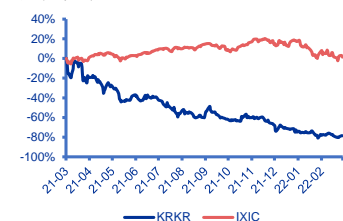


零售 | 公司研究  
2022 年 3 月 2 日买入  
首次覆盖

## 市场数据: 2022 年 3 月 1 日

收盘价 (美元)	0.9C
纳斯达克指数	13532.46
52 周最高/最低价 (美元)	4.34/0.72
美股市值 (万美元)	3481
流通股 (亿股)	9.68
汇率 (人民币/美元)	6.31

## 股价表现:



资料来源: Wind

## 证券分析师

赵令伊 A0230518100003

zhaoly2@swsresearch.com

## 研究支持

张玲玉 A0230120050001

zhangly@swsresearch.com

## 联系人

张玲玉 A0230120050001

zhangly@swsresearch.com

## 优质内容驱动商业化，企服业务未来“氪”期

## 36 氪 (KRKR.O)

**36 氪是服务新经济企业的龙头平台**，公司前身 36 氪网站于 2010 年上线，定位为聚焦新经济内容媒体，经历近十年发展，公司于 2019 年在纳斯达克上市。通过行业领先优质内容与全媒体渠道辐射，公司精准化触达六大客群，目前已积累丰富内容生产经验和庞大企业数据库，能为客户提供在线广告业务、企业增值服务和订阅服务，满足多样化需求。目前在线广告和企业增值服务作为核心主业贡献九成营收，疫情后公司业务稳步复苏，2021 年前三季度实现营收 2.0 亿元，可比口径下同比增长 18.2%，调整后净亏损 9515 万元，同比大幅减亏（前值亏损 1.59 亿元）。作为服务新经济平台龙头，有望受益于企业品牌宣传需求增加和企业服务行业黄金时代来临。

**新经济蓬勃发展，品牌宣传需求提升，企业服务市场空间广阔。**科技与政策双重驱动我国新经济发展，服务“专精特新”的北交所创立推动新经济发展，预计 2023 年新经济规模 5.7 万亿美元，占 GDP 比重 33.5%。根据 CIC，新经济企业服务主要包括在线广告服务、企业增值服务和订阅服务。当前在线广告渗透率逐渐攀升，以树立品牌形象为核心的企业品牌宣传广告得益于强杠杆效应和弱周期性，具有较大长期收益潜力，有望获得更多企业青睐；企服行业在 5G、新基建催化下迎来黄金发展期，营销销售融合化发展。疫情催化、政策加持、技术成熟等多因素促进我国企业数字化转型，以 SaaS 产品为主的企业云服务高速扩张，预计 2025 年市场规模超 1600 亿元。

**优质内容构筑坚实的影响力护城河，全渠道运营扩大品牌影响力。**36 氪全生态有机成长根源于持续稳定输出优质内容和全渠道辐射所积累的影响力壁垒，形成“优质内容-头部影响-价值流量-企业资源-优质内容”正向反馈。优质内容产自专业财经媒体出身内容核心团队，原创内容比例高、覆盖行业广、内容形式丰富，可满足不同用户群多样化需求。运营层面 36 氪采取全渠道策略，站内涵盖 PC 和 APP 端，站外在微信、微博、头条、抖音、B 站等平台铺设，海外布局日本、新加坡、澳新、欧洲五国，建立全维度辐射体系。此外，36 氪已形成坚实影响力壁垒，2021Q3 月均 PV 达 8.5 亿次，圈粉头部精英人群，且获得人民日报、央视、彭博等中外权威媒体机构认可。

**在线广告业务强韧性表现优于行业，发力短视频打开 C 端用户增长空间。**新经济蓬勃发展与企业品牌宣传需求提升助力公司在线广告业务保持高增速，2021Q1-Q3 在线广告业务同比增长 34%，表现优于行业；此外，短视频具备更强破圈宣传效果，是培养用户心智高效手段，目前 36 氪大力发展短视频，拓展 C 端用户，触及 2C 客户，预期将助力广告业务实现量价齐升。截至 21Q3，短视频平台的广告收入约占在线广告营收 10%，预期未来高速发展能改变业务结构，开拓新增长空间。

**企业增值服务赋能新经济，企服平台有望开创新增长曲线。**企业增值服务主要服务新经济客户，是公司重点发力方向，目前公司不断挖掘增量业务创新和增长空间，深入触达新经济各领域用户，以期通过全产业链+全生命周期服务陪伴新经济用户成长。企业增值服务包括整合营销、线下活动和咨询服务，其中低毛利整合营销逐步削减；线下活动已打造“WISE 大会”等知名 IP，营收稳定；咨询服务日益成熟，或成为未来重要增长点。此外，面对中国 SAAS 行业信息不对称、获客成本高等痛点，公司推出企服点评平台抢占市场空白，目前初显规模，截至 21Q3 已覆盖 15 个企服行业和近 5000 款软件应用。未来企服点评平台商业化后有望成为企业公司营收新增长曲线。

**首次覆盖，给予买入评级。**公司作为服务新经济龙头，以优质媒体内容为基石，依靠影响力壁垒实现在线广告、企业增值服务和订阅服务多元变现，预计公司影响力持续巩固，以及短视频创新和企服点评平台商业化能进一步增强公司增长势能。我们预计公司 FY2021-FY2023 实现营收 2.98 亿元、4.65 亿元、6.36 亿元，同比增速为-22.9%、56.1%、36.6%，实现调整后净利润-9964 万元、243.5 万元、2188.5 万元。我们采用 SOTP 估值法分别对在线广告业务和企业增值服务业务进行 PS 估值，给予在线广告业务 2022 年 1.46x PS，企业增值服务业务 2022 年 2.26x PS，对应 1.07 亿美元市值，目标价 2.63 美元，给予买入评级。

**风险提示：**内需改善不及预期，新冠疫情反复，行业竞争加剧，新业务进程不及预期。

## 财务数据及盈利预测

人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (千元)	655,606	386,764	298,012	465,345	635,822
同比增长率 (%)	119.2	(41.0)	(22.9)	56.1	36.6
调整后净利润 (千元)	65,260	-240,065	-99,641	2,435	21,885
同比增长率 (%)	43.0	(467.9)	(58.5)	(102.4)	798.7
每股收益 (元)		(5.9)	(2.4)	0.1	0.5
市盈率 (倍)	1.3	(1.0)	(2.3)	94.6	10.5
市净率 (倍)	0.1	0.6	0.8	0.8	0.7

注：“每股收益”为调整后净利润除以总美国存托股 (ADS) 数

## Investment highlight:

In 2010, 36kr.com was launched and positioned as a media outlet dedicated to the new economy sectors. It was listed on NASDAQ in 2019. The company provides a New Economy-centred, full suite of business services targeting six user groups: startups, investment institutions, TMT giants, traditional enterprises, government agencies and individual users. Based on its extensive content production experience and industrial data base, the firm can meet diversified demand from customers via online advertising, value-added service (VAS) and content subscription service. Advertising and VAS segment contributed c.90% of revenue at present. The firm achieved 9M21 revenue of Rmb200m (+18.2% YoY) and adjusted net loss of Rmb95.15m (vs. a loss of Rmb159m in 9M20). We see it as well positioned to benefit from rising marketing and VAS demand amid the booming growth of new economy sectors.

**A massive market.** The launch of the Beijing Stock Exchange which primarily serves new economy enterprises will drive the development of new economy sectors in China. We estimate new economy size to reach US\$5.7tn by 23E, accounting for 33.5% of GDP. According to data from CIC, services to new economy sectors include advertising, enterprise VAS and content subscription service. With rising penetration of online advertising among new economy sectors, we anticipate rising demand for and strong long-term profitability of online advertising which focus on building brand recognition. As such, we expect enterprise service industry to witness robust growth driven by the boom in 5G and new infrastructure construction investment. With accelerated digitisation of Chinese enterprise driven by the pandemic, policy and technology advancement, we expect cloud-based enterprise service market, led by SaaS products, will expand to over Rmb160bn.

**High quality content and full-channel operation form competitive edges.** We attribute 36kr's strong organic growth to its high-quality content production and the strong influence via full-channel operations. The high-quality content is produced by its proprietary content team with a rich financial media background, which can meet diversified demand from various customer groups. It adopts a full-channel operation model, including third-party platforms such as WeChat, Weibo, Toutiao, Bilibili and Zhihu, in addition to its PC and mobile apps and website. Meanwhile, it has expanded in to Japan, Singapore and Australia and European markets. The monthly average PV reached 850m in 3Q21, covering the elite groups of the country.

**Strong resilience of online advertising business.** The advertising business maintained robust growth with the booming new economy development in China, with a higher-than-industry revenue growth of 34% in 9M21. The firm accelerated short video content production to expand the consumer-end customers, which we expect to help boost advertising revenue. In 3Q21, short video advertising revenue accounted for 10% of online advertising sales, and we expect it to upgrade the firm's business mix and bring a new growth driver in the future.

**Enterprise service platform to open a new track for growth.** The enterprise VAS business serves primarily new economy enterprises. The firm is dedicated to expanding user base through exploring business innovation. Its enterprise VAS includes integrated marketing, offline events and consulting service. The contribution from lower-margin integrated marketing business has been decreasing while offline event segment offers sustained revenue stream. The consulting segment may become a new growth driver.

**Initiate with BUY.** As a leading media platform serving the new economy sectors, we expect 36kr to achieve monetisation through online advertising, enterprise VAS and content subscription services. Longer-term, its short video content and enterprise service platform will provide additional growth drivers. We forecast revenue of Rmb298m in FY21E (-22.9% YoY), Rmb465m in FY22E (-56.1% YoY) and Rmb636m in FY23E (+36.6% YoY), and adjusted net profit of -Rmb99.64m, Rmb2.45m and Rmb21.89m, respectively. Based on the SOTP valuation, we derive our target price of US\$2.63. We initiate coverage of the stock with a BUY rating.

**Risks.** Weaker-than-expected improvement in domestic demand; pandemic resurgence; intensified competition; slower-than-expected new business development.

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予买入评级。公司作为服务新经济龙头，以优质媒体内容为基石，依靠影响力壁垒实现在线广告、企业增值服务和订阅服务多元变现，预计公司影响力持续巩固，以及短视频创新和企服点评平台商业化能进一步增强公司增长势能。我们预计公司 FY2021-FY2023 实现营收 2.98 亿元、4.65 亿元、6.36 亿元，同比增速为-22.9%、56.1%、36.6%，实现调整后净利润-9964 万元、243.5 万元、2188.5 万元。我们采用 SOTP 估值法分别对在线广告业务和企业增值服务业务进行 PS 估值，给予在线广告业务 2022 年 1.46x PS，企业增值服务业务 2022 年 2.26x PS，对应 1.07 亿美元市值，目标价 2.63 美元，给予买入评级。

### 关键假设点

**营业收入：**公司影响力持续加强，短视频创新和企服点评平台商业化推动核心主业量价齐升。**1) 在线广告业务：**预计短视频广告业务逐步成熟有效拓展用户数量和客单价，2021-2023 年营收分别为 1.93 亿元、3.03 亿元和 4.06 亿元，同比分别增长 11.9%、57.0%、33.9%。**2) 企业增值服务：**假设 2022 年疫情进入新常态，公司线下活动顺利开展，企服点评平台初步商业化，预计 2021-2023 年营收分别为 0.74 亿元、1.04 亿元和 1.52 亿元，同比分别下降 61.5%、增长 40.3%和 45.6%。**3) 订阅服务：**业务模式和培训体系逐步完善带来客群和收入增长，预计机构和个人订阅用户的数量和客单价逐季提升，2021-2023 年营收分别实现 0.30 亿元、0.58 亿元和 0.78 亿元，同比分别增长 46.1%、89.8%、35.0%。

**期间费用：**坏账计提力度降低和股权激励费用减少有助于显著改善公司管理费用率，同时公司费用投入主要为人员、租金等固定投入，费用率将随收入增加而摊薄。我们预计 21-23 年公司营销费用率分别为 42.9%、22.6%和 21.5%，管理费用率分别为 32.4%、22.0%和 20.4%，研发费用率分别为 16.0%、13.8%和 13.4%。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为广告行业作为宏观经济晴雨表，在经济弱复苏环境中广告主会减少投放意愿，影响公司广告业务业绩。我们认为公司主要提供品牌宣传广告，顺应当前企业持续增强的品牌宣传需求，具有强杠杆性和弱周期性，受宏观经济负面因素影响较小，所以公司广告业务相较行业更显韧性，同时短视频业务创新能进一步打开广告业务新增长空间。

