

哔哩哔哩 (BILI)

优质内容驱动社区正循环发展，短期利润率下降

投资评级

6个月评级

买入 (维持评级)

哔哩哔哩 Q3 营收继续高增长，略高于前期指引及一致预期，其中非游戏业务同比增速达 95.6% 维持高成长性；利润率短期有所降低。3Q21 公司实现总收入 52.1 亿元，同比增长 61.4%，环比增长 15.8%。4Q21 公司预计实现收入 57-58 亿元，同比增长 48.4%-51.0%；对应 21 年全年收入预计实现 193 亿元-194 亿元，同比增长 60.9%-61.7%。3Q21 毛利率 19.6%，同比下降 4.0pct，环比下降 2.4 pct。3Q21 经调整归属股东净亏损为 16.1 亿元，亏损同比扩大 70.1%，环比扩大 21.9%；经调整净利率为-31%。

用户健康增长，社区生态保持繁荣，单用户时长创历史新高。3Q21 公司 MAU 达 2.67 亿，同比增长 35.5%，环比增长 12.7%；DAU 为 0.72 亿，同比增长 35%，环比增长 15%，DAU/MAU 为 27%，环比提升 0.5pct；其中 TV 端 MAU 超越了 PC 端，成为排名第二的设备，实现使用场景扩张。创作者生态繁荣，3Q21 月活跃内容创作者达到 270 万，同比增长 61%；每 UP 主月均视频投稿量 3.74 个，同比增加 13.6%。社区互动性及用户时长有明显提升，体现出用户增长的高质量及社区的健康度。3Q21 每 MAU 日均视频观看量为 8.6 个，同比增长 30.6%，环比增长 20.1%；单用户日均使用时长达到 88 分钟，为历史最高。付费方面，3Q21 月均付费用户 2390 万，同比增长 59.3%，付费率为 8.9%，同比提升 1.3pct。

游戏业务收入增速平淡，海外发行成效初显，中长期关注自研进展。3Q21 公司手游业务收入 13.9 亿元，同比增长 9.1%，环比增长 12.9%，占总收入 26.7%，环比减少 0.7pct。FGO 迎来五周年，体现公司游戏长线运营能力；海外发行的《重装战姬》《高能手办团》取得优异成绩；联运游戏《哈利波特：魔法觉醒》表现出色。Q4 联运游戏《英雄联盟手游》已上线，代理发行《爆裂魔女》已于 10 月 15 日公测，《悠久之树》定档 11 月 24 日公测，短期关注游戏版号发放进度，中长期重点仍在公司自研游戏进展。

高质量 OGV 内容与 PUGV 生态形成良性循环，《英雄联盟》S11 总决赛助力直播热度。3Q21 公司 VAS 收入为 19.09 亿元，同比增长 94.9%，环比增长 16.8%，占总收入 36.7%，环比增长 0.3pct。VAS 增长主要由于公司推进了商业化的进程，且大会员、直播服务及其他增值服务的付费用户数量均有增加。公司优质内容持续出圈，除原创动画外，B 站 21Q3 上线自制综艺如《90 婚介所》《我的音乐你听吗》等也获得较好反响；公司 11 月首次举办纪录片发布会，发布 21 部作品。直播方面，《英雄联盟》S11 赛季全球总决赛期间，超 1 亿用户在 B 站观看相关内容，直播人气热度峰值近 5 亿。

品牌影响力快速提升，助推广告收入高增长，电商业务保持快速增长。3Q21 公司广告收入为 11.72 亿元，同比增长 110.2%，环比增长 11.7%，占总收入的 22.5%，环比下降 0.8 个百分点。公司预计个保法等相关政策预计对明年广告业务的增长不会有明显影响，预计 Q4 和明年广告收入可以继续高速增长。随着 B 站用户规模持续增长及结构破圈、品牌广告主对平台认可度提升，以及叠加花火平台的渗透率继续提升，我们看好公司广告业务保持高成长性。3Q21 电商及其他收入为 7.34 亿元，同比增长 77.5%，环比增长 27%，增长主要来自电商平台的产品销售额增加。

投资建议：B 站拥有高质量 Z+ 世代用户，超过 10 年积累带来全场景、多元化的优质内容生态，形成高粘性与高互动的社区护城河，短期股价波动较大，但不改我们对公司的成长价值及商业化空间持续看好。基于 Q3 财务数据，我们预计 2021-2023 年收入分别为 194.0/290.1/403.0 亿元，同比增长 62%/50%/39%，对应 PS 分别为 10.2x/6.8x/4.9x，调高 Non-GAAP 净亏损幅度，预计 21-23 年 Non-GAAP 净亏损 54.0/55.7/32.1 亿元(前值 46.1/45.0/20.1 亿元)，维持“买入”评级。

风险提示：用户增长放缓，用户活跃度和粘性下降，版权风险，PUGV 内容生态不稳定，社区氛围变化，商业化进度不及预期，短期亏损扩大，行业竞争加剧，内容及数据安全等监管风险。

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

相关报告

- 1 《哔哩哔哩-公司动态研究:21Q3 业绩前瞻:用户增速及社区运营健康,商业化预计维持高增长》2021-10-19
- 2 《哔哩哔哩-公司动态研究:社区生态持续繁荣,广告及增值业务强劲增长》2021-08-23
- 3 《哔哩哔哩-公司动态研究:21Q2 业绩前瞻:用户及非游戏业务健康增长,毛利率短期下调更为蓄力长线》2021-07-24



内容目录

1. 财务数据分析：非游戏业务带动营收高增长，利润率短期下降.....	3
2. 运营数据：用户高质量增长，社区生态持续繁荣.....	6
3. 游戏业务：Q3 收入增速平淡，海外发行成效初显	10
4. 增值业务：优质 OGV 持续出圈，《英雄联盟》S11 带动直播热度	12
5. 广告收入：品牌价值及效率提升，广告业务逆势保持高增长.....	13
6. 电商及其他业务：仍保持高增长，占收入比略有提升	14
7. 投资建议.....	14

图表目录

图 1：Bilibili 总收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）	3
图 2：Bilibili 收入结构变化趋势（1Q17A-3Q21A）	4
图 3：Bilibili 毛利润及毛利率（1Q17A-3Q21A）	4
图 4：Bilibili 运营费用率（1Q17A-3Q21A）	5
图 5：Bilibili 运营利润及 OPM（1Q17A-3Q21A）	5
图 6：Bilibili 经调整归属股东净利润及净利率（1Q17A-3Q21A）	5
图 7：Bilibili MAU 及同比增速（1Q17A-3Q21A）	6
图 8：Bilibili 正式会员数及占 MAU 比例（1Q17A-3Q21A）	6
图 9：Bilibili 月均付费用户规模及付费率（1Q17A-3Q21A）	7
图 10：Bilibili 季度 ARPU 及非手游 ARPU（1Q17A-3Q21A）	7
图 11：Bilibili 单用户日均使用时长（2017A-3Q21A）	8
图 12：Bilibili 月活跃 UP 主数量及占 MAU 比例（1Q17A-3Q21A）	8
图 13：Bilibili 月均视频投稿量及每 UP 主月均投稿量（1Q17A-3Q21A）	9
图 14：Bilibili 日均视频播放量及每 MAU 日均视频观看量（1Q17A-3Q21A）	10
图 15：Bilibili 月均总互动量及每 MAU 月均互动量（1Q17A-3Q21A）	10
图 16：Bilibili 手游收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）	11
图 17：Bilibili 海外发行游戏（9M2019-11M2021）	11
图 18：Bilibili 国内部分储备游戏.....	11
图 19：Bilibili VAS 收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）	12
图 20：Bilibili 连续三年为英雄联盟全球赛事战略合作伙伴.....	13
图 21：Bilibili 广告收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）	13
图 22：Bilibili 广告分成计划图示.....	14
图 23：Bilibili 电商及其他收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）	14
图 24：Bilibili 盈利预测表（2020A-2023E）	15

