

知乎 (ZH.N)

2021 年 06 月 08 日

知之为知之，不知知乎知

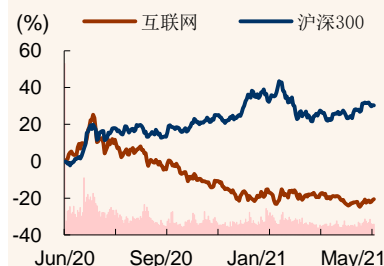
上证指数 3580

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	27 0.6
总市值 (亿元)	3118 0.4
流通市值 (亿元)	2510 0.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.2	-10.9	-18.2
相对表现	-2.4	-16.0	-50.1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《爱奇艺 (IQIYI) 21Q1 点评—21Q1 亏损大幅收窄，营收同环比均增长超预期》2021-05-25

2、《破圈趋势强劲，社区生态持续繁荣，增值服务广告业务表现亮眼—哔哩哔哩-SW (9626.HK) 2021 年一季报解读》2021-05-24

3、《业绩符合预期，小程序生态日益蓬勃—腾讯控股 (0700.HK) 2021 年一季报解读》2021-05-23

顾佳

021-68407977
gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

谢笑妍

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
S1090519030003

研究助理

禹世亮
yushiliang@cmschina.com.cn

知乎是中国最大的问答式在线社区，其坚持以内容为导向的定位深受高线城市的年轻用户认可。公司通过算法分发的问答内容及内容创作者生态的机制是其内容社区黏性的来源；在内容视频化和多产品平台化的发展趋势下，公司有望进一步提升商业化价值。

□ 高效的内容分发和高质量内容积累是公司独特的竞争优势。公司是国内最大的问答式在线社区，也是中国前五综合在线社区，以广告、付费会员等作为主要收入，并且逐步拓展新的收入模式。知乎以内容为导向的定位，深受高线城市的年轻用户认可。公司拥有深厚的内容积淀和活跃的用户交互，平台上积累了 3.53 亿条内容，其中问答数量 3.15 亿条，覆盖超过 1000 多个垂直领域和 57.1 万个话题，4310 万名内容创作者，月均互动次数 6.76 亿条。知乎在算法和分发上坚持以优质内容为主导，从内容价值的角度出发进行内容质量评估和排序方式的优化，并根据用户兴趣进行问题推荐，在高效的分发机制下形成了良好的用户黏性，Yan+用户 12 个月平均留存率为 72%。

□ 商业化潜力逐步释放，除插片广告和会员收入外，“知+”内容营销及内容电商后续潜力巨大。公司广告业务占比明显下降的同时，付费和内容商业化解决方案占收入份额明显的提升，尤其是内容商业化解决方案成为增速最快的业务，公司多元化商业布局初显成效。付费会员业务目前为第二大收入来源，20 年付费会员渗透率达 3.4%，付费用户数同比大幅增长 311.5%，CIC 预测在线内容付费用户未来五年 CAGR 超过 20%，市场规模 CAGR 超过 30%，付费人数和价格有望取得同步增长。而精准的选题及丰富的内容场景使得内容商业化解决方案整体的点击率能达到传统广告的数倍之多，未来将成为公司下一阶段增长引擎；

□ 内容平台化及内容视频化趋势下的内容产品持续创新升级是公司多元化增长的动力。公司拥有基于文本+图形的内容的坚实基础并从视频内容中实现类别多样化。根据《2020 中国网络视听发展研究报告》我国网络视听用户规模达 9.01 亿，网民使用率为 95.8%，视频化升级对公司用户的活跃度、内容量均产生正向影响，今年一季度视频消费用户在 DAU 的渗透率达到 30%，1 分钟以上的中视频季度日均上传量同比上涨 17 倍，公司未来将在更广泛的中国互联网用户群中扩大其受众。

□ 公司在内容视频化及内容平台化的趋势下迎来高速发展的新阶段，我们预计 2021-2023 年平均 MAU 为 9800 万\1.3 亿\1.8 亿，同比增长 43%\33%\38%，营业收入 29.4 亿\58.2 亿\102.5 亿元，同比增长 118%\98%\76%。参考同类型平台给予合理估值 8.5X P/S，按照 2022 年预测营收 58.2 亿，对应目标市值为 494.7 亿人民币，折合 77.4 亿美元。

□ 风险提示:互联网行业监管风险；在线内容行业不同形式之间竞争激烈风险；商业化进度不及预期风险；用户增长及商业化对社区氛围的冲击风险。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

一、概述:国内最大的在线问答内容社区	5
1.1 知乎,国内领先的在线问答社区	5
1.2 营收增长迅猛,付费用户数亦高速增长	6
二、竞争力:用户、内容及分发机制	9
2.1 中国最大的在线问答以及知识分享社区	9
2.2 用户:深受高线城市年轻用户认可的内容社区	10
2.3 内容:内容沉淀以及高留存率是公司作为内容社区的独特优势	11
2.4 机制:算法分发及内容创作者生态的机制是内容社区黏性的来源	13
三、商业化:完备的多元商业化变现布局	18
3.1 广告+付费会员+内容商业化解决方案+其他业务多元变现布局	18
3.2 内容社区的广告变现突破点和技术	18
3.3 增值业务有望受益于付费人数和单价价格提升双趋势	20
3.4 内容商业化解决方案增长潜力巨大	22
3.5 差异化的在线教育及电子商务业务	26
四、趋势:内容平台化、内容视频化是内容社区的发展趋势	27
4.1 用户和品牌主对内容社区的诉求是内容社区的增长动力	27
4.2 内容视频化推动公司打开用户增长与商业化的新空间	32
4.3 内容社区的内容平台化是多元商业化的坚实的根基	36
五、盈利预测与估值	41
六、风险提示	43

图表目录

图 1:知乎的发展历程	6
图 2:公司 2019 年与 2020 年各业务营收(单位:亿元)	7
图 3:公司营收结构	7
图 4 :2019~2020 年公司营业成本(单位:亿元)	7
图 5 :2019 年与 2020 年毛利率与费用率	8
图 6 :知乎社区的问答	9
图 7:2020 年公司用户性别占比	10
图 8:2020 年公司用户年龄结构	10

图 9 :2020 年公司用户地域结构.....	11
图 10 :知乎和悟空问答的用户重合度分析.....	12
图 11:知乎 APP 用户行为偏好分布	12
图 12:悟空问答 APP 用户行为偏好分布	12
图 13:中国知识付费用户规模及预测 (单位:亿人)	13
图 14 :知乎海盐计划	14
图 15 :网络用户对信息来源偏好调查	15
图 16 :2020 年广告主营销预算调查	16
图 17 :2020 年及 2021 年第一季度的营业收入来源占比	18
图 18 :知乎的广告形式.....	19
图 19 :知乎效果广告平台体系	20
图 20:盐选会员权益及付费界面	21
图 21 :中国在线内容付费市场规模 (单位:十亿元)	22
图 22:知+商户解决方案投放流程	23
图 23:知+商户解决方案转化组件	23
图 24:康尔馨知乎机构号 2020 年双十一期间流量数据.....	23
图 25:移动类原生广告规模及增速 (单位:亿元)	24
图 26 :知乎课堂内容	26
图 27 :网民平均上网时长 (单位:小时)	27
图 28:2019 年品牌主最关注的数字营销现象	28
图 29 :2020 年品牌广告主增加预算主要广告形式.....	28
图 30 :中国网络广告市场规模 (单位:亿元)	29
图 31 :全国居民人均可支配收入 (单位:元)	30
图 32 :中国互联网知识付费行业规模 (单位:亿元)	31
图 33 :网络购物市场交易规模 (单位:万亿元)	32
图 34 :知乎视频栏目	33
图 35 :知乎海盐计划	34
图 36 :知乎视频创作工具	35
图 37 :抖音的视频创作工具剪映	35
图 38 :B 站与知乎的视频创作者粉丝数对比 (单位:万)	35
图 39 :知乎 MAU 的持续增长 (单位:万)	36

图 40 :Quora 官网首页展示页面	37
图 41 :知乎的“写想法”	37
图 42 :新浪微博的“发微博”	37
图 43 :知乎专栏内容的功能布局	38
图 44 :知乎的产品升级	38
图 45 :哔哩哔哩直播频道	39
图 46 :知乎业务营收构成比例	39
图 47 :Quora 业务营收构成比例	39
图 48 :哔哩哔哩业务营收构成比例	40
图 49 :新浪微博业务营收构成比例	40
表 1:公司高级管理团队介绍	5
表 2:公司上市股权结构	5
表 3:公司 2019 年~2020 年用户、付费用户数据对比	6
表 4:内容平台典型 SPAM 类型	14
表 5:知乎与 B 站原生广告对比	25
表 6:中国互联网媒体平台对创作者的补贴政策	28
表 7:盈利预测拆分 (单位:百万元)	41
表 8: 可比公司 PS (收入根据 wind 一致预测)	42

一、概述:国内最大的在线问答内容社区

1.1 知乎，国内领先的在线问答社区

知乎成立于 2010 年，经过十年的发展已经成为了一个在线分享知识、见解和经历的问答社区，以广告、付费会员等作为主要收入，并且逐步拓展新的收入模式。

2020 年，公司年均 MAU 达到 6850 万，营收为 13.52 亿人民币，根据 CIC 的调查，就 2020 年的平均移动月活用户和收入而言，知乎已经成为了中国最大的问答式在线社区，也是中国前五综合在线社区。2021 年 3 月 26 日，知乎在纽约证券交易所挂牌上市。

公司高管团队拥有丰富的管理经验和行业经验，其中公司的创始人周源任 CEO，李大海任 CTO，孙伟任 CFO。

表 1:公司高级管理团队介绍

姓名	职务	工作经历
周源	创始人兼 CEO	2007~2008 年，在 IT Management World 从事记者工作 2008~2010 年，创立北京诺博特科技信息技术有限公司，为 2010 至今，创立知乎并担任首席执行官
李大海	执行董事、CTO	2006 年~2010 年，在谷歌中国担任工程师，专注于搜索引擎 2014~2015 年，担任应用程序商店 豌豆荚搜索技术主管 2015 年加入知乎 2018 年起任知乎首席技术官
孙伟	执行董事、CFO	2006 年~2010 年，加入德意志银行（香港） 2010 年~2012 年，在工行国际资本任高级副总裁 2013 年~2014 年，在大和资本市场（香港）担任董事 2014 年~2018 年，担任蜜芽 CFO 2018 年 11 月起，担任知乎 CFO

资料来源:公开资料整理，招商证券

公司采用不同的投票权结构，A 类股票股东可投一票，B 类股票股东可投 10 票，其中 B 类股票所有者仅有 CEO 周源一人，周源通过实际控制 MO Holdings Ltd 持有 B 类股票，掌握共 46.6%的投票权，并实际控制公司。

表 2:公司上市股权结构

股东	持股权	投票权
全体董事和管理层	9.6%	47.2%
其中包括:董事长兼 CEO 周源	8.2%	46.6%
创新工厂	13.1%	7.6%
腾讯	12.3%	7.1%
启明创投	11.3%	6.6%
赛福	9.3%	5.4%
快手	8.3%	4.8%
CTGE	6.8%	3.9%
其他股东	29.3%	17.4%

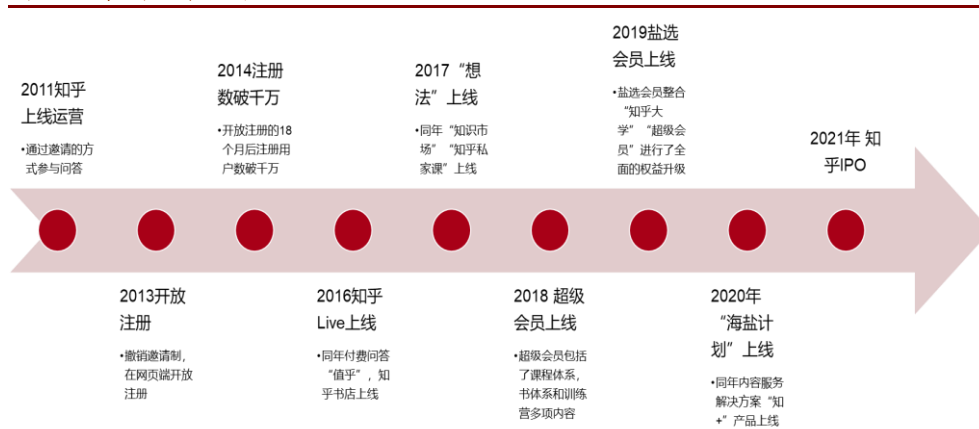
资料来源:招股说明书，招商证券

诞生初期的知乎，曾经是需要靠邀请码才能入驻的小众社区平台。但在 2012 年底经过多轮的内部讨论会议后，公司创始人、CEO 周源还是在平台走向高端小众和平民大众之间选择了后者。

2013 年 4 月，公司决定开放个人用户注册。仅用不到一年时间，其注册用户就从 40 万人迅速攀升至 400 万人。在此之后，公司的大众化破圈之路正式开启。

2017 年 9 月，公司宣布注册用户规模突破 1 亿人大关。截至 2020 年 12 月，公司全网用户 3.7 亿人，积累了超过 2.6 亿个问答，问题数量也已经超过 4400 万个。此外，招股书显示，2020 年第四季度，公司平均 MAU 为 7570 万，月均观看人数为 4.69 亿人，月均互动次数为 6.757 亿次，同比分别增长 33.0%、28.2% 和 4.8%。

图 1:知乎的发展历程



资料来源:公开资料整理，招商证券

1.2 营收增长迅猛，付费用户数亦高速增长

2020 年公司用户增长强劲，付费用户大量增长。2020 年 MAU 为 6850 万，同比增长 42.71%；付费用户为 236 万人，同比增长 314.04%；付费用户渗透率为 3.45% 同比增长 189.92%。

表 3:公司 2019 年~2020 年用户、付费用户数据对比

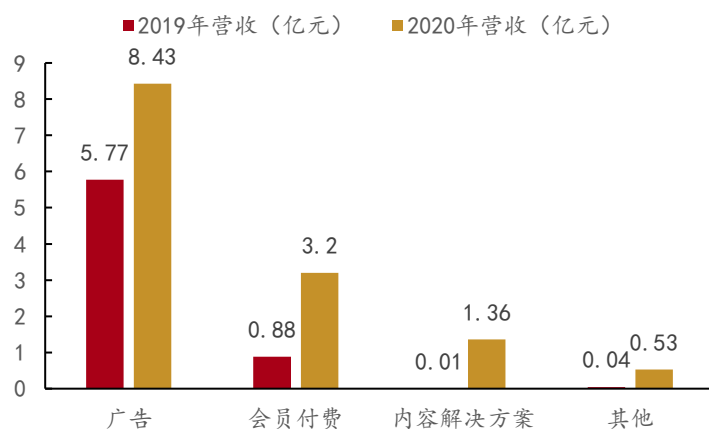
	2019	2020
MAU (万)	4,800	6,850
同比增长		42.71%
付费用户数 (万)	57	236
同比增长		314.04%
付费用户渗透率	1.19%	3.45%
同比增长		189.92%