### 股价表现的催化剂

季度 PV 增长超预期，短视频营收超预期，企服点评平台商业化进展顺利。

### 核心假设风险

内需改善不及预期，新冠疫情反复，行业竞争加剧，新业务进程不及预期。

## 目录

<b>1. 服务新经济龙头平台：定位清晰，内容团队强大.....</b>	<b>4</b>
1.1 清晰定位独具先发优势 技术加成构筑品牌差异化影响力 .....	4
1.2 股权结构集中，管理层内容生产经验丰富.....	5
1.3 主营业务盈利模式清晰，疫情下营收利润短期承压.....	6
<b>2. 新经济蓬勃发展，品牌培育和企业服务空间广阔 .....</b>	<b>8</b>
2.1 新经济规模快速扩张，科技创新引领未来增长 .....	8
2.2 在线广告已成主角，视频渠道占主流，企业品宣需求弱周期 .....	11
2.3 历经十年发展，企服迎来黄金时代.....	13
<b>3. 内容筑基：内容+团队+渠道构筑影响力护城河 .....</b>	<b>15</b>
3.1 专业团队打造优质内容，全渠道运营扩大平台影响力.....	15
3.2 形成坚实影响力壁垒，海内外影响力不断提升 .....	18
<b>4. 主营业务有机增长，企服平台打造新增长曲线 .....</b>	<b>20</b>
4.1 在线广告业务具备韧性，有望实现量价齐升 .....	20
4.1.1 新经济发展+品宣需求增加，广告业务优于行业.....	20
4.1.2 内容高质量强影响：微信端内容发展成熟，短视频打开 C 端用户增长空间 .....	21
4.2 企业增值服务着力扩张，孕育全新增长机会 .....	23
4.2.1 线下活动深度链接六大社群 打造知名 IP.....	24
4.2.2 咨询服务或成未来重要增长点 .....	25
4.2.3 企服点评平台解决行业痛点 助力企业增值服务新增长 .....	25
<b>5. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>28</b>



# 1. 服务新经济龙头平台：定位清晰，内容团队强大

## 1.1 清晰定位独具先发优势 技术加成构筑品牌差异化影响力

**36 氪扎根前沿科技，从聚焦新经济的内容媒体快速成长为以新经济为核心的商业服务平台龙头。**2010 年 36 氪网站正式上线，定位为聚焦新经济的内容媒体。2013 年创业服务平台“36 氪+”正式上线。2016 年媒体业务独立运营，冯大刚出任媒体总裁，于 2017 年 36 氪媒体完成 3 亿元首次独立融资。2017 年公司开启全球战略，在新加坡成立第一家海外媒体 KrAsia，致力于构建跨国企业交流合作、创业投资的综合服务平台，至今 KrAsia 产出超 3000 篇关于中国企业的英文报道，深受英语系读者喜爱，全网累计流量超 1000 万。

2019 年公司在纳斯达克上市，同年在香港设立海外业务集团公司 36Kr Global，以整合全球各个国家地区的资源，扎根亚洲市场并瞄准全球创新发展。2020 年举办“WISE 新经济之王大会”，现场观众超过 2.2 万人，汇聚了来自高瓴资本、滴滴、蔚来、拼多多等的 300 多位优秀企业家、投资者和 KOL，是新经济参与者进行品牌建设和交流的优质平台。2021 年公司与彭博终端达成内容合作。

图 1：36 氪发展迅速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**庞大的一级市场数据库和基于巨大流量的用户大数据分析保证了 36 氪多品牌差异化内容。**公司与国内领先的一级市场金融数据服务提供商鲸准战略合作，管理着超过 84 万家企业的庞大数据库，该数据库涵盖的公司运营数据、财务业绩、融资活动、行业更新等信息帮助 36 氪对新经济领域的最新发展趋势提供行业领先的优质内容创作。另外基于 36 氪平台积累的巨大用户流量，通过人工智能和大数据分析用户的偏好和需求，以定制化提供新经济内容和服务，并提升内容发布效率。

**行业领先水平的优质内容与全媒体渠道辐射保证精准化覆盖六大客群。**公司提供以新经济为中心的全套商业服务，完善的媒体矩阵如 36 氪 Pro、后浪研究所、超人测评发布新媒体领域的不同内容类型。**全网和全渠道立体的分发模式加深公司作为新经济内容平台的品牌影响力**，除 36 氪 PC 端和 APP 端，也在微信、微博、头条、b 站、知乎等开设第三方平台账号。**公司凭借品牌影响力聚拢了六大客群：初创企业、投资机构、TMT 巨头、传统企业、政府机构，以及个人用户**，用户覆盖 20-60 岁，其中 26-45 岁占比 81%，来自各行各业对新商业世界充满探求欲的头部大咖、商业精英、白领等泛商业人群，其中来自 IT、金融、互联网行业的人较多，占比超过 70%。

图 2：品牌差异化影响力

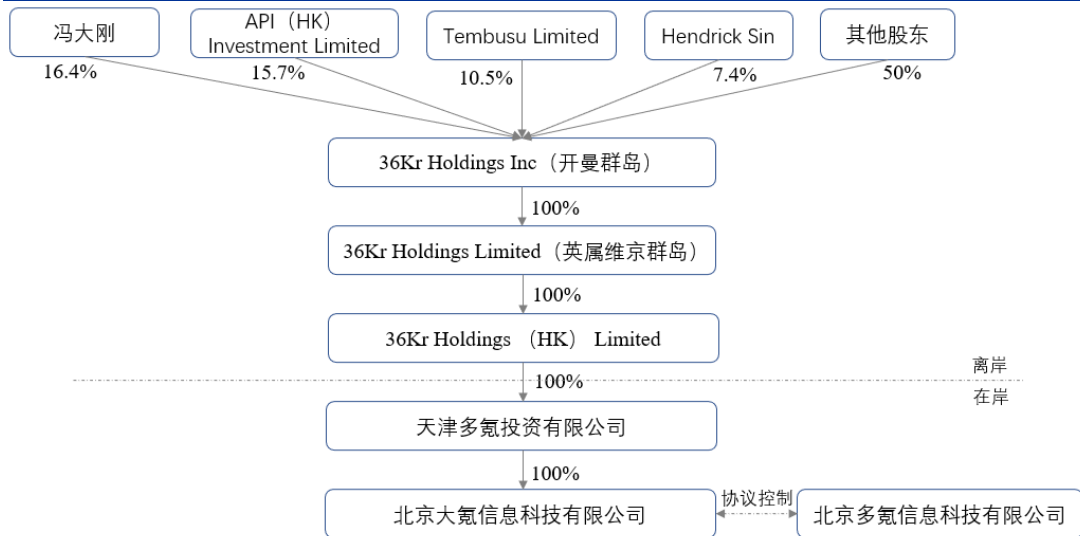


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 股权结构集中，管理层内容生产经验丰富

公司股权结构集中，实际控制人为 CEO、董事会联席主席冯大刚，持有 A 类、B 类股权共 16.4%。API 香港投资公司、天宝富、国宏嘉信分别持有公司 15.7%，10.5%，7.4% 的股份。冯大刚自 2016 年 12 月起担任北京多氦的首席执行官，自 2018 年 8 月起担任董事，负责整体业务战略和运营。冯大刚在媒体和投资领域拥有超过 15 年的经验，利用多年的内容影响力和资源优势，带领组建的顶级内容团队保障内容高质量输出。

图 3：股权结构集中



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司管理层有杰出的内容生产能力，在新经济领域管理、投资实践经验丰富。CEO 冯大刚曾作为《第一财经周刊》联合创始人，担任副总编辑和市场部负责人。创始人暨董事会联席主席刘成城拥有丰富的新经济领域管理实践经验，2013 和 2016 年两次被《福布斯》杂志评为“30 位 30 岁以下创业者”。首席内容官李洋曾任《第一财经周刊》总编。公司内容战略采用了 PGC 和 UGC 双引擎并重，截至 2021 年第三季度，全网月均 PV 达 8.49 亿，同比增长 50%，连续 14 个季度的增长，处于行业领先水平。

表 1：公司高管

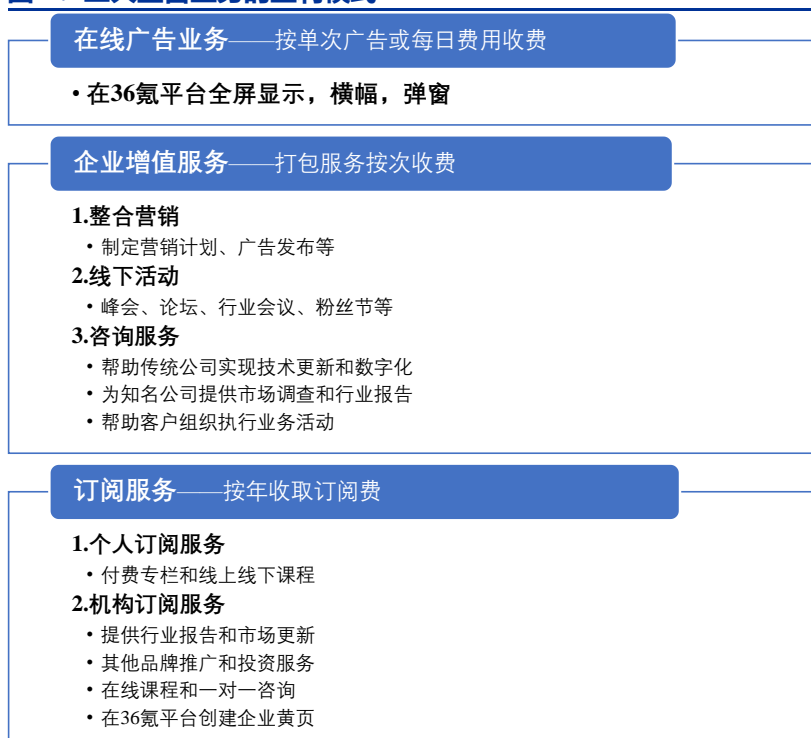
姓名	职位	简介
冯大刚	首席执行官、董事会联席主席	《第一财经周刊》联合创始人，曾任副总编辑和市场部负责人
刘成城	创始人、董事会联席主席	2013 和 2016 年两次被《福布斯》杂志评为“30 位 30 岁以下创业者”
李洋	首席内容官、董事	前《第一财经周刊》总编
兰昊	副总裁、董事	有 10 余年运营管理经验，曾任职新浪网、汽车中国和比特汽车网
李轶梵	独立董事	2014 年起任浙江吉利控股集团有限公司副总裁，2014 至 2016 年任公司首席财务官
冼汉迪	独立董事	有 24 年金融及投行经验，香港互联网专业协会会长，香港软件行业协会常务副会长，香港董事学会成员
苏鹏	独立董事	2019 年起担任有道副总裁，曾任纽约证券交易所（中国）首席代表
卫琳	首席财务官	曾担任爱奇艺投资者关系主管，在搜狐、九城、盛大互娱等多家上市公司任职

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 主营业务盈利模式清晰，疫情下营收利润短期承压

36 氪基于高质量内容带来的流量，提供各种以新经济为中心的业务，以满足客户的多样化需求，目前三大主营业务：在线广告业务、企业增值服务、订阅服务。在线广告业务通过在 36 氪平台策划，内容制作以及全网渠道分发帮助客户建立和增强其品牌影响力，按单次广告或年框/全案收费，2021 前三季度客户数分别为 132/188/192，客单价 25.2/27.5/27.8 万。企业增值服务分为整合营销、线下活动和咨询服务三种形式，36 氪作为赋能者和服务者，为企业提供全生命周期的服务，年框/全案，按次收费，2021 前三季度客户数分别为 28/50/74，客单价 24.6/28.6/30.4 万。订阅服务按订阅者分为个人、机构，按年收取订阅费，2021 年前三季度个人订阅用户分别达 172、581、974 人，前三季度客单价分别为 10009、1420 元、1139 元；机构订阅用户分别达 57、87、87 人，客单价分别为 29700 元、59700 元、91000 元。

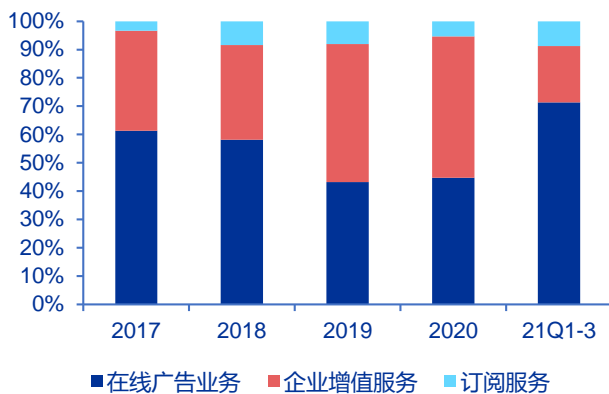
图 4：三大主营业务的盈利模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

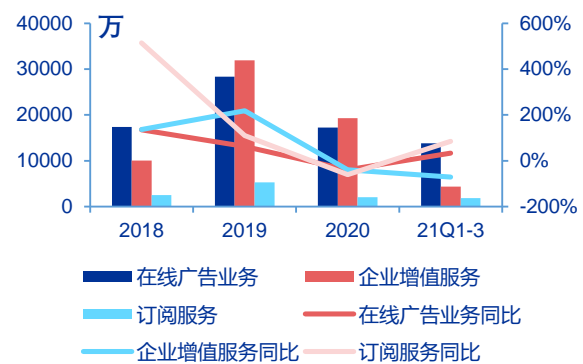
公司逐步调整以达到较为稳健的业务结构，企业增值服务扩张成效显著。从 2021 年第一季度公司将更多资源投向毛利率较高的业务，减少企业增值服务中毛利率较低的业务并按净额确认收入。2021 年前三季度在线广告业务、企业增值服务、订阅服务的营收分别为 1.4/0.44/0.18 亿，在线广告业务和订阅服务的占比增加，除业务结构调整因素外，还因公司更具创造性的广告营销方式和订阅服务的高质量供给，其中在线广告业务为主要营收来源，占比近 70%。考虑到企业增值服务收入确认方式的变化，引入总交易额作为补充指标，2021 第三季度企业增值业务总交易额为 6630 万，上年同期为 6640 万。其中毛利率较高的咨询服务收入和线下活动收入同比分别增长 14%和 72%，反映出公司在企业增值服务方面的扩张发力已逐渐取得成效。