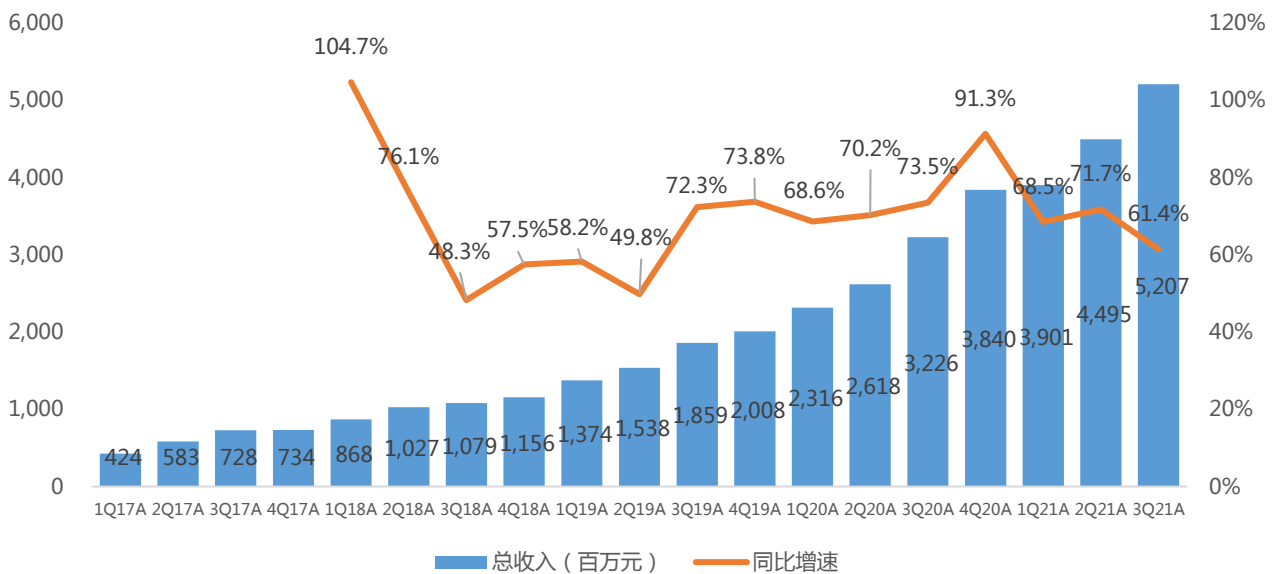
1. 财务数据分析：非游戏业务带动营收高增长，利润率短期下降

收入：3Q21 哔哩哔哩实现总收入 52.07 亿元，同比增长 61.4%，环比增长 15.8%，超出市场一致预期 0.7%。

收入指引：4Q21 公司预计实现收入 57-58 亿元，同比增长 48.4%-51.0%；对应 2021 年全年收入预计实现 193.03 亿元-194.03 亿元，同比增长为 60.9%-61.7%。

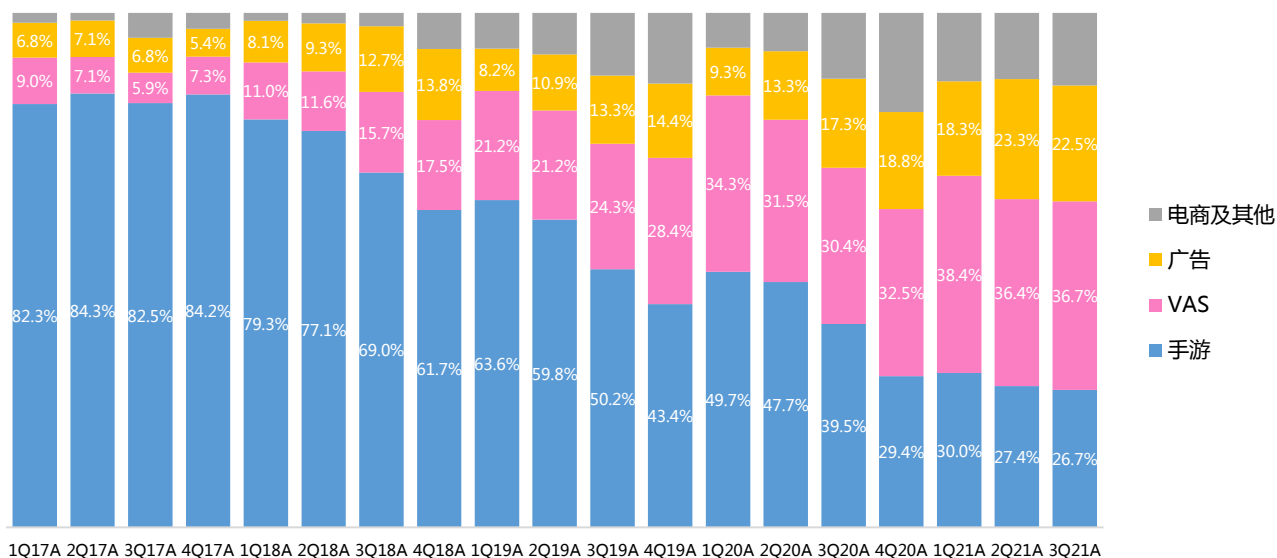
- **手游业务：**3Q21 手游收入为 13.92 亿元，同比增长 9.1%，环比增长 12.9%，占总收入的比例为 26.7%，环比降低 0.7 个百分点。
- **增值业务：**3Q21 VAS 收入为 19.09 亿元，同比增长 94.9%，环比增长 16.8%，占总收入的 36.7%，环比增长 0.3 个百分点。增值业务收入增长主要是由于公司推进了商业化的进程，且大会员、直播服务及其他增值服务的付费用户数量均有增加。
- **广告业务：**3Q21 广告收入为 11.72 亿元，同比增长 110.2%，环比增长 11.7%，占总收入的 22.5%，环比下降 0.8 个百分点。广告收入增长由于 1) 哔哩哔哩品牌在中国线上广告市场获得了进一步的认可；2) 平台的广告效率有所提升。
- **电商及其他业务：**3Q21 电商及其他收入为 7.34 亿元，同比增长 77.5%，环比增长 27%，占总收入的 14.1%，环比增长 1.2 个百分点。收入较 2020 年同期增加主要是由于电商平台的产品销售额有所增加。

图 1：Bilibili 总收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

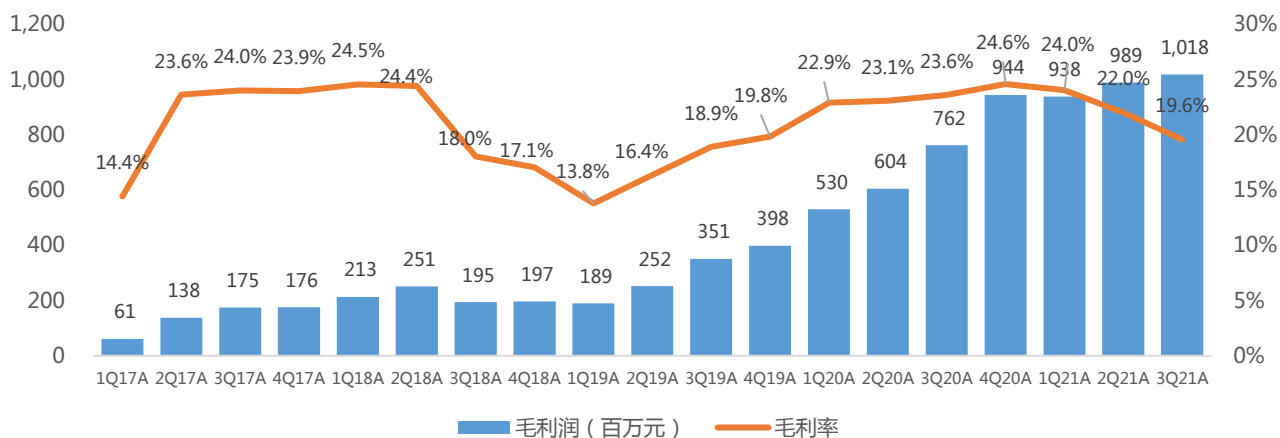
图 2: Bilibili 收入结构变化趋势 (1Q17A-3Q21A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

毛利率: 3Q21 毛利率为 19.6%, 同比下降 4.0 个百分点, 环比下降 2.4 个百分点。

图 3: Bilibili 毛利润及毛利率 (1Q17A-3Q21A)

