

案例题目：一路高歌：哔哩哔哩商业模式创值之路

摘要：移动互联网技术深刻地变革了人们的生产、生活和交流方式，推动了网络社群的形成与发展，形成了粉丝经济和社群经济。围绕社群进行商业模式的设计和创新成为了新兴互联网企业的共识。其中的典型代表哔哩哔哩紧紧围绕其用户形成的社群不断更新其商业模式，从不为人熟知的小平台发展成为中国年轻世代最受欢迎的娱乐社区。本案例回顾了哔哩哔哩商业模式的三次迭代，运用魏朱模型分解其商业模式的要素，并借助财务战略、自由现金流以及企业估值模型分析商业模式创造价值的路径。本案例旨在使学员掌握商业模式的概念、商业模式创新实现价值创造的路径。

关键词：哔哩哔哩；商业模式；自由现金流；企业价值创造

Title: On a Tear: BILI's Business Model Driving Value Creation

Abstract: Mobile internet technology has profoundly changed the production methods, lifestyle and communication methods, promoting the formation and development of online societies. Designing and innovating business models centered around communities has become a consensus among emerging Internet companies. BILI, a typical example of those companies, has constantly updated its business model around the communities formed by its users, and has grown from a small and unknown platform to become the most popular amusement society among China's Z generation. This case reviews the three iterations of Beeping Beeping's business model, especially the process of constructing the PUGC+OGC model, decomposes the elements of its business model using the Wei Zhu model, and analyzes the path of the business model to create value with the help of the financial strategy, free cash flow and enterprise valuation model. This case aims to enable participants to master the concept of business model and the path of business model innovation to achieve value creation.

Keywords: BILI; Business Model; Free Cash Flow; Corporate Value Creation

案例正文：

一路高歌：哔哩哔哩商业模式创值之路¹

0 引言

2019年12月31日，一场名为《二零一九最美的夜》的跨年晚会一炮而红。这场跨年晚会由哔哩哔哩举办，不同于各大电视台的跨年晚会，该晚会创意层出不穷，不仅有当红的娱乐圈明星的歌曲舞蹈，还有极具正能量的军乐组曲，而语音软件合成的虚拟歌手洛天依和国乐大师——方锦龙同台合作的《好一朵美丽的茉莉花》更是惊艳四座。两天后，人民日报发文称赞这场晚会为“最懂年轻人”的晚会。到2020年1月7日，晚会的播放量达到6700多万。顿时，哔哩哔哩名声大噪，到1月12日，哔哩哔哩市值也随之突破60亿美元，较上年末增长逾20%。四个月后，五四青年节前夕，哔哩哔哩制作的寄语青年的视频《后浪》在《新闻联播》节目前的黄金时段发布。该视频一经播出，“后浪”一词受到了广泛讨论，成为了“2020年十大网络热词”。从此，哔哩哔哩成为了家喻户晓的品牌。

哔哩哔哩（英文名称：bilibili，简称B站，BILI）成立于2009年，其时仅仅是年轻人交流共同兴趣的一个网络论坛性质的小平台，不过十年，就登陆纳斯达克，2020年，月活跃用户量高达2亿人次，成长为最受年轻世代喜爱的大社区。回顾哔哩哔哩从影视代理到游戏代理，从涉猎直播业务到投资电子竞技行业，从推出“大会员”的付费观影到“会员购”的电子商务的发展轨迹，不难发现，其商业模式的数次迭代总是将哔哩哔哩这只“丑小鸭”变身“白天鹅”的故事情节一次次推向高潮。

1 始于足下：用户定位精准，开启商业化运营

2009年6月26日，一位默默无闻的日本动漫爱好者徐逸和他北京邮电大学计算机专业的三个同学在杭州的一间狭小的出租屋内，租用几台服务器，建立了一个二次元²的弹幕³视频网站，名为“Mikufans”。“Mikufans”为“Miku的粉丝”之

1. 本案例由中南大学商学院的曾蔚、赵泽译撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

² 二次元指ACGN，即英语单词“Animation”、“Comics”、“Games”和“Novels”的首字母缩写，意为动画、漫画、游戏和轻小说。

³ 弹幕，原本为军事术语，指运用多门火炮采用相同射击元连续齐射，使弹着点在运动目标的前方形成弹幕。在互联网语境下，指由日本的niconico动画首创的观众观看视频时发送的滚动弹出的评论性字幕。

意,“Miku”是二次元文化中很火爆的虚拟歌手⁴,后来,徐逸将 Mikufans 改为 bilibili⁵,是他最喜爱的动漫角色的昵称。网站的命名和更名都深深烙上了明显的二次元文化印记。

