增长 91%；2022 年生活消费类内容大幅增长，B 站汽车区月均播放量增长率达 95%，70%+的用户把 B 站作为“选品”基地。

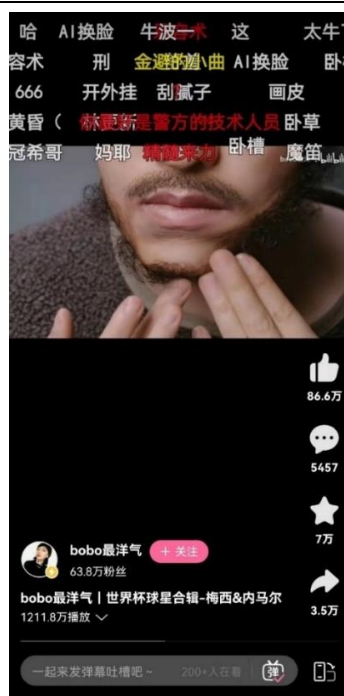
B 站 PUGV 形式丰富，中视频、短视频、直播共同构成 PUGV 内容生态。B 站 PUGV 原以中视频和直播为主，后来逐步开始探索竖屏短视频业务：B 站于 2021 年底正式推出了 Story Mode，并于 2022 年 4 月开启了该模式的商业化进程。该模式早期是以一定的频率在 APP 推荐界面中出现，由于 Story Mode 可以实现发送弹幕、点赞、留言、投币、收藏和转发等互动操作，故 Story Mode 可通俗的理解为“弹幕短视频”。

图表 63 B 站 story mode 会随机出现在双列信息流中



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

图表 64 story mode 视频界面



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

随着 Story Mode 的发展，B 站逐步增加了 Story Mode 的入口，目前已有三个主要入口：(1) 点击推荐视频中下方有“竖屏”标识的视频；(2) 已登录状态下点击左上角的头像；(3) 在普通播放模式下，点击竖屏播放的按钮。

图表 65 story mode 模式的入口

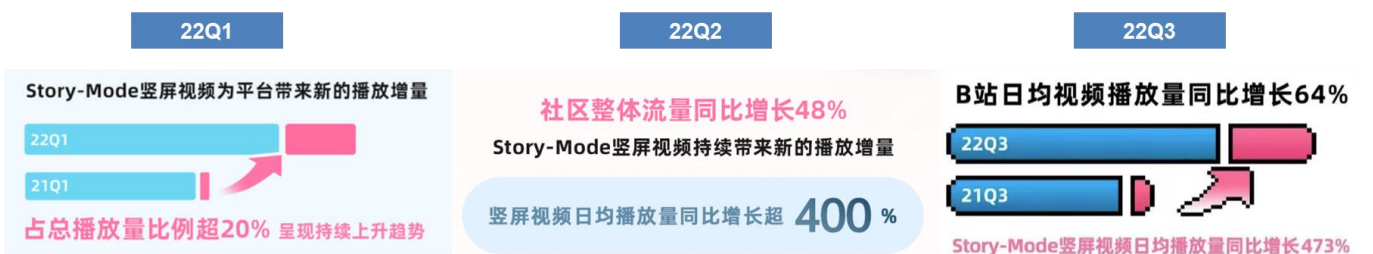


资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

Story Mode 上线后，播放表现优异。22Q1 Story Mode 占总播放量占比超 20%，Story Mode 对日活跃用户的渗透率超 20%，点赞比例达到 30%，eCPM（每千次展示广告收入）也高于其他视频场景；22Q2 社区总播放量同比增长 82.4%，原 PUGV 播放量同比增长 53%，Story Mode 播放量同比增长 400%+；22Q3 Story Mode 播放量同比增长 473%。展望未来，B 站不会变成一个短视频产品，Story Mode 不会改变 B 站原有的 PUGV 生态，而是会变成生态的一个亮点，成为 B 站生态的一部分。

Story Mode 是 B 站多场景、多品类的策略体现。Story Mode 对原有 B 站生态进行了补充，一来它满足了用户碎片化时间的消费需求；二来它对于低活跃用户起到了有效的促活作用，之前这些用户可能认为 B 站视频时间较长，或者存在审美门槛，Story mode 则起到了让他们适应 B 站的过渡作用；三来 Story Mode 也为 UP 提供了新的涨粉方式，22Q2 达到百万粉的 UP 主中有 60% 受益于 Story Mode。

图表 66 22Q1-22Q3 Story Mode 播放表现

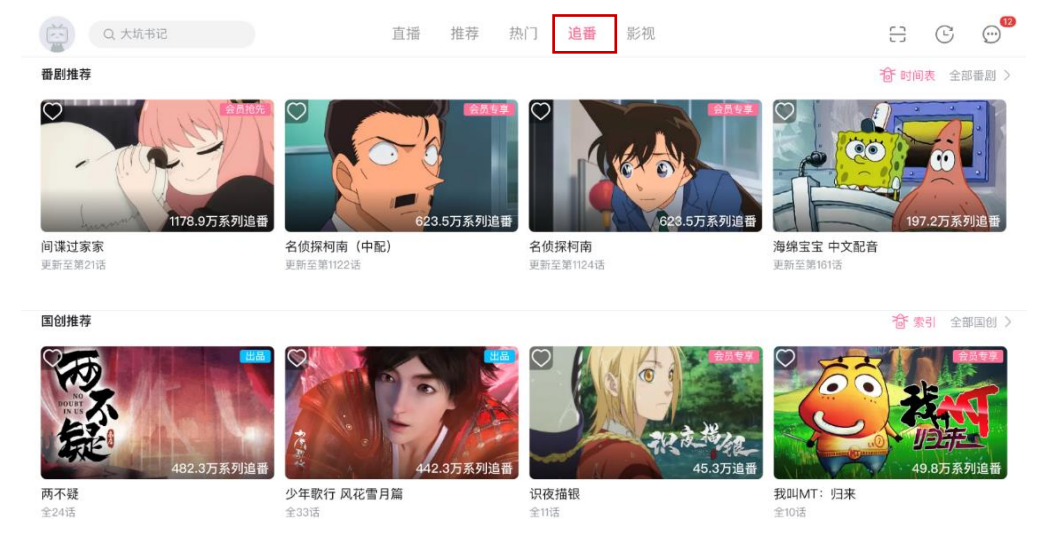


资料来源：哔哩哔哩官微，华安证券研究所

3.2 OGV：是 PUGV 重要的素材来源，包括六大垂类

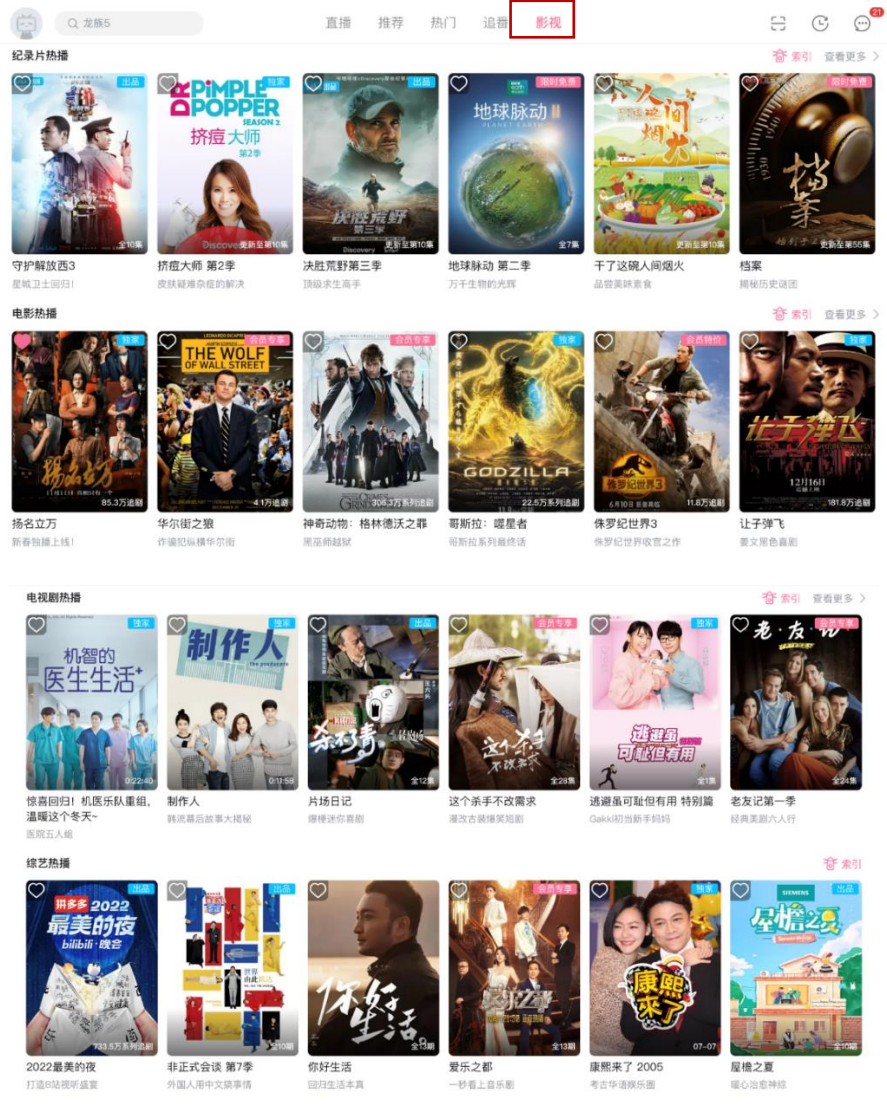
OGV（专业机构生成视频）指的是哔哩哔哩制作或联合制作的内容以及向第三方制作公司购买的授权内容，与 PUGV 类似，B 站的 OGV 垂类也在不断丰富，截至 22 年 12 月，已包括番剧（日本动画）、国创（中国动画）、剧集、电影、综艺、纪录片六大种类。

