



卡拉研究院

聚焦文娱，洞察产业

INSIGHT

2022 · 公司研究

视频社区行业研究报告：哔哩哔哩专题研究

卡拉研究院

<https://www.karakal.com.cn/>

目 录

PART 01 内练一口气，哔哩哔哩加注内容与消费	2
成长策略：“一体两翼”探索腾飞机遇，内容与场景是两大核心	3
内容平台风起云涌，哔哩哔哩实现错位竞争	3
以社区培育为“体”，内容生态+场景消费为“两翼”，助推高质量用户增长	4
内容生态：建立多内容组别实现圈层细分，助力深挖“Z+”价值	5
丰富内容维度以细化圈层，为精准化商业变现奠定基础	5
出台激励计划与发布创作工具等以扶持内容创作者，保障内容生产	8
场景消费：精准对接“Z+”用户需求画像，丰富相关消费场景	13
二次元用户是核心消费主力，针对他们的消费场景已形成闭环链路	13
长视频分区将用户天然划分，娱乐、知识等板块均是价值洼地	15
PART 02 外练筋骨皮，哔哩哔哩加速扩张与研发	18
技术研发：持续加大研发投入，筑牢技术优势与扩大游戏影响力	19
优化推荐系统以实现内容与用户的高效率匹配	19
自研游戏战略意义愈加显著，哔哩哔哩加速研发但成效并不乐观	20
海外拓展：以国漫与游戏为核心输出对象，试水东南亚逐步出海	23
东南亚具备数字经济发展环境良好，是哔哩哔哩出海的首选	23
哔哩哔哩出海产品主要包括主站出海和漫画以及游戏三大块	26
资本运作：聚焦文娱与游戏板块，稳定扩展投资版图	29
PART 03 内外兼修，哔哩哔哩需承受的财务之痛	32
财务概况：最近季报出炉，哔哩哔哩净亏损持续扩大	33
突围之痛，管理费用居高不下	34
通过并购完成资源笼聚，海量内容池筑高审核相关成本	34
复制国内成功经营于海外市场，面临前期颗粒无收等问题	35
游戏研发经验匮乏，研发转化收入能力不理想	35
议价能力倒退，游戏收入分成抢占过多收入空间	36
总结	37
1、基本盘稳定，哔哩哔哩下限很高	37
2、自研游戏有望成为新增长点	39
3、在国外的生态复制影响远期前景	40



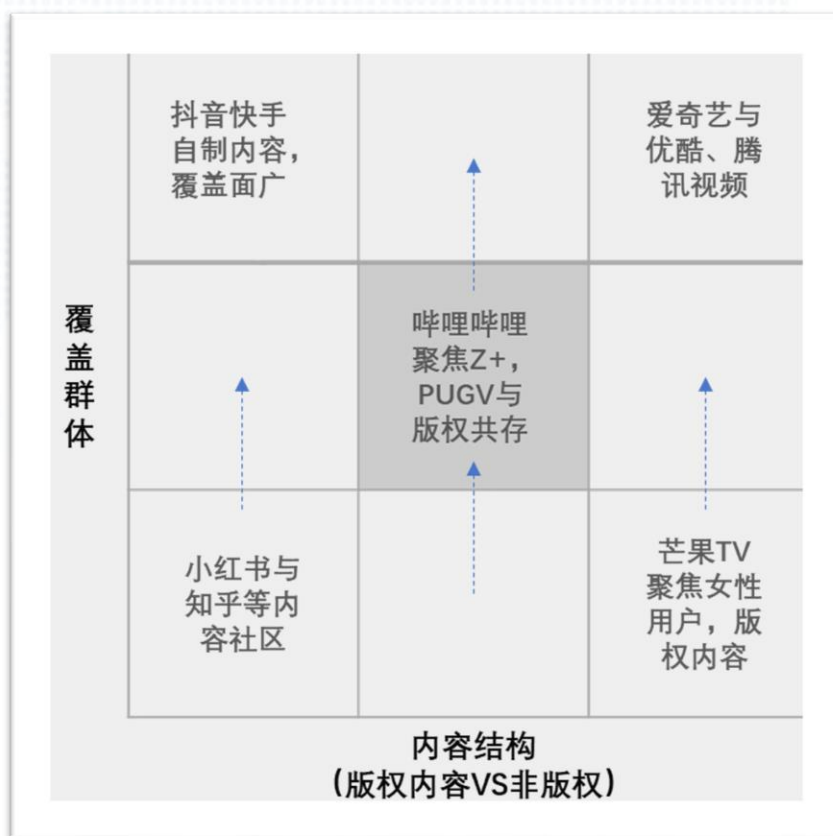
PART 01 内练一口气， 哗哩哗哩加注 内容与消费

成长策略：“一体两翼”探索腾飞机遇，内容与场景是两大核心

内容平台风起云涌，哔哩哔哩实现错位竞争

无论是音视频，还是图文，归根结底都是内容的载体形式，因此内容平台都是以内容抢占用户时间，其本质上是构成了竞争关系。但是，不同的内容平台也可通过聚焦不同用户群体、提供差异化服务来规避竞争。哔哩哔哩亦是如此。

图 1：哔哩哔哩的错位竞争



资料来源：卡拉研究院

哔哩哔哩定位 Z+世代细分市场，提供 PUGV 内容与版权内容。尽管，通过定位细分市场让哔哩哔哩能够在众多视频平台的厮杀中寻求到存活与发展的机会，

但他也在出圈中面临着新的挑战。聚焦细分市场的内容平台们纷纷寻求出圈的道路，如小红书从定位女性购物转向生活分享，芒果TV通过引入更多受众更广的影视剧、综艺版权来吸引男性观众。但出圈也意味着该平台可能对处于当前战略群组的内容平台造成威胁。

目前，哔哩哔哩双管齐下：一方面激励用户自制内容生产，并引入短视频；另一方面持续采购新版权。但短视频有“抖快”，版权视频有“爱优腾”，哔哩哔哩的举动难免会引起两个战略群组内企业的重视，而出圈、拓圈又是必由之路，故哔哩哔哩更既需重视其根基的稳定发展，即内容生态的搭建，又得进一步丰富消费场景以淡化竞争领域的侵略。

以社区培育为“体”，内容生态+场景消费为“两翼”，助推高质量用户增长

根据《哔哩哔哩2022年第2季度投资者演示讲稿》提出的成长策略，哔哩哔哩计划以内容生态（ever-growing content ecosystem）与场景消费（user-centric commercialization）为两大核心，共同助力社区氛围的营造，进而促进高质量流量的提升。内容生态主要包括创作者、用户与内容三要素，哔哩哔哩依托良好

的内容生态集聚了不同细分圈层的群体，并为他们创造更多元的在线消费场景，如游戏、直播（以及虚拟商品）、漫画、电商与版权视频等。分析师认为，将版权视频视为在线消费场景之一更符合哔哩哔哩规避与爱优腾构成直接竞争矛盾的需求。

图 2：哔哩哔哩成长策略



数据来源：哔哩哔哩 2022 年第 2 季度投资者演示讲稿

资料来源：招股说明书

内容生态：建立多内容组别实现圈层细分，助力深挖“Z+”价值

丰富内容维度以细化圈层，为精准化商业变现奠定基础

根据《哔哩哔哩：2021 年 B 站创作者生态报告》，截至 2022 年年初，B 站建立了音乐、舞蹈、游戏、汽车、知识与鬼畜等多个分区，并已形成了 200 万个文化标签，7000 个核心文化圈层。得益于内容维度的日渐丰富，哔哩哔哩收获了日益增长的用户群体。