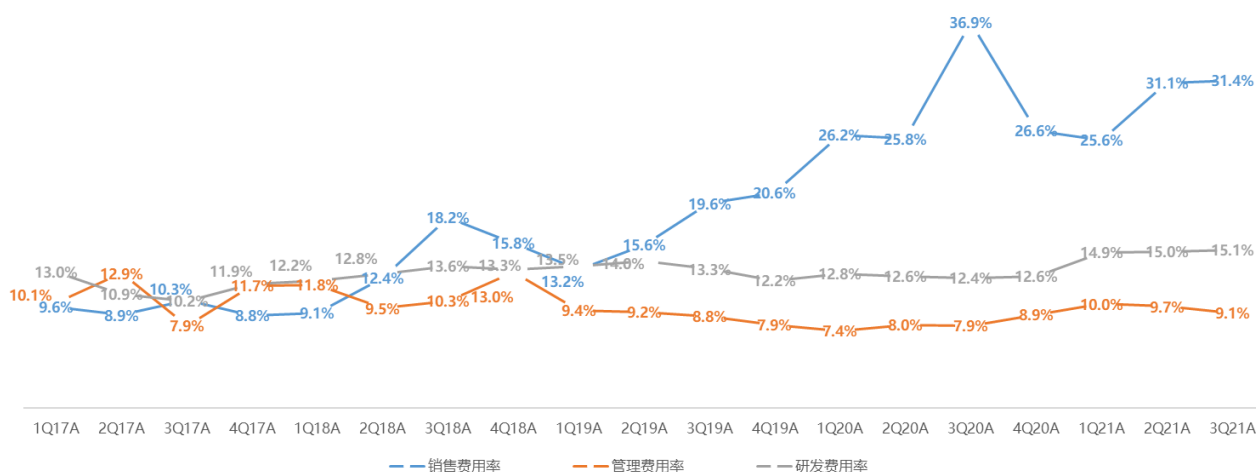


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

费用及费用率: 3Q21 运营费用为 28.97 亿元, 同比增长 57%, 环比增长 15.4%。费用率方面, 运营费用率为 55.6%, 同比下降 1.6 个百分点, 环比下降 0.2 个百分点。

- 销售及推广费用为 16.33 亿元, 同比增长 37.2%, 环比增长 16.7%。销售及推广费用率为 31.4%, 同比下降 5.5 个百分点, 环比增长 0.2 个百分点。费用增加主要是由于推广哔哩哔哩的应用程序及品牌的渠道及营销开支增加, 以及公司移动游戏的宣传开支, 加上销售及营销人员增加所致。
- 管理费用为 4.75 亿元, 同比增长 87.4%, 环比增长 8.9%。管理费用率为 9.1%, 同比增长 1.3 个百分点, 环比下降 0.6 个百分点。费用增加主要是由于一般及行政人员、股权激励费用、租金开支及其他一般及行政开支增加所致。
- 研发费用为 7.88 亿元, 同比增长 96.6%, 环比增长 17%。研发费用率为 15.1%, 同比增长 2.7 个百分点, 环比增长 0.2 个百分点。费用增加主要是由于研发人员及股权激励费用增加所致。

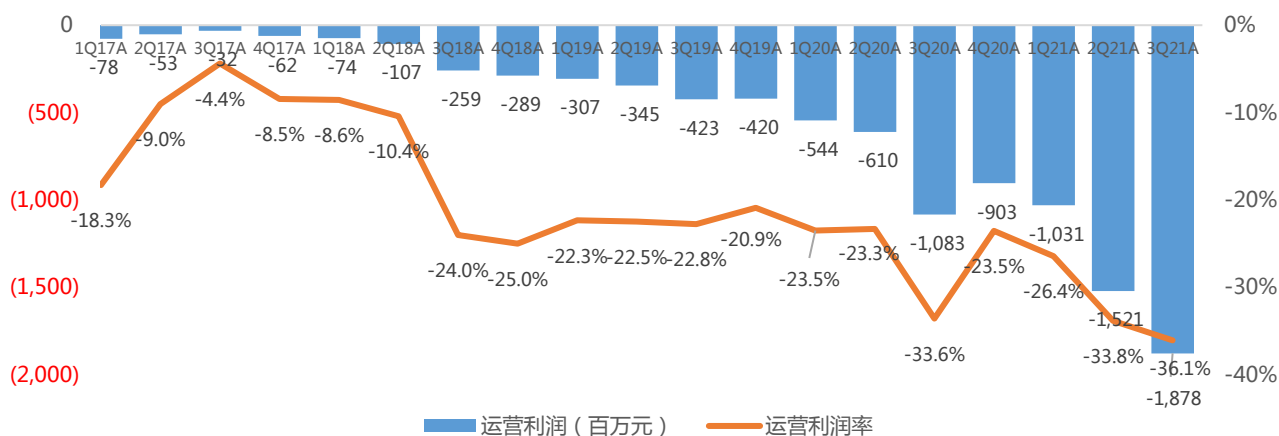
图 4: Bilibili 运营费用率 (1Q17A-3Q21A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

运营亏损: 3Q21 运营亏损为 18.78 亿元, 同比扩大 73.4%, 环比扩大 23.5%; 运营亏损率为 36.1%, 同比扩大 2.5 百分点, 环比扩大 2.2 百分点。

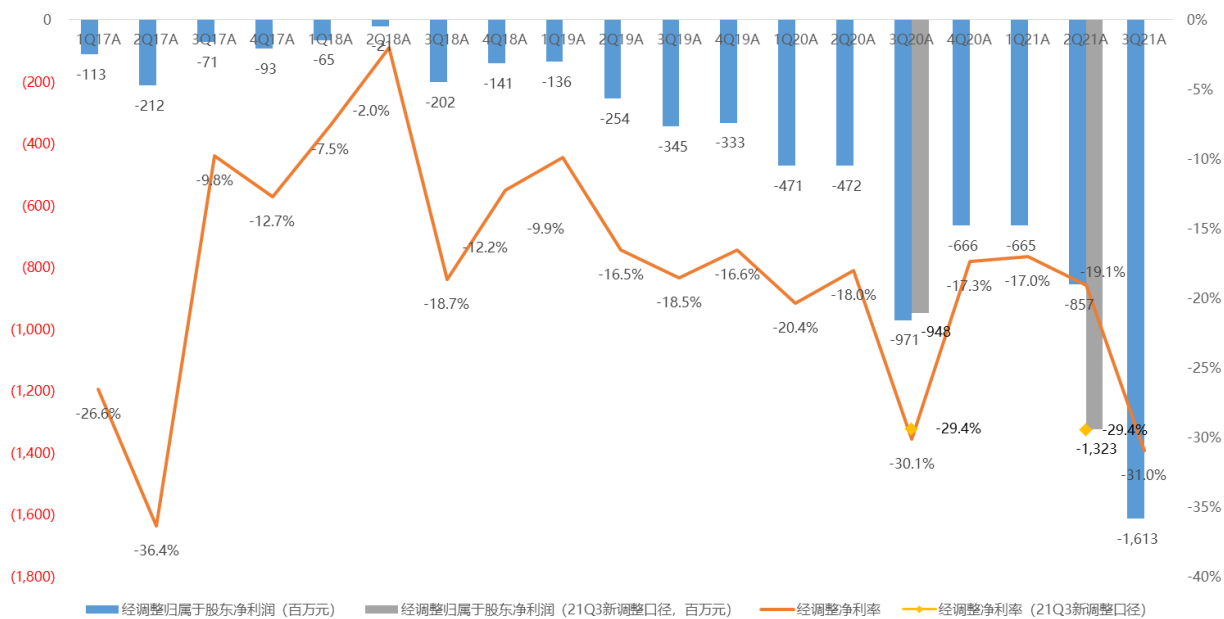
图 5: Bilibili 运营利润及 OPM (1Q17A-3Q21A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

经调整归属股东净亏损 (Non-GAAP): 3Q21 经调整归属股东净亏损为 16.1 亿元, 同比同口径亏损扩大 70.1%, 环比同口径亏损扩大 21.9%; 经调整净亏损率为 31%。

图 6: Bilibili 经调整归属股东净利润及净利率 (1Q17A-3Q21A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

