

哔哩哔哩-SW

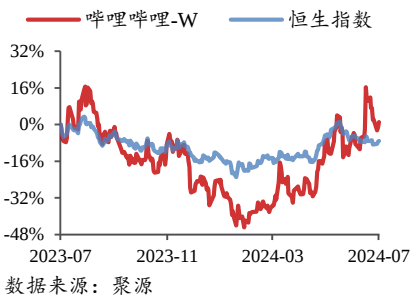
(09626.HK)

2024 年 07 月 04 日

投资评级：买入（首次）

日期	2024/7/4
当前股价(港元)	125.50
一年最高最低(港元)	151.30/67.800
总市值(亿港元)	528.68
流通市值(亿港元)	518.31
总股本(亿股)	4.21
流通港股(亿股)	4.13
近 3 个月换手率(%)	71.1

股价走势图



游戏、会员、广告、IP 变现全面发力，商业化提速

——港股公司首次覆盖报告

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

田鹏（分析师）

tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790523090001

● 年轻人的乐园，商业化全面提速，首次覆盖给予“买入”评级

哔哩哔哩以 ACG 垂直视频网站起家，打造 Z+世代乐园，并逐步突破次元壁向多元化文化社区转型。我们看好公司持续以优质内容吸引用户，以社区氛围留住用户，通过游戏、增值服务（会员）、广告、IP 变现等全面发力变现，随着核心用户 Z+世代群体年龄增长、收入提升及追求情绪价值的精神消费兴起，具备较大的变现潜力，商业化或加速，空间可期。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为-13.79/0.29/7.43 亿元，对应当前股本的 EPS 分别为-3.3/0.1/1.8 元，当前股价对应 2026 年 PE 为 66.2 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 立足之道：以优质内容吸引用户，以社区氛围留住用户

PUGV 为哔哩哔哩内容生态的核心，2024Q1 PUGV 和 Story Mode 贡献了平台超 95%的视频播放量。伴随着 Z+世代用户需求变化，平台内容不断拓展，从最初的动画、音乐、游戏、娱乐四区逐渐扩展至 30 余个大分区，涵盖 Z+世代生活的方方面面，同时也吸引了其他年龄段和下沉市场用户，不断扩大用户覆盖范围。平台建立“UP 主-用户”良性循环，通过圈层社交、弹幕机制等打造年轻文化社区，提升用户粘性。我们认为哔哩哔哩的 UP 主和用户增长存在双边网络效应，能够为社区构建带来正外部性，帮助平台筑牢竞争壁垒。

● 流量仍处于增长长期，游戏崛起，会员、广告、IP 变现发力，商业化空间可期

未来 25-35 岁用户或仍为哔哩哔哩核心用户群体，同时随着多元化内容拓展，平台有望持续吸取更多较高龄和较低龄用户，多端多场景拓展也有助于提升平台渗透率。Story Mode 快速发展，平台从中视频走向全时长覆盖，或继续抢占用户时间，打开流量变现空间。公司在 Z+世代中根基稳固，随着核心用户年龄增长、消费能力提升，3-5 年后或进入商业化变现“黄金期”。游戏方面，公司发行的《三国：谋定天下》表现亮眼，6 月 13 日上线后保持在 iOS 畅销榜前 5 名，有望贡献可观业绩增量，新品类拓展或进一步打开成长空间；广告方面，随平台资源打通，基础设施不断完善，整合营销或带来单用户广告价值提升，驱动广告业务持续增长；增值服务（会员）方面，随 OGV 内容不断丰富及直播内容泛化，付费率与 ARPU 值或进一步提升，IP 变现或持续拓展增量空间。

● **风险提示：**用户增长不及预期；游戏收入不及预期；广告收入不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,899	22,528	26,813	30,474	34,227
YOY(%)	13.0	2.9	19.0	13.7	12.3
净利润(百万元)	-7,497	-4,822	-1,379	29	743
YOY(%)	10.4	-35.7	-71.4	-102.1	2473.0
毛利率(%)	17.6	24.2	27.9	29.4	31.1
净利率(%)	-34.2	-21.4	-5.1	0.1	2.2
ROE(%)	-49.2	-33.5	-10.6	0.2	5.4
EPS(摊薄/元)	-17.8	-11.4	-3.3	0.1	1.8
P/E(倍)	-6.6	-10.2	-35.7	1703.7	66.2
P/B(倍)	3.2	3.4	3.8	3.8	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所（采用 2024 年 7 月 4 日汇率：1 港币=0.9310 人民币）

目录

1、从 ACG 网站走向聚拢年轻人的综合视频社区	4
1.1、二次元平台起家，生态不断丰富	4
1.2、以用户为核心，构建“内容-社区-商业化”闭环	4
1.3、收入高速增长且多元化，用户扩张与内容投入影响短期利润	5
2、立足之道：以优质内容吸引用户，以社区氛围留住用户	6
2.1、PUGV 内容优势明显，UP 主生态构筑平台内容壁垒	6
2.2、独特社区文化造就用户高粘性 & 高活跃度	8
3、成长之基：用户增长与时长提升或仍为哔哩哔哩长期驱动力	11
3.1、用户年龄层跃迁和多端拓展或带动平台用户规模持续增长	11
3.2、从中视频走向全时长覆盖，进一步提升用户时长	13
4、未来之光：随核心用户消费能力提升，商业化全面提速，空间可期	14
4.1、随年龄增长，Z+ 世代或为未来核心消费群体	14
4.2、游戏：二次元游戏发行优势明显，《三国：谋定天下》开启品类突破，或重启成长曲线	14
4.3、增值服务：自制内容不断出圈，付费率及 ARPPU 提升空间大	19
4.4、广告：整合营销建立用户信任，广告变现空间大	22
4.5、IP 衍生品及其他：打造 IP 全产业链，或发挥 IP 乘数效应，拓展变现增量	25
5、盈利预测与估值	28
5.1、关键假设	28
5.1.1、营业收入	28
5.2、估值	29
5.2.1、市值/MAU 相对估值法	29
5.2.2、PS/PSG 相对估值法	29
5.3、投资建议与评级	30
6、风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1：哔哩哔哩逐渐从小众 ACG 社区发展成聚集年轻人的综合视频社区	4
图 2：哔哩哔哩以优质内容吸引用户，以社区留存用户，并探索多元化变现	5
图 3：公司营业收入保持持续增长	5
图 4：公司收入结构持续多元化	6
图 5：公司营业成本中收入分成成本占比最高	6
图 6：2022 年以来公司毛利率持续提升	6
图 7：2024Q1 哔哩哔哩 PUGV 和 Story Mode 播放量占比超过 95%	7
图 8：哔哩哔哩内容分区持续拓展	7
图 9：哔哩哔哩月均视频投稿量持续增长	8
图 10：哔哩哔哩从多方面支持构建良好创作者生态	8
图 11：2021 年哔哩哔哩已经形成了 200 万个文化标签和 7000 个核心文化圈层	9
图 12：哔哩哔哩正式会员数量	9
图 13：2024Q1 哔哩哔哩正式会员 12 个月留存率约 80%	9
图 14：哔哩哔哩弹幕数量持续增长	10
图 15：哔哩哔哩 2021 年年度弹幕“破防了”入选 2021 年十大网络用语	10
图 16：哔哩哔哩月均互动量整体呈上升趋势	10
图 17：“一键三连”机制加强用户互动	10
图 18：用户能够在哔哩哔哩与 UP 主及其他用户建立稳固的关系链	11
图 19：哔哩哔哩的“UP 主+用户”形成良性循环，社区粘性十足	11
图 20：哔哩哔哩用户规模持续增长	11
图 21：2024Q1，哔哩哔哩活跃用户的平均年龄为 25 岁	12
图 22：哔哩哔哩用户日均使用时长不断创新高	13
图 23：哔哩哔哩 APP 首页具有 Story Mode 一级入口	13
图 24：预计到 2025 年，Z+ 世代用户每日视频内容消费时长显著高于移动互联网用户总体（小时）	14

图 25: 预计到 2025 年, 泛视频行业中 Z+世代用户人均产值显著高于移动互联网用户总体 (元)	14
图 26: 公司移动游戏收入保持较高水平	15
图 27: 国内二次元移动游戏市场规模持续增长	15
图 28: 《三国: 谋定天下》最高排名 iOS 畅销榜第 3	15
图 29: 《三国: 谋定天下》在 SLG 中首创六大职业机制	16
图 30: 《三国: 谋定天下》美术风格更年轻化	16
图 31: 哔哩哔哩计划首年投入一亿元现金与价值一亿元的流量扶持	17
图 32: 哔哩哔哩选择 6 位 UP 主作为《三国: 谋定天下》职业代言人	18
图 33: 《炽焰天穹》将于 2024 年 7 月 17 日上线	18
图 34: 哔哩哔哩增值服务收入持续增长	19
图 35: OGV 内容带动哔哩哔哩大会员数量持续增长	19
图 36: 哔哩哔哩用户付费率整体维持稳定	19
图 37: 哔哩哔哩持续投入自制 OGV 内容	20
图 38: 2020 年哔哩哔哩用户付费率低于其他视频平台	21
图 39: 哔哩哔哩会员月卡价格低于其他视频平台	21
图 40: 2022 年 1 月哔哩哔哩用户结构比爱奇艺更年轻	22
图 41: 2021 年 12 月哔哩哔哩人均单日启动次数高于爱奇艺	22
图 42: 哔哩哔哩“品牌营销+效果营销+内容营销”三驾马车齐驱	22
图 43: 2024Q1 公司实现广告收入 16.7 亿元, 同比增长 31%	22
图 44: 2021-2023 年哔哩哔哩的广告收入/MAU 有所提升	24
图 45: 哔哩哔哩 UP 主营销帮助品牌实现一站式购买	25
图 46: UP 主内容共创方式多元化	25
图 47: Kimi Chat 在哔哩哔哩进行了大量投放	25
图 48: 迪斯尼构建了独特的“轮次收入”盈利模式	26
图 49: 哔哩哔哩推出新世纪福音战士 2233 联名款景品手办	27
图 50: 哔哩哔哩会员购商场入驻了大量第三方卖家	28
表 1: 云视听小电视 2024 年 4 月 MAU 同比增长 27%	12
表 2: 《三国: 谋定天下》付费定价相对较低	17
表 3: 哔哩哔哩具有丰富的独特自制内容	20
表 4: 哔哩哔哩品牌营销通过新品日、召集令、IP BUFF、B 站热点等整合营销解决方案提升品牌曝光度及影响力	23
表 5: 哔哩哔哩效果营销涵盖信息流、播放页“相关推荐”等流量场景, 助力高效触达转化	23
表 6: 哔哩哔哩内容营销涵盖焦点内容营销、大事件营销和 UP 主营销等形式, 实现内容即广告	23
表 7: 预计公司营业收入保持持续增长 (亿元)	29
表 8: 公司市值/MAU 低于可比公司平均水平	29
表 9: 公司 PSG (2026E) 低于可选公司平均值	30

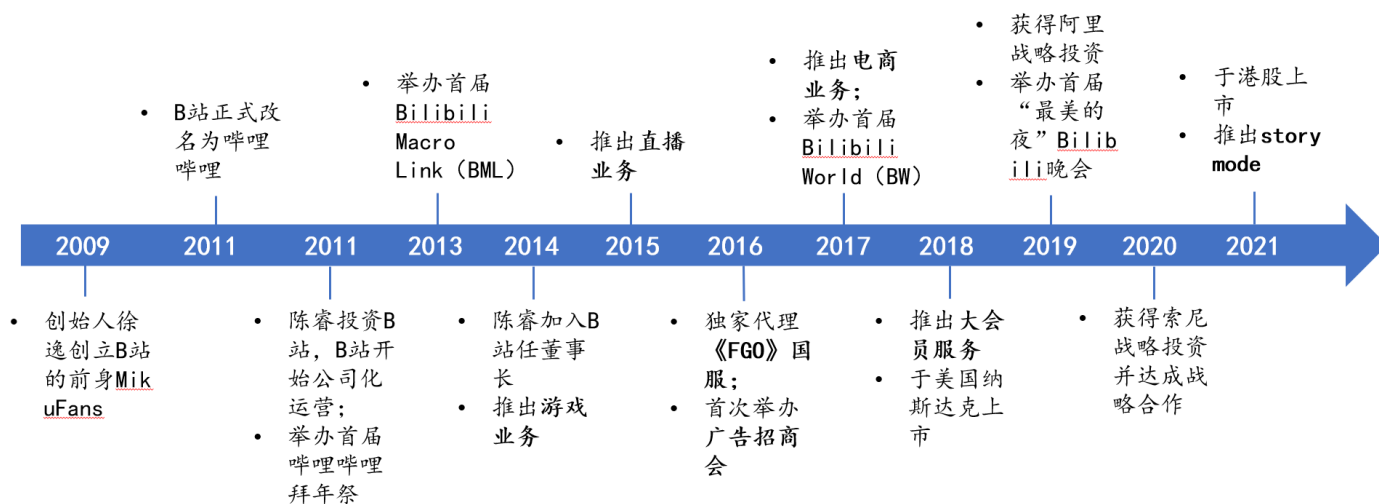
1、从 ACG 网站走向聚拢年轻人的综合视频社区

1.1、二次元平台起家，生态不断丰富

哔哩哔哩是中国年轻一代的标志性品牌及领先的视频社区。公司网站创立于 2009 年 6 月，并于 2010 年 1 月正式命名为“哔哩哔哩”，公司提供全方位的视频内容以满足用户多元化的兴趣喜好，并且围绕着有文化追求的用户、高质量的内容、有才华的内容创作者以及他们之间的强大情感纽带，构建了年轻人的视频社区。