图表 67 追番区包括番剧和国创



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

图表 68 影视区包括剧集、电影、综艺和纪录片

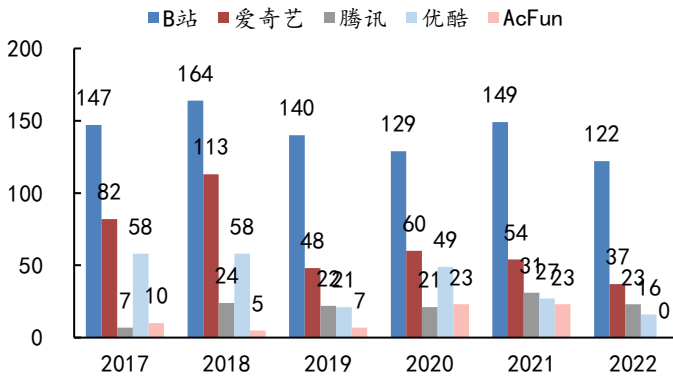


资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

3.2.1 番剧：B站的内容起点，番剧版权数量行业领先

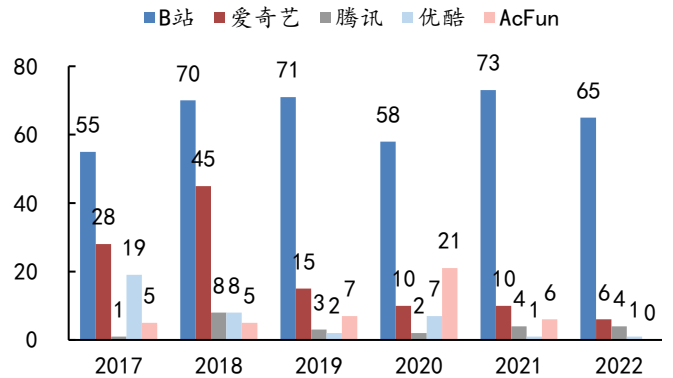
番剧是B站最早的文化标签，B站购买的首部正版OGV内容便是2014年购入的动画《每度！浦安铁筋家族》；2015年在华人文化基金和腾讯产业文化基金等领投的A、B轮融资的支持下，B站逐渐成为番剧采购大户；2017-2022年，B站新番购买数量、新番独播数量均连续六年稳居第一，且远超其他平台。

图表 69 2017-2022 视频平台新番购买数量



资料来源：新浪微博@Hazx 君，华安证券研究所

图表 70 2017-2022 视频平台新番独播数量



资料来源：新浪微博@Hazx 君，华安证券研究所

图表 71 哔哩哔哩播放量 TOP 10 番剧作品

名称	开播时间	播放量(亿)	是否完结	集数	集均播放(万)	是否 B 站出品	是否 B 站独播	是否大会内容
鬼灭之刃	2019/4/7	9.1	是	26	3500	否	是	是
名侦探柯南 (中配)	1996/1/8	8.1	否	1122	72	否	否	是
名侦探柯南	1996/1/8	7.9	否	1124	70	否	否	是
咒术回战	2020/10/3	7.6	是	24	3167	否	否	是
间谍过家家	2022/4/9	6.2	否	22	2818	否	否	是
JOJO 的奇妙冒险 黄金之风	2018/10/6	5.1	是	39	1307	否	是	是
国王排名	2021/10/15	5.0	是	23	2174	否	是	是
关于我转生变成史莱姆这档事	2018/10/2	4.4	是	29	1517	否	否	是
OVERLORD	2015/7/7	4.4	是	13	3384	否	是	否
OVERLORD III	2018/7/10	4.2	是	13	3230	否	是	否

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

注：数据截至 2023.01.06

3.2.2 国创：原创 IP 引领中国创造，B 站与国创有个十年之约

2017 年 3 月，B 站国创专区正式成立；同年 11 月，B 站首次公开“哔哩哔哩国创支持计划”，从投资、运营和商业开发等多个层面，全流量支持国产动画。

2018 年 B 站共上线 86 部国创作品，同比增加 37%，对国创市场的重视也让 B 站迅速圈住了一批用户，2018 年 B 站国创区的总播放 24.5 亿，同比增长 50%，用户总时长达 2.6 亿小时，有 19 部国产动画作品接入大会员体系，成功建立起国产动画付费观看的概念；2018 年 B 站举办首届国创发布会上，发布 24 部国创作品。

2019 年 B 站推出“小宇宙新星计划”，扶持行业新人；根据哔哩哔哩 2019-2020 国创动画作品发布会，2019 年 B 站国创数量（104 部）接近日本番剧数量（110 部），国创分区用户总时长同比增加 125% 达 3 亿+小时，

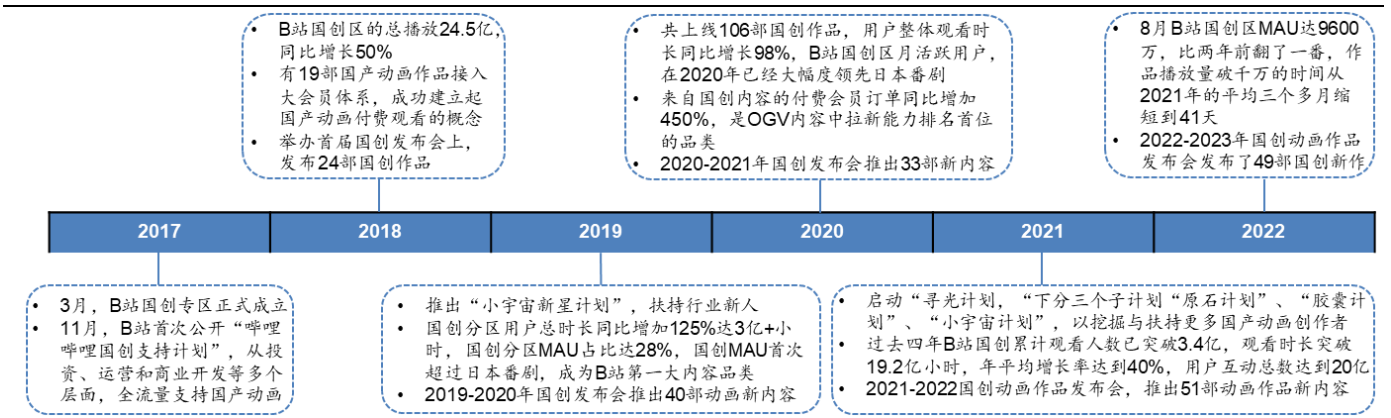
国创分区 MAU 占比达 28%，国创 MAU 首次超过日本番剧，成为 B 站第一大内容品类，国创、番剧、纪录片、电影依次为 B 站前四大专业内容品类；2019-2020 年国创发布会推出 40 部动画作品新内容。

2020 年 B 站共上线 106 部国创作品，用户整体观看时长同比增长 98%，B 站国创区月活跃用户，在 2020 年已经大幅度领先日本番剧；2020 年来自国创内容的付费会员订单同比增加 450%，是 OGV 内容中拉新能力排名首位的品类；2020-2021 年国创发布会推出 33 部新内容。

2021 年，B 站启动“寻光计划”，“下分三个子计划“原石计划”、“胶囊计划”、“小宇宙计划”，以挖掘与扶持更多国产动画创作者；过去四年里，B 站国创的累计观看人数已突破 3.4 亿，观看时长突破 19.2 亿小时，年平均增长率达到 40%，用户互动总数达到 20 亿；2021-2022 国创动画作品发布会，推出 51 部动画作品新内容，同时，李旎在演讲中将 2018 年 B 站提出的国创口号 Made for China，改成 Made for Global，“成为全球流行的文化产品，是国创与生俱来的理想”。

2022 年 8 月，B 站国创区 MAU 达 9600 万，比两年前翻了一番，作品播放量破千万的时间从 2021 年的平均三个多月缩短到 41 天；2022-2023 年国创动画作品发布会发布了 49 部国创作品新内容。

图表 72 国创区发展历程



资料来源：哔哩哔哩历年国创发布会，华安证券研究所

图表 73 哔哩哔哩 2022-2023 国创动画发布会片单

名称	出品方	名称	出品方
三体	B 站、三体宇宙、艺画开天	临渊行	B 站
胶囊计划 2	B 站	虚无边境	B 站、咏声动漫
傲视九重天	B 站	四格勇士	B 站
绝顶 2 梦境篇	B 站、有狐文化	今天的晚餐就是你	B 站
披着狼皮的羊	B 站	无脑魔女	B 站
异人君莫邪	B 站、阅文动漫	洪荒志之青丘之劫云	B 站、万维猫动画
镇魂街 第三季	B 站	凡人修仙传 第三季	B 站、猫片、原力动画
七侯笔录	B 站	永生之十年之约	B 站
剑网 3·侠肝义胆沈剑心第三季	B 站、西山映画、声影动漫	山海际会	B 站、虚拟影业
百妖谱 司府篇	B 站	怪兽小馆	B 站、时七羽墨
她不当女主很多年	B 站	雾山五行 犀川幻紫林	B 站、六道无鱼、好传动画
大道朝天	B 站	完美至尊	B 站、福煦影视