图 5：2021 年起专注高毛利业务缩减部分企业增值服务



资料来源：公司公告，申万宏源研究

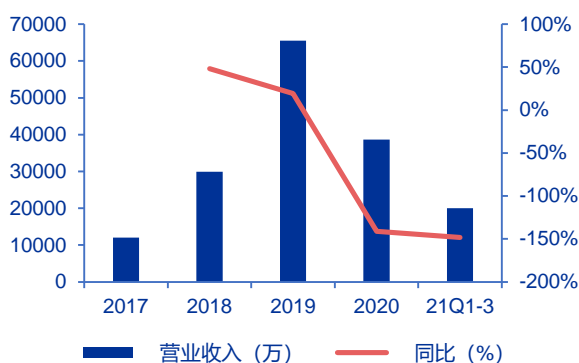
图 6：21Q1-3 三大主营业务恢复势头强劲



资料来源：公司公告，申万宏源研究

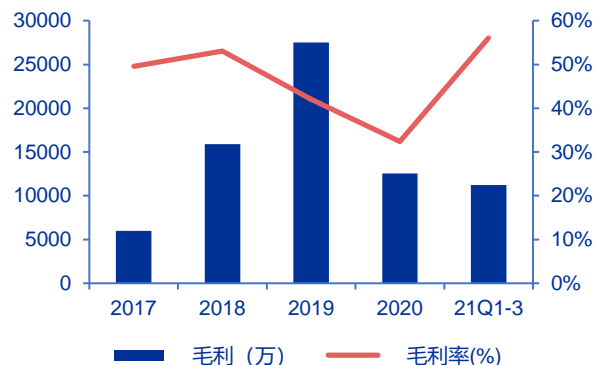
公司营收连续三年高速增长，疫情后业务结构调整背景下营收上升潜力巨大。公司 2017-2019 年复合增长率 133.24%，2020 年受疫情影响许多线下活动减少以及国内经济整体疲软，营收减少。2021 年前三季度营收规模较小是由于第一季度开始企业增值服务收入变为净额确认，前三季度净收入与总交易额存在 1.1 亿的差额，整体上疫情后营收存在上升趋势。随着公司逐渐将资源投向毛利率更高的业务且有效的成本控制措施的实施，2021 年前三季度毛利和毛利率显著提升，毛利率超过疫情前的水平，达到 56%。

图 7：营收连续三年高速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：业务结构调整后毛利率显著提升

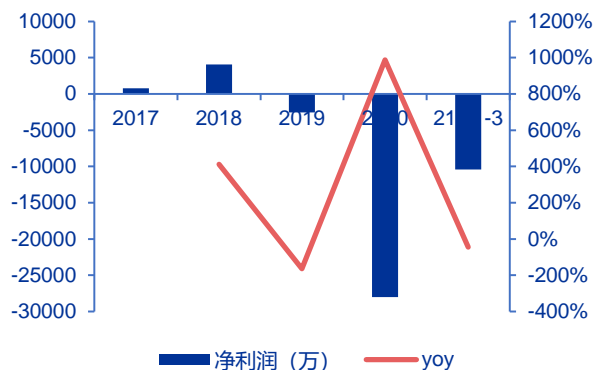


资料来源：公司公告，申万宏源研究



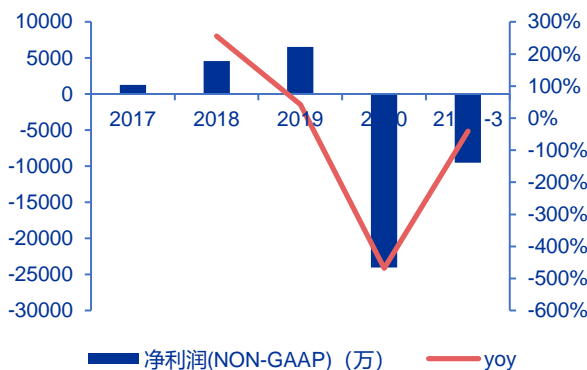
坏账准备短期内抬升费用水平，利润受疫情影响和新产品开发短期承压。2017-2018 年净利润增长较快，2019 年净利润为负主要由于管理费用大幅上升，为股权激励下薪酬开支的大幅增加导致，调整后净利润 2017-2019 年复合增长率 125.7%，2020 年调整后净利润为负由于营业开支增加：其中疫情下计提坏账准备计入管理费用的增加值最大；由于公司注重研发能力的增强以提升内容水平和服务质量，同时新产品如企服平台处于开发进程，研发费用稳定提升。由于公司获客成本较低，且 21 年已降低坏账准备计提水平，目前费用水平已趋于平稳。

图 9：2019 年净利润为负主因股权激励



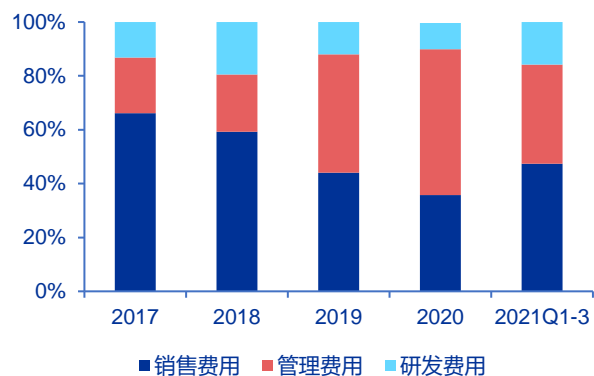
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：调整后净利润疫情下短期承压



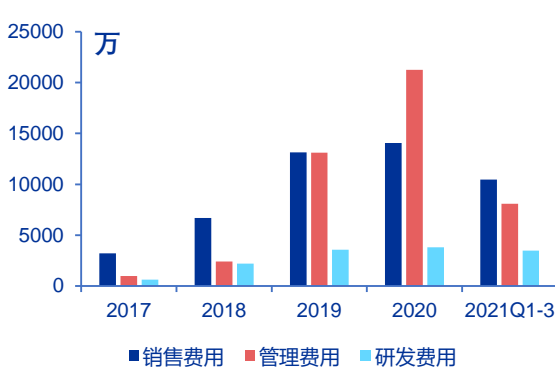
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：2021 年推广企服产品营销费用比重增加



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：管理费用短期内受坏账准备影响有所抬升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

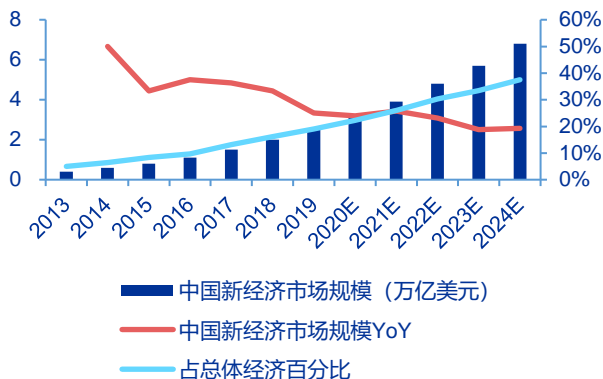
## 2. 新经济蓬勃发展，品牌培育和企业服务空间广阔

### 2.1 新经济规模快速扩张，科技创新引领未来增长

中国新经济发展势头强劲，市场规模快速增长。根据国家统计局和 CIC 定义，新经济为“新行业、新业态和新商业模式”的“三新”经济，一般指通过尖端技术和创新商业模式实现快速增长的业务，主要包括依赖科技进步的行业，如互联网、商业服务、软硬件技术，和传媒娱乐业；以及通过利用技术进步进行商业模式转型创新的传统行业，如消费零售、医疗保健、金融和能源行业。根据 CIC，2019 年新经济已占中国 GDP 总量 19%，成为拉动我国经济增长的重要力量。从市场规模角度，中国新经济 13/17 年市场规模为 0.4/1.5 万亿美元，GDP

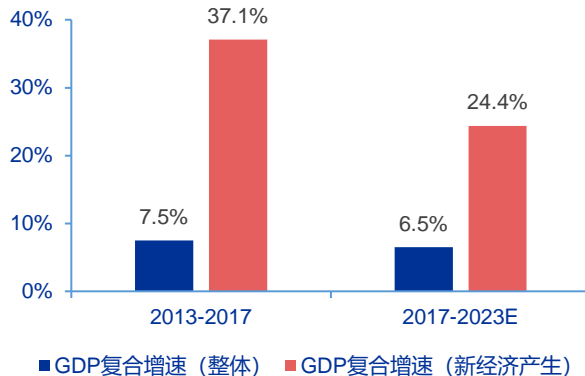
占比为 5.0%/13.2%，CAGR 达 37.1%（GDP CAGR 7.5%）；2017 年至 2023 年预计增速放缓，但依旧维持高增速，2023 年市场规模 5.7 万亿美元，GDP 占比 33.5%，17-23E CAGR 预计为 24.4%（GDP CAGR 6.5%）。

图 13：新经济市场规模及 GDP 占比逐渐攀升



资料来源：CIC，申万宏源研究

图 14：中国新经济维持高增速



资料来源：CIC，申万宏源研究

**科技引领商业变革，政策助力新经济腾飞。**每一次人类历史的迭代都是由于出现了全新科技应用于生产，造成生产力大突破，从而引发社会经济变革，诞生出全新经济模式和生活方式。政府出台一系列驱动、助力科技创新发展的政策，于 2015 年首次将“大众创业、万众创新”写入政府工作报告，而后相继将互联网化转型升级列为重点任务，拉开产业数字化变革序幕，构建工业互联网新格局，发展区块链技术作为自主创新重要突破口，明确“新基建”建设，全力支持国产芯片产业发展。一系列政策助力科技建设，新经济发展来日可期。

图 15：科技水平进步引领商业变革



资料来源：36 氪研究院，申万宏源研究

表 2：政策助力科技进步，新经济腾飞来日可期

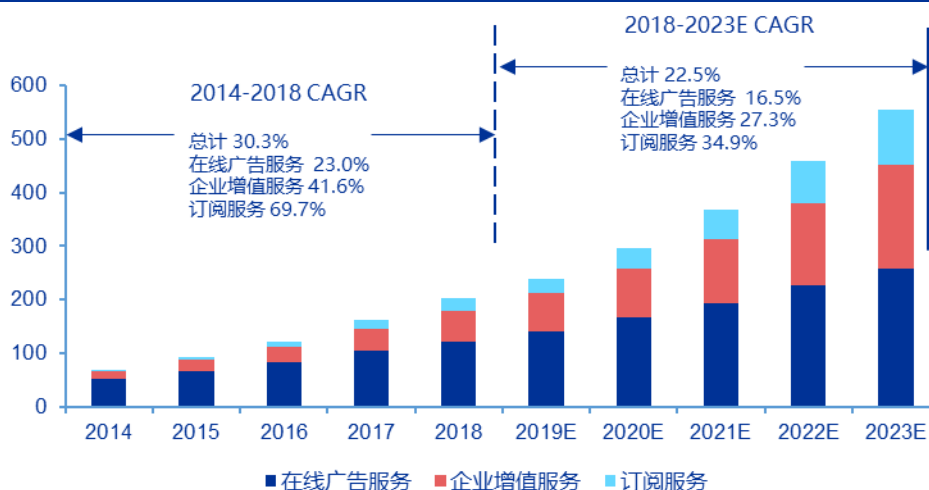
日期	内容
2015.06	国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，“大众创业、万众创新”首入政府工作报告，开启“双创”元年。
2015.07	国务院印发《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，将“互联网+”协同制造、“互联网+”现代农业、“互联网+”普惠金融等互联网化转型升级列为重点任务，拉开产业数字化变革序幕。
2017	国务院发布《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》，上下联动，“全国一盘棋”构建工业互联网新格局。

日期	内容
2019.06	工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照。5G 商用牌照正式发放，开启通信和经济发展新时代。
2019.10	习近平总书记强调，要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口。
2020.04	国家发改委首次明确“新基建”范围，提出将重点做好顶层设计、政策环境、项目建设、统筹协调四方面工作。
2020.07	国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，37 条政策举措支持集成电路和软件产业发展，国产芯片提速前行。

资料来源：《2011-2020 年中国新经济十年回顾研究报告》，申万宏源研究

**服务新经济相关的商业服务市场主要包括在线广告服务、企业增值服务和订阅服务市场，三大细分市场为新经济企业提供全生命周期的服务。**根据 CIC，这三个领域是新经济商业服务提供商的主要收入来源，且市场规模及渗透增速显著。三个细分市场的总规模从 2014 年的 70 亿美元增长到 2018 年的 202 亿美元，CAGR 约为 30.3%，预计 2018 年将以约 22.5% 的年均复合增长率进一步增长，到 2023 年达到 556 亿美元。

图 16：三大细分市场增速显著（单位：亿美元）



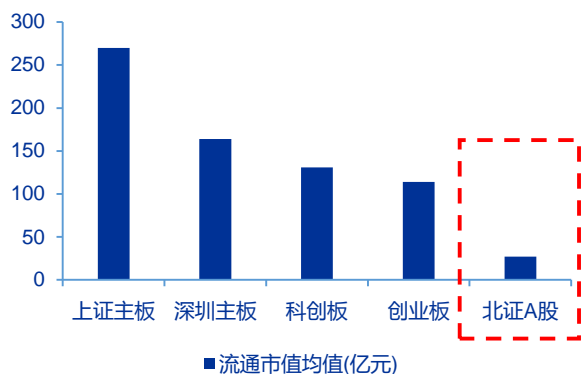
资料来源：CIC，申万宏源研究

**建立北交所为“专精特新”中小型科技企业拓展直接融资渠道，推动新经济领域不断发展。**

2021 年 9 月 2 日，习近平总书记在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会宣布设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。北交所的建立拓宽了创新型中小企业直接融资渠道，一定程度解决了创新型中小企业发展的资金问题。

