

传媒行业

知乎：高品质社区为基石，探索多元商业化蓝图

分析师： 旷实

分析师： 徐呈隽



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260519110002



SFC CE.no: BNV294



010-59136612



kuangshi@gf.com.cn



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。

核心观点：

- 2021 年 3 月 6 日，知乎向美国证券交易委员会提交了 IPO 申请，计划在纽交所挂牌上市。
- 知乎的核心竞争力在于社区的规模效应、互动属性和专业调性。（1）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。根据招股说明书，20Q4 知乎的平均 MAU 为 7570 万，营收为 5.2 亿元，月均内容创作者为 330 万人。（2）与以推荐算法为核心功能的新闻 APP 问答板块、以搜索为核心功能的百度知道相比，知乎的用户互动性最强，同时问答用户对互动性需求较高。（3）知乎在冷启动阶段通过邀请注册制建立了专业、精英的社区调性，此后开放注册门槛扩张社区规模，同时通过一系列规则维持相对专业的社区调性。从运营结果来看，一方面知乎用户持续快速增加，根据招股说明书，平均 MAU 从 19 年的 4800 万人增长至 20 年的 6850 万人，同比增速达 42.7%；另一方面，用户对知乎的认同度和粘性维持在健康水平线上，根据 QuestMobile，18-20 年知乎 APP 的人均单日使用时长维持在 30 分钟左右。
- 商业化进度较慢，推出内容商业化解决方案提升用户广告价值，盐选会员适配内容生态提升付费率。根据招股说明书和财报计算，20Q1-Q3 知乎每 MAU 产生收入 12.59 元，明显低于 B 站的 45.33 元、快手的 84.24 元、微博的 15.17 元，其中广告是知乎目前最重要的商业化渠道（收入占比 62.4%）。（1）提升单用户广告价值：20Q1-Q3 知乎每 MAU 产生 7.93 元的广告收入，仅为微博的 60%、快手的 29%，知乎尚有较大的流量变现空间可以发掘。2020 年初公司正式推出内容商业化解决方案，基于知乎的内容社区生态，为商家和品牌方提供一站式内容营销服务，内容商业化解决方案的整体点击率是传统广告的 2 倍。公司计划继续研发丰富平台上的营销产品，提升用户的广告价值。（2）提升用户付费率：2020 年知乎实现会员收入 3.20 亿元，同比增长 264%，月均付费用户数量从 2019 年的 57.4 万人增长至 2020 年的 236.3 万人，付费率从 1.2% 快速提升至 3.4%。付费率自 2019 年开始加速，是因为盐选专栏的形式（文字）、类别（故事）、流量入口（插入问答社区作为回答）与知乎原有内容生态的适配性很强，预计随着知乎持续完善付费内容产品，付费用户渗透率将进一步提升。
- 根据招股说明书，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）。目前知乎尚未能实现盈利，2019/2020 年净利润分别为 -10.04/-5.18 亿元；扣除 SBC 费用后，non-gaap 净利润分别为 -8.25/-3.37 亿元。
- 风险提示。政策监管风险，用户增长/留存/使用时长下降，商业化进度不及预期，行业竞争加剧。

相关研究：

传媒行业:网易重磅新品《忘川风华录》即将上线，美团“团好货”日单突破十万，继续深化电商布局	2021-03-14
传媒互联网行业 2 月月报:2 月市场下挫，关注游戏板块	2021-03-08
传媒行业:知乎计划赴美 IPO，三七互娱《斗罗大陆 3D》版号获批	2021-03-07

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
哔哩哔哩	BILI	US	109.99	2021/2/28	买入	188	-7.46	-11.75	-	-	-221.19	-127.48	-68.7	-96.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、从问答社区孵化到商业化探索，知乎拟赴美上市步入第三阶段	6
二、我国最大的问答社区，维持用户高增长与专业调性	7
（一）知乎以问答社区的互动性见长	8
（二）维持用户高增长与专业调性的双维属性	9
三、商业化进度较慢，盐选会员适配内容生态快速提升付费率，内容商业化解决方案提升用户广告价值	11
（一）MAU 增长驱动广告收入，单用户广告价值偏低	12
（二）盐选会员适配知乎内容生态，付费率快速提升中	13
（三）推出“知+”解决方案，最大化流量广告价值	16
（四）其他服务：在线教育+电商导购	18
四、公司的主要财务数据	19
五、风险提示	21

图表索引

图 1: 知乎的发展历史沿革	6
图 2: 我国综合性在线内容社区的版图	7
图 3: 问答产品的功能需求	9
图 4: 问答产品的互动形式需求	9
图 5: 2015 年知乎的话题热度分布	9
图 6: 2021 年 2 月 2 日知乎各类别热榜的平均热度 (万)	9
图 7: 知乎的 MAU 和人均单日使用时长	10
图 8: 2019 和 2020 年知乎的营业收入 (单位: 亿元)	11
图 9: 2020Q1-Q3 知乎、快手、B 站、微博每 MAU 对应的收入 (元)	12
图 10: 知乎用户的性别结构 (2020.12)	12
图 11: 知乎用户的年龄结构 (2020.12)	12
图 12: 知乎 APP 用户使用的手机价位 (2020.11)	12
图 13: 知乎用户的城市结构 (2020.12)	12
图 14: 2019-2020 公司的广告收入情况	13
图 15: 知乎的广告效果展示	13
图 16: 知乎的盐选会员权益	14
图 17: 知乎 APP “知识市场” 的入口	15
图 18: 盐选专栏的相关内容插入问答社区	15
图 19: 2018 年 5 月-2020 年 12 月 Live 讲座和盐选专栏的新增数量	15
图 20: 2018-2020 年盐选专栏新增内容的形式结构	16
图 21: 盐选专栏热度 Top100 的类别分布 (2020.1)	16
图 22: Live 讲座热度 Top100 的类别分布 (2020.1)	16
图 23: 知乎的内容商业化解决方案收入情况	17
图 24: “知+”解决方案的运作示意图	17
图 25: 2019-2020 公司的其他业务收入 (万元)	18
图 26: 在知乎内容中嵌入的商品外链	18
图 27: 2019-2020 年公司的营业收入 (亿元)	19
图 28: 2019-2020 年公司的成本结构和毛利率	19
图 29: 2019-2020 年知乎的期间费率	20
图 30: 2019-2020 年知乎的净利润 (亿元)	20
图 31: 2019-2020 年知乎的现金流状况 (单位: 亿元)	20