图 3：B 站内容维度非常丰富



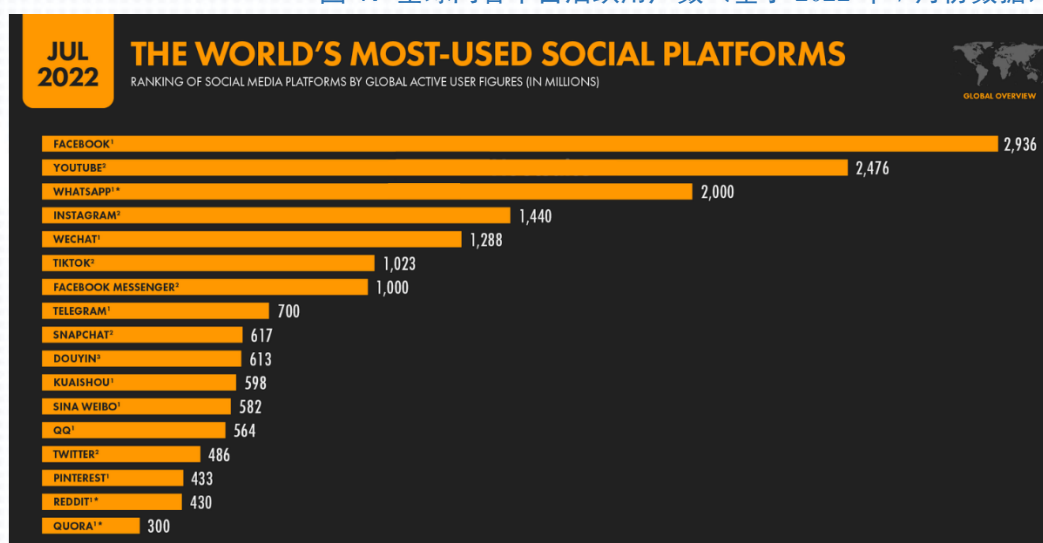
数据来源：《哔哩哔哩：2021 年 B 站创作者生态报告》，卡拉研究院整理

哔哩哔哩与 YouTube 具有一定的相似性，因此以 YouTube 的内容维度与活跃用户量作为对比或更能凸显哔哩哔哩内容的优势性。

Kepios 通过分析判断出，YouTube 每月大约有 24.76 亿活跃用户。考虑到 YouTube 面向群体所处区域与年龄的广泛，我们以 YouTube 在印度、日本的 35 岁以下群体的活跃用户数作为对比：

印度有 4.67 亿活跃的 YouTube 用户，日本有 9720 万活跃用户数；18-34 岁群体占 35.4%（18 至 24 岁的用户占 14.9%，25 到 34 岁之间占 20.5%）。基于上述数据，我们推测印度与日本的 Z+世代人群中活跃的 YouTube 用户分别达到 1.65 亿与 0.34 亿。

图 4：全球内容平台活跃用户数（基于 2022 年 7 月份数据）



数据来源：Kepios

而哔哩哔哩的平均月活数自 2020 年年末便超过 2 亿并保持高速增长的态势。印度总人口与我国相近，但平均月活数仅 1.65 亿。日本总人口数少，且少子化问题严重，按照“Z+世代”15%的人口占比统计，日本的平均月活数占“Z+世代”人口数也不及我国。

图 5：哔哩哔哩平均月活用户数

	截至以下日期止3個月						
	2020年 3月31日	2020年 6月30日	2020年 9月30日	2020年 12月31日	2021年 3月31日	2021年 6月30日	2021年 9月30日
平均月活用戶 ⁽¹⁾	172.4	171.6	197.2	202.0	223.3	237.1	267.2

数据来源：2021 年哔哩哔哩年度报告

此外，YouTube 的内容标签主要包括音乐、电影、直

播、游戏、体育、时尚和美容、时下流行这七大类，从颗粒度上看也无法媲美哔哩哔哩。

出台激励计划与发布创作工具等以扶持内容创作者，保障内容生产

为保障源源不断的创造力，哔哩哔哩已从视频的生产流程与 up 主的成长进程两个方向出发，打造了更立体的激励、扶持制度。

图 6：哔哩哔哩扶持创作者



资料来源：卡拉研究院

从平台的拉新与存活角度来看，新 up 主的产生与 up 主的持续创作尤为重要。

1、降低创作门槛，以便新 up 主进入视频领域

由于哔哩哔哩的视频内容以中长视频为主，则导致视频的制作相对更困难，这增加了用户成为 up 主的门槛。为降低门槛，哔哩哔哩做了两件事：一是提供视频制作辅助工具，二是引入短视频。

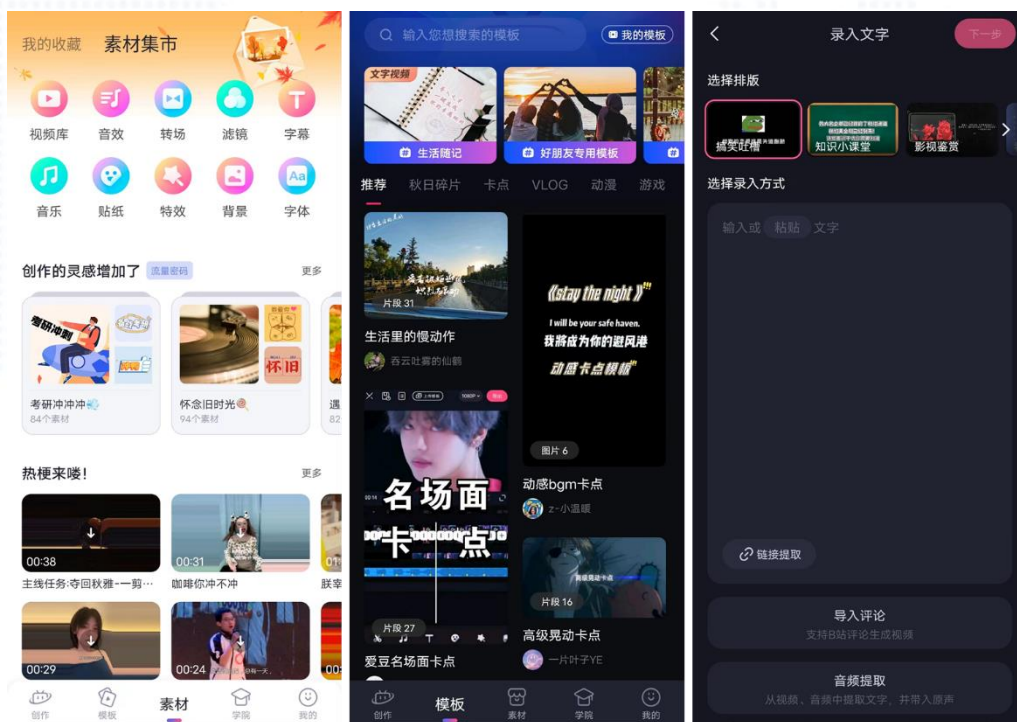
➤ 视频制作辅助工具

必剪和 bilibili 云剪辑是最主要的两个辅助工具。其中，云剪辑仅支持网络端编辑，而必剪同时支持 PC 端和移动端。

那么必剪是如何降低用户的创作门槛的呢？

一方面，必剪提供了丰富的素材库及模板以便新人创作，而素材的内容部分来自于哔哩哔哩用户的投稿，部分来自于自有版权或合作版权；另一方面，必剪上线了 AI 视频功能，可根据用户上传的图文自动生成视频，视频可编辑。