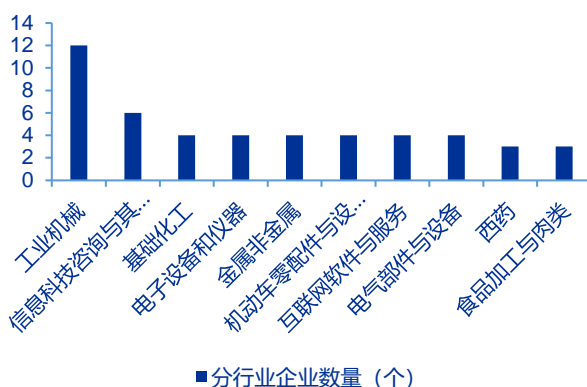
截至 2022 年 2 月 24 日，北交所共上市 85 家公司，流通市值均值 27 亿元，远低于上证主板、创业板等，为中小型企业服务的定位明显。85 家上市公司中，按照 Wind 四级行业分类来看，占比排名前三的行业分别为工业机械、信息科技咨询与其他服务、电子设备和仪器，分别有 12 家、6 家、4 家企业，占比分别为 14.12%、7.06%、4.71%，服务创新型企业的特征明显。随着北交所不断发展，有望解决更多创新型中小企业的资金问题，以创新驱动的新经济领域未来将具有广阔的发展空间。

图 17: 北交所聚焦中小型企业



资料来源: Wind, 申万宏源研究, 注: 数据统计于 2022 年 2 月 24 日

图 18: 北交所聚焦创新型企业



资料来源: Wind, 申万宏源研究, 注: 数据统计于 2022 年 2 月 24 日

## 2.2 在线广告已成主角，视频渠道占主流，企业品宣需求弱周期

**中国广告市场迎来复苏期，在线广告渗透率逐渐攀升。**2020 年受疫情影响，中国广告市场规模增幅跌落 6%，但互联网广告市场依托互联网增长惯性、用户增长红利及疫情为线上商业带来的机遇，2020 年依旧维持约 13% 的增速。2021 年相比 2020 年稳步复苏，整体广告市场增幅预计超 11%，在线广告市场增幅放缓，但增幅预计仍近 12%。互联网广告市场渗透率不断攀升，由 2018 年的 51.3% 增长至 2020 年的 59.5%，预计 2022 年可达 60.7%。

图 19: 中国广告市场规模逐步攀升



资料来源: Questmobile, 申万宏源研究

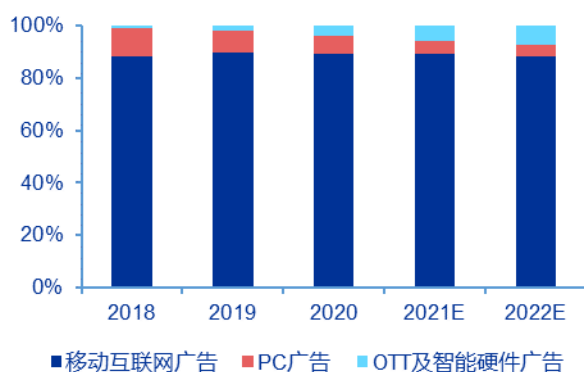
图 20: 2021 年互联网广告市场渗透率近 60%



资料来源: Questmobile, 申万宏源研究

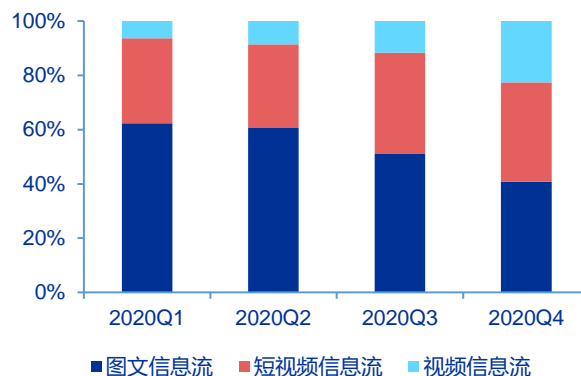
**移动互联网广告市场占据绝对优势地位，视频类信息流趋向成为主流广告形式。**移动互联网广告市场份额占据绝对优势，2018 年至 2020 年份额维持在 88%-90%，预计至 2022 年仍保持稳定，且占据绝对优势。OTT 及其他形式广告加速抢占 PC 份额，泛娱乐体验屏更加多元，大屏（电视、投影仪）及语音交互（智能音箱等）增加更多应用场景和连接方式，PC 的应用场景则越发固定，相应的广告投放市场也将紧贴流量趋势及用户应用趋势。视频类信息流广告受益于其直观性、创意丰富、高曝光率及强互动性的特点，增速较高，由 2020 年 Q1 的 37.7% 迅速增长至 Q4 的 59.2%，占比过半，趋向成为主流广告形式。

图 21：中国互联网广告市场各渠道占比



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

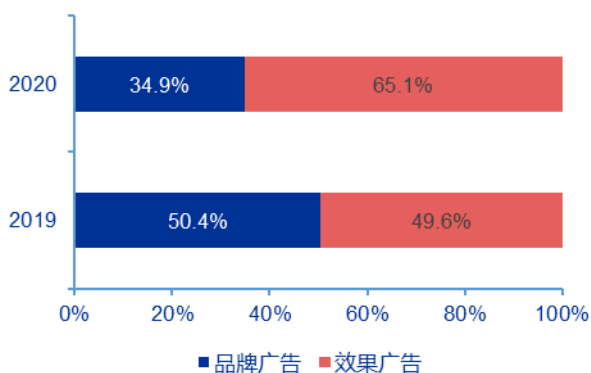
图 22：视频类信息流增速高，趋向成为主流广告形式



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

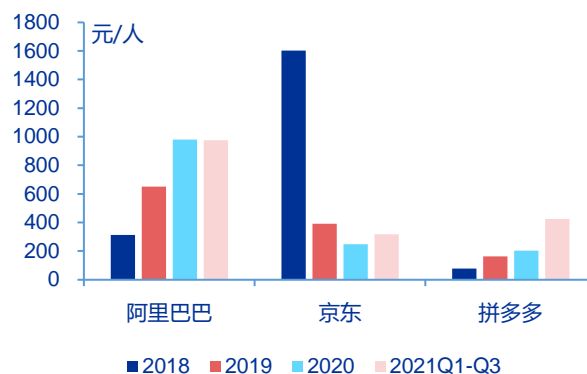
**效果型广告获客成本变高，品牌宣传型广告杠杆效应强，长期收益潜力大，品宣广告需求具有弱周期性。**广告主要分为获客广告和品宣广告，目前广告主广告更精准，效果类广告快速增长，由 2019 年 50% 的市场份额增长至 2020 年的 65%。目前移动互联网的人口红利见顶，基于活跃买家高速增长以获取收入高增长愈加困难，获客成本与顾客留存成本逐渐走高。相比之下，品牌广告更注重用户对品牌的认知，强调树立品牌形象，提高品牌市占率，以广告持久性为特点，杠杆效应较强，长期带来的收益潜力大。由于其长期性的特点，品牌商对品牌广告及品牌需求具有弱周期性，受经济环境负面因素影响相较效果型广告更小。

图 23：互联网广告市场品牌广告与效果广告占比



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 24：互联网存量市场各平台获客成本上涨



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

表 3：品牌广告见效慢，杠杆效应强，长期收益潜力大

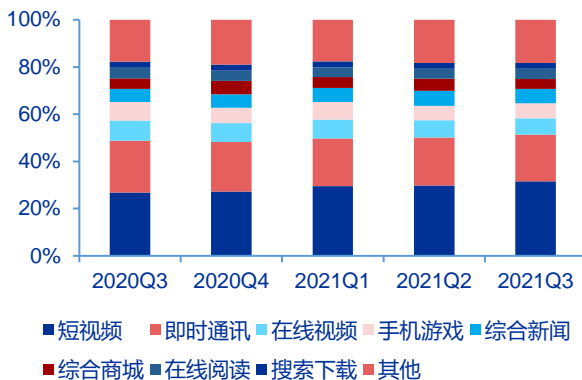
	品牌广告	效果广告
目的	使用户对品牌和产品的认知程度加深	促进销售，“花钱买流量”。考核的东西更为直观，例如CPC、CTR、CPA（激活、注册、购买）、ROI等
费用来源	一般来源是一个公司的市场费用	一般来源于一个公司的销售费用
所需的创意不同	注重创意，创意能提高用户对品牌的认知及留有好感，对视觉的制作要求很高	讲究能促使用户成交的创意即可，以用户的感受及需求为主，需要多方面测试
媒介选择	选择优质媒介资源，如门户网站的首页横幅、APP的开机画面，微信朋友圈	对媒介的选择只追求效果，不讲求是否优质，常选择信息流广告、搜索引擎
投放策略	品牌广告注重对投放全过程把控	一般从测试开始，是一个长期持续优化投放的过程

资料来源：申万宏源研究



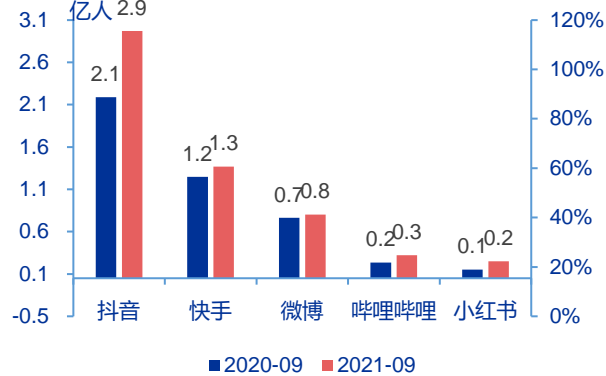
用户对内容渠道的青睐进一步加深，消费决策深度依赖内容平台等社交媒体。极光数据显示，中国移动网民人均 app 每日使用时长从 20Q4 的 5.0 小时逐季递增，21Q3 达到 5.5 小时，且每日短视频平台访问时长占比持续提高。根据 Questmobile，移动互联网用户对内容平台的依赖加强，用户日均访问短视频等典型内容平台各时长持续增加，各平台中日均使用时长超过 30 分钟用户（重度用户）规模均明显上涨。其中，小红书、抖音重度用户上涨较为显著，增长率分别达 95.7%、36.5%。CIC 一项中国消费者调查数据显示，75% 的消费者根据包括内容平台在内的社交媒体获得的信息，进行消费决策。

图 25：移动网民每日短视频访问时长占比持续提高



资料来源：极光，申万宏源研究

图 26：典型内容平台重度用户规模变化

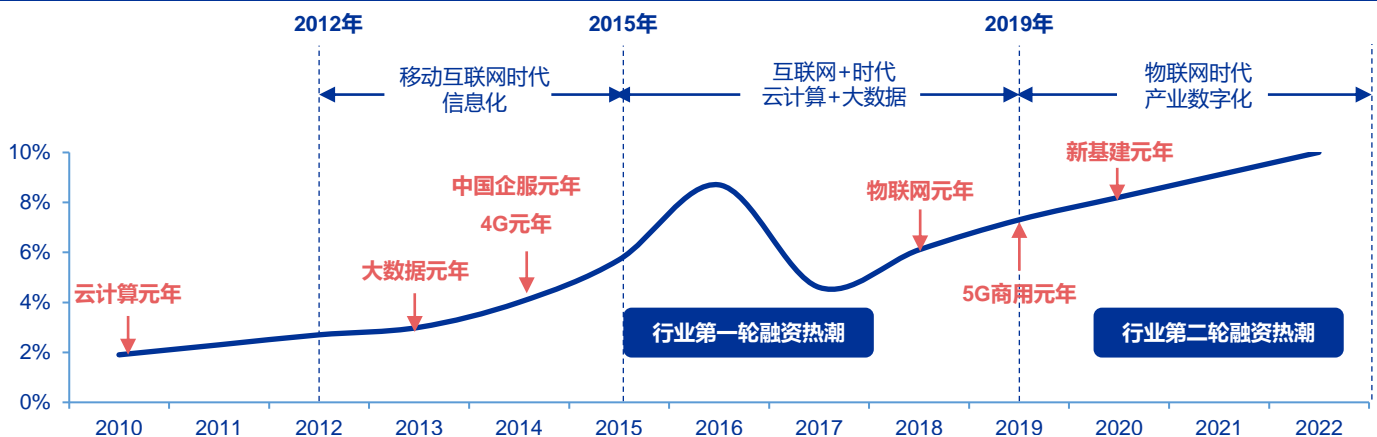


资料来源：Questmobile，申万宏源研究；注：重度用户指对平台的日均使用时长达 30 分钟以上的用户

## 2.3 历经十年发展，企服迎来黄金时代

中国企服行业历经十年发展，行业革新迎来新热潮。2010 年，工业和信息化部与国家发展改革委联合印发《关于做好云计算服务创新发展试点示范工作的通知》，确定在北京、上海、深圳、杭州、无锡等五个城市先行开展云计算服务创新发展试点示范工作，中国迎来云计算元年。2012 年，中国手机网民数量首次超过电脑上网网民数量，移动互联网时代来临。2015 年，政府工作报告首次提出“互联网+”，中国企服行业迎来第一次融资热潮，带来整体行业渗透率的提高。2019 年至今，5G、新基建的提出及发展为中国企服行业带来前所未有的发展机遇，行业迎来第二次融资热潮。