弹幕使观众了解到其他观众的想法,这种新意十分吸引用户。当时 Acfun 率先在中国引入了弹幕。但 Acfun 存在服务器不稳定、审核很慢等各种技术问题。2009 年 6 月, Acfun 发生了一场因员工内部矛盾而发生的派系斗争,随即 Acfun 的机房故障,导致网页无法访问,长达一个多月。B 站正是在 Acfun 出现管理问题时创立和发展起来的。其时, B 站的视频几乎都是和徐逸一样的动漫爱好者上传的,这些视频或是对热播日本动漫的二次创作,或是字幕组“搬运”的日本动漫⁶。越来越多的二次元爱好者开始弃用 Acfun,转而在 B 站上聚集成社群。这批二次元爱好者中便有哔哩哔哩的天使投资人、小米 CEO 雷军的旧部、猎豹移动的 3 号人物——陈睿。出于对动漫的喜爱和对 B 站运营团队的好奇,2011 年,陈睿主动联系到了徐逸。了解到用户量的增长已经使得徐逸的小团队不堪重负的时候,陈睿率性地投资了他们,担任哔哩哔哩的营业顾问,成为了哔哩哔哩的“第五位员工”。随即,哔哩哔哩注册了公司——杭州幻电科技有限公司。

陈睿投资之后,把如何维持用户增长,创造收益当作哔哩哔哩的头等大事来抓。于是,哔哩哔哩的商业运营之路正式开启。2012 年 4 月, bilibili 与日本 niconico 动画达成合作,中日两国同时放送日本动画《Fate/Zero》第二季,该节目的同时在线观看人数峰值一度高达 2.5 万人次。这是日本新番⁷首次借助商业手段打开中国大陆市场,而 B 站也借机吸引了大量的用户。观众数量的激增使得哔哩哔哩的广告业务报价提高,提高了货币化率。不过,因为当时 B 站团队较小,业务不熟练,未向广电部门申请许可证,导致《Fate/Zero》最后被监管部门叫停,但此举为将来引入《Fate》系列的手机游戏《Fate Grand Order》埋下了伏笔。2013 年 5 月,哔哩哔哩开放注册,但游客在通过准入测试之前无法发送弹幕。用户量的增长也引起了投资方的看好。同年,哔哩哔哩获得 IDG 资本的 A 轮融资,同时,在开曼群岛成立哔哩哔哩有限公司,公司总部也迁至上海。这次商业合作正式掀开了大陆视频平台引进日本动画的序幕,乐视、爱奇艺、优酷土豆等视频网站纷纷开始了日本动画代理的业务。哔哩哔哩也不计成本地加入代理权的争夺战中,2014 年以后,代理了《浦安铁筋家族》等优秀动漫产品,同时向广大用户

⁴ Miku 是初音未来,虚拟歌手指在电脑上用歌声合成软件制作,并赋予虚拟二次元形象的歌手。

⁵ Bilibili,即日语“ビリビリ”,在日语中为拟声词,无实义,用于模拟电流声音的词汇。以此称呼徐逸最爱的动漫角色——御坂美琴,是因为动画中该人物的超能力为操纵电流。

⁶ 字幕组(Fansub group),是指将外国影视作品进行翻译,配上本国语言字幕的爱好者团体。字幕组不同于译制厂。字幕组翻译外国影视作品多出于兴趣爱好,名义上不以营利为目的,仅供学习交流。“搬运”,网络用语,意为非原创地转载他人视频。“搬运”较难取得视频的版权许可,因而可能违法。

⁷ 新番,指新播出的动画节目。“番”来源于日语词汇“番組”,意为节目。由“番組”演化而来的词汇,还有“番剧”,指动画节目。

承诺“bilibili 的正版新番永远不加贴片广告”，形成明显的竞争力。

至此，哔哩哔哩凭借影视代理业务，实现了从单纯的兴趣社区向二次元的视频平台的经济实体的转变。哔哩哔哩持续向庞大的二次元群体提供免费的观影服务，并改变传统的贴片广告方式，将广告放置在视频内容之外，既能够获取广告收入，又给客户带来了良好的观影体验，能够维系并吸引客户。不过，因竞争对手纷纷卷入的代理权争夺战，动画版权代理成本随之水涨船高，哔哩哔哩无法以微薄的收入负担日渐上涨的成本，陷入了亏损的局面。

为了捕获动漫代理业务的价值，哔哩哔哩做了许多努力。一方面，首创“新番承包计划”⁸，用户可以自愿选择通过 B 站的收费渠道支付一定的金额以支持某部喜欢的日本动漫。此举依靠客户的自发行行为降低了代理动漫的授权费用；另一方面推出增值服务。2016 年 10 月，哔哩哔哩顺势推出增值服务——“大会员”。相较于普通用户，大会员享有杜比全景声、专属缓存等增值服务，并且某些番剧仅供大会员用户观看。付费会员推出后，相当一部分免费用户转化成了付费用户，而且付费用户连续 12 月内的留存率高达 80%，改变了过去仅依靠广告来实现影视业务收入的局面，进一步实现了影视业务的收入增长。到 2020 年末，直播和增值服务的收入在总收入中的比重已达 30% 多。

2 另辟蹊径：开启移动游戏业务

随着越来越多的优秀动漫产品被引入，B 站这个最全面的二次元平台的用户量出现了井喷式的增长。徐逸的管理团队缺乏管理经验，经营这个迅速壮大的平台越发觉得力不从心，他满怀诚意地找到陈睿，希望陈睿直接参与哔哩哔哩的经营之中。彼时，猎豹正处在为上市做准备的关键时期，作为联合创始人的陈睿全身心的投入到了猎豹的上市筹备之中。于是，他婉拒了徐逸的邀请，但陈睿对哔哩哔哩有着深厚的感情，他许诺徐逸，猎豹上市之后，他会认真考虑加入哔哩哔哩的事情。