资料来源:招股说明书，招商证券

受 MAU、付费用户数及付费用户渗透率提升，2020 年公司营收提升明显:2019 年、2020 年营收分别为 6.7 亿元、13.52 亿元，同比增长高达 101.76%。其中，广告收入为 8.43 亿元，同比增长 46.1%，占总收入的 62.35%；会员付费为 3.2 亿元，同比增长 263.64%，占总收入的 23.67%；由于 2020 年公司新推出了内容商业化解决方案“知+”，实现营

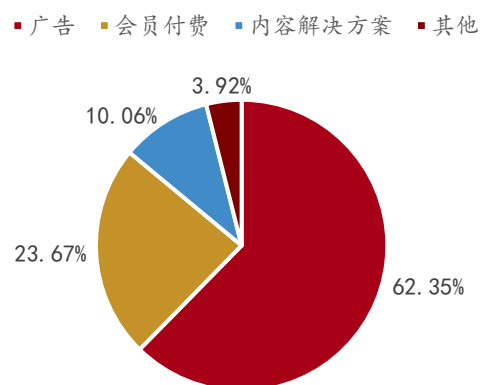
收为 1.36 亿元，占总收入的 10.06%；其他收入（主要为电子商务与在线教育）为 0.53 亿元，占总收入的 3.92%。

图 2:公司 2019 年与 2020 年各业务营收 (单位:亿元)



资料来源:招股说明书, 招商证券

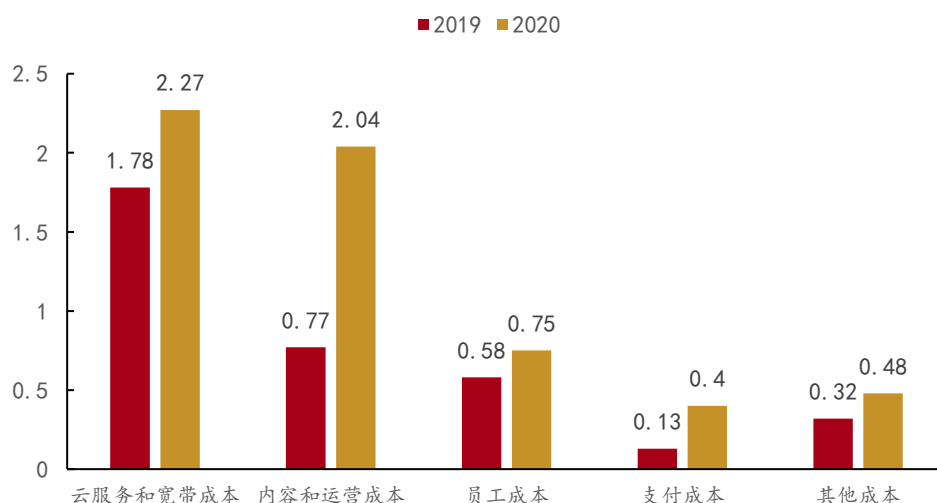
图 3:公司营收结构



资料来源:招股说明书, 招商证券

2020 年公司总成本为 5.94 亿元，相比 2019 年的 3.58 亿元增加了 65.92%。公司的主要营业成本构成为云服务和带宽成本、内容与运营成本、员工成本、支付渠道手续费和其他成本，分别为 2.27 亿元，2.04 亿元，0.75 亿元，0.4 亿元和 0.48 亿元。其中占比最大的为云服务和带宽成本、内容与运营成本，占总成本比例分别为 38.22%和 34.34%。对比 2019 年，公司的成本增加主要来自于内容与运营成本的增加，增加了 164.94%。

图 4 :2019~2020 年公司营业成本 (单位:亿元)



资料来源:招股说明书, 招商证券

同时，公司的销售、研发及管理费用得到良好控制，2020 年公司总费用为 13.61 亿元，

相比 2019 年总费用收入 13.7 亿元，出现了下降。

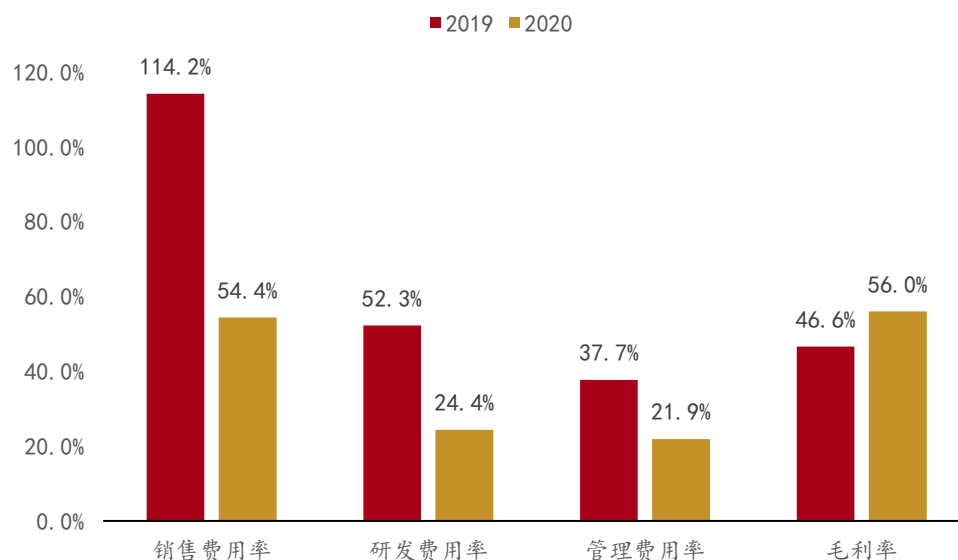
其中，因为新冠疫情影响，许多线下营销活动收到影响，2020 年销售费用为 7.35 亿元，相比于 2019 年销售费用 7.66 亿元下降了 4%。2020 年销售费用率为 54.3%，相比 2019 年销售费用率 114.2%下降了 52.36%。

2020 年研发费用为 3.3 亿元，相比 2019 年研发费用 3.51 亿元下降 6%。研发费用率 2019 年与 2020 年分别为 52.3%与 24.4%，同比下降了 53.35%。

管理费用出现提升，2020 年管理费用为 2.96 亿元相比 2019 年管理费用 2.53 亿元出现上升 17%。管理费用率 2020 年为 21.9%相比于 2019 年的 37.7%下降 41.91%。

公司毛利率为 56%相比 2019 年的毛利率 46.6%增加 20.17%。

图 5 :2019 年与 2020 年毛利率与费用率



资料来源:招股说明书，招商证券

得益于营业收入的大幅度增长与费用控制，公司虽尚未出现盈利，但是亏损明显收紧:2020 年公司净利润为-5.18 亿元，non-GAAP 净利润为-3.37 亿元，同比降低 48.4%和 59.2%。

二、竞争力:用户、内容及分发机制

2.1 中国最大的在线问答以及知识分享社区

知乎自成立起即坚持以内容为导向的定位,成为以问答社区的形式向用户提供互动交流的平台,鼓励用户分享各自的知识、经验和见解。公司最新的品牌 Slogan:“有问题就会有答案”强调了公司对于好奇心和探索的鼓励,也表明了公司对于自身优质内容生产能力的信心。在坚持专业、认真、友善的社区价值的同时,公司也通过多元的内容形式不断培育独特的内容生态系统。

作为中国最大的问答社区,也是国内前五的在线内容社区,知乎社区上既有普通用户提供的知识分享,也有专业领域的专业知识,还有许多专业领域的顶尖人才将自己对未知领域的探索内容。

如在“机器学习”话题下,既有对机器学习的学习经历的探讨,下方回答也偏向于对机器学习相关课程的推荐,机器学习问题的解答;也有如“机器学习,深度学习,神经网络,深度神经网络之间有何区别?”这样专业的问题,下方的回答也有由“人民邮电出版社”这样专业的回答者发表的专业回答;甚至有如“谷歌开发者”这样经过认证的专业从业者发表的《机器学习也有弱点?哪些是机器学习的未解之谜?》文章,基于目前机器学习的研究现状,对机器学习的难点和解决方法进行的讨论。

而值得一提的即便是没有认证的回答者里也不乏如量化投资、人工识别和计算机视觉这样的机器学习在应用领域里的从业者,甚至有很多国内外名校的硕博、博士后等。基于用户层级和知乎社区的专业氛围,所有的回答都偏向于专业和职业,应用领域的回答常常会结合案例,理论领域的回答也有较完整的推导过程和理论解释。

图 6:知乎社区的问答

我的机器学习入门学习清单及路线

信了个仔
南洋理工大学 数字媒体技术硕士

+ 关注他

2,443 人赞同了该文章

这是我个人的机器学习入门清单及路线,所以没有像很多收藏夹那样大而全,一来学不完,二来给自己压力。这是个人的路线,算是个人记录,也给大家参考,如有什么不足之处,欢迎指教。

前置知识及技能:

1. 线性代数基础,如果没的话,还是先学了这门课在研究吧,不然会哭的。
2. 学会python就行了。R也可以备用。
3. 英语。起码能基本的听和读吧,感觉中文的资料还不多,很避免要看很多英文资料。建议学习某些教程时看英文版的tutorial, YouTube可以开字幕。

做了个流程图,来展示下我的学习路线。

机器学习也有弱点? 哪些是机器学习的未解之谜?

谷歌开发者
已认证的官方帐号

+ 关注他

1 人赞同了该文章

发布人: Lora Aroyo 和 Praveen Paritosh, 研究员, Google Research

机器学习 (ML) 模型的性能既取决于学习算法, 也取决于用于训练和评估的数据。算法的作用已经得到充分研究, 也是众多挑战 (如 SQuAD、GLUE、ImageNet 等) 的焦点。此外, 数据也已经过改进, 包括一系列应对 ML 评估问题的研讨会。相比之下, 专注于 - 用于评估 ML 模型的数据的研究和挑战并不常见。此外, 许多评估数据集包含容易评估的项目, 例如带有易于识别的主题的照片, 因此错过了真实世界环境的自然歧义。评估中缺少模糊的真实世界样本, 削弱了可靠地测试机器学习性能的能力。这使 ML 模型容易形成“弱点”, 即模型难以或无法准确评估的样本的类别, 因为评估集中缺少这一类样本。

机器学习 神经网络 深度学习 (Deep Learning)

机器学习, 深度学习, 神经网络, 深度神经网络之间有何区别?

作为一名刚刚开始学习的初学者, 经常看到这几个名词, 脑袋都被绕晕了, 请问他们之间有何区别?

关注问题

写回答

邀请回答

好问题 21

添加评论

分享 ...

查看全部 14 个回答

人民邮电出版社
已认证的官方帐号

119 人赞同了该回答

先来说一下这几者之间的关系: 人工智能包含机器学习, 机器学习包含深度学习 (是其中比较重要的分支), 深度学习源自于人工神经网络的研究, 但是并不完全等于传统神经网络。所以深度学习可以说是传统神经网络基础上的升级。

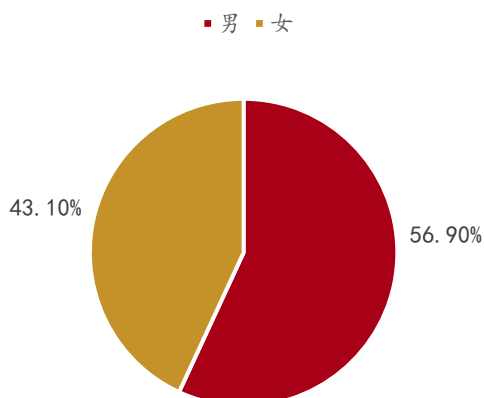
资料来源:知乎, 招商证券

2.2 用户:深受高线城市的年轻用户认可的内容社区

根据公司招股说明书, 2020 年 12 月知乎用户 56.90% 为男性, 而 43.10% 为女性, 男性占比较大。30 岁以下年轻人占比高达 78.70% 而 30 岁以上占比为 21.30%, 超过一半的用户在一线或新一线城市, 也有接近四分之三的用户分布在一二线城市。

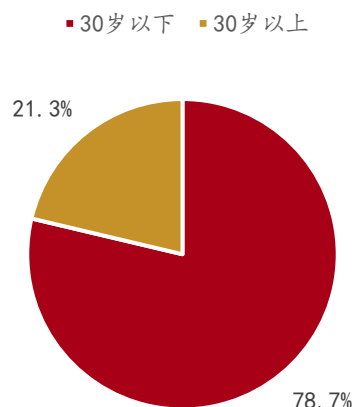
综上, 使用公司的用户大多数为在一二线城市的较高收入年轻人, 且男性占比较高。艾媒咨询研究报告表明, 中国知识付费用户集中在 30 岁以上, 30 岁以下用户占比不足 30%。随着公司主要用户群体的成长, 其付费愿望和付费能力都有望提升。

图 7:2020 年公司用户性别占比



资料来源:招股说明书, 招商证券

图 8:2020 年公司用户年龄结构



资料来源:招股说明书, 招商证券

自创始而来, 公司的主要用户群一直都是二线城市的年轻人, 伴随着近几年的用户持续增长, 其非一二线城市用户占比也在缓慢提升。2021 年一季度 MAU 为 8500 万, 同比增长 37.7%, 2020 年全年 MAU 为 6850 万, 同比增长 42.71%。公司活跃用户超过 50% 位于一线和新一线城市, 超过 20% 用户位于二线城市, 一二线城市用户占比远高于人口水平。随着公司的用户增长, 非一二线用户占比逐步提升, 用户增长空间也逐渐

