

【广发传媒&海外】知乎（ZH）

稀缺社区生态，多维度提升商业化能力

核心观点：

- **核心竞争力——规模效应+高互动性+专业调性。**（1）规模效应：在移动端 MAU 和营收规模两个维度，知乎是我国最大的问答类社区。（2）高互动性：20Q4 知乎每月平均有 330 万名活跃内容创作者和 6.76 亿次互动。（3）知乎维持用户高增长与社区专业调性的平衡发展。根据财报，平均 MAU 从 19 年的 4800 万人增长至 21Q1 的 8500 万人；根据 QuestMobile，2017-2021 年知乎 APP 的人均单日使用时长维持在 30 分钟左右，DAU/MAU 维持在 29% 左右。（4）知乎以问答为内容主体、与其他内容平台形成差异化，创作者头部集中度较低，工具+激励双管齐下推进视频化，21Q1 视频消费用户在 DAU 的渗透率超过 30%。
- **单用户价值处于低位，多维度提升货币化能力。**21Q1 知乎每 MAU 产生收入 5.63 元，低于微博的 5.69 元、B 站的 17.49 元、快手的 32.73 元。（1）提升用户付费率。公司调整付费内容的形式（文字）、类别（故事）、入口（与问答融合）匹配知乎的内容生态，用户付费率从 2019 年的 1.2% 快速提升至 21Q1 的 4.7%。（2）提升平台广告价值。公司丰富营销产品及媒介形态、规范治理社区商业化行为，通过深度消费内容的转化效果驱动单用户广告价值提升，2020 年推出的内容商业化解决方案收入从 19Q4 的 64 万快速增长至 21Q1 的 12085 万。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计 2021-2023 年，公司的营业收入为 28.59/55.57/91.17 亿元，Non-GAAP 净利润为-3.49/-1.61/2.60 亿元，对应的 EPS 为-1.24/-0.57/0.92 元/股，2021 年 6 月 11 日收盘价对应的 PS 为 14.49 X/7.45 X/4.54 X。综合参考国内同类内容社区的 PS 估值和单用户市值，给予公司的合理价值为 13.49 美元/ADS，对应 2021 年的 PS 估值为 16.92 X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**政策监管风险；用户增速减缓；社区认同度降低；商业化进度不及预期；行业竞争加剧。（本报告除非特别说明，货币单位均为人民币；美元兑人民币汇率为 6.3856，港币兑人民币汇率为 0.8229）

盈利预测：

货币单位：人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	671	1,352	2,859	5,557	9,117
增长率(%)	-	101.7%	111.4%	94.4%	64.0%
EBITDA（百万元）	-1,038	-583	-723	-552	-37
NonGAAP 归母净利(百万元)	-825	-337	-349	-161	260
NonGAAP EPS（元/股）	-2.94	-1.20	-1.24	-0.57	0.92
市销率（P/S）	61.76	30.63	14.49	7.45	4.54
ROE(%)	-	-12.3%	-5.2%	-2.6%	4.1%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

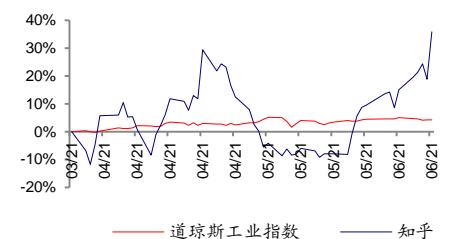
买入

当前价格	11.55 美元
合理价值	13.49 美元
报告日期	2021-06-12

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	280.75/261.53
总市值/流通市值（百万美元）	6485/6041
一年内最高/最低（美元）	11.75/6.81
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	35.88/35.88

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

徐呈隽



SAC 执证号：S0260519110002



010-59136612



xuchengjun@gf.com.cn

请注意，徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、知乎：从问答社区孵化到商业化探索	5
二、我国最大的问答社区，维持用户高增长与专业调性，推进视频化战略	6
（一）产品核心竞争力：高互动性+规模效应+专业性	6
（二）问答社区的壁垒：维持用户高增长与社区专业调性	8
（三）内容社区的特征：以问答为内容主体，创作者头部集中度较低，推进视频化战略	10
三、快速推进商业化：匹配内容生态提升付费率，发力内容营销提升广告价值	12
（一）盐选会员适配知乎内容生态，付费率加速提升	14
（二）用户增长+产品迭代驱动广告价值提升	15
（三）推出一站式内容营销产品——“知+”，治理社区商业行为	17
（四）其他服务：尝试自研在线教育课程，电商导购规模增长	19
四、盈利预测与投资建议	20
五、风险提示	24

图表索引

图 1: 知乎的发展历史沿革	5
图 2: 2019-2021Q2 知乎的营收及其增速	6
图 3: 2019-2021Q1 知乎的净利润 (亿元)	6
图 4: 知乎、百度知道、今日头条“问答”板块的问答产品界面	7
图 5: APP 首页推荐的前 50 个问答的互动性对比	7
图 6: APP 答题区展示的前 50 个问题的互动性对比	7
图 7: 我国综合性在线内容社区的版图	8
图 8: 2015 年知乎的话题热度分布	8
图 9: 2021 年 5 月 27 日知乎各类别热榜的平均热度 (万)	8
图 10: 知乎 APP 的 MAU 和人均单日使用时长	9
图 11: 知乎 APP 的 MAU 和 DAU/MAU	9
图 12: 2019/2020 年知乎的平均 MAU 和销售费用	9
图 13: 20Q1/21Q1 知乎的获客成本 (元/人)	9
图 14: 知乎热榜第一问题的回答按排序统计赞同数/答主粉丝数 (个)	10
图 15: 头部知乎大 V 活跃于其他内容平台的情况 (人)	11
图 16: 头部知乎大 V 的属性结构	11
图 17: 头部知乎大 V 平均发布的各形式内容 (篇)	11
图 18: 头部知乎大 V 最多发布的内容形式	11
图 19: 知乎“图文转视频工具”的入口	12
图 20: 知乎“图文转视频工具”的编辑页面	12
图 21: 2019-2021Q1 知乎的营业收入 (单位: 亿元)	13
图 22: 2021 年 Q1 知乎、快手、B 站、微博每 MAU 对应的收入 (元)	13
图 23: 知乎 APP “知识市场”的入口	14
图 24: Live 讲座热度 Top100 的类别分布 (2020.1)	14
图 25: 盐选专栏的相关内容插入问答社区	15
图 26: 盐选专栏热度 Top100 的类别分布 (2021.6)	15
图 27: 2018-2021 年 5 月盐选专栏新增内容的形式结构	15
图 28: 2019Q1-2021Q1 知乎的广告收入 (亿元)	16
图 29: 知乎信息流广告的效果展示	17
图 30: 知乎“拆车实验室”的效果展示	17
图 31: 知乎的内容商业化解决方案收入情况	17
图 32: “知+”内容商业化解决方案的概况	18
图 33: “知+”与“摩点-发现新奇好物”的合作案例	18
图 34: 2019-2021Q1 公司的其他业务收入 (万元)	19
图 35: 知乎平台提供的在线教育产品	20
图 36: 在知乎内容中嵌入的商品外链	20

表 1: 知乎 IPO 后的股本结构	5
表 2: “海盐计划”的准入要求和奖励	12
表 3: 知乎的会员收入、付费用户和 ARPPU	14
表 4: 主要内容社区的广告产品及单用户广告收入情况	16
表 5: 知乎禁止的垃圾广告信息有哪些?	19
表 6: 2021-2023 年知乎的营业收入预测	21
表 7: 2021-2023 年知乎的营业成本预测	21
表 8: 2021-2023 年知乎的期间费用预测	22
表 9: 2021-2023 年知乎的主要财务数据预测 (2021.6.11 收盘价)	22
表 10: 知乎的可比公司估值情况 (2021.6.11 收盘价)	23

本报告除非特别说明，货币单位均为人民币

(美元兑人民币汇率为6.3856，港币兑人民币汇率为0.8229)

一、知乎：从问答社区孵化到商业化探索

知乎是我国最大的问答社区，2010年下半年由创始人周源创立。2010-2012年是知乎社区的冷启动阶段，仅采用邀请制注册，严格的注册门槛为平台建立了专业、精英的社区调性。后期为了快速扩大社区规模，2013年知乎面向公众开放注册，注册用户数因此由2013年上半年的40万人快速增长至2015年3月的1700万人。随着社区用户达到一定体量，知乎开始探索流量变现的商业模式。2016年知乎引入在线广告，并尝试提供付费内容，2019年推出“盐选”付费会员体系，2020年初正式推出内容商业化解决方案“知+”。2021年3月26日，知乎在纽交所挂牌上市。

图1：知乎的发展历史沿革



数据来源：知乎招股说明书，华尔街见闻/虎嗅网报道，广发证券发展研究中心

IPO公开发行了5500万份ADS(2份ADS=1股A类普通股,约占发行后总股本的9.8%),发行价为9.5美元/ADS,共计募集资金净额4.94亿美元;同步进行的私募配售采用与IPO相同的发行价,阿里巴巴、京东、腾讯及其关联公司分别认购了1/1/0.5亿美元的A类普通股。本次IPO完成后,知乎创始人、董事长兼CEO周源先生持有公司7.0%的股权和42.4%的投票权,全体董事及管理层合计持有公司8.2%的股权和43.0%的投票权。除此之外,创新工场持有公司11.2%的股权,腾讯持有公司11.1%的股权,启明创投持有公司9.7%的股权,赛富旗下SAIF IV Mobile Apps (BVI) Limited持股7.9%,快手旗下Cosmic Blue Investments Limited持股7.1%。