2014 年猎豹上市后，陈睿兑现了他的诺言，放弃了在猎豹的高管地位和优渥的薪资待遇，加盟哔哩哔哩。陈睿回想起 2011 年初见徐逸的情景。当时，陈睿和四个年轻人聊到了凌晨。作为投资人，陈睿问道：“咱们是想做一个爱好者的社团呢，还是想未来做一家公司？”

“至少像盛大⁹那么大的公司吧！”徐逸不假思索地回答。

陈睿看出了徐逸的抱负，爽快地提出了投资哔哩哔哩的想法，同时问道：“你知道盛大有多大吗？”

⁸ 资料来源：新番承包计划 - 哔哩哔哩 (゜-゜)つロ 干杯~bilibili <https://www.bilibili.com/topic/489.html>

⁹ 盛大，即盛大游戏，是中国知名的网络游戏开发商、运营商和发行商。

“至少得有几座办公楼吧！”不谙公司经营之道的徐逸脱口而出。

出于对哔哩哔哩和徐逸的信任,36岁的陈睿出任哔哩哔哩的CEO兼董事长。

陈睿见证了B站用户数量指数级的增长,但却没能看到利润。陈睿意识到了创新商业模式以创收的紧迫性。他回忆起他初见徐逸时提到的盛大这个知名游戏公司,而游戏正是二次元文化的重要组成部分,思考再三,他决定和盛大一样,开展游戏发行、代理的业务。只不过,作为猎豹移动的前创始人,陈睿深知客户端网络游戏市场已经饱和,市场额份已经被腾讯、网易等瓜分殆尽,要想以游戏业务打造新的收入增长极,应该把眼光投向刚刚兴起的移动设备端游戏,即**移动游戏**。

2015年9月,哔哩哔哩正式在中国大陆营运2014年取得代理权的《梦王国与沉睡的100王子》。该游口碑不错,哔哩哔哩借此成功打开了手游业务。但代理手游带来的收入仍无法弥补巨额的成本支出,直到2016年9月,宣传已久的手游《Fate/Grand Order》(以下简称FGO)正式上线。和大多数网络游戏一样,FGO是一款道具收费游戏¹⁰,玩家可以选择免费体验游戏,也可以选择付费充值后,在游戏内购买虚拟道具以增强游戏体验。借助于《Fate》系列动画以及B站上用户的二次创作的视频形成的庞大粉丝群体,FGO的下载量登顶各大应用市场榜单。付费玩家在游戏内购买道具为哔哩哔哩持续运营、维护游戏提供了资金流,数量庞大的免费玩家在与付费玩家游戏时,受到激励也能够转化为付费用户。FGO的业绩一飞冲天,当年共实现收入5.24亿元。此后,哔哩哔哩又代理了诸如《碧海航线》、《明日方舟》等众多知名道具收费的移动游戏,**移动游戏的收入在总收入总占比超80%**。与此同时,围绕庞大的用户数量,哔哩哔哩决定进军刚刚兴起的网络视频直播行业。

至此,哔哩哔哩实现了商业模式的第二次迭代,由单纯的视频平台转变为“视频+游戏+直播”的平台,斩获了新的收入增长极,随着动画代理与游戏代理业务的双重开展,哔哩哔哩二次元用户数量始终保持超高速增长、用户黏性也高居不下。在2014年到2016年三年间,哔哩哔哩又先后完成数轮融资,融资金额数千万美元,保证了哔哩哔哩的迅速发展。

尽管移动游戏实现了哔哩哔哩收入的增长,但移动游戏本身就竞争激烈,腾讯和网易分别凭借《王者荣耀》和《阴阳师》等游戏占据了移动游戏份额的半壁江

¹⁰ 道具收费是游戏收费模式的一种是指玩家可以免费体验游戏,可自主决定是否向运营商充值以购买游戏内的虚拟道具的收费模式。其他游戏产品或服务的收费模式包括以下五种,分别为买断模式、计时收费模式、混合模式以及免费模式。买断模式是指仅当玩家全额购买游戏后才能进入游戏的模式,在该模式下,游戏作为软件被视为商品而非服务。计时收费模式,是指游戏运营商根据玩家游玩游戏的时长计费的模式,少数网络游戏采用此种模式;混合模式是指计时收费模式与道具收费的混合运用。免费模式多为网页Flash游戏平台采用,玩家可游玩免费网页小游戏,但需要观看页面上的广告。

山，仅凭一款《FGO》，哔哩哔哩很难持续发展下去。而且，游戏的寿命有限，游戏毕竟是虚拟世界，当玩家因为现实生活中诸如学业、工作等原因极可能随时放弃游戏。在金山工作过的陈睿深深知道这一点，他明白，作为一个视频平台，哔哩哔哩的本分是维系和发展视频业务。可是，视频平台竞争也十分激烈，爱奇艺、优酷等开发了自己的电视剧和综艺节目，同时也掌握了很多日本动漫在中国大陆的独家播放权，而且快手、抖音等短视频的竞争对手也涌现出来。而当时 B 站行仅有转播的日本动漫和用户基于这些动漫进行二次创作的作品，哔哩哔哩迫切需要再一次进行商业模式创新。