区区不才，在下野怪	B 站	回铭之烽火三月	B 站、万维猫动画
怪想售	B 站、ID 灵龙	新·异常生物见闻录：序	B 站
无聊就完结	B 站	小绿和小蓝 第二季	B 站、腾讯动漫
反派初始化	B 站	咸鱼哥 第二季	B 站、717 动画
不死不灭	B 站、万维猫动画	飞吧！篮球	B 站
一世之尊	B 站、万维猫动画	女神有点灵	B 站
寡人无疾	B 站、万维猫动画	戏精宿舍	B 站、网易文创
大道独行之蝶龙变	B 站、万维猫动画	汉化日记 第四季	B 站、艾尔平方
关喵什么事	B 站、一间宇宙	仙王的日常生活 第四季	B 站
时光代理人 第二季	B 站、哔哩	爱上她的理由	B 站
凸变英雄 X	B 站	亏成首富从游戏开始	B 站、阅文动漫
火凤燎原	B 站、创梦文娱	正经少主的幸福生活	B 站
十方武圣	B 站		

资料来源：哔哩哔哩 2022-2023 国创动画作品发布会，华安证券研究所

国漫领域政策暖风频吹，中国动漫产业总产值突破 2200 亿。国家接连出台政策大力支持中国动漫的发展；政策支持带来的供给爆发叠加国漫需求的繁荣，中国动漫茶叶蓬勃发展，艾瑞咨询数据显示，2020 年中国动漫产业总产值已突破 2200 亿。

图表 74 2020 年以来国漫领域支持性政策

时间	名称	部门	政策内容
2020.8	《关于印发北京、湖南、安徽自由贸易试验区总体方案及浙江自由贸易试验区扩展区域方案的通知》	国务院	要求中国（北京）自由贸易试验区打造国际影视动漫版权贸易平台，探索开展文化知识产权保险业务，做强“一带一路”文化展示交易馆
2021.6	《“十四五”文化产业发展规划》	文旅部	提升动漫产业质量效益，以动漫讲好中国故事，生动传播社会主义核心价值观，增强人民特别是青少年精神力量；打造一批中国动漫品牌，促进动漫“全产业链”和“全年龄段”发展；发展动漫品牌授权和形象营销，延伸动漫产业链和价值链；开展中国文化艺术政府奖动漫奖评选
2021.6	《关于印发全民科学素质行动规划纲要（2021-2035 年）的通知》	国务院	实施繁荣科普创作资助计划；支持优秀科普原创作品；支持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康等重大题材开展科普创作；大力开发动漫，短视频、游戏等多种形式科普作品；扶持科普创作人才成长，培养科普创作领军人物。
2021.11	《“十四五”中国电影发展规划》	国家电影局	扶持优秀动画电影创作生产，扶持彰显中华民族精神和东方美学风格的动画电影，更好满足观众特别是广大青少年观影需求，教育引导青少年提高审美水平、树立文化自信。
2022.5	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	国务院	到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。到 2035 年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系，中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享

资料来源：华经产业研究院，观研天下，华安证券研究所整理

国创未来会成为国内文化消费市场的主流，但 B 站的目标并不停留于国内文化消费市场。自 2020 年开始，B 站已有 24 部作品在世界范围各地区上线；2021 年，NETFLIX、Funimation、Sony Music Solutions、Aniplex 等公司首次购买了《天官赐福》、《时光代理人》等国创作品版权。B 站旨在推动国产动画成为亚洲动画的中心，在产量、用户规模上都可以取得领先的成绩。“我们希望到 2024 年之后，B 站能够扶持跟见证新的中国动画超级英雄跟超级作品的诞生，只有拥有了我们自己的动画超级英雄，才具备了向全球市场持续输出优秀作品跟文化的能力。”

国创质量连年攀升，中国故事为动画注入想象空间。近年来，具备中国文化特色的国创内容在口碑与热度上显著提升，大量国漫获得 B 站用户的喜爱。其中灵笼等头部国创单集播放量超过 3,000 万，已逼近头部日番的单集播放量水平，验证了国创动画对于观众的吸引力。

图表 75 哔哩哔哩播放量 TOP 10 国创作品

名称	开播时间	播放量(亿)	是否完结	集数	集均播放(万)	B 站出品	B 站独播	是否大会员内容
开心锤锤	2020.12.31	25.3	否	446	567	否	否	否
我是不白吃	2019.7.31	14.4	否	503	286	否	否	否
凡人修仙传	2020.7.25	13.4	是	123	1089	是	是	是
小品一家人	2018.6.1	9.4	否	177	531	否	否	否
狐妖小红娘	2015.6.26	7.8	否	104	750	否	否	否
奶龙	2022.1.1	7.2	否	200	360	否	否	否
小魔美食大百科	2022.7.1	6.5	否	220	295	否	是	否
王者?别闹!	2017.6.3	6.3	否	51	1235	否	否	否
元气食堂	2020.5.5	5.7	否	222	257	否	否	否
灵笼	2019.7.13	5.7	是	18	3167	是	是	是

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

注：数据截至 2023.01.06

布局产业链上游，加码原创动画开发。B 站已成为国内最具内容输出能力的视频平台之一，积极对产业链上游的 ACG 领域公司进行投资，据不完全统计，截至 2023 年 1 月 6 日 B 站已投资 70 家 ACG 领域公司，包括灵樾文化、七灵石、艾尔平方、哆啦哔梦等，这些动画公司在 B 站国创发布会上均有原创作品展列。

图表 76 2018 年以来哔哩哔哩对国创产业上下游的投资

被投资公司	投资比例	时间	主营业务	被投资公司	投资比例	时间	主营业务
北京时之砂	100%	2022.7.8	游戏	中影年年	16%	2021.1.6	动漫
成都双碧堂	49%	2022.6.29	游戏	分子互动	5%	2021.1.20	动漫
上海炎魔网络	25%	2022.1.12	游戏	非凡大陆	22.4%	2021.1.31	动漫
北京白纸文化	15%	2022.3.14	动漫	禾于文石	20%	2021.3.14	动漫
龙拳风暴科技	4%	2022.2.21	游戏	初色动画	22.32%	2021.5.24	动漫
北京漫游谷	11%	2022.3.15	游戏	艺画开天	30.01%	2021.5.25	动漫
广州魔爆网络	100%	2022.3.25	动漫游戏	幻维数码	/	2021.6.17	动漫
心源互动	100%	2022.2.7	游戏	万维猫动画	10%	2021.9.9	动漫
声影动漫	10%	2021.12.9	动漫	知行合一动漫	10%	2021.9.16	动漫

多萝西	25%	2021.12.23	动漫	爆裂社动漫	20%	2021.11.3	动漫
绘梦动画	100%	2021.1.5	动漫	四月星空(有妖气)	100%	2021.11.19	动漫
氩闪	25%	2021.12.23	动漫	空在社科技	20%	2021.5.17	游戏
洛斯特	20%	2021.1.11	游戏	子皿力网络	25%	2021.5.28	游戏
东极六感	10%	2021.2.4	游戏	Yahaha	/	2021.6.25	游戏
天空盒科技	18%	2021.2.23	游戏	画眉互娱	/	2021.6.29	游戏
心动公司	4.72%	2021.4.1	游戏	猫树网络	10%	2021.6.30	游戏
衍光网络	30%	2021.4.1	游戏	终极幻境	18%	2021.7.16	游戏
青瓷数码	3.37%	2021.4.22	游戏	布好网络	30%	2021.8.3	游戏
中手游	7.15%	2021.4.29	游戏	锋行游戏	15%	2021.8.17	游戏
幻魔寺游戏	15%	2021.8.23	游戏	墨比努斯	20%	2021.11.25	游戏
山百合文化	15%	2021.9.1	游戏	心光流美	5%	2021.12.8	游戏
摸鱼互动	25%	2021.11.1	游戏	掌派科技	32.94%	2020/5/11	游戏
上海摩都文化	20.00%	2020/1/10	衍生品	Access!	70%	2020/6/28	游戏
宝云科技	1.30%	2020/12/29	影视	时之砂	16.67%	2020/8/25	游戏
众沃文化	5%	2020/12/14	电竞	猫之日	20%	2020/9/9	游戏
北京理想乡网络	25%	2020/4/30	游戏	光焰网络	15%	2020/9/24	游戏
艾漫(上海)动漫设计	10.06%	2020/12/15	线下.主题店	艺画开天	7.45%	2020/11/4	动画制作
美摄网络	7.07%	2020/12/6	音视频技术提供商	杭州就有了光	20%	2020/10/28	媒体
大鹅文化	3%	2020/12/22	电竞直播	上海影之月	16.75%	2020/8/13	游戏
美摄科技	7.07%	2020/12/8	视频图像处理	北京绮心科技	15%	2020/5/14	绘画平台
北京瞳浦文化	8%	2020/12/7	动画制作	北京千跃网络	9.85%	2020/6/11	软件游戏
平塔科技	12%	2020/9/10	AR/VR 影视	ACTOYS	100%	2020/8/18	衍生品
上海青豆结冰	5.35%	2019/4/22	脱口秀节目	灵樨文化	23.53%	2019/1/23	动画制作
武汉兑鹿科技	2.11%	2004/11/19	互联网社区	艾尔平方	7.32%	2018/12/19	动画制作
七翎石	2.00%	2019/3/12	动画制作	福煦影视	8%	2019/12/28	动画制作

资料来源: GameLook, 雷报 Pro, 三文娱, 华安证券研究所整理

B 站还以 IP 为源头, 链接产业内合作伙伴, 将国创 IP 连接产业内的合作伙伴, 将国创 IP 变成游戏影视线下主题空间等内容。在苏州同里古镇化身为《两不疑》的故事场景, 成为粉丝的打卡圣地;《时光代理人》被改编成主题密室和剧本杀, 目前国创实现了 300 余个动画授权项目的落地, 预计 22 年国创作品总收入将累计超过 20 亿。