表 1: 知乎 IPO 前的股本结构	6
表 2: 主要社区产品内容创作者和用户互动性对比	8
表 3: 主要问答产品首页推荐问答的用户互动性对比	8
表 4: 知乎维持专业化社区调性的相关措施	10
表 5: 主要内容社区的广告产品及单用户广告收入情况	13
表 6: 知乎的会员收入、付费用户和 ARPPU	14

本报告除非特别说明，货币单位均为人民币

一、从问答社区孵化到商业化探索，知乎拟赴美上市步入第三阶段

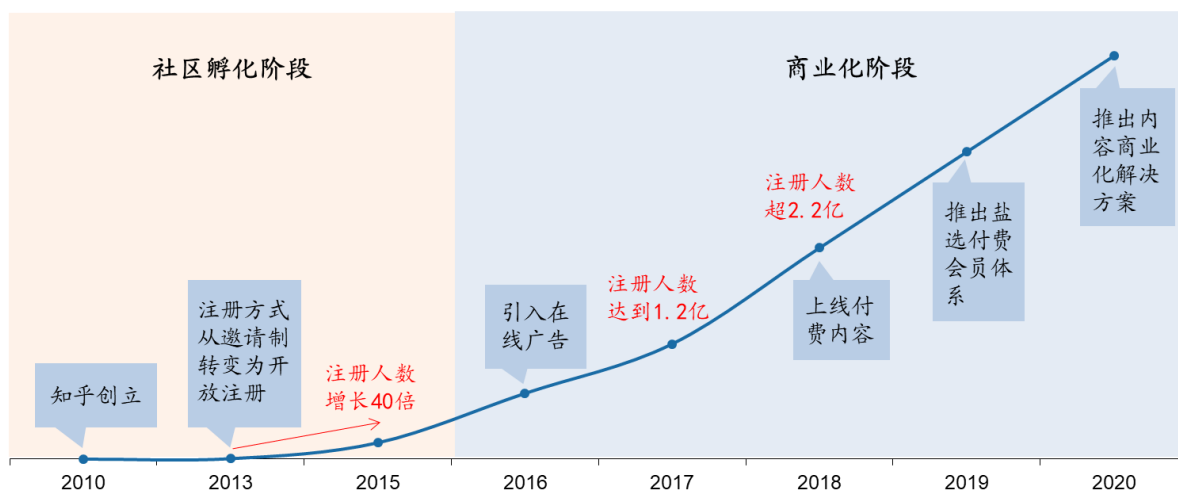
知乎是我国最大的问答社区，2010年下半年由创始人周源创立，发展历程如下。

第一阶段：问答社区孵化。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。

第二阶段：商业化探索。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，2018年推出付费内容，2019年推出“盐选”付费会员体系，2020年初正式推出“知+”内容解决方案。公司计划继续拓展以内容为中心的商业化模式。

第三阶段：拟赴美上市。2021年3月6日，知乎向美国证券交易委员会提交了IPO申请，计划在纽交所挂牌上市。

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

在本次IPO前，知乎创始人、董事长兼CEO周源先生持有公司8.2%的股权和46.6%的投票权，全体董事及管理层合计持有公司9.6%的股权和47.2%的投票权。除此之外，创新工场持有公司13.1%的股权，腾讯持有公司12.3%的股权，启明持有公司11.3%的股权。截至目前，公司的IPO发行方案尚未确定。

表1：知乎IPO前的股本结构

公司股东	持股比例	投票权比例
周源	8.2%	46.6%
全体董事及管理层	9.6%	47.2%
Innovation Works Entities	13.1%	7.6%

Tencent Entities	12.3%	7.1%
Qiming Entities	11.3%	6.6%
SAIF IV Mobile Apps (BVI) Limited	9.3%	5.4%
Cosmic Blue Investments Limited	8.3%	4.8%
CTG Evergreen Investment XX Limited	6.8%	3.9%
其他股东	29.3%	17.4%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

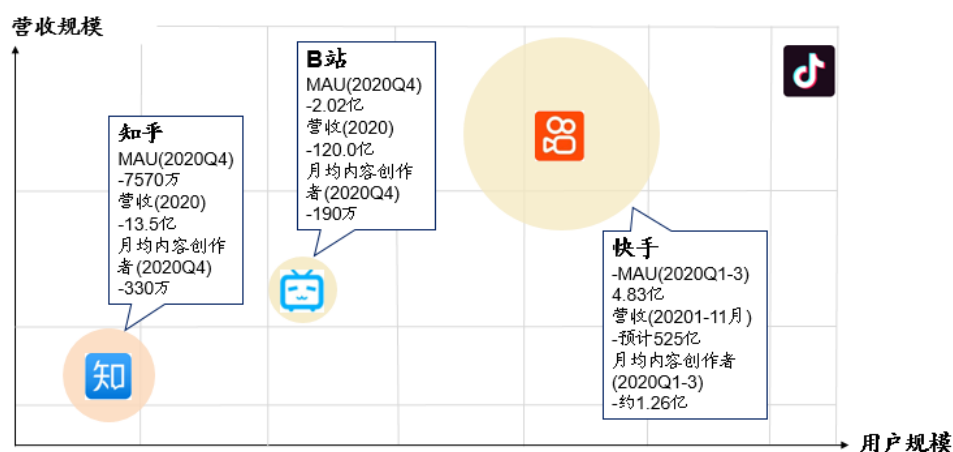
公司计划将本次IPO募集的资金主要用于：

- (1) 研发并增强公司提供的内容与服务。
- (2) 市场营销。通过市场营销、促销等活动推广品牌，扩大用户群并提升参与度。
- (3) 继续投资并开发技术，尤其是人工智能、大数据、云技术领域。
- (4) 公司日常经营，包括潜在的战略投资和收购事项。