3 康衢乍现：发展内容社区生态

3.1 用户群体发生转变

哔哩哔哩账面上仍未实现盈利(见表 1)，而且，收入结构单一的问题也随之而来。哔哩哔哩的团队需要找到新的突破口。解决这一问题的重担自然而然地落到了哔哩哔哩的核心管理团队的肩上。“85 后”的副董事长兼 COO，李旎能力突出，为人低调。她主要负责平台的营运、销售和商业合作以及内容生态系统合作。李旎和团队发现，在 2014 年到 2016 年间，每年通过准入测试成为 B 站会员的人数达三千多万，多于同时期每年参加全国大学英语四、六级考试的考生数。当时，这个测试的内容全部与二次元相关，只有通过测试，才能在视频中发送弹幕。但很多新用户其实对二次元不甚了解，甚至一无所知，为了能够在视频上发送弹幕，他们可谓是使出浑身解数。而他们成为会员以后，在 B 站上浏览、评论和互动的内容与二次元毫不相关。李旎和团队意识到 B 站的用户群体不再仅仅围绕二次元，而是在 B 站上组建了成百上千个具有共同兴趣的社群。李旎认为要缩小亏损，尽早盈利，应当不再拘泥于二次元，而是重塑内容，回归用户，实现向泛娱乐的文化社区的转变。

表 1 哔哩哔哩 2015 年-2017 年主要损益数据

Table 1 Key Profit and Loss Data for BILI 2015-2017

主要损益项目（单位：千元）	2015 年	2016 年	2017 年
净收入	130,996	523,310	2,468,449
成本	-303,568	-772,812	-1,919,241
毛利	-172,572	-249,502	549,208
经营支出：			
销售与营销费用	-17,689	-102,659	-232,489
管理费用	-153,707	-451,334	-260,898
研发支出	-24,915	-91,222	-280,093
总经营支出	-196,311	-645,215	-773,480
经营亏损	-368,883	-894,717	-224,272
税前亏损	-371,063	-908,355	-174,869
所得税	-2,425	-3,141	-8,881
净亏损	-373,488	-911,496	-183,750

回归用户并不意味着沿袭“用户生成内容”的 UGC¹¹模式，也就是沿用过去由普通用户或者字幕组上传视频的模式，因为不附加任何贴片广告，单纯沿用 UGC 模式无法产生可观的收益；也不意味着放弃“职业生成内容”的 OGC¹²模式，因为制作精良，内容专业的日本动画节目是保持和扩大用户量进而创造价值的重要手段。所以，要回归用户，应该改良、整合 UGC 模式和 OGC 模式，构建起专业用户生成用户的 PUGC¹³+OGC 的模式，并基于此构建开放商业模式。

3.2 培育专业用户，打造泛娱乐的 PUGC 模式

引导、激励 up 主¹⁴。构建 PUGC 模式的核心在于汇集专业用户并与之合作。在 B 站，扮演这一角色的群体正是“up 主”。2016 年到 2018 年，先后推出了针对不同阶段 up 主的扶持、激励计划（详见表 2）。实施全阶段的扶持计划后，哔哩

¹¹ UGC, User Generated Content, 即“用户生成内容”是互联网平台生成资讯、视频等内容的模式之一，UGC 模式下，内容由任意普通用户生成。

¹² OGC, Occupationally-generated Content, 即“职业生产内容”是互联网平台生成资讯、视频等内容的模式之一，OGC 模式下，内容由具备专门职业背景的角色提供内容。

¹³ PUGC, Professional User Generated Content, 即“专业用户生产内容”是互联网平台生成资讯、视频等内容的模式之一，PUGC 模式，整合了 UGC 模式和 PGC 模式，内容由具备专业素质的大众用户生成。PGC 模式，即 Professional Generated Content，专业内容生成模式。PGC 模式下，内容生成与传统广电业相差无几，但内容传播方面，会对内容进行专业的分类和传播。PGC 模式不同于 OGC 模式中的特定的具备专门职业背景的角色。

¹⁴ up 主，指在视频网站、论坛、上传视频、音频文件的人。对应英语“uploader”。

哔哩哔哩为有才华的 up 主搭建舞台，能够吸引 up 主、保留 up 主，为公司带来了强劲的内生增长能力。到 2018 年第四季度，平均每月就有约 57 万名 up 主活跃在 B 站，同比增长 144%，截止到 2021 年第二季度，B 站的总视频浏览量中，有 93%是由 up 主贡献的。同时，B 站上涌现了一批知名 up 主，比如，2020 年，“老番茄”成为了 B 站上首个突破 1000 万粉丝的 up 主；中国政法大学教授罗翔受邀将自己刑法课搬上 B 站，仅两天，粉丝量超百万……众多 up 主都吸引了各自的粉丝群体，为哔哩哔哩构筑起数以亿计的用户群体。

表 2 哔哩哔哩 up 主扶持计划

Table 2 Uploader Support Program of BILI

up 主所处时期	扶持计划	计划内容
创作初期	创作学院	创作者教学平台，包括音视频处理、合成、剪辑等教学
	充电计划	打赏功能，用户为喜爱的 up 主付费“充电”以激励创作
新人阶段	创作激励计划	以内容质量为导向评估个人 up 主上传的稿件并提供收益
	新星计划	甄选优秀作品并给与原创作者奖励
成熟阶段	悬赏计划	援助 up 主在视频下方链接广告
	花火计划	服务于 up 主和广告商的合作平台