哔哩哔哩的发展历程主要分为三个阶段：（1）2009 年-2013 年，哔哩哔哩创立并开始商业运营，这个阶段的哔哩哔哩是一个小众日本 ACG（动画、漫画和游戏）亚文化社区，内容以动画番剧为主；（2）2014 年-2017 年，深度动漫爱好者陈睿以董事长的身份加入哔哩哔哩，哔哩哔哩开始迈向正版化，拓展内容生态，并启动商业化，推出游戏、直播、广告、电商、大会员等服务，同时将生态从线上延展到线下，举办 Bilibili Macro Link、Bilibili World 等线下活动；（3）2018 年至今，哔哩哔哩在纳斯达克挂牌上市，并陆续引入腾讯、阿里、索尼等巨头战略投资，加强多元变现并持续破圈，同时围绕产业链投资完善生态圈布局，成为一个标签鲜明、多元化的视频社区。

图1：哔哩哔哩逐渐从小众 ACG 社区发展成聚集年轻人的综合视频社区

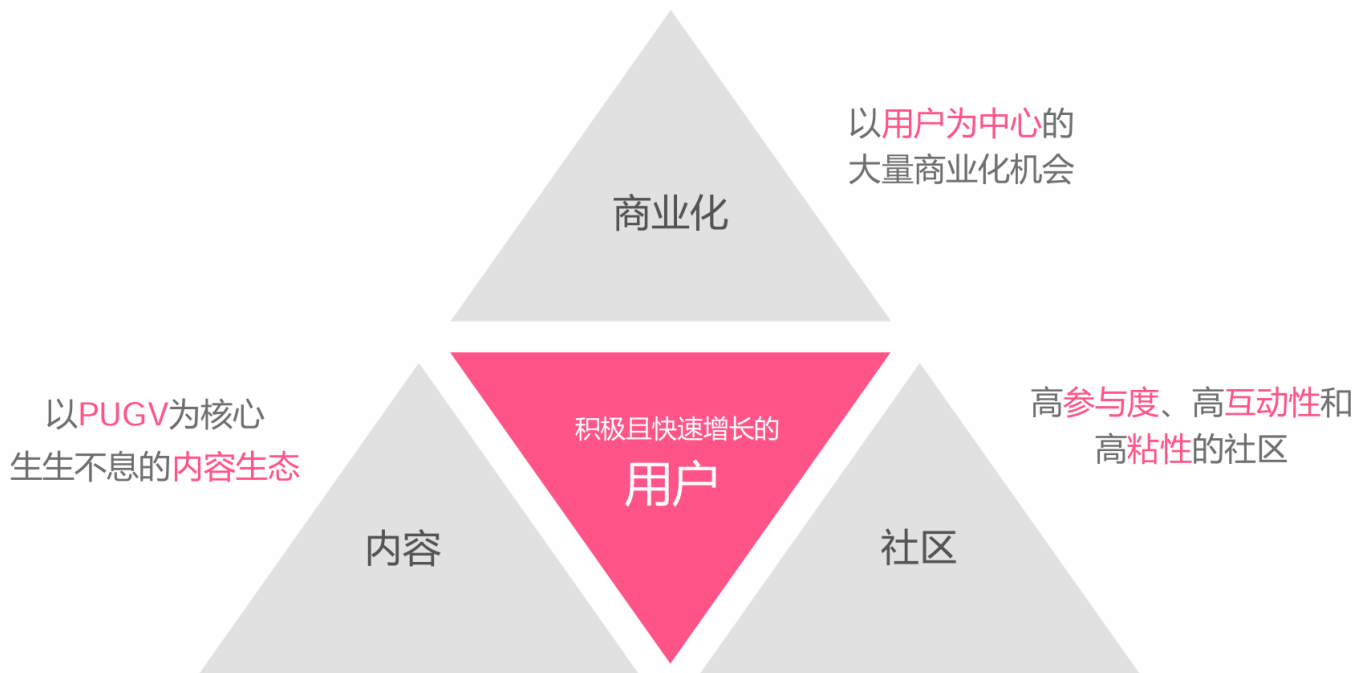


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、以用户为核心，构建“内容-社区-商业化”闭环

哔哩哔哩的商业模式是以 PUGV 为核心的优质内容不断吸引新用户，以积极、活跃的社区氛围留住用户，形成“创作者-内容-用户”的正反馈循环，并基于内容生态拓展多元变现服务实现商业化价值，构建“内容-社区-商业化”闭环。

图2：哔哩哔哩以优质内容吸引用户，以社区留存用户，并探索多元化变现

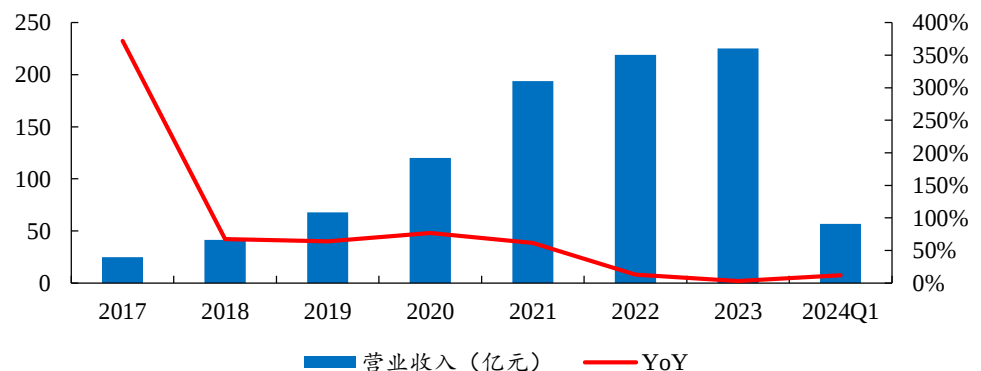


资料来源：公司官网

1.3、收入高速增长且多元化，用户扩张与内容投入影响短期利润

公司营业收入保持持续增长，2017-2023 年收入复合增长率达 45%。随着用户快速增长及商业化稳步推进，公司收入整体维持高增速，2021 年公司实现营业收入 193.8 亿元，同比增长 61.5%；受宏观经济增长放缓及业务调整影响，2022 年之后业绩增速有所放缓，但随着商业化变现加速及用户的持续增长，公司收入增速或有所回升，2024Q1 公司实现营业收入 56.65 亿元，同比增长 11.74%。

图3：公司营业收入保持持续增长

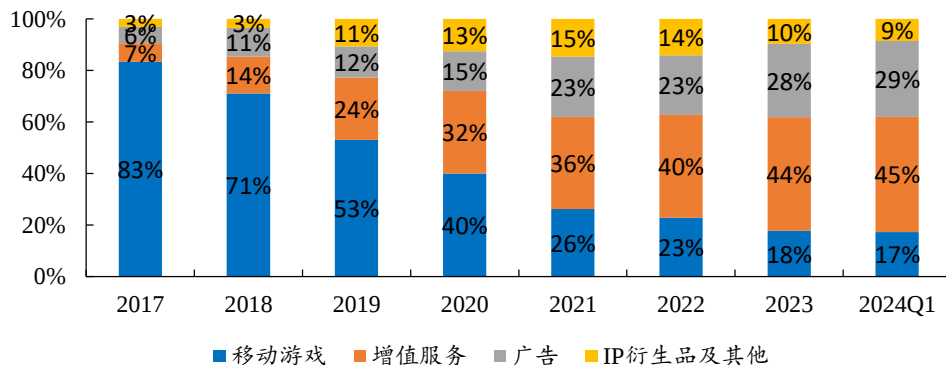


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司收入结构持续多元化，增值服务及广告收入构成主要收入来源。目前哔哩哔哩的变现模式主要包括游戏、增值服务、广告、IP 衍生品及其他等。基于收入增长驱动力，可以将哔哩哔哩的商业化分为三个主要阶段：（1）2017 年公司的收入增长基本由游戏业务驱动，游戏收入占比超过 80%；（2）2018 年至 2019 年上半年，随着大会员订阅服务（2018 年 1 月首部大会员免费观看的番剧《紫罗兰永恒花园》上线）、广告业务（2017 年 12 月推出效果广告业务）快速增长，同时游戏业务增长趋于稳健，公司的游戏收入占比持续下降；（3）2019 年下半年至今，哔哩哔哩发力

增值服务和广告业务，驱动非游戏收入占比持续提升，2023 年非游戏收入占比达到 82%，其中以直播及会员服务为主的增值服务收入占比达 44%，广告收入占比为 28%，IP 衍生品及其他收入占比为 10%，变现结构全面多元化。

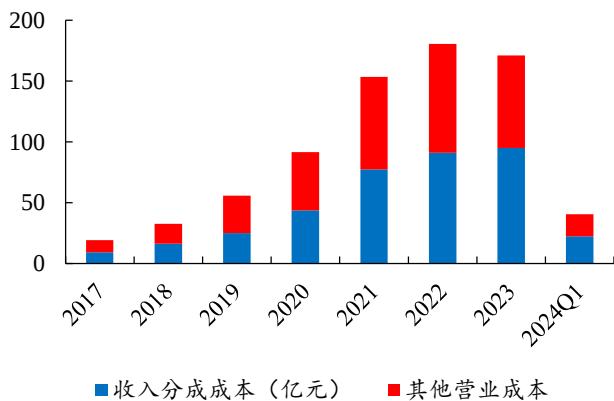
图4：公司收入结构持续多元化



数据来源：Wind、开源证券研究所

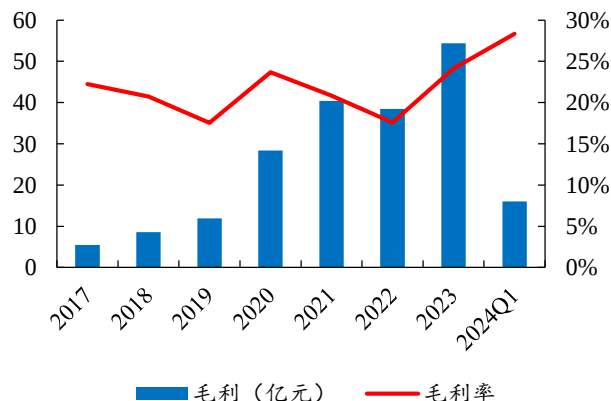
收入分成成为最大成本项，广告收入占比提升及成本控制驱动毛利率持续提升。公司 2023 年营业成本为 171 亿元，同比-5%，包括收入分成成本、内容成本、服务器与带宽成本、电商及其他成本等，其中收入分成成本占比最高，为 56%。收入分成成本包括支付给游戏开发商、分销渠道（应用商店）、主播和内容创作者的费用，主要与游戏、直播业务相关。内容成本包括自制和购买的内容摊余成本，主要与 OGC 视频业务相关。2023 年和 2024Q1 公司毛利率分别为 24%、28%，高毛利率的广告收入占比提升及对成本的管控驱动公司毛利率持续提升。

图5：公司营业成本中收入分成成本占比最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022 年以来公司毛利率持续提升



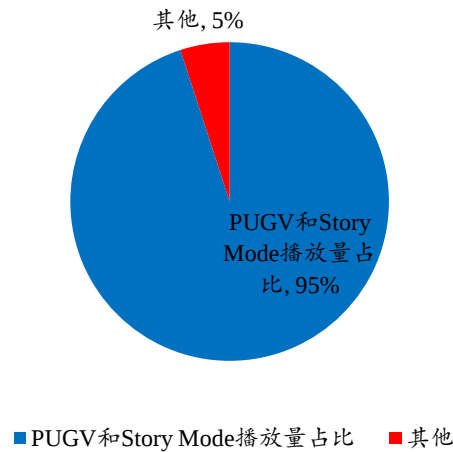
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、立足之道：以优质内容吸引用户，以社区氛围留住用户

2.1、PUGV 内容优势明显，UP 主生态构筑平台内容壁垒

PUGV 是哔哩哔哩内容生态的核心，2024Q1 PUGV 和 Story Mode 贡献了平台超 95% 的视频观看量。哔哩哔哩的内容生态以 PUGV 为主，同时包括 OGV（专业机构创作视频）、短视频以及直播等全内容场景，覆盖生活、游戏、娱乐、动漫、科技和知识等多元文化和兴趣类别，构成了综合视频内容生态。PUGV 内容的优势是成本较低、制作周期较短、内容类型丰富，能够满足不同的用户需求。