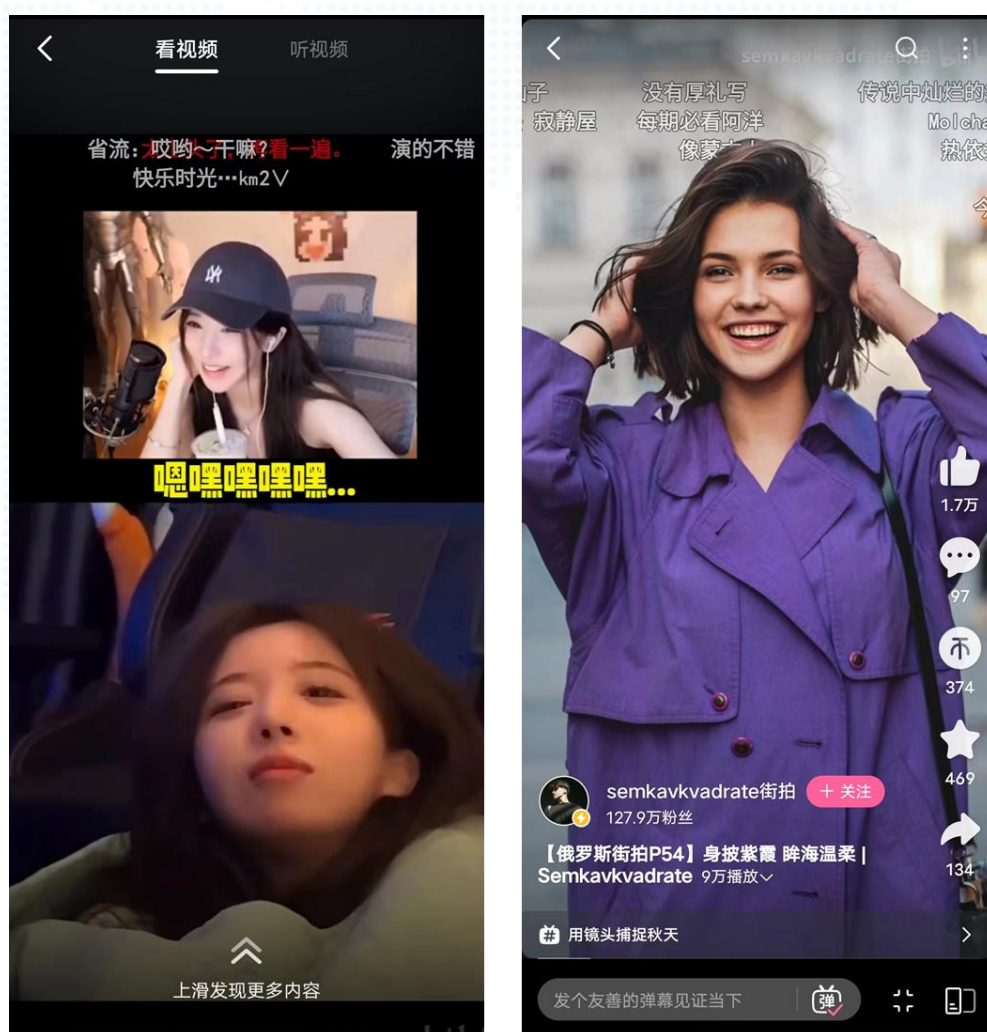
图 7：必剪提供素材库、模板与 AI 视频功能



➤ 引入短视频

在哔哩哔哩主页面的左上角有个按钮，点击后便可进入“看视频”、“听视频”页面，其中看视频则为竖版短视频，与抖音相同。而他有一个专有的名词——Story Mode。在3月初的财报电话会议中，陈睿提到现在 Story Mode DAU 渗透已经超过了 20%，用户点赞比例也达到了 30%，未来它的渗透率会超过 50% 甚至更高。Story Mode 不仅降低了制作门槛外，同时有利于平台内容创作者进行商业化变现。

图 8：哔哩哔哩短视频功能



2、完善成长体系引导 up 主持续创作

哔哩哔哩设置了 up 主勋章及认证体系，激励 up 主持续活跃。up 主在完成投稿、播放量任务或达成指定粉丝数等时，可以获得对应的勋章，勋章可以展示在 up 主的个人主页。通过成就勋章的设置，可以激励 up 生产优质内容。

图 9：哔哩哔哩 up 主勋章及认证体系



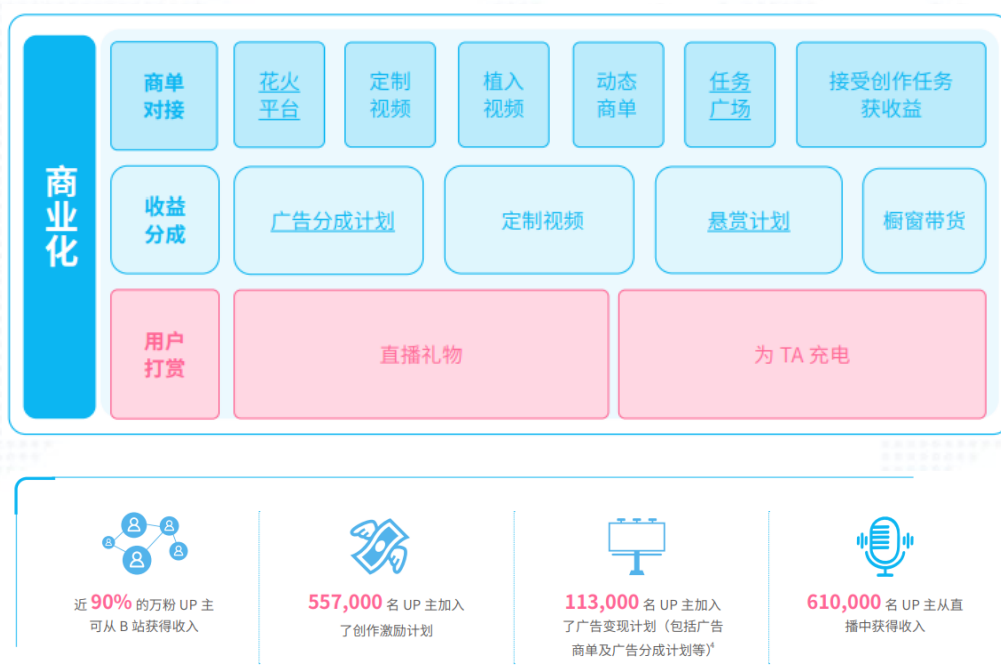
对于以娱乐为主的 up 主，成就勋章是对其创作内容的质量与粉丝数量的认可，因此能起到吸引作用。但对于以商业变现为目的的 up 主，流量则并非最重要

的，变现渠道才是。

3、提供丰富商业化渠道助力 up 主变现

哔哩哔哩为 up 主推出多维度的激励计划，为不同成长阶段的 up 主给予针对性的创作扶持。此外，持续为 up 主提供多元化的商业变现渠道，为优质的创作内容解锁商业价值，构建可持续、具备成长性的创作者生态。根据《哔哩哔哩 2021 环境、社会及管治报告》，在 2021 年，共有 130 万 up 主在 B 站通过多种商业渠道获得收入。

图 10：丰富的 up 主商业化渠道



数据来源：《哔哩哔哩 2021 环境、社会及管治报告》

4、完善培训学院与数据分析功能，丰富配套

为加速内容创作者的成长进程，哔哩哔哩在线上开

设了创作学院，通过线上的创作、运营培训课程提升新老 up 主的创作力。此外，哔哩哔哩提供了丰富的视频管理功能，如数据分析等。

图 11：哔哩哔哩创作学院



场景消费：精准对接“Z+”用户需求画像，丰富相关消费场景

二次元用户是核心消费主力，针对他们的消费场景已形成闭环链路

哔哩哔哩用户主要由两部分构成：长视频用户与二次元用户（两类用户间存在交叉）。其中，二次元用户是最核心、最基础的用户群体。二次元用户对动漫、动漫周边都十分感兴趣。长视频用户是哔哩哔哩从“二次元聚集地”延伸出来后产生的用户群体，他们覆盖范围广、数量更庞大。

哔哩哔哩围绕两类用户打造多元消费场景，包括：版权视频（动漫、影视剧、综艺和纪录片等）、电商

商城、游戏、直播。

下图展示的是针对二次元用户的消费闭环。关于线上，哔哩哔哩为二次元用户提供以动漫、游戏、直播为核心的消费组合，且两两间都能协同产生新的消费类目，进而极大满足二次元用户的基础与衍生需求，甚至引领用户的需求走向，如虚拟直播。

图 12：针对二次元用户的消费闭环



资料来源：卡拉研究院

而对于（非二次元爱好者的）长视频用户，版权视频与直播是主消费场景。相较于对二次元用户的价值挖掘，在长视频用户的发掘上仍有巨大的提升空间。对于长视频用户，版权视频的购买订阅有涵盖版权更广、更多的“爱优腾”可替代，直播则有主播云集且类目更多的斗鱼、虎牙存在。即便是线下票务那样有猫眼电影、大麦网等龙头的围堵。

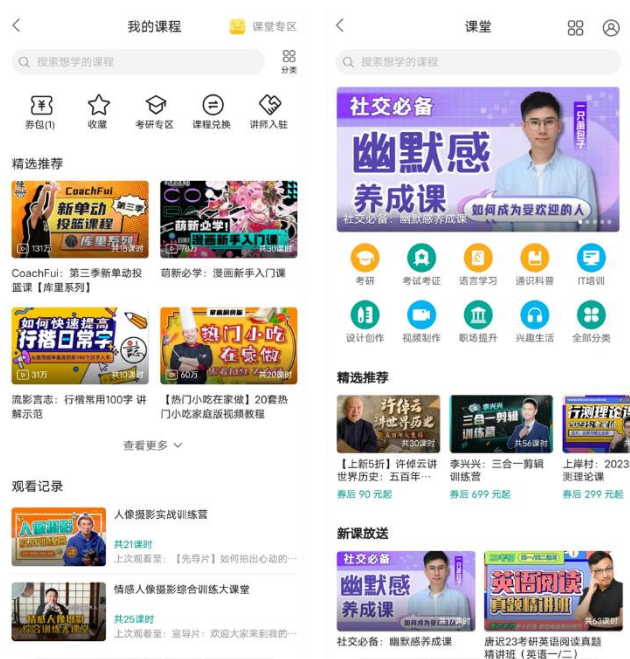
因此，分析师推测，长视频用户的付费频率与单笔付费金额会显著低于二次元用户。若哔哩哔哩无法针

对长视频用户开发出具有“它有别人无”的产品，或很难提升他们的付费意愿。但二次元用户不同，由于版权视频、直播与游戏在二次元内容领域已形成了闭环，线上服务与线下电商也已产生联动，因此他们更倾向于乐在“哔哩哔哩”中，享受整体服务。

长视频分区将用户天然划分，娱乐、知识等板块均是价值洼地

得益于长视频的分区，用户天然地被分成了几个不同圈层，如观影、娱乐、知识学习等。清晰的分层为哔哩哔哩在各板块间的利基营销提供了基础。因此哔哩哔哩能够通过广告吸金，同时又不让用户产生过多排斥心理。

图 13：哔哩哔哩的付费“课堂”