3.3 丰富平台内容以进行社群营销

在引导、激励 up 主的同时，B 站内容由过去单一的二次元文化向年轻世代的多元娱乐文化发展。2016 年到 2017 年，B 站相继推出了舞蹈、鬼畜、音乐、生活、知识等分区（见图 1）。up 主通过 B 站分享生活、学习、饮食的有趣见闻。用户通过 B 站学习唱歌、绘画、化妆等技巧。这样良好的社区生态为 B 构筑商业生态夯实了基础。2017 年，哔哩哔哩成立超电文化公司，主要经营演出、会展等业务。其中最火爆的是名为《Bilibili Macro Link》的大型聚会品牌。该活动每年举办一次，演出活动的门票在数小时内售罄，通过售票进一步捕获价值，并且每年活动都有来自各行各业的产商争夺该活动的冠名资格，哔哩哔哩从这些演出、会展中提升了广告业务的收入。

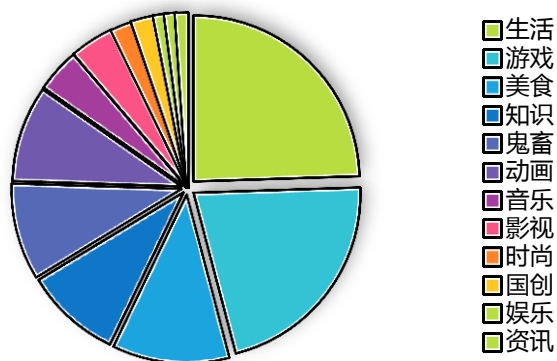


图 1 哔哩哔哩视频作品分区占比¹⁵（播放量口径）

Figure 1 Share of Video Segment BILI (in viewership)

借助于自媒体、微信、抖音等平台，网络社群的发展迅猛，社群营销也随之兴起。B 站作为最丰富的社区平台，自然也成为了社群营销的阵地之一。一方面，基于多品类的 PUGC 视频，B 站通过分析用户活跃的分區，可以实现比较精确的广告投放。另一方面，广告商和 up 主之间的直接合作也可通过 B 站进行联系，在 up 主推广产品或服务之后，哔哩哔哩也会为广告商引流，这样就形成了完整的营销链条。其中的典型代表有元气森林，其官方账号在 2019 年 12 月入驻 B 站，从 2020 年 12 月到 2021 年 1 月的一个月间，粉丝增加 400 多倍。哔哩哔哩广告业务占因此收入比重进一步提升，广告收入从 2017 年的近 2 亿元跃升至 2020 年的 7.2 亿元。

4 方骏并路：投融资并重

4.1 赴美发股发债，筹措资金

PUGC 模式成功搭建使得哔哩哔哩与 up 主、广告商之间的系统性合作为年轻世代创造了价值，成为了年轻世代最受欢迎的社区平台，进而，受到了资本市场的关注。而且，OGC 模式的搭建需要大量的资金支持，于是，哔哩哔哩开始策划赴美上市。2018 年 3 月 28 日，哔哩哔哩成功在美国纳斯达克挂牌上市，共募资 4.83 亿美元。上市后，依旧备受资本市场的追捧，2018 年 10 月，腾讯投资 3.176 亿美元。2019 年，阿里巴巴通过淘宝入股哔哩哔哩，约占总股本的 8%。哔哩哔哩能够有效利用资本进行投资、加速商业模式创新。

PUGC+OGC 模式的搭建后，哔哩哔哩财务状况在一定程度上得到改善，增强了其信心，满足了发行债券的条件，于是 2019 年 4 月，发行了 5 亿美元的年利率为 1.735% 的七年期可转换债券。这是哔哩哔哩首次以长期债务的形式筹措资金，降低了资本成本，资本结构更加适合哔哩哔哩的发展。

¹⁵ 数据来源：火烧云数据，光大证券研究所

4.2 多元投资，打造泛娱乐的 OGC 模式

PUGC 模式的成功依赖于 up 主生成的优质文娱内容，OGC 模式的内容输出同样应当是转向泛娱乐的高质量内容。为了提高 OGC 模式中的高质量内容，哔哩哔哩决定通过投资、并购向直接参与内容制作之中。

投资动画制作公司。早在哔哩哔哩代理日本动画的时候，哔哩哔哩就已经开始了动画制作的投资布局（见图 2）。2015 年 9 月，哔哩哔哩参与了戏画谷动画的 Pre-A 轮融资，正式开始布局国产动画的制作业务。2016 年以后，哔哩哔哩一方面参与投资、组建国产动画制作公司，比如绘梦动画、福煦影视、翼下之风等知名动画公司；另一方面，加入日本各知名动画制作委员会，2018 年 5 月收购日本动画公司 Fun-media 部分股权。越来越多的高质量动画作品登陆 B 站，巩固了二次元客户群体，也为哔哩哔哩 OGC 模式打下了坚实的内容基础。