图7：2024Q1 哔哩哔哩 PUGV 和 Story Mode 播放量占比超过 95%



数据来源：公司官网、开源证券研究所

万物皆可哔哩哔哩，持续拓展内容分区，从 ACG 走向多元内容。哔哩哔哩不断丰富视频内容以契合用户多元化需求，分区从最初的动画、音乐、游戏、娱乐四区逐渐扩展至涵盖科技、生活、时尚、数码、知识等的 30 余个大分区。根据官网数据，哔哩哔哩科技、游戏、知识等优势品类继续保持增长，2024Q1 视频播放量分别同比增长 37%、24%、28%，而汽车、AI 相关内容、亲子等新兴品类则增长较快，2024Q1 视频播放量分别同比增长 52%、81%、118%。哔哩哔哩已从二次元内容已扩展至 Z 世代生活的方方面面。

图8：哔哩哔哩内容分区持续拓展

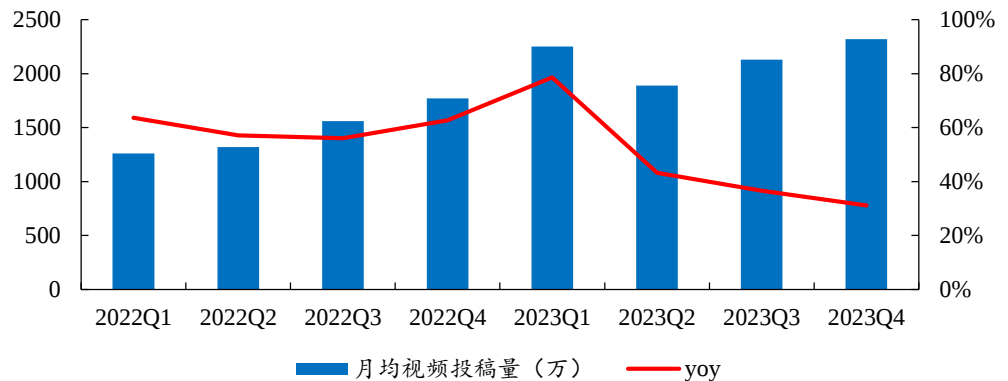


资料来源：《2021 哔哩哔哩创作者生态报告》、哔哩哔哩 APP

UP 主为平台内容核心资源，哔哩哔哩的优质用户群奠定了内容创作端的优势。哔哩哔哩 UP 主同时也是平台的用户，哔哩哔哩核心用户群 Z+ 世代（出生于 1985-2009 年间）是个性鲜明、乐于表达和分享的一代人，而基于共同兴趣、具备较强归属感的哔哩哔哩社区是其最好的表达平台。2023Q4，哔哩哔哩日均活跃 UP 主达到同比增长 16%，保持增长趋势；2023Q4，UP 主月均视频投稿量达到 2320 万，同比增长 31%，整体保持增长趋势，在 UP 主数量快速增长的同时，仍维持较好的

PUGV 创作活跃度。

图9：哔哩哔哩月均视频投稿量持续增长



数据来源：公司官网、开源证券研究所

平台强化内容赋能，商业生态升级，加速“创作-消费”循环，构建良性UP主创作生态。哔哩哔哩持续在内容生产、传播曝光、商业变现等多个环节为UP主提供服务和支持，构建可持续、具备成长性的创作者生态。在创作支持方面，哔哩哔哩先后推出必剪APP和云剪辑，融录屏、剪辑、投稿等功能为一体，帮助创作者更方便地进行视频创作。2018年上线的新星计划一方面给予新生UP主流量扶持，创造顺畅的向上成长通道，另一方面也能帮助新生UP主尽快实现自身商业价值。2018年推出的创作激励措施会根据UP主原创投稿量和互动数据进行现金激励，增强UP主持续创作的信心与积极性。在流量曝光方面，哔哩哔哩进一步细化不同分区，通过算法精准的将视频内容推送给具有相关标签的用户，同时发挥私域流量价值，通过关注动态流、UP主动态等方式为UP主增加曝光。在变现方面，哔哩哔哩推出充电计划、悬赏计划、花火平台等，从用户打赏、收入分成、广告商单等多方面帮助UP主变现。通过多方面构建良性创作生态，哔哩哔哩得以有效的留住优质UP主和持续的培育新手UP主，从而保证平台持续的产出优质内容。

图10：哔哩哔哩从多方面支持构建良好创作者生态



资料来源：《2021 哔哩哔哩创作者生态报告》

2.2、独特社区文化造就用户高粘性及高活跃度

不同于微信、Facebook 等平台基于熟人社交把人连接起来，哔哩哔哩通过一

个个拥有共同兴趣和价值观的小圈子把人连接起来，形成圈层社交。由于互联网实现了信息的公开性和跨地域性，而 5G 实现了信息的即时性，这给圈层社交提供了充足的基础设施。同时，与熟人社交相比，圈层社交因为能够分享共同的价值观和爱好，用户之间的互动性会更强，从而带来更高用户粘性。2020 年哔哩哔哩提出宣传语“你感兴趣的视频都在 B 站”，基于这样的定位，哔哩哔哩的用户边界可以不断扩大，每个人都有满足兴趣的需求，哔哩哔哩可以通过一个个圈层的叠加连接更多的用户群体。根据《2021 哔哩哔哩创作者生态报告》，哔哩哔哩已经形成了 200 万个文化标签和 7000 个核心文化圈层，覆盖了大量具有共同兴趣的用户。

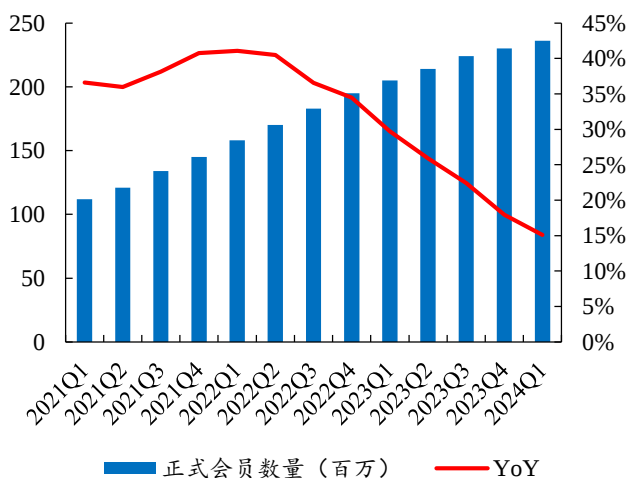
图11：2021 年哔哩哔哩已经形成了 200 万个文化标签和 7000 个核心文化圈层



资料来源：《2021 哔哩哔哩创作者生态报告》

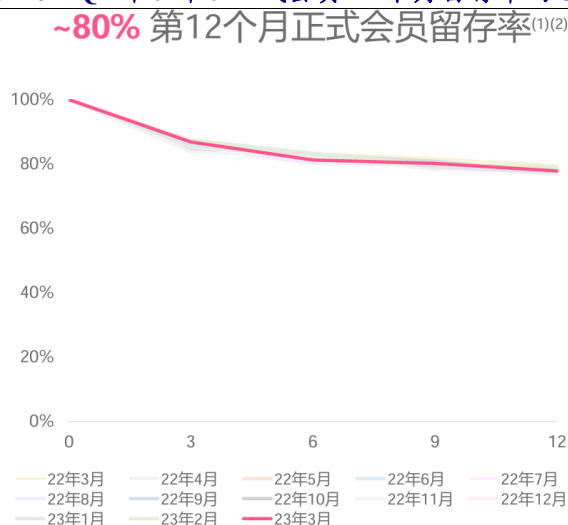
正式会员答题考核机制，筛选平台受众，保证高用户粘性。哔哩哔哩的免费会员分为注册会员和正式会员，注册会员发送弹幕有一定限制，正式会员由注册会员升级而成，在弹幕、评论、投稿中享受更多特权。正式会员升级为注册会员有两种方式，一是通过其他 LV 等级 4 以上的正式会员用 5 硬币购买的邀请码来获得权限，二是通过回答一系列问题（包括弹幕礼仪相关和其他综合知识问答题）。正式会员的答题机制，一方面带给用户一定的仪式感，拉高了平台的调性，另一方面也能有效筛选受众用户，维持社区氛围。同时，正式用户作为平台核心用户群体，具有很高的用户粘性，2024Q1 哔哩哔哩正式会员数量达 2.36 亿，同比增长 15%，12 个月留存率约为 80%。

图12：哔哩哔哩正式会员数量



数据来源：公司官网、开源证券研究所

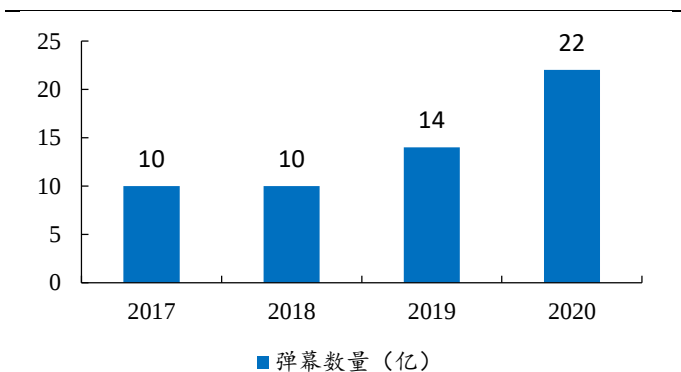
图13：2024Q1 哔哩哔哩正式会员 12 个月留存率约 80%



资料来源：公司官网

独特“弹幕”文化，沉淀平台用户价值认同。“弹幕”是新时代网络下出现的一种产物，能够加深用户彼此间的情感纽带。弹幕最早始于 A 站（Acfun），哔哩哔哩继承了 A 站弹幕功能，并成功将弹幕文化发扬光大，成为一种主流的内容表达，并且渗透到更加多元化的圈层，2021 年哔哩哔哩弹幕累计总数突破 100 亿，弹幕用户也突破了 6000 万，2024 年 6 月哔哩哔哩弹幕累计总数突破 200 亿。自 2017 年以来，哔哩哔哩每年都会发布年度弹幕，2021 年哔哩哔哩联合中国社会科学院、人民文学出版社发声，上线 2021 年度弹幕“破防了”宣传片，增强用户对弹幕文化的认知，不断破圈开拓品牌边界的同时，持续沉淀哔哩哔哩文化特色，与用户实现长效链接，并且由此构建社区的价值护城河。

图14：哔哩哔哩弹幕数量持续增长



数据来源：澎湃新闻、环球网、哔哩哔哩官微、开源证券研究所

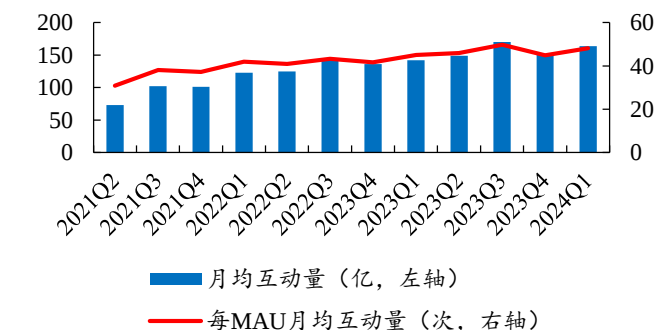
图15：哔哩哔哩 2021 年年度弹幕“破防了”入选 2021 年十大网络用语



资料来源：人民日报微博

独特“一键三连”机制，加强用户互动。2018 年 10 月，B 站推出了“一键三连”机制，即包括点赞、投币和收藏。B 站的内容推荐系统通过用户的正反馈为主要因素推荐内容，相比于单纯的播放量，内容推荐权重更看重视频内容质量和用户的互动效果。而 UP 主只能通过内容本身来吸引更多的用户浏览。因此，多数视频中，UP 主都会提醒用户“一键三连”来表示对作品的支持，同时增强了用户的互动行为。根据公司公告，2024Q1 哔哩哔哩月均互动量达 164 亿，同比增长 15%。此外，根据《2021 哔哩哔哩创作者生态报告》，2020Q1 “一键三连”数量同比增长 33%，超过同期用户增速。

图16：哔哩哔哩月均互动量整体呈上升趋势



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图17：“一键三连”机制加强用户互动



资料来源：公司官网

“UP 主+用户”形成良性循环，社区粘性十足。哔哩哔哩的社区氛围来自于 UP 主与用户紧密链接构成的以兴趣为导向的内容生态网络。UP 主与用户形成了小众文化圈，并通过内容的产出与互动形成了良性循环：（1）UP 主创作优质内容，用户给予正向反馈，UP 主从心理和收入方面获得双重满足感，进而激励其创作更