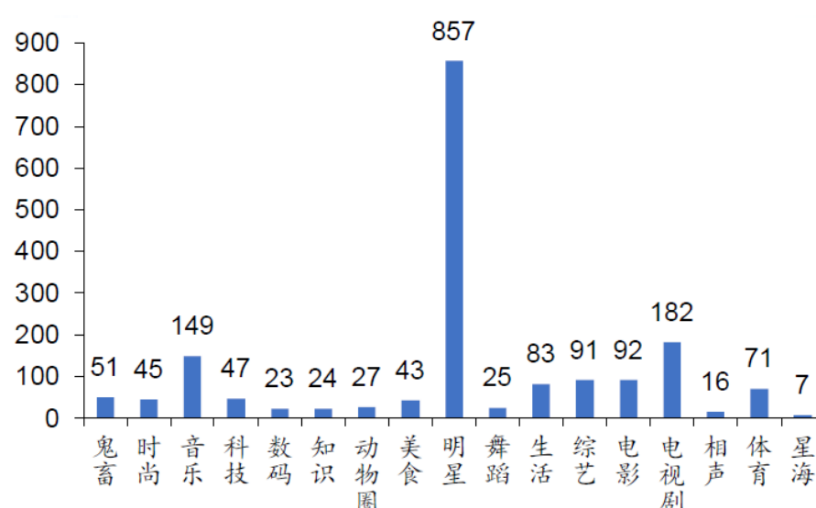
资料来源：哔哩哔哩 App

除利于广告业务外，天然分区也让哔哩哔哩能够及时洞察用户动向，依据当前动向开发新的消费场景。

譬如，哔哩哔哩学习氛围浓厚，平台遂推出“哔哩哔哩课堂”，内容覆盖考研、考试考证、语言学习、通识科普、IT 培训、设计创作、视频制作、职场提升与兴趣生活等多方面，用户需支付教学视频制作方要求的费用方可加入学习。这些门类也恰是哔哩哔哩平台最火热、最吃香的视频内容。

再如，音乐是 B 站上除明星、电视剧以外数量最多的频道，也收获了大量的用户观看与关注。那么与之对应的便是耳机等数码产品的机遇，因此哔哩哔哩会员购中也上线了该类产品。

图 14：非二次元类频道数量分布



数据来源：国金证券研究所

但相较于二次元消费的闭环链路，付费课堂及新产品上线等因尚未体系化而影响甚微。无论是知识社

区还是音乐社区，或是数码社区、科技社区，都尚有无限的价值可挖。



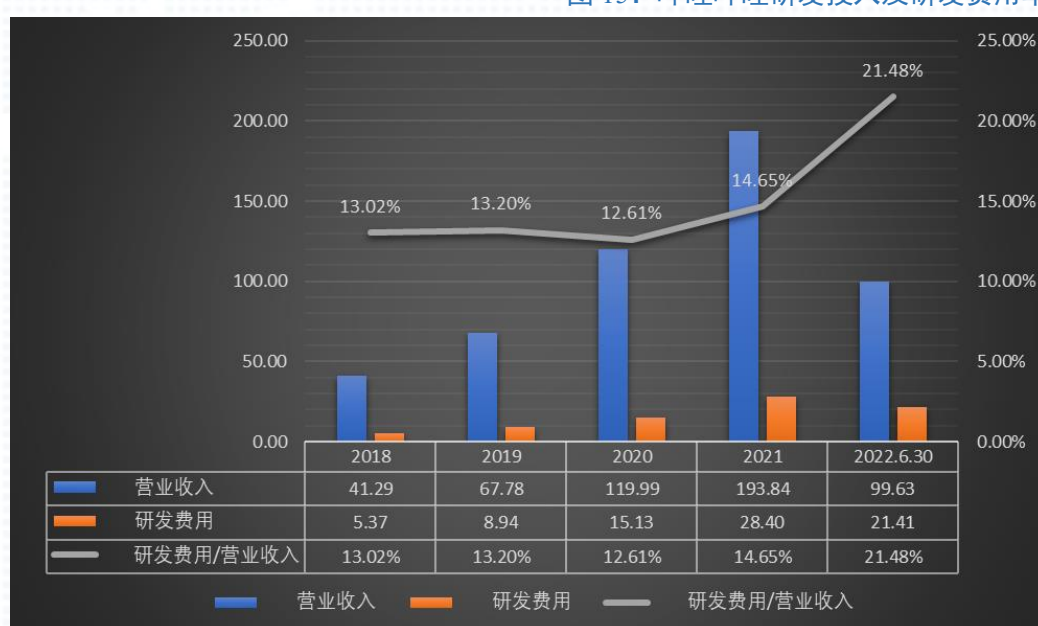
PART 02 外练筋骨 皮，哔哩哔哩加速 扩张与研发

技术研发：持续加大研发投入，筑牢技术优势与扩大游戏影响力

优化推荐系统以实现内容与用户的高效率匹配

根据 2021 年年报，从 2018 到 2021 年，公司研发投入占比一直维持在 13% 左右；最新半年报显示，2022 年上半年的研发投入更是高达了 21.48%。

图 15：哔哩哔哩研发投入及研发费用率



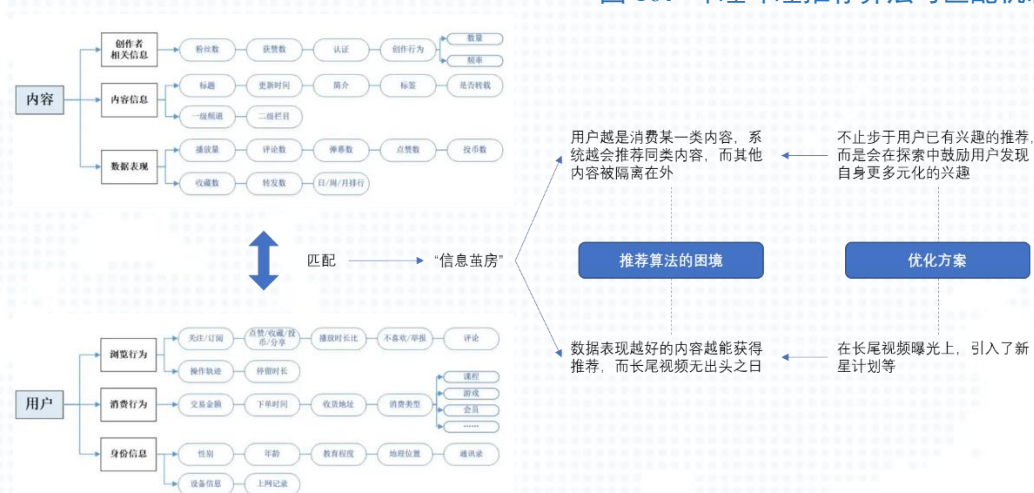
数据来源：哔哩哔哩 2021 年年报，卡拉研究院计算整理

哔哩哔哩现时在科技方面的研发工作主要集中在两个方面：一是增强人工智能技术、大数据分析能力和云技术，旨在建立用户洞察，进而为用户提供更相关、更具吸引力的内容；二是游戏。