图 2 哔哩哔哩主要股权投资示意图

Figure 2 Major Equity Investments of BILI

投资漫画、音频、游戏产业。PUGC 社区生态的形成之后，B 站不乏有年轻人分享音频，或进行音频直播，国产漫画行业也借助新媒体得到了发展。2018 年，哔哩哔哩相继收购猫耳 FM 和网易漫画的主要资产。此后，哔哩哔哩成为了年轻人最喜爱的漫画阅读平台之一。与投资动画制作公司类似，在积累了丰厚的代理移动游戏经验之后，哔哩哔哩便开启了向上游的游戏开发和制作产业的进军。2021 年 4 月 29 日，战略投资手机游戏制作公司——中手游，持股比例不低于 5% 并享有一名非执行董事的提名权。2021 年 8 月，哔哩哔哩举行游戏发布会，16 部上新的游戏中，有 6 部风格迥异的自研游戏，哔哩哔哩将深耕游戏市场，越来越多优质游戏将登录 B 站，助力其发展。

进军电子商务。哔哩哔哩参与动画制作之后，完成了动漫、游戏产业链的总体布局、从制作到发行、再到代理，动画、移动业务实现了质的飞跃。而哔哩哔哩也不忘部署动漫产业链的最后一环——动漫衍生的实物产品的生产和销售。

2017 年，哔哩哔哩“会员购”正式上线，标志哔哩哔哩进军电子商务领域。哔哩哔哩在“会员购”上销售知名动漫、游戏的衍生产品，包括手办¹⁶、周边¹⁷、票务、实体图书等。截止 2019 年底，哔哩哔哩共售出手办 293 万个、周边 59 万件、346 万张动漫展览门票¹⁸。电子商业业务展现出较高的成长性。

进军影视行业。哔哩哔哩也投资影视行业，以丰富 OGC 端的高质量内容。2016 年 1 月，哔哩哔哩举办《神探夏洛克特别篇：可恶的新娘》的粉丝派对。会上，2015 年成立的哔哩哔哩影业公开亮相，标志着哔哩哔哩电影业务布局，随后哔哩哔哩参与了部分动画电影的制作与发行。2019 年 8 月，哔哩哔哩斥资 5.13 亿港元认购欢喜传媒配售的股份，获得欢喜 9.9% 的股权。其中五分之一的资金将用于电影及电视剧版权投资业务。入股后，电影《夺冠》在院线下映后将在 B 站和欢喜首映上独播。2020 年哔哩哔哩出品的青春题材电视剧《风犬少年的天空》在 B 站播出，赢得了热度和口碑的双丰收。随着 PUGC 的社区生态日益繁荣，年轻世代的用户们日益在平台上分享科普、知识等内容。相应地，哔哩哔哩开展了纪录片业务，与 CCTV、Discovery 等知名纪录片制作公司合作，平台上专门上线 Discovery 专区，引入上百部纪录片，取得了《我在故宫修文物》等纪录片的网络视频平台独家播放权。哔哩哔哩影业也将其搬上影院大屏幕。

进入电竞行业。当时，中国电竞市场发展迅速，于是，哔哩哔哩果断进入电竞行业。2017 年 12 月成立 BLG 电子竞技俱乐部，投资职业电竞团队。其俱乐部在一些赛事中取得了不错的成绩，反哺了游戏直播业务的发展。次年，成立哔哩哔哩电竞公司，加快部署电竞产业链。2019 年 12 月 6 日，B 站宣布获得在 2020 年至 2022 年间网络游戏《英雄联盟》全球总决赛中国地区的独家转播权。电竞业务的发展同样受到资本市场的关注，2021 年 1 月，哔哩哔哩电竞获得了 1.8 亿元的首轮融资，形成了俱乐部、赛事代理、选手经纪的环形商业生态。

至此，哔哩哔哩转变为中国年轻世代的泛娱乐社区。这是其商业模式的第三次迭代，哔哩哔哩基于 PUGC+OGC 的内容生成模式（见图 3），进入上下游并扩展业务范围，深化了与 up 主、动画、游戏、影视等制作公司或发行公司、广告商、电子竞技赛事组织单位等众多外部伙伴之间的系统性合作，共同为年轻世代这一目标客户群体创造了价值。

¹⁶ 手办，又称“人形”，“人形”一次来自日语，本意为人偶。现指现代的收藏性人物模型。

¹⁷ 周边是个比较广义的概念，是指以游戏动漫（Anime）为载体，对其周边的潜在资源进行挖掘。包括以游戏为主概念的玩具、食品、饰品等等实物，同时也包括音乐、图象、书籍等文化产品。