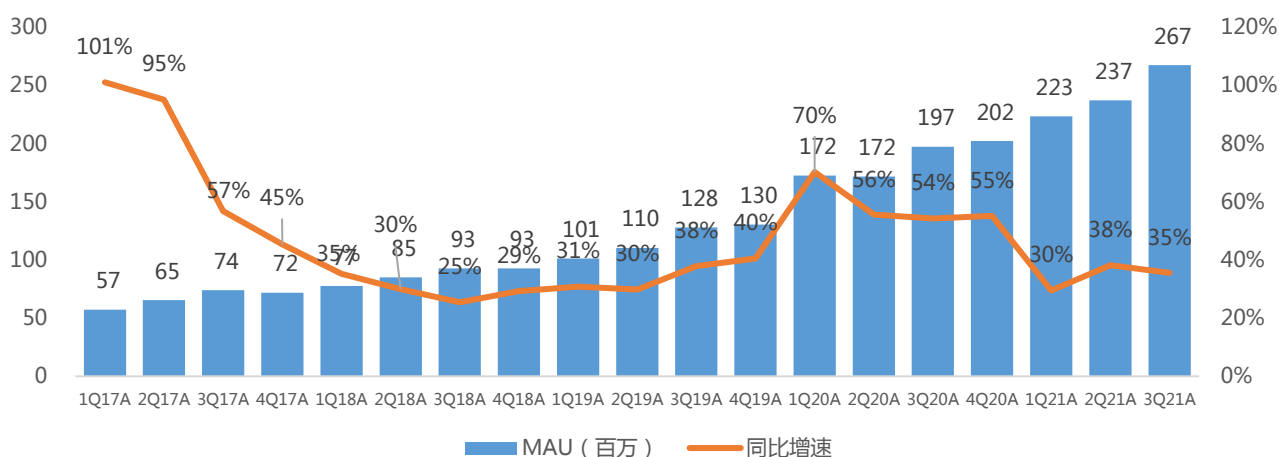
注：21Q3 净亏损调整项增加对上市公司投资的公允价值变动

2. 运营数据：用户高质量增长，社区生态持续繁荣

MAU：3Q21 MAU 达到 2.67 亿，同比增长 35.5%，环比增长 12.7%。

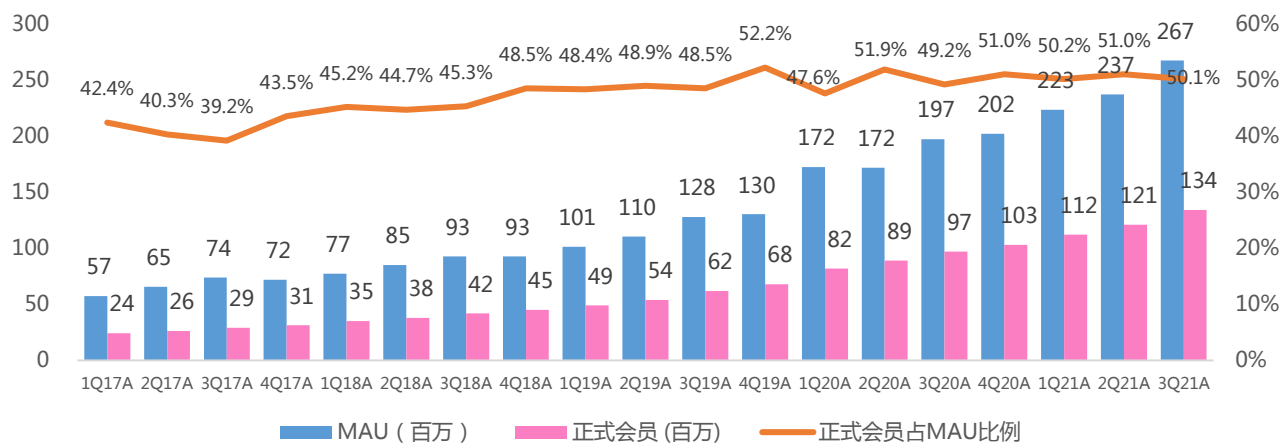
- DAU：3Q21 DAU 达到 0.72 亿，同比增长 35%，环比增长 15%，占 MAU 的 27%，环比增长 0.5pct。
- 正式会员：3Q21 通过考试的正式会员数达到 1.3 亿，同比增长 38.1%，环比增长 10.7%，占 MAU 的比例达到 50.1%，环比下降 0.9 个百分点。

图 7：Bilibili MAU 及同比增速（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

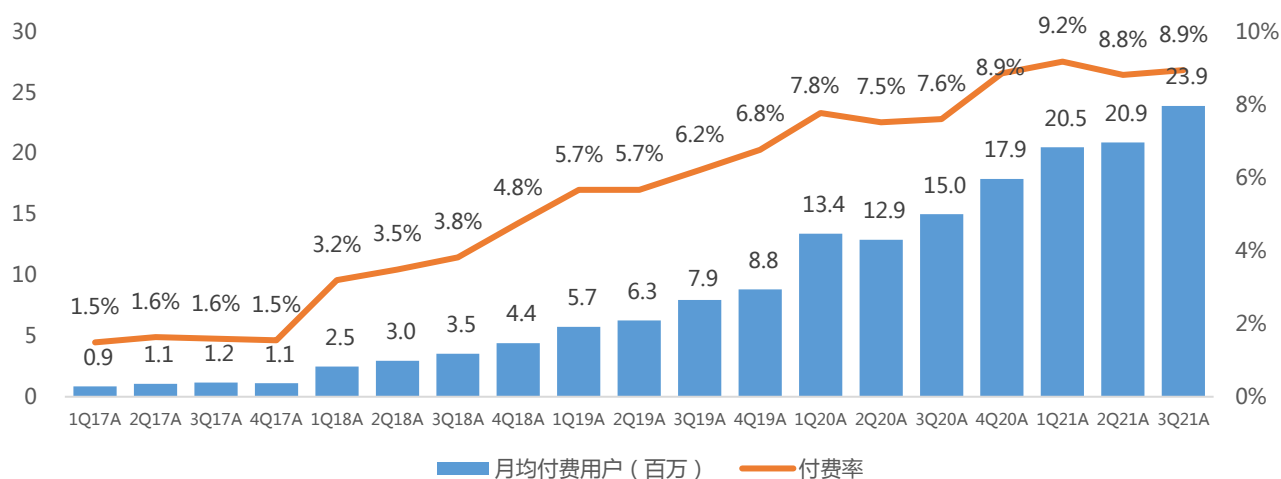
图 8：Bilibili 正式会员数及占 MAU 比例（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

付费用户：3Q21 月均付费用户 2390 万，同比增长 59.3%，环比增长 14.4%；付费率为 8.9%，同比提升 1.3 百分点，环比提升 0.1 百分点。