图 27：中国企服行业的十年



资料来源：T 研究，36 氪，申万宏源研究；注：曲线为中国 SaaS 渗透率趋势

**营销销售融合化发展，市场成熟，稳步攀升。**根据应用场景不同，企业服务可划分为人力资源、财税工法、协同办公、资源管理、营销获客、销售客服、中台及低/零代码、金融服务、数据和智能等类别。其中，由于技术发展促使广告主对从展现到成单的全链条监测分析需求提高，且品牌和效果的界限逐渐模糊，营销与销售的关系越来越远，趋于融合。营销销售是企服赛道中与企业创收能力直接相关的一项服务，市场规模庞大，2019 年已超 1.6 万亿，由于营销销售服务天然能够获取 PC 端与移动端的用户数据，具备较好的数据基础，先进技术的可用性与适用性相对较高，行业整体上发展较为成熟，预计未来增速维持在 14% 左右。目前，营销和销售系统逐步移动化、SaaS 化，营销云、销售云等概念兴起。

图 28：中国营销与销售企业服务市场规模



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 29：营销供给端格局，系统逐步 SaaS 化，营销云兴起



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

**SaaS 市场逐渐成熟，预计未来市场以中高速稳步扩张。**按照服务模式不同，企业服务可划分为外包型、租用型和平台型。其中，租赁型企业服务包括传统租赁和云服务，增长空间主要在云服务，以 SaaS 形式为主。中国 SaaS 行业呈现稳定增长态势，2020 年规模达 498 亿元，同比增长 32%。目前 SaaS 行业各细分赛道发展逐渐成熟，预计未来三年市场将以 27% 的 CAGR 持续扩张，预计 2025 年市场规模将超 1600 亿元。

**企服迎来黄金时代，政策红利助力行业起航。**2017 年至今，中国 SaaS 市场增速基本保持在 40% 以上，相比全球增速在 2020 年出现的负增长，中国企服市场具有巨大发展潜力。从市场规模角度，目前中国是千亿级市场规模，而欧美是千亿美元级别的市场规模；从行业渗透率角度，中国企服行业的渗透率约 10%，欧美已经达到 40%-50%，即中国市场相当于 2015 年欧美市场的状态，这体现了中国企服未来发展的广阔空间。此外，市场环境方面，政府政策鼓励企业数字化转型，推动企业上云。自 2020 年 SaaS 市场进入繁荣阶段，政府相继在新基建、数据资源整合及安全、企业数字化转型、云计算等方面推出行业鼓励政策，助推行业发展。

图 30：中国企服行业迎来黄金时代



资料来源：Gartner，海比研究院，申万宏源研究

表 4：政策助力企业服务行业腾飞

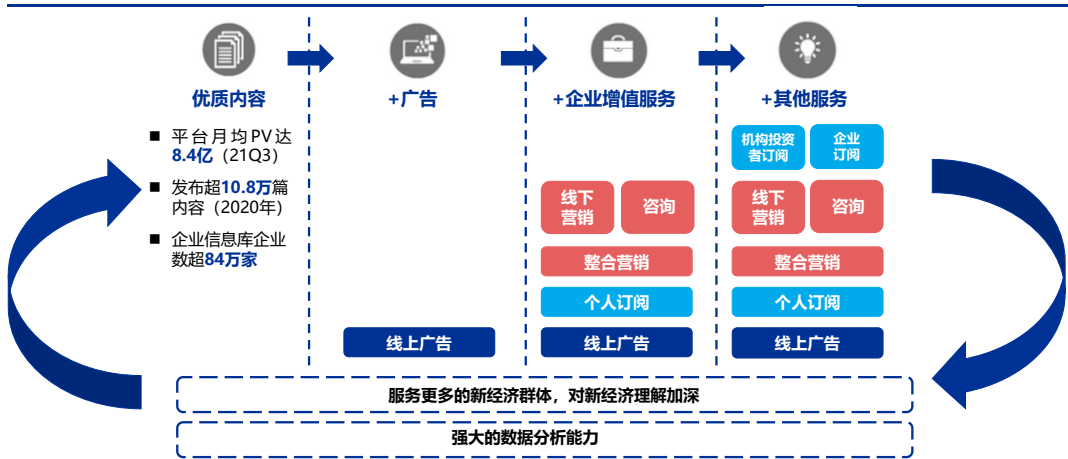
时间	内容
2020.3	政府工作报告提出“新基建”概念，加强新型基础设施建设。
2020.4	国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置的体制机制的意见》，加强数据资源整合和安全保护。
2020.9	国务院印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，运营5G、云计算、数字孪生、北斗通信等新一代信息技术，建设敏捷高效可复用的新一代数字技术基础设施，加快形成集团级数字技术赋能平台。
2021.3	“十四五”规划，提出加快云操作系统迭代升级，推动超大规模分布式存储弹性计算数据虚拟隔离等技术创新，提高云安全水平。

资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

### 3. 内容筑基：内容+团队+渠道构筑影响力护城河

**优质内容生产构筑坚实的影响力壁垒。**36 氪作为服务新经济平台，其全生态建构于基石业务——商业媒体内容业务之上。36 氪从报道新经济起家，目前已成为以科技驱动的商业媒体，依托顶级内容及团队和全维渠道辐射逐步确立影响力优势，构筑深厚竞争壁垒。从商业模式看，36 氪凭借内容的原创性与专业性，吸引大量流量，以高质量用户为主；积累流量，吸引客户投放广告，营收规模逐渐扩大，毛利率提高，扩展业务范围至企业增值和订阅服务；公司服务的新经济群体扩大，公司信息库规模扩大，数据分析能力增强，进一步提高内容质量，吸引更多流量，形成“优质内容-头部影响-价值流量-企业资源-优质内容”商业模式的良性飞轮。

图 31：优质内容是流量变现的基石



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：数据截至 2020 年 12 月 31 日

#### 3.1 专业团队打造优质内容，全渠道运营扩大平台影响力

**内容形式丰富，热门专栏吸睛。**公司为市场提供及时和富有洞察力的新经济相关内容，如新经济行业和企业深度报道、市场新闻、社论、评论及原创视频内容。公司内容涵盖行业广，包括技术、消费、零售、医疗保健和企业服务等。公司内容形式丰富，如文本、图片、音频和

视频。平台内容来源丰富，一方面通过内部原创团队进行创作，另一方面从专业的第三方提供商筛选内容。同时，公司撰写和发布主题专栏，以满足用户的多样化需求。

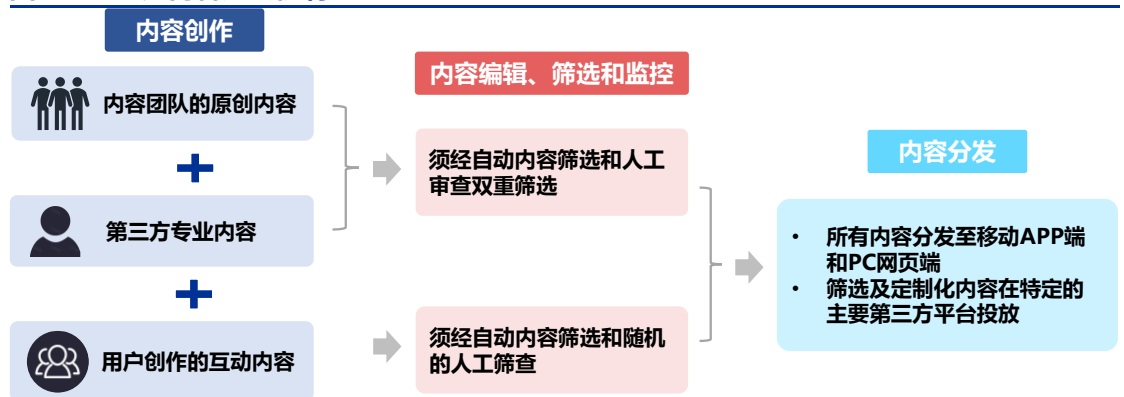
表 5：36 氪热门专栏

栏目	内容
八点一氪	提供过去 24 小时内有关新经济的每日晨间简报。
深氪	提供高质量和深度的商业分析和洞察，重点关注新经济的趋势话题。
智氪	提供有洞察力的商业研究和分析，涵盖上市公司的上市前后阶段。
新风向	根据新经济各方面的新趋势，提供专业、深刻的分析和意见。
快讯	提供有关新经济最新发展的简短咨询。
氪星研究所	专为引领潮流的公司、伟大的行业事件和传奇的商业人物提供原创和自制的视频。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**内容生产高标准、严要求，未来优质内容保障强。**平台内容生产流程包括内容创作、内容编辑、筛选和监控以及内容分发。内容创作包含原创团队、第三方及用户互动三个来源，打造集 PGC 和 UGC 于一体的综合型平台。公司拥有一支 84 人的专业内容创作团队，其中 42 人经验丰富，对新经济领域有深入的了解。此外，平台内容还源自新经济领域的专业第三方，如知名媒体、研究机构和 KOL。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已与超过 1000 家第三方专业内容提供商合作。内容编辑、筛选和监控包含自动和人工审查，自动审查 24h 运行，及时移除平台违规内容；人工审查具有多次交叉性，同时引入第三方专业人士进行审查，确保内容合规安全。内容分发方面，公司采用多渠道分发，包含自有平台（APP 和 PC 端）及第三方平台（微博、微信、B 站、头条、知乎、百度和新华网等）。

图 32：36 氪内容产生机制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**内容核心团队专业性强，组建一支深耕新经济的“特种部队”，股权激励计划留住优秀人才。**核心团队成员均来自专业财经媒体，如《第一财经周刊》、《人物》、《新京报》等，多人具备分析、投资及一线交易经验。为留存优秀人才，公司先后于 2014、2016 及 2019 年实施股权激励计划，2019 年用于股权激励的费用达 9117 万元。



图 33：内容核心团队均来自专业财经媒体



资料来源：36 氪，申万宏源研究

图 34：公司股权激励计划留住优秀人才



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**平台内容原创度高。**根据公司调研，36Kr 原创内容比例超 40%，为全职人员撰写，且公司无兼职人员，保证内容质量。相比之下，虎嗅文章转载比例达 90%-95%。

**内容运营方向年轻化、视频化、精细化，为品牌传播的年轻化、多样化保驾护航。**  
**年轻化：**公司开设 svg 栏目，用户可以滑动图画来阅读，内容更易读；使用年轻受众喜欢的各种梗，如“调休”、“B 站青年”等，使内容更年轻化。  
**视频化：**公司 2020 年在短视频端发力，截至 2021 年 7 月，全网粉丝数超 500 万。  
**精细化：**36 氪媒体矩阵，覆盖各垂直产业及受众，如后浪研究所针对年轻群体，36 氪 Pro 更注重创投相关内容。三大运营方向确保品牌朝着年轻化、多样化发展。

图 35：三大内容运营方向为品牌传播的年轻化、多样化保驾护航



资料来源：36 氪媒体手册，申万宏源研究

**全渠道内容平台运营，发力短视频未来可期。**公司采取多渠道运营策略，一方面，36 氪站内涵盖 PC 和 APP 端，积累站内自有流量，截至 2021 年 6 月，实现全球累计读者总数 1.5 亿；另一方面，公司在站外多渠道进行内容铺设，包括微信、微博、B 站、头条、知乎、新华网，粉丝数分别为 380w/333w/193w/49w/37w，汇集站外流量。此外，36 氪发力视频端，在 B 站、抖音、小红书等多个平台铺设视频内容，其中 B 站、抖音粉丝数分别实现 78w/395w，位居 B 站知识大类第一梯队，是抖音财经科技类的 TOP 账号。同时，公司聚焦财经内容，入驻多家热门财经平台，包括雪球、同花顺、富途证券等，覆盖全网二级市场的主要社交、讨论平台，目前平台内容日均全网 PV 达 W+。此外，氪积极向多城多国横



向发展，国内已布局重庆、广东、江苏、山东、陕西等 10 个重要地区，海外已布局日本、新加坡、印尼、马来西亚和菲律宾，澳新和欧洲五国。

图 36：全渠道内容平台运营



资料来源：36 氪，申万宏源研究；注：数据截止 2021 年 6 月

图 37：36 氪在 B 站多条视频破百万播放量

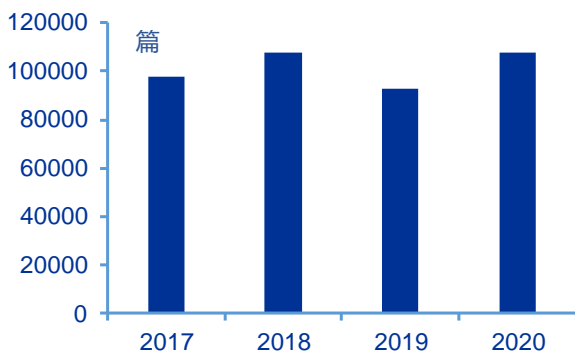


资料来源：B 站，申万宏源研究；注：数据截止 2022 年 2 月 24 日

### 3.2 形成坚实影响力壁垒，海内外影响力不断提升

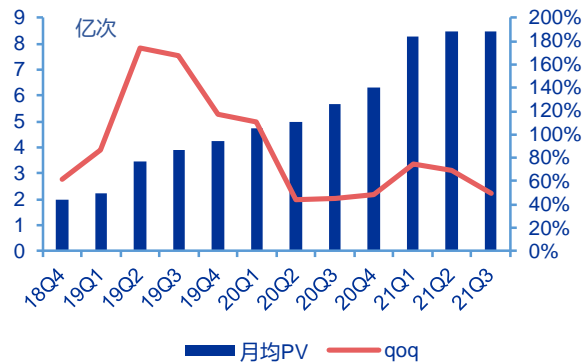
**36 氪内容平台生产力强，影响力不断提升。**2018 年至 2020 年，36 氪每年生产内容约 10 万篇，2021H1 微信主号阅读量超 10 万的内容超过 350 篇，平均每周超过 13 篇内容实现阅读量 10w+。全网粉丝数超千万，月均 PV 持续增长，2019Q1 至 2021Q3，月均 PV 从 2.254 亿次增长至 8.487 亿次，2021Q3 季度同比增长率接近 50%，日均 PV 超 2400 万，平台影响力不断增强。