¹⁸ 数据来源：36 氪新闻。

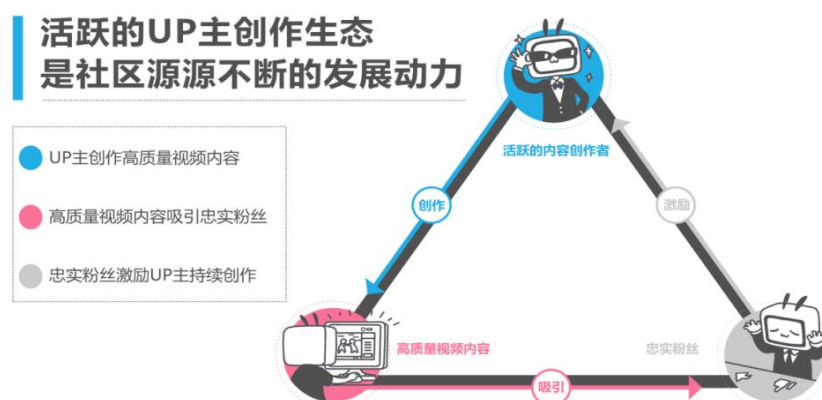


图 3 哔哩哔哩 PUGC+OGC 模式的社区生态

Figure 3 Community Ecology of PUGC+OGC Model of BILI

5 平步青云：实现高估值

得益于基于 PUGC+OGC 的商业模式的搭建，年轻世代集聚哔哩哔哩，表现出了较高的用户黏性和用户增长率。哔哩哔哩 2021 年第二季度财报显示，用户日均使用 B 站 81 分钟，12 个月的用户留存率高达 80%。月均付费用户达 2000 多万。资本市场预见了年轻世代的消费能力和付费欲望、哔哩哔哩强劲的成长能力，短短三年间，其估价从 2018 年刚刚上市时的 9.8 美元开盘价已经跃升到 2021 年 5 月底的 121.84 美元（见图 4）。以跨年晚会《二零一九最美的夜》和演讲视频《后浪》为节点，资本市场看到了哔哩哔哩围绕中国年轻世代进行商业模式创新实现高速成长的能力，哔哩哔哩的估价出现了第一次、第二次跃升。

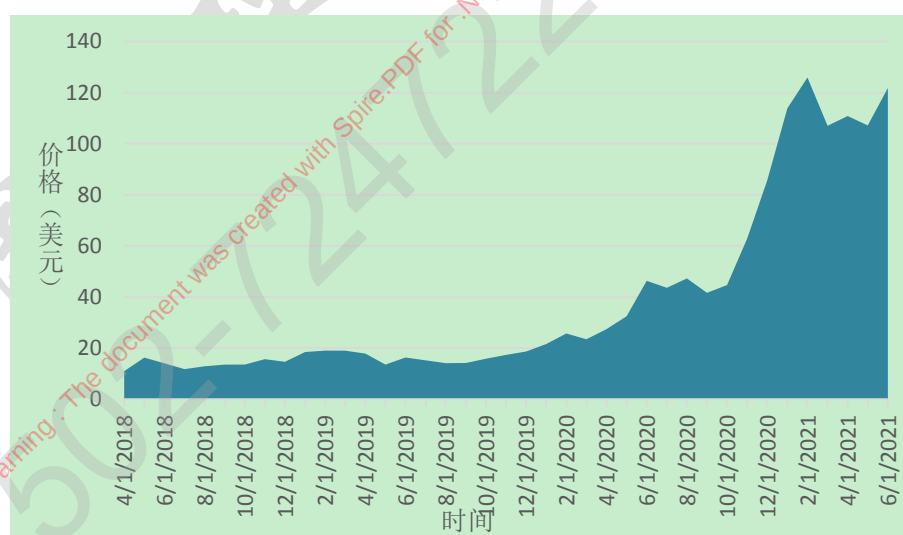
图 4 哔哩哔哩每股价格走势¹⁹

Figure 4 Price per share of BILI

¹⁹ 数据来源：股票报价及股价图 | Bilibili <https://ir.bilibili.com/zh-hans/stock-information/stock-quote-chart>

2020 年第三季度财报发布，投资者们惊奇地发现，哔哩哔哩的非移动游戏收入占比首次超过移动收入占比，收入结构和亏损结构发生改善。哔哩哔哩以可靠的财务数据向资本市场展示了 PUGC+OGC 为基础的商业模式创新的成功，这是哔哩哔哩估价的第三次跃升。

6 尾声

哔哩哔哩从“小破站”转变为“万物皆可 B 站”的大社区的过程中，数次商业模式变革都是以用户形成的社群为基础，逐步拓展业务的。2021 年 3 月 29 日，哔哩哔哩于港交所上市，12 岁风华正茂的哔哩哔哩邀请了最具代表性的 12 位 up 主共同参与敲钟仪式。B 站董事长兼 CEO 陈睿致辞表示：“今天，我们回到香港上市，回到属于中国的资本市场。站在今天，展望未来，我一直相信‘视频化’是一个巨大的浪潮，是一个必然的趋势。视频创作将改变每个人的生活，深入到社会的方方面面。”尽管 5G 时代竞争日益激烈，而且哔哩哔哩仍在亏损，但回港上市的表现进一步彰显了其估值潜力，这是资本市场对哔哩哔哩和其社区生态的认可，更是对中国年轻世代的认可。所谓“其作始也简，其将毕也必巨”，相信哔哩哔哩能秉持以用户为中心的质朴初心，通过商业模式创新迭代推动企业价值创造的传奇故事还将在未来不断上演，让我们共同期待哔哩哔哩一路高歌，不断创造奇迹……