图 9：Bilibili 月均付费用户规模及付费率（1Q17A-3Q21A）

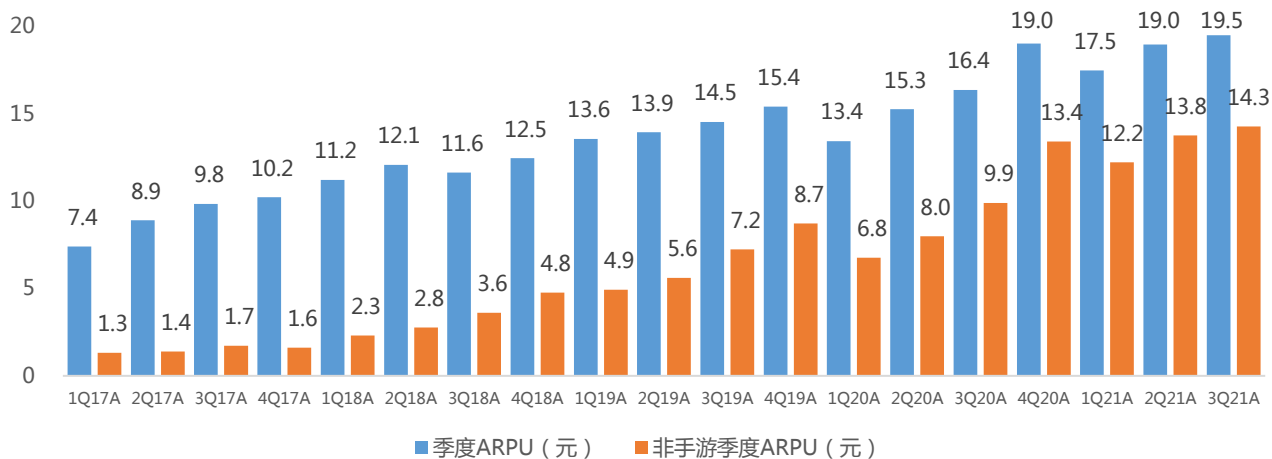


资料来源：公司公告，天风证券研究所

季度 ARPU：3Q21 同比增长 19.1%至 19.5 元，环比上升 2.8%。

- 非手游季度 ARPU：3Q21 同比增长 44.3%至 14.3 元，环比上升 3.8%。

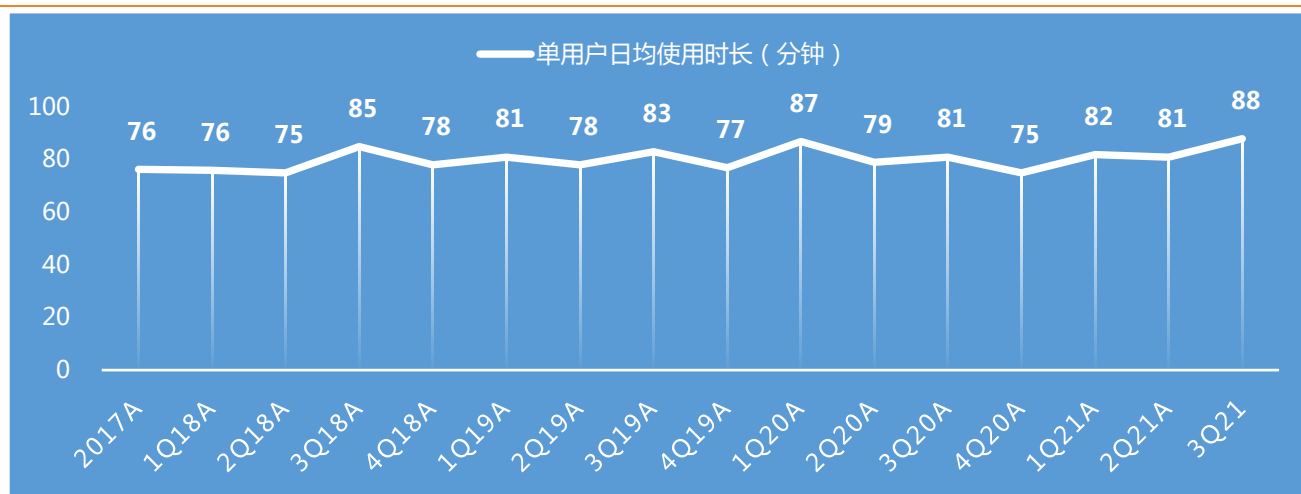
图 10：Bilibili 季度 ARPU 及非手游 ARPU（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

日均使用时长：3Q21 单用户日均使用时长（剔除手游、B 站漫画、猫耳）为 88 分钟，达到历史最高，同比增加 7 分钟，环比增加 7 分钟。

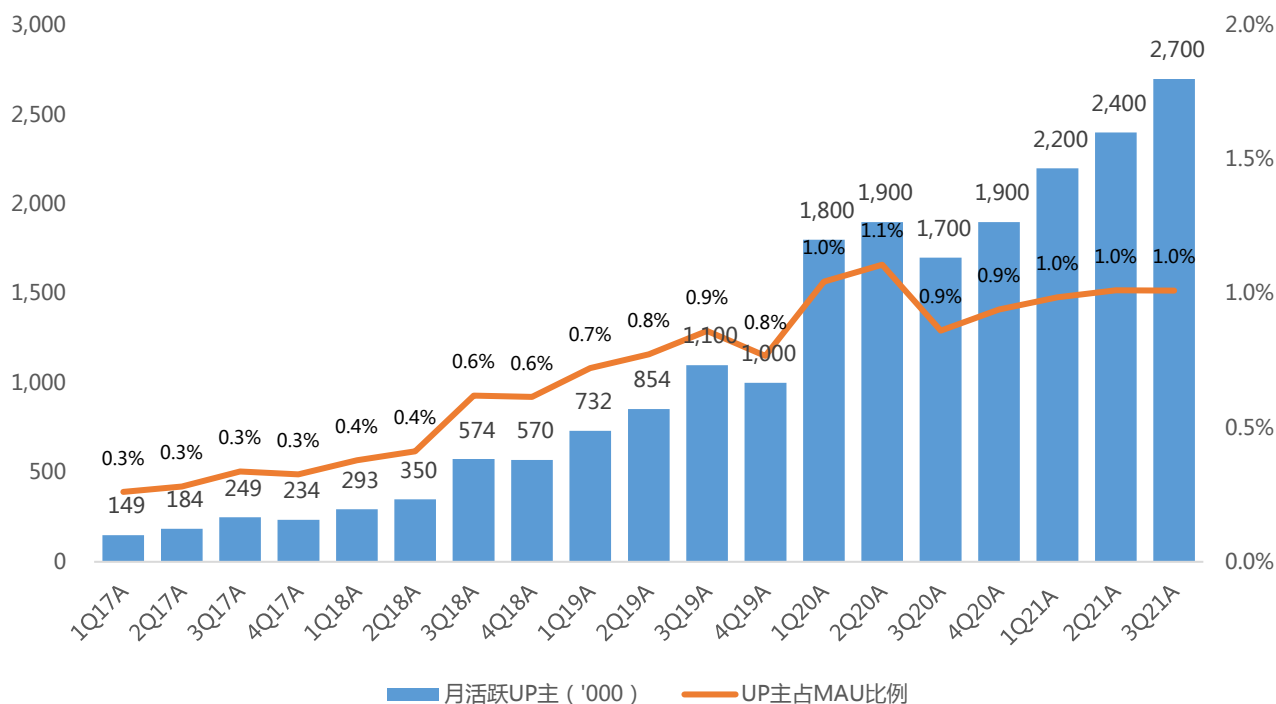
图 11：Bilibili 单用户日均使用时长（2017A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

活跃 UP 主：3Q21 月活跃内容创作者达到 270 万，同比增长 61%，环比增长 12.5%，占 MAU 的比例约为 1%，同比增长 0.1 个百分点，环比无变化。