图表 77 《两不疑》故事场景苏州同里古镇



资料来源：百度百科，华安证券研究所

图表 78 《时光代理人》IP 本《时间里的回声》



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

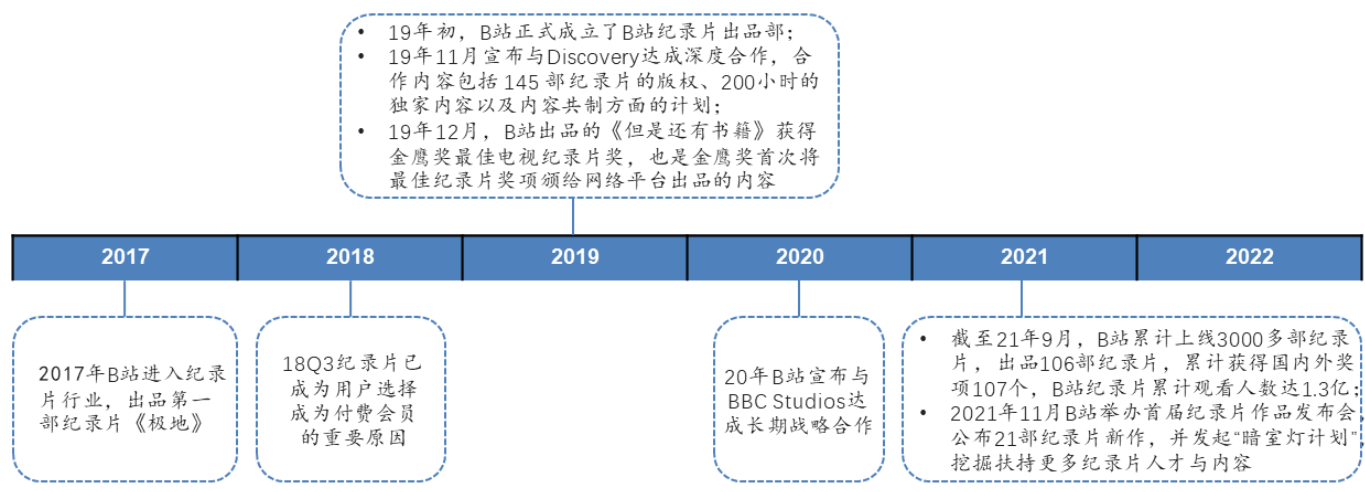
3.2.3 纪录片：B 站知识内容的旗帜，更是 B 站作为文化品牌的核心拼图

学习和知识视频正在 B 站兴起，Z 世代正在推动互联网内容从娱乐化走向知识化。由于具备较高的审美门槛，纪录片的用户群体以中坚阶层为主，具备学历高、收入高等特点，早在 2019 年发布的《中国纪录片发展研究报告》便已指出，90 后和 00 后已经成为当前纪录片的主要受众群体，而我们上文分析过的 B 站用户画像正是普遍接受过良好的教育、物质条件优越、愿意为优质内容付费的年轻人，他们对高质量知识内容的追求，推动了 B 站泛知识内容的迅速增长。截止 2021 年 6 月，B 站知识内容在 PUGV 视频总播放量中的占比达 49%，其中科学科普类内容同比增长达到了 1994%；2021 年有 1.83 亿用户在 B 站学习，是中国在校大学生数量的近 4.5 倍。见识知识、学习知识甚至发挥知识，已在 B 站成为趋势，而这是其它内容平台所不具备的特征。

具备知识性和较高审美门槛的纪录片在 B 站健康发展，供给和消费均持续增长。2017 年 B 站进入纪录片行业，出品第一部纪录片《极地》；18Q3 纪录片便已成为用户选择成为付费会员的重要原因；2019 年初，B 站正式成立了 B 站纪录片出品部；19 年 11 月宣布与 Discovery 达成深度合作，合作内容包括 145 部纪录片的版权、200 小时的独家内容以及内容共制方面的计划；2019 年 12 月，B 站出品的《但是还有书籍》获得金鹰奖最佳电视纪录片奖，也是金鹰奖首次将最佳纪录片奖项颁给网络平台出品的内容；

2020年B站宣布与BBC Studios达成长期战略合作；截至2021年9月，B站累计上线3000多部纪录片，出品106部纪录片，累计获得国内外奖项107个，B站纪录片累计观看人数达1.3亿；截至2021年底，B站将有超过15部出品的纪录片登陆海外市场，同时，B站与BBC Studios、Discovery等海外厂牌的合作也在持续深入；2021年11月B站举办首届纪录片作品发布会，公布21部纪录片新作，并发起“暗室灯计划”，挖掘扶持更多纪录片人才与内容。

图表 79 B站纪录片发展历程



资料来源：哔哩哔哩 2021-2022 纪录片发布会，华安证券研究所

供给侧合作与自制双轮驱动，B具备持续提供高质量纪录片的能力，一方面，B站与央视、BBC、国家地理、NHK等国内外知名厂牌合作，引入《舌尖上的中国》、《绿色星球》等大量优质内容；另一方面，B站也联合国内外优质纪录片团队，自制或联合制作《人生一串》、《但是还有书籍》、《守护解放西》等纪录片，其中《人生一串3》、《守护解放西3》每集播放量超3000万，豆瓣评分超8.5。

图表 80 哔哩哔哩播放量TOP 10 纪录片作品

名称	开播时间	播放量 (亿)	是否完结	集数	集均播放 (万)	是否B站出品	是否B站独播	是否大会内容	豆瓣评分
守护解放西 3	2022/1/7	3.1	是	10	3100	是	是	是	8.7
人生一串 第三季	2021/11/17	2.3	是	6	3833	是	是	是	8.5
这就是中国	2019/1/7	0.96	否	170	57	否	是	否	暂无
去你家吃饭好吗 第二季	2022/8/25	0.93	是	6	1557	是	是	是	7.5
中国通史	2013/1/21	0.91	是	100	91	否	否	是	9.2
第一餐	2021/9/19	0.90	是	8	1124	是	是	是	7.3
我的白大褂 2·王牌科室	2021/6/11	0.87	是	10	875	否	否	否	8.6
众神之地	2022/7/11	0.86	是	4	2162	是	是	是	9.2
绿色星球	2022/1/10	0.84	是	6	1398	否	是	是	9.7
流言终结者 (精选版)	2021/12/24	0.77	是	70	111	否	是	是	暂无

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

注：数据截至 2023.01.06

纪录片是B站的终身事业，是B站知识内容的旗帜，是B站内容价值的体现，更是B站作为文化品牌的核心拼图。李旒曾提出，B站内容会长期走精品化路线，因为只有精品，才能突破圈层的局限，形成文化影响力，才能得到B站用户的正反馈，与B站社区产生化学反应，而纪录片正是精品化内容。陈睿曾表示“B站最终会是一家文化品牌公司，就像迪士尼最早是一家漫画或电影公司，但最终它是一家文化品牌公司”，如今B站的内容调性和社区氛围正在全方位向成为文化品牌这个目标迈进，而持续自制出品的优质纪录片正是B站这个文化品牌的核心拼图。

3.2.4 综艺：切中年轻群体需求，自制综艺持续发力

早期B站综艺区以外购版权综艺为主，如《康熙来了》、《奔跑吧兄弟》等；2016年开始B站尝试自制综艺，依托丰富的UP主资源，推出《故事王 StoryMan》、《UP主变形记》、《破圈吧变形兄弟》等UP主真人秀节目；此后B站在自制综艺上持续发力，2020年8月上线的《说唱新世代》聚焦Z世代说唱选手，提出“万物皆可说唱”，契合年轻群体的自我表达需求，豆瓣评分9.1分，成为迄今为止评分最高的音乐综艺，也标志着B站综艺正式破圈。

随着年龄的增长，越来越多的B站用户开始走入社会，面临着婚恋、职场等问题，B站综艺的题材也在不断拓展，除了在原有的音乐、UP主真人秀品类上继续深耕，近年来B站又播出了《90后婚介所》、《非正式会谈》等热门节目。目前B站播放量前10的综艺节目中，除《时代少年团2021》演唱会外，均为B站自制或与电视台联合出品，《说唱新世代》、《90后婚介所》和《我的音乐你听吗》播放量均突破3亿，其中《说唱新世代》以超8.2亿的播放量牢牢占据首位。

图表 81 哔哩哔哩播放量 TOP 10 综艺作品

名称	开播时间	播放量 (亿)	是否完结	集数	集均播放 (万)	是否B站出品	是否B站独播	是否大会员内容	豆瓣评分
说唱新世代	2020-8-22	8.2	是	10	3100	是	是	是	9.1
90 婚介所 2022	2022-5-14	3	是	6	3833	是	是	是	6.5
我的音乐你听吗	2021-8-28	3	否	170	57	是	是	是	6.8
哔哩哔哩向前冲	2022-8-7	2.6	是	6	1557	是	是	是	5.5
90 婚介所	2021-8-13	2.3	是	100	91	是	是	是	6.8
我是特优声	2020-12-19	2.2	是	8	1124	是	是	是	7.8
非正式会谈 第7季	2022-4-15	2	是	10	875	是	是	是	8.0
欢天喜地好哥们	2020-7-24	1.9	是	4	2162	是	是	否	7.4
时代少年团 2021 火力全开演唱会	2021-12-14	1.9	是	6	1398	否	是	否	暂无
哔计划	2018-6-27	1.9	是	70	111	是	是	是	7.4