二、我国最大的问答社区，维持用户高增长与专业调性

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。20Q4，知乎的平均MAU为7570万，营收为5.2亿元，月均内容创作者为330万人；与此同时，20Q4 B站的月均内容创作者为190万人，2020年Q1-Q3快手的月均内容创作者约为1.26亿人。

图2：我国综合性在线内容社区的版图



数据来源：知乎/快手招股说明书，B站财报，广发证券发展研究中心

表 2: 主要社区产品内容创作者和用户互动性对比

对比指标	知乎	哔哩哔哩	快手
累计内容创作者 (百万)	43.1		
内容创作量 (百万)	315		
人均内容创作量 (条)	7.3		
月活跃内容创作者 (百万)	3.3	1.9	126
月活跃创作者每月上上传内容数量 (百万条)	12.0	5.9	
月活跃创作者人均创作量/月 (条)	3.64	3.11	
季度总互动量 (百万)	676	4,700	710,000
人均互动次数 (次)	8.9	23.3	1,470
月付费用户 (百万) (2020)	2.4	14.6	59.9
MAU (百万) (2020 年)	68.5	186	483
付费率	3.4%	7.8%	12.4%
总营收 (百万元)	1,352	11,999	59,635
每 MAU 收入 (元)	20	65	123

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

注: 快手用户数据采用 2020 年 1-3 季度平均值

(一) 知乎以问答社区的互动性见长

知乎的核心竞争力在于社区的互动属性和规模效应, 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、在行一点 (原分答) 4款问答产品, 知乎的用户互动性最强。在2021年3月10日首页推荐的前50个问答中, 知乎的UGC占比高达83.3%, 平均回答数、评论数、点赞数分别为4763/157/808个。

表 3: 主要问答产品首页推荐问答的用户互动性对比

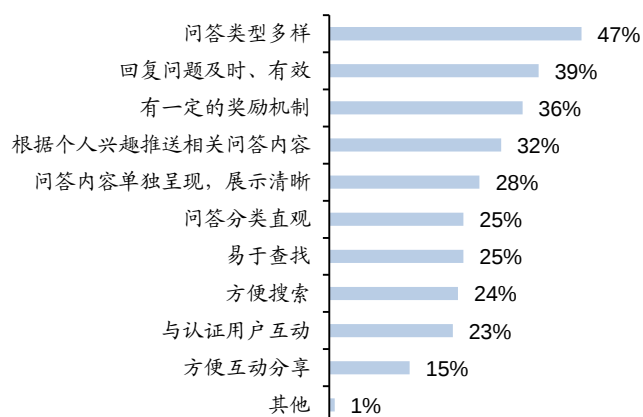
问答产品	UGC 占比	平均回答数	平均评论数	平均点赞数	核心产品
知乎	83.3%	4763	157	808	互动问答
百度知道	50%	164	61	272	以搜索为核心的问答
今日头条“问答”板块	70%	1830	161	419	以推荐算法为核心的问答
在行一点 (原分答)	0	/	/	/	PGC 模式的付费内容

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

备注: 数据为 2021.3.10 自行统计的首页推荐问答情况, 可能存在抽样误差

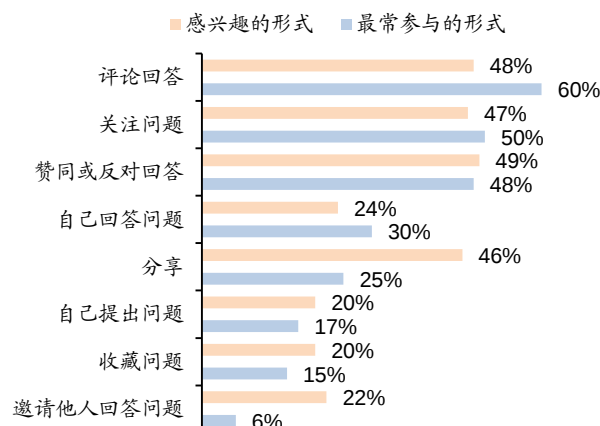
根据腾讯媒体研究院的调查结果, 用户对问答产品的丰富性和互动性的需求较高: 47%的用户要求“问答类型多样”, 39%的用户要求“回复问题及时、有效”, 与此同时, 分别有近半数的用户对评论、关注、赞同/反对、分享问题等互动形式感兴趣。与以推荐算法为核心功能的新闻APP问答板块、以搜索为核心功能的百度知道相比, 知乎的社区属性更能引导用户就某一问题进行讨论、分享和收藏等互动。