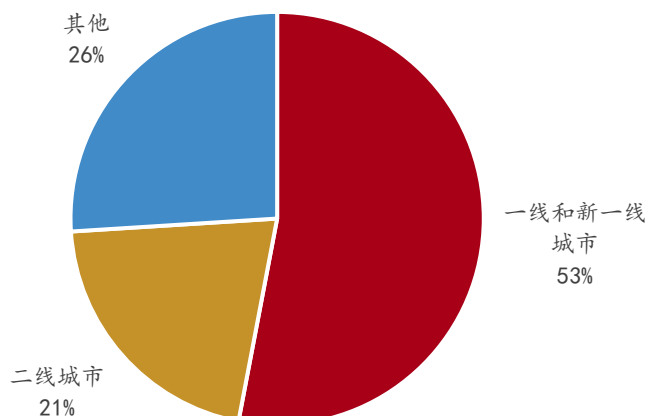
敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

打开。

图 9 :2020 年公司用户地域结构



资料来源:招股说明书, 招商证券

根据 IWS、W3Techs、前瞻产业研究院数据, 全球互联网英文用户和中文用户数量分别达到了约 12.04 亿和 9.02 亿。以 Quora 在 2018 年公布的 3 亿 MAU 为基准测算, 其英文互联网渗透率约为 25%。

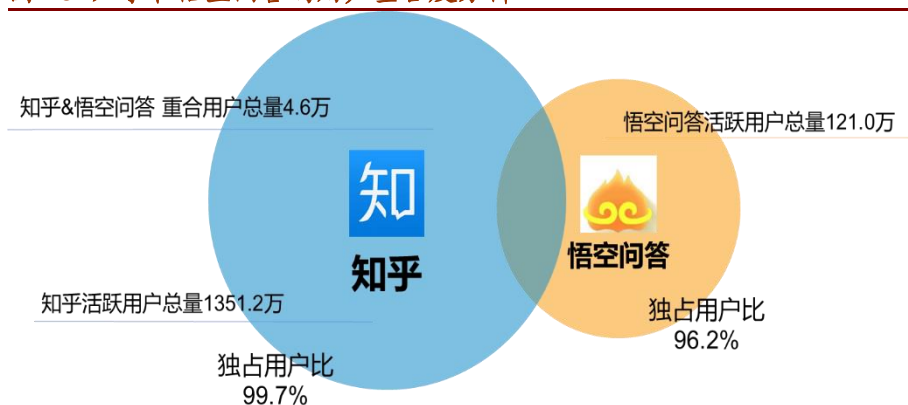
公司 2020 年 Q1 财报显示, 第一季度平均月活数量达到 8500 万, 相比于 Quora 仍有超过 150% 的增长空间。根据 CIC 数据, 国内在线内容用户规模将在 2025 年增加至 11 亿人, 比 2019 年增长 36%, 占互联网用户比例预计将进一步提升至 95.8%。在线内容市场的增长将进一步打开公司用户规模的上限。

2.3 内容:内容沉淀以及高留存率是公司作为内容社区的独特优势

知乎在算法和分发上坚持以优质内容为主导, 从内容价值的角度出发进行内容质量评估和排序方式的优化, 并根据用户兴趣进行问题推荐。**高质量的回答更容易受到用户的关注, 优质作者与读者的互动更强, 这进一步提升了用户对于知乎的黏性。**

相对于其他问答类社区, 比如悟空问答的内容分发则以推荐信息流为主, 根据用户的兴趣进行问答内容的分发, 而点赞的权重影响相对较低。根据悟空问答月活峰值期的 2017 年底的数据, 悟空问答与知乎的活跃用户重合度极低。

图 10 :知乎和悟空问答的用户重合度分析



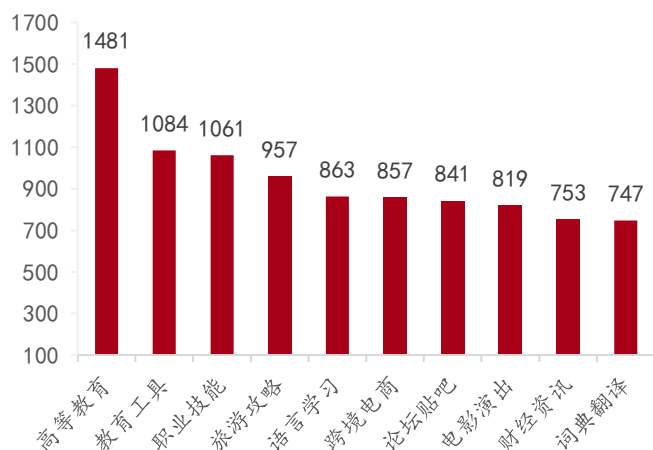
重合用户数：在统计周期内，同时使用过两个APP的用户数。

资料来源:36Kr, Questmobile, 招商证券

在内容层级，2017 年底知乎的前六大垂直领域均属于教育、旅游、消费三大类，而悟空问答前六大垂直领域均与游戏娱乐相关，社区定位差异明显。从用户跟踪来看，知乎的站外流量主要来自于分享和搜索，而悟空则一定程度上依赖于引流和推广。

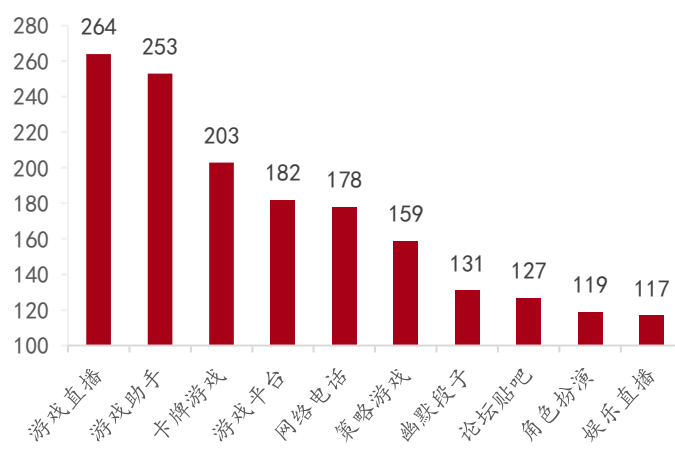
分发机制以及依托于分发机制沉淀下来的内容积累对用户形成了差异化的区分。整体来看知乎作为问答社区更多元、更开放、用户黏性强，内容生态和社区属性是公司独特的竞争优势。

图 11:知乎 APP 用户行为偏好分布



资料来源:36Kr, Questmobile, 招商证券

图 12:悟空问答 APP 用户行为偏好分布



资料来源:36Kr, Questmobile, 招商证券

与其他内容平台相比，公司的内容付费收入占总营收比例较低，今年一季度为 26.4%，低于同期哔哩哔哩的 34%(含直播)，爱奇艺的 54%，以及喜马拉雅的 43.3%(20Q4)，原因包括较低的月活付费率和付费会员定价。

对于目前的知乎而言，用户价值更多地通过广告价值而非订阅收入体现。根据知乎 2018 年《效果广告产品手册》显示，公司活跃用户超过 50%为 30 岁以下的年轻人，本科及以上学历占比超过 80%，且近两成拥有海外留学经历，41%以上的活跃用户家庭月收入

敬请阅读末页的重要说明

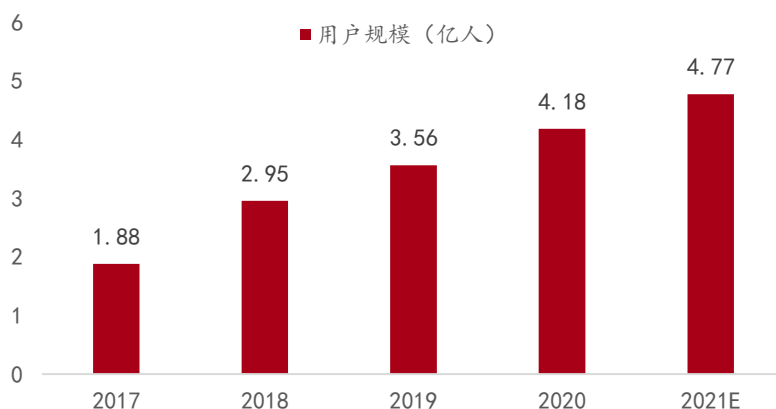
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

入超过 2 万，可投资资产 10 万元以上的用户占 36%。

这部分用户同时还具备良好的用户黏性，日均使用时长超过一小时。付费会员黏性也显著高于其他内容付费平台。以 2019 年的用户数据为例，爱奇艺、腾讯视频、优酷 6 月末的付费用户 14 日留存率分别为 58.3%、57.5%、42.9%，而公司 2019 年末的 Yan+ 用户 12 个月平均留存率为 72%。从消费潜力和消费意愿两方面看，公司在挖掘用户广告价值的同时，付费订阅收入也具备持续增长的空间。

图 13: 中国知识付费用户规模及预测 (单位: 亿人)



资料来源: 艾媒咨询, 招商证券

2.4 机制: 算法分发及内容创作者生态的机制是内容社区黏性的来源

据招股书援引 CIC 报告，知乎是中国最大的问答类在线社区，拥有深厚的内容积淀和活跃的用户交互。截至 2020 年末，知乎平台上积累了 3.53 亿条内容，其中问答数量 3.15 亿条，覆盖超过 1000 多个垂直领域和 57.1 万个话题，2020 年四季度月均互动次数 6.76 亿条。得益于高质量内容和分发机制，弱时效性的内容依然具有活跃性。根据 2020 年《知+产品手册》，知乎三个月内浏览量前 1000 的问题中，41.3% 的问题已经创建一年以上，平均创建时间为 17.3 个月，长尾效应显著。**弱时效性内容的高关注度证明了知乎在沉淀内容的转化上极具商业潜力。**

媒体形式日益多元化，培养了专业、认真、友善的社区氛围。知乎内容起源于文字回答，在发展初期迅速扩张成为了一个“专业、认真、友善”的文字回答社区。

在后来的视频化浪潮中，公司也紧跟时代步伐，于 2018 年 6 月于应用首页新增了“视频”专区；2019 年 3 月新增视频回答；

2020 年 10 月公司推出海盐计划鼓励知乎创作者进行文字转视频，而且目前也推荐创作者进行内容转视频的操作。

目前知乎的多种内容形式均蓬勃发展，秉持“专业、认真、友善”的社区氛围，知乎已经在问答内容领域成为独树一帜的社区。自 2019 年实施视频化战略以来，视频化升级对公司用户的活跃度、内容量均产生正向影响，今年一季度视频消费用户在 DAU 的渗透率达到 30%，一分钟以上的中视频季度日均上传量同比上涨 17 倍，平均视频消费时长同比大幅增长。

图 14 :知乎海盐计划



资料来源:知乎, 招商证券

知乎在算法和分发上坚持以优质内容为主导,从内容价值的角度出发进行内容质量评估和排序方式的优化,并根据用户兴趣进行问题推荐。其 TopicRank 算法基于对不同背景的内容创建者的用户资质和社区参与度的分析来评估与筛选内容质量。在运营的其他环节 AI 技术也得到了广泛的利用,例如 Question routing system 邀请用户回答与兴趣和专业相符的问题,提高信息流通效率;算法机器人“瓦力”,从上线之初的仅能识别、处理包含辱骂、人身攻击的不友善评论,到对答非所问、低质提问等内容地实时筛查和处理。悟空系统也从最初重点控制的内容类 Spam,扩展到行为类 Spam,交易风险等等。

表 4:内容平台典型 SPAM 类型

内容作弊 Spam	导流内容	这类 Spam 大概能占到社区中 Spam 的 70% - 80%,比较典型的包括培训机构,美容,保险,代购相关的 Spam。导流内容会涉及到 QQ,手机号,微信,url 甚至座机,在一些特殊时间节点还会出现各类的专项 Spam,比如说世界杯,双十一,双十二。
	品牌内容	这类内容会具有比较典型的 SEO 特色,一般内容中不会有明显的导流标识,作弊形式以一问一答的方式出现,比如提问中问什么牌子怎么样?哪里的培训学校怎么样?然后在对应的回答里面进行推荐。
	诈骗内容	一般以冒充名人,机构的方式出现,比如单车退款类 Spam,在内容中提供虚假的客服电话进行诈骗。
	骚扰内容	比如一些诱导类,调查类的批量内容,非常严重影响知友体验。

行为作弊 spam 行为作弊 spam

主要包括刷赞，刷粉，刷感谢，刷分享，刷浏览等等，一方面为了达到养号的目的，躲过反作弊系统的检测，另一方面通过刷量行为协助内容在站内的传播。

资料来源:知乎，招商证券

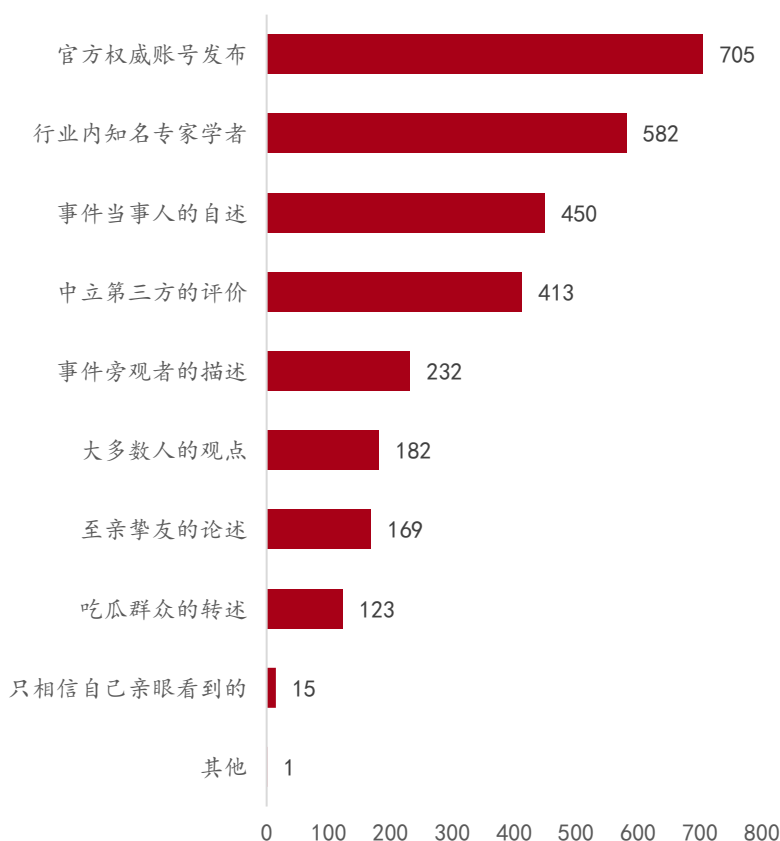
截至 2020 年末，公司拥有 4310 万名背景和专业领域多样的内容创作者，为社区贡献 3.53 亿内容，在有较高存量的同时，也有较高的增量，创作者在多个领域的回答都得到了大家的认可，甚至成为了领域新人对行业的初步了解内容。