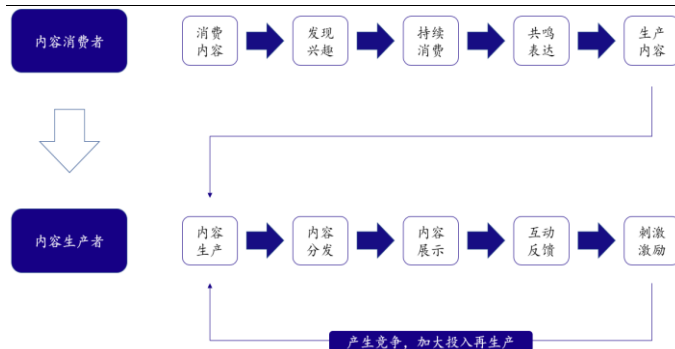
多优质内容；(2) 用户消费内容，发现喜爱的 UP 主，持续消费特定 UP 主生产的内容，建立情感共鸣和兴趣圈，最终甚至自发上传内容成为 UP 主。我们认为哔哩哔哩的 UP 主和用户增长存在双边网络效应，能够为社区构建带来正外部性，帮助平台筑牢竞争壁垒。

图18：用户能够在哔哩哔哩与 UP 主及其他用户建立稳固的关系链



资料来源：开源证券研究所

图19：哔哩哔哩的“UP 主+用户”形成良性循环，社区粘性十足



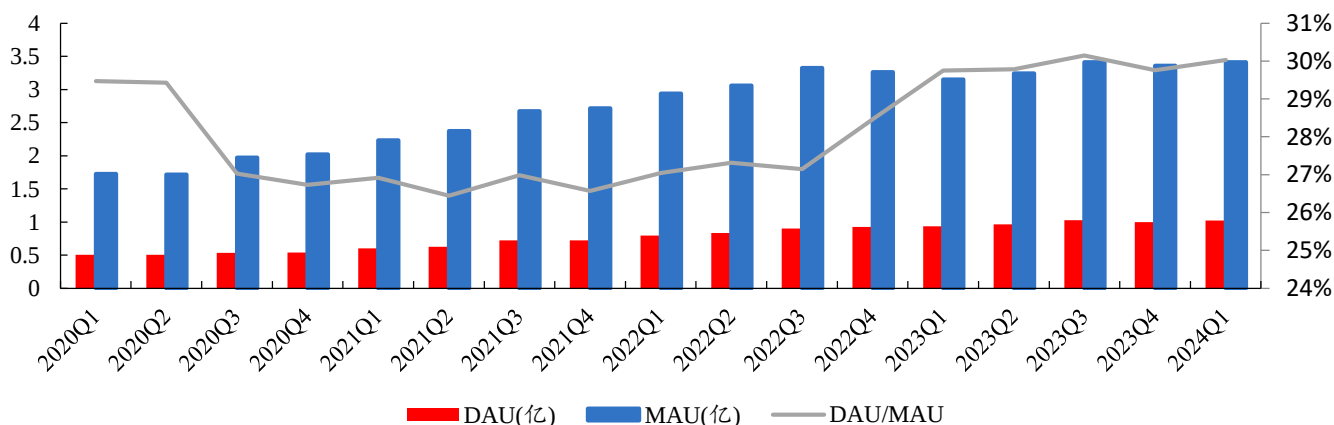
资料来源：开源证券研究所

3、成长之基：用户增长与时长提升或仍为哔哩哔哩长期驱动力

3.1、用户年龄层跃迁和多端拓展或带动平台用户规模持续增长

平台用户规模持续增长，且用户粘性较高。在多元化内容繁荣发展带动下，哔哩哔哩用户保持持续增长，2024Q1 DAU 达 1.02 亿，同比增长 9%，MAU 达 3.41 亿，同比增长 8%。同时，用户保持高活跃度，DAU/MAU 比例自 2021 年以来持续提升，2024Q1 达 30%。

图20：哔哩哔哩用户规模持续增长

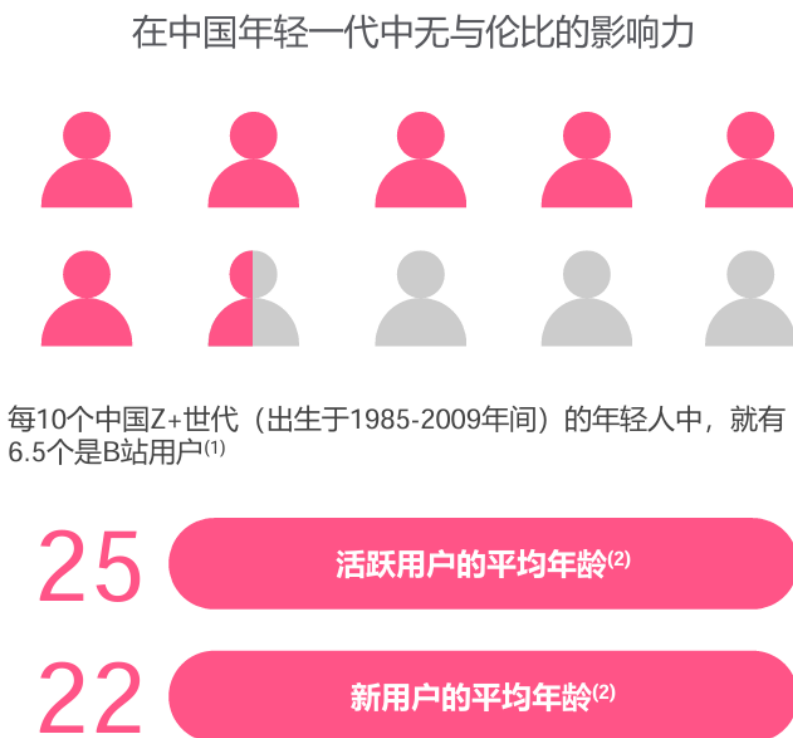


数据来源：公司官网、开源证券研究所

哔哩哔哩伴随 Z+世代用户成长，更年轻一代用户源源不断加入社区，有望持续驱动平台用户增长。哔哩哔哩的成长路径与腾讯的成长路径有类似之处，早期 QQ 也是以 80 后 90 后的用户为主体，后来慢慢随着 80 后、90 后的成长延伸到微信，并且在微信中也接纳了很多高年龄段的用户。而现在的 QQ 仍然保持活力，继续作为年轻用户的主要通信工具。哔哩哔哩同样伴随了一代 Z+时代用户的成长，同时又不断的有更年轻的用户加入进来。根据公司公告，2024Q1 哔哩哔哩活跃用户平

均年龄为 25 岁，新用户的平均年龄为 22 岁。根据 MobTech 数据，2021 年哔哩哔哩 18-24 岁用户占比为 61%，18 岁以下用户占比为 19%，即 24 岁以下用户占比 80%。对比 2021 年，可以发现近几年哔哩哔哩用户平均年龄有所提升，但新增用户相对年龄较低，平均年龄为 22 岁。这印证了 Z+世代用户年龄增长带动了平均用户年龄提升，而更年轻一代的用户则源源不断的加入到哔哩哔哩社区，持续驱动平台用户增长。

图21：2024Q1，哔哩哔哩活跃用户的平均年龄为 25 岁



资料来源：公司官网

持续拓展使用场景，大屏端或为重要用户增量来源。2022 年 5 月，哔哩哔哩上线了 PC 版本，在此之前，虽然用户可以通过浏览器，或者下载 UWP 版在电脑上使用哔哩哔哩，但前者首先需要打开浏览器，后者对一些用户则有着一定的门槛。此外，哔哩哔哩也持续贯彻“多场景、多屏幕”的策略，加大对电视端的推广与布局。根据勾正数据，哔哩哔哩的大屏端应用云视听小电视 2024 年 4 月 MAU 达 7127 万，同比增速 27%。在当前移动互联网红利逐渐挖掘殆尽背景下，多端拓展成为了获取新流量、延展新场景的重要举措。哔哩哔哩云视听小电视用户规模保持较快增长，但相比头部平台仍有很大提升空间，随着电视端内容的丰富与营销拓展力度的加大，电视端有望成为哔哩哔哩用户重要增量来源。

表1：云视听小电视 2024 年 4 月 MAU 同比增长 27%

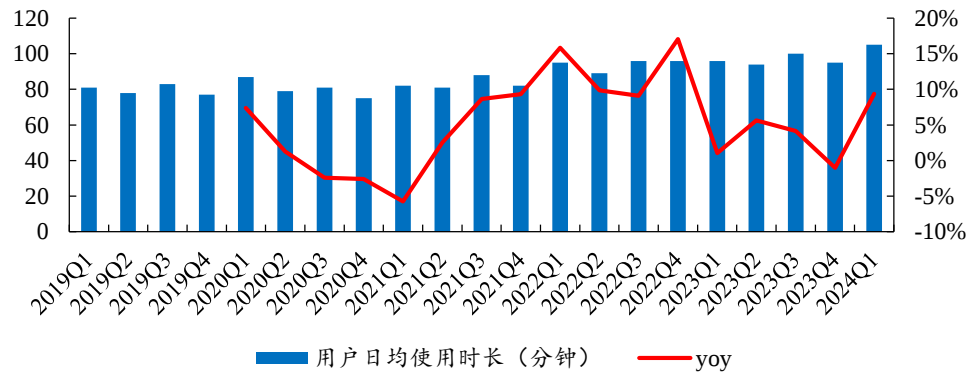
排名	视频媒体	2023 年 4 月 MAU（万）	2024 年 4 月 MAU（万）	同比增长
1	云视听极光	10960	11682	7%
2	银河奇异果	11680	11591	-1%
3	CIBN 酷喵影视	8622	11239	30%
4	芒果 TV	7622	7709	1%
5	云视听小电视	5595	7127	27%

数据来源：勾正科技、开源证券研究所

3.2、从中视频走向全时长覆盖，进一步提升用户时长

Story Mode 满足用户碎片化需求，为哔哩哔哩带来增量流量。Story Mode 自 2021 年推出以来，保持快速发展。2022Q3，哔哩哔哩日均视频播放量同比增长 64%，而竖屏视频日均播放量同比增长超 473%。竖屏内容并未挤压哔哩哔哩原本 PUGV 内容的播放增速，而是满足用户碎片化时间需求，为平台带来了新增流量，同时在多元化内容及 Story Mode 带动下，哔哩哔哩用户日均使用时长不断创新高，2024Q1 达 105 分钟，同比增长 9%。

图22：哔哩哔哩用户日均使用时长不断创新高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

竖屏视频不断融入哔哩哔哩 PUGV 生态。竖屏视频的创作者和消费者很多已经是现存 UP 主和哔哩哔哩用户。从创作者角度来看，UP 主从中长视频内容到竖屏短视频内容的跨越相对容易，竖屏模式的引入有利于增加投稿量；从用户角度来看，竖屏视频填补了用户空闲的碎片时间，提升了用户使用哔哩哔哩的频率，丰富了社区内的消费场景；从内容角度来看，竖屏视频内容以生活、美食、宠物类居多，这些内容也与哔哩哔哩原本的 PUGV 生态较为契合，有望进一步提升内容消费空间。

图23：哔哩哔哩 APP 首页具有 Story Mode 一级入口



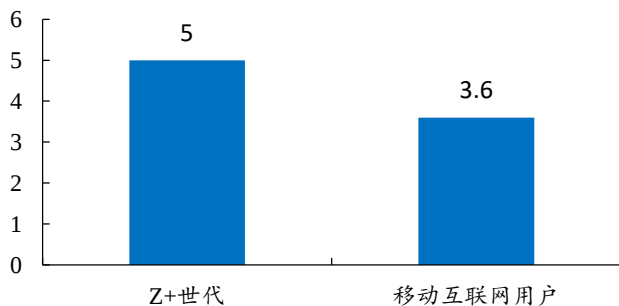
资料来源：哔哩哔哩 APP、开源证券研究所

4、未来之光：随核心用户消费能力提升，商业化全面提速，空间可期

4.1、随年龄增长，Z+世代或为未来核心消费群体

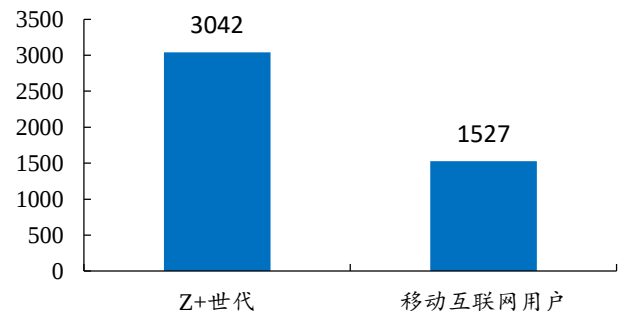
以Z+世代为核心用户群体的哔哩哔哩商业化潜力值得期待。根据 Quest Mobile, 截至 2023 年 11 月，每 10 个中国 Z+世代（出生于 1985-2009 年间）的年轻人中，就有 6.5 个是哔哩哔哩用户，哔哩哔哩在中国年轻一代中具有强大的影响力，且随着规模效应显现，渗透率有望进一步提升。根据公司官网数据，预计到 2030 年，Z+世代每日视频内容消费时长为 5.7 小时，相比 2023 年 4.5 小时有 27% 的提升空间；Z+世代在泛视频时长的人均花费为 5076 元，相比 2023 年的 2047 元有 150% 的提升空间。Z+世代用户作为年轻一代群体，具有更强的消费意识，愿意为自己的喜好付费，同时更加优越的生活条件造就了他们对精神消费的强烈需求。我们预计，随着哔哩哔哩的核心用户 Z+世代群体年龄及收入提升，3-5 年后或释放较大消费潜力，若他们仍能长期留存，哔哩哔哩或将迎来变现“黄金期”。