图3：问答产品的功能需求（2020年）



数据来源：腾讯媒体研究院，广发证券发展研究中心

图4：问答产品的互动形式需求（2020年）



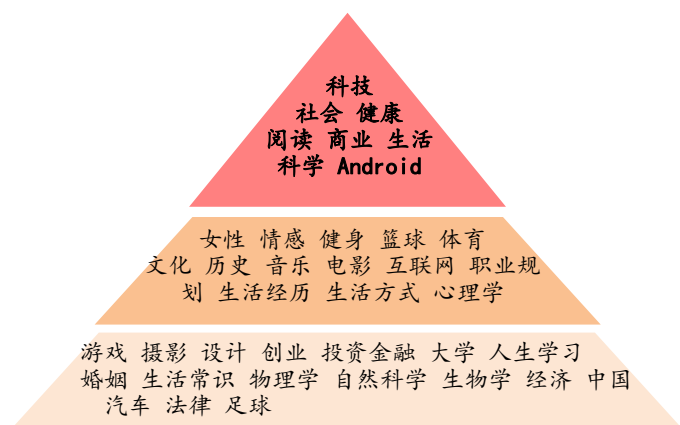
数据来源：腾讯媒体研究院，广发证券发展研究中心

（二）维持用户高增长与专业调性的双维属性

知乎在社区冷启动阶段通过邀请注册制建立了专业、精英的社区调性，此后知乎开放注册门槛实现用户的快速增长，同时通过一系列规则维持相对专业的社区调性。

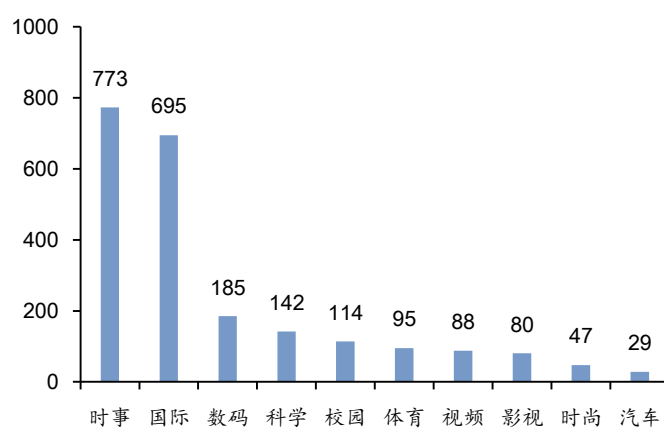
早期知乎的内容生态以知识分享为核心，根据2015年知乎媒体交流会公布的话题热度分布图，当时知乎热度最高的话题为科技、社会、健康、阅读、商业、生活、科学、Android，其中知识类话题占据了6/8的份额。随着用户规模大幅增长，平台上的问答话题逐渐泛化，根据腾讯媒体研究院的调查结果，68%的问答用户最常浏览“社会热点”类内容；与行业受众趋势一致，在2021年2月2日的知乎热榜中，时事板块和国际板块的平均热度最高，数码、科学等知识类板块次之。

图5：2015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6：2021年2月2日知乎各类别热榜的平均热度（万）



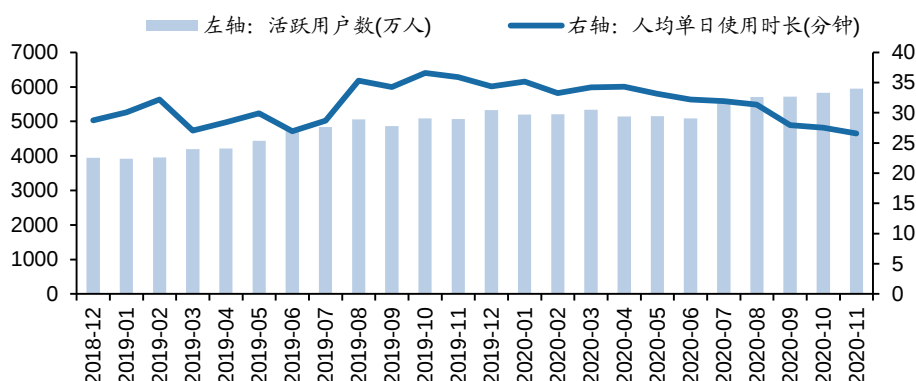
数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

备注：数据为2021.2.2自行统计的热榜，可能存在抽样误差

从知乎的运营结果来看，一方面知乎的活跃用户规模持续快速增长，平均MAU从2019年的4800万人增长至2020年的6850万人，同比增速达到42.7%；另一方面，

用户对知乎的认同度和粘性维持在健康的水平线上,根据QuestMobile,2018-2020年人均单日使用时长维持在30分钟左右。

图7: 知乎的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

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了相关专业的社区调性: (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。

表4: 知乎维持专业化社区调性的相关措施

维持社区秩序		提升内容质量	
界定并消除违规行为	违反法律法规	2016-2019 年	开放机构号注册,邀请专业机构入驻
	攻击、辱骂、歧视等不友善行为		开设付费问答功能,认证垂类专业答主
	发布垃圾广告,包括虚假互动、恶意营销		推出私家课、盐选专栏等栏目,强化 PGC 内容
	恶意编辑、冒充、诱导投票或骚扰等恶意行为		
界定并适当删除不鼓励的提问	寻人、征友、作业等个人任务	2020 年以来	付费 PGC 内容向问答区渗透; 完善以内容为中心的变现渠道
	不构成一个提问		
	提问缺乏可信来源		
	提问包含主观判断		
	看相、算命、星盘等封建迷信问题		
	求医问药类		
			

数据来源: 知乎官网, 广发证券发展研究中心

三、商业化进度较慢，盐选会员适配内容生态快速提升 付费率，内容商业化解决方案提升用户广告价值

公司的商业化战略以内容为中心，目前主要的变现渠道为广告、付费会员、内容商业化解决方案和其他服务。

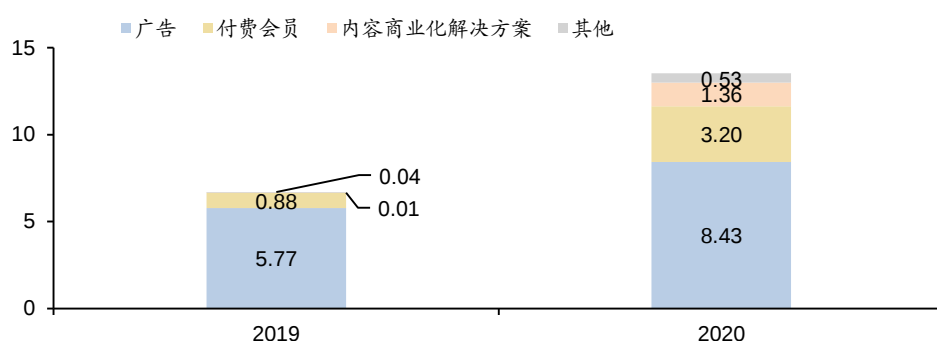
(1) 广告是公司当前最重要的变现渠道，主要产品形式是知乎APP/网站的开屏广告和信息流广告。2020年公司实现广告收入8.43亿元，同比增长46.0%，占比从2019年的86.1%下降至2020年的62.4%，这是因为付费会员、内容商业化解决方案等其他商业化收入自2019年开始加速。

(2) 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收费内容。2020年公司实现会员收入3.20亿元，同比增长264%，占比从2019年的13.1%提升至2020年的23.7%。

(3) 内容商业化解决方案于2020年初正式推出，主要通过“知+”解决方案产生收入。2020年该业务实现营收1.36亿元，占比10%。

(4) 其他收入主要包括在平台上销售第三方或自研的在线教育产品、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。2020年其他服务实现营收0.53亿元，同比增长1082.9%。