表1：知乎IPO后的股本结构

公司股东	持股比例	投票权比例
周源	7.0%	42.4%
全体董事及管理层	8.2%	43.0%

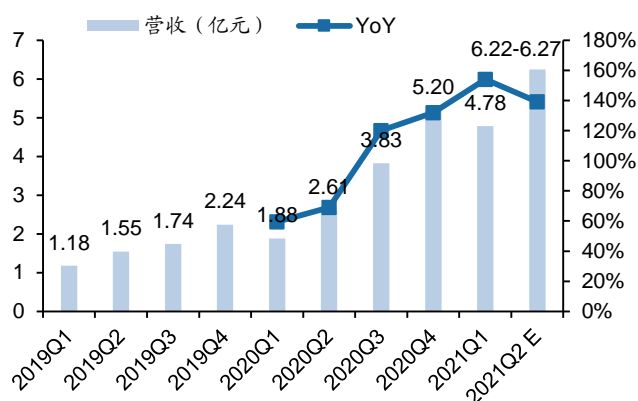
Innovation Works Entities	11.2%	6.9%
Tencent Entities	11.1%	6.8%
Qiming Entities	9.7%	6.0%
SAIF IV Mobile Apps (BVI) Limited	7.9%	4.9%
Cosmic Blue Investments Limited	7.1%	4.4%
CTG Evergreen Investment XX Limited	5.8%	3.6%
其他股东	39.0%	24.4%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

2019/2020年，公司的营业收入分别为6.71/13.52亿元，2020年营收同比增长101.7%，主要是因为平台用户快速增长（MAU同比增长42.7%）、付费用户渗透率提升（付费率从1.2%提升至3.4%）、以及推出内容商业化解决方案（实现1.36亿元收入）。21Q1公司实现营收4.78亿元，同比增长154.2%；公司预计21Q2实现营收6.22-6.27亿元，同比增长138%-140%。

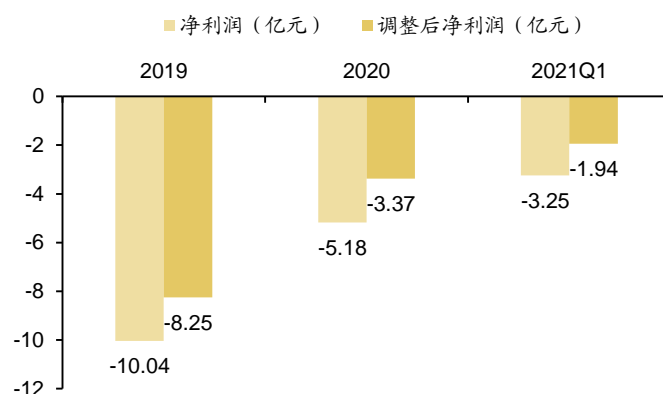
目前知乎尚未能实现盈利。2019/2020/2021Q1，公司的净利润分别为-10.04/-5.18/-3.25亿元；扣除SBC费用后，公司的调整后净利润分别为-8.25/-3.37/-1.94亿元。

图2：2019-2021Q2知乎的营收及其增速



数据来源：知乎招股说明书&财报，广发证券发展研究中心

图3：2019-2021Q1知乎的净利润（亿元）



数据来源：知乎招股说明书&财报，广发证券发展研究中心

二、我国最大的问答社区，维持用户高增长与专业调性，推进视频化战略

（一）产品核心竞争力：高互动性+规模效应+专业性

作为问答产品，知乎的核心竞争力在于问答社区的高互动性和规模效应，和以专业性见长的社区调性。

对比知乎、百度知道、今日头条“问答”板块这3款国内头部问答产品，知乎的用户

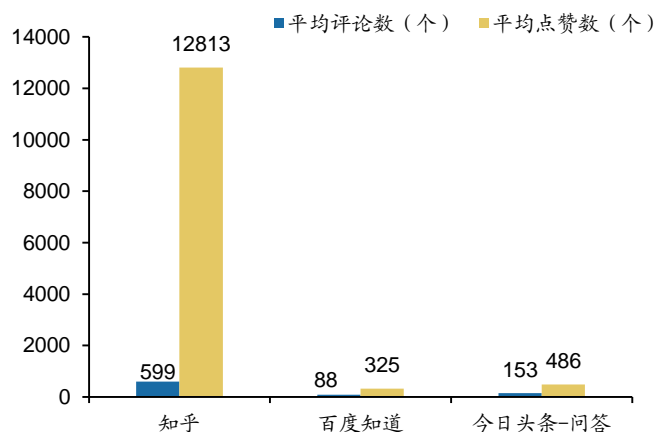
互动性最强。基于同一位新用户的视角，在首页推荐的前50个问答，知乎每个问答的平均评论数、平均点赞数分别为599/12813个，明显高于百度知道的88/325个、头条问答的153/486个；在答题区展示的前50个问题，知乎每个问题的平均回答数/关注人数的比例为0.76，而百度知道的这一数值为0.05（剔除了首答问题）。

图4：知乎、百度知道、今日头条“问答”板块的问答产品界面



数据来源：知乎/百度/今日头条 APP，广发证券发展研究中心

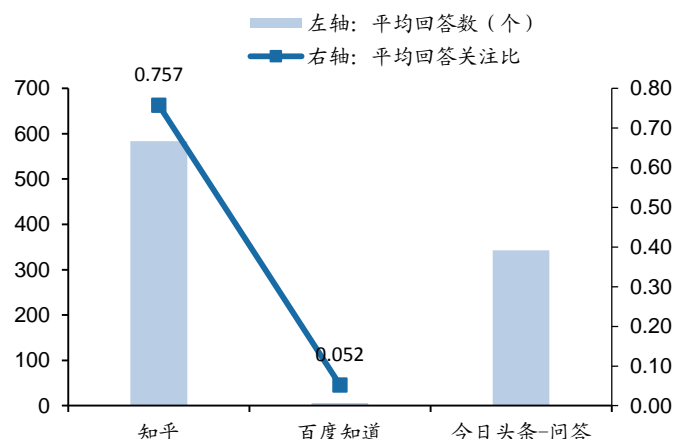
图5：APP首页推荐的前50个问答的互动性对比



数据来源：官方 APP，广发证券发展研究中心

备注：数据为 2021.5.28 自行统计的首页推荐问答数据，可能存在抽样误差。

图6：APP答题区展示的前50个问题的互动性对比

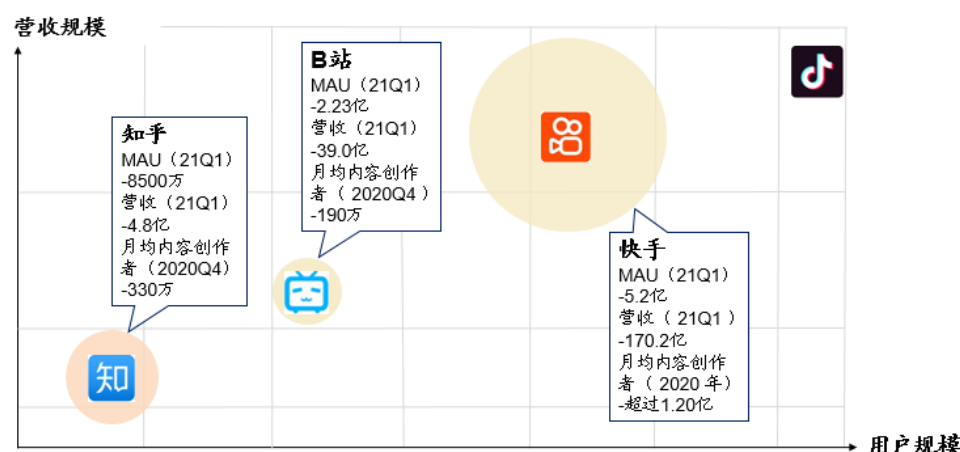


数据来源：官方 APP，广发证券发展研究中心

备注：数据为 2021.5.28 自行统计的答题区推荐问题数据（百度知道剔除了首答问题），可能存在抽样误差。

根据公司招股说明书，在移动端MAU和营收规模两个维度，知乎是我国最大的问答类社区，以及排名前五的综合性在线内容社区，具备较强的规模效应。2021年Q1，知乎的平均MAU为8500万，实现营收4.78亿元。截至2020年12月31日，知乎累积了4310万的内容创作者和3.15亿个问答；其中，2020年Q4每月平均有330万名活跃内容创作者和6.76亿次互动，2020年12月共计生成了1200万条内容。