图24：预计到 2025 年，Z+世代用户每日视频内容消费时长显著高于移动互联网用户总体（小时）



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图25：预计到 2025 年，泛视频行业中 Z+世代用户人均产值显著高于移动互联网用户总体（元）

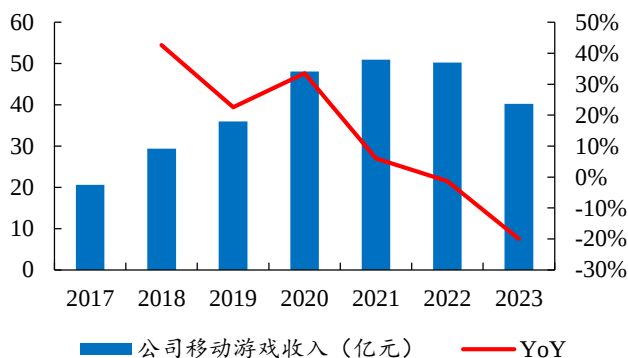


数据来源：公司官网、开源证券研究所

4.2、游戏：二次元游戏发行优势明显，《三国：谋定天下》开启品类突破，或重启成长曲线

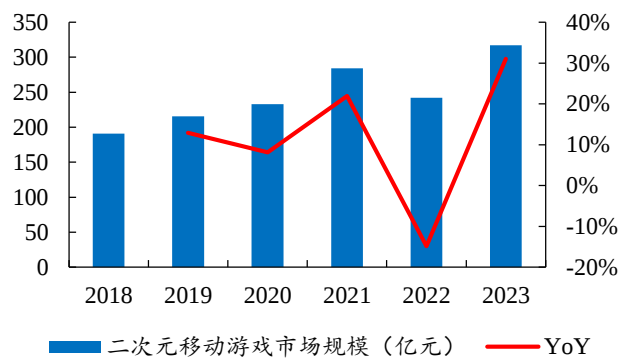
哔哩哔哩为二次元游戏必选发行渠道，积极投资布局，巩固二次元游戏发行优势。由于二次元游戏的题材特殊性和硬核玩家的强圈层属性，哔哩哔哩凭借其独特的社区氛围和二次元文化基因成为二次元游戏的核心发行及联运渠道，其独代产品《FGO》《碧蓝航线》《公主连结 Re:Dive》《坎特伯雷公主与骑士唤醒冠军之剑的奇幻冒险》等流水表现亮眼，联运产品《原神》《崩坏：星穹铁道》等产品也在哔哩哔哩渠道贡献显著。我们认为，哔哩哔哩凭借对二次元的深刻理解和丰富发行经验，有望获取更多优质二次元游戏独家代理权，根据《2023 年中国游戏产业报告》，2023 年国内二次元移动游戏市场规模达 317 亿元，同比增长 31%，哔哩哔哩或持续享受二次元游戏市场发展红利。此外，随着平台逐渐破圈，其高质量 Z+世代用户有望吸引更多其他品类研发商选择哔哩哔哩作为联运渠道，其也有望成为高质量买量发行平台。

图26：公司移动游戏收入保持较高水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：国内二次元移动游戏市场规模持续增长



数据来源：《2023 年中国游戏产业报告》、开源证券研究所

探索新游戏品类，《三国：谋定天下》上线表现亮眼。近年来公司持续梳理自研、发行架构，探索新品类。除二次元品类外，哔哩哔哩独家代理发行的《三国：谋定天下》为公司在 SLG 赛道的重要尝试。6 月 13 日，《三国：谋定天下》公测上线首日即排名 iOS 畅销榜第 3 名，截至 6 月 24 日持续保持在前 5 名，根据七麦数据，截至 6 月 24 日《三国：谋定天下》iOS 端收入超 1650 万美金。基于游戏良好的用户体验及 SLG 品类生命周期较长的特点，我们认为《三国：谋定天下》有望持续为公司贡献可观流水，在 SLG 之外的更多品类也有望持续取得突破，打开游戏业务成长空间。

图28：《三国：谋定天下》最高排名 iOS 畅销榜第 3

#	应用	总榜	游戏榜	分类排名
1	 地下城与勇士：觉醒 AD Tencent Mobile Games	1 总榜	1 游戏	1 角色扮演
2	 王者荣耀 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	2 总榜	2 游戏	2 动作
3	 三国：谋定天下 AD Shanghai Hode Information Technology Co.,Ltd.	5 总榜	3 游戏	2 策略
4	 和平精英 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	6 总榜	4 游戏	3 动作
5	 梦幻西游 AD 网易移动游戏	9 总榜	5 游戏	4 动作
6	 金铲铲之战 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	14 总榜	6 游戏	1 卡牌
7	 出发吧麦芬-线条... AD X.D. Network Inc.	16 总榜	7 游戏	1 冒险
8	 穿越火线：枪战王者 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	17 总榜	8 游戏	5 策略
9	 捕鱼大作战-街机... Tuyoo Online HK Limited	20 总榜	9 游戏	1 模拟
10	 英雄联盟手游 Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd	22 总榜	10 游戏	6 动作

资料来源：七麦数据

我们认为，《三国：谋定天下》公测的亮眼表现可以归结为 3 个原因：

（1）玩法创新与优化，更注重平等的游戏体验：《三国：谋定天下》最大的玩法创新是推出了天工、司仓、振军等六大职业机制，通过不同职业的特色技能推动战场中的分工配合，多职业体系成为了同盟的必备，一定程度改变了传统 SLG 游戏

唯付费论、唯战力论的局面，各个付费度的玩家都能在游戏中找到自身存在的价值。此外，《三国：谋定天下》将同盟人数上限控制在 200 人，并取消了友盟设定，专注发展小盟生态，可以让更多用户获得平等的游戏体验。在美术设定上，《三国：谋定天下》的风格也更加年轻化，更符合哔哩哔哩年轻用户的喜好。

图29：《三国：谋定天下》在 SLG 中首创六大职业机制



资料来源：搜狐网

图30：《三国：谋定天下》美术风格更年轻化



资料来源：《三国：谋定天下》

(2) “降肝、降氪”：通常 SLG 手游的特点是系统复杂、可玩性高，但是需要投入大量的游戏时间。《三国：谋定天下》在“降肝减负”上做了很多改变，如自动连地、自动练兵、自动集结攻城、建筑升级无等待时间等等，大幅降低了游戏所需的投入时间。在付费设计上，和主流 SLG 游戏相比，《三国：谋定天下》的抽卡定价也较低，8%的橙卡出货率及 20 抽保底，使得“低氪”玩家和月卡玩家也能快速组成一定的阵容，获得不错的游戏体验。“降肝、降氪”的设计一定程度降低了游戏门槛，从而扩大用户受众，吸引了大量年轻用户和之前未接触过 SLG 游戏的新用户。

表2: 《三国: 谋定天下》付费定价相对较低

	《三国: 谋定天下》	其他 SLG
单抽价格	7.8 元/抽	20 元左右/抽
保底	每 20 抽必出橙	每 30 抽必出橙/无保底
出橙概率	8%	5%-5.6%
建筑升级	仅消耗资源, 无等待时间	有等待时间, 秒升需消耗货币
第三战法	武将达到等级即可免费解锁	需消耗同阶武将解锁
韬略	消耗游戏内铜币即可解锁, 重修所需资源全部由玩法产出	需消耗同阶武将才能全部解锁
装备	打造材料全部由玩法产出, 不与付费礼包挂钩	含一定稀有材料礼包售卖

资料来源: 游戏葡萄、开源证券研究所

(3) 多元化发行: 哔哩哔哩首次发行 SLG 游戏, 除了传统的买量获客方式外, 自《三国: 谋定天下》上线前就开始向玩家社群与生态导入资源, 不止做产品本身的曝光, 更做核心价值的传达, 吸引更多有活力、有才华的用户主动向游戏聚拢。例如哔哩哔哩计划首年投入一亿元现金与价值一亿元的流量扶持, 进行内容生态和同盟生态的搭建。此外, 哔哩哔哩还结合自身优势, 选择 6 位调性契合的 UP 主作为职业代言人, 进一步强化游戏内容。

图31: 哔哩哔哩计划首年投入一亿元现金与价值一亿元的流量扶持



资料来源: Gamelook

图32：哔哩哔哩选择6位UP主作为《三国：谋定天下》职业代言人



资料来源：游戏葡萄

储备游戏《炽焰天穹》值得期待。《炽焰天穹》为哔哩哔哩代理发行的二次元回合战斗游戏，将于2024年7月17日上线。《炽焰天穹》由曾打造《AIR》《CLANNAD》《Little Busters!》《Angel Beats!》等多部知名作品的主创Key麻枝准与曾开发《另一个伊甸：超越时空的猫》《消灭都市》等游戏的Wright Flyer Studios携手开发，目前在哔哩哔哩平台预约超96万，评分为9.6分。游戏类型符合平台用户调性，上线表现值得期待。

图33：《炽焰天穹》将于2024年7月17日上线

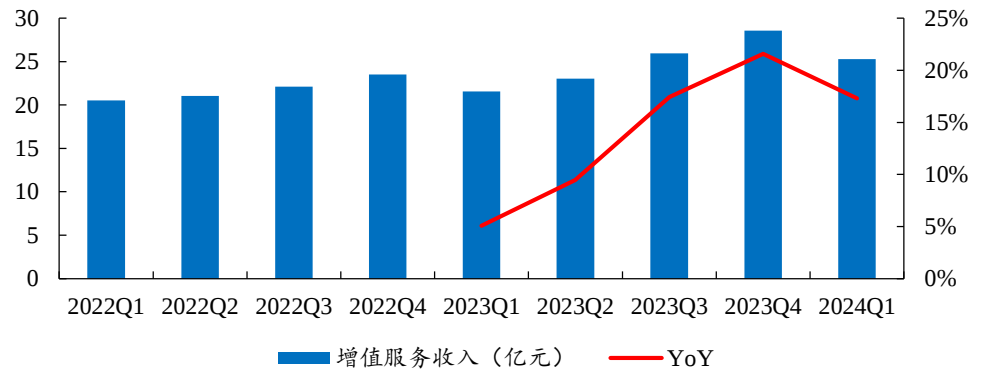


资料来源：公司官网

4.3、增值服务：自制内容不断出圈，付费率及 ARPPU 提升空间大

2019 年末公司开始加大直播业务的投入，发展势头迅猛。哔哩哔哩 2019 年 12 月获得中国地区连续三年的英雄联盟电子竞技全球总决赛的独家直播权，英雄联盟 S11 赛事观看期间人气峰值达到近 5 亿。2020 年引进原头部直播 MCN 大鹅文化创始人作为直播业务负责人。根据公司官网，2023 年平台有超 180 万的 UP 主通过直播获得收入，通过视频及直播带货获得收入的 UP 主数量同比增长 133%，同时带动公司增值服务收入持续增长。

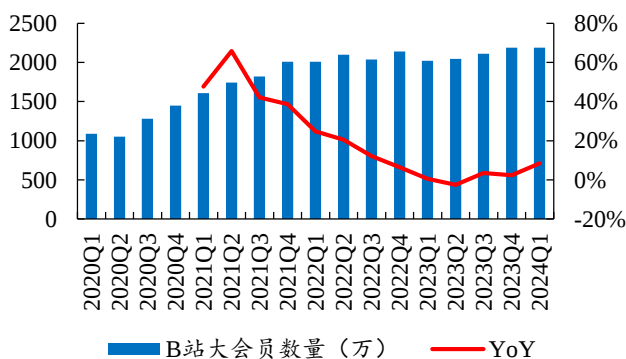
图34：哔哩哔哩增值服务收入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

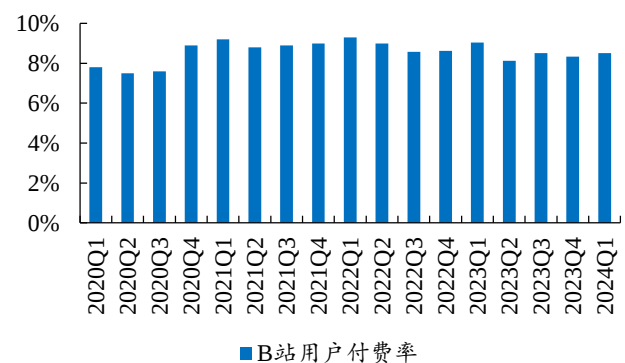
哔哩哔哩持续加码 OGV 内容投入，带动大会员数量增长。2018 年 1 月哔哩哔哩正式推出大会员服务，并上线首部大会员免费观看的番剧《紫罗兰永恒花园》。随着哔哩哔哩陆续开始发力国创、纪录片、综艺、影视等内容自制，平台 OGV 内容库持续丰富。优质内容带动下，大会员数量持续增长。目前哔哩哔哩大会员可以享有免费或抢先看部分内容、半价点播付费内容等内容特权，以及装扮、身份和视听相关特权。2024Q1，哔哩哔哩大会员数量达到 2190 万，同比增长 8.4%，用户付费率达 8.5%。

