传媒行业

行业研究/点评报告

用户增长大超预期，多元化变现能力持续增强

—传媒行业跟踪报告：哔哩哔哩 2020 年三季报点评

一、事件概述

哔哩哔哩（BILI.O）于 11 月 19 日发布了三季报，2020 年 Q3 实现营业收入 32.26 亿元，同比增长 73.5%，Non-GAPP 下净亏损 9.9 亿元，去年同期净亏损 3.43 亿元。三季度月均活跃用户数 1.97 亿人，日均活跃用户数 5330 万人，付费用户 1500 万人。

二、分析与判断

➢ 营收保持高速增长，多元化变现能力持续增强

哔哩哔哩 2020 年 Q3 实现营业收入 32.26 亿元，同比增长 73.5%，环比增长 23.3%，营收增长超出 Q2 业绩指引。从营收结构来看，游戏/增值服务/广告/电商及其他业务的营收占比分别为 39.5%/30.4%/17.3%/12.8%。游戏业务实现营收 12.75 亿元，同比增长 36.7%，营收规模仍居首位，但其占比已逐渐下降至 40%以下。与此同时，增值服务实现营收 9.80 亿元，占比 30.4%，同比增长 116.5%；广告业务实现营收 5.58 亿元，占比 17.3%，同比增长 125.5%；电商及其他业务实现营收 4.13 亿元，占比 12.8%，同比增长 82.8%。**我们认为，未来哔哩哔哩将从游戏业务主导业绩的增长转变为游戏、增值服务、广告共同拉动营收的增长，多元化变现能力持续增强。**

➢ PUGC 内容仍为主流，发力 OGC 内容

从内容上供给来看，PUGC 内容仍然是哔哩哔哩视频的主流，20Q3 哔哩哔哩的 PUGC 视频播放量占整体播放量的 91%。但在 PUGC 视频外，哔哩哔哩正在增加 OGC 内容的供给。包括与 BBC Studio 达成长期战略合作，深度参与纪录片共制；认购欢喜传媒 9.9%股份，签署五年期合作协议，在影视内容制作上加深合作。从策略上来看，目前哔哩哔哩更倾向于与上游制作方达成合作，开展自制内容，并未进行大规模内容采买。从实际成果来看，本季度哔哩哔哩首部自制说唱类综艺《说唱新世代》在站内播放量达 4.1 亿次，与欢喜传媒合作的首部剧集《风犬少年的天空》吸引超 3.8 亿次播放量，国创动画《元龙》三个月内播放量突破 2.6 亿，哔哩哔哩发力 OGC 内容取得了一定的成效。

➢ 用户持续增长，社区保持高活跃度

20Q3 哔哩哔哩的月均活跃用户数同比增长 54%达 1.97 亿人，日均活跃用户数同比增长 42%达 5300 万人，付费用户数同比增长 89%达 1500 万人。而在用户留存与黏性上，截止 20Q3，哔哩哔哩的正式会员数同比增长 56%达 9700 万人，12 个月用户留存率稳定在 80%以上，用户日均使用时长达 81 分钟。与用户增长相对应的是，**20Q3 哔哩哔哩 UP 主数量同比增长 51%达 170 万，月均视频投稿量同比增长 79%达 560 万。**内容供需双方的持续增长带来的是社区的高活跃度，**20Q3 哔哩哔哩日均视频播放量同比增长 77%达 13 亿次，月均互动数同比增长 177%达 55 亿次，社区保持高活跃度。**

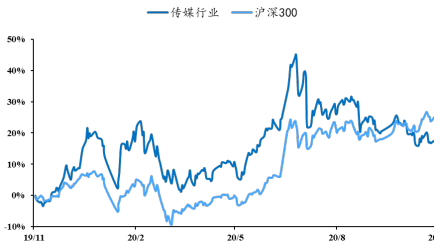
三、投资建议

不同于格局逐渐稳固的长视频与短视频，中视频的竞争尚处“战国时代”。目前中视频领域的头部玩家主要为哔哩哔哩和西瓜视频，相比长短视频均为亿级 DAU 规模，中视频行业未来成长空间巨大。目前哔哩哔哩活跃用户近 2 亿，日活用户突破 5000 万，看好哔哩哔哩长期在中视频行业的竞争地位。