根据 36kr 的《2020 年中国泛资讯行业研究报告》，对 800 名用户的问卷调查，用户对可信信息发布来源里，最大的一类为“官方权威账号发布”有 705 人选择，第二类即为“行业内知名专家学者”，有 582 人选择。

而知乎的创作者中有大量的行业从业者、行业资深专家甚至研究本行业多年的学者进行专业的分享，创作者背景和专业领域多样，包含博士、编剧、宗教文化学者等在内的各领域创作者。除了在问题上的引导外，公司还为创作者提供一系列支持和引导，激励创作者成长，包括主题培训、生产力工具和商业化工具等等。

公司根据内容质量、内容影响力和创作行为设计了一套创作者成长等级体系，将商业化权限等权益与等级挂钩。等级体系的评价方式聚焦于内容创造与价值，采用了正反向计算共存的机制，在鼓励创作者进行高质量内容生产，减少“灌水”的同时，也控制了商业化的质量和比重，避免过度商业化降低用户体验。

图 15：网络用户对信息来源偏好调查



资料来源:36Kr, 招商证券

公司围绕着“认真、专业、友善”的价值观，在不同领域开展知识跨界营销活动，拓宽品牌边界，提升品牌价值和信任度。在线下场景化的营销中，“不知道诊所”、“有问题”主题酒店、概念便利店等创意体验馆以好奇心为核心线索，把知识内容可视化，通过交互和体验传递知乎的价值观，塑造传播价值和社会影响力。

“盐沙龙”以兴趣和知识为核心开展跨界合作，主题和内容更为多元化，丰富了知识社群的深度与广度。盐 Club（新知青年大会）的参与人数不断扩大，在“破圈”的过程中，经历了从“交流”到“分享”的转变，在增强了社区内部凝聚力的同时，公司的品牌影响力也不断增强。

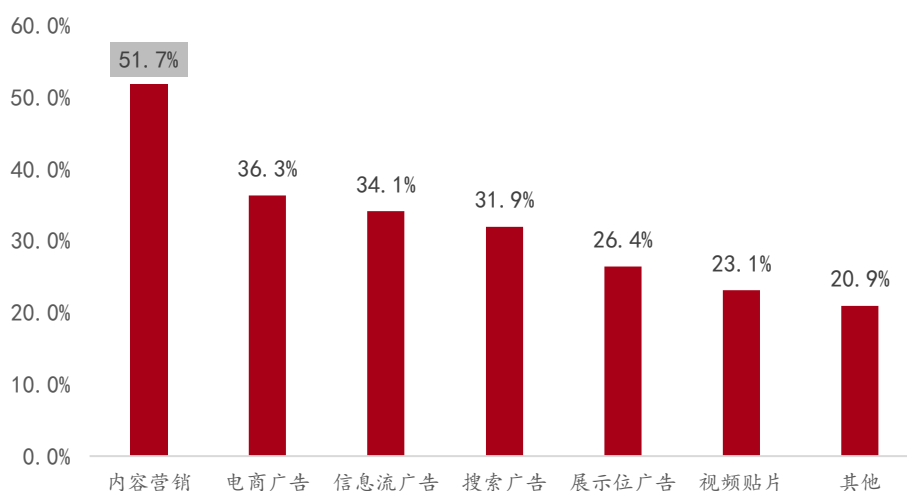
2021 年新推出的“答案奇遇夜”晚会则打破了传统晚会的概念，将知识内容与舞台效果结合，实现知识的破圈传播，树立了公司“专业、多元、好奇心”的品牌价值观。

2016 年以来，公司的商业化场景不断增加。为了维持平台调性，保障良好的社区氛围。公司将付费环节设置在问答以外的一系列新业务场景中，包括盐选、电子书、知乎 Live 等等，潜移默化地培养用户付费习惯，而在问答内容的商业化上则采取了比较克制的态度，坚持以内容为导向，赋予了创作者更多的自主权。

根据 2020 年《知+产品手册》显示，在已有优质内容的商业植入服务中，广告插件和引导语的植入位置以及贴合度由创作者自行决定，避免出现过于突兀的广告内容。首页广告融入进信息流，以原生内容（问答/文章/视频）的形式向用户展示，通过算法分发精准匹配用户群体，以免“出圈”营销带来用户的不适感，最大程度保持了问答业务的用户原有体验。

公司采用了一系列方式激励创作者进行高品质内容的贡献与创作。公司将创作者等级系统与商业化权限挂钩，鼓励创作者创造高品质的内容以获取更多的商业化权限。过去一年，公司的品牌广告增速高于效果广告增速，体现了公司以优质内容为核心的广告策略，与内容创作者共享商业化收益。据艾瑞咨询的报告显示，2020 年有 41.8% 的受访广告主愿意增加在内容营销上的预算，内容营销预算在总营销预算中的占比达到 51.7%。

图 16 :2020 年广告主营销预算调查



资料来源:艾瑞咨询, 招商证券

目前，公司已有知+自选、知+互选、知任务等平台帮助优质内容创作者对接商业需求。在商业化的激励之外，公司不定期推出各类内容创作激励和补贴。“致知计划”分季针对包括科学、教育、数码、母婴等领域进行流量和现金补贴。“海盐计划”配合知乎的视频化战略，为创作者提供智能的视频创作和转化工具，以及低门槛的流量和现金支持。

在内容平台“视频化”趋势下公司 2020 年推出视频创作工具，图文可以根据内嵌模板自动生成视频，紧跟互联网趋势，便于自身回答内容视频化得到更多关注。流量和补贴方面，继 2019 年推出 10 亿流量，80 万现金的“致知计划之科学季”用于扶持科学领域的创作者；2021 年“新知青年大会”上，创始人周源宣布知乎计划投入总价值数十亿元的现金和流量进一步支持创作者。

公司还采用了创作者徽章体系，为创作者的成长提供阶段性的反馈机制，增加了创作者的成就感和荣誉感，为内容创作提供了一定的精神激励。

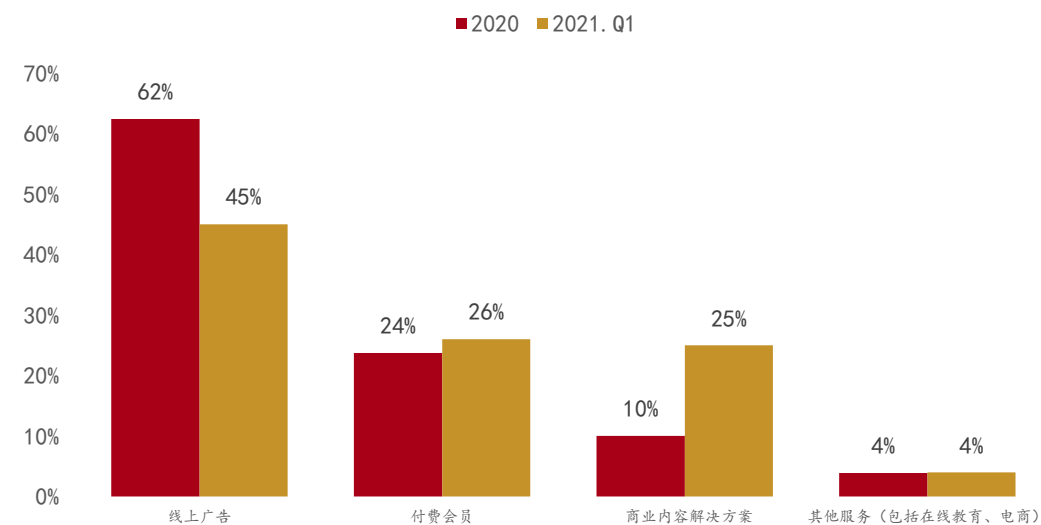
三、商业化:完备的多元商业化变现布局

3.1 广告+付费会员+内容商业化解决方案+其他业务多元变现布局

2020 年公司总营收为 13.52 亿, 同比 2019 年同期的 6.71 亿增长了 101.7%; 全年毛利润为 7.58 亿, 同比增长 142.7%; 全年毛利率为 56%, 同比增长 20.2%。而根据 5 月 17 日公司公布的截至 2021 年 3 月 31 日的第一季度报告来看, 公司营收达到 4.78 亿元, 同比 2020 年同期的 1.882 亿元增长了 154.2%。毛利润为 2.73 亿元, 相较 2020 年同期增长 248.5%, 毛利率提高到 57.0% 相较于 20 年同期的 41.6% 有了可观的提升。公司仍处在高速发展的阶段。

公司的商业化变现方式为: 广告+付费会员+内容商业化解决方案+其他业务。营收占比 62.4%、23.7%、10% 及 3.9%。而 21 年一季度公司四项业务的占比则变为了 45%、26%、25%、4%。广告业务占比明显下降的同时, 付费和内容商业化解决方案占收入份额明显的提升, 尤其是内容商业化解决方案增长亮眼。公司多元化商业布局初显成效。

图 17 :2020 年及 2021 年第一季度的营业收入来源占比



资料来源:公司财报, 招商证券

3.2 内容社区的广告变现突破点在技术

广告作为公司目前阶段最大、最重要的营收渠道, 主要包括了启动广告、应用内条幅广告和信息流广告这三类。

2020 年广告业务收入 8.43 亿元, 增速 46%, 占收入比例 62.4%, 相较 2019 年 86.1% 比重有所降低。2021Q1 广告的收入达到了 2.137 亿元, 同比涨幅为 70.1%, 而占比从去年同期的 66.8% 降到了 45%。

而在总的广告收入大幅上升的情况下，在总收入中的占比却大幅下降的原因主要是因为另外两种重要的应收渠道（增值服务和商业化解决方案）以及其他收入来源都开始加速上升，增长速度超过了广告收入。

根据广告投放的位置，公司的广告主要包括开屏广告、信息流广告、搜索结果广告三类。知乎开屏广告支持静态及动态展示，时长在 3-5 秒，并在右上角位置设有跳过按钮和倒计时读秒，能够有效地调动用户注意力，提高曝光效率。

信息流广告基于知乎原生的问答形式和内容，在排版设计上与页面风格保持一致，并根据算法自动选取广告位和展现形式。投放位置包括推荐流、回答页、问题页、评论区和相关推荐。投放内容标有“广告”标识和关闭按钮，将对用户的影响做到最小化。

知乎日均搜索次数已经达到 2545 万次，平台公信力强，在搜索结果广告上具备独特优势。相比于其他搜索广告，知乎在展示时更为理性克制，广告位置靠后，形式上只支持文字链及缩略图，用户体验更为友好。其他高曝光的投放位置还包括热榜、品牌专区、搜索预置和商业圆桌等入口。

图 18 :知乎的广告形式



资料来源:知乎, 虎嗅, 招商证券

在广告定价上，公司的计算方式包括 CPC、oCPC、CMC 三类，即按照点击次数计费，根据点击次数和转化目标智能计费，和按照曝光情况计费。投放方案以目标人群为核心，通过模型预估和数据监控实现智能出价，流程设计贯穿用户决策链路，针对冲动型和谨慎型用户有的放矢，有效转化潜在消费群体同时兼顾口碑验证。在转化目标上提供应用下载、表单收集、商品推广、微信小程序、内容文章和外部链接等多种形式，提高转化率，并通过智能定向、第三方人群定向工具进行筛选，辅助 RTA 工具进行效果追踪，提高转化率，优化后端转化效果。

图 19 :知乎效果广告平台体系

** 上述部分资源支持效果定向

效果广告平台体系



资料来源:知乎效果广告营销手册, 招商证券

而公司主要用户群为一二线城市和 30 岁以下的用户，是消费意愿和消费能力最高、学历最高、浏览目的性较强的群体，这类用户一般对内容质量和消费场景要求最高，对无用信息、广告推介信息的干扰较为反感。因此知乎在平衡广告变现和用户体验上，提高自己的广告转化率，在数据算法、人物画像以及素材创意等方面仍有提升空间。

3.3 增值业务有望受益于付费人数和单价价格提升双趋势

目前，公司的增值业务收入包括订阅会员收入和付费内容零售两部分。订阅会员包括读书卡和盐选会员两类，前者定价略低于后者。盐选会员相比于读书卡，在 600+本语音领读书、10000+本严选电子书、600+本知乎出品电子书权益以外，还附带了 300 余种（近万本）盐选杂志更新、盐选专栏、Live 讲座、20000+ 本严选电子书权益，以及一系列社区互动权益，内容上涵盖了知识普及类、考试应用类、社交生活类及文化娱乐类等，基本完成了知识付费场景的全覆盖。

增值服务收入基本来自于向付费会员收取的会员费，由于会员权益类别主要包括免费、折扣及会员专享，会员也需要对部分内容进行全额或折价付费。因此剩下的少部分增值服务收入是根据会员及普通用户的偏好额外购买的付费内容。据公司招股书显示，截止 2020 年底，单独购买付费内容的收入在增值业务收入中的比重很低。

图 20:盐选会员权益及付费界面



资料来源:知乎, 招商证券

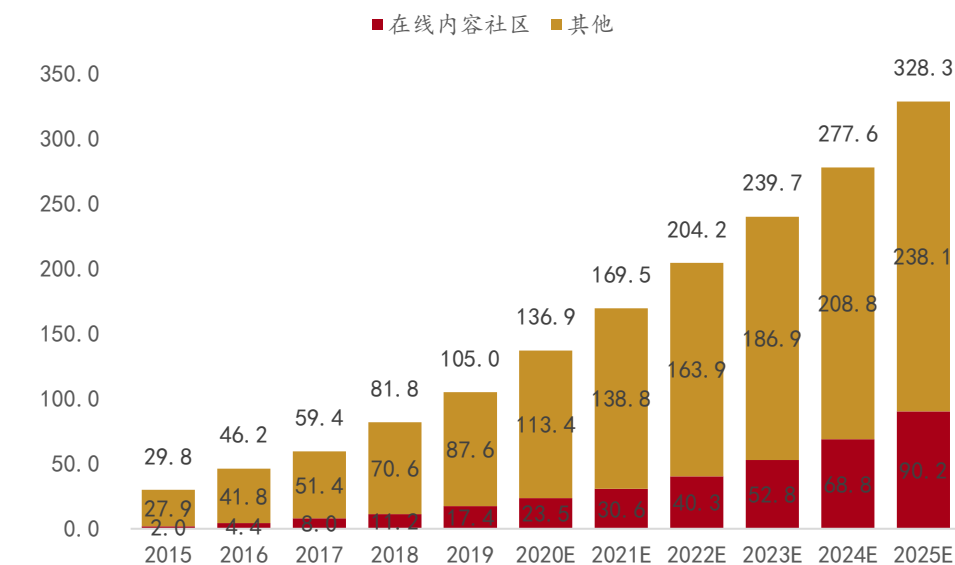
公司内容付费业务目前处于高速增长期, 付费用户数量和渗透率同步提升。付费会员收入 3.2 亿元, 增速 264.2%, 占收入比例 23.7%。付费会员是公司增长最快的业务以及第二大收入来源。2020 年公司的营销支出同比稍有下降, 但付费会员收入 3.2 亿元, 反而较上年增长三倍。