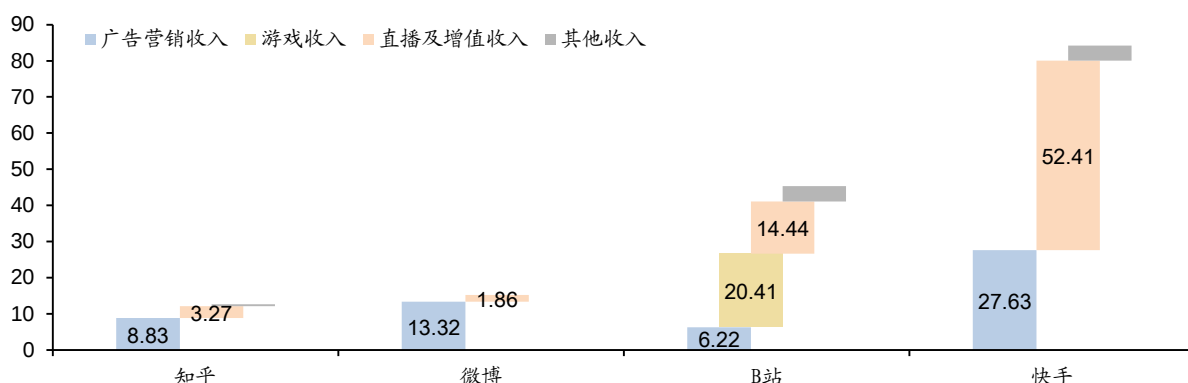
图8：2019和2020年知乎的营业收入（单位：亿元）



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

对比知乎与B站、快手、微博的流量变现能力，20Q1-Q3知乎每MAU产生收入12.59元，明显低于B站的45.33元、快手的84.24元、微博的15.17元，知乎尚有较大商业化空间可以发掘。从单用户的营销价值来看，20Q1-Q3知乎每MAU产生7.93元的广告收入和0.90元的内容解决方案收入，而微博每MAU产生13.32元的广告营销收入，快手每MAU产生27.63元的营销收入，B站由于社区特性每MAU仅产生6.22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3.27元的会员收入，微博每MAU产生1.86元的增值服务收入，B站每MAU产生14.44元的直播及增值收入。

图9：2020Q1-Q3知乎、快手、B站、微博每MAU对应的收入（元）



数据来源：知乎/快手招股说明书，B站/微博财报，广发证券发展研究中心

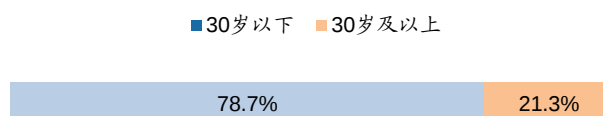
根据知乎招股说明书，知乎用户56.9%为男性、43.1%为女性，78.7%为30岁以下，53%来自一线和新一线城市、21%来自二线城市；根据Questmobile，38%的知乎APP用户使用5000元以上的手机。总体而言，知乎的用户画像主要是一二线城市、高消费水平、偏年轻化的群体，因此其内容付费意愿和消费能力相对较高。

图10：知乎用户的性别结构（2020.12）



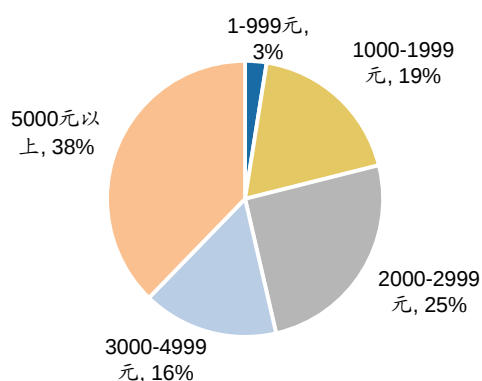
数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

图11：知乎用户的年龄结构（2020.12）



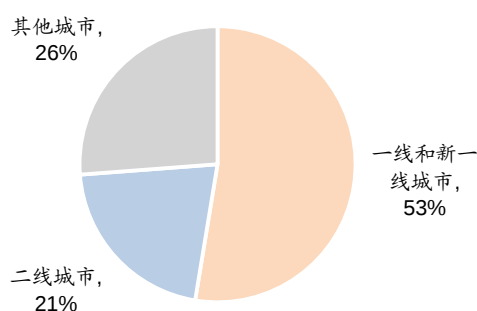
数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

图12：知乎APP用户使用的手机价位（2020.11）



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

图13：知乎用户的城市结构（2020.12）



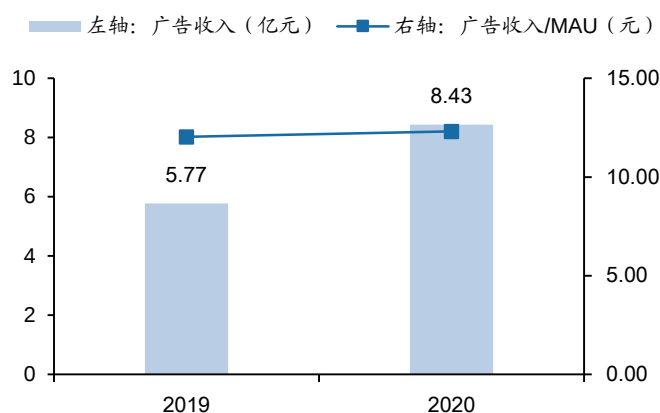
数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

（一）MAU 增长驱动广告收入，单用户广告价值偏低

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%；广告收入的主要增长驱动力是用户规模增长，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%；与此同时，知乎每MAU产生的广告收入从12.0元小幅提升至12.3元。

图14: 2019-2020公司的广告收入情况



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

图15: 知乎的广告效果展示



数据来源：知乎官网，广发证券发展研究中心

知乎的广告产品主要包括开屏广告以及信息流广告，信息流广告多采用“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。

除了限制广告投放的B站，知乎的单用户广告价值明显低于快手和微博，20Q1-Q3知乎每MAU产生了7.93元的广告收入，而微博每MAU产生13.32元的广告收入，快手每MAU产生27.63元的广告收入。本质原因是知乎的广告产品相对单薄，在形式上限于图文形式，在模式上快手面向品牌方和广告主提供了信息流广告、原生广告、插屏、开屏、横幅、视频贴片、推广短视频等多样化产品。因此知乎于2020年初推出了内容商业化解决方案，丰富广告营销产品、提升平台用户的广告价值。