四、风险提示：

用户增长不及预期、内容采买成本提高、游戏版号获取进度不及预期。

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001
电话： 010-85127513
邮箱： liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001
电话： 010-85127513
邮箱： zhongqi@mszq.com

相关研究

一、哔哩哔哩 2020Q3 核心数据：用户、营收增长持续超预期

1、整体情况：

营业收入 32.26 亿元，同比+74%，超出 2020Q2 31 亿元的预期上限。平均月活跃用户（MAU）达 1.97 亿人，同比+54%。日均活跃用户数达 5330 万人，同比+42%。平均月均付费用户达 1500 万，同比+89%。

2、营收拆分：

拆分来看：手游收入 12.75 亿元，同比+37%，单季度增长跑赢全行业；增值服务收 9.80 亿元，同比+116%；广告收入 5.58 亿元，同比+126%，随着 B 站平台的广告价值在中国在线广告市场持续被认可，公司广告客户数量持续增加；电商收入 4.1 亿元，同比+83%，公司电商收入主要为自有电商平台“会员购”售卖手办、潮玩、演出票务等收入。

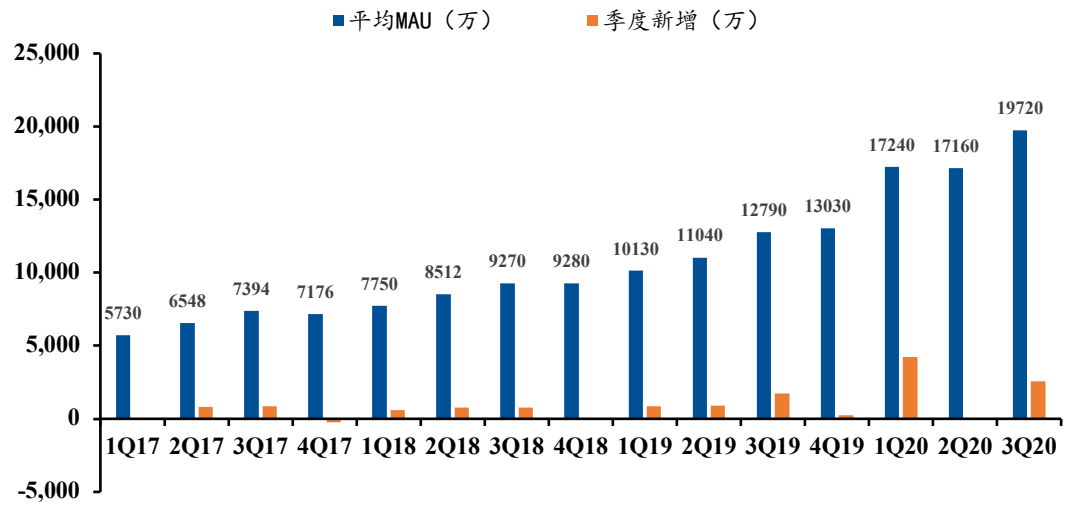
3、成本费用情况：

公司 Q3 成本为 24.64 亿元，同比+63%，其中收入分成成本为成本主要构成部分，共计 11.80 亿元，同比+77%。拆分来看：收入分享成本占营收 37%，内容成本占 14%，服务器和带宽成本占 9%，电商及其他成本占 16%。整体毛利率达 23.6%，同比+4.7pct；公司 Q3 销售费用 11.9 亿元，销售费用率 37%，同比环比均有显著提升；管理费用率 8%，研发费用率 12%，同比环比基本维持平稳。