根据招股书和财报数据, 付费会员渗透率从 2019 年的 1.2% 上升到 2020 年的 3.4%, 付费用户数同比增长 311.5%; 2021 年一季度付费会员渗透率上升至 4.7%, 付费用户数环比增长 32%。

2021 年 Q1 公司每付费用户订阅收入 31.5 元, 相比于哔哩哔哩付费会员订阅收入 33.3 元 (2020 年季均) 和爱奇艺的 40.8 元 (2021Q1), 定价仍具备提升空间。由于付费用户所享受的盐选专栏、读书会、小说等优质内容对用户存在着难以抵抗的吸引力而图文内容的付费习惯还在养成阶段, 公司付费业务的渗透率与价格在高速增长的同时还有很大的潜力、提升空间。

根据招股书引用的 CIC 报告, 中国在线内容付费用户未来五年 CAGR 超过 20%, 用户市场规模未来五年 CAGR 超过 30%, 付费人数和价格有望取得同步增长, 内容付费市场空间未来可期。

图 21：中国在线内容付费市场规模（单位：十亿元）



资料来源:招股说明书, 招商证券

3.4 内容商业化解决方案增长潜力巨大

内容商业化解决方案在 2020 年初正式推出，主要是伴随着“知+”解决方案而产生。2020 年全年，该方案的收入达到 1.36 亿元，占比收入比例的 10%。2021Q1 收入 1.21 亿元，达到去年全年收入的 89%，环比增长 58.2%。

从公司自身的内容领域出发，以更加友好易接受的方式，在优质的问答领域中植入转化插件、产品推荐信息从而实现引流。知乎主要通过提供“知+互选工具”、“知+自选工具”以及“知任务平台”这三种办法，来撮合广告商和优质内容主来达成合作。

公司通过机器算法根据每个用户的个人资料，兴趣爱好和点击偏好等，以问答和文章内容为主要形式向目标受众高精度的推荐商业化内容。通过这样的手段可以将商业内容自然而然地嵌入到高质量内容的各个部分当中，灵活实现广告变现、目标客户挖掘或者提供付费服务等等。根据招股说明书，内容商业化解决方案整体的点击率能达到传统广告的数倍之多。

通过合作，内容主创作出能够被用户接受的、加载有广告信息的图文内容。通过知乎的几个工具进行投放，大致从以下几个途径进行：一是根据精确算法或者用户画像等分发到“首页推荐”时，一般是回答、答案的两种形式；二是从任意问答页面进入后下滑到“下一个回答推荐”时；三是在搜索引擎的搜索结果里优先分发展示的“搜索最佳推荐”。“知+自选”允许投放方主动在“知+”平台上发布需求，由符合条件的创作者选择订单并产出内容。“知+互选”和“知+自选”都通过转化组件的点击进行计费。投放方也可以选择以机构号的形式自行生产内容。

图 22:知+商户解决方案投放流程



资料来源:知+产品手册, 招商证券

图 23:知+商户解决方案转化组件



资料来源:知+产品手册, 招商证券

平台目前接入了数十家专业 MCN 机构，覆盖 2000+领域优质 PU，满足客户更为个性化的需求，在场景化、专业化营销上更具备优势。“知+互选”与“知+自选”依靠转化组件运行，对转化结果进行追踪计费。知任务平台则取决于 MCN 的具体分成约定。以“康尔馨”的“知+”营销为例，康尔馨作为酒店家纺品牌，通过在“睡眠”、“酒店”等话题下的官方内容投放以及 KOL 的联动，双十一期间阅读量超过 140w，超过“酒店”话题关注人数四倍，官方机构号粉丝关注量增长 30%，并通过插件的软植入提高转化效率，缩短消费者决策链路。目前，已经有超过 40000 家机构开通了知乎机构号。

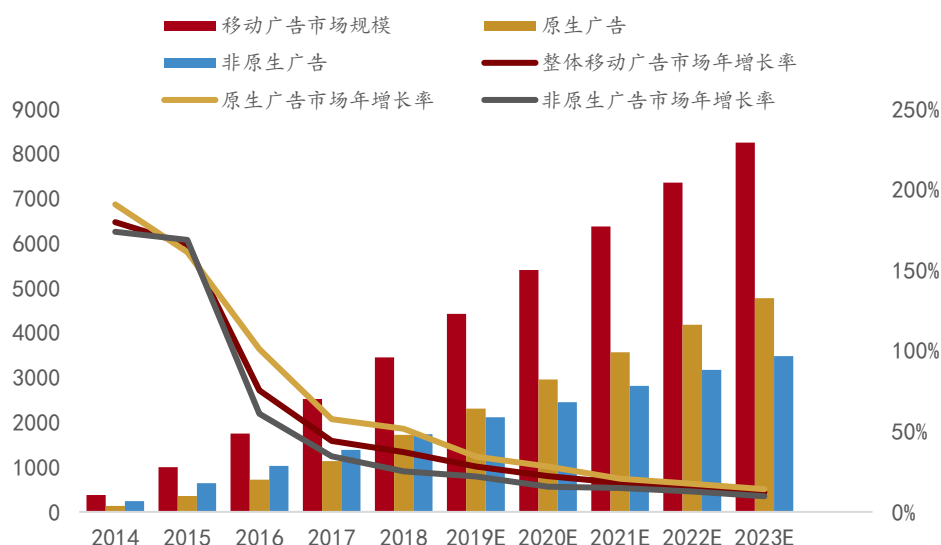
图 24:康尔馨知乎机构号 2020 年双十一期间流量数据



资料来源:知乎营销专栏, 招商证券

原生广告发展的初期，市场规模低于非原生市场，但是原生市场增速要高于非原生广告市场增速，并且在 2019 年后市场规模高于非原生市场，且未来差距将进一步扩大。而随着互联网传媒行业的商业化程度进一步加深，移动广告市场规模的持续扩大，原生广告市场的规模也将不断扩大。

图 25:移动类原生广告规模及增速 (单位:亿元)



资料来源:弗若斯特沙利文, 中商产业研究院整理, 招商证券

近些年来,随着互联网传媒市场的竞争者增多,尤其是字节系的崛起和快手的出现引领的短视频潮流席卷互联网,内容创作成本降低,而高价值的内容虽具备较强的竞争力,但是面临随着短视频潮流出现的娱乐性强内容的较高冲击,总体上,高吸引力的内容不再仅局限于高价值的内容。

同时,由于短视频潮流的冲击,用户的时间和注意力已经成为稀缺资源,市场也变为买方市场。卖方仅仅做到高价值的内容已经不足以在市场中持续保持较强竞争力,而同时需要流量支持、渠道支持和介质支持等多方面的配合,在有较好内容的支持下,通过较强的运营操作,渠道营销等柔性渗透进各类用户获得资讯的场景,潜移默化地完成广告营销,扩大广告的效果。

我们目前看到的原生广告,不再是简单的传统媒介上的品牌广告,而是通过多种渠道、多种形式和多种介质与用户产生共鸣,强化用户对于品牌内容的需求,而后进行广告的输出,完成整个流程。

比如目前快手或者抖音上的许多视频主都通过“整活”的方式吸引用户的关注与用户的需求共鸣,而后提出解决方法,也就是广告形式的输出,而这种“整活”的方式不再仅仅是问答式或者场景描述式,许多视频主为了获得良好的广告收益往往会通过短剧或者剧本的安排,这样更容易让用户置身其中,产生共鸣。

从内容上看,优质的内容首先要满足用户的需求,不同的用户群体往往在同一平台上有不同的需求,平台需要对用户进行精准定位,确定目标群体,而后进行内容输出,而不单单是广告内容的输出。而内容方面,要与平台的氛围契合,与平台的内容生态符合,这样才不会让用户产生反感的情绪,进而接受内容的输出。

与B站的花火平台相比较,考虑到B站平均用户年龄为21岁,B站对UP要求为年满18周岁,粉丝超过10000人,30天内发布过原创视频,以及信用分要求。B站的最大优势即为其社区氛围比较友善和包容,且用户活跃度和造梗能力较强,UP主的作品比较容易获得接纳和关注。比如著名的广告梗“恭喜恰饭”就是出自B站的弹幕,用于表达对UP主成功接到广告单的祝贺和调侃。结合B站最强大的竞争力,即社区氛围和年

轻人占比高和社区内容相对精致、社区氛围包容友善。但是花火起步较晚，至今尚不足一年时间。

知乎的主要优势同样在于社区氛围带来的用户访问的目的性与广告的目的性极容易契合，用户希望通过检索过去的问答来解决问题，而作为高线城市的新知青年，并不介意通过购买少部分产品，甚至会觉得直接挂出链接是一种方便用户的行为，在许多非广告贴下，经常会有用户询问回答者具体的产品名称甚至直接要购物链接。而知乎目前的 MAU 虽然不足但是通过其他链接访问知乎内容的用户数量并不少，而且知乎的原生广告多为图文形式，知乎的商业解决方案在视频化后必将迎来新的发展机遇。

表 5: 知乎与 B 站原生广告对比

	知乎		哔哩哔哩	
平台类型	自助平台	MCN 平台	自助平台	MCN 平台
名称	知+自选/互选	知任务平台（品牌	悬赏计划	花火平台
广告形态	① 自选: 投放方在“知+”平台上发布需求，创作者选择订单并产出内容 ② 互选: 投放方联系创作者，申请对现有内容进行商业化修改或植入	多场景内容合作，包括品牌特邀文章、回答、视频，线下活动等。	弹幕、视频内浮层、视频下链接、评论区四种形态，文案可自定义	① 商单定制/商单植入 ② 邀约广告（效果同悬赏计划）
准入门槛	创作者等级 3 级解锁知+自选，10 级（最高级）解锁知+互选	创作者等级 6 级解锁，或联系官方 MCN，或受到官方邀请开通	1000 粉丝以上并且 30 天内发布过原创视频，或通过合作 MCN 报名	10000 粉丝以上并且 30 天内发布过原创视频，或通过合作 MCN 报名；创作分及影响分 ≥ 70 分，信用分 ≥ 90 分
合作模式		标准化业务包括特邀文章、回答、视频；非标准业务由创作者与 MCN 线下协商，MCN 代下单	UP 主在广告/电商列表中选择符合条件的推广商品	系统提供智能报价参考，UP 主自行发布定价；广告商挑选 UP 主并发起订单并由 UP 主确认
分成模式	效果转化组件计费	知乎收取约 6%，MCN 抽成约 30%	个人报名收取 50% 管理费，通过 MCN 报名收取 40% 管理费（MCN 机构分成另外自行约定）	① 商单: 签约 UP 主服务费 5%，个人 UP 主服务费 7%，由广告商支付 ② 邀约广告: 广告形式等同于悬赏计划，客户支付 2% 订单金额
月活创作者数量	340 万（2021Q1）		220 万（2021Q1）	
渗透率	覆盖 2000+ 个领域优质 PU/KOL（2020Q3）			正式上线 5 个月复投率 75%；MCN 数量 500+（21Q1）；超过 1 万粉丝 UP 主渗透率约为 68%（2020Q3 分层抽样）
机构号	超过 40000 个		2020 年同比增长 233%	

资料来源: 公司财报，知+产品手册，知乎创作者学院，猎云网，AD TALK 2020 营销大会，2021 哔哩哔哩 UP 营销新玩法，bilibili 花火官方号，蓝鲸浑水 2020 哔哩哔哩流量生态白皮书，招商证券

3.5 差异化的在线教育及电子商务业务

“教育”是知乎关注量前十的热门话题，关注者超过 2000 万。话题内的提问数量接近 200 万，远超其他高关注的知乎话题。2020 年，公司基于用户需求和自身的内容储备，推出了在线教育服务，提供考试准备和职业培训等服务。“知乎考研”官方号拥有 13 万关注者，回答获收藏次数超 15 万，收藏/赞同比超过 2.8，内容高质量受到用户的广泛认同；“知乎课堂”官方号提供泛职场技能相关的内容，覆盖垂类话题广泛，关注者数量超 10 万，回答获收藏次数超 25 万，收藏/赞同比高达 2.6。

图 26 :知乎课堂内容



资料来源:知乎课堂，招商证券

在电商领域，公司利用在内容和搜索上的优势，推出了“好物推荐”、“小蓝星推荐”等服务，重点关注消费电子、家居产品和生活文化，并向第三方平台收取一定比例的佣金。根据招股书数据，2020 年公司电子商务 GMV 达到 44 亿元，未来计划继续扩展品类，收入有望进一步增加。

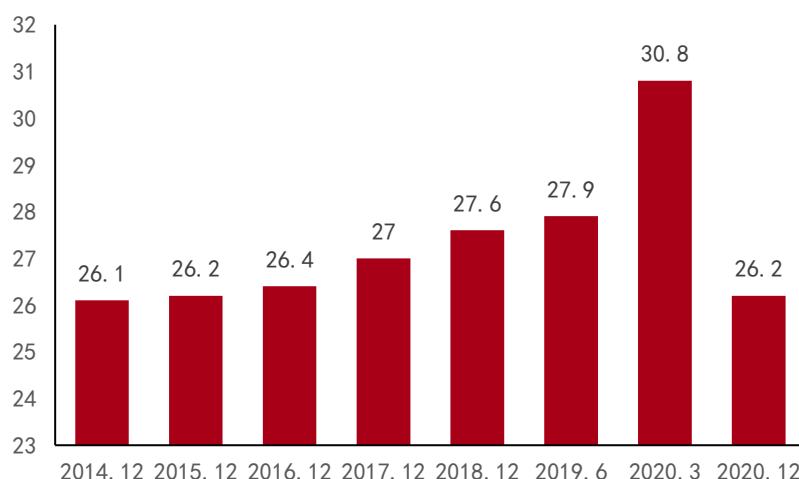
四、趋势:内容平台化、内容视频化是内容社区的发展趋势

4.1 用户和品牌主对内容社区的诉求是内容社区的增长动力

内容社区是互联网媒体的一种典型布局模式，具体指依赖生态内容的网络社区，其特征包括内容生态机制、社区独有文化和用户交互等。

随着移动互联网发展逐步成熟，互联网内容平台上的信息类型和数量趋近于多元化，能够满足不同平台类型和信息偏好用户的需求，同时身处于互联网发展成熟期的用户也已经对互联网形成了深度使用习惯。从 2014 年起至今，整体的互联网使用时间一直维持在 26.2 小时基本保持不变，除 2020 年 3 月因疫情影响造成互联网使用时间大幅增加，基本呈现出持续上升的态势。同时因为疫情影响，2020 年互联网使用人群中的中老年群体出现扩张态势，2020 年 1~2 月 10 岁以下互联网用户增加 27.4%，65 岁以上用户增加 31.9%，因为这部分人群的影响导致 2020 年 12 月的使用时间出现下跌。但是整体可以看出，整个网民群体的互联网日均使用时间基本维持在 3.7 个小时以上，