（案例正文字数：8399）

启发思考题

1. 根据魏朱模型分析哔哩哔哩商业模式创新迭代过程中交易结构的变化。
2. 哔哩哔哩进行商业模式创新的驱动因素是什么？
3. 为运营现行商业模式，哔哩哔哩采取了怎样的筹资和投资战略？
4. 利用管理用财务报表的相关知识，分析哔哩哔哩数次商业模式创新迭代中自由现金流结构的变化。
5. 分析哔哩哔哩现行商业模式如何为其创造高估值。

附录 A 哔哩哔哩发展历程

本案例回顾了哔哩哔哩商业模式迭代的主要历程以及主要业务，哔哩哔哩成立至今已逾 12 年，但案例篇幅有限，难以全面回顾和介绍其发展历程。哔哩哔哩发展历程如下图所示，以供案例使用者参考。



bilibili提供了多样化的产品和服务



图 A-1 哔哩哔哩发展历程及业务范围²⁰

²⁰ 资料来源：关于我们 - 哔哩哔哩 <https://www.bilibili.com/blackboard/aboutUs.html>

附录 B 哔哩哔哩 2021 年第二季度财报主要数据

哔哩哔哩 2021 年第二季度财报主要数据如下图所示，更多内容可访问 <https://ir.bilibili.com/financial-information/quarterly-results>

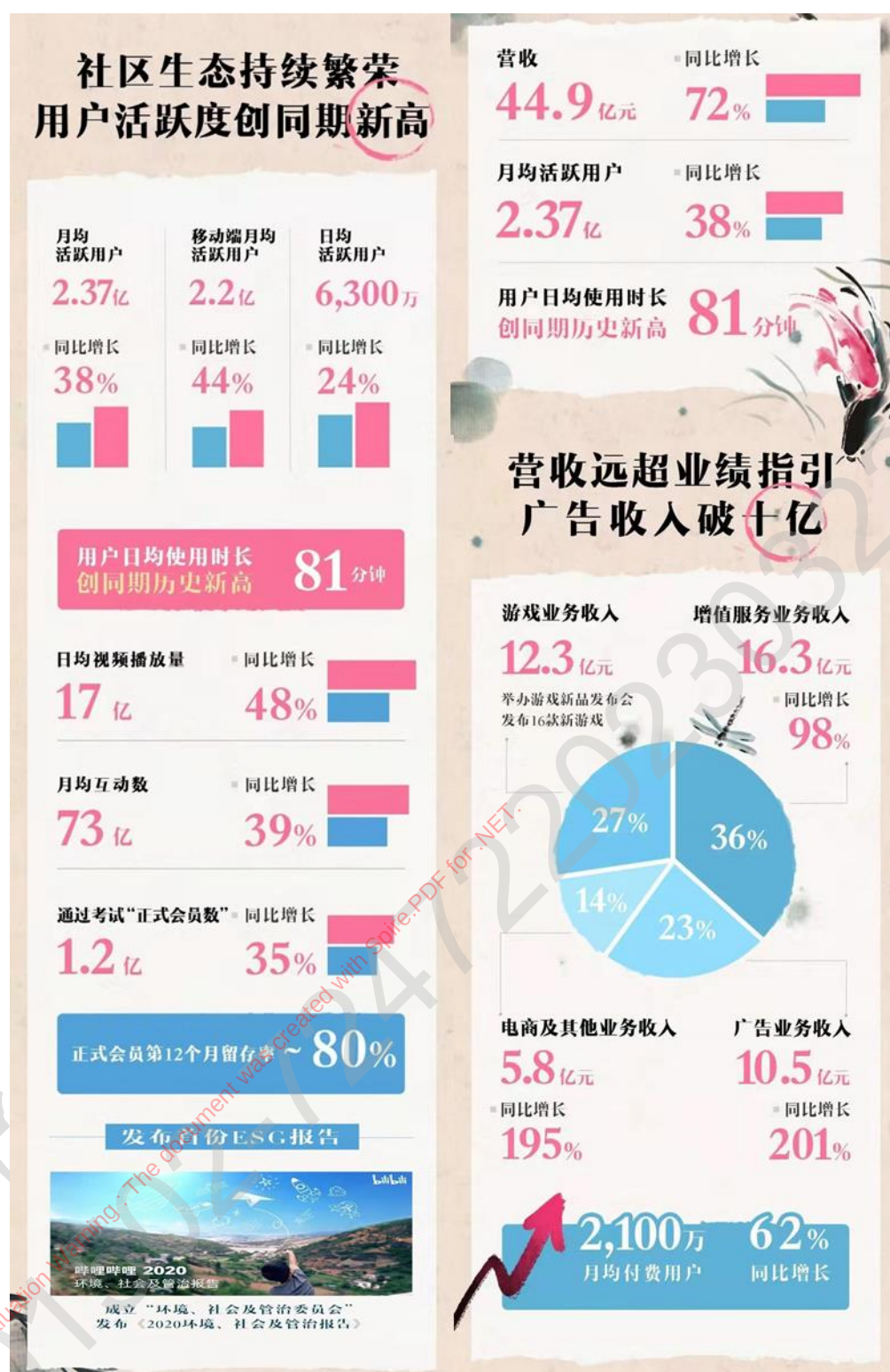


图 B-1 哔哩哔哩 2021 年第二季度财报主要数据