图 38: 年产内容约 10 万篇, 内容生产力强大



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

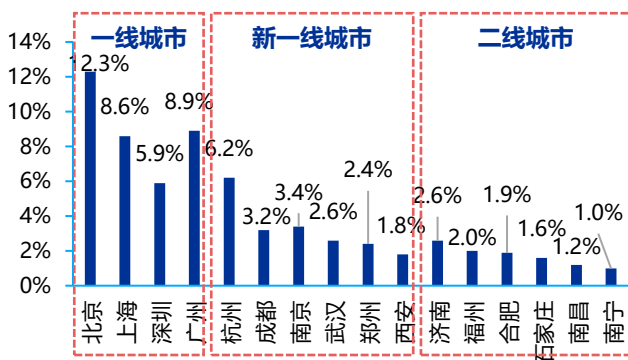
图 39: 月均 PV 持续增长



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

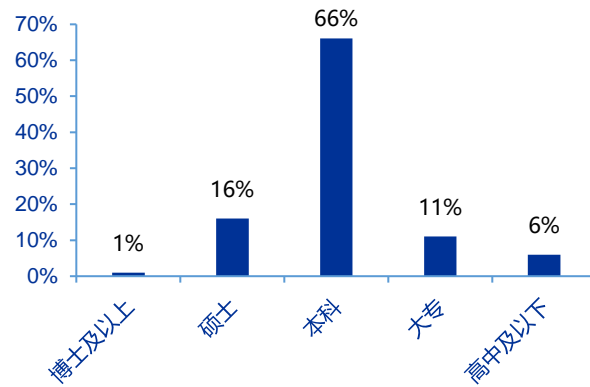
**强影响力沉淀高价值流量, 巩固头部精英圈层影响力。**顶级内容和全维渠道辐射放大 36 氪影响力, 吸引优质流量, 沉淀大量具有较高商业价值用户。从用户画像看, 36 氪典型用户包含全年龄段头部精英人群 (头部大咖、商业经营、白领和学生), 拥有较高的知识和收入水平, 普遍关心 IT、金融和互联网行业动态和最新咨询。同时 36 氪超级用户 (付费购买过 36 氪产品) 企业 C X O、VP & 创始人 & 投资人占比 55%, 年薪在 70 万以上占比 46%。这表明 36 氪已在一二线城市高知、高收入精英圈层收获认可, 并不断巩固自身影响力。

图 40: 36 氪用户主要分布在高线城市



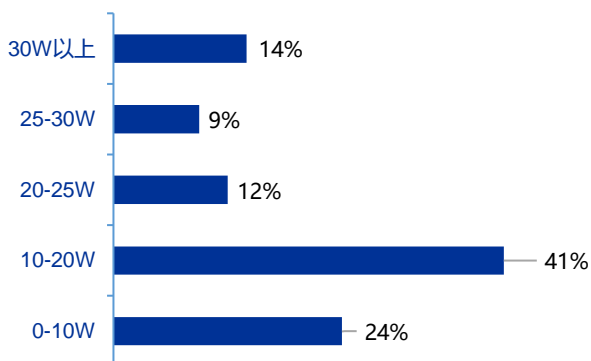
资料来源: 36 氪, 申万宏源研究

图 41: 36 氪用户中高知人群占比接近 80%



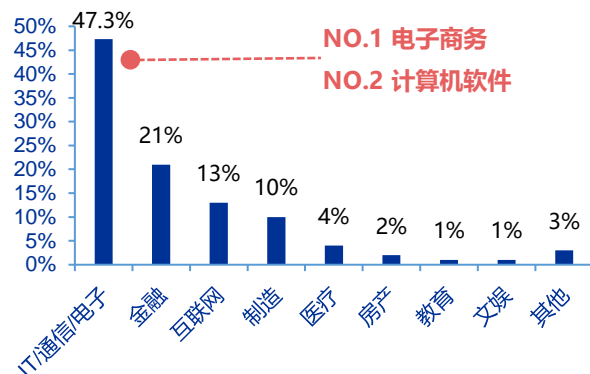
资料来源: 36 氪, 申万宏源研究

图 42: 36 氪 35% 用户年薪 20 万以上



资料来源: 氪, 申万宏源研究

图 43: 36 氪超 7 成用户关心 IT、金融和互联网行业



资料来源: 氪, 申万宏源研究

**加强权威媒体平台及政府机构合作，持续拓展海内外影响力。**基于优质内容和全渠道运营形成的核心优势，平台不断取得海内外权威机构的认可。36 氪先后与优酷、新华网、人民日报等平台合作制作《F.I.T 无数世界》科技跨年晚会、《了不起的中国企业》、中秋探月 H5 等媒体项目，取得央媒及国内媒体平台认可。同时，平台还与地方政府合作，立足地方站，为地方政府和企业提供分析、咨询、投融资对接等服务。此外，36 氪与谷歌、彭博达成内容合作，后浪研究所文章被环球时报翻译转载，受到海外媒体认可。2021 年 11 月，36 氪研究院成功加入算术研究联盟，研究能力得到肯定。36 氪在生产泛商业、泛财经原创内容方面的卓越能力与影响力得到多方认可。

**表 6：36 氪取得国内媒体平台、政府机构及海外媒体的认可**

日期	事件
2020.12	作为优酷独家科技媒体合作伙伴，36 氪助力优酷打造了《F.I.T 无数世界》为主题的第一届科技跨年晚会
2021.03	与新华网在泛商业视频内容制作和新经济服务方面建立了战略合作关系，合作制作《了不起的中国企业》
2021.06	成功举行河南金水大会，加深与政府合作关系，地方站作为 36 氪与地方政府进行合作对接的直接主体，立足地方产业，为地方政府和企业提供行业分析、产业咨询、投融资对接等服务
2021.Q2	与谷歌合作共同创立 google.36kr.com 网站，帮助谷歌直播多场针对游戏、品牌营销及跨境电商品牌化转型的线上论坛及内容传播
2021.08	与全球商业、金融信息和新闻资讯提供商彭博达成内容合作，成为彭博终端新闻信源
2021.09	与人民日报进行中秋探月的 H5 合作，全网总曝光量超 5000 万
2021.11	后浪研究所文章首次被环球时报翻译转载
2021.11	36 氪研究院成功加入算术研究联盟，研究能力得到认可

资料来源：36 氪公众号，申万宏源研究

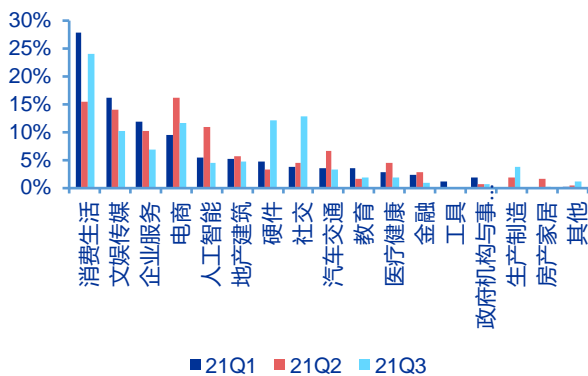
## 4. 主营业务有机增长，企服平台打造新增长曲线

### 4.1 在线广告业务具备韧性，有望实现量价齐升

#### 4.1.1 新经济发展+品宣需求增加，广告业务优于行业

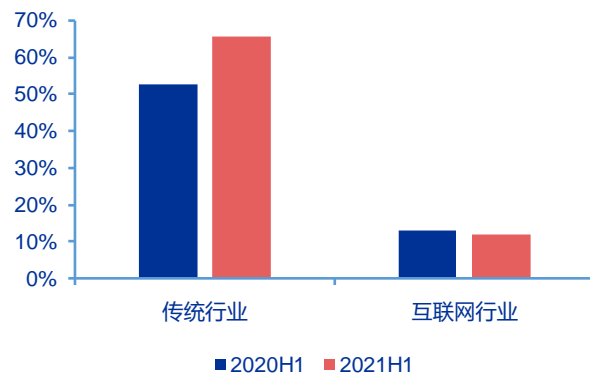
**新经济蓬勃发展与企业品牌宣传需求持续提升，36 氪在线广告业务表现优于行业。**21Q1 至 21Q3，新经济保持高增速蓬勃发展，消费生活、文娱传媒、电商、社交和硬件等赛道都展现出高景气。2021 年在互联网广告行业整体承压环境下，新经济发展助力 36 氪广告业务持续高速增长。此外，从企业广告需求角度，20H1 和 21H1，正在经历商业模式革新的传统行业对于品牌宣传需求与日俱增，传统行业品牌广告占比从 52.6% 上升至 65.5%，互联网行业品牌广告占比从 13.1% 下降至 12%，随着互联网行业逐渐进入高质量存量发展阶段，互联网企业品牌宣传需求预计也有所提升，而 36 氪强大的内容生产力为品牌宣传奠定了良好的基础。新经济各赛道高景气高增速发展与客户对品牌宣传服务需求提高，帮助 36 氪在线广告业务具备韧性。2017 年至 2019 年，在线广告业务营业收入从 0.74 亿元上升至 2.83 亿元，CAGR 达 95.76%，2020 年受疫情影响，营业收入下降至 1.73 亿元；**2021Q1-Q3，同期互联网广告市场同比增长 24%，36 氪在线广告业务同比增长 34%，超行业平均水平。**

图 44：36 氪受益于新经济各赛道高景气



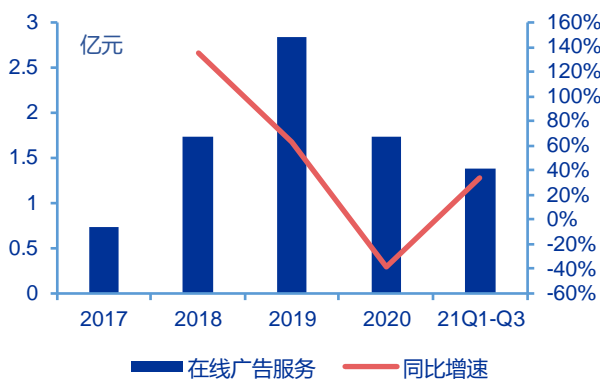
资料来源：36 氪，申万宏源研究

图 45：互联网行业企业品牌宣传需求或有所提升



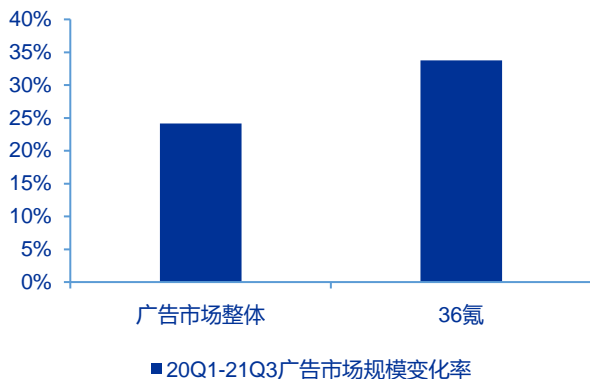
资料来源：Questmobile，申万宏源研究

图 46：2017 年至 2019 年在线广告业务持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 47：36 氪广告业务具有韧性



资料来源：公司公告，Questmobile，申万宏源研究

#### 4.1.2 内容高质量强影响：微信端内容发展成熟，短视频打开 C 端用户增长空间

**36 氪微信公众号发展成熟，具有溢价能力。**完善的微信公众号矩阵满足不同人群的需求，旗下设有“36 氪”、“36 氪 Pro”、后浪研究所、超人测评等多个微信公众号，截至 2021 年 6 月，微信公众号粉丝约 380 万，每周超过 4 篇推文阅读量超 10 万。21Q3 公众号中阅读量 10W+ 推文数量达到 185 篇，阅读量 20W+ 推文数量环比增长 124%，21Q4 首次出现阅读量超 30W+ 爆款内容。反映 36 氪平台影响力仍在继续增强，价值收到各方认可。我们认为 36 氪微信公众号矩阵影响力持续提高有助于广告客户和客单价的量价齐升，增厚广告业务营收。线下调研显示 36 氪微信公众号的广告费用为 80 万/条，高于当前行业平均水平 50 万/条，36 氪微信公众号已具有一定的溢价能力。

表 7：36 氪形成微信公众号矩阵

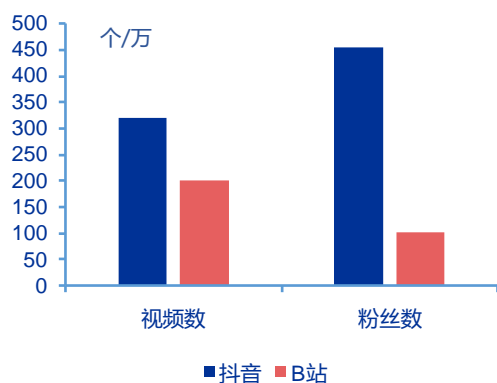
微信公众号	注册时间	定位	原创内容 (篇)	预估粉丝数 (万)
36 氪	2017 年 12 月 18 日	官方公众号平台	4023	412
36 氪 Pro	2017 年 5 月 8 日	独家、深度、前瞻，为 1% 的人捕捉商业先机，面向商业精英、企业高管	2173	34
后浪研究所	2019 年 10 月 11 日	年轻态公众号	202	19