图 12：Bilibili 月活跃 UP 主数量及占 MAU 比例（1Q17A-3Q21A）

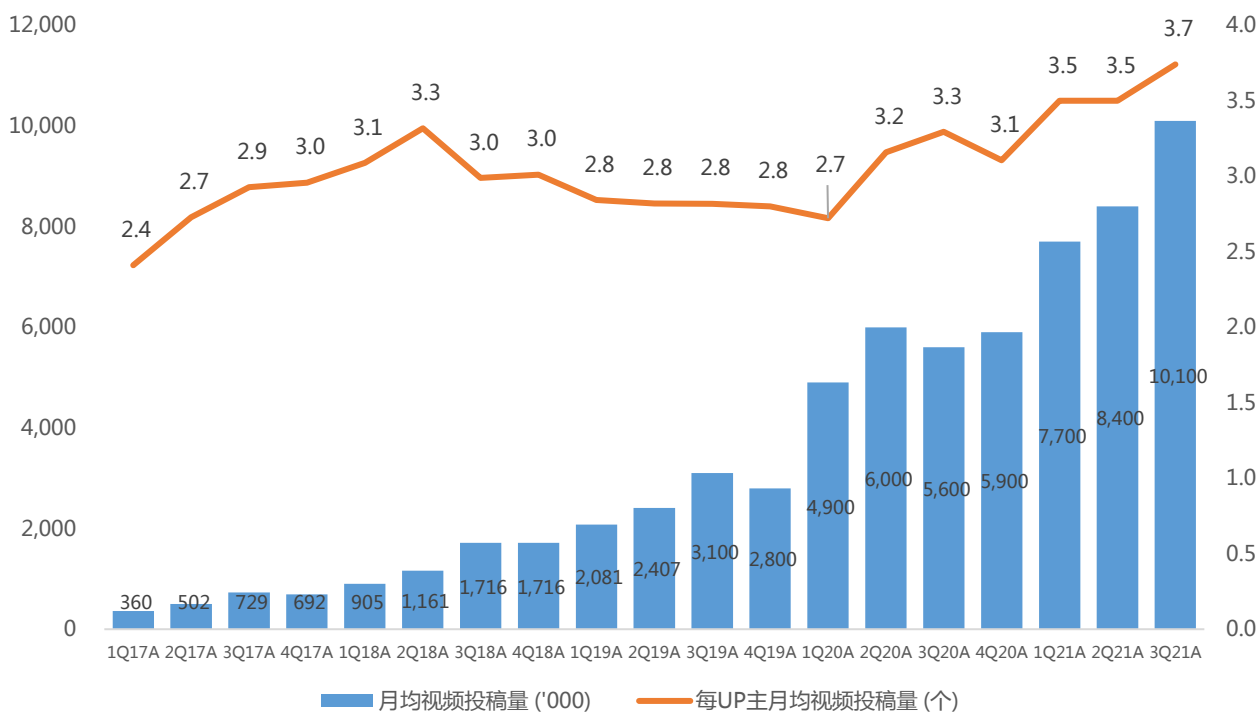


资料来源：公司官网，天风证券研究所

投稿量：3Q21 月均视频投稿量达 1010 万，同比增长 80.4%，环比增长 20.2%。

- **每 UP 主月均视频投稿量**为 3.74 个，同比增加 13.6%，环比增加 6.9%。

图 13：Bilibili 月均视频投稿量及每 UP 主月均投稿量（1Q17A-3Q21A）

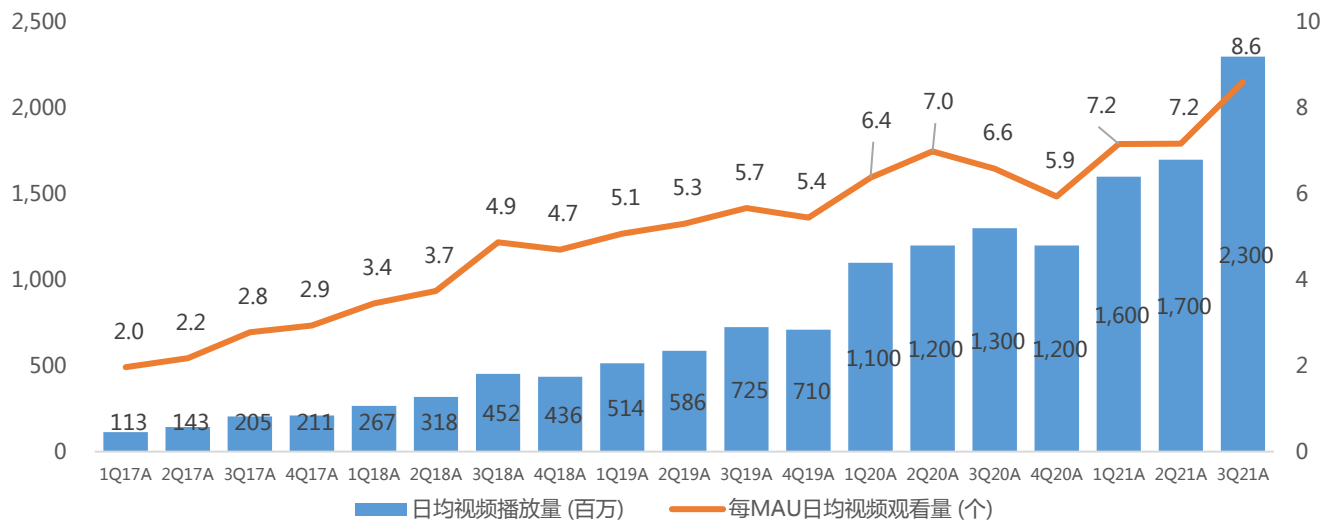


资料来源：公司官网，天风证券研究所

播放量：3Q21 日均视频播放量达到 23 亿，同比增长 76.9%，环比增长 35.3%，

- 每 MAU 日均视频观看量为 8.6 个，同比增长 30.6%，环比增长 20.1%。

图 14: Bilibili 日均视频播放量及每 MAU 日均视频观看量 (1Q17A-3Q21A)

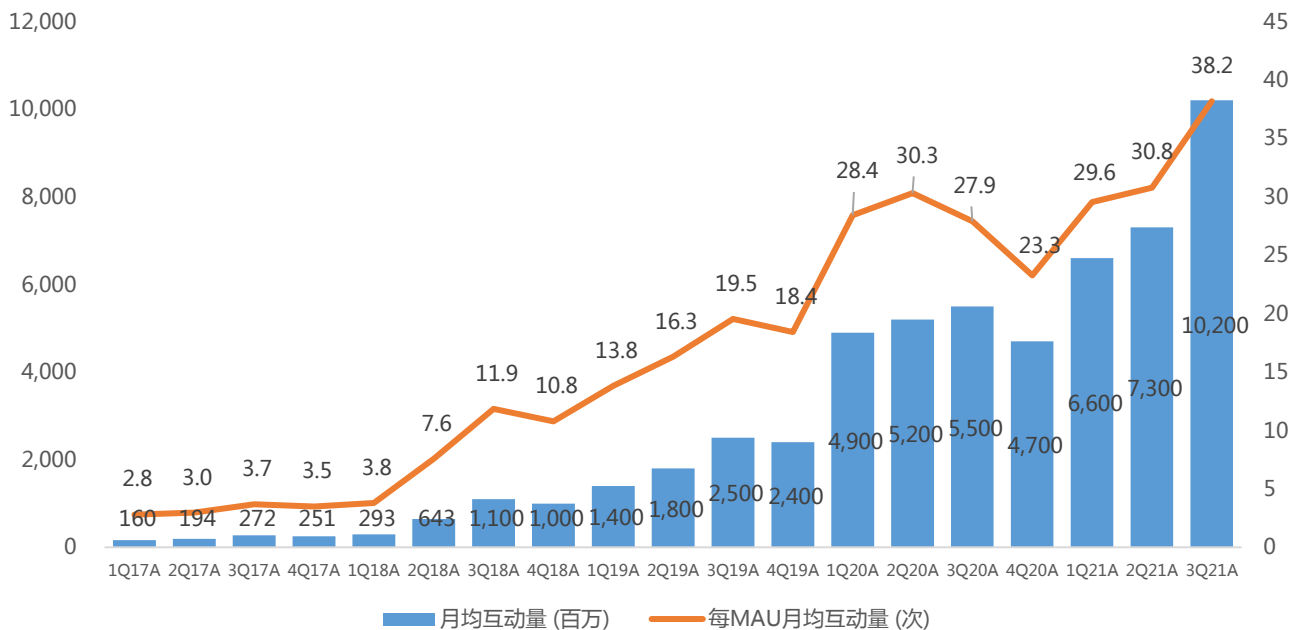


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

互动量: 3Q21 月均互动量 (包括弹幕、评论、收藏、分享、点赞、投币等) 达到 102 亿, 同比增长 85.5%, 环比增加 39.7%。

- 每 MAU 月均互动量为 38.2 次, 同比增长 36.9%, 环比增长 24.0%。

图 15: Bilibili 月均总互动量及每 MAU 月均互动量 (1Q17A-3Q21A)

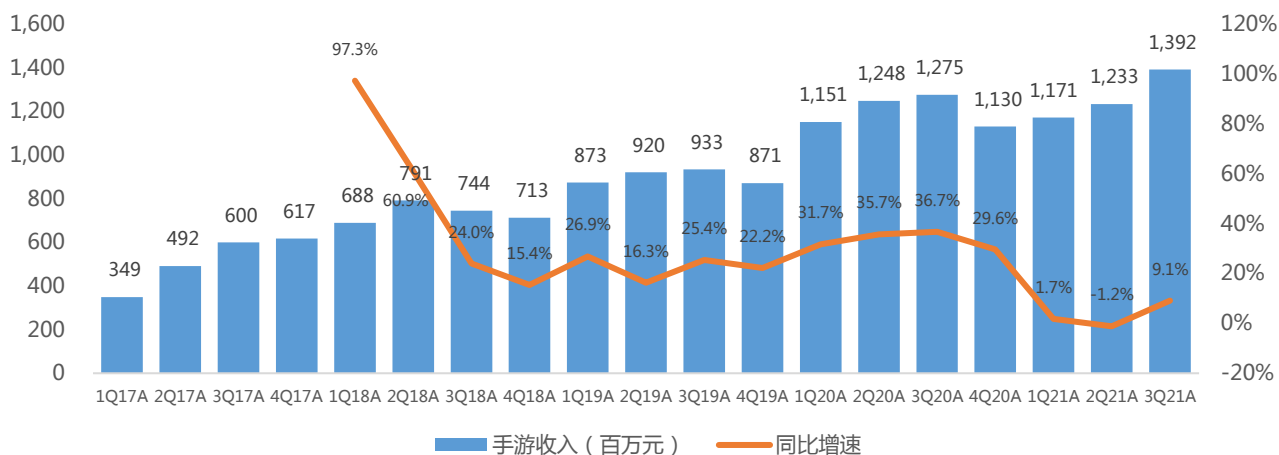


资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

3. 游戏业务: Q3 收入增速平淡, 海外发行成效初显

公司 3Q21 手游业务收入为 13.9 亿元，同比增长 9.1%，环比增长 12.9%，占总收入的比例为 26.7%，环比减少 0.7pct。我们认为当前游戏监管及版号发放进度具有不确定性，对新游上线进度带来一定影响。

图 16: Bilibili 手游收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



资料来源:公司公告, 天风证券研究所

公司的海外发行能力初显成效。继 5 月发行并取得过 Google Play 畅销榜 TOP3 的佳绩《重装战姬》之后，于 9 月 14 日在韩国 Google Play 和 iOS 同步上线的《高能手办团》，除了登顶双端免费榜 TOP1，连续两周位列 Google Play 下载榜单前 3。