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

注：数据截至 2023.01.06

3.2.5 剧集：丰富 PUGV 素材供给，助力社区扩张

经典剧集是 B 站 PUGV 内容最重要的创作素材来源之一。2020 年 6 月，B 站上线央视版四大名著，目前仍稳居排行榜前列；在经典老剧之外，B 站还引进了《非自然死亡》、《逃避虽可耻但有用》、《双妹》等热播日剧、英剧，赢得了年轻用户的喜爱。2020 年 8 月，B 站与欢喜传媒达成战略合作；2020 年 9 月，B 站与欢喜传媒联合出品的青春剧《风犬少年的天空》在 B 站独播，豆瓣评分 8.0 分，播出一周即成为 B 站播放量最高的剧集，取得口碑热度双丰收；此后，B 站陆续以独播方式推出了自制剧《双镜》、《正义的算法》、《三悦有了新工作》等剧集，其中《三悦有了新工作》和《正义的算法》播放量分别为 2.6 亿、1.9 亿，豆瓣评分均超过 8 分。

李旒曾表示，B 站做剧的思路是在社区扩张的大背景下对内容板块进行升级，因此，B 站自制剧集最大的目的在于进一步完善内容生态、推动用户规模扩张。

图表 82 哔哩哔哩播放量 TOP 10 剧集作品

名称	开播时间	播放量 (亿)	是否完结	集数	集均播放 (万)	是否 B 站出品	是否 B 站独播	是否大会内容	豆瓣评分
风犬少年的天空	2020/9/24	6.4	是	16	4000	是	是	是	8.0
三国演义	1994/10/23	3.2	是	84	380	否	否	否	9.6
奇妙博物馆 第一季	2020/6/23	2.8	是	80	350	否	否	否	7.0
三悦有了新工作	2022/9/21	2.6	是	13	2000	是	是	是	8.4
奇妙博物馆 第二季	2020/12/10	2.2	是	40	550	否	否	否	6.4
珍馐记	2022/4/7	2.1	是	16	1313	是	是	是	6.9
正义的算法	2022/6/15	1.9	是	26	730	是	是	是	8.1
双镜	2021/8/12	1.7	是	12	1417	是	是	是	6.8
奇妙博物馆 第三季	2021/2/2	1.5	否	70	214	否	否	否	暂无
西游记	1986/2/1	1.3	是	25	520	否	否	否	9.7

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

注：数据截至 2023.01.06

3.2.6 电影：布局产业链上游，内容生态日益完善

B 站电影资源主要来自于采购的经典电影版权和院线电影的线上播出。2019 年开始，B 站加大电影版权采购力度，先后上线《教父》、《哈利波特》、《功夫》等多部国内外经典电影；截至 2023 年 1 月 6 日，B 站共上线电影 4100 余部，由于 B 站用户群体受教育水平较高、对海外文化接受度更高，4100+部电影中有海外电影 2200+部，占比超过一半，远超其他长视频平台。

从电影内容上看，尽管头部电影中动画电影仍占相当比例，但播放量 TOP10 电影中有 7 部为非动画电影，表明 B 站已经吸引了大量泛娱乐用户，内容多元化初见成效。

2020 年 8 月，B 站宣布以 5.13 亿港元战略投资欢喜传媒，成为欢喜传媒第四大股东，双方将围绕影视剧播出与影视 IP 衍生品开发等展开深度合作。达成战略合作后，B 站获得欢喜传媒旗下既有影视作品和未来新作如

《夺冠》等独家外部播放权。2020年9月《夺冠》在欢喜和B站同时首播，获当年金鸡奖最佳故事片奖、最佳编剧奖和最佳摄影奖；2020年11月，B站发布了“B站X坏猴子影业青年导演扶持计划”，每年打造30部短片作品在B站独家播出，并从中择优进行多维度IP化开发。同时，B站还将与坏猴子影业的“72变电影计划”达成深度合作；2022年，该计划产出的《大世界扭蛋机》及《大世界扭蛋机·特别篇》上线，播放量进入TOP10。

图表 83 哔哩哔哩播放量 TOP 10 电影作品

名称	上映时间	播放量(万)	是否B站出品	是否B站独播	是否大会员内容	豆瓣评分
让子弹飞	2010-12-16	13000	否	是	否	9.0
你的名字	2016-08-26	10000	否	否	否	8.5
大世界扭蛋机	2022-06-30	8189.9	是	是	否	6.3
扬名立万	2021-11-11	7664.7	否	是	否	7.4
坏蛋联盟	2022-03-17	6499.1	否	否	是	7.3
温暖的抱抱	2020-12-31	5784.1	否	是	否	5.2
夺冠	2020-09-25	5768.9	是	否	否	7.1
罗小黑战记	2019-09-07	5505.6	否	否	是	8.0
四海	2022-02-01	5062.1	否	是	否	5.3
大世界扭蛋机·特别篇：明日之后	2022-06-23	4777.6	是	是	否	暂无

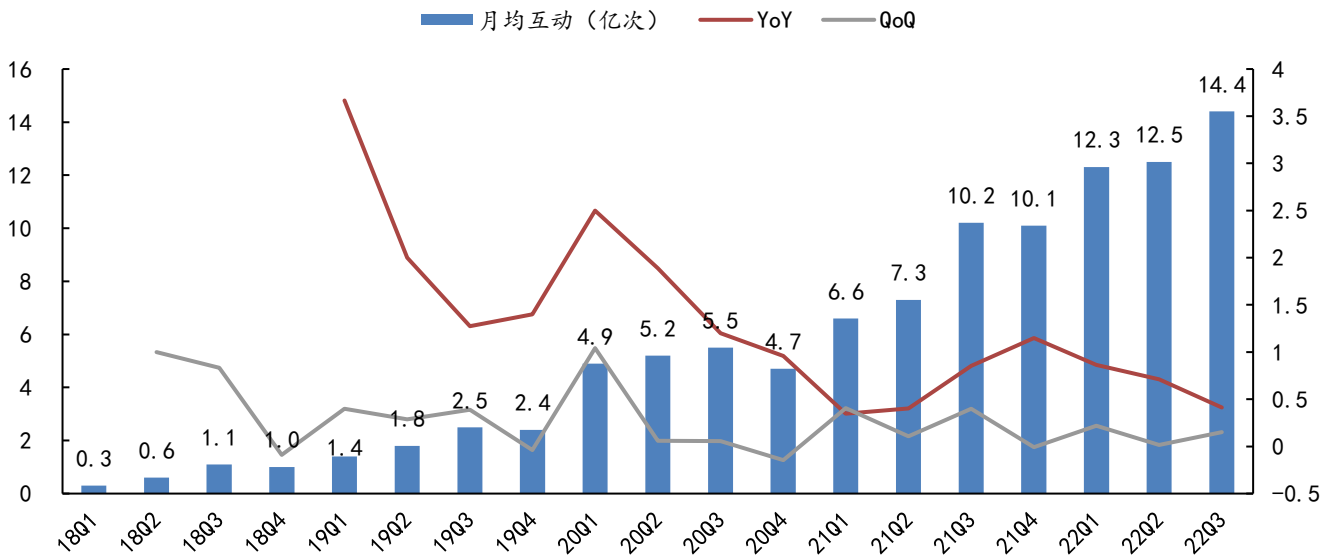
资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

注：数据截至 2023.01.06

4 社区分析：社区自治，用户共同维护社区氛围

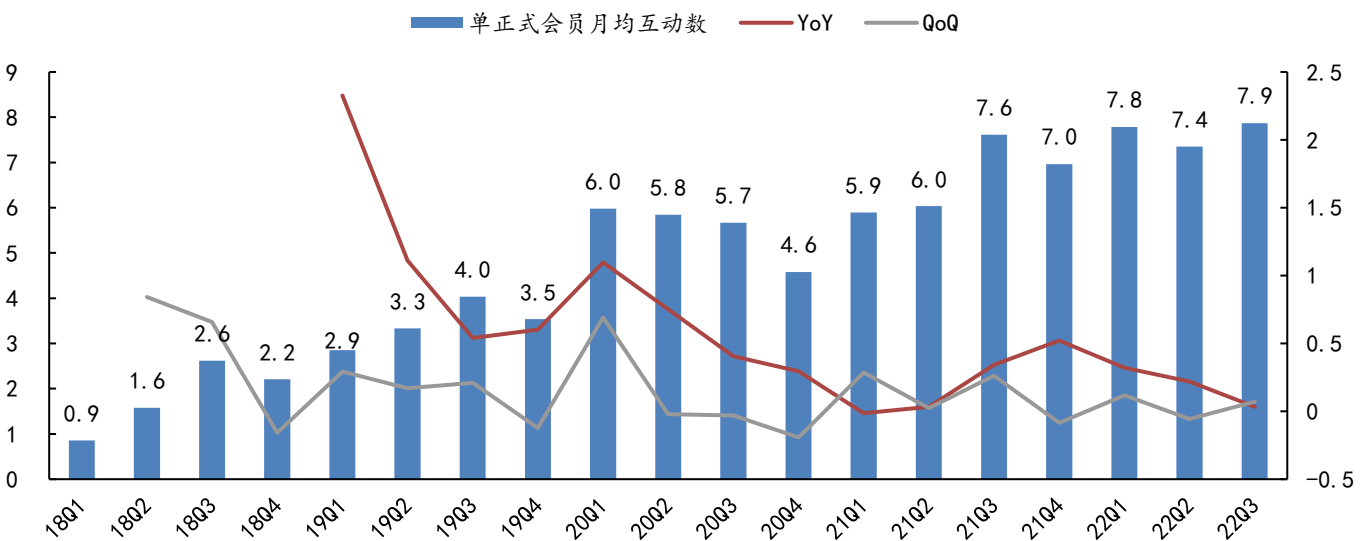
“社区优先”是B站企业文化的第一句话。陈睿曾强调，B站的首要使命是构建一个属于用户的社区，而对于社区而言，用户体验并不来自于产品本身，而是来自于这个用户跟其他哪些人在一起。用户只有和自己价值观相似、有共同兴趣的人在一起的时候，才会有正向的交流，逐渐形成兴趣圈子，并最终形成社区。在B站良好的社区氛围下，用户的互动数日益增加，22Q3B站月均互动数达14.4亿次，单正式会员月均互动数达7.9次。