图7：我国综合性在线内容社区的版图



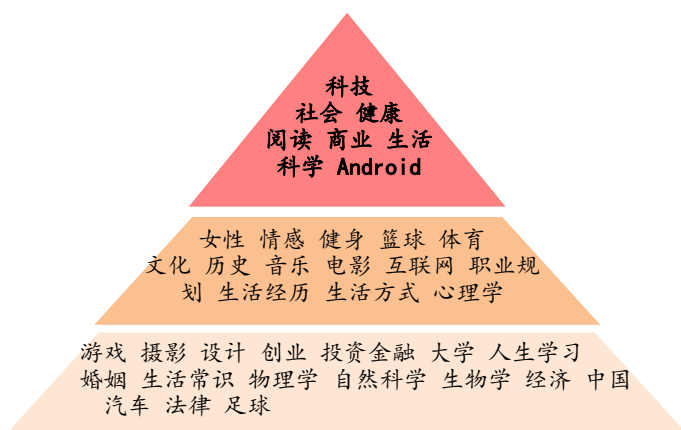
数据来源：知乎/快手/B站财报，广发证券发展研究中心

（二）问答社区的壁垒：维持用户高增长与社区专业调性

作为问答社区，知乎的竞争壁垒在于平衡了用户高增长与社区专业调性的双重属性。

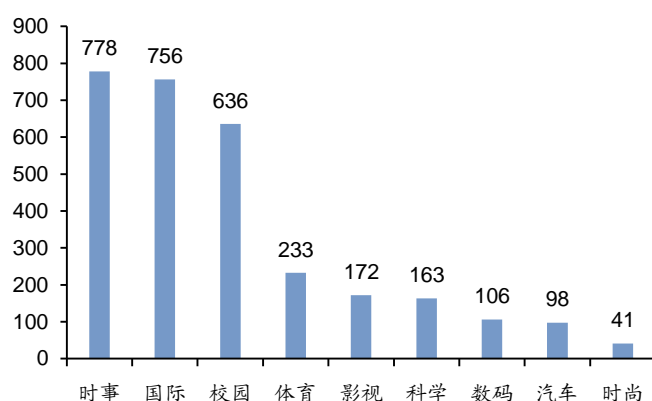
在社区冷启动阶段，知乎通过邀请注册制建立了专业、精英的社区调性。因而早期知乎的内容生态以知识分享为核心，根据2015年知乎媒体交流会公布的话题热度分布图，当时知乎热度最高的话题为科技、社会、健康、阅读、商业、生活、科学、Android，知识类话题占据了6/8的份额。后续知乎开放注册门槛，随着用户规模大幅增长，平台上的问答话题逐渐泛化，根据腾讯媒体研究院的调查结果，68%的问答用户最常浏览“社会热点”类内容。与行业受众趋势一致，在2021年5月27日的知乎热榜中，时事板块和国际板块的平均热度最高。

图8：2015年知乎的话题热度分布



数据来源：知乎媒体交流会，广发证券发展研究中心

图9：2021年5月27日知乎各类别热榜的平均热度（万）



数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

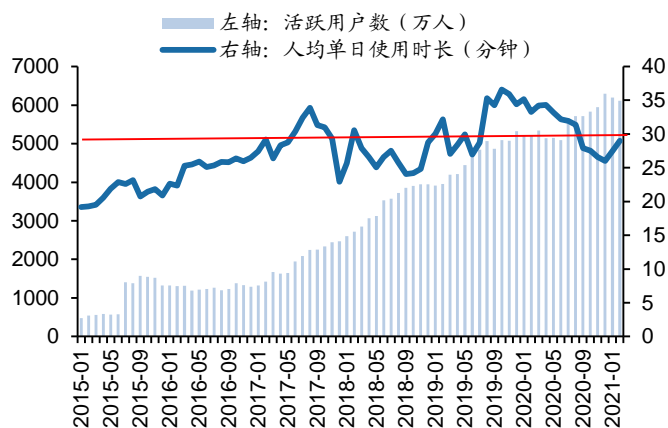
备注：数据为2021.5.27自行统计的热榜，可能存在抽样误差。

知乎为了扩大社区规模放开用户注册门槛，为了寻求盈利引入广告内容和付费产品，这不可避免地弱化了知乎“专业性”、“精英化”的社区调性。但与此同时，知乎通过一系列措施维持住相对专业的社区调性：（1）官方对社区秩序进行管理，界定并消除违规行为，酌情删除不鼓励的提问，维持问答社区客观、专业的调性；（2）

知乎陆续开放机构号注册、认证垂类专业答主、推出PGC内容、完善内容变现渠道等，通过引入并激励专业答主提升社区的内容质量。

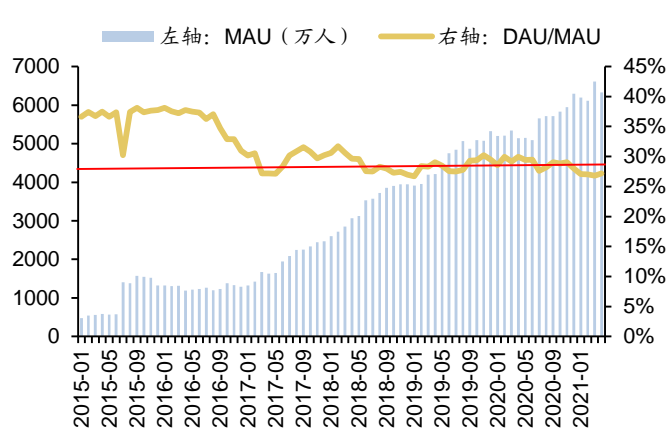
从运营结果来看，一方面知乎的用户规模持续快速增长，平均MAU从2019年的4800万人增长至21Q1的8500万人，21Q1的同比增速达到37.7%；另一方面，用户对知乎的社区认同度和使用粘性维持在健康的水平线上，根据QuestMobile，2017-2021年知乎APP的人均单日使用时长维持在30分钟左右，DAU/MAU维持在29%左右。

图10：知乎APP的MAU和人均单日使用时长



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

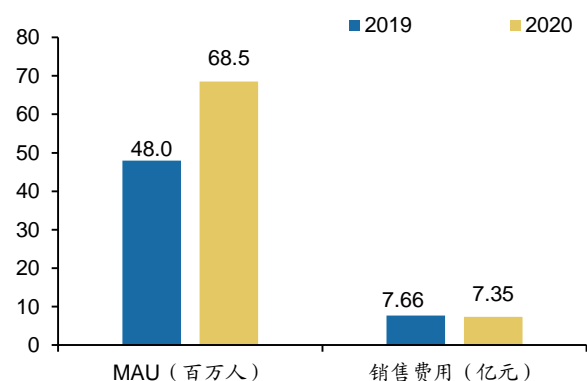
图11：知乎APP的MAU和DAU/MAU



数据来源：QuestMobile，广发证券发展研究中心

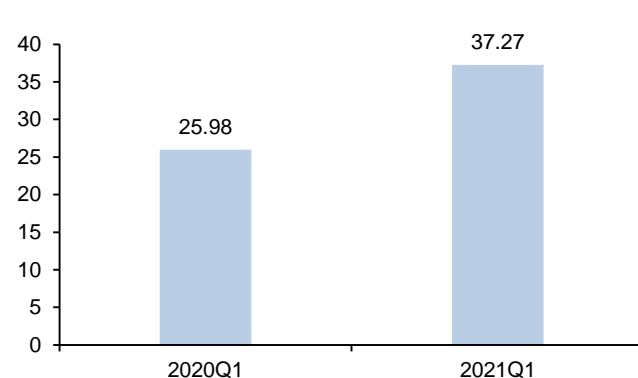
独特的社区调性使得知乎能够自然吸引用户增长。2019-2020年，知乎的平均MAU从4800万增长至6850万，而销售费用从7.66亿元减少至7.35亿元，这说明知乎不是单纯依靠买量驱动用户增长的。根据当期销售费用/MAU净增长来估算获客成本，21Q1知乎的获客成本约为37元/人，相比20Q1的26元/人有所提升，这是因为21Q1知乎举办了一系列十周年品牌活动，例如1月29日在爱奇艺、快手等平台播出的“答案奇遇夜”晚会、1月13日在知乎线上直播的“新知青年大会”等。

图12：2019/2020年知乎的平均MAU和销售费用



数据来源：知乎财报，广发证券发展研究中心

图13：20Q1/21Q1 知乎的获客成本（元/人）



数据来源：知乎财报，广发证券发展研究中心

（三）内容社区的特征：以问答为内容主体，创作者头部集中度较低，推进视频化战略

作为以问答为主体内容的社区，知乎的内容创作、分发机制与其他图文、视频社区存在明显差异，随着知乎视频化策略的推进，其内容形式由纯图文向视频渗透。

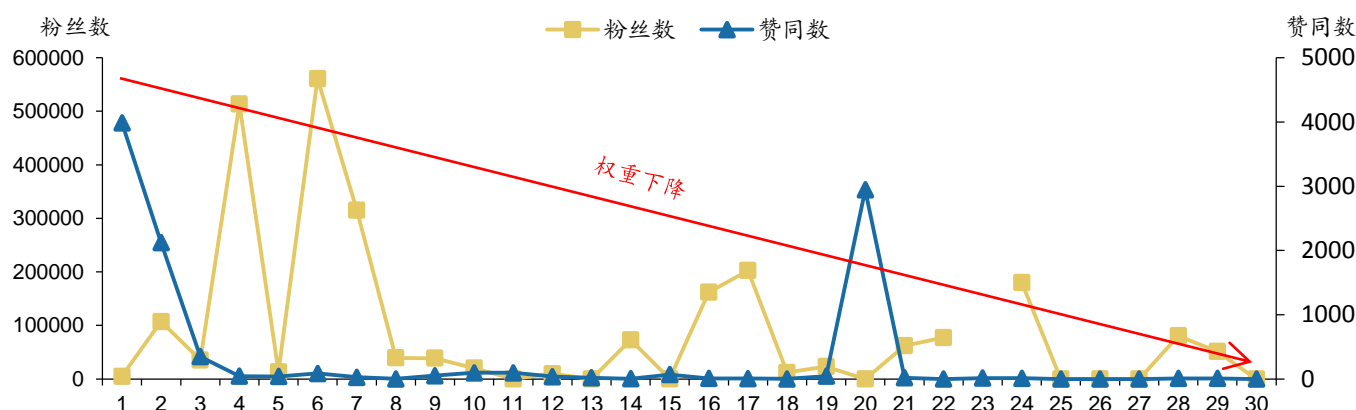
特征一：内容创作生态的头部集中度较低

考虑到问答内容的可信度和公允性，知乎在问题下面陈列回答排序的基本算法是：

（1）用户赞同回答会使其排序上升，用户反对则会下降；（2）某个领域排序靠前的优质回答会提高用户在该领域的权重；（3）在特定领域高权重用户的投票对排序有更大影响，他们的回答排序也相对靠前。