二、Q3 具体拆分：用户增长超预期，收入结构持续多元化

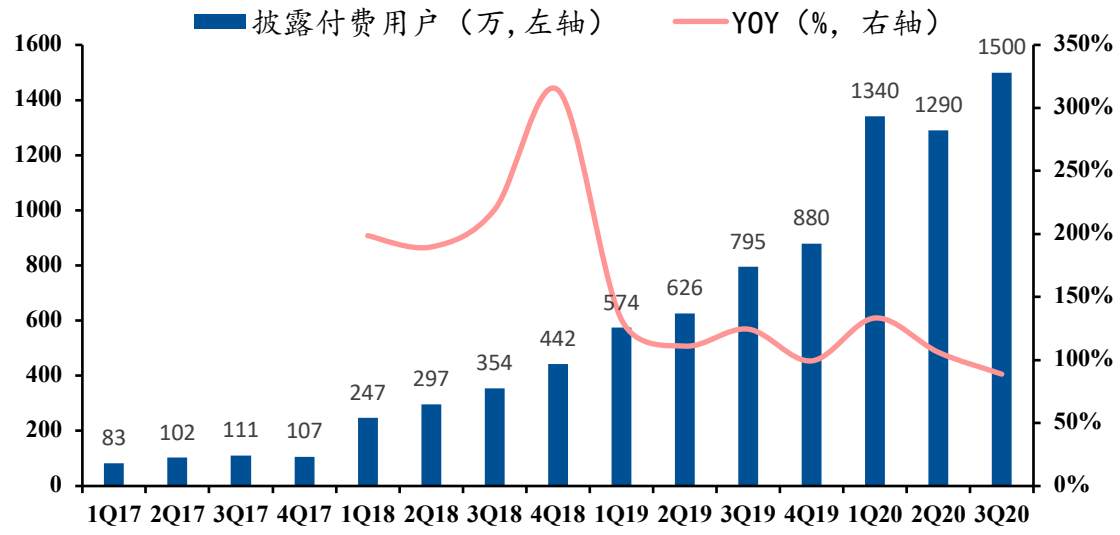
用户增长方面：平均月活自 Q2 小幅下滑后本季度再次收获高增长。B 站 2020Q3 月活用户达 1.97 亿，单季度净增活跃用户 2560 万，创下自 2020Q1 单季新增 4210 万之后的第二新高。公司在 2019Q4 设定的 2020 年及 2021 年用户增长目标分别为 1.8 亿和 2.2 亿，截至目前 2020 年目标已完成，预计 2021 年目标大概率仍将提前完成。

图1: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 平均 MAU 及季度新增月活趋势图



资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

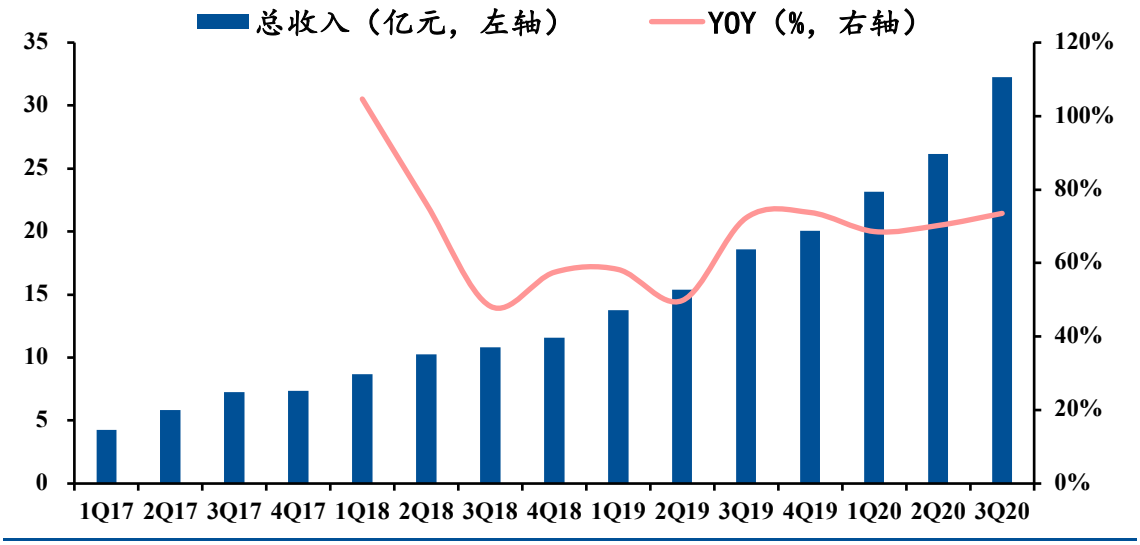
图2: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 付费用户数及同比增速变化趋势图