对于内容社区，清晰定位和内容与用户的精准匹配是建立优势的关键要素。比如，抖音就依托自有的推荐算法高效率地连接内容与用户，快速地打通海内

外市场；小红书、知乎、网易云音乐等内容社区也加速研究推荐机制。因此，哔哩哔哩投入大量的精力在云计算、大数据中。

图 16：哔哩哔哩推荐算法与匹配机制

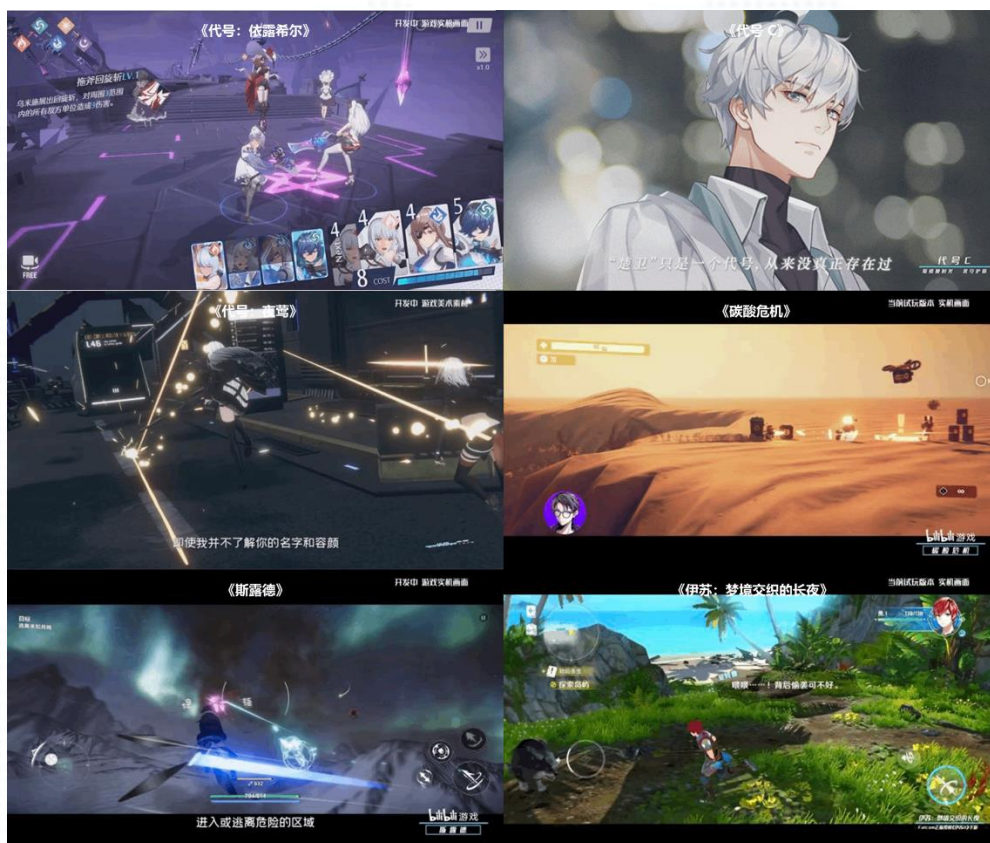


资料来源：卡拉研究院整理

自研游戏战略意义愈加显著，哔哩哔哩加速研发但成效并不乐观

至于游戏，他一直是哔哩哔哩商业化道路上的重中之重。以“你的幻想世界”为主题的 2021 bilibili 游戏新品发布会公布了 2021 的六款自研游戏，分别是：《代号：依露希尔》(3D 即时策略卡牌)、《代号 C》(女性向游戏)、《代号：夜莺》、《碳酸危机》(射击游戏)、《斯露德》(3D 飞行射击) 与《伊苏：梦境交织的长夜》。

图 17：2021 年哔哩哔哩自研游戏

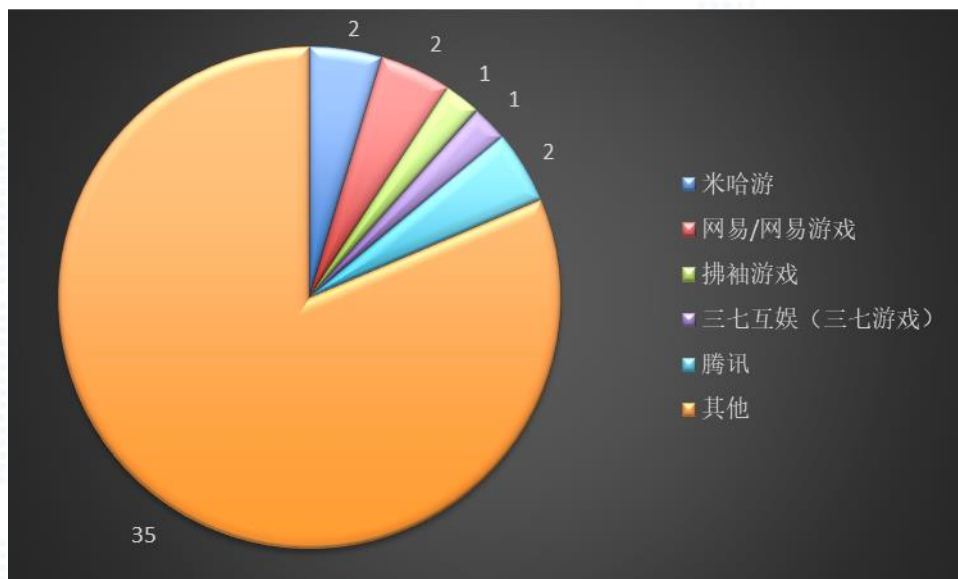


那么，为什么哔哩哔哩也开始加大游戏自研？

这主要归根于两个行业趋势与一个内部发展诉求。

两个行业趋势：一方面，随着相关部门在审批上对内容的精品性、创新性有更高的要求，游戏内容精品化与创新化发展的趋势更为明朗，这使得更多小型游戏开发公司难以获得版号，从供给上缩减了游戏发行量。而我们观察哔哩哔哩所代理的热搜游戏的开放商可以看到，大部分都是来自于中小型开发商。

图 18：哔哩哔哩代理游戏开发商分布



数据来源：卡拉研究院整理

另一方面，元宇宙概念的大火。根据《2021 易凯资本元宇宙报告》显示，短期内，元宇宙的突破口是游戏、社交与沉浸式内容。加速游戏研发或也是为了将来快速进入元宇宙奠定基础。尽管陈睿曾表态，“最近两三年不会落地”，但也肯定了“B 站是中国最适合去实现元宇宙这个概念的公司之一”。

一个内部发展诉求指的是：提升毛利/毛利率。哔哩哔哩有意通过增加盈利项来缩减游戏营收占比，但事实上，哔哩哔哩面临的是游戏依旧是大头与游戏增长乏力。因此，为了保全游戏板块的正向发展，坚持自研方向势在必行。

不过，哔哩哔哩游戏的自研之路似乎并不顺利。根据哔哩哔哩游戏中心统计数据，在预约游戏榜前五十

名中，仅《代号：依露希尔》（现更名为《依露希尔：星晓》）与《斯露德》有名，分别排在第 41 名、第 18 名；已上线游戏仅碳酸危机一款，但在热度榜、新游榜与口碑榜中均无其名。总体来看，在这六款自研游戏中，只有《斯露德》具备爆款潜质，可见自研游戏之路并不简单。

图 19：2021 年自研游戏详情

	B 指榜	关注量	讨论	预约量	预约榜单
依露希尔：星晓	3282	14.7 万	218	26.9 万	41
代号 C	3298	11 万	115	25.6 万	未上榜
夜莺：逆向指令	3557	11.2 万	97	23.1 万	未上榜
碳酸危机	3561	6.8 万	120	正式上线	-
斯露德	628	41.4 万	1928	63.9 万	18
伊苏：梦境交织的长夜	3510	12.9 万	139	25.4 万	未上榜

数据来源：卡拉研究院整理

海外拓展：以国漫与游戏为核心输出对象，试水东南亚逐步出海

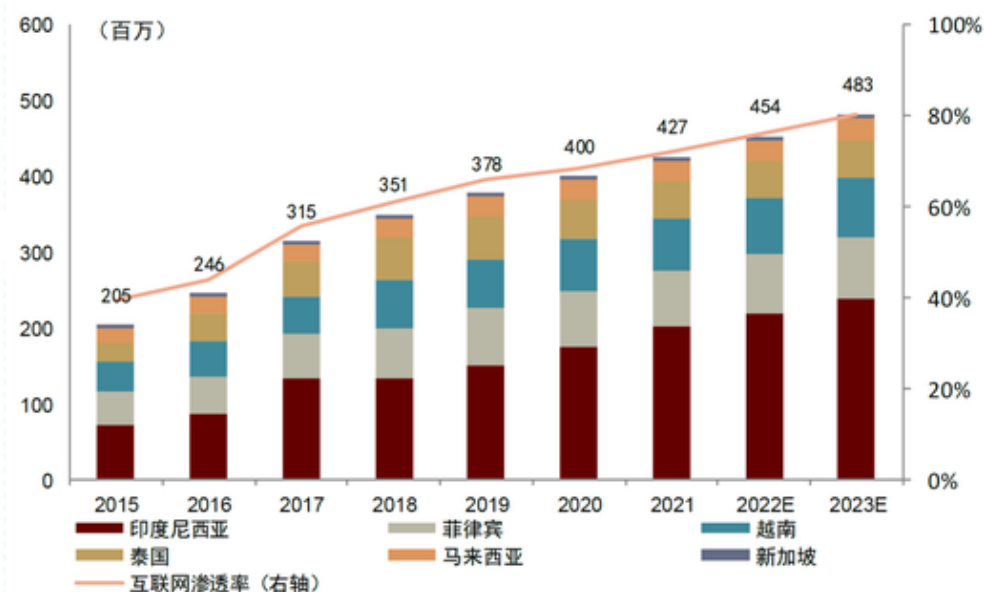
当前，B 站出海产品包括主站出海和漫画以及游戏三大块，主要在东南亚几个主要国家和日韩上线，内容上，均承袭了它在国内屡试不爽的二次元风格。

东南亚具备数字经济发展环境良好，是哔哩哔哩出海的首选

《2021 年东南亚数字经济报告》数据显示，2021 年新加坡、马来西亚、印尼、菲律宾、泰国、越南六国新增 4000 万互联网用户，同比增长 10%，总数达 4.4 亿，六国已有 75% 的人口接入互联网。更为重要的