回答问题的内容创作门槛偏低，而知乎的回答排序机制与答主粉丝数量的相关性不强，因此知乎内容创作生态的头部集中度较低。例如2021年6月2日热榜第一的问题“「中国锦鲤」信小呆称「查出抑郁倾向，现在没钱没工作」，暴露了哪些问题？中奖究竟是福是祸？”，用户的回答排序与其赞同数基本正相关、与粉丝数量不太相关，仅有5056名粉丝的答主在该问题下获得了3988个赞同、回答排序第一，而一些粉丝量超过10万的答主的回答排序靠后。

图14：知乎热榜第一问题的回答按排序统计赞同数/答主粉丝数（个）

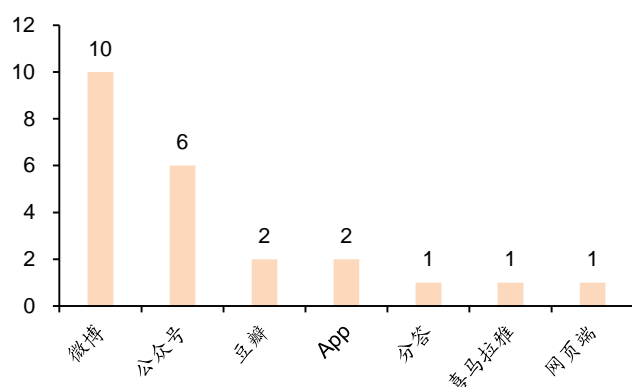


数据来源：知乎官网，广发证券发展研究中心

特征二：主体内容与其他内容平台差异化

随着我国UGC生态丰富化，头部内容创作者习惯在多个平台同时发布内容，因而知乎的头部大V中将知乎作为独家平台的比例较低，但是这些用户在知乎平台创作内容情况与其他平台存在明显差异。参考Crossin编程教室提供的爬虫思路，统计爬取的粉丝量排名前30的知乎大V账号，剔除知乎官方账号和联合创始人账号，仅有17%的知乎大V只在知乎发布内容，大多数的头部内容创作者会在微博、微信公众号、分答、喜马拉雅、豆瓣等多个内容平台发布及更新内容。

图15: 头部知乎大V活跃于其他内容平台的情况 (人)



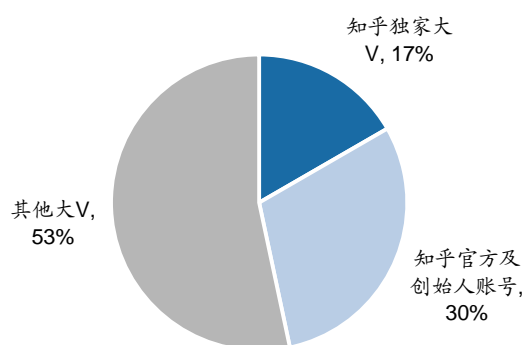
数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

备注: 统计时间为 2021.6.2; 爬虫方法参考

https://github.com/spiderbeg/bili_rank/tree/master/zhihu_rank;

选择爬取的粉丝量排名前 30 的知乎大 V 账号。

图16: 头部知乎大V的属性结构



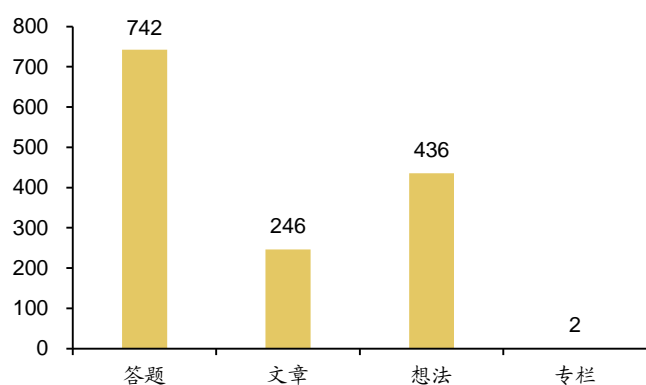
数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

备注: “知乎独家大 V” 指仅在知乎设有账号, 或在知乎上有较多独家内容 (专栏/Live 等) 的大 V; 统计方法同图 15。

基于知乎的问答社区特性, 知乎的内容创作生态以问答为主体, 与其他内容平台形成差异化。统计爬取的粉丝量排名前50的知乎大V账号, 剔除知乎官方账号和联合创始人账号, 知乎大V发布的回答/文章/想法/专栏的平均数量分别为742/246/436/2个, 其中66.7%以“回答”作为内容主体, 有28.2%回答次数超过1000次。

以作家张佳玮为例, 张佳玮在知乎共发布了3827个回答、1268篇文章、684个想法, 在微博共发布了2358条内容, 微博内容与知乎文章的重合度较高, 而与针对某具体问题的回答内容几乎没有重叠。同时, 张佳玮在知乎平台上以“回答”获得的赞同数与评论量远超过文章内容。

图17: 头部知乎大V平均发布的各形式内容 (篇)



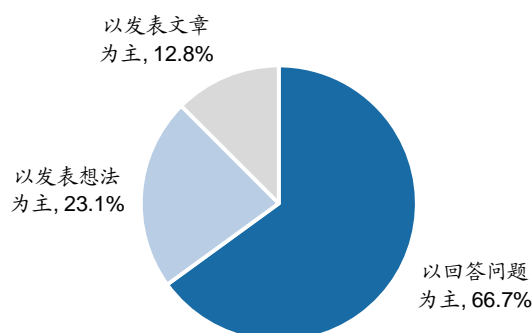
数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

备注: 统计时间为 2021.6.2; 爬虫方法参考

https://github.com/spiderbeg/bili_rank/tree/master/zhihu_rank;

选择爬取的粉丝量排名前 50 的知乎大 V 账号, 剔除知乎官方账号和联合创始人账号。

图18: 头部知乎大V最多发布的内容形式



数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

备注: 统计方法同图 17。

特征三：工具+激励双管齐下推进视频化战略

考虑到视频形式解答问题的生动形象和引人入胜，公司积极推进视频化战略、完善知乎的问答内容体系。根据公司2021年一季报业绩交流会，21Q1视频消费用户在DAU的渗透率超过30%，1分钟以上的中视频的日均上传量提升17倍，人均消费时长的增幅超过60%。

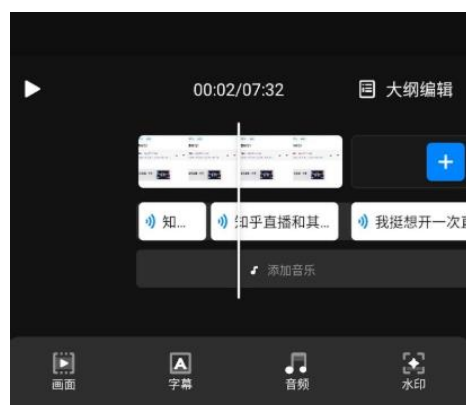
一方面，知乎上线了“图文转视频工具”，帮助答主一键将图文回答转为图文并茂、视听兼备的视频内容。通过该工具，用户可以便捷添加画面、字幕、音乐、水印等素材，还可以根据用户提供的文字内容自动生成不同音色的配音。

图19：知乎“图文转视频工具”的入口



数据来源：知一声官方账号，广发证券发展研究中心

图20：知乎“图文转视频工具”的编辑页面



数据来源：知一声官方账号，广发证券发展研究中心

另一方面，知乎通过“海盐计划”等活动，以现金及流量激励用户创作视频内容。例如加入“海盐计划”就可获得播放分成+专属百亿曝光扶持，投稿主题视频活动还可获得额外的5亿元现金奖励。

表2：“海盐计划”的准入要求和奖励

准入要求	奖励内容
符合以下任意一项：	(1) 提供图文转视频创作工具；
(1) 知乎用户等级 Lv4 及以上、投递过至少 5 支原创视频；	(2) 加入即可获得播放分成，瓜分 5 亿现金；
(2) B 站粉丝数 ≥ 1000 或微博、抖音、快手、西瓜视频任意平台粉丝数 ≥ 10 万	(3) 加入即获得百亿流量支持；
	(4) 获得签约机会，享商业变现；
	(5) 创作者学院提供课程培训

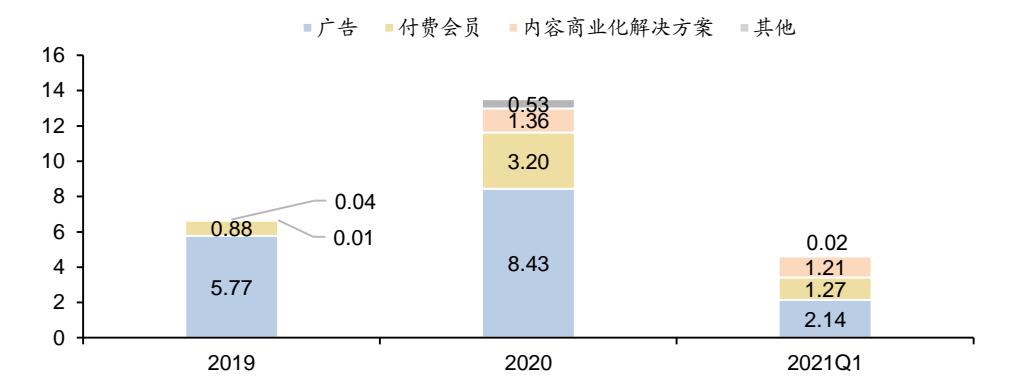
数据来源：知乎官网，广发证券发展研究中心

三、快速推进商业化：匹配内容生态提升付费率，发力内容营销提升广告价值

公司的商业化战略以内容为中心，目前主要的变现渠道为付费会员、广告和内容商业化解决方案。(1) 会员收入基本来自盐选会员费，剩余少量来自按需单独购买的

付费内容。21Q1公司实现会员收入1.27亿元，同比增长127%，占比26%。（2）广告是公司当前最重要的变现渠道。21Q1公司实现广告收入2.14亿元，同比增长70%，占比45%。随着付费会员、内容商业化解决方案等其他商业化收入自2019年开始加速，传统广告的收入占比有所减少。（3）内容商业化解决方案是为商家和品牌方提供的创新式在线营销方案、于2020年初正式推出，21Q1实现营收1.21亿元，占比达到25%。（4）其他收入主要包括在平台上销售的在线教育产品、通过“好物推荐”将流量引导至第三方电子商务平台获取佣金收入。21Q1其他服务实现营收0.02亿元，同比增长200%。