资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

整体营收：2020Q3 单季度营收达 32.3 亿，同比增长 73.5%，超出 2020Q2 财报 30.5~31 亿元的业绩指引。

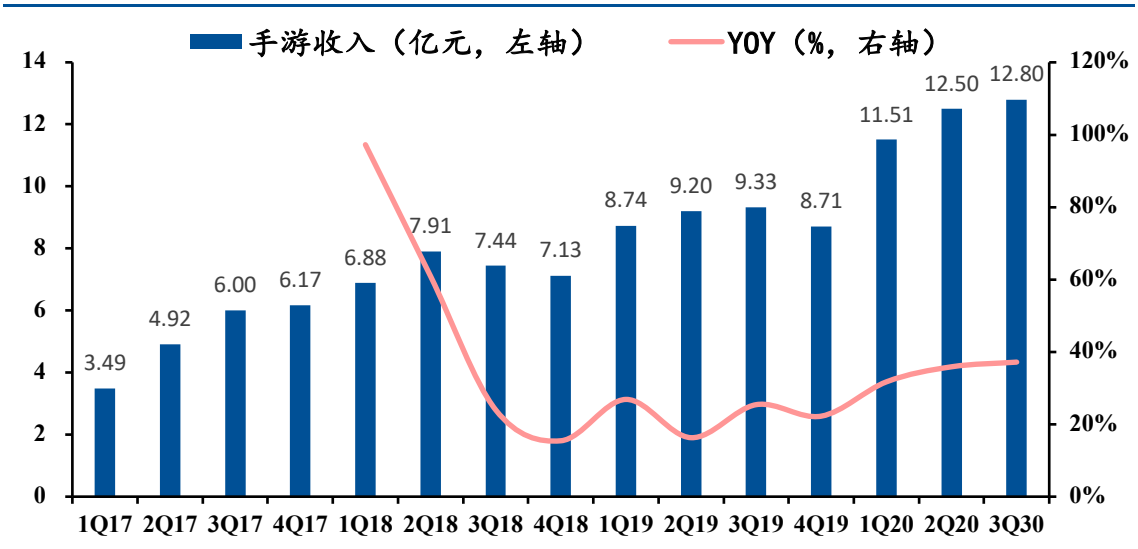
图3: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 整体营收及同比增速变化趋势



资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

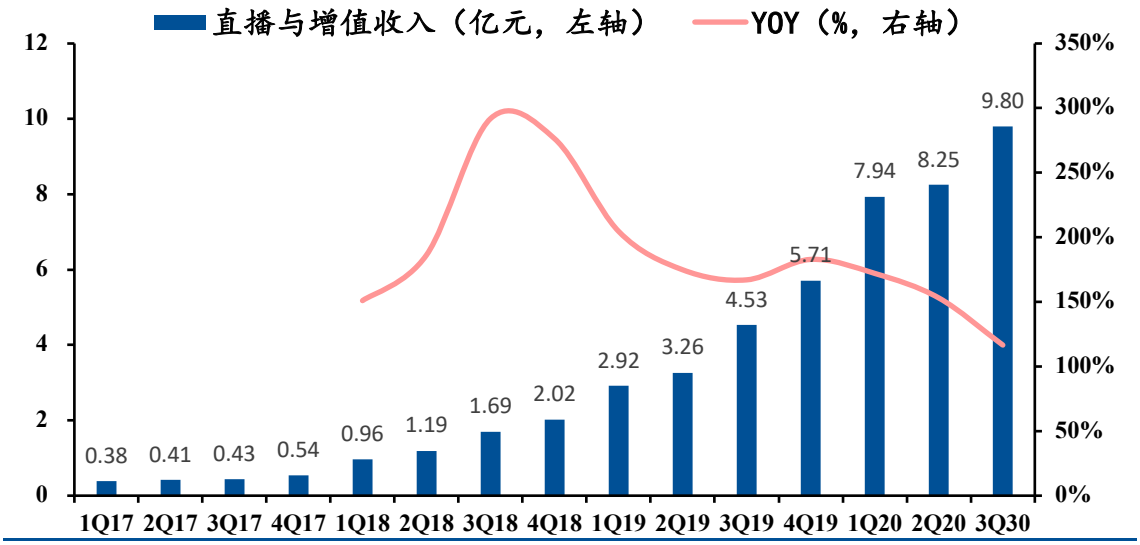
手游收入 12.75 亿元，同比+37%，单季度增长跑赢全行业；增值服务收 9.80 亿元，同比+116%；广告收入 5.58 亿元，同比+126%，随着 B 站平台的广告价值在中国在线广告市场持续被认可，公司广告客户数量持续增加；电商收入 4.1 亿元，同比+83%，公司电商收入主要为自有电商平台“会员购”售卖手办、潮玩、演出票务等收入。