图表 84 18Q1-22Q3 B站月均互动数及同比环比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 85 18Q1-22Q3 B站单正式会员月均互动数及同比环比变动



资料来源：公司财报，华安证券研究所

4.1 准入机制：通过考试才能发弹幕与评论

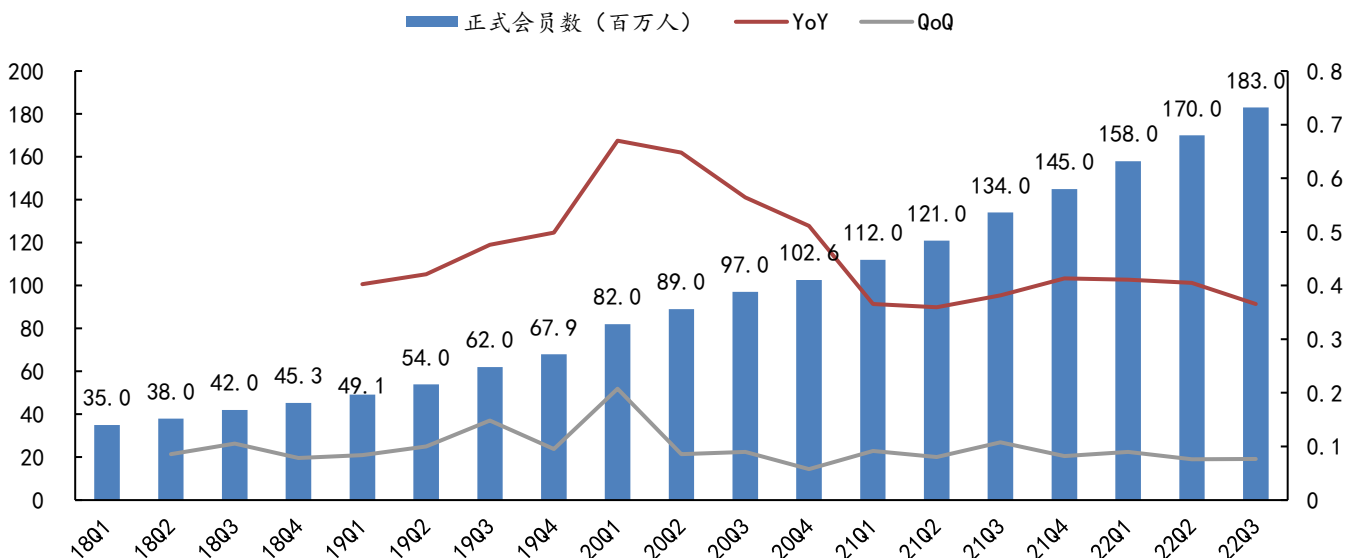
为了保证社区氛围，B站设立了严格的社区准入机制。只有通过考试才能成为正式会员，没通过考试的非正式会员不能发弹幕、不能评论、不能发送私信和发布动态。考试题由三类题型组成，分别是基础题、社区考核题、知识考核题，答对60道才能成为正式会员。不同会员等级拥有不同的社区特权，通过考试用户即成为Lv1正式会员，可发送滚动弹幕；在此基础上，继续积攒经验，便可升级，Lv2可发送彩色弹幕、高级弹幕、视频评论，Lv3可发送顶部弹幕和底部弹幕。截至22Q3，一共有1.83亿用户通过考试成为B站的正式会员。

图表 86 B站各等级账号权益

权益与等级	Lv0	Lv1	Lv2	Lv3	Lv4	Lv5	Lv6
达成条件	注册成功	通过答题测试	获得200经验	获得1500经验	获得4500经验	获得10800经验	获得28800经验
视频投稿	√	√	√	√	√	√	√
滚动弹幕	×	√	√	√	√	√	√
发送私信	×	√	√	√	√	√	√
发送动态	×	√	√	√	√	√	√
彩色弹幕	×	×	√	√	√	√	√
高级弹幕	×	×	√	√	√	√	√
视频评论	×	×	√	√	√	√	√
顶部弹幕	×	×	×	√	√	√	√
底部弹幕	×	×	×	√	√	√	√
风纪委员	×	×	×	×	√	√	√
点评功能	×	×	×	×	√	√	√
购买邀请码	×	×	×	×	×	1个/月	2个/月

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

图表 87 18Q1-22Q3 B站正式会员数及同比环比变动

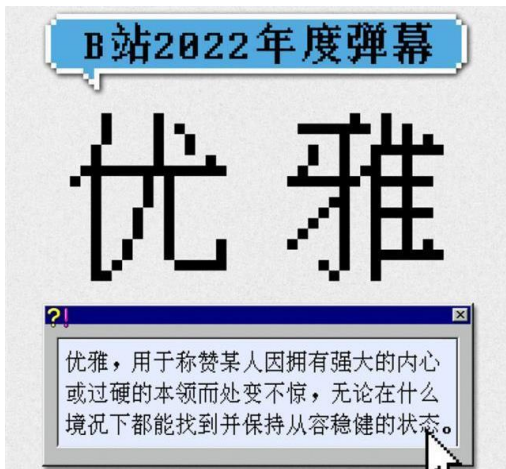


资料来源：公司财报，华安证券研究所

4.2 互动机制：弹幕+一键三连

弹幕是 B 站的文化标签，也是 B 站内容的重要组成部分。B 站用户的反馈和数量有助于 UP 主生产更多的优质内容，而 UP 主群体和生产内容的扩大也会吸引更多用户加入 B 站，即 B 站存在双边效应。而弹幕则在 B 站的双边效应中起着不可或缺的催化剂的作用，将两端用户更紧密的联系在一起，加快两端用户价值的转换。因此，弹幕不仅是一种互动方式，更是 B 站内容的重要组成部分，直到今日 B 站全称还是“哔哩哔哩弹幕网”，从中也可以看出弹幕对于 B 站的重要性。2021 年 12 月，B 站弹幕累计总数已突破 100 亿；同时，B 站也形成了独特的弹幕文化，一些有趣的弹幕也会成为网络“黑话”不断破圈传播。

图表 88 2022 年年度弹幕为“优雅”



资料来源：公司官方微信公众号，华安证券研究所

图表 89 2021 年年度弹幕为“破防了”



资料来源：公司官方微信公众号，华安证券研究所

对于普通用户而言，弹幕可以解决无法跟着剧情“共时”评论的痛点，弹幕的“共时性”满足了年轻用户在那一刻的即时互动需求；同时，由于弹幕因跟着剧情走，各种“前方高能警告”“弹幕护体”的弹幕让用户如同有人陪伴观影，形成抱团式观影，带来时空交错的互动陪伴感。

对于 UP 主而言，弹幕直观地反映了用户对视频不同片段的反馈热度，UP 主可快速定位到高弹幕数的热门片段，从而明确用户的情感取向，有利于优化后续内容。

对于平台而言，弹幕则可以构建起双向的情感连接桥梁，从而提升用户留存率。

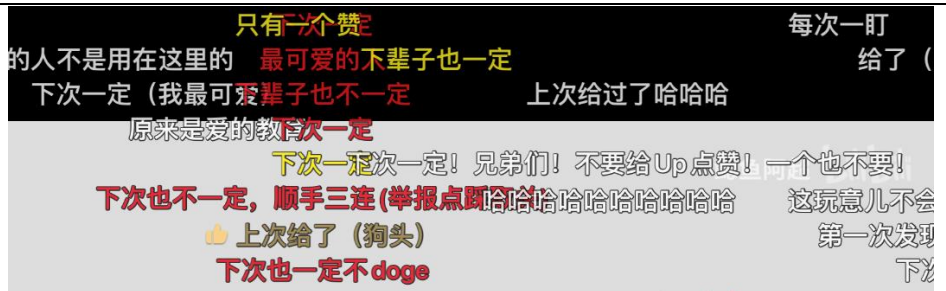
图表 90 弹幕是 B 站内容的重要组成部分



资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

一键三连是 B 站独特的互动机制。2018 年 B 站推出“一键三连”机制，即点赞、投币和收藏。硬币是 B 站的虚拟货币，无法通过充值直接获取。UP 主可通过投稿视频来获得硬币；非 up 主用户中，会员等级 \geq Lv1 且绑定手机的，每天登录后即可获得硬币奖励 1 枚；而会员等级 = Lv0 的用户，则无法获得硬币登录奖励。因此非 UP 主用户每天只能获得一个硬币，可以给多个视频点赞、分享，但一天只能给一个视频投币，所以投币对于筛选出质量好的视频而言十分有效，因此经常看到 up 主在视频里求一键三连，而弹幕里一定会飘过“下次一定”。

图表 91 UP 主求“一键三连”时弹幕里的“下次一定”

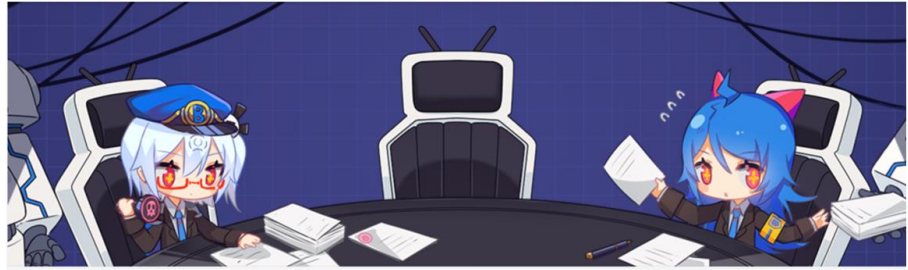


资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

4.3 运营机制：小黑屋与风纪委员会、能量加油站

推出小黑屋与风纪委员会，实行社区自治。小黑屋是面向 B 站用户的处罚公示平台，风纪委员会是由广大用户资源参与的社区用户构成、共同维护社区氛围的组织。当 B 站用户发布违禁评论或弹幕时，则会由风纪委员会成员参与众议投票，甄别内容是否不良，最终确定是否将该用户关进小黑屋，被关进小黑屋的用户会被限时封禁帐号。创始人徐逸曾经因为自己发表了不当言论，让审核把自己禁言，从中也可以看出公司对社区氛围的重视。

图表 92 风纪委员会



什么是风纪委员会?