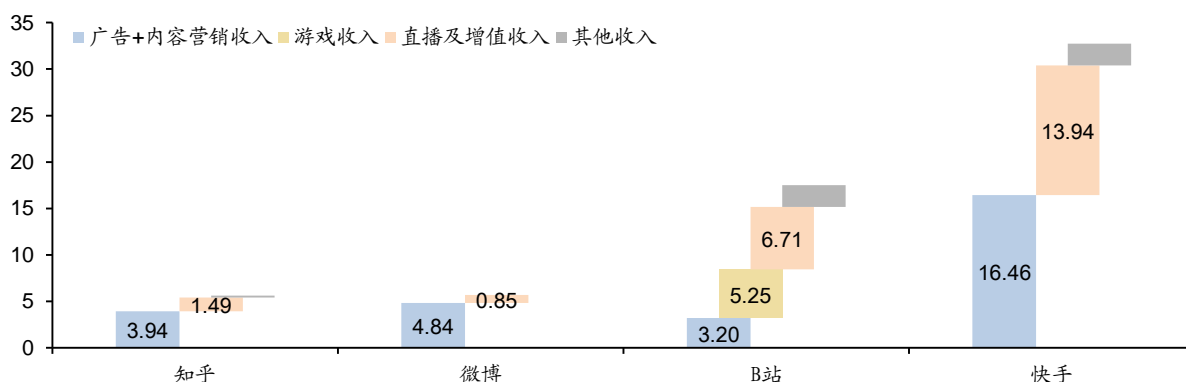
图21：2019-2021Q1知乎的营业收入（单位：亿元）



数据来源：知乎招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

对比知乎与微博、B站、快手的流量变现能力，21Q1知乎每MAU产生收入5.63元，低于微博的5.69元、B站的17.49元、快手的32.73元，知乎尚有较大的商业化空间可以发掘。从单用户的营销价值来看，21Q1知乎每MAU产生2.51元的广告收入和1.42元的内容商业化解决方案收入，而微博每MAU产生4.84元的广告营销收入，快手每MAU产生16.46元的营销收入，B站由于社区特性每MAU仅产生3.20元的广告收入。从单用户的增值收入价值来看，知乎每MAU产生1.49元的会员收入，微博每MAU产生0.85元的增值服务收入，B站每MAU产生6.71元的直播及增值收入。

图22：2021年Q1知乎、快手、B站、微博每MAU对应的收入（元）



数据来源：知乎/快手/B站/微博财报，广发证券发展研究中心

（一）盐选会员适配知乎内容生态，付费率加速提升

知乎于2019年正式推出“盐选”付费会员体系，连续包月的会员费为19元/月，盐选会员可以畅享3000+场盐选专栏、近10000场Live讲座、30000+本电子书/讲书、国内外近万本杂志期刊。除此之外，用户也可以按需单独购买付费内容。

21Q1知乎实现会员收入1.27亿元，同比增长127%，主要是因为用户规模增长以及付费渗透率的提升。21Q1知乎的月均付费会员达到400万，同比增长137.8%，对应的付费率从20Q4的4.0%进一步提升至4.7%。

表3：知乎的会员收入、付费用户和ARPPU

	2019	2020	YoY	2021Q1	YoY
会员收入（万元）	8,800	32,047	264.2%	12,657	127.0%
平均 MAU（万人）	4800	6850	42.7%	8500	37.7%
月均付费用户（万人）	57.4	236.3	311.5%	400	137.8%
付费率	1.2%	3.4%	-	4.7%	-
ARPPU（元/人/月）	12.77	11.30	-11.5%	10.55	-

数据来源：知乎财报，广发证券发展研究中心

知乎从2016年尝试知识付费模式，内容付费率自2019年才开始加速，核心要素在于付费内容与平台原有内容生态的匹配度。

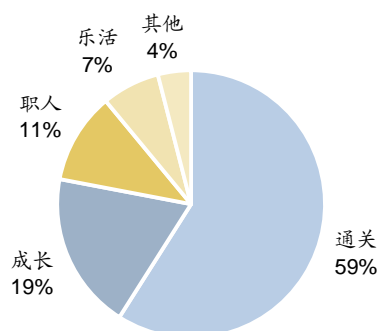
在2019年以前，知乎的付费产品以音频形式的Live讲座为主，根据2021年6月抽样统计的10527条付费内容，2018年5-12月Live讲座占新增付费内容的84.3%。但是Live讲座在形式、类别维度与知乎原有内容生态的匹配度较低，Live讲座的内容侧重个人提升、平均时长达到53分钟/场，以应试内容为主要题材的通关类讲座占据了Live讲座热度Top100的59%份额；而知乎的原有内容生态以碎片化的文字问答为主，根据腾讯媒体研究院的调查数据，48%的知乎用户在地铁、公交车等路途场景浏览问答内容，更偏好社会热点等生活向、泛娱乐的话题。在此阶段，知乎通过App下方的栏目“知乎大学/知识市场”统一陈列Live讲座、订阅课程等付费产品，付费内容的入口与原有问答社区完全割裂，最终导致付费内容的渗透率偏低。

图23：知乎APP“知识市场”的入口



数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

图24：Live 讲座热度 Top100 的类别分布（2020.1）



数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

备注：数据来自 2021.1.20 知乎官网自行统计

2019年知乎将盐选专栏的相关内容插入问答社区作为付费回答进行推广，盐选专栏

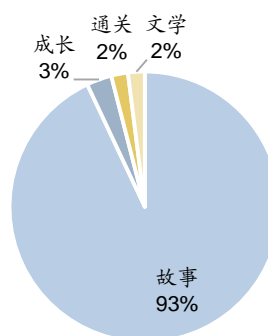
占新增付费内容的比例从18Q3的18.9%增加至19Q3的82.8%，后续长期稳定在80%左右。与此同时，盐选专栏中文字故事的占比不断提升，在形式、类别维度与知乎原有内容生态的匹配度较高，驱动内容付费率快速增长。盐选专栏在上线初期100%为音频产品，2018年5月开始上线视频产品，2019年4月开始上线文字产品，2021年5月新增的盐选专栏中69%为文字内容、20%为视频内容、11%为音频内容。文字阅读更加匹配知乎用户的浏览习惯，盐选专栏将部分相关内容插入到社区问答中，以奇闻和言情为主要题材的故事专栏占据了盐选专栏热度Top100的93%份额，从而吸引用户浏览并付费观看完整内容。

图25：盐选专栏的相关内容插入问答社区



数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

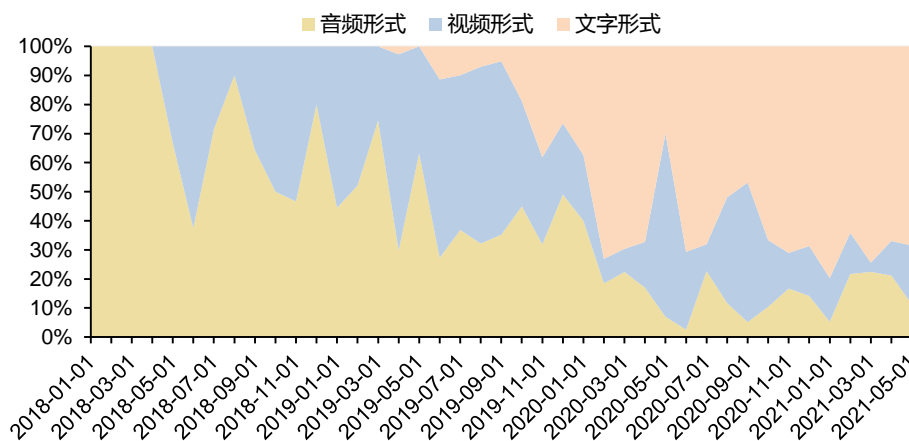
图26：盐选专栏热度Top100的类别分布（2021.6）



数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

备注：数据来自 2021.6.3 知乎官网自行统计

图27：2018-2021年5月盐选专栏新增内容的形式结构



数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

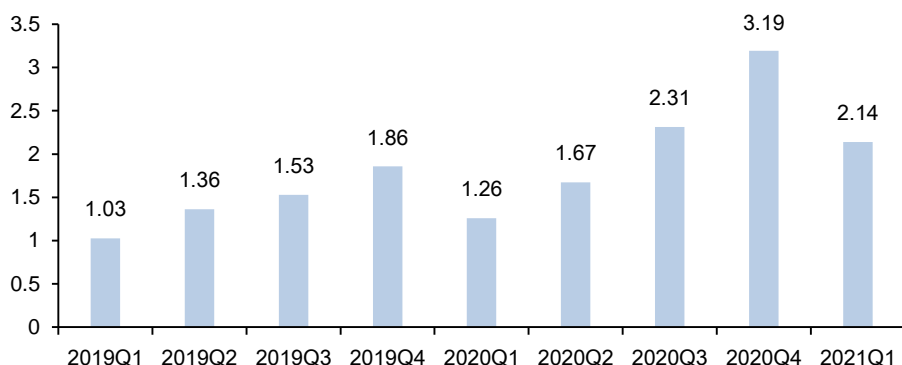
备注：数据来自 2021.6.3 知乎官网抽样统计，样本数=3728。

（二）用户增长+产品迭代驱动广告价值提升

广告是知乎目前最主要的商业化渠道。2020年公司实现广告收入8.43亿元，同比增长46.0%，主要的增长驱动力是用户规模扩张，2019至2020年知乎的平均MAU从4800万人增长至6850万人，同比增速为42.7%，知乎每MAU产生的广告收入从12.0元小幅提升至12.3元。21Q1公司实现广告收入2.14亿，同比增长70.1%，平均MAU