图 17: Bilibili 海外发行游戏 (9M2019-11M2021)

上线状态	游戏名称	中/英文译名	游戏类型	开发商	发行地区	iOS应用发布时间	安卓发布时间
已上线	食物語	食物語	RPG	广州天梯网络	日本	2020年10月29日	2020年8月21日
已上线	ブラック・サーズナイト	黑潮·深海觉醒	团队战斗、ARPG	宅极电工作室	日本	2021年5月18日	2021年3月4日
已上线	フェアリースフィア	精灵之境	经营放置	北京微笑科技	日本	2021年11月4日	2021年7月27日
已上线	ファイナルギア-重装战姬-	重装战姬	团队战斗、ARPG	北京北睿世界科技	日本	2020年10月7日	2020年8月4日
已上线	アーテリギア-機動戦姫-	机动战姬	团队战斗、ARPG	Access!	日本	2021年11月18日	2021年8月20日
已上线	エクリプスサーガ	解神者X2	RouelikeRPG	SIVA游戏制作委员会	日本	2021年7月6日	2021年5月13日
已上线	アークオーダー	方舟指令	团队战斗、ARPG	明朝互动	日本	-	2019年9月12日
已上线	파이널기어	重装战姬	团队战斗、ARPG	北京北睿世界科技	韩国	2021年5月23日	2021年4月22日
已上线	미니어스: 작지만 놀라운 모험	高能手办团	放置类RPG	反射狐工作室	韩国	2021年8月25日	2021年7月7日
已上线	다시그리는시간	时空中的绘旅人	N/A	网易游戏	韩国	2021年11月10日	2021年8月24日
已上线	군림지경	通感纪元: 君临之境	SLG	60制作组	韩国	2020年4月14日	2020年3月12日
已上线	걸카페건	少女咖啡枪	ARPG	Seasun Corporation Limited	韩国	2020年7月15日	2020年5月25日
已上线	Girl Cafe Gun	少女咖啡枪	ARPG	Seasun Corporation Limited	加拿大等	2021年8月10日	2021年7月5日

资料来源: App Annie, 天风证券研究所

注: 游戏项目总结来自 App Annie, 不完全统计

国内游戏储备来看，公司 Q4 联运游戏《英雄联盟手游》已上线，代理发行《爆裂魔女》已于 10 月 15 日公测，《悠久之树》定档 11 月 24 日公测，短期关注游戏版号发放进度，中长期重点仍在公司自研游戏进展。公司于 8 月 4 日在 2021 年新品发布会上发布的 16 款游戏，其中包含 10 款独代产品和 6 款自研产品，此外公司还储备了丰富的代理或联运产品。

图 18: Bilibili 国内部分储备游戏

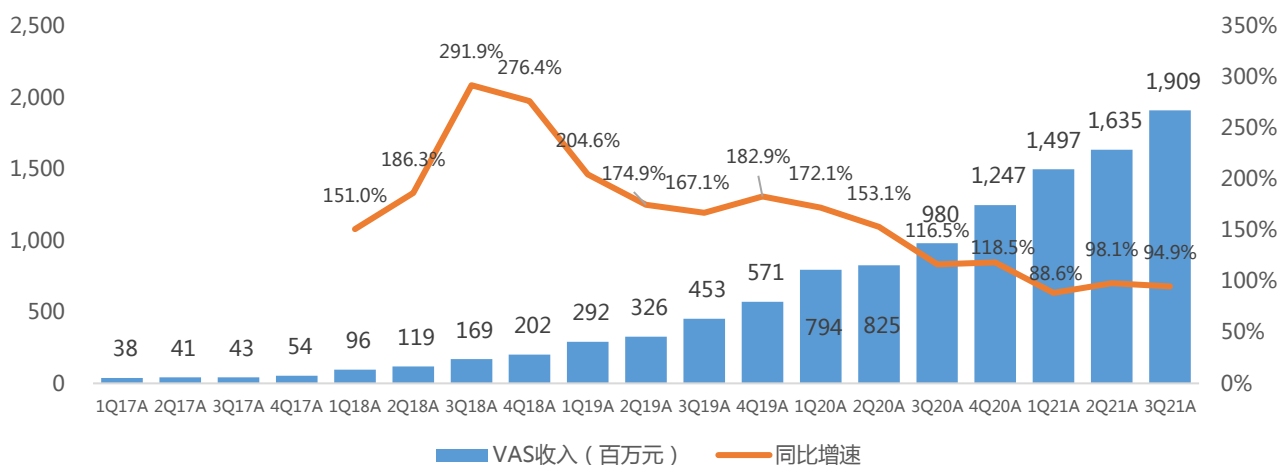
上线状态	游戏名称	游戏类型	制作方	自研/代理/联运	版号
未上线	恋与深空	女性向	叠纸游戏	联运	N
未上线	王牌竞速	竞速	网易游戏	联运	Y
未上线	七千兆亿的星空	二次元	盛趣游戏	代理	N
未上线	超凡先锋	策略、生存	网易游戏	联运	N
未上线	心罪爱丽丝	卡牌	Pokelabo	代理	N
未上线	来古弥新	二次元、剧情	词牌社工作室	联运	N
未上线	千年之旅	卡牌	英敏网络	代理	N
未上线	终末阵线：伊诺贝塔	二次元	聚获网络	联运	Y
未上线	黑潮：深海觉醒	策略	宅极电	代理	N
未上线	黎明觉醒	射击、开放世界、生存	腾讯	联运	Y
未上线	代号：Project Doll	养成、3D、休闲	画眉互娱	代理	N
未上线	悠久之树	日式幻想冒险RPG	光焰网络	代理	Y
未上线	拾光梦行	日式幻想冒险RPG	Time Studio	代理	Y
未上线	代号：依露希尔	3D即时策略卡牌游戏	Bilibili	自研	N
未上线	代号：艾塔	策略RPG	ETE GAME	代理	N
未上线	大江胡之苍龙与白鸟	像素武侠RPG	薄暮工作室	代理	N
未上线	代号：绝世好武功	沙盒开放RPG买断端游	幻魔寺游戏	代理	N
未上线	代号C	女性向、RPG	Bilibili	自研	N
未上线	宝石研物语：伊恩之石	冒险休闲	宝石研制作组	代理	N
未上线	代号：红月	黑暗怪奇动作冒险手游	洛斯特游戏	代理	N
未上线	暖雪	暗黑国风动作Roguelite游戏	烂泥工作室	代理	N
未上线	代号：夜莺	战棋手游	Bilibili	自研	N
未上线	隐秘真探	互动电影游戏	大鱼快游	代理	N
未上线	重构：阿塔提斯	MOBA	朱雀网络	代理	N
未上线	小手电大派对	像素风格解密	嘉谊互娱	代理	N
未上线	碳酸危机	横版射击游戏	Bilibili	自研	N
未上线	代号：了不起的模拟器	Roguelike、角色扮演、策略	吉艾斯球工作室	代理	N
未上线	斯露德	设计游戏	Bilibili	自研	N
未上线	伊苏：梦境交织的长夜	JRPG	Bilibili	自研	N

资料来源：公司官网、七麦数据（不完全统计），天风证券研究所

4. 增值业务：优质 OGV 持续出圈，《英雄联盟》S11 带动直播热度

公司 3Q21 VAS 收入为 19.09 亿元，同比增长 94.9%，环比增长 16.8%，占总收入的 36.7%，环比增长 0.3 个百分点。增值业务收入增长主要是由于公司推进了商业化的进程，且大会员、直播服务及其他增值服务的付费用户数量均有增加。

图 19：Bilibili VAS 收入及同比增速（1Q17A-3Q21A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受益于高质量 OGV 内容，付费用户数持续健康增长。3Q21 月均付费用户 2390 万，同比增长 59.3%，环比增长 14.4%；付费率为 8.9%，同比提升 1.3 个百分点，环比提升 0.1 个百分点。

公司优质内容持续出圈。《元龙》第二季、《两不疑》播放量快速突破 2 亿，《天官赐福》、《时光代理人》等多部国创出海获得好评；21Q3 上线自制综艺如《90 婚介所》《我的音乐你听吗》等获得热议；公司 11 月 14 日首次举办纪录片发布会，发布 21 部重磅作品。

直播方面，今年《英雄联盟》S11 赛季全球总决赛期间，超 1 亿用户在 B 站观看相关内容，B 站赛事直播人气热度峰值近 5 亿，直播累计观看人次同比 S10 赛季增长超 20%，最高同时在线观看人数同比增长超 150%。直播内容上，超百位嘉宾加入 B 站独家二路直播间《高能观赛团》，二路累计观看人次同比去年增长超 230%。在移动端外，B 站电视端（云视听小电视）累计观看人次同比增长超 400%。