图35：OGV 内容带动哔哩哔哩大会员数量持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：哔哩哔哩用户付费率整体维持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

自制内容与 PUGV 内容协同，构建独特内容生态，驱动付费率与 ARPU 值提升。对传统视频平台来说，平台自制的 OGV 内容是主力，OGV 内容的吸引力和变现能力成为平台在业内立足的关键，OGV 对提升平台影响力至关重要。而哔哩哔哩内容的核心是用户自制，引入 OGV 内容可以搭建一个从 PUGV 到 OGV 再到 PUGV 的内容生态。哔哩哔哩自制内容贴近站内 Z+世代、二次元用户需求，并寻求差异化，2019 年推出的动画《灵笼》全网传播量近 20 亿，2020 年推出的《风犬

少年的天空》《说唱新世代》等一度实现破圈走向大众视野，自 2019 年开始每年元旦推出的跨年晚会《最美的夜》影响力不断增强，2023 年跨年晚会直播人气峰值超 3.4 亿，创历史新高。OGV 与 PUGV 的协同，有利于内容出圈，促进用户拉新、留存，独特的优质内容也有助于拉动平台会员和付费，使哔哩哔哩的商业化更加健康。

图37：哔哩哔哩持续投入自制 OGV 内容



资料来源：《B 站 2021 品牌营销手册》

表3：哔哩哔哩具有丰富的独特自制内容

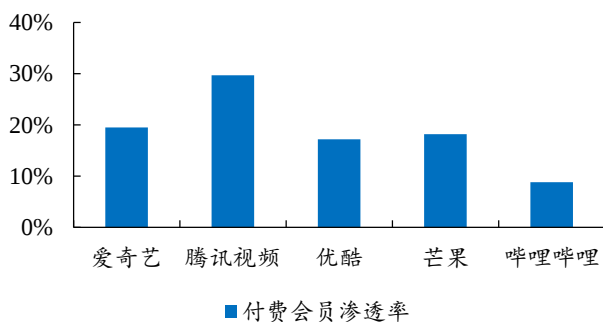
自制内容	类型	播出时间	内容	豆瓣评分	豆瓣想看 (万)
跨年晚会《最美的夜》	晚会	2019-2023 年	《“2022 最美的夜” bilibili 晚会》当晚直播人气峰值高达 3.3 亿。《2023 年最美的夜》豆瓣评分达 8.5。		
《守护解放西》	综艺节目	2019/9/14-2023/10/27	《守护解放西》是由哔哩哔哩推出的警务纪实观察类真人秀，每季均 10 期，包括：《守护解放西第一季》《守护解放西第二季》《守护解放西第三季》《守护解放西第四季》。截至《守护解放西 3》第 9 集播出，《守护解放西》系列播放量超 4.1 亿，第三季单季播放量超 1.8 亿，第一、二季播放量均超 1.2 亿	8.2	
《但是还有书籍》	纪录片	2019/12/11 第一季，2022/1/20 第二季	由哔哩哔哩和北京小河文化传媒有限公司联合出品的人文类纪录片，该纪录片以书籍为主题，讲述了形形色色的写书人、做书人、爱书人、读书人的故事。	9/9.4	10.9 万
《奇迹焕新家》	综艺节目	2023/9/21	哔哩哔哩首档个性住房改造综艺，节目共 8 期		
《古相思曲》	剧集	2023/6/22	剧情以现代历史畅销书作家沈不言的穿越经历展开，呈现了沈不言与女主陆鸢双向奔赴的千年爱恋。截至 2023 年 10 月 5 日，该剧豆瓣电影评分 8.6 分；成为 23 年暑期档黑马剧集	8.6	7.7 万
《令人澎湃的西藏》	综艺节目	2023/5/6	无明星、无剧本的旅行创新内容，哔哩哔哩游戏区 UP 主管泽元、王瀚哲，知识区 UP 主王骁 Albert、自然卷王卷卷，舞蹈区 UP 主韩小沐、欣小萌带着征集来的粉丝心愿，一同踏上前往西藏的人文探索之旅。		
《三悦有了新工作》	剧集	2022/9/21	从 95 后年轻人的视角出发，讲述了阴差阳错来到殡仪馆担任化妆师的赵三悦（周依然 饰），从新入行时对这份职业怀抱着未知，到感悟生死用心学习遗体化妆的故事。	8.4	5.9 万
《黑门》	动画	2022/7/29	由哔哩哔哩、哔梦出品、初色动画联合出品制作的原创作品，故事从三条支线展开，以悬疑定调，展现神秘的脑宇宙和纯粹的中国未来。以脑科学为题材，对于中国科幻创作是一次大胆的尝试和挑战。	8.2	1.2 万
《正义的算法》	剧集	2022/6/15	哔哩哔哩和迪士尼联合出品《正义的算法》，律政轻喜剧。截至 2022 年 7 月，哔哩哔哩播放量超过 1.3 亿，弹幕数超过 23.5 万	8.1	3.4 万
《珍馐记》	剧集	2022/4/7	由欢娱影视出品，bilibili 联合出品，古装美食轻喜剧。哔哩哔哩播放量超 2 亿，弹幕 80.2 万，Disney+ 已购买该剧海外版权	6.9	
《90 婚介所》	综艺节目	2021/10/31	哔哩哔哩出品的首档异性交友节目，旨在帮助 90 后寻找 90 分的爱情。孟非担任主持人，由阚清子、沈奕斐、孟常担任节目助恋团。	6.8	
《双镜》	剧集	2021/8/12	该剧以民国时期上海滩为背景，讲述了知名作家许幼怡因为丈夫周衡的背叛而被卷入一桩连环凶杀案，在破案过程中结识照相馆老板严微，两人相互依靠，成为彼此救赎与希望的故事	6.8	1.3 万
《突如其来的假期》	剧集	2021/7/16	围绕榴莲这个不按常理出牌的 30 岁单身女性展开，讲述了榴莲	7.3	2.3 万

自制内容	类型	播出时间	内容	豆瓣评分	豆瓣想看(万)
《我是特优生》	综艺节目	2020/12/19	的母亲意外去世打破了她原本自得其乐的生活 哔哩哔哩出品的首档声音演员竞技节目，集结了 33 位优质的声音演员亮相发声，他们经历 5 个赛段的“声音舞台竞演”，决出代表新时代风貌的 5 位声音演员	7.7	
《风犬少年的天空》	剧集	2020/9/24	在欢喜首映和 bilibili 联合独播，讲述了千禧年间一群新时代少年们跌跌撞撞、全力奔跑的成长时光的故事。《风犬》在哔哩哔哩内获得了 8.6 分评分，哔哩哔哩用户对剧集口碑表示了初步认可。开播三天后，其播放量突破 2000 万，超过 42 万受众点亮了追剧按钮。	8	8 万
《说唱新世代》	综艺节目	2020/8/22	《说唱新世代》是哔哩哔哩出品的说唱音乐类节目，共 11 期，汇聚来自全国各地的 rapper。节目于 2020 年 8 月 22 日起每周六 20:00 在哔哩哔哩播出，于 2020 年 11 月 1 日完结。2020 年第三季度全网网络综艺有效播放霸屏榜排名在十名以外	9.1	1.2 万
《灵笼》	动画	2019/7/13	《灵笼》是国产原创末日幻想题材动画巨作，凭借出色的剧情设定和精良的后期制作，第一季哔哩哔哩追番人数近 900 万，豆瓣评分 8.3 分、全网传播量近 20 亿，多次登上微博热搜。	8.3	3.7 万

资料来源：哔哩哔哩、豆瓣、开源证券研究所

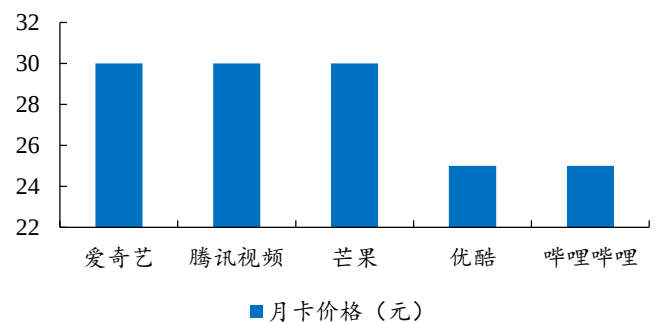
相比头部内容社区平台，哔哩哔哩付费率与 ARPU 仍有较大提升空间。由于哔哩哔哩用户群体多为大学生和刚刚毕业参加工作的年轻人，因此付费能力相对较低，对比其他长视频平台付费率处于低位，同时由于内容相对垂类和丰富性有限，B 站大会员定价显著低于行业平均水平。

图38：2020 年哔哩哔哩用户付费率低于其他视频平台



数据来源：Mob 研究院、开源证券研究所

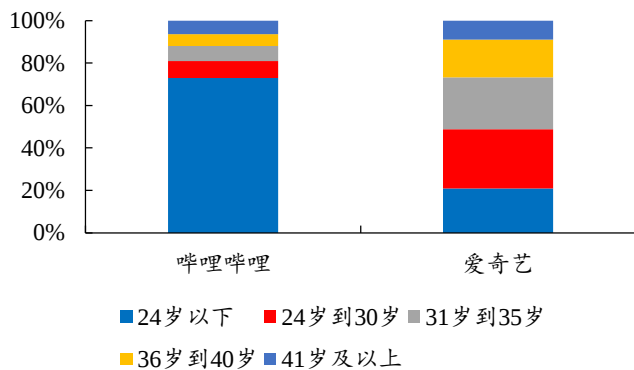
图39：哔哩哔哩会员月卡价格低于其他视频平台



数据来源：爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV、优酷、哔哩哔哩、开源证券研究所

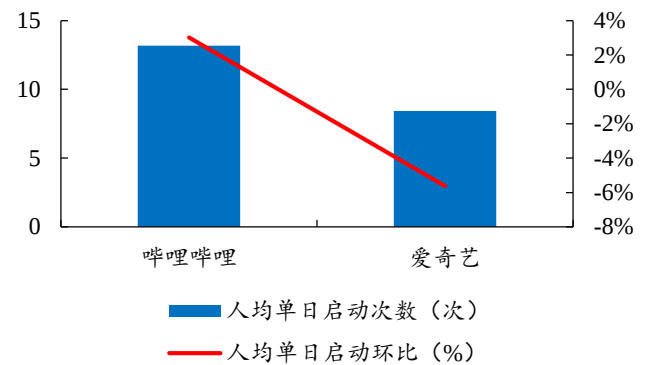
哔哩哔哩用户更加年轻且粘性高，消费潜力逐步释放或带动哔哩哔哩 ARPU 持续提升。根据易观千帆数据，2022 年 1 月哔哩哔哩用户中年龄在 24-40 岁的用户占比为 20.64%，爱奇艺用户中年龄在 24-40 岁的用户占比为 70.17%，一般我们认为 20-40 岁的消费者财务更加独立，更具消费潜力，因此随着哔哩哔哩用户年龄和收入的增长，消费能力有望提升。从用户粘性来看，2021 年 12 月哔哩哔哩人均单日启动次数为 13.17 次，高于爱奇艺的 8.42 次，高用户粘性或带来更高的付费意愿，配合用户消费能力的提升，有望带动哔哩哔哩 ARPU 持续提升。

图40：2022年1月哔哩哔哩用户结构比爱奇艺更年轻



数据来源：易观千帆、开源证券研究所

图41：2021年12月哔哩哔哩人均单日启动次数高于爱奇艺



数据来源：易观千帆、开源证券研究所

4.4、广告：整合营销建立用户信任，广告变现空间大

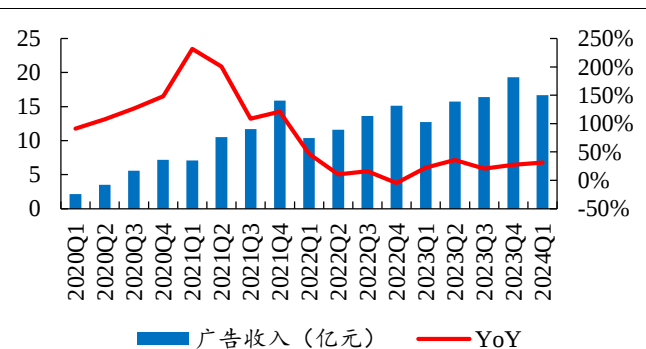
广告形式多元化，通过“品牌营销+效果营销+内容营销”的整合营销助力广告主实现品效协同。哔哩哔哩自2017年向广告主推出广告服务，广告形式涵盖首页焦点图/通栏、分区焦点图/通栏、inline大视窗、移动端信息流等曝光类广告；以大数据分析为导向的信息流GD、GD圈层定投等精准类广告；以UP主播放框下邀约/互选为代表的商单广告等。哔哩哔哩通过品牌营销多维触达年轻用户群体，赢得用户关注和好感；通过效果营销聚焦新一代用户市场，精准实现效果转化；通过内容营销，实现IP内容与UP主合作广泛发酵，帮助品牌建立内容传播链路。随着哔哩哔哩平台营销价值不断提升，公司广告收入持续增长，2024Q1广告收入达16.7亿元，同比增长31%。