- 遵守B站社区规范**
以身作则，发布的弹幕/评论是友善的
- 有对B站社区的责任感**
主动维护社区秩序，反馈社区问题
- 保持对B站社区的了解**
经常浏览弹幕/评论，了解B站社区文化

风纪委员申请流程

提交申请 人工审核 系统通知结果

满足以下条件，即可申请

- 90天内无违规
- 通过实名认证 [去认证 >](#)

资料来源：哔哩哔哩 APP，华安证券研究所

成立“能量加油站”，关注用户心理健康。B站用户以年轻群体为主，而在年轻人的成长中，会有很多烦恼和问题，为此，2019年B站成立“能量加油站”，由人工客服倾听用户的倾诉；2021年，能量加油站总进线量为8.6万例，同比增长172%；2022年3月，B站还与上海交通大学医学院附属精神卫生中心达成合作，接入专业团队为用户提供心理疏导。能量加油站不仅仅是处理主动倾诉的案例，也设置了严格的审核机制，当用户在B站上的言论涉及负面倾向时，客服则会主动联系用户进行梳理；同时，还会由热心用户前来反馈自己发现的负面信息，希望平台能及时提供帮助，因为“年轻人最懂年轻人”。

4.4 分发机制：基于用户反馈，并不仅取决于播放量

相比于播放量，B站更看重视频质量和用户互动。B站的目标不仅是产出优质的内容，而是构建一个能产生优质内容的机制，而这个机制的核心就是UP主，所以B站一直把服务UP主作为公司最重要的工作。截至22年6月，B站有2964名员工全职为UP主服务，而且他们服务的不仅仅是知名UP主，更多的工作内容是服务中小UP主，甚至是不知名的新UP主。

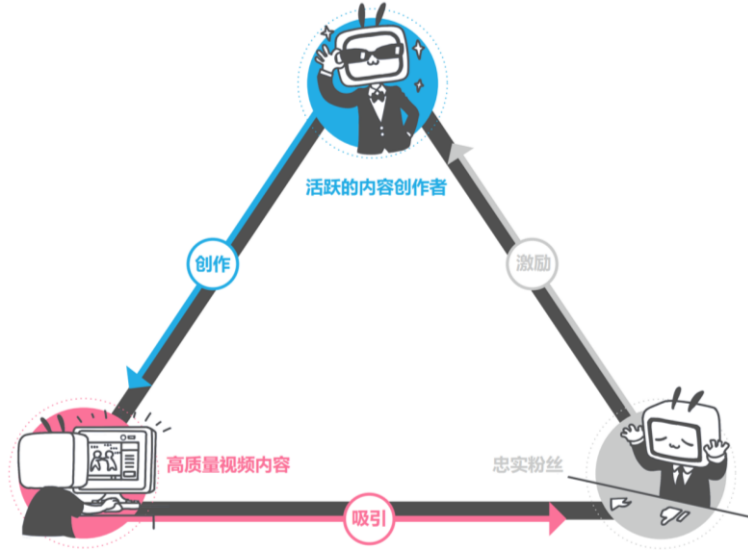
B站的推荐算法如下：视频的得分=硬币*0.4+收藏*0.3+弹幕*0.4+评论*0.4+播放*0.25+点赞*0.4+分享*0.6（注：当天发布视频可获得额外提权*1.5；只有完整、正常的播放才被计入）。

可以看到，B站给播放量的权重最低，B站的视频推荐机制基于质量，而B站对视频质量的判定来自于用户的反馈数据，因为B站相信好的社区能够分辨善恶美丑，用户能够通过互动数据，让优质的up主和内容浮现出来，这也是B站坚持数据真实的一个理由。

从B站的流量分发机制可以看出，在短期的利益和对UP主的支持之间，B站选择了对UP主的支持，坚持让优质内容获得更多的流量，通过看

用户给内容的点赞、投币、正反馈来判定这个内容是否优质，而不是只考虑这个内容是否能够得到更多的点击。之所以这么做，是因为 B 站认为在优质内容得到更多流量后，优质 UP 主才会越变越多，才能产生更多的好内容、平台流量才能越来越大。在这样观点的支持下，B 站 70% 的流量都被分配给中小 UP 主，甚至是不知名的 UP 主，这也体现了 B 站的长期主义和公平主义。

图表 93 活跃的 UP 主创作生态是社区源源不断的发展动力



资料来源：哔哩哔哩营销中心，华安证券研究所

5 盈利预测及估值分析

5.1 盈利预测

预计公司 22-24 年实现营业收入 218.85/265.17/316.17 亿元，同比增长 12.9%/21.2%/19.2%；预计 22-24 年实现经调整归母净利润-69.79/-41.27/-13.28 亿，同比增长-27.4%/40.9%/67.8%。

1. 广告业务：公司广告类型包括效果广告、品牌广告、商单广告。需求侧而言，23 年广告主投放意愿有望修复，23Q1 播出的《三体》《中国奇谭》等均与品牌广告主达成合作；供给侧而言，公司于 22 年 4 月开启 story mode 的商业化，增加广告库存。预计 22-24 年广告业务实现收入 51.30/69.17/89.07 亿，同比增长 13.4%/34.8%/28.8%。

2. 移动游戏业务：公司移动游戏业务包括独家代理（代理方）和联合运营（渠道方）。短期来看，作为渠道方，23 年公司游戏业务的增长具有 beta 属性，有望受益于版号的常态化发放和游戏政策的边际改善；长期来看，22Q3 以来陈睿亲自带队游戏业务，坚定自研精品、全球发行的战略，强化自研项目的生命周期管理，长期看自研游戏有望为游戏贡献增量收入。预计 22-24 年移动游戏业务实现收入 50.63/55.30/60.90，同比增长-0.6%/9.2%/10.1%。

3. 增值服务业务：公司增值服务业务包括大会员业务、直播业务和哔哩哔哩漫画、猫耳及其他增值服务。其中，23 年 1 月 1 日上线的《中国奇谭》B 站评分 9.9 分，截至 2 月 21 日播放量超 2.3 亿，从第二集开始仅会员能观看，优质内容有望带动大会员收入增长。预计 22-24 年增值服务业务实现收入 86.47/104.14/121.23 亿元，同比增长 24.7%/20.4%/16.4%。

4. 电商及其他业务：公司电商及其他业务包括会员购及线下票务销售，22 年疫情反复在一定程度上影响了电商履约和线下娱乐活动的举办，23 年以来电商履约和线下活动恢复正常，预计电商及其他业务后续将温和增长。预计 22-24 年电商及其他业务实现收入 30.46/36.56/44.97 亿元，同比增长 7.5%/20.0%/23.0%。

图表 94 22-25 年盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,383.6	21,885.3	26,516.8	31,616.7	36,997.3
YoY	61.5%	12.9%	21.2%	19.2%	17.0%
广告	4,523.4	5,130.4	6,917.3	8,907.1	11,145.7
YoY	145.5%	13.4%	34.8%	28.8%	25.1%
移动游戏	5,090.9	5,062.8	5,529.8	6,089.7	6,699.1
YoY	6.0%	-0.6%	9.2%	10.1%	10.0%
增值服务	6,934.9	8,646.5	10,413.5	12,122.7	14,072.6
YoY	80.3%	24.7%	20.4%	16.4%	16.1%
电商&others	2,834.4	3,045.6	3,656.3	4,497.2	5,079.8
YoY	88.1%	7.5%	20.0%	23.0%	13.0%
营业成本	15,340.5	18,124.5	20,898.2	23,864.5	26,569.2
YoY	67.5%	18.1%	15.3%	14.2%	11.3%
收入分成成本	7,733.3	9,109.8	10,424.6	11,721.6	12,809.7
占收比	39.9%	41.6%	39.3%	37.1%	34.6%
YoY	77.1%	17.8%	14.4%	12.4%	9.3%
内容成本	2,694.8	2,890.0	3,475.0	4,111.3	4,738.9
占收比	13.9%	13.2%	13.1%	13.0%	12.8%
YoY	43.7%	7.2%	20.2%	18.3%	15.3%
服务器及带宽成本	1,565.9	1,663.5	1,953.1	2,266.1	2,576.1
占收比	8.1%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%
YoY	37.2%	6.2%	17.4%	16.0%	13.7%
电商及其他	3,346.4	4,461.2	5,045.5	5,765.5	6,444.4
占收比	17.3%	20.4%	19.0%	18.2%	17.4%
YoY	88.5%	33.3%	13.1%	14.3%	11.8%
毛利润	4,043.1	3,760.9	5,618.6	7,752.3	10,428.1
毛利率	20.9%	17.2%	21.2%	24.5%	28.2%
YoY	42.4%	-7.0%	49.4%	38.0%	34.5%
经调整归母净利润	-5,478.1	-6,978.7	-4,126.6	-1,328.1	903.5
yoy	-112.3%	-27.4%	40.9%	67.8%	168.0%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