超人测评	2018 年 1 月 18 日	测评商品	483	35
36 氪财经	2017 年 8 月 10 日	财经类	378	2.6
36 氪华南	2021 年 9 月 3 日	聚焦大湾区	144	1.3
数字时氪	2021 年 9 月 6 日	记录中国产业故事，推动全球数智发展	95	0.8

资料来源：微信公众号，西瓜数据，申万宏源研究，注：原创内容数据截至 2022 年 2 月 24 日，粉丝数数据截至 2022 年 2 月 11 日

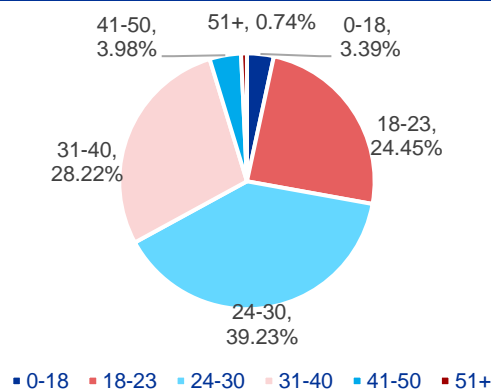
**布局短视频拓展 C 端用户，有望拓展 2C 客户数量。**36 氪 2020 年 8 月分别于抖音、B 站发布第一条视频。截至 2022 年 2 月 24 日，在 B 站发布视频 200 个，粉丝超百万，播放量最高的视频《这才是 99% 中国人的工资真相》累计播放量高达 630.8 万；在抖音发布 321 个视频，粉丝超 450 万，其中 18-30 岁的粉丝占比接近 65%；对东京奥运会经济解读获得约 135 万点赞。短视频平台的布局使 36 氪触达安慕希、英特尔等 2C 客户，截至 2021Q3，短视频平台的广告收入约占在线广告收入 10%，未来随着短视频内容的发展，36 氪品牌的影响力提升，或有更多 2C 客户选择 36 氪平台作为广告投放方。

图 48：36 氪短视频内容形态发展迅速



资料来源：B 站，抖音，申万宏源研究，注：数据截至 2022 年 2 月 24 日

图 49：抖音粉丝偏 C 端，呈年轻化趋势



资料来源：飞瓜数据，申万宏源研究；注：数据截至 2022 年 1 月 22 日

**短视频业务拓展客单价，未来提升空间广阔。**内容影响力提升和短视频等内容形式的创新驱动 36 氪广告客单价稳步提升，21Q3 广告业务客单价已达到 27.8 万元/条，连续三季度增长。从广告形式看，相较图文广告，短视频广告具备更强破圈宣传效果，是培养用户心智高效手段。根据 B 站植入视频和定制视频广告单价看，账号“硬核的半佛仙人”粉丝数 650.28 万，植入视频和定制视频的最低客单价均超 40 万/条；与 36 氪同为机构账号的观察者网（粉丝数 721.05 万）和央视新闻（粉丝数 815.69 万）定制视频最低客单价分别为 45 万元和 50 万元；抖音平台 21~60s 广告最低报价为 2 万/条，账号“财经林妹妹”粉丝数 661.9 万，21~60s 广告费用为 15 万/条，账号“温义飞的急救财经”粉丝数 1068.7 万，20~60s 广告费用最低价 49 万/条。随着 36 氪在短视频平台的发力，粉丝数和影响力不断提升，广告业务客单价仍有较大的提升空间。

表 8：36 氪在 B 站和抖音平台广告客户客单价有广阔提升空间

平台	账号名	粉丝数 (万)	植入视频 (万/条)	定制视频 (万/条)	20~60s 广告 (万/条)
B 站	硬核的半佛仙人	650.28	40	59	
	观察者网	721.05	19	45	
	央视新闻	815.69	28	50	



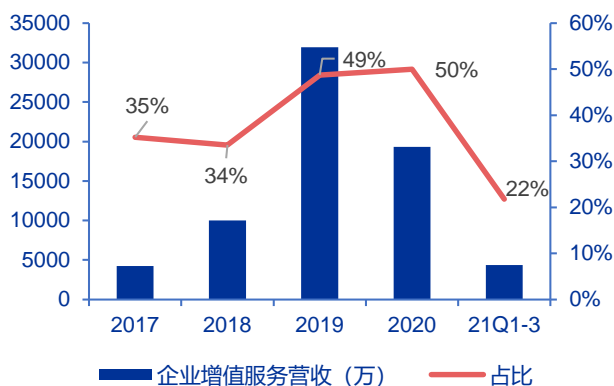
抖音	财经林妹妹	661.9	15
	温义飞的急救财经	1068.7	49

资料来源：新站，巨量星图，申万宏源研究，注：数据截至 2022 年 2 月 24 日

## 4.2 企业增值服务着力扩张，孕育全新增长机会

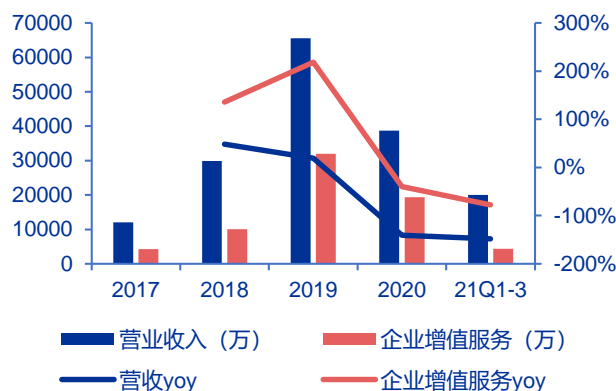
企业增值服务乘市场数字化转型东风迎来发展新机遇。36 氪企业增值服务业务分为线下活动、整合营销、咨询服务以及正在着力发展的企服点评平台。2021 年第三季度企业增值服务收入为 2250 万，可比口径下的总交易额 6630 万，去年同期为 6640 万。2017-2020 年企业增值服务在营收中的占比保持在 30-50% 的较高比例，公司逐步调整业务结构，将更多的资源投入到毛利率较高的业务中，为企业增值服务方面的扩张发力，2021 年第三季度企服业务中毛利率较高的咨询服务收入和线下活动收入同比分别增长 14% 和 72%，扩张成效显著。2020 年开始测试运营并实现商业化的企服点评平台，是国内覆盖种类最多、最全面、最标准的企业决策平台，随着数字化转型市场机会的到来有潜力助力抬升公司营收天花板。另外，北交所的建立为公司打开了服务更多“专精特新”中小企业的机会，带来新的增长机会。

图 50：企业增值服务的营收占比较高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 51：企业增值服务孕育新的增长机会



资料来源：公司公告，申万宏源研究

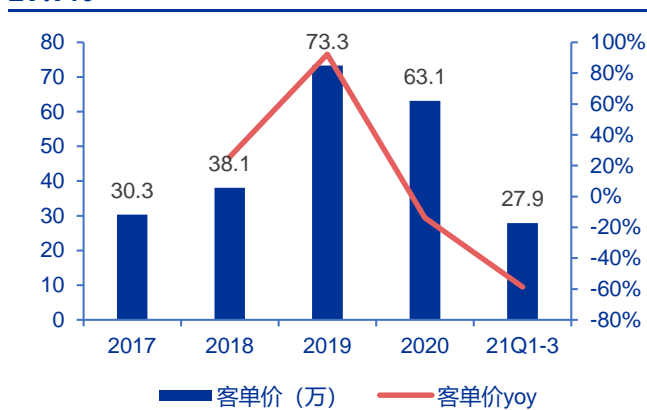
公司不断挖掘增量业务的创新和增长空间，深入触达新经济各领域用户。公司为初创企业建立公司知名度以获取更多融资及合作机会；为投资机构挖掘潜在高增长新经济企业；助力传统企业完成数字化转型；为当地企业提供咨询服务以寻求最优宏观经济增长路径。企业增值服务客户数自 2017 年 140 个增加至 2020 年 306 个，年复合增长率 29.8%，2020 年受疫情影响线下活动减少客户数略有减少，2021 年客户数减少主因营收结构调整。客单价自 2017 年 30.3 万增加至 2020 年 63.1 万，年复合增长率 27.7%，2021 客单价减少主因口径变化。

图 52：企服服务客户数 17-20 年复合增长率 29.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 53：企服服务客单价 17-20 年复合增长率 27.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 4.2.1 线下活动深度链接六大社群 打造知名 IP

**线下活动深度链接六大社群，增强 36 氪品牌认知度和影响力。**公司搭建形式多样以新经济为主题的线下活动，包括峰会、论坛、行业会议、粉丝节等，疫情背景下增加了线下活动与线上直播结合的形式，为新经济参与者提供平台制造商业合作和投资机会。**其中一年一度的 WISE 大会作为公司重磅 IP 已连续举办 9 年，不断增强公司的品牌粘性和商业化能力。**2021 年第九届 WISE 新经济之王峰会主题为“硬核时代”，由 36 氪与抖音独家合作，会议横跨 8 个平行会场，邀请了上百名来自 TMT、AI 机器人、碳中和新能源、跨境电商等热门赛道的企业家、投资人、经济学家、行业专家。3 天的线下峰会在抖音平台独家直播，总流量过亿，达成线上线下联动的传播升级。

**定制化线下活动拓展传统增值服务的边界。**例如与比亚迪合作组织的开发者创新竞赛，是公司针对政府客户和大型行业领导者制定的创新创业竞赛服务模式，该竞赛吸引了众多的开发者参与，并为智能汽车行业提供了无数新的解决方案。这场竞赛是比亚迪向开放创新过程迈出的第一步，同时开发商可获取比亚迪的资源及其智能开放生态系统，达到双赢。

图 54：线下活动形式多样



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

### 4.2.2 咨询服务或成未来重要增长点

**36 氪研究院核心优势明显，研究能力获权威认可。**36 氪研究院协助政府和企业客户进行目标行业研究，并根据客户需求提供定制解决方案。2021 年 11 月 36 氪研究院成为算术研究联盟的成员，该联盟由人民数据和巨量引擎发起，由波士顿咨询集团、凯度集团、中国国际电子商务中心、中信建投研究院等国内外领先研究机构和专家组成，旨在依托精准的数据研究推动未来产业前瞻布局和发展。

图 55：36 氪研究院核心优势



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 56：产品服务矩阵完善



资料来源：公司官网，申万宏源研究

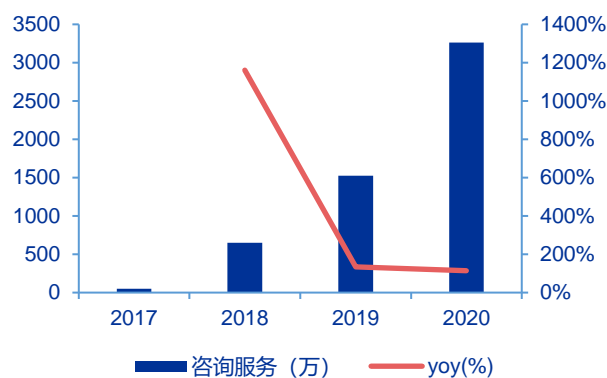
**咨询业务上新台阶，或成未来增长点。**36 氪研究院发布的研究报告受业内专业人士一致好评，企业层面已与大众中国、苏宁易购、携程、京东、字节跳动等建立了深度合作关系，政府层面与国务院、国家发改委、中央网信办、工信部、杭州西湖区政府等提供过咨询服务。**咨询业务营收 2017 年 61.6 万增加至 2020 年 3262.2 万,增长态势强劲。**企业方面，陆续增加大企业的订单，如与阿里巴巴合作发布了《2021 年中国出行行业数智化研究报告》，并帮助领先的高科技公司字节跳动和小米发布了行业研究报告。**在政府方面，拓展地方站点数量，加深与政府合作，**地方站是 36 氪连接地方政府和企业的直接主体，是深入了解当地科创市场和地方特色的窗口。目前地方站已在华南、华东、西北、西南实现布局，未来将继续拓展更多站点，拓宽公司商业化路径。

图 57：36 氪研究院与大型企业和政府部门合作



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 58：咨询业务营收增长态势强劲



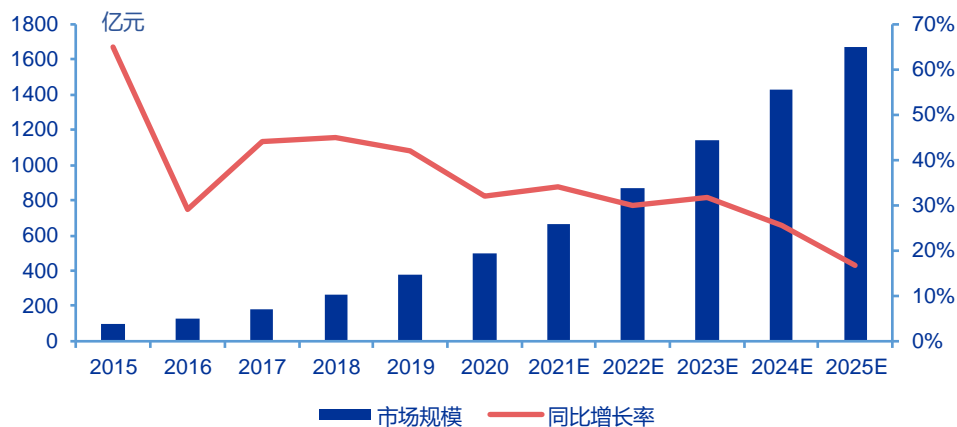
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 4.2.3 企服点评平台解决行业痛点 助力企业增值服务新增长