图42：哔哩哔哩“品牌营销+效果营销+内容营销”三驾马车齐驱



资料来源：《B站2021品牌营销手册》

图43：2024Q1公司实现广告收入16.7亿元，同比增长31%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

品牌营销释放品牌影响力。品牌营销主要涵盖开屏、大视窗、联动霸屏、焦点图等展示型广告，并通过哔哩哔哩新品日、哔哩哔哩召集令、IP BUFF、哔哩哔哩热点等整合营销解决方案提升品牌曝光度及影响力。如别克威朗PRO和哔哩哔哩联手打造了#快乐小PRO站#，通过汽车区的UP主“极速拍档”，邀请了“手工梗”、“欣小萌”、“倒悬的橘子”、“啊吗粽”、“绵羊料理”等UP主一起进行赛道日活动。新型的用户召集，再以赛道日的方式体现车的性能、内饰，向用户传递品牌理念，最后在上海、成都、长沙等地的地铁站里，把UP主的快乐宣言打到墙上，让更多用户了解这个活动。最终整体内容在热门榜、话题榜以及站内汽车区的排名都有显著提升。

表4：哔哩哔哩品牌营销通过新品日、召集令、IP BUFF、B站热点等整合营销解决方案提升品牌曝光度及影响力

品牌营销	广告类型	特点及效果
展示型广告	开屏	广告在 APP 打开时半屏/全屏展示，强视觉冲击强势锁定新一代的注意力
	大视窗	超大尺寸信息流 X 动态视频 = 品牌吸睛神器
	联动霸屏	超强曝光原生触达，赋予品牌信息更大的传递空间。闪屏与首页焦点联动，长达 20 秒的创意承载时间，抓人眼球。
	焦点图	首页大流量覆盖，25%屏幕占比，充分展现品牌信息
整合营销解决方案	哔哩哔哩新品日	哔哩哔哩新品营销解决方案，“直播+视频”两开花，聚焦新品卖点，强曝光吸睛，多互动炫酷，短周期内击穿用户认知，引爆品牌影响力
	哔哩哔哩召集令	通过视频内容加速扩散的话题营销解决方案，以视频内容为出发点，聚合流量资源、UP 主影响力和平台社区特性，一站式助力品牌快速完成“触达—聚拢—发酵—沉淀”的营销全链路
	企业号	哔哩哔哩认证企业官方账号，让品牌融入 Z 世代
	IP BUFF	通过 IP 授权、IP 内容合作等焕活品牌年轻力，通过 IP 热点话题释放品牌影响力
	B 站热点	借势 BilibiliWorld、拜年祭、跨年晚会等哔哩哔哩平台事件，打造年轻消费热点

资料来源：哔哩哔哩营销官网、开源证券研究所

效果营销助力高效触达转化。效果营销主要涵盖信息流、播放页“相关推荐”等流量场景，通过精准人群定向、oCPC 和 oCPM 智能投放出价等助力广告主精细化流量采买，实现线索收集、电商转化、游戏分发、应用下载等投放目的。

表5：哔哩哔哩效果营销涵盖信息流、播放页“相关推荐”等流量场景，助力高效触达转化

效果营销	分类	特点及效果
流量场景	信息流	广告在 APP 打开时以原生形式出现在视频内容流场景，融入原生场景，结合用户兴趣呈现广告内容，支持站内外多种落地页形式，强势锁定新一代的注意力
	播放页“相关推荐”	融入播放页推荐视频，以原生形态自然呈现
产品能力	精准定向	常规的人群定向能力之外，结合哔哩哔哩内容兴趣大数据，支持多维度定向
	智能投放	根据效果转化智能调整出价，支持 oCPC、oCPM
	原生体验	效果落地页支持视频内容加转化组件，更贴近哔哩哔哩用户使用习惯
投放目的	线索收集	支持表单填写和咨询互动，帮助客户进行客资收集
	电商转化	支持 DPA 及电商平台唤起
	游戏分发	支持游戏预约、激活、付费等投放模式

资料来源：哔哩哔哩营销官网、开源证券研究所

内容营销实现内容即广告。内容营销主要涵盖焦点内容营销、大事件营销和 UP 主营销等，通过国创、纪录片、综艺、电竞等焦点内容无缝植入产品/品牌信息，通过 bilibili 新年晚会、bilibili world、bilibili macro link、拜年纪等大事件带动品牌出圈，通过商单合作、创作推广、邀约广告等 UP 主创作内容促成转化。我们认为，内容营销能够使得内容与 UP 主成为品牌与用户之间沟通的桥梁，将品牌嵌入优质的内容针对多元圈层进行渗透传播，并借助 UP 主粉丝力量触达更广泛的年轻用户。

表6：哔哩哔哩内容营销涵盖焦点内容营销、大事件营销和 UP 主营销等形式，实现内容即广告

内容营销	分类	特点及效果
焦点内容营销	内容植入	结合内容，无缝植入产品/品牌信息
	定制番外	为品牌定制创意番外
	IP 授权	IP 授权上包装、IP 授权周边、IP 授权宣推
	包装权益	标板、压屏条、片尾鸣谢等
大事件营销	bilibili 新年晚会·最美的夜	“最美的夜”作为互联网视频行业首台新年晚会，播出后获全网热议“这场新年晚会很懂年轻人”
	BW (bilibili world)	BW，每年举办的娱乐嘉年华，集演出、展览、互动游戏和周边售卖于一身，为喜爱哔哩哔哩内容的用户展现一个实体化世界
	BML (bilibili)	BML，目前中国规模最大的 ACG 线下演唱会之一。以哔哩哔哩核心内容为主题，集聚了

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

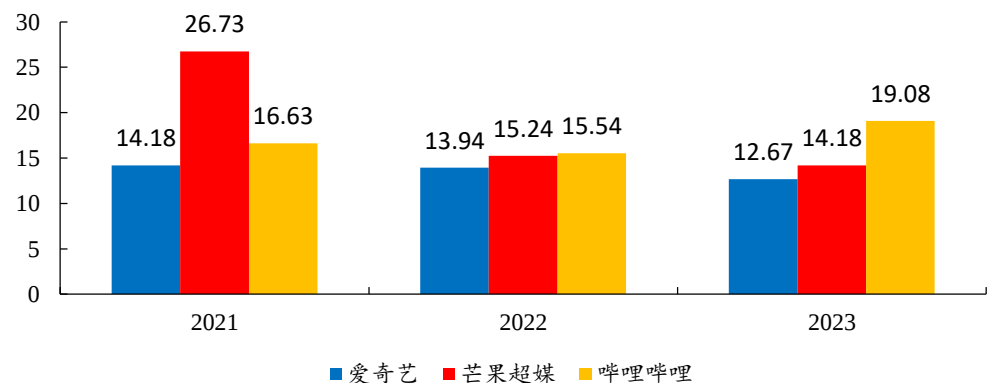
UP 主营销	macro link)	一线动画歌手、人气 UP 主、网络年轻文化代表人物
	拜年纪	拜年纪，属于哔哩哔哩用户自己的除夕夜线上盛会，体现着哔哩哔哩 UP 主在创作上的不懈追求与 PUGV 作品的质量高峰
	商单合作	品牌诉求与 UP 主内容自然结合，渗透传播，触达粉丝
	创作推广	对 UP 主商单视频进行定向流量推广，助燃优质商单视频获取更多曝光
	邀约广告	在 UP 主商单中增加关联广告链接，实现后链路购买/下载转化闭环

资料来源：哔哩哔哩营销官网、《Bilibili 品牌营销手册》、开源证券研究所

我们认为，未来哔哩哔哩的广告收入提升将主要来源于以下方面：

(1) 丰富广告主和品牌广告类型，提升每用户广告价值。2021 年哔哩哔哩的广告收入/MAU 为 16.63，2023 年哔哩哔哩的广告收入/MAU 为 19.08，广告收入/MAU 提升明显。横向对比来看，2023 年哔哩哔哩的广告收入/MAU 高于爱奇艺的 12.67 和芒果超媒的 14.18，每用户广告价值提升明显。哔哩哔哩 2020Q4 前五大广告主行业为游戏、食品饮料、电商、护肤美妆和 3C 产品，而 2023Q3 前五大广告主行业为游戏、数码家电、电商、食品饮料、汽车。我们认为，广告主的变化和汽车等广告主的加入或为哔哩哔哩的广告收入/MAU 快速提升的原因，未来随着哔哩哔哩用户规模及用户消费能力的持续提升，传统大头如乳制品、美妆个护等行业广告主将愈发认可哔哩哔哩营销的重要性，广告主结构的变化或带来每用户广告价值的持续提升。

图44：2021-2023 年哔哩哔哩的广告收入/MAU 有所提升



数据来源：Wind、芒果超媒公司公告、QuestMobile、开源证券研究所

(2) 花火平台充分发挥长尾 UP 主商单价值。2020 年 7 月，哔哩哔哩上线花火平台助力品牌批量触达、筛选、匹配意向合作 UP 主，通过安全高效的全链路上化交易，为 UP 主和品牌主保驾护航。根据公司公告，截至 2021 年，入驻花火平台的 UP 主达 2.2 万名，品牌商家数达 4200 家，复投率达 75%；2022 年哔哩哔哩花火接到商单的 UP 主数量同比增长 43%，花火商单数量同比增长 40%。我们认为，品牌联合 UP 主进行“恰饭视频”创作，可以让年轻人通过更易于接受的广告形式更深刻地感受到品牌创意、核心卖点，建立消费者与品牌之间的信任感，并完成从长期信任到心智转化，提升广告长期 ROI；而相较于由品牌与 UP 主直接对接的私单形式，花火平台能够让官方整合协调品牌广告资源，协助粉丝量级非头部的长尾 UP 主变现并获取信息服务费。

图45：哔哩哔哩 UP 主营销帮助品牌实现一站式购买



资料来源：《Bilibili 品牌营销手册》

图46：UP 主内容共创方式多元化



资料来源：《Bilibili 品牌营销手册》

(3) 哔哩哔哩平台具有独特知识属性，或成为 AI 应用广告的重要投放平台。

知识类内容一直是哔哩哔哩的优势品类，哔哩哔哩用户年轻且普遍具备较高学历，同时乐意尝试新鲜事物的用户属性也决定了哔哩哔哩为 AI 潜在用户群体最集中的平台，因此各 AI 应用厂商及 AI 产品纷纷布局哔哩哔哩，包括阿里云、字节、百度、钉钉、天工 AI、Kimi 等等，哔哩哔哩已成为 AI 应用营销最重要的平台之一。例如 2024 年 1 月，Kimi Chat 在哔哩哔哩开始了投放动作，与腰部博主（粉丝量 5-40 万）开展合作，类型集中在大学教授、学术 KOL、AIGC 极客等，视频标题关键词多为【免费 ChatGPT】、【论文神器】、【英语学习助手】，累计播放量超过 50w。经过哔哩哔哩内容发酵之后，Kimi Chat 用户得到快速增长，2024 年 3 月月活跃用户达 1261 万，同比增长 321%。我们认为，哔哩哔哩有望持续受益于 AIGC 技术发展带来的 AI 应用营销需求增长。