表5: 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	20Q1-Q3 广告收入/MAU
知乎	开屏广告/信息流广告	约 6-7 条内容	7.93 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	-	27.63 元
B 站	信息流广告/独立广告位	约 10 条内容	6.22 元
微博	开屏广告/信息流广告/独立广告位	约 6 条内容	13.32 元

数据来源：知乎/快手招股说明书，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 3 月 10 日

（二）盐选会员适配知乎内容生态，付费率快速提升中

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。（1）统计截止2021年1月的8310场Live讲座，其中84%的Live讲座向盐选会员免费开放（普通用户需单独付费观看），剩余16%的Live讲座面向所有用户实行单独收费。

(2) 统计截止2021年1月的3635场盐选专栏，其中94.8%的盐选专栏对盐选会员免费开放；形式分别为文字内容（占比39.7%）、音频内容（占比28.3%）、视频内容（占比32.0%），内容类别涵盖科学、财商、故事、亲子等，知乎独家或自制的内容占比达到28.2%。

图16: 知乎的盐选会员权益



数据来源：知乎 APP，广发证券发展研究中心

2020年知乎实现会员收入3.20亿元，同比增长264%，主要是因为付费率的快速提升。公司的月均付费用户数量从2019年的57.4万人增长至2020年的236.3万人，对应的付费率从1.2%快速提升至3.4%。

表6: 知乎的会员收入、付费用户和ARPPU

	2019	2020	YoY
会员收入（万元）	8,800	32,047	264.2%
平均 MAU（万人）	4800	6850	42.7%
月均付费用户（万人）	57.4	236.3	311.5%
付费率	1.2%	3.4%	-
ARPPU（元/人/月）	12.77	11.30	-11.5%

数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

知乎自2016年试水知识付费模式，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，2018年5-12月Live讲座占新增付费内容的91%。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，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。

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

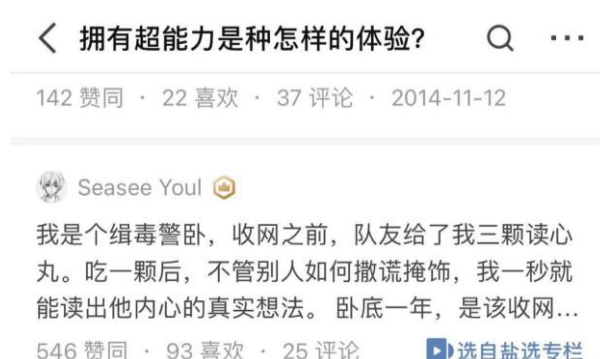
占新增付费内容的比例从2018年12月的15%增加至2020年12月的79%。与此同时，盐选专栏中文字故事的占比不断提升，在形式、类别维度与知乎原有内容生态的匹配度较高，驱动内容付费率快速增长。

图17: 知乎APP“知识市场”的入口



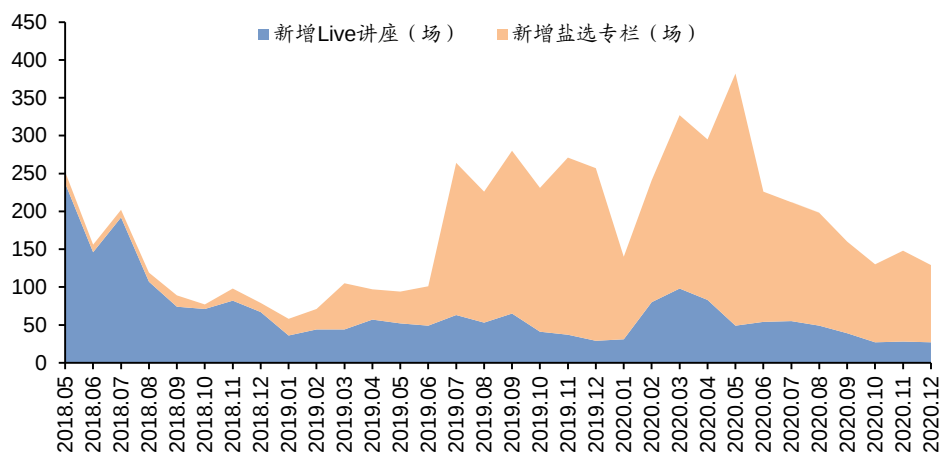
数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

图18: 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19: 2018年5月-2020年12月Live讲座和盐选专栏的新增数量

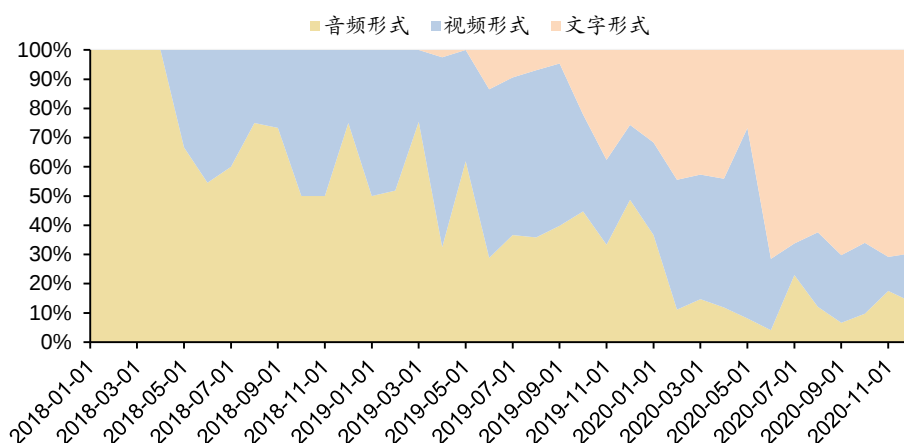


数据来源：知乎，广发证券发展研究中心

备注：数据来自 2021.1.20 知乎官网自行统计

付费内容与知乎内容生态的匹配性——以文字形式为主。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，2020年12月新增的盐选专栏中70%为文字内容、17%为视频内容、14%为音频内容，文字形式已经成为知乎付费内容的主要形式。本质原因是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，从而吸引用户浏览并付费观看完整内容。