图 20: Bilibili 连续三年为英雄联盟全球赛事战略合作伙伴



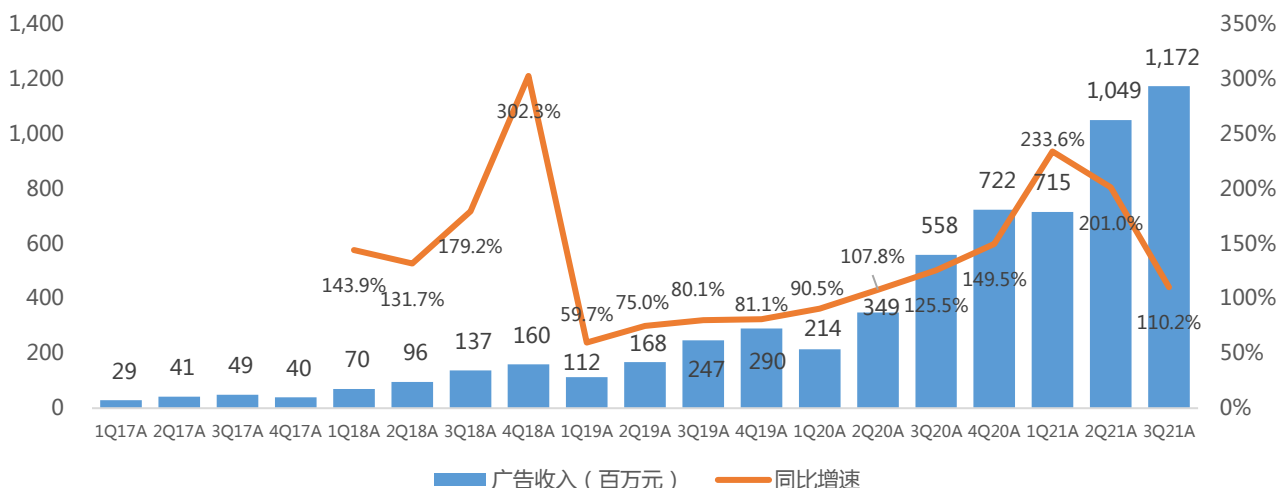
资料来源：哔哩哔哩商业动态，天风证券研究所

5. 广告收入：品牌价值及效率提升，广告业务逆势保持高增长

公司 3Q21 广告收入为 11.72 亿元，同比增长 110.2%，环比增长 11.7%，占总收入的 22.5%，环比下降 0.8 个百分点。在监管及宏观经济对行业影响下，B 站广告收入依然保持高增长态势，体现出公司自身品牌价值获得更多广告主的认可，以及广告变现效率的持续提升。

公司预计个保法等相关政策预计对明年广告业务的增长不会有明显影响，预计 Q4 和明年广告收入可以继续高速增长。随着 B 站用户规模持续增长及结构破圈、品牌广告主对平台认可度提升，以及叠加花火平台的渗透率继续提升，我们看好公司广告业务持续保持高成长性。

图 21: Bilibili 广告收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

Bilibili 于 9 月 24 日正式上线“bilibili 广告分成计划”，我们认为广告分成计划中增加的框下广告有助于广告库存的进一步提升。UP 主开通广告分成后，单条视频可获得“广告分成”叠加“创作激励”带来的双份收益。目前开通的平台广告展示在手机 APP 视频播放页的播放器框下位置，系统自动匹配平台广告。广告分成计划对 up 主的准入门槛包括：1) 已加入创作激励计划；2) 近 30 天内自制稿件发布数量≥1；3) 近 30 天内自制视频总播放量≥4 万。

图 22: Bilibili 广告分成计划图示

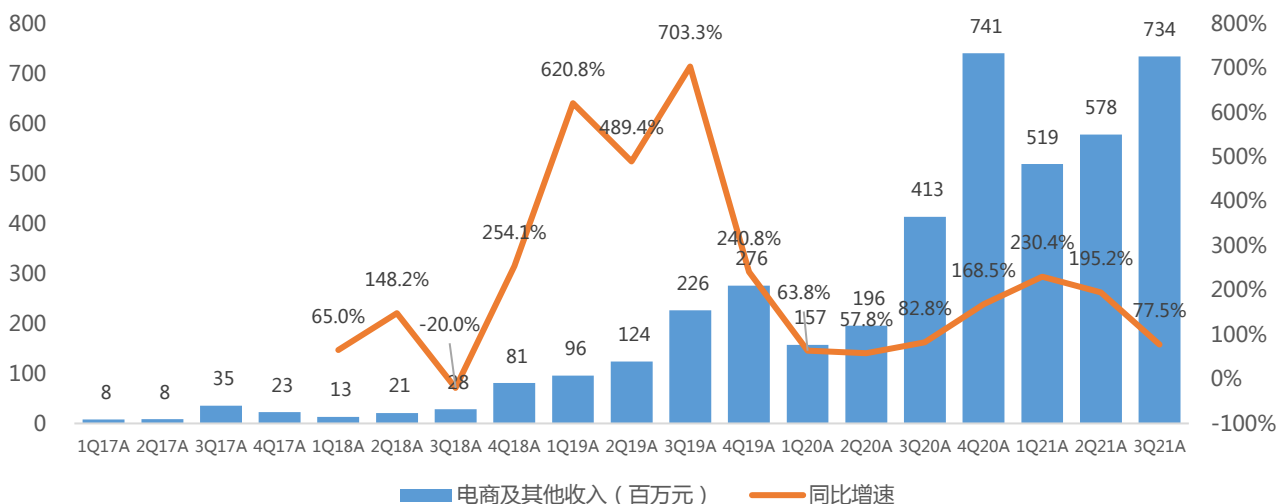


资料来源：哔哩哔哩商业动态公众号，天风证券研究所

6. 电商及其他业务：仍保持高增长，占收入比略有提升

3Q21 电商及其他收入为 7.34 亿元，同比增长 77.5%，环比增长 27%，占总收入的 14.1%，环比增长 1.2 个百分点。收入较 2020 年同期增加主要是由于电商平台的产品销售额有所增加。

图 23: Bilibili 电商及其他收入及同比增速 (1Q17A-3Q21A)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

7. 投资建议

B 站拥有高质量 Z+ 世代用户，超过 10 年积累带来全场景、多元化的优质内容生态，形成高粘性与高互动的社区护城河，短期股价波动较大，但不改我们对公司的成长价值及商业

化空间持续看好。基于 Q3 财务数据,我们预计 2021-2023 年收入分别为 194.0/290.1/403.0 亿元,同比增长 62%/50%/39%,对应 PS 分别为 10.2x/6.8x/4.9x,调高 Non-GAAP 净亏损幅度,预计 2021-2023 年 Non-GAAP 净亏损 54.0/55.7/32.1 亿元(前值 46.1 /45.0 /20.1 亿元),维持“买入”评级。

风险提示: 用户增长放缓,用户活跃度和粘性下降,版权风险,PUGV 内容生态不稳定,社区氛围变化,商业化进度不及预期,短期亏损扩大,行业竞争加剧,内容及数据安全等监管风险。

图 24: Bilibili 盈利预测表 (2020A-2023E)

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	11,999	19,396	29,061	40,304
YoY	77%	62%	50%	39%
成本	9,159	15,314	21,724	28,207
毛利	2,840	4,082	7,337	12,097
YoY	139%	44%	80%	65%
毛利率	24%	21%	25%	30%
销售费用	3,492	5,799	8,190	9,727
管理费用	976	1,835	2,088	2,373
研发费用	1,513	2,924	3,423	4,068
经营利润	-3,141	-6,475	-6,364	-4,071
YoY	-110%	-106%	2%	36%
经营利润率	-26%	-33%	-22%	-10%
经营利润 (Non-GAAP)	-2,755	-5,505	-5,376	-3,063
YoY	-108%	100%	-2%	-43%
经营利润率 (Non-GAAP)	-23%	-28%	-19%	-8%
净利润	-3,054	-6,783	-6,664	-4,328
YoY	-134%	-122%	2%	35%
净利率	-25%	-35%	-23%	-11%
净利润 (Non-GAAP)	-2,622	-5,410	-5,567	-3,212
YoY	-142%	-106%	-3%	42%
净利率 (Non-GAAP)	-22%	-28%	-19%	-8%

资料来源:公司财报,wind,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com