同比增长37.7%至8500万人，同时通过迭代品牌广告有效提升广告价值，每MAU产生的广告收入从20Q1的2.04元提升至21Q1的2.51元。

图28：2019Q1-2021Q1知乎的广告收入（亿元）



数据来源：知乎招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

除了限制广告投放的B站，目前知乎的单用户广告价值低于快手和微博，21Q1知乎每MAU产生了2.51元的广告收入，而微博每MAU产生4.84元的广告营销收入，快手每MAU产生16.46元的营销收入。本质原因在于知乎的广告产品相对单薄，在模式上限于开屏广告、信息流广告和品牌活动，在形式上以图文为主。

表4：主要内容社区的广告产品及单用户广告收入情况

内容社区	主要的广告产品	广告加载率	21Q1 广告收入/MAU
知乎	开屏广告/信息流广告/品牌活动	约 6-7 条内容	2.51 元
快手	信息流广告、原生广告、插屏、开屏、横幅、视频贴片与推广短视频	-	16.46 元
B 站	信息流广告/独立广告位	约 10 条内容	3.20 元
微博	开屏广告/信息流广告/独立广告位	约 6 条内容	4.84 元

数据来源：知乎/快手/B 站/微博财报，公司官网，广发证券发展研究中心

备注：统计时间为 2021 年 6 月 8 日。

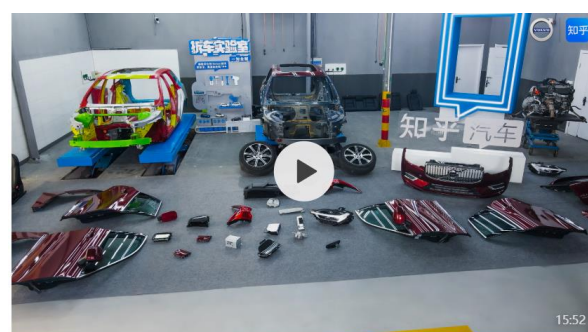
公司致力于丰富广告营销产品，提升平台用户的广告价值。第一，知乎将信息流广告包装为“知乎体”，插入关注、推荐、热榜、问答等页面，与知乎社区原有的问答内容生态融合。第二，除了传统基于流量的品牌广告，公司还基于原创内容提供了多种媒介的品牌广告，例如知乎汽车打造的“拆车实验室”，通过全面拆解一辆汽车，解读产品背后的技术原理、设计背后的工程现状。第三，公司于2020年初推出了创新式在线营销方案——“知+”内容商业化解决方案。

图29：知乎信息流广告的效果展示



数据来源：知乎官网，广发证券发展研究中心

图30：知乎“拆车实验室”的效果展示



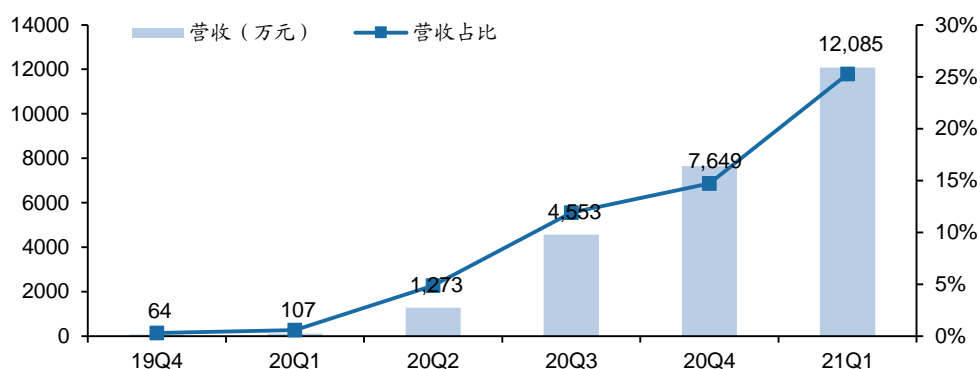
拆车实验室 | 多少重量可以压垮一台沃尔沃？硬核解密何谓「路上坦克」

数据来源：知乎官网，广发证券发展研究中心

（三）推出一站式内容营销产品——“知+”，治理社区商业行为

知乎于2020年初正式推出内容商业化解决方案，为商家和品牌方提供基于知乎社区生态的创新式在线营销方案。公司的内容商业化解决方案收入从2019Q4的64万快速增长至2021Q1的12085万，对应的收入占比从0.29%提升至25.27%。

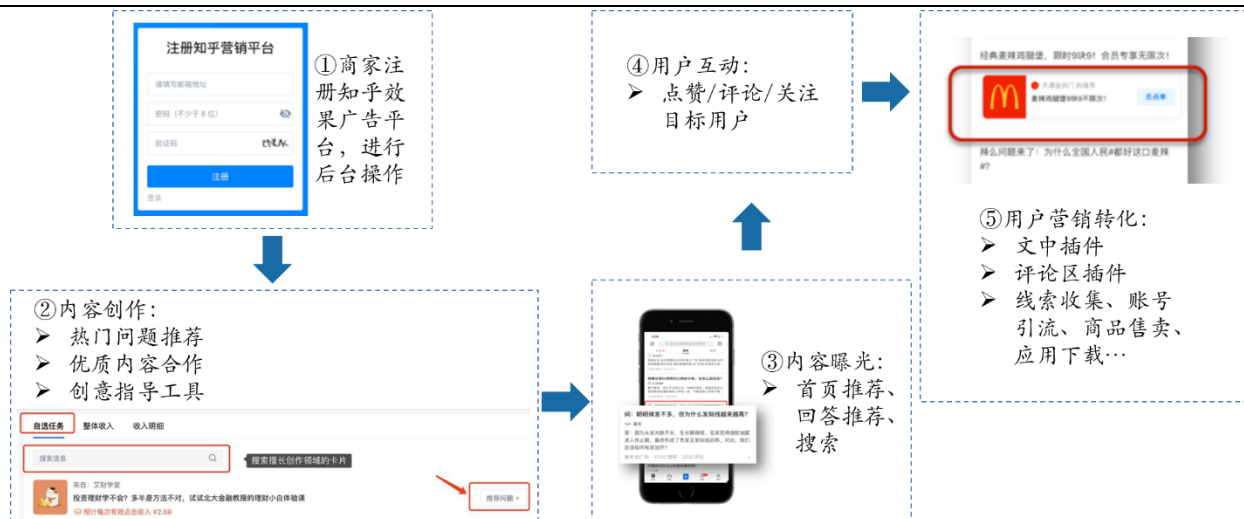
图31：知乎的内容商业化解决方案收入情况



数据来源：知乎招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

“知+”解决方案通过知乎内容社区生态，为商家和品牌方提供一站式内容营销服务。具体服务内容包括：（1）向商家和品牌方推荐知乎原生的、合适的高热度话题，通过商家原创或对接优质个人创作者生产相关内容，对目标潜客进行深度种草。（2）知乎的个人创作者可以开通“知+自选”，选择个人擅长的“优选问题”进行回答，并添加与问题及回答高度相关的“知+自选”产品卡片，根据卡片的有效点击量获得收益。（3）通过知乎的内容分发系统，在“首页推荐”、“回答推荐”、“搜索”等场景向目标用户精准推送商业化内容。（4）充分利用知乎社区生态的互动性优势，促使用户实现互动与销售转化。

图32: “知+”内容商业化解决方案的概况



数据来源：知乎营销官方号，广发证券发展研究中心

基于知乎专业性强的社区调性和问答社区的规模优势，许多消费者在决策前有在知乎进行相关搜索的习惯，“知+”帮助商家和品牌方触达消费者的决策过程，有效促成即时的内容营销转化。根据知乎招股说明书，公司内容商业化解决方案的整体点击率是传统广告的数倍。例如“知+”与“摩点-发现新奇好物”的合作案例，通过知+选题工具甄选与之相关且高度匹配的高关注度问题，对接个人创作者撰写优质内容并利用知+在目标用户场景精准投放，截止2021.5.1，“摩点”平台推荐的好物回答已经收到了2662个赞。

图33: “知+”与“摩点-发现新奇好物”的合作案例



数据来源：知乎营销官方号，广发证券发展研究中心

知乎官方推出内容营销产品“知+”和“好物推荐”，其一增厚了平台及个人创作者的收益，其二规范管理社区的商业化行为。问答社区天然具备“消费分享”的内容，此前存在部分商家在知乎平台上自发虚假宣传推广产品。根据知乎最新的社区管理规定“未经平台允许，用户以推广曝光为目的，发布含有产品售卖信息、牟利性外链等内容或引导用户至第三方平台进行交易，利用知乎帐号的任何功能发布扰乱社

区秩序的商业内容或进行相关行为”被定义为垃圾广告，将知乎平台上所有的商业推广行为统一纳入管理范围。

表5: 知乎禁止的垃圾广告信息有哪些?