图 27 :网民平均上网时长 (单位:小时)



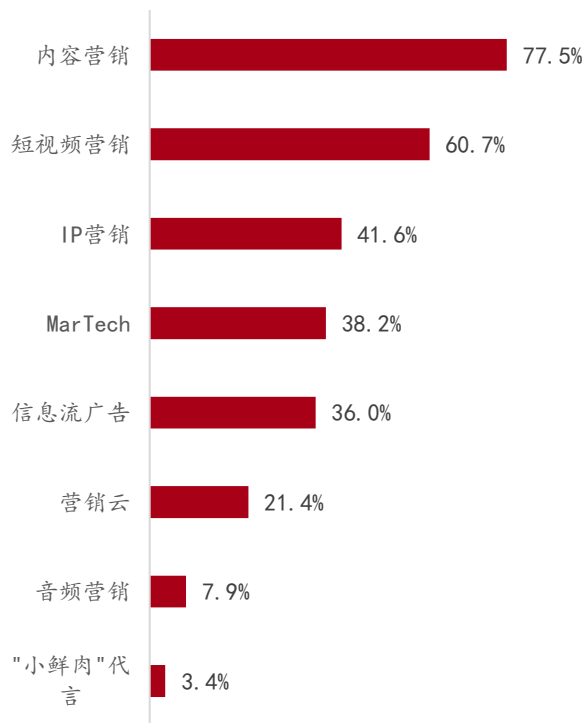
资料来源:CNNIC, 招商证券

互联网媒体内容社区的发展包括内外部的驱动力。即由内容相关的内容生产效率和参与度、内容管理优化等从内部进行驱动，同时也包括对互联网媒体内容社区具有需求或提供支撑的用户、品牌主、媒体平台和技术等从外部驱动。内容相关的内驱力使得互联网媒体内容社区中的内容形成运作体系，规范化地管理平台商业化内容确保了产业链各方利益，平台和创作者共同提升内容生产效率也满足了各方的内容需求。而用户和品牌主对内容社区的需求则成为媒体平台利用技术、资源等布局内容社区的方向。

据艾瑞 2019 年和 2020 年的品牌主调研数据来看，内容营销是 77.5% 的品牌主最为关注的数字营销现象；同时，如软文、植入等的内容营销也超越展示、搜索等硬广成为 51.7% 广告主将要增加预算的主要广告形式。互联网媒体内容社区集中化的内容布局、鲜明的内容化生态标签以及用户对内容的高接受度，使其成为品牌主开展内容营销、实现内容化软性触达用户的优选对象。而互联网媒体内容社区也在为满足广告主各式需求

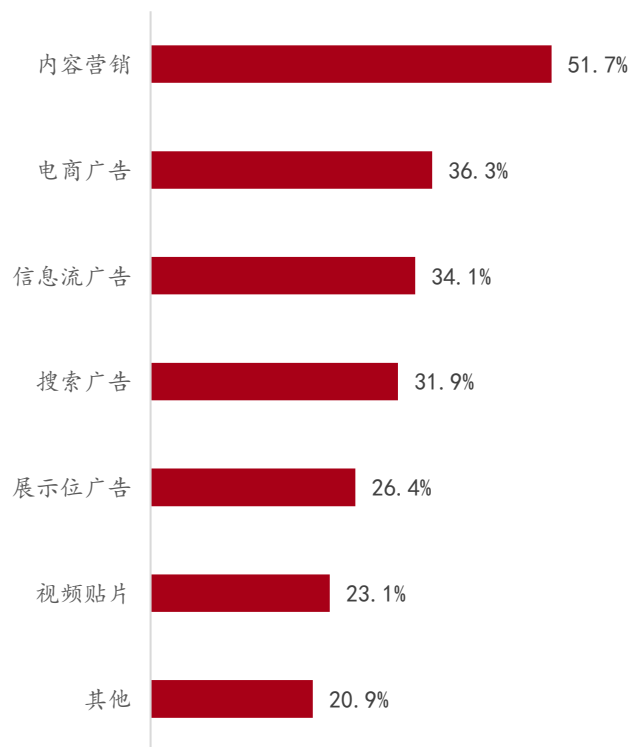
的推动下，不断探索与扩展更加能够高效触达用户的内容展现形式与内容营销模式。

图 28:2019 年品牌主最关注的数字营销现象



资料来源:艾瑞咨询, 招商证券

图 29 :2020 年品牌广告主增加预算主要广告形式



资料来源:艾瑞咨询, 招商证券

随着互联网媒体内容社区关注度的不断提升,为保证数量日益增加、需求类型不断细化的用户能够在内容社区中找到契合自身需求、多角度的内容,媒体平台对于提高内容创作者参与度、提升内容生产效率的需求有所提高。近年间,多类媒体平台相继出台了对创作者的内容创作补贴政策,从奖金和流量等方面共同对平台内容创作者进行激励。同时,由于创作门槛降低,创作者与内容的数量同样呈增长状态,创作者借助具有用户流量优势、商业模式成熟的互联网媒体内容社区来增加内容曝光、增强内容变现能力,也从供给端提升着互联网媒体内容社区的内容生产效率与参与度。

表 6:中国互联网媒体平台对创作者的补贴政策

媒体平台	发布	补贴名称	补贴内容
百家号	2017	百+计划	通过每月的“原创作者榜”公布获奖作者,给予创作奖金和定制权益
搜狐号	2017	星图计划	以月度形式发布星图榜单,为专注优质内容生产的“搜狐号”优先提供流量红利
大鱼号	2017	大鱼计划	为平台原创者提供大鱼奖金、广告分成和大鱼合伙人等三种获益方式
今日头条	2018	青云计划	给予针对优质图文及优质帐号专项奖励,以文章内容为主要参考依据
微视	2018	达人计划	将按照每万次有效播放量乘以单价作为补贴

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

媒体平台	发布	补贴名称	补贴内容
全民小视频	2018	拍视频得现金	内容质量、互动率、活跃度等构成魅力值，魅力值折合奖金
西瓜视频	2018	风车计划	为专业媒体机构提供内容代运营、技术深度支持等一揽子解决方案
西瓜视频	2018	万花筒计划	为宠物、手作、时尚、音乐等 30 余个垂直内容品类创作者提供 10 倍以上额外的流量支持和奖金制度
企鹅号	2019	TOP 计划	创作者通过新赛道、新平台生产内容，得到内容分成和平台补贴
好看视频	2019	Vlog 蒲公英计划	提供 5 亿现金补贴 20 亿流量扶持，并从品牌代言、电商带货、直播打赏方面全面赋能 Vlog 创作者
趣头条	2019	麦浪计划	为原创短视频机构提供百亿流量的支持与包括综合扶持方案

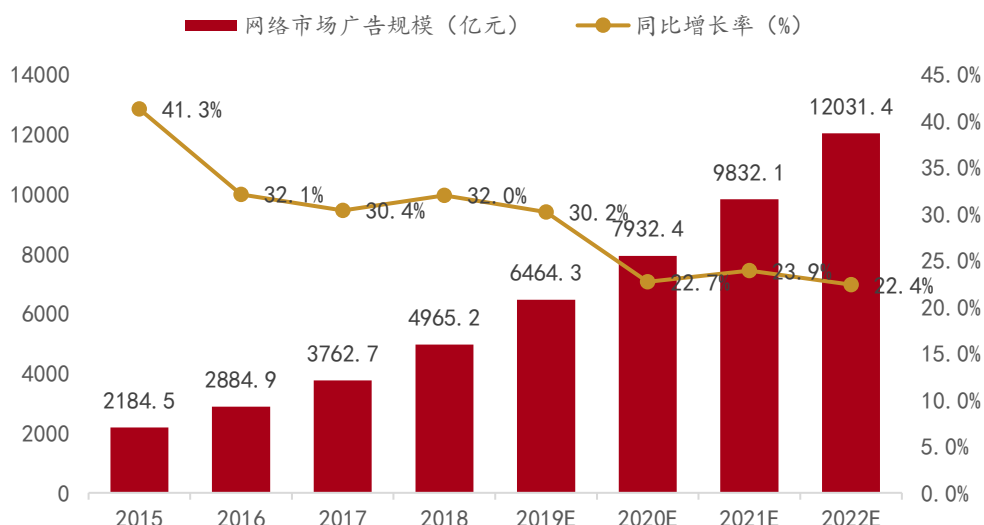
资料来源:艾瑞咨询, 招商证券

变现模式的多元化, 使互联网内容社区的商业变现空间被放大

随着发展步入成熟阶段, 内容社区由 B、C 两端朝着营销线、商品线、平台线和内容线衍生出多元商业模式。营销线商业模式扩展着媒体平台的营销玩法, 商品线商业模式促进着品效合一营销目的的实现, 平台线商业模式加强着平台对品牌主和用户商业化、内容化行为的统筹和管理, 内容线商业模式推动着内容社区的建设 and 内容生产。各类商业模式促使 B 端品牌主能够在内容社区上系统化地开展营销活动, 促使 C 端用户对内容社区的使用链条和体验更为完整, 同时, 更提升着媒体平台的变现能力和商业模式衍生空间。

2019 年, 中国网络广告的市场规模达到 6464.3 亿元, 并在过去五年中以 31.2% 的年复合增长率快速增长, 预计在 2022 年, 中国网络广告市场规模将突破 1.2 万亿元, 市场发展动力强劲。而内容社区营销线商业模式中的搜索广告、品牌图形广告、信息流广告等均处于网络广告市场中, 网络广告市场规模的快速扩大和市场关注度的提升, 也将为各细分网络广告带来发展促进。内容社区为互联网媒体新增的广告位和广告模式, 为媒体从营销线商业模式上带来更强的变现能力。

图 30: 中国网络广告市场规模 (单位: 亿元)

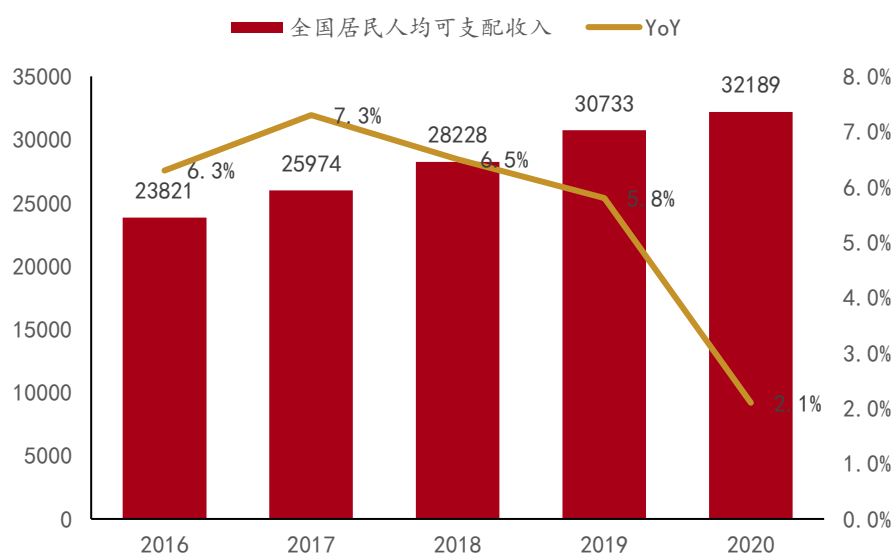


资料来源:艾瑞, 招商证券

AppGrowing 数据显示,在 2020 年度移动广告收入前 50 的媒体中,资讯媒体、工具媒体、手机厂商、短视频、视频媒体数量占据媒体类型 Top5,资讯媒体有用户群辐射广、信息量丰富适应各行业等特点,成为占比最高的媒体类型。对 2021 年的展望中,互联网广告市场规模仍有望保持稳步增长,新媒体营销成为广告主预算配置的核心渠道,关注媒介普泛化趋势,KOL 影响力及广告效应不断扩大。

伴随着中国经济持续增长和互联网的不断发展,中国居民生活水平不断提升,居民生活需求逐渐从物质层面逐渐向精神层面转移,进而对知识服务产生强烈的消费意愿,推动中国互联网知识付费行业市场规模快速发展。而人均可支配收入的提升为提升消费意愿提供了物质基础。内容社区本身的多样化与质量提升为知识付费领域提升了付费基础。知识付费的崛起,不仅是技术上的演进,更多地是得益于中国中产阶层及准中产阶层学习需求的激增。在发展迅速的互联网时代下,知识需求发生了升级,中产焦虑下的主动学习向着终身化、跨界化和碎片化的方向发展,仅通过传统的出版阅读和学校教育已不能达到满足。在信息无限、精力有限的情况下,如何快速从爆炸的信息里获取具有价值意义的有效信息成为了用户新痛点,基于知识或经验的付费分享,逐渐成为一种全新的信息交互方式。知识付费平台的发展初期通常借助免费内容获取用户的广泛关注,然后通过小额付费服务在关注人群中筛选出具有付费意愿的用户,再进一步通过分层次的差异化知识服务满足付费用户从浅到深度、不同层级的需求,形成阶梯式产品矩阵。