是，东南亚的网民年龄结构趋于年轻化，4 亿网民中年龄低于 30 岁的占比超 50%。趋于年轻化的网民结构对于主打二次元内容的平台而言非常重要，因为这意味着其内容可以更好地得以传播。

图 20：东南亚六国互联网用户数量

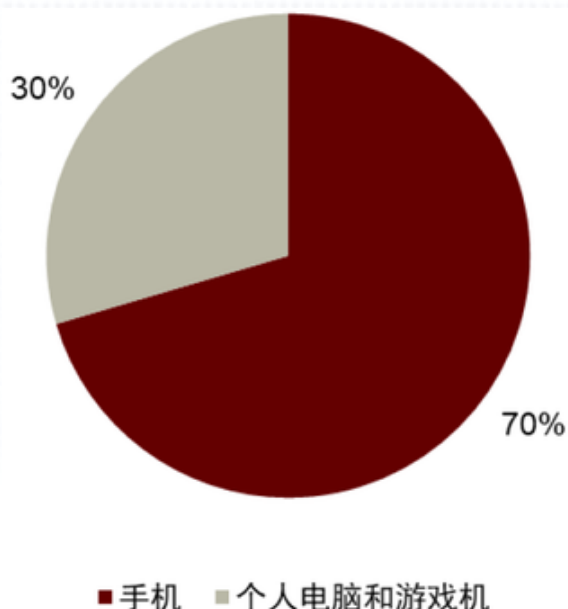


数据来源：中金公司

此外，东南亚游戏玩家的购买力较低，限制了更昂贵的个人电脑和主机游戏的推广，但是加快了移动端游戏的普及，使得东南亚从以 PC 为中心的社会转变为移动端先行的社会，用户在移动设备上花费的时间越来越多。根据中金报告，2019 年手游占游戏行业总收入的 70%左右，预计未来手游继续以更快速度增长。而在手游中，网游有着更广阔的前景。根据《东南亚游戏市场—增长、趋势和预测(2020-2025)》报告，2025 年东南亚六国网游市场预计增长到 75 亿

美元，复合年增长率为 8.5%。虽然东南亚有 3 亿游戏玩家，但 2021 年仅占全球游戏市场的 3.2%，这表明玩家数量和收入具有更大的上升空间。

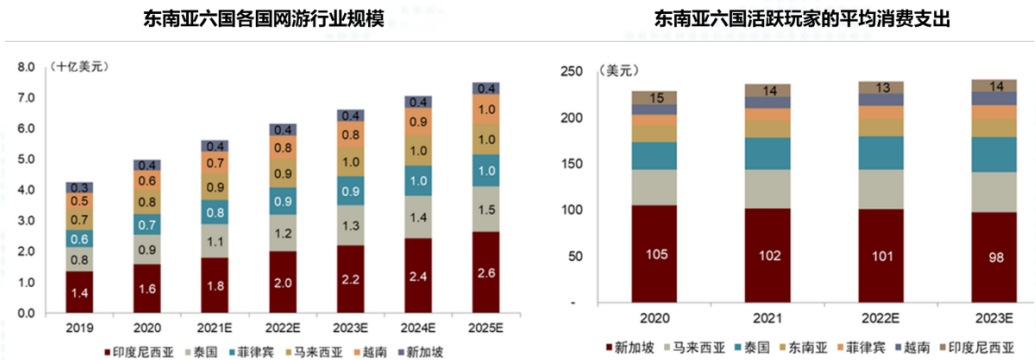
图 21：2019 年东南亚手游占游戏总收入的 70%



数据来源：Newzoo，中金公司研究部

因此，“游戏+东南亚”也理应成为哔哩哔哩出海之首选。除了游戏，国漫也是出海产品之一。泰国等地的东南亚市场存在着巨大的二次元内容需求，且本土制造的二次元内容并不被大多数青少年所接受，质量也较为低下，因而本土青少年对于中、日、韩、美的二次元内容较为倚重。同时，二次元内容的传播特点决定了他的传播壁垒低。这些都给哔哩哔哩的出海东南亚提供了良好的机遇。

图 22：东南亚六国网游市场空间与增长



数据来源：《东盟六国人口预测：全球占比、老龄化及抚养比报告》、MDEC、《东南亚游戏市场-增长、趋势与预测（2020-2025 年）》、中金公司研究部

哔哩哔哩出海产品主要包括主站出海和漫画以及游戏三大块

主站包括 bilibili 移动端应用（蓝色 logo）和网页 bilibili.tv：

bilibili 移动端应用已在泰国、印尼、菲律宾、新加坡、越南、马来西亚 6 国完成上线，下载量已超千万，2022 年 1 月单月累计下载量超 400 万。

而其海外官网 bilibili.tv 目前只针对美国、泰国、印尼、菲律宾、越南等部分国家开放。SimilarWeb 显示，2022 年 9 月 bilibili.tv 的全球流量为 71.2 百万，跳出率为 39.42%。其中，印度尼西亚向 bilibili.tv 输送的流量最多。

与 A 站（ACFUN）与爱奇艺等国内公司的出海产品相比，哔哩哔哩有着显著优势。根据 SimilarWeb 数据，bilibili.tv 在“其他艺术和娱乐”这一品类下排名

第 4，爱奇艺与 A 站分列第 201 位与第 6033 位；他们的月访问量也远不及 bilibili.tv 的 70M 访问量。

图 23：bilibili.tv 流量概况及与竞对的对比



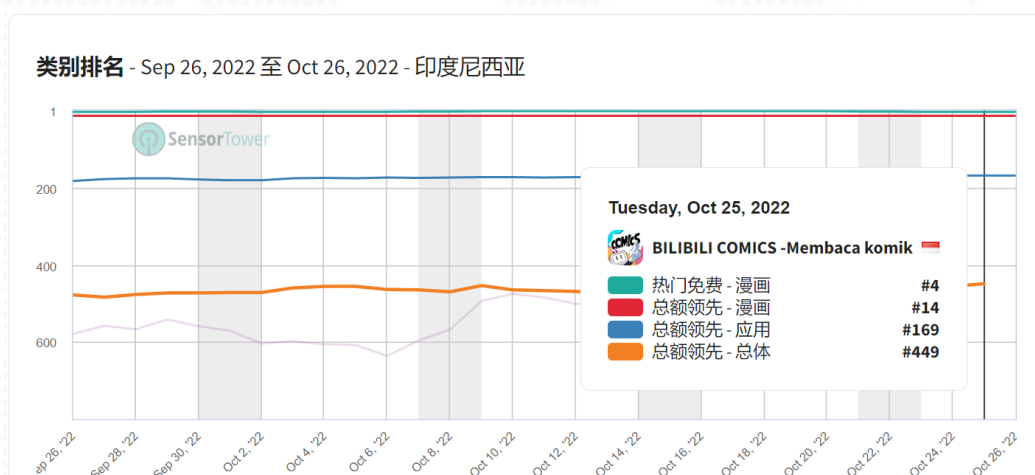
数据来源: similarweb

在漫画方面，哔哩哔哩已布局 bilibili comics 应用和网页 bilibilibicomics.com：

2021 年 4 月，Bilibili Comics 应用上线。这是一款在

线网络漫画阅读器，为用户提供 300 多部由专业翻译人员本地化的原创动漫。该阅读器有安卓版与 IOS 版，安卓版在印度、菲律宾与印度尼西亚等国尤为火热，而 IOS 版则在美国、菲律宾、加拿大等国更火。以安卓版为例，Sensor Tower 统计数据显示，参与应用评分的人次高达 22.5 万，在此基础上应用评分依旧高达 4/5，可见该应用确实受到海外一批二次元爱好者的宠爱，尤其是印度尼西亚。Bilibili Comics 在印度尼西亚“热门免费-漫画”类目中一直稳居第四！

图 24：Bilibili Comics 在印度尼西亚的排名



数据来源：sensor tower

不同于正站与漫画应用的进军东南亚策略，游戏则主要发力日韩市场：

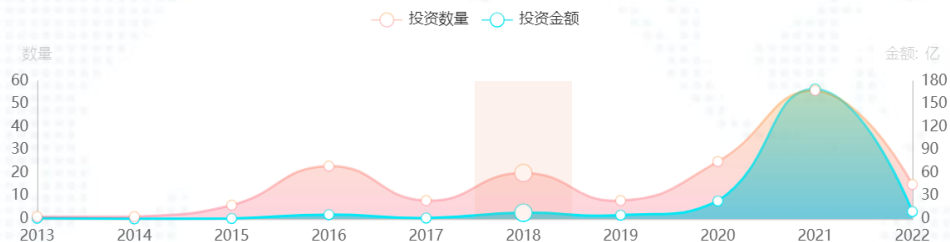
在出海游戏中，《方舟指令》、《魂器学院》、《重装战姬》等游戏都曾在日本市场做出不错成绩，《重装战姬》也曾问鼎韩国市场。关于游戏的出海，哔哩哔哩