细则
1.1 单个帐号或多个帐号配合发布含有产品售卖信息、有偿提供服务的相关内容。呈现方式不限于文本、视频及用户名、一句话介绍、个人简介、头像等用户信息。
1.2 利用违反社区规范的违规手段发布推广信息，包括但不限于： 不规范转载或大篇幅转载他人内容同时加入推广内容。 包括任何形式与问题、正文没有相关性的推广内容。 发布包含欺骗性的推广内容，包括但不限于：通过伪造经历、冒充他人等方式进行推广。
1.3 在涉及人身、财产安全的高风险领域进行推广并导流至第三方平台，包括但不限于：医疗美容、名医推荐等医疗相关；有服务意识的情感咨询、情感挽回等；强势股、付费荐股等股票相关；制假贩假、买卖高仿产品等；薅羊毛、网络兼职等夸大收益的灰产内容；提供走私、代购渠道等。
1.4 发布包含欺骗性和牟利性的外链等内容，包括但不限于： 内容包含如未注明的淘宝客链接、跳转网站等。 内容包含返利链接、返利码、瓜分红包口令、优惠码等盈利模式内容。
1.5 使用特殊符号、图片等变体形式进行导流，规避社区垃圾广告内容审核，包括但不限于：微信号、微信群、手机号、QQ 号、QQ 群等。例如：「加♡微♡信」、「+这个 巍」、「微^信`公`众`号」。
1.6 通过利益诱惑、威胁逼迫等形式引导用户至知乎站外的第三方平台进行关注、注册、交易等。
1.7 发布大量包含 SEO 网络推广链接、产品、品牌等内容获取在搜索引擎中的不正当曝光。

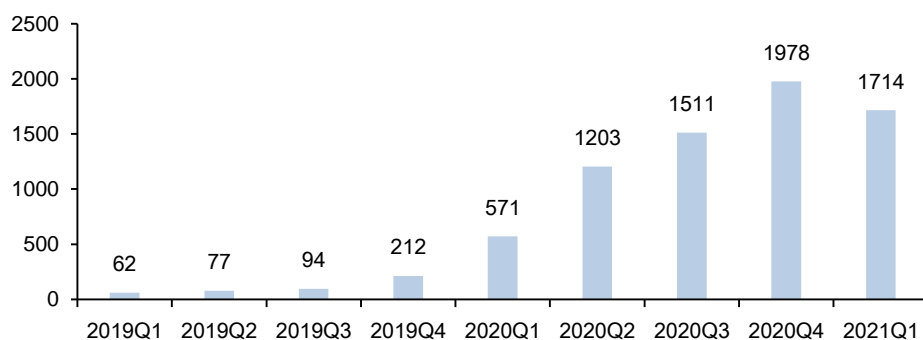
数据来源：知乎小管家官方账号，广发证券发展研究中心

（四）其他服务：尝试自研在线教育课程，电商导购规模增长

知乎提供的其他产品和服务主要包括在线教育和电商服务。（1）在线教育：公司在知乎平台提供了多样化的在线课程产品，重点领域是应试课程、职业培训等，课程产品早期主要来自第三方教育服务提供商，公司从去年年底开始尝试开发自研课程。（2）电商服务：内容创作者可以在回答/专栏中嵌入外链向用户推荐商品，由此将流量引导至第三方电子商务平台，公司根据用户实际消费的GMV获取一定比例的导购佣金。截至2020年，公司电商业务实现的GMV达到44亿元。公司计划进一步拓展商品类别，并探索运营电商业务闭环。

公司的其他业务收入从19Q1的62万元快速增长至21Q1的1714万元。

图34: 2019-2021Q1公司的其他业务收入（万元）



数据来源：知乎招股说明书/财报，广发证券发展研究中心

图35: 知乎平台提供的在线教育产品



数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

图36: 在知乎内容中嵌入的商品外链



数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

核心假设1: 知乎作为国内最大的问答社区,天然具备吸引用户自然增长的社区调性。当前知乎的用户体量尚小,根据知乎招股说明书,2020年知乎的平均MAU为6850万人,用户画像主要集中在二线城市、偏年轻化的群体(78.7%为30岁以下,53%来自一线和新一线城市、21%来自二线城市);考虑问答作为大众刚需的普世性产品、不存在明显的用户圈层壁垒,叠加品牌广告和买量投放,预计未来3年内知乎能够维持较快的用户增速。假设2021-2023年知乎的平均MAU分别为0.94/1.27/1.68亿人,同比增长37.5%、35.0%、32.0%。

核心假设2: 越来越多的优质盐选专栏的内容及形式匹配知乎用户的浏览习惯,将付费内容与问答社区融合,有效触达用户并引导付费观看完整内容,预计用户付费渗透率将持续提升。假设2021-2023年用户付费率分别为5.5%、7.0%、7.5%,ARPPU分别为10.96/10.96/11.29元/人/月。

核心假设3: 随着平台用户增多和知乎认知度提升,以及知乎平台的营销产品及媒介形态丰富化,预计知乎的广告价值将快速提升。参考2020年微博每MAU产生18.43元的广告营销收入,快手每MAU产生45.43元的营销收入。假设2021-2023年知乎的广告收入/MAU分别为13.54/14.22/14.50元,内容商业化解决方案收入/MAU分别为7.34/16.14/22.59元,预计信息流广告的加载率维持在稳定水平、深度消费内容的转化效果驱动单用户广告价值提升。知乎计划将问答社区内所有商业化行为统一纳入平台管理,驱动“知+”内容商业化解决方案和“好物推荐”电商业务的需求增长,内容商业化解决方案自2020年推出后不断完善产品矩阵,目前正处于快速发展阶段,21Q1实现收入1.21亿元,同比增长112倍。

核心假设4: 公司从去年年底开始组建团队研发自制课程,发力增长在线教育业务;预计随着平台规范治理商业化行为,电商服务业务将快速增长。21Q1其他业务实现

收入1714万元，同比增长200%。假设2021-2023年其他业务实现营收2.11/5.26/11.84亿元，同比增长300%、150%、125%。

预计2021-2023年，知乎实现营收28.59/55.57/91.17亿元，同比增速分别为111.40%、94.42%、64.04%。

表6：2021-2023年知乎的营业收入预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	6.71	13.52	28.59	55.57	91.17
yoy		101.67%	111.40%	94.42%	64.04%
平均 MAU（百万人）	48.0	68.5	94.2	127.2	167.8
yoy		42.7%	37.5%	35.0%	32.0%
（一）付费会员					
营业收入（亿元）	0.88	3.20	6.82	11.71	17.06
月均付费会员（万人）	57	236	518	890	1259
用户付费率	1.2%	3.4%	5.5%	7.0%	7.5%
ARPPU（元/人/月）	12.77	11.30	10.96	10.96	11.29
（二）广告					
营业收入（亿元）	5.77	8.43	12.75	18.08	24.34
收入/MAU（元/人）	12.03	12.31	13.54	14.22	14.50
（三）内容商业化解决方案					
营业收入（亿元）	0.01	1.36	6.91	20.52	37.92
收入/MAU（元/人）	0.01	1.98	7.34	16.14	22.59
（四）其他					
营业收入（亿元）	0.04	0.53	2.11	5.26	11.84
yoy	0%	1083%	300%	150%	125%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

核心假设5：知乎以内容作为发展核心战略，不断推出“海盐计划”、“马拉松长篇征文大赛”等活动通过现金和流量激励用户创作优质内容，预计将持续加码内容相关投入来增厚平台的竞争壁垒，假设2021-2023年内容和运营成本/营收的占比分别为17%、19%、20%。假设2021-2023年云服务和带宽成本/MAU维持在3.31元，支付费用/付费会员收入维持在12.34%。

预计2021-2023年，知乎的营业成本分别为11.43/21.30/34.24亿元，对应的毛利率分别为60.00%、61.67%、62.44%。

表7：2021-2023年知乎的营业成本预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业成本（亿元）	3.58	5.94	11.43	21.30	34.24
毛利率	46.57%	56.04%	60.00%	61.67%	62.44%
云服务和带宽成本（亿元）	1.78	2.27	3.12	4.21	5.55
/MAU	3.72	3.31	3.31	3.31	3.31
内容和运营成本（亿元）	0.77	2.04	4.86	10.56	18.23
/营收	11.44%	15.12%	17.00%	19.00%	20.00%
员工成本（亿元）	0.58	0.75	1.59	3.10	5.08

/营收	8.69%	5.58%	5.58%	5.58%	5.58%
支付费用 (亿元)	0.13	0.40	0.84	1.44	2.10
/付费会员收入	14.91%	12.34%	12.34%	12.34%	12.34%
其他 (亿元)	0.32	0.48	1.02	1.99	3.26
/营收	4.74%	3.58%	3.58%	3.58%	3.58%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

核心假设6：预计2021-2023年，知乎的销售费用分别为13.72/22.79/33.73亿元，占当期营收的比例分别为48%、41%、37%；研发费用分别为5.72/8.89/12.31亿元，占当期营收的比例分别为20%、16%、13.5%；管理费用分别为5.15/8.34/11.40亿元，占当期营收的比例分别为18%、15%、12.5%。随着知乎商业化能力大幅提升，社区规模效应逐渐凸显，各项期间费率显著降低。