图20: 2018-2020年盐选专栏新增内容的形式结构

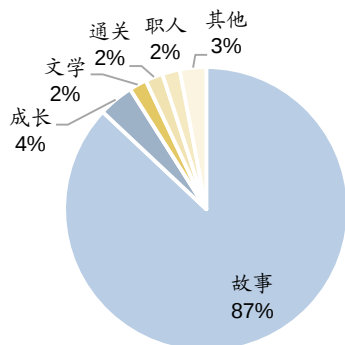


数据来源: 知乎, 广发证券发展研究中心

备注: 数据来自 2021.1.20 知乎官网自行统计

付费内容与知乎内容生态的匹配性——内容趋向泛化。盐选专栏占新增付费内容的比例从2018年12月的15%提升至2020年12月的79%，其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87%份额；而教育属性更强、内容偏深度的Live讲座占比逐步下降，其中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。付费内容的发展趋势与知乎问答社区泛化的趋势一致。

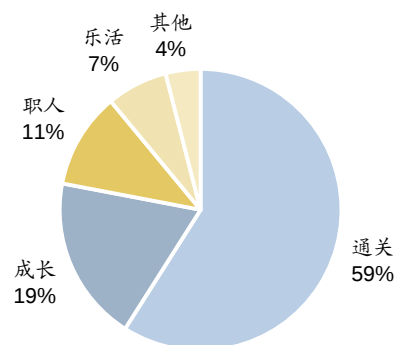
图21: 盐选专栏热度Top100的类别分布 (2020.1)



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

图22: Live 讲座热度 Top100 的类别分布 (2020.1)



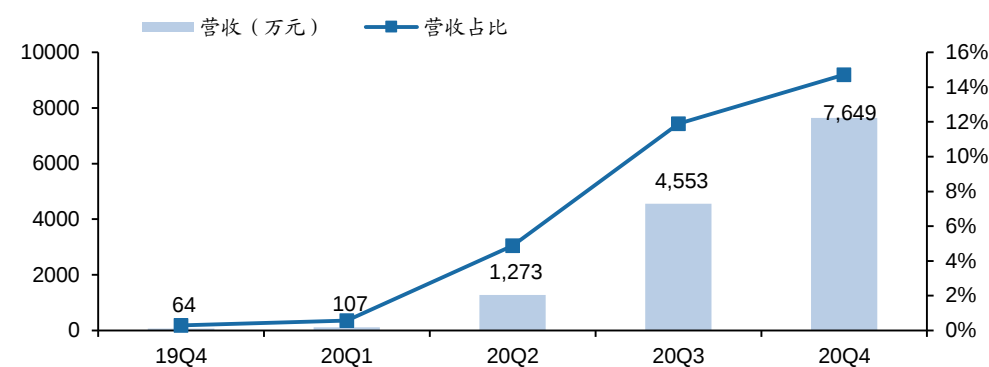
数据来源: 知乎, 广发证券发展研究中心

备注: 数据来自 2021.1.20 知乎官网自行统计

(三) 推出“知+”解决方案，最大化流量广告价值

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64万元快速增长至2020Q4的7649万元，收入主要来自“知+”解决方案。未来公司将继续推进内容商业化解决方案，不断提升平台流量的广告营销价值。

图23: 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, 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) 帮助商家和品牌方在知乎平台生产各种形式的高质量内容, 对接热度话题与优秀创作者; (2) 通过知乎的内容分发系统, 以答案或专栏的形式向目标用户精准推送商业化内容; (3) 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。目前, 知乎官方公布的标杆合作者包括网易严选、新东方在线、友课、小罐茶等。

“知+”解决方案的竞争优势在于通过知乎的社区生态加速“种草-决策-购买”的消费链路。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2倍。

图24: “知+”解决方案的运作示意图



数据来源: 知乎营销官方号, 广发证券发展研究中心

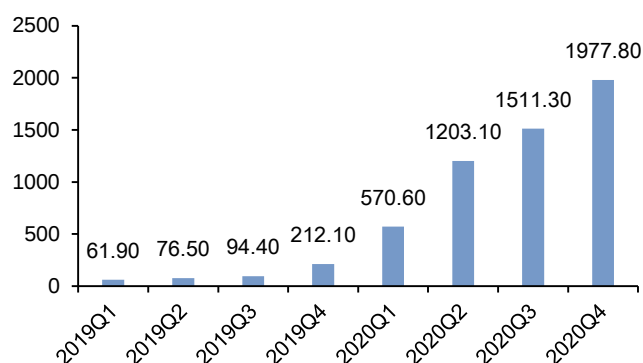
(四) 其他服务：在线教育+电商导购

公司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，重点领域是应试和职业培训，课程产品一方面来自第三方教育服务提供商，另一方面公司也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。

公司的其他业务收入从2019Q1的62万元快速增长至2020Q4的1978万元。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。