图47：Kimi Chat 在哔哩哔哩进行了大量投放



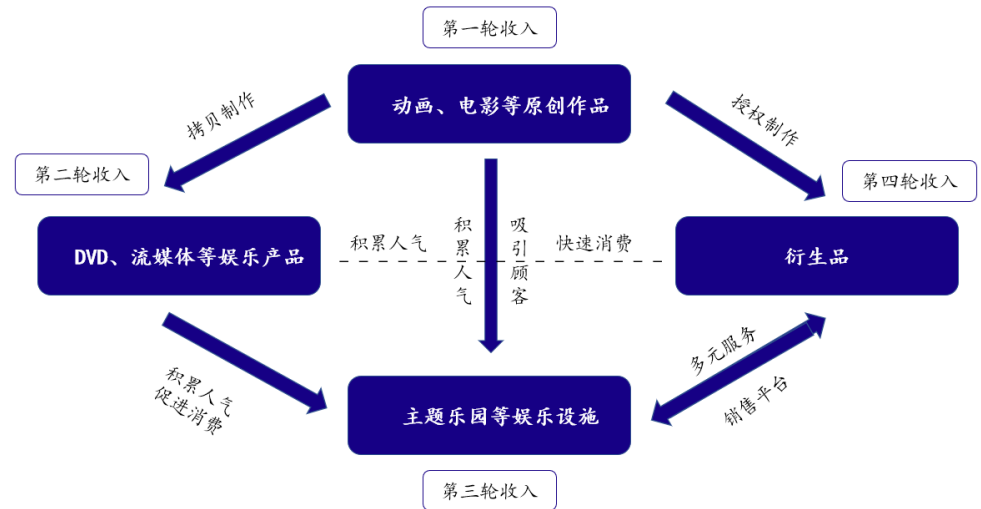
资料来源：智能涌现

4.5、IP 衍生品及其他：打造 IP 全产业链，或发挥 IP 乘数效应，拓展变现增量

IP 授权生态丰富，线上线下联动开发。公司持续孵化国创、纪录片、综艺、剧集等多类型 IP，通过与合作方进行衍生品开发、设计和销售，线上、线下营销造势和联动等方式，扩大 IP 影响力，助力 IP 深度运营。如哔哩哔哩自制纪录片《人生一串》《生活如沸》的官方授权体验店在上海大学路先后开业，成功打造哔哩哔哩特色的沉浸式文创消费场景，打通哔哩哔哩探索“线上 IP+线下体验”授权模式的全新路径。我们认为，公司通过 IP 衍生开发有望形成类似于迪斯尼“动画/电影—

电视/电台/流媒体—主题乐园—衍生品”的纵向一体化产业链，构建“轮次收入”盈利模式，实现 IP 乘数效应。

图48：迪斯尼构建了独特的“轮次收入”盈利模式



资料来源：开源证券研究所

打造多个文化品牌，开发 IP 周边产品。2020 年，哔哩哔哩推出了文化商品品牌 BilibiliGoods，定位是打造符合 Z 世代用户生活场景的消费品领先品牌，主要产品包括 2233、小电视等官方形式商品、自有 IP 对外授权合作及其相关商品、知名 IP 授权产品等，推出了“天官赐福-画中人”系列、“初音未来”系列、“时光代理人 II”系列等 IP 周边产品。此外，哔哩哔哩特别打造手办品牌 Bebox，专注打造正版且优质的手办商品，尤其主打萌系美少女系列产品，推出过新世纪福音战士 2233 联名款景品手办等产品。

图49：哔哩哔哩推出新世纪福音战士 2233 联名款景品手办



资料来源：中外 IP 授权

搭建电商销售平台，全范围覆盖 IP 衍生品，实现多元商业化落地。2017 年 7 月，哔哩哔哩正式在平台上线了会员购商城，主要开展 IP 消费体验服务业务，兼具销售平台、众筹平台双重属性。会员购商城所提供的服务以二次元相关为主，例如漫展演出票务服务，全国大型的漫展活动多数都会将会员购商城作为售票通道之一。还有二次元相关产品的销售服务，如漫画、轻小说等书籍；手办、雕像、盲盒等潮流玩具；徽章、海报、立牌、卡片、挂件、娃娃等 IP 周边产品。随着商城影响力扩大，也有很多第三方商家入驻了会员购商城，如瑞华行、森宝积木、TOP TOY、星辉、SUNRISEPOP、优持潮品、万瑞宝、模玩熊、卡游、泡泡玛特等，使得商城的产品品类覆盖到了积木、模型、车模、卡牌等品类。

图50：哔哩哔哩会员购商场入驻了大量第三方卖家



资料来源：哔哩哔哩 APP

我们认为，哔哩哔哩作为聚拢二次元群体及年轻用户的头部社区，已打通 IP 创造、IP 授权、IP 衍生品销售全产业链，随 Z+世代追求情绪价值的精神消费需求兴起，通过“线上+线下”IP 授权及衍生品销量，或不断拓展变现增量，成为公司业绩的又一重要驱动力。

5、盈利预测与估值

5.1、关键假设

5.1.1、营业收入

游戏业务：公司二次元手游发行优势明显，新游《三国：谋定天下》表现亮眼，有望带动游戏业务收入增速提升。我们预测 2024-2026 年公司游戏业务收入增速分别为 21%、14%、13%。

增值服务：大会员付费率和 ARPPU 仍有较大提升空间。我们预测 2024-2026

年公司增值服务收入增速分别为 16%、12%、11%。

广告业务：随平台用户营销价值不断提升及广告基础设施不断完善，广告收入有望保持较快增长。我们预测 2024-2026 年公司广告业务收入增速分别为 21%、13%、11%。

IP 衍生品及其他：随着公司 IP 产业链布局逐渐完善，用户付费能力逐渐提升，IP 衍生品及其他业务有望保持较快增长。我们预测 2024-2026 年公司 IP 衍生品及其他业务收入增速分别为 22%、21%、20%。

表7：预计公司营业收入保持持续增长（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	218.99	225.28	268.13	304.74	342.27
YoY	12.98%	2.87%	19.02%	13.65%	12.31%
游戏	50.21	40.21	48.74	55.76	62.84
YoY	-1.4%	-19.9%	21.2%	14.4%	12.7%
增值服务	87.15	99.10	115.25	128.86	142.93
YoY	25.7%	13.7%	16.3%	11.8%	10.9%
广告	50.66	64.12	77.48	87.87	97.79
YoY	12.0%	26.6%	20.8%	13.4%	11.3%
IP 衍生品及其他	30.96	21.85	26.66	32.25	38.71
YoY	20.0%	-29.4%	22.0%	21.0%	20.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值

5.2.1、市值/MAU 相对估值法

我们采取单用户估值法来分析公司的合理估值。选取爱奇艺（IQ.O）、快手-W（1024.HK）、芒果超媒（300413.SZ）三大视频平台作为行业可比公司，采用 2024 年 7 月 4 日收盘价，哔哩哔哩公司市值/MAU 为 146.49，低于可比公司的平均市值/MAU 158.14，公司估值具备一定吸引力。

表8：公司市值/MAU 低于可比公司平均水平

股票代码	公司名称	市值（亿元）	2023 年 MAU(亿)	市值/MAU
IQ.O	爱奇艺	272	4.21	64.50
1024.HK	快手-W	1820	7	260.05
300413.SZ	芒果超媒	373	2.49	149.88
平均值				158.14
9626.HK	哔哩哔哩-W	492	3.36	146.49

数据来源：Questmobile、Wind、各公司公告、开源证券研究所（基于 2024 年 7 月 4 日收盘价，所用汇率为 1 港币=0.9310 人民币；1 美元= 7.2735 人民币）

5.2.2、PS/PSG 相对估值法

我们采取 PS/PSG 估值法来分析公司的合理估值。选取爱奇艺（IQ.O）、快手-W（1024.HK）、芒果超媒（300413.SZ）三大视频平台作为行业可比公司，采用 2024 年 7 月 4 日收盘价，公司 PSG（2026E）为 0.10，低于可比公司的平均值 0.12，公司估值具备一定吸引力。

表9：公司 PSG（2026E）低于可选公司平均值

股票代码	公司名称	市值（亿元）	基期营业收入 （2023 年， 亿元）	营业收入 （2026E，亿 元）	基期至 2026 年营业收入 CARG	PS（2026E）	PSG（2026E）
IQ.O	爱奇艺	272	318.73	379.43	6.0%	0.72	0.12
1024.HK	快手-W	1820	134.7	1759.09	135.5%	1.03	0.01
300413.SZ	芒果超媒	373	146.28	184.66	8.1%	2.02	0.25
平均值						1.26	0.13
9626.HK	哔哩哔哩-W	492	225.28	342.27	14.0%	1.44	0.10

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2024 年 7 月 4 日收盘价，所用汇率为 1 港币=0.9310 人民币；1 美元= 7.2735 人民币，爱奇艺 2026 年营业收入采用 Wind 一致预期，快手-W、芒果超媒、哔哩哔哩-W 2026 年营业收入采用开源证券研究所预测数据）

5.3、投资建议与评级

我们看好公司作为聚集年轻用户的综合视频社区，“PUGV+OGV”内容生态、用户年龄跃迁和场景拓展驱动平台用户持续增长，独特社区文化与氛围保证平台高用户粘性与活跃度，随着核心用户 Z+世代群体年龄增长、收入提升及追求满足情绪价值的精神消费兴起，商业化空间可期。游戏、广告、增值服务（会员）、IP 衍生品等多元商业化变现有望加速释放平台变现潜力，驱动公司业绩持续增长。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为-13.79/0.29/7.43 亿元，对应当前股本的 EPS 分别为-3.3/0.1/1.8 元，当前股价对应 2026 年 PE 为 66.2 倍。**首次覆盖，给予公司“买入”评级。**

6、风险提示

1、用户增长不及预期风险：目前视频及游戏行业用户红利逐渐消失，存量市场竞争日趋激烈，公司存在用户增长不及预期的风险。

2、游戏表现不及预期风险：自研及代理游戏上线后流水变现或不及预期，导致游戏收入增速下滑的风险。

3、广告收入增长不及预期风险：目前，哔哩哔哩适合目标客户为年轻人的产品广告投放。未来，是否会有更多的广告预算投向哔哩哔哩存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,453	18,727	19,875	18,926	21,096
现金	10,173	7,192	300	2,492	3,806
应收账款	4,317	3,368	5,666	5,668	6,238
存货	437	186	408	396	394
其他流动资产	109	113	153	160	182
非流动资产	17,378	14,432	14,317	14,201	14,085
固定资产及在建工程	1,227	715	571	426	280
无形资产及其他长期资产	7,052	6,353	6,382	6,411	6,440
资产总计	41,831	33,159	34,192	33,128	35,181
流动负债	17,093	18,104	20,296	19,074	20,325
短期借款	6,621	7,456	8,648	6,393	6,317
应付账款	4,608	4,679	5,183	5,600	6,235
其他流动负债	5,864	5,969	6,465	7,081	7,772
非流动负债	9,498	651	868	996	1,057
长期借款	8,683	1	1	1	1
其他非流动负债	814	650	867	996	1,056
负债合计	26,591	18,755	21,164	20,070	21,382
股本	1,607	1,664	1,652	1,652	1,652
储备	-0	-0	0	0	0
归母所有者权益	15,238	14,392	13,013	13,042	13,785
少数股东权益	2	12	15	15	14
负债和股东权益总计	41,831	33,159	34,192	33,128	35,181

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-8,833	-5,596	-2,603	1,309	1,655
税前利润	-7,497	-4,822	-1,379	29	743
折旧和摊销	-1,722	-2,442	115	116	117
营运资本变动	396	1,657	-1,342	1,164	796
其他	-11	11	3	-0	-2
投资活动现金流	13,196	3,885	-5,481	3,138	-265
资本开支	0	1,051	0	0	0
其他	13,345	1,550	-5,481	3,138	-265
融资活动现金流	-1,714	-1,269	1,192	-2,255	-76
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	-1,714	-1,269	1,192	-2,255	-76
汇率变动对现金的影响	-316	-399	0	0	0
现金净增加额	2,649	-2,981	-6,892	2,192	1,314
期末现金总额	10,173	7,192	300	2,492	3,806

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21,899	22,528	26,813	30,474	34,227
营业成本	18,050	17,086	19,338	21,511	23,599
销售费用	4,921	3,916	4,290	4,571	5,134
管理费用	2,521	2,122	2,145	2,133	2,225
其他收入/费用	4,735	4,090	2,520	2,383	2,702
营业利润	-8,328	-4,687	-1,480	-125	567
净财务收入/费用	-30	-378	242	221	174
其他利润	954	331	-118	-68	-11
除税前利润	-7,404	-4,733	-1,356	28	730
所得税	104	79	20	-0	-11
少数股东损益	-11	11	3	-0	-2
归母净利润	-7,497	-4,822	-1,379	29	743
EBITDA	-8,358	-5,064	-2,714	-1,551	-495
扣非后净利润	-2,580	-5,478	-6,286	-4,617	-2,023
EPS	-17.80	-11.45	-3.27	0.07	1.76

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.0	2.9	19.0	13.7	12.3
营业利润(%)	30.0	43.7	68.4	91.6	555.3
归属于母公司净利润(%)	10.4	-35.7	-71.4	-102.1	2473.0
获利能力					
毛利率(%)	17.6	24.2	27.9	29.4	31.1
净利率(%)	-34.2	-21.4	-5.1	0.1	2.2
ROE(%)	-49.2	-33.5	-10.6	0.2	5.4
ROIC(%)	-26.1	-4.8	15.5	68.7	146.2
偿债能力					
资产负债率(%)	63.6	56.6	61.9	60.6	60.8
净负债比率(%)	174.5	130.2	162.4	153.7	155.0
流动比率	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.6	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.5	1.3	1.1	1.0
应收账款周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-17.8	-11.4	-3.3	0.1	1.8
每股经营现金流(最新摊薄)	-21.0	-13.3	-6.2	3.1	3.9
每股净资产(最新摊薄)	36.2	34.2	30.9	31.0	32.8
估值比率					
P/E	-6.6	-10.2	-35.7	1703.7	66.2
P/B	3.2	3.4	3.8	3.8	3.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn