

2021 年 03 月 18 日

知乎：中国问答式在线社区，实现内容和创作者积累的正向循环

■中国问答式在线社区知乎赴美上市，多元化渠道变现、众多知名机构加持：根据 2020 年的移动平均月活跃人数和收入来看，知乎是中国问答式在线社区，也是中国排名前五的综合在线内容社区之一。知乎依靠内容社区为基础，以广告（占比 62.4%）、付费会员（32.7%）作为主要收入来源，逐步拓展新的盈利模式。公司 2020 年营收 13.52 亿元，同比增长 101.7%，四个季度的营收环比保持 30~40% 增长，净亏损方面，从 2019 年的 10 亿变成了 2020 年的 5.18 亿，同比收窄 48.2%。在过往的 8 轮融资中，知乎融资总额超过 9 亿美元，包括创新工场、腾讯、快手、百度和今日资本等均已入股。

■以社区内容为中心，高质量创作者与高粘性用户正逐步实现正向循环：知乎主要采用问答形式，鼓励用户成为内容创作者，并为内容创作者提供多种渠道，截至 2020 年 12 月 31 日，知乎累计的内容创作者已达 4310 万，共贡献了 3.53 亿条内容，过去两年的复合年增长率为 64%。而知乎凭借极具吸引力的内容积累了庞大、活跃、忠诚的用户群，2020 年第四季度，知乎平均 MAU 为 7570 万、2020 年四季度日活跃用户平均每天打开知乎应用程序 6.2 次，知乎会员用户平均 12 个月留存率为 72%。知乎目前已经实现深厚的内容和创作者积累的正向循环。

■对标 B 站、思维造物，知乎 2020 年 ARPPU 为 446.81 元、付费率为 4%：思维造物旗下的“得到”App 是以付费内容为主，知乎以免费内容为主；知乎与 B 站核心均是内容创作，区别在于内容呈现方式的不同。对标 B 站，知乎付费率仅为 4%、B 站 2020 年达到 8.86%，但单个付费用户的贡献率远高于得到。其中知乎月活为 7570 万人，为 B 站的 37%；B 站的付费用户数为 1790 万，知乎用户的付费意愿仅是 B 站用户的 1/3。思维造物主要系为专业付费应用，整体付费率较高，但单价较低。后续随着知乎上市募资推进，增值服务、广告等将成为重要看点，核心在于破圈变现。

■我国内容社区变现潜力巨大，CAGR 为 30.3%：根据 CIC，中国在线内容社区的用户规模从 2015 年的 5.162 亿人扩大到 2019 年的 7.73 亿人，预计 2025 年将达到 10 亿人。在线用户流量带动中国在线内容社区市场规模扩大，预计 2025 年将达 1.3 万亿元，CAGR 为 30.3%。其中 1) 在线广告方面：我国内容社区的广告收入 2019 年市场为 1095 亿元，预计在 2025 年将增长至 5105 亿元人民币，CAGR 为 29.2%；2) 付费会员：内容社区的会员收入预计将从 2019 年的 174 亿元增长至 2025 年的 902 亿元，CAGR 为 31.6%。

■风险提示：行业竞争加剧；政策不达预期

## 新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

黄杨璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070002

huangyl1@essence.com.cn

021-35082077

## 相关报告

新三板育英 “小特精专”

功能显现，关注能晋层的新 2021-03-14

全军  
全市场科技产业策略报告第 2021-03-12一百期  
从行业龙头 Veeva System 看

生命科学领域 SaaS 的产业逻辑 2021-03-12

辑  
可乐进军醋饮料、天地壹号

获国资入股，醋饮行业投资 2021-03-10

价值几何？

转板上市监管指引发布，案例详解新三板转板上市投资 2021-03-09

要点

## 内容目录

|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| 1. 知乎概况：中国最大的问答式在线社区，多元化渠道变现、众多知名机构加持.....                    | 3  |
| 1.1. 公司整体：中国最大的问答式在线社区，中国排名前五的综合在线内容社区之一.....                 | 3  |
| 1.2. 商业模式：内容社区为基础、多元化渠道变现，正逐步摆脱单一广告依赖模式.....                  | 4  |
| 1.3. 用户画像：以一二线城市、30 岁以下为主，创作者+高粘性用户为核心壁垒.....                 | 6  |
| 1.4. 业绩情况：净亏损逐步收窄，营收、毛利实现高速增长.....                            | 6  |
| 2. 市场空间：我国内容社区变现潜力巨大，预计 2025 年市场空间 1.3 万亿元、CAGR 为 30.3%.....  | 8  |
| 2.1. 在线内容：消费、支付意愿稳定增长，在线内容社区变现潜力巨大、未来 5 年 CAGR 为 30.3%.....   | 8  |
| 2.1.1. 在线内容市场用户基数稳步增长，在线内容市场 2019 年达到 1.2 万亿元.....            | 8  |
| 2.1.2. 在线内容社区用户流量优势明显，预计 2025 年市场空间 1.3 万亿元、CAGR 为 30.3%..... | 8  |
| 2.2. 在线广告：在线内容社区用户流量优势明显，在线广告收入 2019 年达到 1095 亿元.....         | 10 |
| 3. 横向对比：对标 B 站、思维造物，知乎表现几何.....                               | 12 |
| 3.1. 运营模式：与 B 端核心均为内容创作，得到为商业化平台.....                         | 12 |
| 3.2. 用户体量：B 站付费率领先，知乎 2020 年 ARPPU 为 446.81 元.....            | 13 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：公司主要股东.....                    | 4  |
| 图 2：知乎收入结构（百万元）.....               | 5  |
| 图 3：知乎用户构成.....                    | 6  |
| 图 4：公司营收及增速.....                   | 7  |
| 图 5：公司归母净利润（万元）.....               | 7  |
| 图 6：知乎各季度营收及增速.....                | 7  |
| 图 7：知乎各季度费用水平.....                 | 7  |
| 图 8：知乎营收成本构成（百万元）.....             | 7  |
| 图 9：公司费用率情况.....                   | 8  |
| 图 10：公司盈利水平.....                   | 8  |
| 图 11：我国在线内容市场空间.....               | 8  |
| 图 12：PGC、PUGC 与 UGC 内容生产特点与区别..... | 9  |
| 图 13：我国在线内容社区市场空间.....             | 9  |
| 图 14：我国在线内容社区用户人均付费水平.....         | 10 |
| 图 15：我国在线广告市场空间.....               | 11 |
| 图 16：中国付费会员市场规模.....               | 11 |
| 图 17：各公司营收结构对比.....                | 13 |
| 图 18：各公司用户数量对比.....                | 13 |
| 图 19：各公司用户 ARPPU（元/人）对比.....       | 13 |
| 表 1：公司主要融资历程.....                  | 3  |
| 表 2：知乎业务构成.....                    | 5  |
| 表 3：各公司模式对比.....                   | 12 |

## 1. 知乎概况：中国问答式在线社区，多元化渠道变现

知乎首次向美国证券交易委员会递交了 IPO 申请，计划在纽约证券交易所挂牌上市，代码为“ZH”，募资金额约 10 亿美元。

### 1.1. 公司整体：问答式在线社区，中国排名前五的综合在线内容社区之一

从 2018 年开始，知乎也尝试切入短视频领域。2018 年 6 月，知乎 App 和首页进行了改版，新增“视频”专区。2019 年 3 月初，知乎 App 再次改版，增加“视频回答”入口。2020 年 4 月，知乎上线了短视频产品“B 乎”，10 月又上线视频制作工具，并推出“海盐计划”鼓励创作者发布视频内容。数据显示，2020 年知乎上线“海盐计划”后，视频内容量和活跃视频答主增长近 3 倍。

自成立以来，知乎致力于发展成为值得信赖的线上内容交流社区。用户在这里寻求灵感，探索解决方案，做出决定，并且获得乐趣。用户和内容创作者持续的培育社区以及搭建独特的内容生态；知乎的生态系统巩固了社区文化并支撑了社区的价值观；社区的文化与价值吸引并留存了更多的用户和内容创作者。这种良性循环使得知乎积累了数千万用户和内容创作者的集体智慧，得以形成“人群的智慧”，从而带来充实的知乎体验，将所有人凝聚在一起。

据 CIC 数据显示，从 2020 年的移动平均月活跃人数和从收入来看，知乎是中国最大的问答式在线社区，也是中国排名前五的综合在线内容社区之一。CIC 调查显示，知乎被公认为是最值得信赖的在线内容社区，也被广泛认为是中国高质量内容的提供者。

在过往的 8 轮融资中，知乎融资总额已经超过 9 亿美元，包括创新工场、腾讯、快手、百度和今日资本等均已入股。在 2019 年的 F 轮融资中，竞争入局者包括字节跳动、百度、腾讯、快手，最后由百度、快手夺得领投资格。

表 1：公司主要融资历程

| 序号 | 披露日期       | 交易金额     | 融资轮次 | 投资方                                       |
|----|------------|----------|------|-------------------------------------------|
| 1  | 2019-08-12 | 4.34 亿美元 | F 轮  | 快手战投、百度投资并购部                              |
| 2  | 2018-07-19 | 2.7 亿美元  | E 轮  | 尚珹投资、腾讯投资、Goldman Sachs                   |
| 3  | 2017-10-01 | 未披露      | D+轮  | 今日资本、阳光保险、光源创投                            |
| 4  | 2017-01-12 | 1 亿美元    | D 轮  | 华兴新经济基金                                   |
| 5  | 2015-09-29 | 5500 万美元 | C 轮  | 在内的原有董事股东全部、今日资本、赛富投资基金、创新工场、启明创投、搜狗、腾讯投资 |
| 6  | 2014-06-01 | 2200 万美元 | B 轮  | 赛富投资基金、启明创投                               |
| 7  | 2012-01-01 | 数百万美元    | A 轮  | 启明创投                                      |
| 8  | 2011-01-01 | 150 万    | 天使轮  | 创新工场                                      |

资料来源：天眼查，安信证券研究中心

从股权结构来看，知乎创始人周源持股占比约 8.2%，并拥有 46.6%的表决权。机构投资者中，创新工场持股 13.1%、腾讯持股 12.3%、启明创投持股 11.3%、快手持股 8.3%、今日资本（BVI）持股 6.8%。

图 1：公司主要股东

|                                                       | Ordinary Shares<br>Beneficially Owned Prior to This Offering |                               |                                 |                                                    |
|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|----------------------------------------------------|
|                                                       | Class A<br>Ordinary<br>Shares                                | Class B<br>Ordinary<br>Shares | % of<br>Beneficial<br>Ownership | % of<br>Aggregate<br>Voting<br>Power <sup>††</sup> |
| <b>Directors and Executive Officers<sup>**</sup>:</b> |                                                              |                               |                                 |                                                    |
| Yuan Zhou <sup>(1)</sup>                              | 475,279                                                      | 19,227,592                    | 8.2                             | 46.6                                               |
| Zhaohui Li                                            | —                                                            | —                             | —                               | —                                                  |
| Jiatong Peng                                          | —                                                            | —                             | —                               | —                                                  |
| Dahai Li                                              | *                                                            | —                             | *                               | *                                                  |
| Wei Sun                                               | *                                                            | —                             | *                               | *                                                  |
| Hanhui Sam Sun <sup>***</sup>                         | —                                                            | —                             | —                               | —                                                  |
| Hope Ni <sup>***</sup>                                | —                                                            | —                             | —                               | —                                                  |
| All Directors and Executive Officers as<br>a Group    | 4,079,269                                                    | 19,227,592                    | 9.6                             | 47.2                                               |
| <b>Principal [and Selling] Shareholders:</b>          |                                                              |                               |                                 |                                                    |
| MO Holding Ltd <sup>(1)</sup>                         | —                                                            | 19,227,592                    | 8.0                             | 46.5                                               |
| Innovation Works Entities <sup>(2)</sup>              | 31,530,549                                                   | —                             | 13.1                            | 7.6                                                |
| Tencent Entities <sup>(3)</sup>                       | 29,496,613                                                   | —                             | 12.3                            | 7.1                                                |
| Qiming Entities <sup>(4)</sup>                        | 27,158,098                                                   | —                             | 11.3                            | 6.6                                                |
| SAIF IV Mobile Apps (BVI) Limited <sup>(5)</sup>      | 22,244,965                                                   | —                             | 9.3                             | 5.4                                                |
| Cosmic Blue Investments Limited <sup>(6)</sup>        | 19,975,733                                                   | —                             | 8.3                             | 4.8                                                |
| CTG Evergreen Investment XX<br>Limited <sup>(7)</sup> | 16,294,435                                                   | —                             | 6.8                             | 3.9                                                |

资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 1.2. 商业模式：内容社区为基础、多元化渠道变现，正逐步摆脱广告依赖模式

知乎依靠内容社区为基础，以广告、付费会员作为主要收入来源，逐步拓展一些新的盈利模式来获得收入，而这一商业模式也正在得到发展和优化。知乎于 2016 年开始提供在线广告，2018 年推出付费内容，2019 年上半年推出付费盐选会员计划，2020 年初正式推出内容商务解决方案。在 2020 年同期推出线上教育和电子商务相关服务。

### ➤ 在线广告

为商家和品牌提供在线广告服务，以帮助他们有效地向目标受众投放广告。在线广告服务主要包括启动屏幕。广告可以以不同的格式放置在我们的知乎应用和网站的各个部分。商家和品牌可以放置基于展示或基于效果的广告。主要通过点击量收取基于展示的广告。

### ➤ 付费会员

提供盐选（YanSelection）会员计划，该计划使付费会员可以无限制地访问高级内容库。付费会员除了可以享受某些会员特权和服务外，还可以享受 340 万条高级内容，包括专栏，现场和录制的讲座，有声读物以及各种高级电子书和电子杂志。

### ➤ 商业化解决方案

知乎通过集成在在线内容社区的内容商务化解决方案为客户提供服务。与基于流量的在线营销相反，知乎帮助客户生产高质量的商业内容，并将这些内容分发给目标受众，从而达到建立品牌并增强营销的效果。知乎将内容创作者与广告投放商联系起来，客户可以选择通过社区中的内容创作者、商家和品牌进行内部制作或是服务代理（例如 MCN）来创作内容。知乎也通过内容创作任务系统来邀请内容创作者根据其特定需求为客户制作商业内容。客户可以选择创建新内容或重制现有内容，从而提高现有内容的价值和内容创作效率。知乎的电子商务系统允许内容创作者在内容中添加程序向用户介绍和推荐产品。通过将流量从外部引到

第三方电子商务平台，知乎与内容创作者可分摊按百分比获得的佣金。目前，知乎的电子商务服务涵盖数字消费产品，家用电器和生活时尚产品。到 2020 年，知乎电子商务业务的总交易额达到人民币 44 亿元。据招股说明书显示，商务内容解决方案的整体点击率是传统广告的两倍。知乎根据用户个人资料，兴趣和主题，以答案和文章的形式向目标受众高精度推荐商业化内容和营销程序。通过一套营销程序，将商业内容自然地嵌入到高质量内容的各个部分中，来实现销售转换，客户获取或是服务提供等。

知乎于 2020 年推出的在线教育服务，重点为考试准备和职业培训。在与第三方教育服务提供商合作的同时，知乎也有自己开发的教育课程。

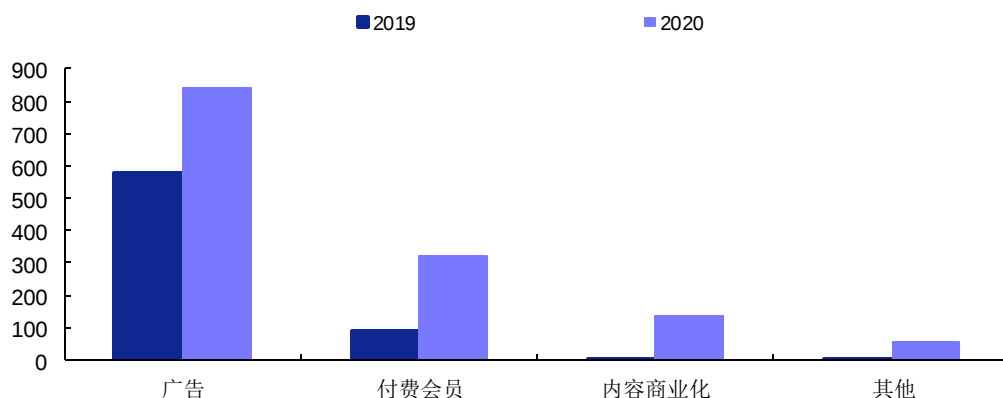
**表 2：知乎业务构成**

| 业务    | 业务描述                                                                | 收入占比% (2020 年) |
|-------|---------------------------------------------------------------------|----------------|
| 广告    | 启动页广告和特定目标受众广告推送                                                    | 62.4           |
| 付费会员  | 提供 340 万条精选内容，包括专栏，现场录制的讲座，有声读物以及各种高级电子书和电子杂志。非会员用户可以按需对精选内容进行付费访问。 | 23.7           |
| 内容商业化 | 帮助商家和品牌联系内容创作者，创作新内容或重制现有内容，并将内容分发给目标受众                             | 10             |
| 其他    | 与第三方合作的在线教育（考试准备、职业培训）以及电子商务                                        | 3.9            |

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

以内容为中心，多元化渠道变现，目前广告和付费会员是知乎营收增长的主要驱动力。其中广告收入保持比较稳定的增速。2020 年广告收入为 8.43 亿，同比增长 46%，占总营收的 62%。收入业务构成方面，知乎主要分为广告收入、付费会员收入、内容商业化解解决方案三个部分，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；付费会员收入 3.2 亿元，增速 264.2%，占收入比例 23.7%；内容商业化解解决方案收入 1.36 亿元，占比收入比例 10%。

**图 2：知乎收入结构（百万元）**



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

付费会员是知乎第二大收入来源，同时也是增长最快的业务。2020 年知乎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，因为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天然的吸引力。商业内容解决方案从 2019 年的 64 万增至 2020 年的 1.36 亿，占总收入的比重也由 0.1% 迅速涨到 10%。包括在线教育、电商服务在内的“其他”业务收入从 2019 年的 445 万元迅速增长至 2020 年的 5263 万，同比翻

了十倍。目前广告还是收入的主要贡献者，但是它的比例在下降，其余三者的贡献率不断上升，知乎正在逐步摆脱对广告的依赖，开始形成更多元化的商业模式。

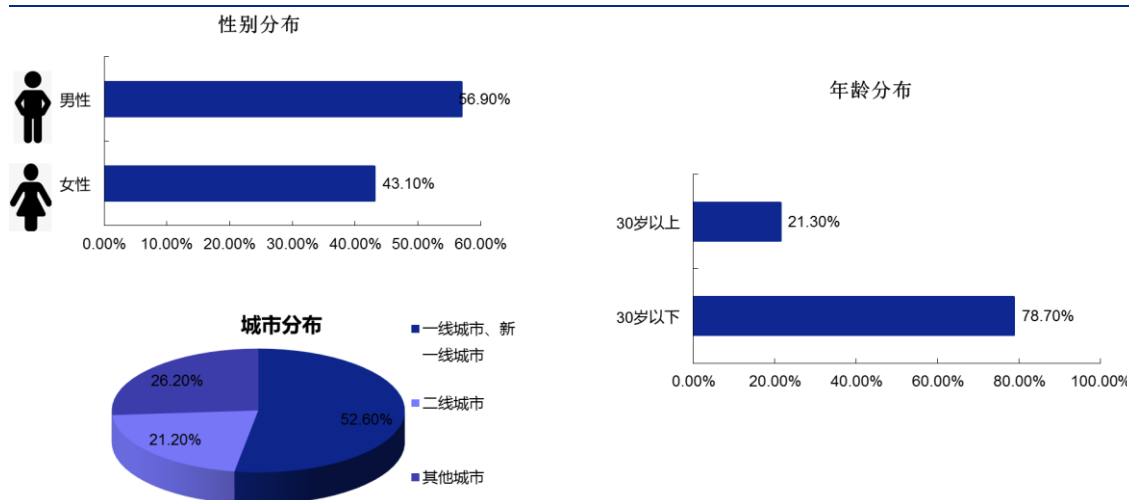
### 1.3. 用户画像：以一二线城市、30岁以下为主，创作者+高粘性用户为核心壁垒

知乎主要采用问答形式，鼓励用户贡献他们的第一部分内容，从而成为社区中的内容创建者。技术可以帮助内容创建者为他们选择合适的主题。例如，可分发适合入门级内容创建者的问题，随着内容创建者变得越来越有经验，它将逐渐增加问题的复杂性。公司为内容创建者提供持续的支持和指导，以增加内容创建的频率。内容创建者可以通过各种渠道从其创意作品中经济受益，例如创收优质商业和优质内容的收入，推荐商品的佣金（好物推荐），并支付在线咨询费用。

截止2020年12月31日，知乎累积拥有的内容创作者高达4310万人，共贡献了3.53亿条内容，过去两年的复合年增长率为64%，其中包括3.153亿条回答。2020年第四季度，平均每月有330万活跃内容创作者，有7570万活跃用户产生67570万的互动。在2020年12月，有1200万新内容被创作出来。

2020年12月，知乎月活跃用户中一二线城市占比为73.8%。从用户性别与年龄上看，2020年12月，男性用户与女性用户占比分别为56.9%和43.1%；30岁以下用户占比为78.7%。用户显示出高参与度、高粘度的特点。2020年四季度日活跃用户平均每天打开知乎应用程序6.2次。知乎的「盐+」用户在2019年平均第12个月留存率为72%。

图3：知乎用户构成

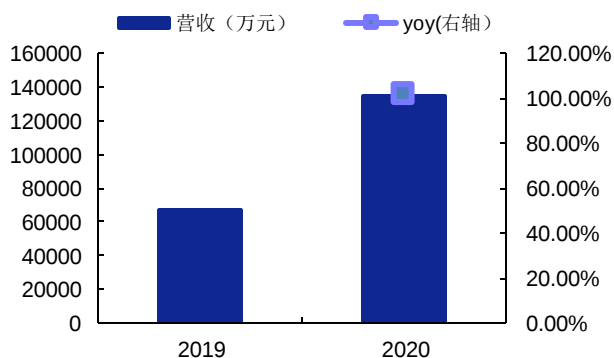


资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

### 1.4. 业绩情况：净亏损逐步收窄，营收、毛利实现高速增长

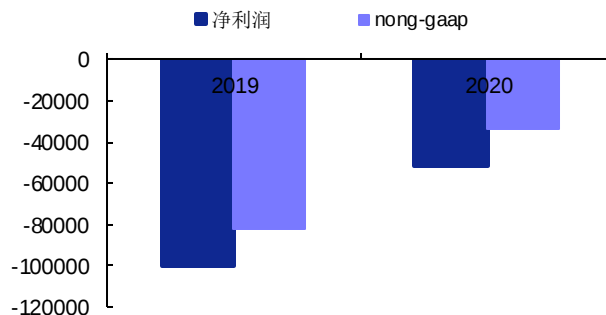
根据招股书显示，知乎2019年、2020年的营收分别为6.71亿和13.52亿，同比增长101.7%，毛利率分别为46.6%和56%。四个季度的营收分别为1.88亿元、2.61亿元、3.83亿元、5.2亿元，环比保持30~40%超高速增长。净亏损方面，从2019年的10亿变成了2020年的5.18亿，同比收窄了48.2%。营收和毛利的高速增长，净亏损的大幅收窄。

图 4：公司营收及增速



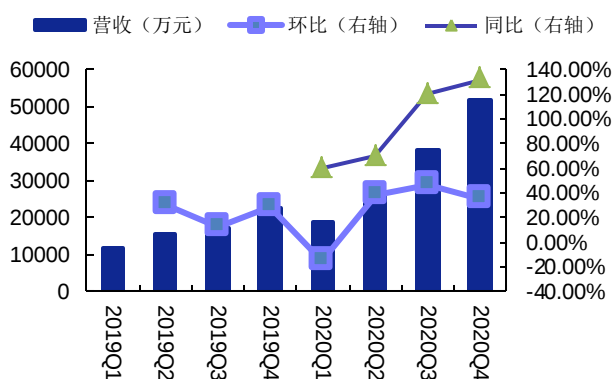
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 5：公司归母净利润（万元）



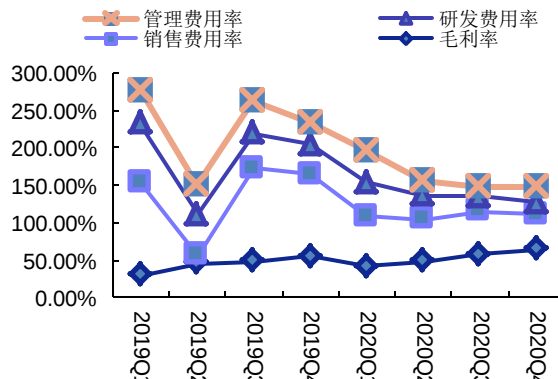
资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 6：知乎各季度营收及增速



资料来源：招股书，安信证券研究中心

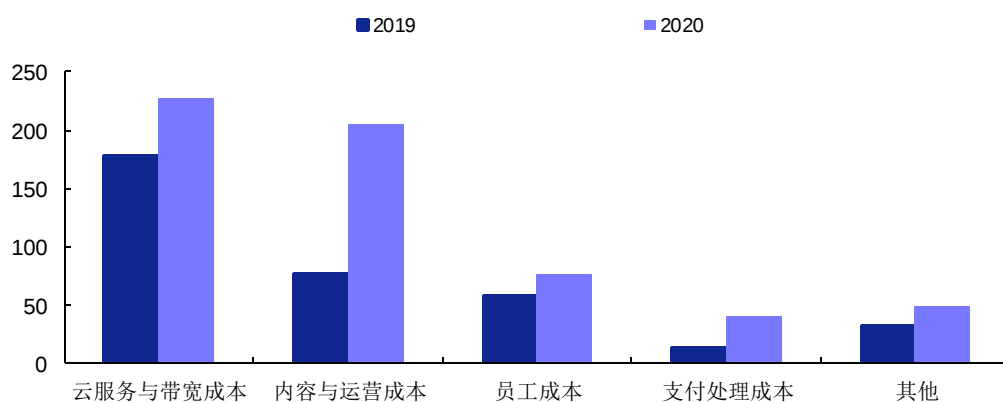
图 7：知乎各季度费用水平



资料来源：招股书，安信证券研究中心

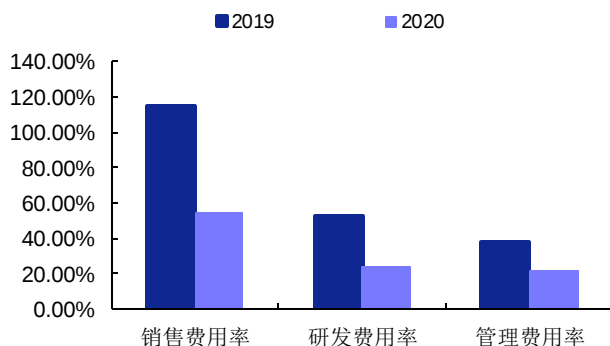
知乎收入成本为 5.94 亿，其中占比最大为带宽成本以及内容运营成本上。带宽成本由 2019 年的 1.8 亿增至 2020 年的 2.3 亿，同比增长 27.8%。内容成本由 2019 年的 0.8 亿增至 2020 年的 2 亿，同比增长 150%，可见知乎运营成本增长主要集中在版权内容的购买。

图 8：知乎营收成本构成（百万元）



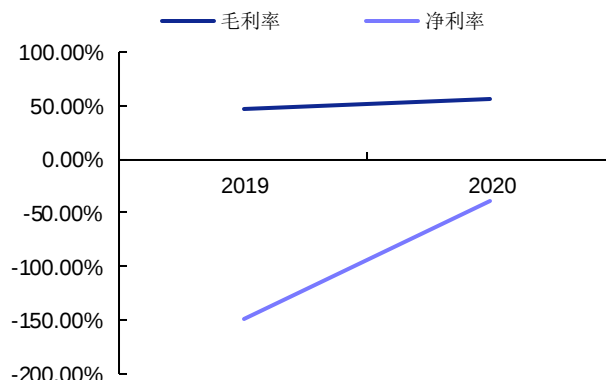
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 9：公司费用率情况



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 10：公司盈利水平



资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 2. 市场空间：内容社区潜力大，预计2025年1.3万亿、CAGR为30.3%

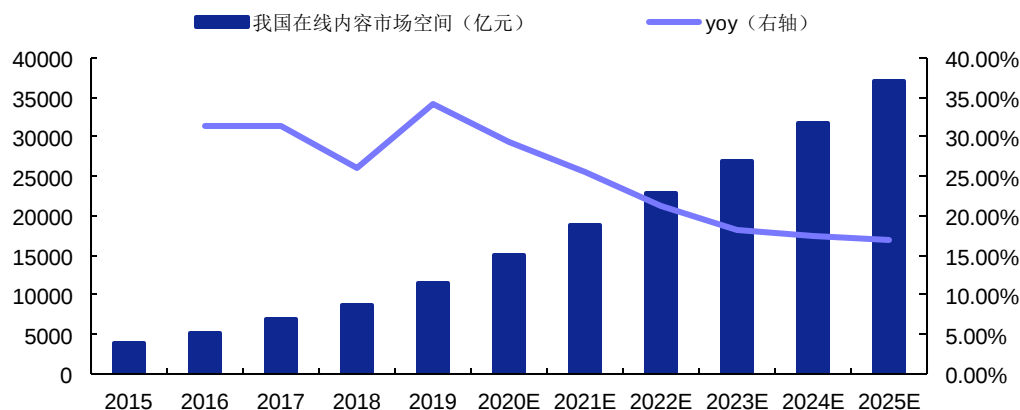
### 2.1. 在线内容：消费、支付意愿稳定增长，在线内容社区变现潜力巨大、未来5年CAGR为30.3%

#### 2.1.1. 在线内容市场用户基数稳步增长，在线内容市场2019年达到1.2万亿元

在中国在线内容的消费和支付意愿稳步增长，从而建立一个庞大且快速增长的在线内容市场。根据收入计算，中国在线内容市场规模在2019年已达到1.2万亿元，约为2015年的三倍，预计到2025年将进一步增长至3.7万亿元，较2019年复合年增长率为21.4%。

其中中国在线内容市场的用户基数从2015年的5.751亿增至2019年的8.144亿，预计到2025年将进一步增加至11亿。2019年，中国互联网人口的90.1%是在线内容市场的用户，较之2015年为83.6%，预计2025年将达到95.8%。

图 11：我国在线内容市场空间



资料来源：CIC 报告，安信证券研究中心

#### 2.1.2. 在线内容社区用户流量优势明显，预计2025年市场空间1.3万亿元、CAGR为30.3%

在线内容社区是指专注于 UGC（包括 PUGC）的在线内容市场参与者，其中内容创建者也是用户，他们积极参与社区，因此可以更好地创建满足用户需求并鼓励互动的内容。与专注于 PGC 的播放器相比，内容社区通常可以激发更高水平的用户参与度，培养更活跃的社区文化，提供更多的交互式用户体验，并享受较低的内容成本。随着中国在线内容市场的发展，用户不仅重视内容的丰富性和多样性，还重视内容社区的文化。

图 12：PGC、PUGC 与 UGC 内容生产特点与区别

| 内容生产模式 | 内容生产主体    | 媒体对内容生产激励方式                                                                             | 内容特点            | 对消费者的主要影响方向                   |
|--------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-------------------------------|
| PGC    | 以内容生产机构为主 | 1) 平台流量扶持；<br>2) 平台商业化模式支持；<br>3) 算法技术支持；<br>4) 平台用户认同。                                 | 内容传播度大、信息内容较为权威 | 使品牌、商品、活动信息内容广泛地触达消费者         |
| PUGC   | 以KOL、明星为主 | 1) 系统化的商业合作管理机制；<br>2) 平台流量扶持；<br>3) 平台商业化模式支持；<br>4) 平台补贴；<br>5) 算法技术支持；<br>6) 平台用户认同。 | 内容带动力和号召力强      | 借助内容生产主体的粉丝带动效应使用户对内容产生兴趣     |
| UGC    | 以用户为主     | 1) 精神激励：创作者排名、内容展示、用户认同等；<br>2) 物质激励：奖品、奖金等。                                            | 内容真实感强          | 因内容生产者与用户的相似度高，用户对内容容易产生共鸣和信任 |

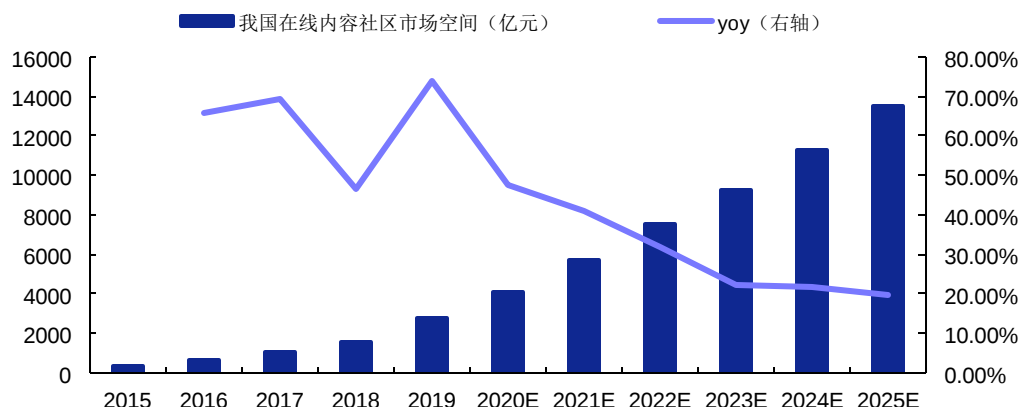
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

按收入计算，中国在线内容社区的市场规模从 2015 年的 386 亿元增加到 2019 年的 2758 亿元，预计到 2025 年将增至 1.3 万亿元，较 2019 年复合年增长率为 30.3%，超过整体在线内容市场。在线内容中国的社区用户基础已从 2015 年的 5.162 亿大幅增长至 2019 年的 7.73 亿，并有望进一步增加至 2025 年将达到 10 亿。

中国的在线内容社区市场仍处于货币化的早期阶段，具有巨大的增长潜力。中国在线的每位用户收入根据在线内容社区市场的总收入除以用户总数计算得出的内容社区在 2019 年为 356.7 元，呈增长态势自 2015 年以来增长了五倍，但在 2019 年仅占美国市场的三分之一，约合 10.243 亿元。预计 2025 年在中国市场的价值进一步增加至 1,292.4 元，仍低于美国市场预期的 1,858.6 元，显示了巨大的获利潜力。

与主要通过广告获利的美国市场相比，中国的在线内容社区市场具有更多优势多样化的货币化渠道，包括在线广告，付费会员，内容商务解决方案，内容电子商务，在线虚拟礼物流媒体，在线游戏，基于 IP 的获利和在线教育。

图 13：我国在线内容社区市场空间

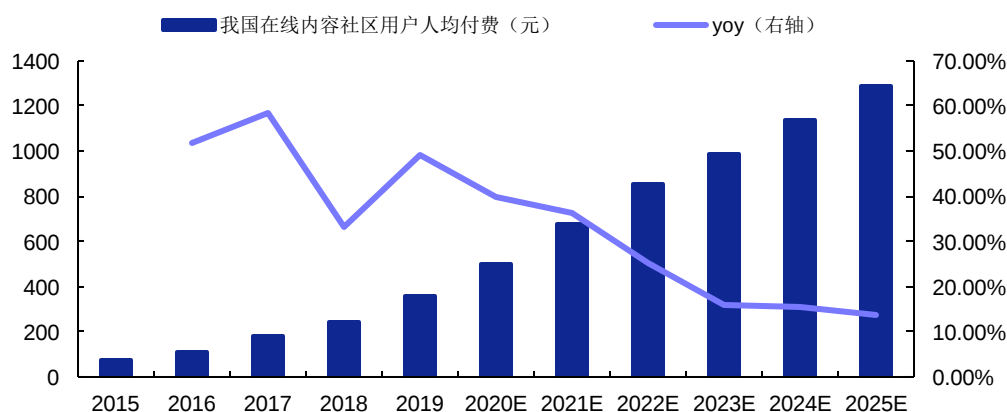


资料来源：CIC 报告，安信证券研究中心

中国的在线内容社区可以进一步分为综合在线内容社区和垂直在线内容社区。全面的在线内容社区是指涵盖新闻，娱乐内容，经验共享，专业知识和知识等内容的社区。垂直在线内容社区是指提供某些垂直内容（例如化妆品和游戏等）内容的社区。

与垂直在线社区相反，中国用户倾向于一站式社区模式，以提供全面的内容服务。根据 CIC 的数据，中国综合在线内容社区的市场规模从 2015 年的 32 亿元迅速增长到 2019 年达到 1212 亿元，预计到 2025 年将达到 9,435 亿元，自 2019 年以来的复合年增长率为 40.8%，高于中国整体在线内容社区市场的复合年增长率。全面的在线内容社区的内容垂直行业的多样性使它们能够满足广大用户群的多样化需求。用户可以利用一个应用程序在不同的场景下优化体验，从而增强用户的粘性。在线内容格式中，文本和图像通常是内容创建的基础和基础，提供了全面的内容覆盖和灵活的内容使用场景，而视频已成为一种越来越流行的内容创建和消费形式。内容产品的内部，本质上的问答形式可引起用户的高度互动，并激发知识，经验和见解的共享，具有多种内容形式的平台可满足不同的用户需求，因此具有更好的用户接受能力和更高的获利潜力

图 14：我国在线内容社区用户人均付费水平

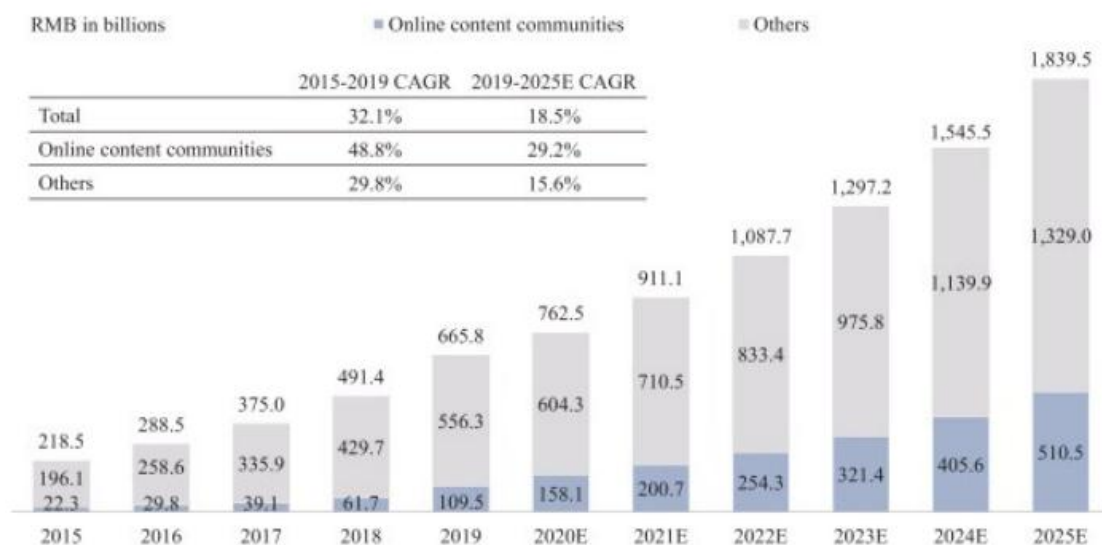


资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 2.2. 在线广告：在线内容社区用户流量优势明显，在线广告收入 2019 年达千亿

与专注于 PGC 的在线内容市场参与者相比，在线内容社区以不断增长的，重复出现的和高质量的用户流量，不断增加的内容消耗时间份额，技术实现的高营销效率以及创新的广告格式吸引广告商，2019 年线内容社区的在线广告收入已达到 1,095 亿元。随着广告商越来越重视转化效率，可以更好地帮助用户获得见解并将这些见解转化为行动和决策的社区将具有竞争优势。这些社区的优势与广告客户在顶级在线广告行业（例如汽车，房地产和医疗保健）中的需求很好地吻合，在这些行业中，产品的单价较高，客户通常需要更长的时间做出决策。我国在线广告 2019 年的收入总额达到 6,658 亿元，预计到 2025 年将增长到 18 万亿元，较 2019 年复合年增长率为 18.5%。在这一市场中，在线内容社区的在线广告收入在 2019 年已达到 1,095 亿元，而预计到 2025 年将以 29.2% 的复合年增长率增长至 5,105 亿元，超过整体市场。

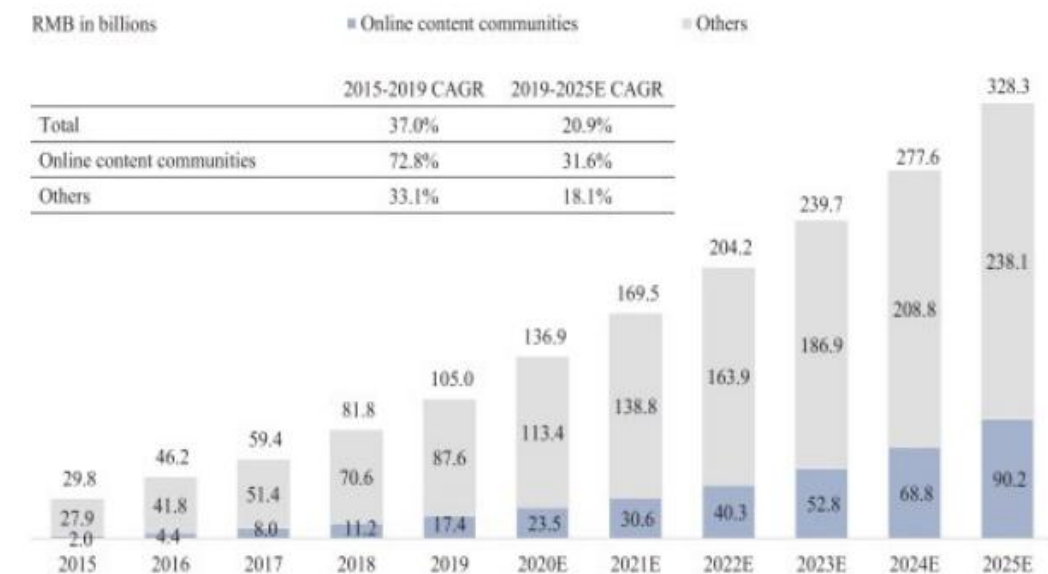
图 15：我国在线广告市场空间



资料来源：招股书，安信证券研究中心

在线内容社区通过付费会员服务产生收入，通过技术使内容与用户需求匹配，改善内容多样性和质量，增加可支配收入以及对优质内容的日益认可，使用户更加愿意并习惯于为优质内容付费，付费会员在在线内容社区用户群中的比例从2015年的5.8%增至2019年的17.3%。根据CIC的数据，到2019年，中国付费会员市场规模（按收入计算）已达到1050亿元，并预计到2025年将增长到3283亿元，其中在线内容社区产生的收入预计将从2019年的174亿元增长到2025年的902亿元。根据CIC，在中国的付费会员市场中，由于会员渗透的潜力更大，而降低付费会员费用的内容成本却更高，在线内容社区预计将超过其他在线内容市场参与者。

图 16：中国付费会员市场规模



资料来源：招股书，安信证券研究中心

### 3. 横向对比：对标 B 站、思维造物，知乎表现几何

#### 3.1. 运营模式：与 B 端核心均为内容创作，得到为商业化平台

纵观知乎的主要竞争对手，其中知乎最大的竞争对手悟空问答，在各大应用商店下线后，宣布停止服务、关闭运营；而得到母公司思维造物拟创业板上市；B 站定位文化社区、正构建线上内容与线下业态的闭环。

其中思维造物旗下的“得到”App 是以付费内容为主，而知乎是以免费内容为主，免费内容为主的软件在用户规模上通常会大于付费内容为主的软件。

表 3：各公司模式对比

| 公司  | 模式                                                                      | 营收结构                                                                                        |
|-----|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 知乎  | 内容社区，主要是内容变现和知识经济，变现途径涉及广告、付费会员、商业内容解决方案、电商以及在线教育等多个方面                  | 2020 年，知乎广告收入为 8.43 亿元，占总营收的 62.4%；付费会员收入为 3.2 亿元，占总营收的 23.7%；商业内容解决方案收入为 1.36 元，占总营收的 10%。 |
| 得到  | 提供知识服务，线上通讯教育模式主要是用户付费模式+“免费+广告”模式；线下课程及演讲知识服务模式主要是线下培训费、学费或门票以及广告赞助方式。 |                                                                                             |
| B 站 | 以游戏为基础，定位文化社区，线上内容与线下业态的闭环                                              | 2020 年营收会员（38 亿元）、游戏（48 亿元）、电商（15 亿元）、广告（18 亿元）                                             |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

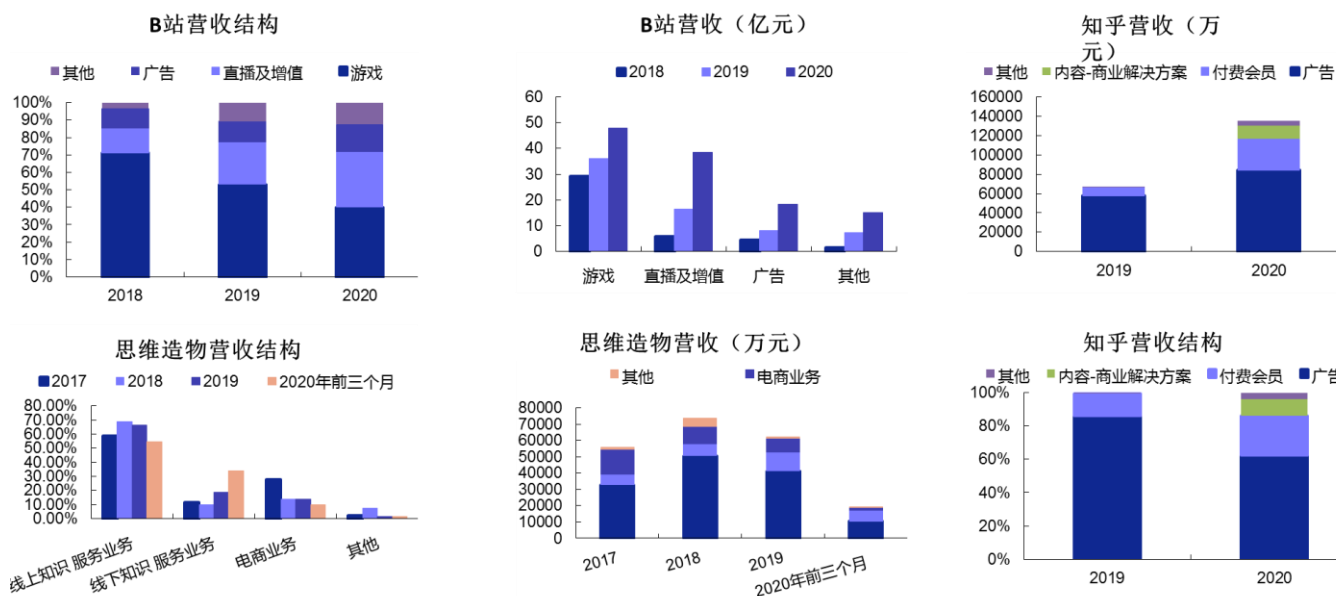
而知乎与 B 站核心均是内容创作，平台上的用户同时也是主要的内容创作者，区别则在于内容呈现方式的不同。

对比三大公司营收结构，2020Q4 财报中，B 站游戏营收不仅相较 Q3 有所下滑，首次被增值服务收入反超，增值服务成为 B 站最大的营收来源（占 Q4 总营收的 33%），广告业务连续 7 个季度同比增长，达 7.2 亿元，增速高达 149%；电商及其他业务也同比增长 168%至 7.4 亿元。

思维造物线上知识服务业务主要产品包括在线课程、听书、电子书产品，线下知识服务业务主要产品包括“得到大学”、“跨年演讲”，电商业务主要产品包括“得到阅读器”、实体图书及其他，线上知识服务营收占比达到 50%以上，2019 年下降 18.75%。

2020 年，知乎广告收入为 8.43 亿元，占总营收的 62.4%；付费会员收入为 3.2 亿元，占总营收的 23.7%；商业内容解决方案收入为 1.36 亿元，占总营收的 10%。后续随着知乎上市募资推进，增值服务、广告等将成为重要看点，核心在于破圈变现。

图 17: 各公司营收结构对比



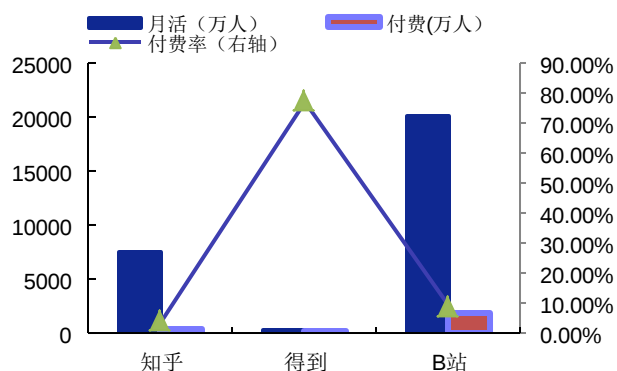
资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 3.2. 用户体量: B 站付费率领先, 知乎 2020 年 ARPPU 为 446.81 元

得到 2019 年的每付费用户平均收益 (ARPPU) 为 231.93 元, 2020 年前三个月为 195.92 元。我们用总营收/付费用户数估算知乎的 ARPPU, 其中 2019 年和 2020 年数据分别为 642.19 元和 446.81 元。

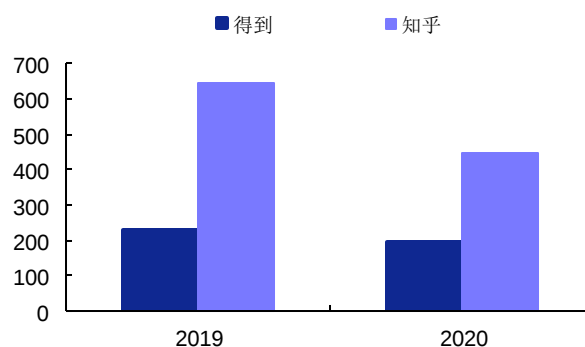
对标 B 站, 知乎付费率仅为 4%, B 站 2020 年达到 8.86%, 但单个付费用户的贡献率远高于得到。2020 年第四季度, B 站月活用户同比增长 55%, 达到 2.02 亿, 其中移动端月活用户同比增长 61%, 达 1.87 亿。与此同时, 日活用户达 5400 万, 实现了 42% 的同比增长。而知乎月活为 7570 万人, 为 B 站的 37%; B 站的付费用户数为 1790 万, 知乎为 302.63 万人, 知乎用户的付费意愿仅是 B 站用户的 1/3。思维造物主要系为专业付费应用, 整体付费率较高, 但单价较低。

图 18: 各公司用户数量对比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 19: 各公司用户 ARPPU (元/人) 对比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心得到数据截止 2020 年 1-3 月

## ■ 分析师声明

诸海滨、黄杨璐声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

|       |     |              |               |                           |
|-------|-----|--------------|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 潘艳  | 上海区域销售负责人    | 18930060852   | panyan@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 上海区域销售总监     | 13391113930   | houhx@essence.com.cn      |
|       | 朱贤  | 上海区域销售总监     | 13901836709   | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 李栋  | 上海区域高级销售副总监  | 13917882257   | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 刘恭懿 | 上海区域销售副总监    | 13916816630   | liugy@essence.com.cn      |
|       | 苏梦  | 上海区域销售经理     | 13162829753   | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 秦紫涵 | 上海区域销售经理     | 15801869965   | qinzh1@essence.com.cn     |
|       | 陈盈怡 | 上海区域销售经理     | 13817674050   | chenyy6@essence.com.cn    |
|       | 徐逸岑 | 上海区域销售经理     | 18019221980   | xuyc@essence.com.cn       |
|       | 张莹  | 北京区域销售负责人    | 13901255777   | zhangying1@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 张杨  | 北京区域销售副总监    | 15801879050   | zhangyang4@essence.com.cn |
|       | 温鹏  | 北京区域销售副总监    | 13811978042   | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 刘晓莹 | 北京区域销售副总监    | 18511841987   | liuxx1@essence.com.cn     |
|       | 王帅  | 北京区域销售经理     | 13581778515   | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 游倬源 | 北京区域销售经理     | 010-83321501  | youzy1@essence.com.cn     |
|       | 侯宇彤 | 北京区域销售经理     | 18210869281   | houyt1@essence.com.cn     |
|       | 张秀红 | 深圳基金组销售负责人   | 0755-82798036 | zhangxh1@essence.com.cn   |
| 深圳联系人 | 胡珍  | 深圳基金组高级销售副总监 | 13631620111   | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 深圳基金组销售副总监   | 18926033448   | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 聂欣  | 深圳基金组销售经理    | 13540211209   | niexin1@essence.com.cn    |
|       | 杨萍  | 深圳基金组销售经理    | 0755-82544825 | yangping1@essence.com.cn  |
|       | 黄秋琪 | 深圳基金组销售经理    | 13699750501   | huangqq@essence.com.cn    |
|       | 喻聪  | 深圳基金组销售经理    | 18503038620   | yucong@essence.com.cn     |
|       | 马田田 | 深圳基金组销售经理    | 18318054097   | matt@essence.com.cn       |

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034