图4: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 手游业务营收及同比增速变化趋势



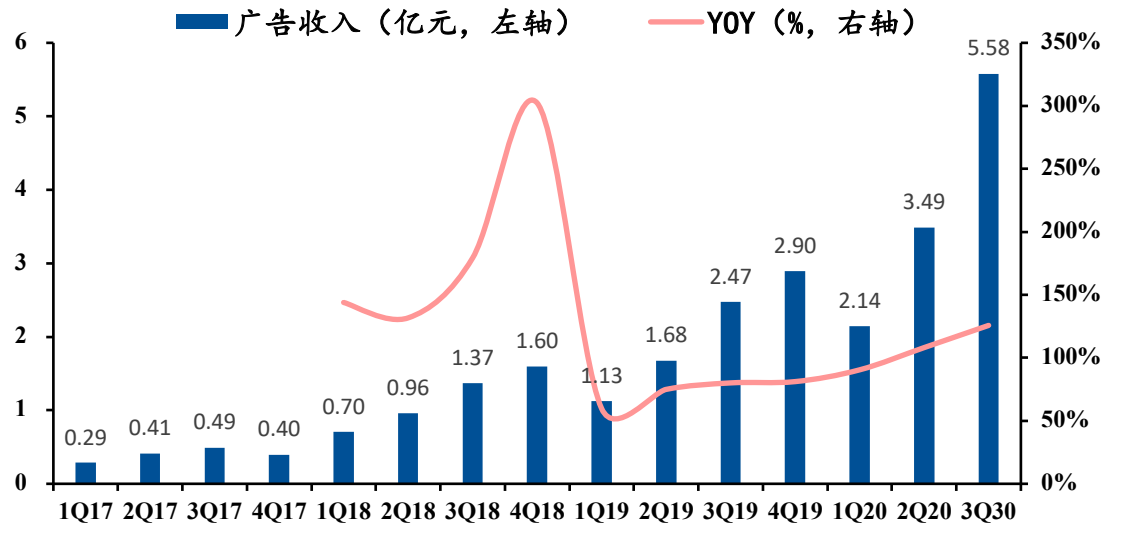
资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

图5: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 增值业务营收及同比增速变化趋势



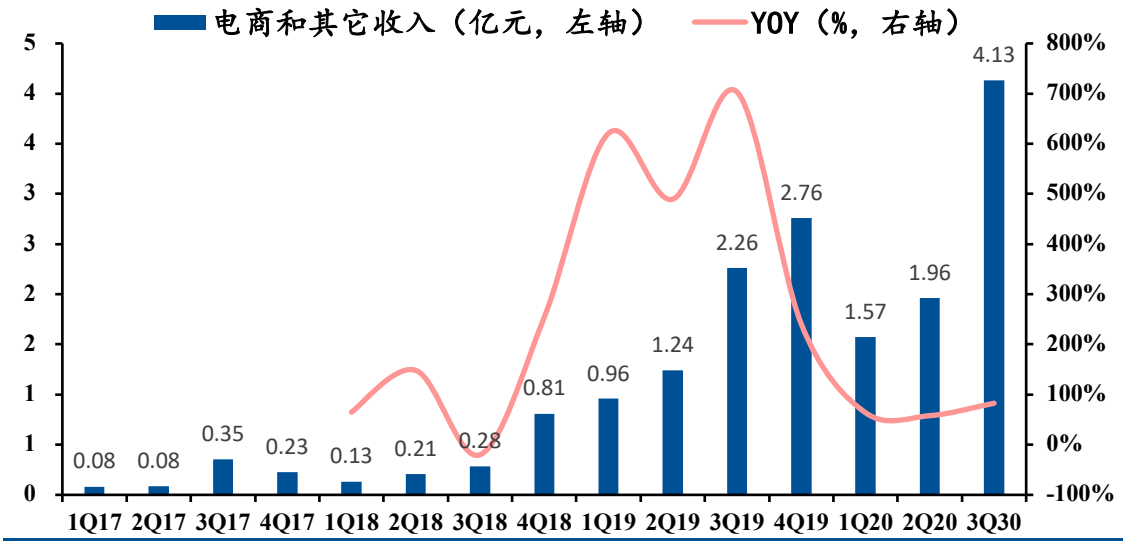
资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

图6: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 广告业务营收及同比增速变化趋势



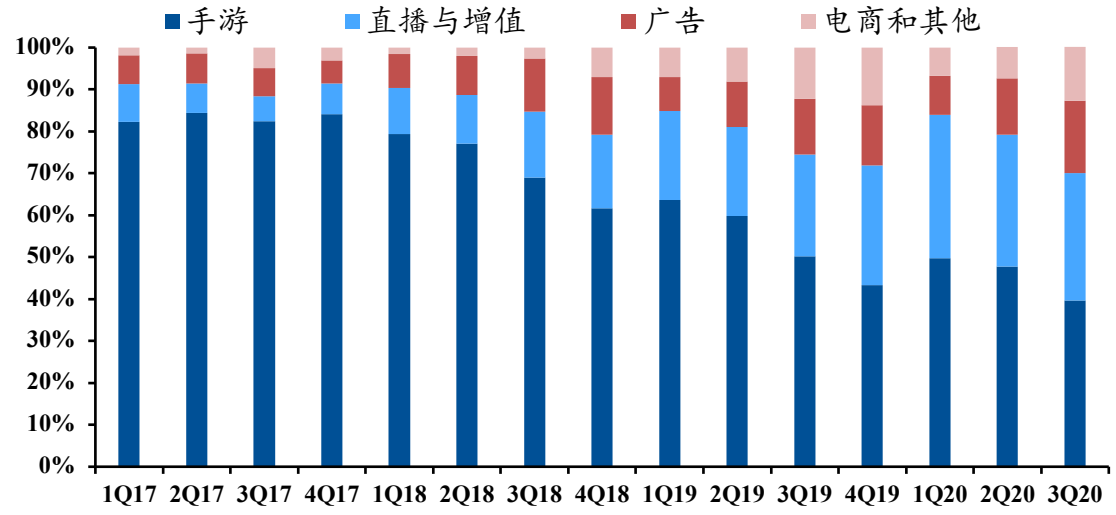
资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

图7: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 电商业务营收及同比增速变化趋势



资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

图8: BILIBILI 主营业务收入占比



资料来源：哔哩哔哩财报，民生证券研究院

三、风险提示

宏观经济下行风险；政策监管风险；版号发放/游戏上线低于预期；云业务竞争加剧。

插图目录

图 1: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 平均 MAU 及季度新增月活趋势图 3
图 2: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 付费用户数及同比增速变化趋势图 3
图 3: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 整体营收及同比增速变化趋势 4
图 4: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 手游业务营收及同比增速变化趋势 4
图 5: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 增值业务营收及同比增速变化趋势 5
图 6: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 广告业务营收及同比增速变化趋势 5
图 7: BILIBILI 2017Q1~2020Q3 电商业务营收及同比增速变化趋势 6
图 8: 哔哩哔哩主营业务收入占比 6

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。