并非孤军作战，他也选择以建立联盟的方式打通海外渠道以便进军海外市场。此前，在 2018 年，从事游戏、传媒等业务的日本 GREE 公司还宣布称将与哔哩哔哩共同设立合资公司，致力于共同开发智能手机游戏。

资本运作：聚焦文娱与游戏板块，稳定扩展投资版图

收并购是公司拓展边界、促进成长的另一选择。哔哩哔哩的投资版图越做越大。如图所示，哔哩哔哩的投资金额与数量在 2021 年再创新高，投资金额高达 169.97 亿，数量多达 56 起。

图 25：2013-2022 哔哩哔哩的投资概况

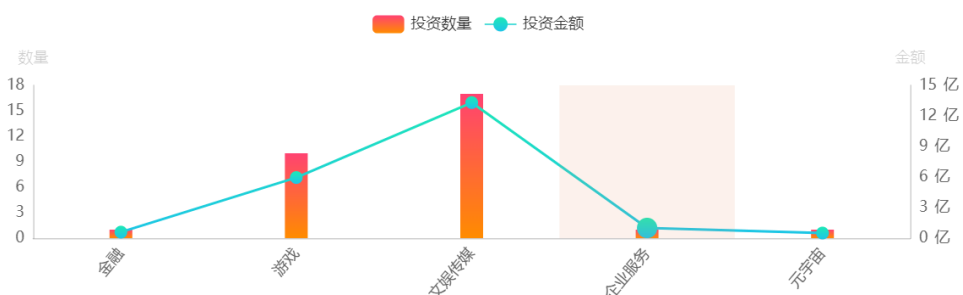


数据来源：IT 桔子

那么，哔哩哔哩频繁投资投在了哪里？

游戏与文娱传媒。

图 26：哔哩哔哩近一年投资领域分布



数据来源：IT 桔子

在文化传媒中，动漫、影视与 MCN 则是他们最青睐的部分，而这三个板块则分别对应了哔哩哔哩的动漫、影视剧与 PGC 三个领域的内容。可见，哔哩哔哩投资文化传媒公司的主要目的在于巩固自己在内容端的资源储备；那么为了能够尽可能多的吸纳资源储备，哔哩哔哩选择不介入内容主体之间的竞争和互斥，因此密集投资但不控股。

图 27：哔哩哔哩 2022 年投资详情

时间	公司名	行业	轮次	本轮融资金额
2022-09-05	 熊盟影视	文化传媒	A 轮	未透露
2022-07-13	 花果山传媒	文化传媒	天使轮	未透露
2022-03-14	 白纸文化	文化传媒	战略投资	未透露
2022-02-25	 艺画开天	文化传媒	B 轮	数亿人民币
2022-02-15	 歪研会	文化传媒	战略投资	未透露
2022-01-30	 SF 轻小说	文化传媒	B 轮	未透露
2022-01-21	 日食记	文化传媒	战略投资	未透露
2022-01-04	 自由酷鲸	文化传媒	B 轮	数千万人民币

数据来源：IT 桔子

在游戏板块，哔哩哔哩重仓平台型游戏公司，扶持独立开发商，动漫游戏则是哔哩哔哩的投资首选。投资游戏公司的目的也显而易见：降低游戏运营风险，提升游戏自研能力。

但同时，哔哩哔哩的投资比以往年份要丰富多元，加

大了对本地生活、企业服务等其他领域的投资。不过从整体来看，哔哩哔哩的投资板块依然是围绕他的核心业务及属性延展开来，这有利于公司内部业务协同效应的产生。



PART 03 内外兼修， 咩哩咩哩需承受的财务之痛

财务概况：最近季报出炉，哔哩哔哩净亏损持续扩大

哔哩哔哩的内外兼修道路虽然合乎其自身的战略要求，但也显著地增加了公司的财务负担。哔哩哔哩2022年第二季度财报显示：哔哩哔哩第二季度总净营收为49亿元（约合7.329亿美元），与上年同期相比增长9%；净亏损为20.104亿元（约合3.002亿美元），而上年同期净亏损11.218亿元。

图 28：哔哩哔哩季度财务状况

	2021年1-3月	2021年3-6月	2021年6-9月	2021年9-12月	2022年1-3月	2022年3-6月
营业收入	3901073	4495254	5206574	5780783	5054099	4908931
移动游戏	1170746	1233164	1391666	1295350	1357818	1046236
增值服务	1496529	1634943	1908896	1894518	2052192	2103458
广告	714687	1049149	1171969	1587616	1040770	1158252
电商及其他	519111	577998	734043	1003299	603319	600985
营业成本	-2963197	-3506272	-4188087	-4682981	-4246858	-4170646
毛利润	937876	988982	1018487	1097802	807241	738285
毛利率	24.04%	22.00%	19.56%	18.99%	15.97%	15.04%
期间费用						
销售及营销费用	-1000059	-1399920	-1633269	-1761605	-1253914	-1171974
一般及行政费用	-388531	-435945	-474910	-538120	-535296	-625665
研发费用	-580254	-673679	-788312	-797617	-1008843	-1131708

数据来源：哔哩哔哩年报、季报，卡拉研究院整理

图 29：基于因素分析法拆解哔哩哔哩毛利润/毛利率

因素分析（环比）	营业收入	营业成本	营业收入变化对毛利率的影响	营业成本变化对毛利率的影响	Δ毛利率	毛利率
2021年1-3月	3901073	2963197				24.04%
2021年3-6月	4495254	3506272	10.04%	-12.08%	-2.04%	22.00%
2021年6-9月	5206574	4188087	10.66%	-13.10%	-2.44%	19.56%
2021年9-12月	5780783	4682981	7.99%	-8.56%	-0.57%	18.99%
2022年1-3月	5054099	4246858	-11.65%	8.63%	-3.02%	15.97%
2022年3-6月	4908931	4170646	-2.48%	1.55%	-0.93%	15.04%
因素分析（同比）						
2021年1-3月	3901073	2963197				24.04%
2022年1-3月	5054099	4246858	17.33%	-25.40%	-8.07%	15.97%
2021年3-6月	4495254	3506272				22.00%
2022年3-6月	4908931	4170646	6.57%	-13.53%	-6.96%	15.04%

数据来源：哔哩哔哩年报、季报，卡拉研究院整理

那么，导致财务负担的具体路径是什么？分析师认为可归结为两点：

一是研发投入、并购、开拓海外市场等带来的管理成

本的激增；

二是收入分成成本转化收入能力的每况愈下。

突围之痛，管理费用居高不下

通过并购完成资源笼聚，海量内容池筑高审核相关成本

随着并购的进行，哔哩哔哩笼聚了更多的内容资源并具备了出海的能力，但这也增加了他的管理难度。

内容资源的丰富，意味着内容质量审核与保障的难度也在提升。根据哔哩哔哩招聘网站可以发现，哔哩哔哩在全国十座城市均有布局，其中四川成都、湖北武汉、海南澄迈县、安徽芜湖与江苏南京等地均为内容审核的分部。

图 30：哔哩哔哩在国内地区的布局



资料来源：卡拉研究院整理

一般而言，内容审核几乎难以创造盈利，但哔哩哔哩的审核部门却选在成都、重庆等新一线城市，势必承担相对高昂的管理成本。此外，哔哩哔哩的审核以“人工+智能”为主，庞大的人工成本不可忽视。同时，国家对新媒体等平台的内容监管愈加严格，尤其是“夏日祭”等事件更让审核的重要性凸显，在这样的背景下，哔哩哔哩的审核相关成本恐难以削减。

复制国内成功经营于海外市场，面临前期颗粒无收等问题

同时，出海是扩大市场的必由之路。但毕竟海外文化与本土文化有差别，因此在海外建立分公司更有利于切入海外市场，而哔哩哔哩正是如此。2018年，刚登陆纳斯达克的哔哩哔哩宣布在日本成立动画公司，当年管理费用也出现显著涨幅。但是，出海之路并不能马上变现。观察哔哩哔哩在东南亚地区的布局不难发现，哔哩哔哩无非是在重复他在国内的发展历程：从免费动漫到二次元圈层，再到“内容生态+场景消费”的付费生态。这决定了公司在试水国外市场的初期可能面临着颗粒无收。

游戏研发经验匮乏，研发转化收入能力不理想

手游的研发周期较短，一般来说半年几乎已经是一

款手游开发的极限时间。因此，手游本有望成为回本最快的明星业务，但无奈造爆款能力限制了他的上升空间。游戏板块不仅承担了哔哩哔哩的商业化重担，更是他打开国外市场的关键武器，因此他必须在自研游戏上灌入更多的资源与成本；不过，毕竟哔哩哔哩游戏早期以代理为主，游戏开发经验相对匮乏，因此新自研游戏上线后能成为爆款的概率相对较低，研发投入转换为收入的能力不足。