表8：2021-2023年知乎的期间费用预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售费用 (亿元)	7.66	7.35	13.72	22.79	33.73
占销售收入%	114.31%	54.34%	48.00%	41.00%	37.00%
yoy		-4.14%	86.74%	66.07%	48.04%
研发费用 (亿元)	3.51	3.30	5.72	8.89	12.31
占销售收入%	52.35%	24.39%	20.00%	16.00%	13.50%
yoy		-6.05%	73.37%	55.53%	38.41%
管理费用 (亿元)	2.53	2.96	5.15	8.34	11.40
占销售收入%	37.77%	21.90%	18.00%	15.00%	12.50%
yoy		16.94%	73.73%	62.01%	36.70%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

我们预计2021-2023年，公司的营业收入为28.59/55.57/91.17亿元，Non-GAAP净利润为-3.49/-1.61/2.60亿元，对应的EPS为-1.24/-0.57/0.92元/股，2021年6月11日收盘价对应的PS为14.49 X/7.45 X/4.54 X。

表9：2021-2023年知乎的主要财务数据预测（2021.6.11收盘价）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	671	1,352	2,859	5,557	9,117
增长率(%)		101.7%	111.4%	94.4%	64.0%
EBITDA (百万元)	-1,038	-583	-723	-552	-37
Non-GAAP 净利润(百万元)	-825	-337	-349	-161	260
Non-GAAP EPS (元/股)	-2.94	-1.20	-1.24	-0.57	0.92
市销率 (P/S)	61.76	30.63	14.49	7.45	4.54
ROE	20.7%	-12.3%	-5.2%	-2.6%	4.1%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

采用相对估值法，我们选取国内头部的内容社区平台——哔哩哔哩、快手、微博。根据Bloomberg一致预期，2021年6月11日收盘哔哩哔哩、快手、微博对应的2021

年PS估值分别为14.12 X、8.21 X、5.26 X。考虑到知乎目前正处于快速推进商业化的高速增长阶段，而快手的商业化开发程度已经比较成熟，同时近年来微博的月活用户规模增长停滞，因此参考哔哩哔哩的PS估值，给予知乎2021年16倍的PS估值，对应公司的合理价值为12.76美元/ADS。

如果考虑单用户市值，根据2021Q1各平台的月活用户规模，2021年6月11日收盘哔哩哔哩、快手、微博对应的单月活市值分别为1232、1377、134元/MAU。考虑到知乎作为问答社区的用户平均使用时长天然低于哔哩哔哩、快手这类视频平台，给予知乎600元/MAU的估值，对应公司的合理价值为14.22美元/ADS。

综合考虑PS估值和单用户市值，我们认为公司的每股合理价值区间为12.76-14.22美元/ADS，取其中的平均值13.49美元/ADS，对应2021年的PS估值为16.92 X。

表10: 知乎的可比公司估值情况（2021.6.11收盘价）

证券代码	证券简称	市值（亿元）	PS			平均 MAU (亿, 21Q1)	单用户价值 (元/MAU)
			2021E	2022E	2023E		
ZH.N	知乎	414.13	14.49	7.45	4.54	0.85	487
BILI.O	哔哩哔哩	2751.77	14.12	9.85	7.28	2.23	1232
01024.HK	快手-W	7146.03	8.21	5.77	4.31	5.19	1377
WB.O	微博	708.41	5.26	4.72	4.32	5.30	134

数据来源: wind, 公司财报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 微博的 MAU 取自 2021 年 3 月的数值; 知乎的营收预测来自广发证券, 哔哩哔哩、快手、微博的营收预测均来自 Bloomberg 一致预期。

投资建议: 知乎作为我国最大的问答社区，维持用户高增长与社区专业调性的平衡发展形成了竞争壁垒，用户规模尚有较大发展空间。公司正在快速推进商业化，其一调整付费内容与知乎内容生态契合、用户付费渗透率有效提升中，其二丰富营销产品及媒介形态、驱动平台的广告价值快速增加。我们预计2021-2023年，公司的营业收入为28.59/55.57/91.17亿元，Non-GAAP净利润为-3.49/-1.61/2.60亿元，对应的EPS为-1.24/-0.57/0.92元/股，2021年6月11日收盘价对应的PS为14.49 X/7.45 X/4.54 X。综合参考国内同类内容社区的PS估值和单用户市值，给予公司的合理价值为13.49美元/ADS，对应2021年的PS估值为16.92 X，首次覆盖给予“买入”评级。

五、风险提示

（一）政策监管风险

知乎作为以UGC形式为主的问答社区，部分用户发布的一些言论可能会引起社会争议、甚至违反中国法律法规，导致平台受到行政处罚或负面宣传。

（二）用户增速减缓

近年来短视频、直播等娱乐产品抢夺用户时长，互联网获客成本不断推升。如果知乎的社区内容质量下降，或者营销获客效率下滑，可能会导致用户增速减缓。

（三）社区认同度降低

知乎作为问答社区具备独特的社区调性，因而能够吸引用户自然增长并高频互动。随着社区规模快速增长可能会导致社区调性无法维持，新用户与知乎原有的社区调性匹配度太低，最终导致知乎用户对社区的认同度降低，用户的留存率、平均使用时长等指标下降。

（四）公司的商业化进度不及预期

公司目前的商业化程度较低、正处于快速开发阶段。如果新开发的“知+”内容商业化解决方案、“好物推荐”、在线教育课程等产品的使用效果不及市场同类产品，或者公司的运营能力有所欠缺，可能会导致知乎的营收增速不及预期。

（五）行业竞争加剧

搜索门户、新闻APP等推出问答板块，中短视频平台也产出大量知识类内容，知乎的头部内容创作者一般会在多个平台发布作品。知乎的问答/文章/专栏等均面临激励的内容市场竞争，尤其是新推出的视频产品，可能会导致视频内容的产出及用户渗透率增长缓慢。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3902	3720	8589	9515	11494	经营活动现金流	-716	-244	-624	-511	20
货币资金	900	958	4985	4464	4474	净利润	-1004	-518	-649	-461	60
定期存款	1151	1093	1093	1093	1093	折旧摊销	20	20	20	21	14
短期投资	1492	1046	1046	1046	1046	营运资本变动	85	-10	5	-72	-53
贸易应收款	246	486	1197	2413	4076	其它非现金调整	183	264	0	0	0
应收关联方款项	6	14	29	57	93	投资活动现金流	-2102	430	-10	-10	-10
预付款项及其他流动资产	106	124	238	443	712	资本支出	-6	-2	-10	-10	-10
非流动资产	82	41	28	17	13	投资变动	-2097	432	0	0	0
物业和设备	15	8	10	9	5	其他	-11	-4	-20	-20	-20
无形资产	35	23	12	2	2	筹资活动现金流	2998	9	4662	0	0
资产使用权	26	3	0	0	0	股权融资	2998	9	4662	0	0
其他非流动资产	7	6	6	6	6	债务融资	0	0	0	0	0
资产总计	3984	3761	8617	9532	11507	其他	0	0	0	0	0
流动负债	763	1015	1857	3233	5149	现金净增加额	187	57	4028	-521	10
应付账款和应计负债	287	502	965	1798	2891	期初现金余额	713	900	958	4985	4464
应付职工薪酬	207	232	427	727	1087	期末现金余额	900	958	4985	4464	4474
应交税费	7	7	15	29	48						
合约支付款	107	160	268	339	578						
应付关联方款项	96	46	57	106	171						
短期租赁负债	23	3	0	0	0						
其他流动负债	36	65	125	233	374						
非流动负债	3	0	0	0	0						
长期租赁负债和其他	3	0	0	0	0						
负债合计	766	1015	1857	3233	5149						
普通股	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2						
股本溢价	0	7898	12559	12559	12559						
其他综合收益	-53	-196	-196	-196	-196						
留存收益	-3940	-4955	-5604	-6064	-6005						
归属母公司股东权益	-3992	2747	6760	6299	6359						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债、夹层股本和股东	3984	3761	8617	9532	11507						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	671	1352	2859	5557	9117	成长能力 (%)					
营业成本	358	594	1143	2130	3424	营业收入		102%	111%	94%	64%
销售费用	766	735	1372	2279	3373	Non-GAAP 归母净利		-59%	3%	-54%	-261%
研发费用	351	330	572	889	1231	获利能力 (%)					
管理费用	253	296	515	834	1140	毛利率	47%	56%	60%	62%	62%
投资收入	25	56	56	56	56	净利率	-123%	-25%	-12%	-3%	3%
利息收入	29	25	30	47	45	ROE	-	-12%	-5%	-3%	4%
金融工具公允价值变动	7	-69	0	0	0	偿债能力 (%)					
汇兑净收益	-9	63	0	0	0	资产负债率	19%	27%	22%	34%	45%
其他收入	3	12	9	10	9	流动比率	5.11	3.67	4.62	2.94	2.23
除税前溢利	-1004	-516	-649	-461	60	速动比率	4.97	3.54	4.50	2.81	2.09
所得税	0	-1	0	0	0	营运能力					
净利润	-1004	-518	-649	-461	60	总资产周转率		0.35	0.46	0.61	0.87
归母净利润	-1431	-1198	-649	-461	60	应收账款周转率		3.69	3.40	3.08	2.81
Non-GAAP 净利润	-825	-337	-349	-161	260	每股指标 (元/股)					
						每股收益	-2.9	-1.2	-1.2	-0.6	0.9
						每股经营现金流	-2.5	-0.9	-2.2	-1.8	0.1
						每股净资产	-14.2	9.8	24.1	22.4	22.6
						估值比率					
						P/E	-	-	-	-	159.56
						P/B	-	15	6	7	7
						P/S	62	31	14	7	5
						EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

吴 桐：高级分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

朱 国 源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

杨 琳 琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。