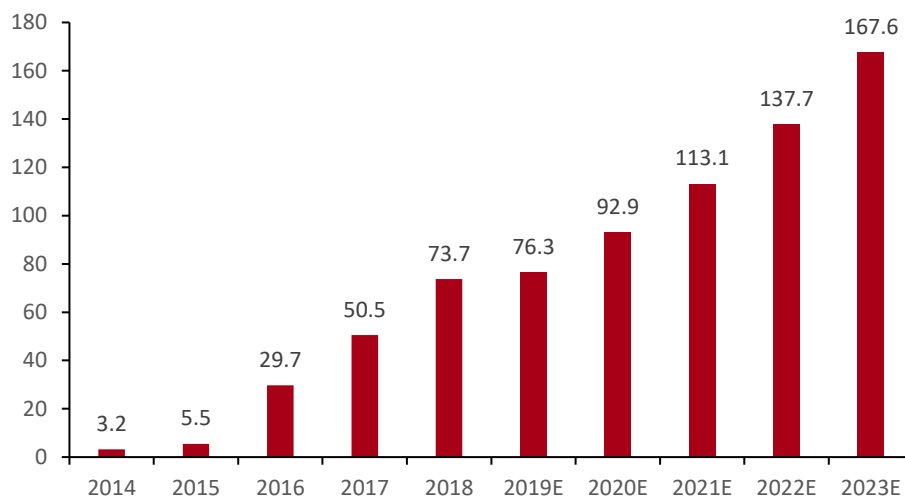
图 31 :全国居民人均可支配收入 (单位:元)



资料来源:国家统计局,招商证券

同时,出版商等传统内容生产企业陆续进入市场,进一步推动了行业发展。按照销售额计,过去中国互联网知识付费的市场规模从 2014 年的 3.2 亿元增长到 2018 年的 73.7 亿元,年复合增长率为 119.0%

图 32：中国互联网知识付费行业规模（单位：亿元）



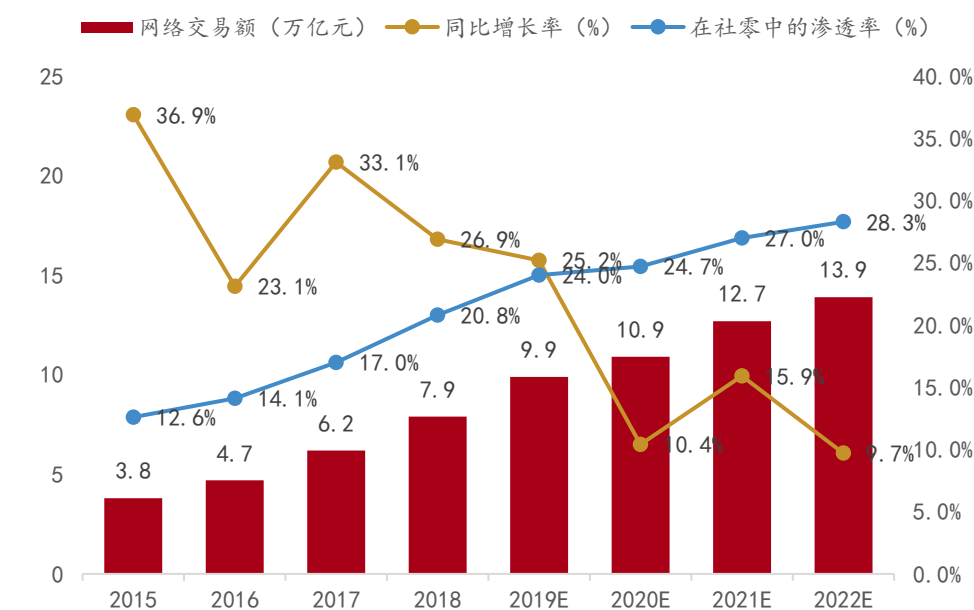
资料来源：头豹研究院，招商证券

根据头豹研究院数据中国互联网知识付费行业市场规模将快速增长，并于 2023 年达到 167.6 亿元。中国互联网知识付费行业得以持续发展，主要受到以下三点因素驱动：

- （1）伴随着中国经济水平的持续发展，互联网知识付费行业将向三四线城市下沉。低渗透率地区存在较高的增长潜力，助力市场规模迅速增长。
- （2）互联网知识付费服务由线上向线下场景转移，从而开拓行业新的场景体验，服务进一步升级。高品质的互联网知识付费服务将对行业收入产生积极的影响效果。
- （3）针对用户复杂的个性化需求，互联网知识付费行业衍生出大量的垂直细分领域，形成行业内巨大的蓝海。互联网知识付费企业通过对垂直细分领域的进一步挖掘，助力行业深层次发展。

网络购物市场的蓬勃发展，使电子商务商业模式变现空间放大。2019 年，我国网络购物市场交易规模达到 9.9 万亿元，在过去五年中以 27.0% 的年复合增长率不断扩张规模，在社会零售品销售额中的渗透率接近四分之一，我国消费者的购物习惯进一步向线上偏移。网络购物市场为品牌主和消费者带来的便利，将持续驱动网络购物市场的发展。在电商市场中，内容电商发展较为突出，其借图文、短视频等多元内容形式扩展出丰富的消费场景，并依靠电商和内容的结合不断提升着用户偏好度。而以商品销售、商品佣金等所构成的内容社区商品线商业模式，也会因网络购物市场庞大规模基数的支持和快速增长的拉动，以及用户对电商与内容相结合偏好度的增强等而拥有广阔的变现空间和持续的变现驱动力。

图 33 :网络购物市场交易规模 (单位:万亿元)



资料来源:艾瑞咨询, 招商证券

4.2 内容视频化推动公司打开用户增长与商业化的新空间

根据《2020 中国网络视听发展研究报告》，截至 2020 年 6 月，我国网络视听用户规模达 9.01 亿，网民使用率为 95.8%，受新冠肺炎疫情影响，网民娱乐需求持续转移至线上，带动网络视听用户规模进一步增长。这样的大背景下，游戏、直播等线上模式得到了更大的发展机会。

视频类内容在吸引用户点击、提升使用时长方面相对图文有着天然的优势，知乎于 2018 年开始在图文类问答的基础上，加大对视频内容的投入力度。

2018 年 6 月，知乎对应用首页进行改版，新增“视频”专区。2019 年，知乎增加“视频回答”入口，引导答主通过视频表达观点。公司推出相应视频制作工具产品，可通过用户提供的文字材料，自动配以与内容相对应的图片和动图，形成视频。同时，该工具具备一键配音功能，可根据文字内容进行配音并自动校准。工具匹配图片后，使用者可再围绕文字内容，对图片和动图进行细致调整。视频制作完毕后，工具可以直接将成品上传至知乎 App。这是知乎在图文类内容优势的基础上，加码视频类内容的一次探索。

图 34 :知乎视频栏目



资料来源:知乎, 招商证券

相对于图文的内容形式, 视频是一个单向输出的过程。另外相比图文, “视频”化的内容对于用户的时间占用和心智影响更大, 区别于图文形式的创作及时性的特点, 视频化的内容在信息传达效率方面有独特的优势。知乎副总裁张荣乐曾分享过“图文和视频两者并重, 并不是一个谁取代谁的关系, 各自擅长的内容不一样。”知乎的内容发展趋势会包括两个方向, 一个部分是以图文为基础的内容, 大家互相讨论, 延续知乎一直以来的氛围和调性; 另一部分是以视频为基础的内容, 视频创作者对用户更聚焦地分享自己的故事和想法。

2020 年 10 月, 公司推出海盐计划, 从提供图文转视频创作工具降低视频内容制作成本、给予作者播放收益现金分成, 流量优先曝光三个方面鼓励知乎答主进行视频创作。“海盐计划”中包括五亿现金激励、百亿流量扶持、图文传视频工具、签约机会和创作者学院等等系列玩法, 来帮助视频创作者实现与平台共同成长。

公司平台创作者从知乎官方渠道直接报名加入, 再去筛选符合条件的创作者, 审核通过者在知乎发布时长 1 分钟以上的原创视频就能享受相关扶持内容。海盐计划表示, B 站粉丝数 ≥ 1000 或微博、抖音、快手、西瓜视频任一平台粉丝数 ≥ 10 万, 就可以申请加入海盐计划, 享受流量扶持和现金收益。公司近几年不断加强对创作者的激励, 投入数十亿现金和流量扶持创作者。

图 35 :知乎海盐计划



资料来源:知乎, 刺猬公社, 招商证券

图文时代, 知乎给创作者提供的补贴并不多。这让知乎在 2017 年悟空问答的挖角战中略显被动, 而当下视频形式的内容知乎要面临的是更激烈的竞争。

知乎 5 月发布的视频作者招募计划显示, “满足 B 站粉丝大于 1000”, “YouTube 粉丝大于 5000”, “抖音、快手等短视频平台粉丝大于 10 万”, “知乎作者原创视频播放量大于 10 万” 其中之一即可参与。

据虎嗅网报道, 针对其他未与知乎签下独家短视频内容的创作者, 知乎的策略是通过各类计划提供现金补贴、流量曝光。一位知乎创作者出示的其受邀参与的 7 月-8 月的“千万奖励”现金激励计划的内容显示, 活动期间, 受邀视频创作者投稿视频作品参与获得现金奖励, 播放量、点赞量、评论量是重要考核标准。

知乎的视频化战略面向的不止是知乎创作者。2020 年的知识视频火爆让巫师财经、半佛仙人、罗翔等知识 up 主的崛起形成了良好的行业示范效应, 但各个平台知识视频创作者生态还停留在初级阶段, 大量中长尾内容品类尚未被覆盖。进入到中长尾战争的阶段, 拥有储备资源优势的是知乎, 知乎迫切需要将图文的内容沉淀视频化, 完成从图文知识平台向视频知识平台的升华。

具体来说, 视频内容垂类的突破口在解释类视频, 其是知识视频中尤为流行的一派, 主要形式为给文字稿配以相应的文字、动图或视频画面, 这种形式无需额外拍摄视频, 极大降低了视频内容制作难度。

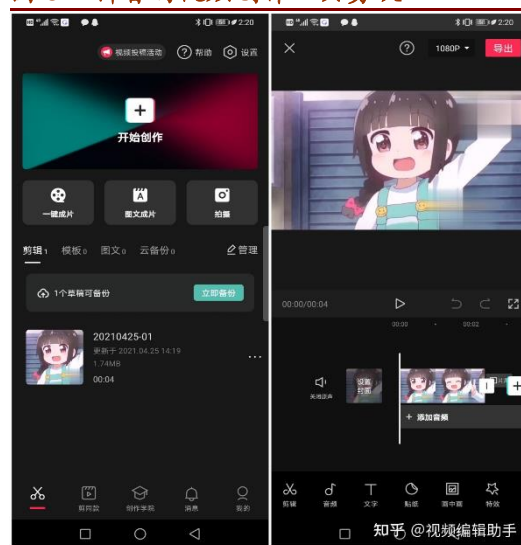
解说类内容是适宜于长尾内容视频制作的, 如前文提及的知乎这一视频创作工具则从技术角度再次降低了视频制作门槛。而目前各大内容平台都已有了自己的视频剪辑工具, 快手的快影, 抖音的剪映, B 站的必剪。

图 36: 知乎视频创作工具



资料来源:虎嗅, 招商证券

图 37: 抖音的视频创作工具剪映

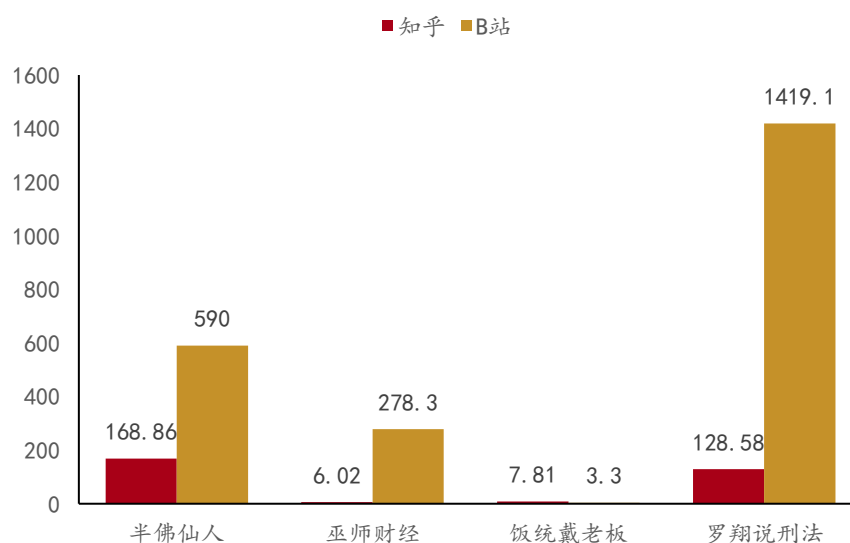


资料来源:虎嗅, 招商证券

知乎与 B 站在内容平台有大量视频主存在重合现象,最为著名的例子当属“半佛仙人”。以瑞幸时间在 B 站出圈的半佛仙人,最早就在知乎成为了行业顶尖的大 V, 他的回答问题主要为图文形式, 主打灰产事实揭秘。从 B 站与知乎共用 UP 主的粉丝数可以看出, B 站在粉丝数方面比知乎高出不少, 尤其是越大的粉丝量级, 差距越大。但是在小视频博主方面, 知乎相对 B 站是有优势的, 因为 B 站的流量向“百大 UP 主”倾斜比较明显, 而对中小型 UP 主的关注不够。知乎可以通过更好的视频激励计划和更完善的流量推送机制, 利用很多有优秀内容的答主, 来完成内容的视频化浪潮。

其次, 在国外的视频平台如 YouTube 上, 解释类视频有极高的占比。该类视频通常以中视频的形式, 比较完整地解释一个行业或者产品的内容, 而在我国该类视频尚处于发展阶段。知乎作为内容社区可以发挥其在知识领域的优势, 对内容进行视频化, 在细分的视频赛道取得领先地位。

图 38: B 站与知乎的视频创作者粉丝数对比 (单位: 万)



资料来源:哔哩哔哩, 知乎, 招商证券

另外，除了视频内容，公司还在 2019 年 10 月上线直播专区，希望用户能够在直播场景中实现更加直接、便利的分享知识、经验和个人看法，并开展互动交流。主播采取筛选后的邀请制，知乎对主播的直播内容、质量会进行监控。但知乎主要是公域流量，直播变现却一般高度依赖于私域流量，因此直播目前还未给知乎带来较大的直接收入贡献。