图25：2019-2020公司的其他业务收入（万元）



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

图26：在知乎内容中嵌入的商品外链



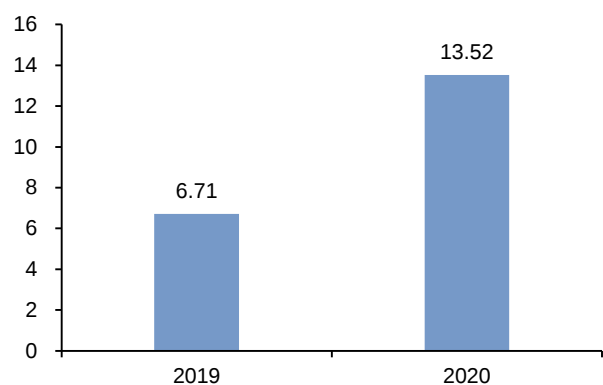
数据来源：知乎官网，广发证券发展研究中心

四、公司的主要财务数据

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）。

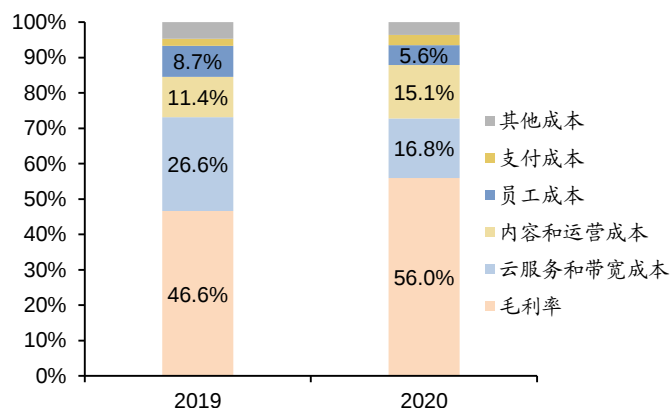
2019/2020年，公司的毛利率分别为46.6%、56.0%。公司的营业成本主要包括：（1）云服务和带宽成本，随着平台规模效应的显现，占营收的比例从2019年的26.6%下降至2020年的16.8%；（2）内容和运营成本（包括向付费内容创作者支付的费用、第三方内容授权费等），公司不断拓展产品线并深化社区内容质量，占营收的比例从2019年的11.4%提升至2020年的15.1%；（3）员工成本；（4）支付成本。

图27：2019-2020年公司的营业收入（亿元）



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

图28：2019-2020年公司的成本结构和毛利率

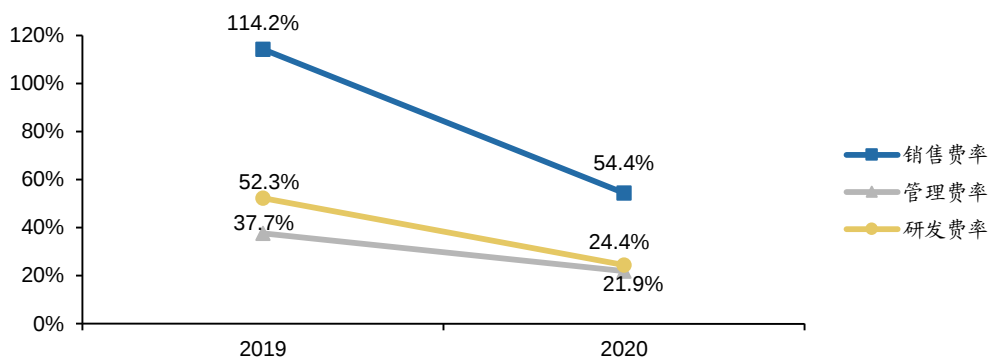


数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

2019/2020年，公司的销售费用分别为7.66/7.35亿元，对应的销售费率分别为114.3%/54.3%。2020年销售费用同比小幅缩减，主要是因为新冠疫情导致许多线下营销活动被取消或者推迟，促销及广告费用同比减少了0.31亿元。

2019/2020年，公司的研发费用分别为3.51/3.30亿元，对应的研发费率分别为52.3%/24.4%，其中SBC费用同比减少了0.13亿元；管理费用分别为2.53/2.96亿元，对应的管理费率分别为37.8%/21.9%，其中SBC费用同比增加了0.15亿元。

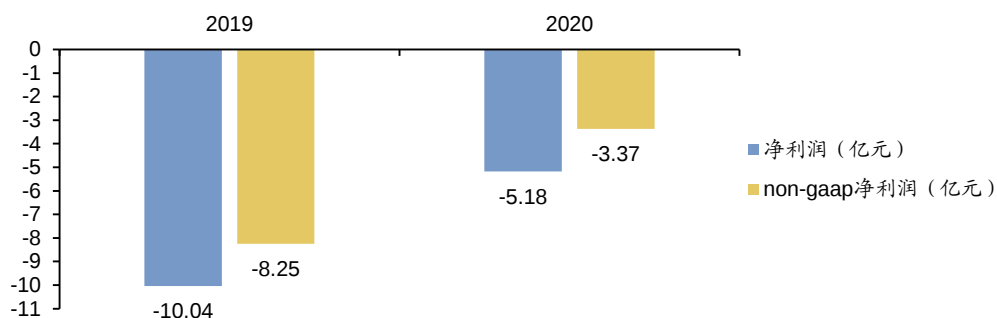
图 29：2019-2020年知乎的期间费率



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

目前知乎尚未能实现盈利。2019/2020年，公司的净利润分别为-10.04/-5.18亿元；扣除SBC费用后，公司的non-gaap净利润分别为-8.25/-3.37亿元。

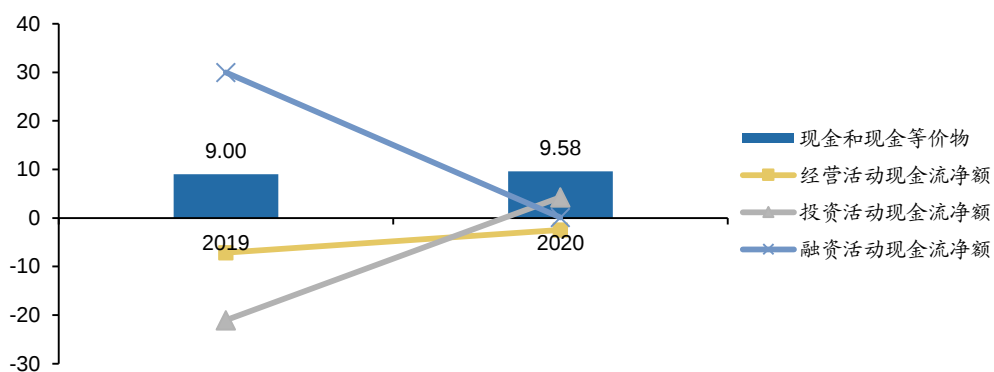
图30：2019-2020年知乎的净利润（亿元）



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

2019/2020年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-7.16/-2.44亿元。2019/2020期末，公司分别拥有现金及现金等价物9.00/9.58亿元，预计本次IPO将进一步补充公司的在手现金。

图31：2019-2020年知乎的现金流状况（单位：亿元）



数据来源：知乎招股说明书，广发证券发展研究中心

五、风险提示

- （一）政策监管风险
- （二）互联网获客成本不断提升，知乎用户增速减缓
- （三）知乎用户的留存率和使用时长下降
- （四）公司商业化进度不及预期
- （五）行业竞争加剧

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。

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。