5.2 估值分析

我们分别采用 SOTP 估值法和 P/MAU 估值法对公司进行估值, 根据审慎性原则, 公司合理市值为 957.4 亿元 (对应 1091.5 亿港元)。

1. SOTP 估值法：

1) **广告业务：**选取以广告变现为主要变现模式的媒介类平台谷歌、Meta Platforms、天下秀、壹网壹创为可比公司，可比标的 23 年彭博一致预期和 WIND 一致预期 PE 的中位数为 22.4 X，给予公司广告业务 23 年 PE 22 X，对应分部估值为 150.4 亿元。

图表 95 广告业务分部估值

可比公司	公司代码	22 年营收 (亿元)	23 年营收 (亿元)	24 年营收 (亿元)	23 年 PE	24 年 PE
谷歌	GOOGL. O	16,090.94	18,908.79	20,301.85	17.74	14.99
Meta Platforms	META. O	8,022.70	8,421.46	9,386.66	17.96	14.89
天下秀	600556.SH	44.38	55.95	70.46	33.49	26.18
壹网壹创	300792.SZ	14.24	17.16	20.00	20.31	17.12

资料来源：Bloomberg 一致预期，WIND 一致预期，华安证券研究所

2. **移动游戏业务：**选取以游戏研发与发行为主要业务的腾讯控股、网易、吉比特、三七互娱为可比公司，可比标的 23 年 WIND 一致预期 PE 的中位数为 18.4 X，考虑到公司游戏业务包括联合运营业务，在该业务中公司为渠道方的角色，有望受益于 23 年游戏板块的 beta 行情，给予公司移动游戏业务 23 年 PE 19 X，对应分部估值为 235.8 亿元。

图表 96 移动游戏业务分部估值

可比公司	公司代码	22 年营收 (百万元)	23 年营收 (百万元)	24 年营收 (百万元)	22 年 PE	23 年 PE	24 年 PE
腾讯控股	9626.HK	558,960.51	624,040.51	698,233.25	27.80	21.96	18.94
网易	9999.HK	96,932.76	106,518.76	116,791.54	20.10	19.35	17.28
吉比特	603444.SH	5,112.92	5,956.78	6,781.93	20.27	17.01	14.66
三七互娱	002555.SZ	16,945.99	19,603.84	22,047.83	17.74	15.31	13.58

资料来源：WIND 一致预期，华安证券研究所

3. **增值服务业务：**选取以会员业务为主的芒果超媒、爱奇艺，和以直播打赏业务为主的欢聚为可比公司，可比标的 23 年 WIND 一致预期 PS 的中位数为 3.84 X，给予公司增值服务业务 23 年 PS 3.8 X，对应分部估值为 395.7 亿元。

图表 97 增值服务业务分部估值

可比公司	公司代码	22 年营收 (百万元)	23 年营收 (百万元)	24 年营收 (百万元)	22 年 PS	23 年 PS	24 年 PS
芒果超媒	300413.SZ	14,336.33	16,601.95	18,827.49	4.53	3.91	3.45
爱奇艺	IQ. O	28,949.59	30,877.91	32,740.02	1.56	1.46	1.38
欢聚	YY. O	2,412.00	2,645.33	2,919.50	6.75	6.15	5.58

资料来源：WIND 一致预期，华安证券研究所

4. **电商及其他业务：**选取以直播电商或电商为主要业务的快手-W、拼多多、新东方在线为可比公司，可比标的 23 年 WIND 一致预期 PS 的中位数为 4.84 X，给予公司电商及其他业务 23 年 PS 4.8 X，对应分部估值为 175.5 亿元。

图表 98 电商及其他业务分部估值

可比公司	公司代码	22 年营收 (百万元)	23 年营收 (百万元)	24 年营收 (百万元)	22 年 PS	23 年 PS	24 年 PS
快手-W	1024.HK	93,583.71	110,607.00	127,280.42	2.46	2.08	1.81
拼多多	PDD.O	129,179.56	163,278.22	195,176.36	6.28	4.97	4.16
新东方在线	1797.HK	4,184.44	5,900.86	8,032.33	10.53	7.47	5.49

资料来源: WIND 一致预期, 华安证券研究所

通过分部估值加总, 哔哩哔哩-W 23 年合理市值 957.4 亿元 (1091.5 亿港元), 合理股价 233.6 元 (266.3 港元), 对应公司总 PS 3.61X。

2. P/MAU 估值法: 21Q4 业绩会上, 公司提出 B 站过去在用户增长和收入增长间的精力分配是七三开, 22 年会调整为五五开。由于过去公司十分重视用户增长, 22 年才开始将收入增长提升至和用户增长相同的战略高度, 我们采用 P/MAU 法对公司进行估值。选取同样面向 C 端用户的百度集团-SW、快手-W、爱奇艺为可比公司, 可比公司 23 年彭博一致预期 P/MAU 平均值为 319.5 X, 考虑到 B 站 22 年才提出要生态和商业化双驱动, 故保守估计下, 给予公司 23 年 P/MAU 280 X, 对应公司合理市值 1058.0 亿元 (1206.1 亿港元), 合理股价 259.1 元 (294.2 港元), 对应公司总 PS 3.99X。

图表 99 P/MAU 估值法

可比公司	公司代码	22 年 MAU (百万)	23 年 MAU (百万)	24 年 MAU (百万)	22 年 P/MAU	23 年 P/MAU	24 年 P/MAU
百度集团-SW	9888.HK	656.00	693.98	724.51	534.86	505.58	484.28
快手-W	1024.HK	611.29	644.06	661.65	376.68	357.51	348.01
爱奇艺	IQ.O	470.29	473.00	479.54	96.02	95.47	94.17

资料来源: Bloomberg 一致预期, 华安证券研究所

综上, 我们分别采用 SOTP 估值法和 P/MAU 估值法对公司进行估值, 根据审慎性原则, 公司合理市值为 957.4 亿元 (对应 1091.5 亿港元), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示:

互联网内容行业竞争加剧; 商业化不及预期; 用户增长不及预期; 内容质量不及预期等

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	36,447	34,856	33,880	35,731	营业总收入	19,384	21,885	26,517	31,617
现金	7,523	5,386	2,975	3,232	营业成本	15,341	18,124	20,898	23,864
应收账款	1,382	1,287	1,607	1,976	销售费用	5,795	4,862	4,183	3,767
存货	456	538	621	709	管理费用	1,838	2,261	2,268	2,536
其他	27,086	27,644	28,677	29,814	研发费用	2,840	4,376	4,083	4,076
非流动资产	15,606	15,760	15,897	16,022	营业利润	-6,429	-7,738	-4,916	-2,627
固定资产	1,350	1,504	1,641	1,766	投资收入净额	-194	-304	265	316
无形资产	6,174	6,174	6,174	6,174	利息收入	70	234	265	316
租赁土地	0	0	0	0	利息支出	-155	-261	-318	-379
权益性投资	1,235	1,235	1,235	1,235	汇兑净收益	-16	-121	-159	-190
其他	6,847	6,847	6,847	6,847	其他收益/(支出)净额-非经营	10	630	265	316
资产总计	52,053	50,615	49,777	51,753	除税前溢利	-6,713	-7,561	-4,597	-2,247
					所得税	-95	-108	-67	-33
流动负债	12,071	18,302	22,128	26,384	净利润	-6,809	-7,669	-4,665	-2,280
短期借款	1,232	1,232	1,232	1,232	少数股东损益	-20	-12	-8	-4
应付账款	4,361	9,515	11,785	14,371	归属母公司净利润	-6,789	-7,657	-4,657	-2,277
其他	6,478	7,554	9,111	10,781					
非流动负债	18,266	18,266	18,266	18,266					
长期借款	17,784	17,784	17,784	17,784					
其他	482	482	482	482					
负债合计	30,337	36,568	40,394	44,650					
少数股东权益	12	1	-7	-11					
股本	0	0	0	0					
留存收益和资本公积	21,703	14,046	9,389	7,113					
归属母公司股东权益	21,704	14,047	9,390	7,113					
负债和股东权益	52,053	50,615	49,777	51,753					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-2,647	-11,842	-1,785	1,407
净利润	-6,789	-1,060	-1,136	-1,323
资产折旧与摊销	2,604	1,169	1,187	1,217
营运资金的变动	61	-16,095	-9,438	-5,294
其他非现金调整	1,478	4,144	7,602	6,807
投资活动现金流	-24,578	336	-29	22
处置固定资产取得的收	0	0	0	0
资本性支出	-3,687	-294	-294	-294
其他	-20,891	630	265	316
筹资活动现金流	30,389	0	0	0
债权融资	11,203	0	0	0
股权融资	19,288	0	0	0
支付的利息和股利	0	0	0	0
其他	-103	0	0	0
现金净增加额	2,845	-2,137	-2,411	257

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	61.5%	12.9%	21.2%	19.2%
营业利润	-104.7%	-20.4%	36.5%	46.6%
归母净利润	-125.4%	-12.8%	39.2%	51.1%
获利能力				
毛利率	20.9%	17.2%	21.2%	24.5%
净利率	-35.1%	-35.0%	-17.6%	-7.2%
ROE	-31.3%	-54.5%	-49.6%	-32.0%
偿债能力				
资产负债率	58.3%	72.2%	81.2%	86.3%
净负债比率	5.5%	0.97	1.71	2.22
流动比率	3.02	1.90	1.53	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.43	0.53	0.61
应收账款周转率	14.02	17.00	16.50	16.00
应付账款周转率	3.52	2.30	2.25	2.20
每股指标(元)				
每股收益	-17.38	-18.68	-11.36	-5.55
每股经营现金	-6.46	-6.03	-5.81	0.57
每股净资产	52.98	34.27	22.89	17.33
估值比率				
P/E	-16.71	-8.89	-14.62	-29.92
P/B	5.48	4.85	7.26	9.59

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。