议价能力倒退，游戏收入分成抢占过多收入空间

根据年报解释，收入分成主要涉及与移动游戏供应商、主播及内容创作者之间的分成，因此可以理解为收入分成对应着移动游戏与广告收入。那么，“（移动游戏收入+广告收入）/收入分成成本”即可反应成本转化为收入的能力。

图 31：近三年的收入分成转化为收入比

	2019	2020	2021
收入分成成本	24.94	43.68	77.33
移动游戏	35.98	48.03	50.91
广告	8.17	18.43	45.23
移动游戏+广告	44.15	66.46	96.14
（移动游戏+广告）/收入分成	1.77	1.52	1.24

数据来源：哔哩哔哩 2021 年报，卡拉研究院

根据上图所示，不难发现收入分成成本转化能力逐年下降；但具体拆分后可以看出，成本转化能力的下降是因为移动游戏收入增速未跟上成本变化所导致

的。这意味着哔哩哔哩对游戏端企业的议价能力或发生下降。

对于相对游戏的议价能力的下降相对好理解。一方面代理渠道的多元化，以及部分游戏开发商品牌名号已然打响因而无需太依赖哔哩哔哩等企业的渠道资源；另一方面，随着国家对游戏版号的管理加强，游戏的精品化、专业化愈加清晰，腾讯游戏、网易游戏等头部企业掌握更多游戏资源，议价能力更强。哔哩哔哩议价能力的下降有因可循，因此近几年也不断加强自研游戏的开发。

总结

1、基本盘稳定，哔哩哔哩下限很高

哔哩哔哩已形成了“内容生态+消费场景”的稳定生态结构，内容生态决定了哔哩哔哩的基本盘。为保障内容生态的活性，哔哩哔哩通过实施系列激励计划与开发相应辅助工具来鼓励创作；在内容的哺育下，用户活性强，月活用户保持稳定增长，同时对 PUGV 内容有着较高的粘性。

图 32：月活用户稳定增长

	截至以下日期止3个月						
	2020年 3月31日	2020年 6月30日	2020年 9月30日	2020年 12月31日	2021年 3月31日	2021年 6月30日	2021年 9月30日
平均月活用户 ⁽¹⁾	172.4	171.6	197.2	202.0	223.3	237.1	267.2

数据来源：哔哩哔哩 2021 年年报

哔哩哔哩招股说明书数据显示，哔哩哔哩 PUGV 贡献了平台播放量的 91%。

此外，哔哩哔哩的版权业务与直播业务也决定了他的下限不会太低。

由于定位不同，B 站在版权采购方面更精，爱优腾则更广，因此两个阵营的内容成本与版权创收能力形成了天壤之别：一方面，B 站内容成本占总收入比远小于爱优腾；另一方面，B 站版权创收能力更优。

图 33：B 站内容成本占比远低于爱奇艺

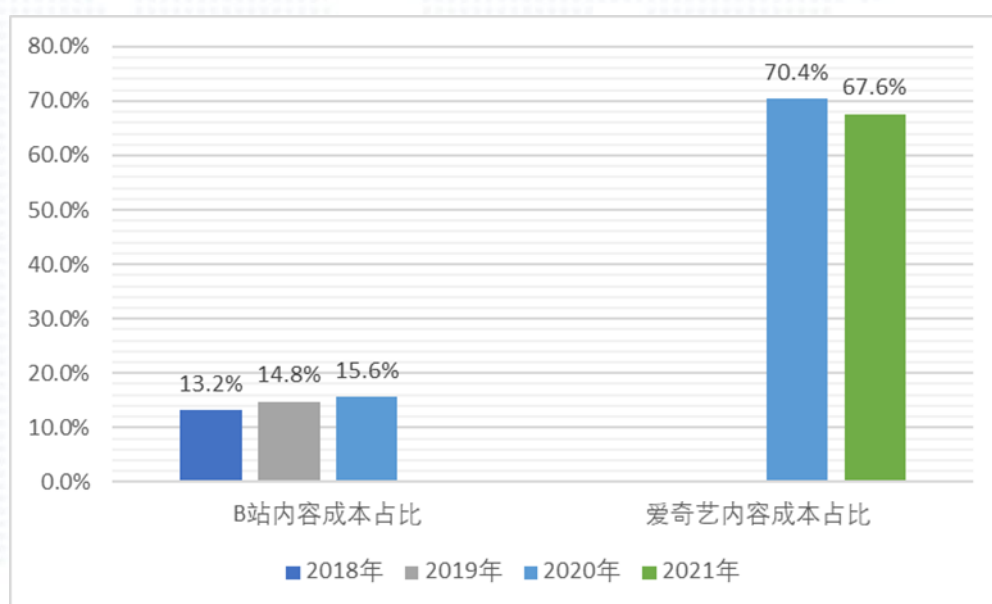
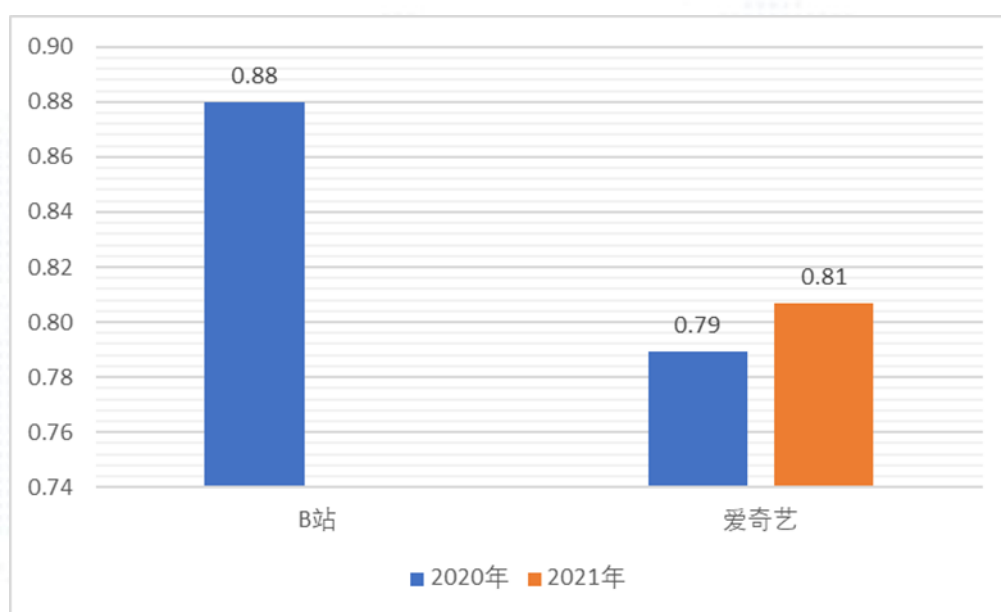


图 34：B 站与爱奇艺单位版权贡献收入（元）



数据来源：公司年报，卡拉研究院

B 站能在版权采购的成本效益方面占优,其直接原因在于:一是 B 站在采买 OGV 内容时会针对社区调性进行投放;二是动画/动漫的制作成本相较于影视剧更低,在成本加成定价基础下其采购成本或也低于影视剧。直播也同样如此,社区的细分与挖掘让哔哩哔哩能够更有针对的投放与采购,因而实现更高效率的创收。更何况,哔哩哔哩正利用虚拟偶像大步迈入元宇宙的世界。

2、自研游戏有望成为新增长点

哔哩哔哩基本盘稳定,其版权等业务受限于公司战略定位与圈层局限性,因此需要挖掘新的增长动力。而自研游戏有望成为这个新动力。目前,公司已在杭州、广州成立分部,专注于游戏的研发,并投入大量

资源与人力。爆款自研游戏的出炉能够缓解收入分成成本过高与研发费用率过高的困境。因此，需密切关注哔哩哔哩的游戏开发动向。

3、在国外的生态复制影响远期前景

哔哩哔哩的出海之路是必然的，一方面是内容成本与收入分成需要更广阔的市场来分担，另一方面在于竞争对手的纷纷布局也让他不得不抓紧出海。好在二次元内容的传播壁垒低，这为哔哩哔哩快速建立海外大本营提供了可能。

但不得不提的是，东南亚、日韩美等国家文化与本土文化有显著差异，哔哩哔哩需为此付出更多的组织管理成本以及内容管理成本。

因此，更需关注哔哩哔哩的海外组织管理模式与生态模式的差异点。



卡拉研究院

聚焦文娱，洞察产业

官网：<https://www.karakal.com.cn/>

头条号/百度号/微信公众号：余音悦心

网易号：卡拉研究院