此外知乎还在视频专栏增设了“放映厅”，用来播放影视剧集。

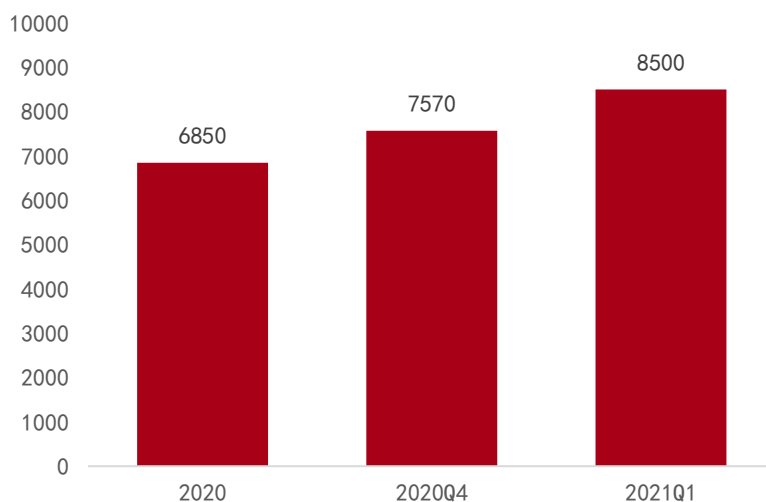
创始人周源表示视频内容是知乎内容体系很重要的组成部分。现在视频消费用户在 DAU 的渗透率已经达到了 30%，视频将成为知乎创作者必备的创作工具。知乎上的每个回答都会有一个对应的视频版本，图文和视频都是内容体系的一部分。

2021 年 3 月，一分钟以上中视频季度日均上传量同比上涨 17 倍。

拥有基于文本+图形的内容的坚实基础并从不发展的格式（视频内容）中实现类别多样化，我们相信，公司将在更广泛的中国互联网用户群中扩大其受众。

2020 年四季度，月均活跃用户（MAU）为 7570 万，同比增长 33.0%；与此同时 30 岁以下用户占比近 80%；而到了 2021 年第一季度，公司的 MAU 更是达到 8500 万，同比增长了 37.7%。随着公司不断提高其视频内容的渗透率、进一步延长用户的使用时间，未来将进一步提高其用户使用时间，增强黏性。

图 39 :知乎 MAU 的持续增长（单位:万）



资料来源:刺猬公社，公司公告，招商证券

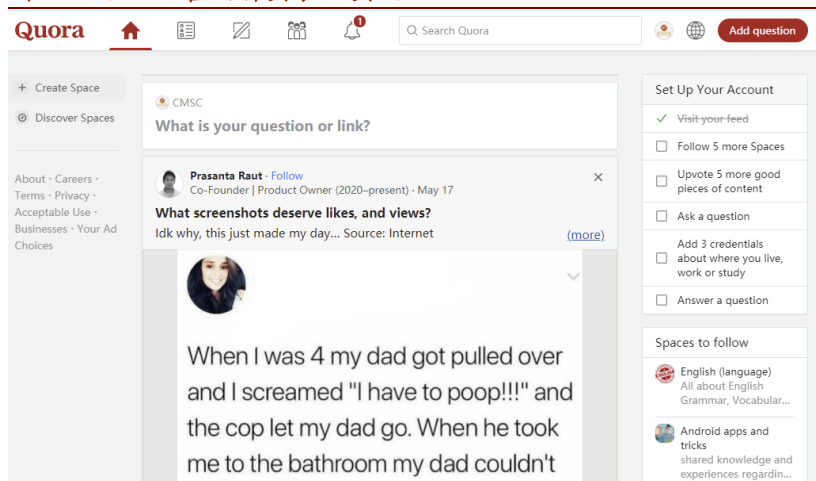
4.3 内容社区的内容平台化是多元商业化的坚实的根基

我们认为知乎作为以在线问答起源的内容社区，通过数次产品迭代，已经发展成为多种内容形式共存的内容平台。平台化的内容形式以及与之对应的子产品形态为知乎未来的发展提供了更多的契机。

在线问答具备稀缺的内容资源，但是产品形态存在商业化的瓶颈。以 Quora 为例，Quora 是一个问答社交网络服务网站，为它的用户提供提问、回答及对问题相关人员的关注和订阅等功能，实现了信息与人之间的对接。一开始采取邀请制，范围仅限于硅谷的精英人士以及社会名流，以优质的内容在市场上占据一席之地。在硅谷赢得不错的口碑后，

2010 年开始向 Twitter 和 Facebook 的用户开放，保持实名制的同时又允许了大众进行问答。另外在分发机制上 Quora 有肯定功能、投票决定答案排序功能这两项给用户带来大量被认可的优质内容。而人工监控和验证帐户能剔除虚假用户并且整合重复问题。

图 40 :Quora 官网首页展示页面



资料来源:林蓁蓁, 招商证券

但是 Quora 专注于问答的产品形态，虽然积累的优质的内容，但是注册用户的留存以及转化成为公司商业化的软肋，作为一个内容产品，Quora 采用了广告变现的方式，但是相较于门户，微博等内容产品，在线问答的广告曝光对于用户体验的冲击是更为明显的。更重要的是，搜索广告的形式会直接导致用户对于在线问答内容权威性的质疑。因此，平衡商业化需要对内容以及产品进行升级。

对标博客及微博的产品形式，知乎在国内新媒体蓬勃发展的趋势下，升级推出了“想法”和“专栏”产品。

图 41 :知乎的“写想法”



资料来源:知乎, 招商证券

图 42 :新浪微博的“发微博”



资料来源:新浪微博, 招商证券

两款产品极大的降低了用户创作的门槛，并且对于平台自由的内容创作者提供了更聚焦更容易被分享传播的产品形式。

图 43 :知乎专栏内容的功能布局



资料来源:知乎专栏, 招商证券

专栏的产品升级对于知乎的意义是重大的, 其意义包括:

1. 通过专栏的收纳机制为创作者提供更私域地, 内容密度更高的展示平台, 进而加强对于创作者端的吸引力。
2. 通过专栏及标签, 对内容引入多维度的分发机制。
3. 商业化方面, 为创作者提供“赞赏”功能, 开拓出“付费”的商业化新模式。
4. 商业化方面, 绕开搜索广告的弊端, 为原生广告(内容商业化解决方案)开拓新的局面。

在“想法”和“专栏”产品的基础上, 知乎积极尝试不同形式的优质内容, 不限于文字图片, 还拓展到视频、直播等。

图 44 :知乎的产品升级



资料来源:林蓁蓁, 知乎, 招商证券

如上一小节的分析, 知乎在内容形式上向视频升级可以打开用户增长与商业化的新空间。事实上, 国内内容社区的知名平台“哔哩哔哩”也是视频化的内容社区。

对标哔哩哔哩, 视频化的内容形式对知乎的意义包括:

1. 进一步丰富内容创作者生态的结构
2. 激活自身平台积累多年的内容沉淀, 将图文内容转化为视频获得更多的流量
3. 商业化方面, 更进一步开拓出“直播”的商业化新模式
4. 商业化方面, 在之前专栏的图文形式的原生广告基础上, 提供视频的原生广告(内容商业化解决方案)。

图 45 :哔哩哔哩直播频道



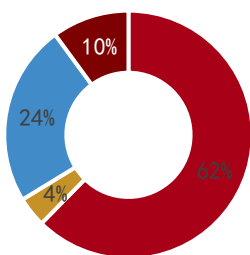
资料来源:哔哩哔哩, 招商证券

内容平台对知乎的意义是重大的, 目前商业化方式包括广告、付费会员、内容商业化解决方案和其他四大板块, 而 Quora 的盈利单一以广告为主, 从盈利的丰富度上知乎超越了 Quora。虽然 2020 年 Quora 的广告收入达到 2300 万美金, 但与 Quora 同等用户量级的 Twitter 早在 2018 年广告收入则超过 26 亿美元。

对标视频内容社区的哔哩哔哩, 平台化的内容和产品以及对应的多元的营收结构将会成为支撑社区平台长足发展的保证。

图 46 :知乎业务营收构成比例

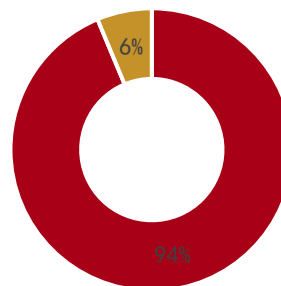
- 广告服务
- 会员服务
- 其他收入
- 商业解决方案及服务



资料来源:公司公告, 招商证券

图 47 :Quora 业务营收构成比例

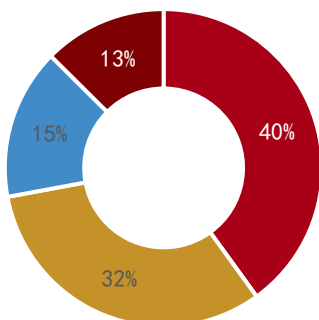
- 广告业务
- 其他业务



资料来源:公司公告, 招商证券

图 48 :哔哩哔哩业务营收构成比例

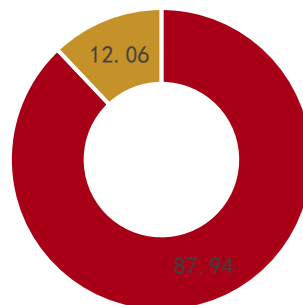
■ 移动游戏 ■ 直播及增值服务 ■ 广告 ■ 电商及其他



资料来源:公司公告, 招商证券

图 49 :新浪微博业务营收构成比例

■ 广告及市场营销 ■ 微博增值服务



资料来源:公司公告, 招商证券

五、盈利预测与估值

公司独特的用户结构在一二线城市用户的占比远高于人口水平，随着公司的用户增长，非一二线用户占比逐步提升，我们预期 2021、2022、2023 年平均 MAU 有望达到 9800 万、1.3 亿、1.8 亿。

在这个趋势下不仅用户规模获得增长，随着公司主要用户群体的成长，其付费意愿和付费能力都有望提升。公司内容付费业务目前处于高速增长期，付费用户数量和渗透率同步提升。

根据招股书和财报数据，公司付费会员渗透率从 2019 年的 1.2% 上升到 2020 年的 3.4%，付费用户数同比增长 311.5%；2021 年一季度付费会员渗透率上升至 4.7%，付费用户数环比增长 32%。根据招股书引用的 CIC 报告，中国在线内容付费用户未来五年 CAGR 超过 20%，用户市场规模未来五年 CAGR 超过 30%，付费人数和价格有望取得同步增长，我们预期公司 2021、2022、2023 年会员服务收入有望达到 7.8 亿、15.0 亿、25.2 亿元。

而目前公司主要用户群为一二线城市和 30 岁以下的用户，消费意愿和消费能力高，并且在公司内容视频化的趋势下广告商业化的空间很大，此外，公司广告业务在数据算法、人物画像以及素材创意等方面仍有提升空间，我们预期 2021、2022、2023 年广告收入有望达到 12.7 亿、23.4 亿、39.6 亿元。

内容商业化解决方案业务是公司高速发展的业务之一，2020 年全年，收入达到 1.36 亿元，占比收入比例的 10%。2021Q1 收入 1.21 亿元，达到去年全年收入的 89%，环比增长 58.2%。原生广告市场规模在 2019 年之后超过非原生市场，且未来差距将进一步扩大。知乎的内容商业化解决方案目前依然以图文形式为主，未来商业解决方案在视频化后必将迎来新的发展机遇。我们预期 2021、2022、2023 年内容商业化解决方案收入有望达到 6.5 亿、14.4 亿、28.2 亿元。

随着国民受教育程度提高及研究生扩招，近三年全国考研报名人数及公务员考试报名人数均高速增长，研究生入学考试报名人数增速为 18%，22%，18%，凭借在知识垂类尤其是考研考公领域多年的内容沉淀和高效的社区问答机制，我们预期包括在线教育在内的其他业务收入 2021、2022、2023 年有望达到 2.4 亿、5.4 亿、9.5 亿元。

表 7: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	671	1352	2943	5818	10251
增速		101%	118%	98%	76%
广告业务收入	577	843	1274	2340	3960
增速		46%	51%	84%	69%
会员服务业务收入	88	320	784	1495	2520
增速		264%	145%	91%	69%
内容商业化方案收入	1	135	645	1445	2819
增速			378%	124%	95%
其他业务收入	5	53	240	538	952
增速			353%	124%	77%

资料来源:公司公告, 招商证券

我们预期公司 2021、2022、2023 年营业收入 29.4 亿、58.2 亿、102.5 亿元，同比增长 118%、98%、76%。

表 8: 可比公司 PS (收入根据 wind 一致预测)

证券代码	证券简称	市值 (百万美元)	2021E 营收 (百万美元)	P/S
0700.HK	腾讯控股	743225	92410	8.0
BILI.O	哔哩哔哩	41253	3044	13.6
WB.O	微博	10805	2044	5.3
TWTR.N	推特	47592	4817	9.9
1024.HK	快手-W	109882	13587	8.1
2400.HK	心动公司	3548	488	7.3
0772.HK	阅文集团	11817	1652	7.2

资料来源: WIND, 招商证券

公司目前在内容视频化及内容平台化的趋势下迎来高速发展的新阶段，多元变现的商业化潜力亦同步释放。有鉴于公司目前尚未盈利，我们根据公司业务类型以及变现方式选取腾讯，哔哩哔哩，微博，Twitter，快手，心动公司以及阅文集团作为可比公司。可比公司平均 P/S 为 8.5X，按照 2022 年预测营收 58.2 亿，对应目标市值为 494.7 亿人民币，折合 77.4 亿美元。

六、风险提示

- 1、**互联网行业监管风险。**互联网面临较为严格的监管，存在政策变动的风险。
- 2、**在线内容行业不同形式之间竞争激烈风险。**目前在线娱乐形式较为丰富，短视频、直播、长视频等不同娱乐形式也在竞争用户和用户时长。
- 3、**商业化进度不及预期风险。**广告库存、订阅内容以及可供用于内容商业化解决方案的优质答主等资源的变化会影响商业化进度。
- 4、**用户增长及商业化对社区氛围的冲击风险。**用户规模的持续增长带来的用户结构泛化以及商业化节奏的变化可能会对问答社区的内容质量以及回答积极性等带来冲击。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016 年新财富第四名，金牛奖第二名。2017 年新财富第五名。2018 年水晶球第三名，第一财经第二名。2019 年新财富第三名。

谢笑妍，招商证券研发中心传媒互联网行业高级分析师。南开大学学士，美国乔治华盛顿大学硕士，五年券商行研经验，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，所在团队新财富 2017 年环保行业最佳分析师第四名；金牛奖 2017 年环保行业最佳分析师第二名，新财富 2020 年传媒行业最佳分析师第四名。

禹世亮，招商证券研发中心传媒行业研究助理。武汉大学电子科学与技术学士，清华大学工商管理硕士。本科毕业后在互联网大厂担任产品经理，拥有 5 年完整互联网产品策划、运营及市场营销全周期工作经验。2021 年加入招商证券传媒组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

Page 44

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>