**多因素促 SaaS 行业迎黄金时代。**2015 年至 2020 年，国家政策不断推动企业数字化转型，加之云计算技术日益成熟，我国 SaaS 市场规模从 . 亿元增长至 . 亿元，CAGR

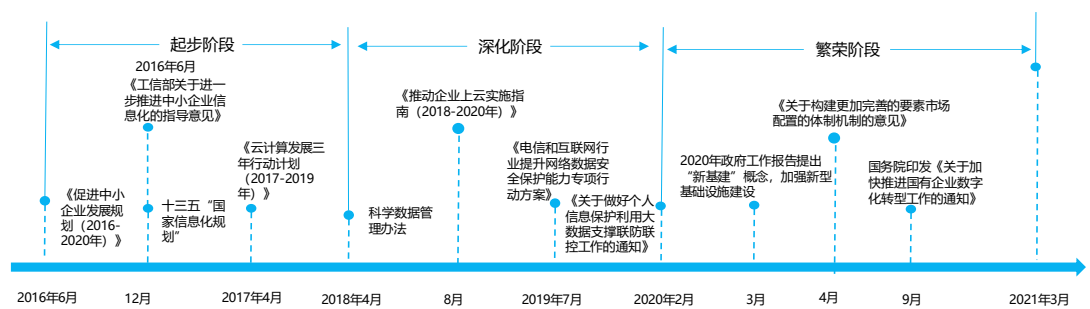
达 38.18%。2020 年受疫情影响，企业数字化需求增加，企业对 SaaS 整体的认识和接受程度提升，催化 SaaS 行业发展，超 10% 用户付费。2020 年 SaaS 用户数达 915 万家，付费用户数量 102 万，占比超 10%。SaaS 行业正迎来发展的黄金时期，预计 2025 年市场规模突破 1600 亿元。

图 59: SaaS 行业快速发展



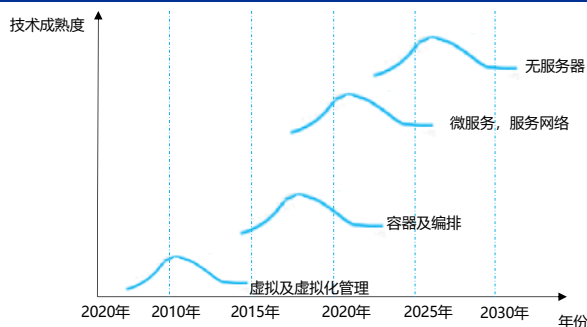
资料来源：海比研究院，申万宏源研究

图 60: 国家政策鼓励企业数字化转型



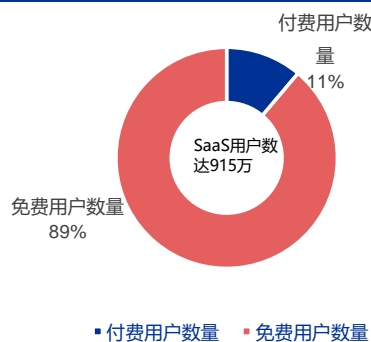
资料来源：海比研究院，申万宏源研究

图 61: 基础设施云计算日益成熟



资料来源：海比研究院，申万宏源研究

图 62: 疫情催化 SaaS 行业发展，超 10% 用户付费

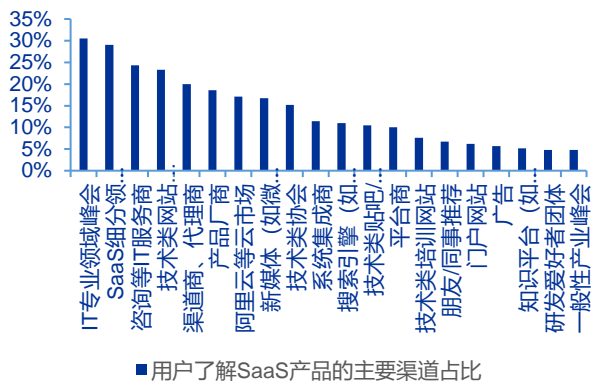


资料来源：海比研究院，申万宏源研究

伴随着 SaaS 行业的不断发展，行业痛点亟待解决。从买方角度，2020 年 SaaS 厂商数量 4500 家，约有 7000 款 SaaS 产品，而买方获取 SaaS 产品信息的渠道分散，尚未完善的 SaaS 产品内容平台为买方决策提供参考依据，增加买方获取信息成本，加剧信息不对称，提

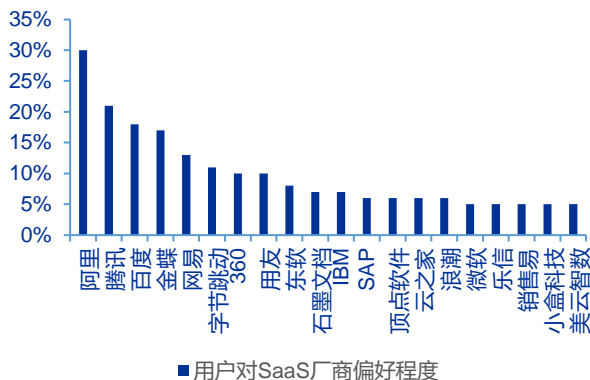
**高决策难度。**从卖方角度，接近 70% 用户偏好阿里、腾讯、百度等厂商的产品，大量中小微厂商难以获得用户青睐，**获客成本较高。**

图 63：买方获取 SaaS 产品信息渠道分散



资料来源：海比研究院，申万宏源研究

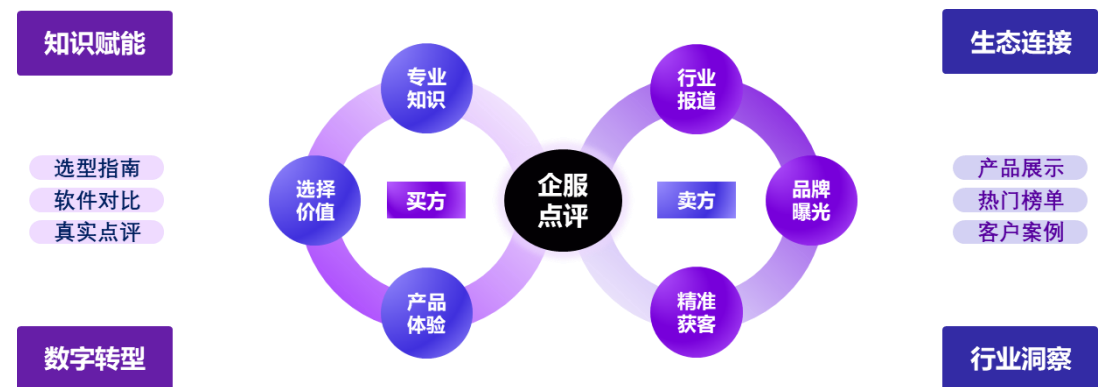
图 64：用户偏好集中，中小型厂商获客难度大



资料来源：海比研究院，申万宏源研究

**36 氪于 2020 年 10 月推出国内第一家综合企业服务决策平台——企业服务点评平台，充分结合 36 氪的优势，意在解决行业痛点。**基于“独立、公正、第三方”的定位，在买方角度，36 氪利用自身积累的超 80 万家企业数据，搭建庞大的产品信息库；同时凭借强大的内容创作能力，整合产品信息，为买方提供全面、综合的产品信息。在卖方角度，36 氪的品牌影响力吸引头部尝试入驻平台，帮助中小型卖方获得品牌曝光，降低获客成本；而且将用户对产品的使用情况反馈给卖方，使卖方能及时更新迭代产品，以期不断契合买方需求。

图 65：36 氪推出企服点评平台解决行业痛点

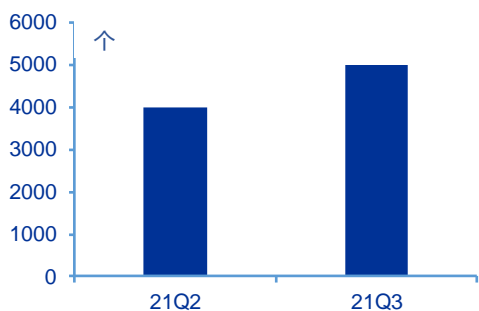


资料来源：公司官网，申万宏源研究

**企服点评平台初显规模，日益完善。**截至 2021Q3，36 氪企服点评平台涵盖 15 个企服行业和 200 个细分行业，覆盖近 5000 款软件应用，近 400 家商家入驻平台，含腾讯、金蝶等知名厂商，平台平均日活环比增加 109%，评论数量环比增加 57%，提供个人信息的潜在客户平均转化率从 2021Q2 的 0.08% 上升至 0.24%，环比增长 200%。截至 2022 年 1 月，已形成从易用性、性价比、售后服务等多维度的周度、月度、季度评价榜单，有效降低交易双方信息不对称程度，为买方购买产品和卖方完善产品提供了参考依据。

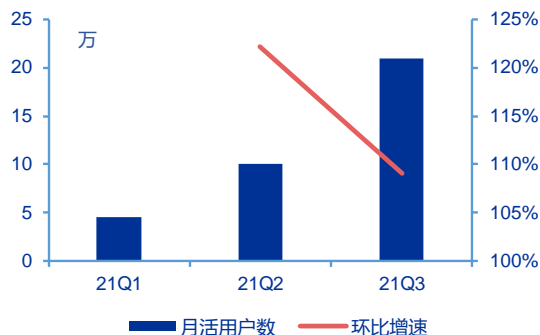


图 66: 截至 21Q3 已收录软件数 5000 个



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 67: 月活保持高环比增速



资料来源: 公司官网, 公司公告, 申万宏源研究

**他山之石，窥见未来，36 氪企服点评平台助力 36 氪企业增值服务新增长。**对标成立于 2012 年的类似平台 G2，G2 通过实时且公正的用户评论帮助企业选择合适的产品，2015 年 7 月至 2021 年 6 月，估值从 3000 万美元上升至 10 亿美元，截至 2021 年 6 月，G2 平台收录软件数超 10 万，用户评论量超 130 万，月活数超 500 万。G2 主要通过出售付费调研报告盈利。从运营数据上看，36 氪企服点评平台与 2015 年 7 月 G2 发展情况类似，随着 36 氪企服点评平台买卖双方数量增加，企业点评平台生态逐渐完善，参考 G2 通过出售付费调研报告、提供咨询服务等盈利模式，**36 氪企服点评平台未来的盈利模式如为卖方提供咨询服务、收取客户咨询费用等有望助力企业增值服务实现新增长。**

图 68: 对标 G2，企服点评平台有望助力企业增值业务新增长



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

## 5. 盈利预测与估值

### 关键假设:

**1) 在线广告业务:** 2021 年互联网广告行业受经济和政策影响, 全年表现低迷。相较于行业主流的获客广告, 公司在线广告业务以品牌宣传为主, 顺应新经济发展和企业品宣需求扩大趋势, 展现较强韧性。我们预计 21Q4 在线广告业务营收环比增长 3%达 5497 万元, 2021 年全年同比增长 12%达 1.93 亿元; 2022 年监管影响逐步释放带来行业景气回升, 同时短视频广告业务拓展客户群体和客单价, 预计 2022 年在线广告业务营收增长 57%达 3.03 亿元; 23 年同比增长 34%达 4.06 亿元。

**2) 企业增值服务业务:** 企业增值服务作为公司服务新经济抓手, 线下深度链接六大社群, 挖掘创新商机与增长空间。21Q4 公司线下成功举办知名 IP “WISE 峰会”, 和抖音合作线上

线下联动吸引百万流量，预计单场 WISE 大会为公司贡献近 2000 万营收，增强四季度业绩表现。我们预计 21Q4 企业增值服务实现营收 3070 万元，环比增长 36%，2021 年营收同比减少 61%到 0.74 亿元（主因 2021 年调整口径）；假设 2022 年疫情进入新常态，公司线下活动进一步恢复，同时企服点评业务初步商业化，我们预期 2022 年企业增值服务营收同比增长 40%到 1.04 亿元；2023 年企服点评商业化初步显成效，营收同比增长 46%达 1.52 亿元。

**3) 订阅服务业务：**公司自 21Q2 重新规划订阅服务业务模式，健全培训体系，在 C 端和 B 端用户需求的深度和广度上拓展边界，持续提升用户满意度和粘性。截至 21Q3 末，公司订阅服务中个人用户数量达到 974 人，客单价为 1139 元，机构用户数量为 87 位，客单价达 91000 元，在此基础上，预计个人用户和机构用户的用户数量和客单价将逐季呈上升趋势。21 年 10 月底公司启动重磅项目“创投氪堂”加深与创业企业和创投机构纽带，拓展潜在客户群体，受益于此预计 21Q4 个人用户数量环比增长 40%达 1364 人，客单价基本维持在 1139 元水平，机构用户数量维持 87 位水平，客单价环比增长 30%达 118300 元；由此测算得 21Q4 订阅服务营收环比增长 31%到 1185 万元，2021 年营收同比增长 46%达 3031 万元。我们认为未来线上线下双向结合培训体系将稳步拓展个人和机构用户规模，增厚业绩表现，预计 2022 年末个人/机构用户数量将稳步提升到 1703 人/98 位，客单价分别增长达 1185 元/141055 元，低基数下 2022 年营收同比增长 90%达 5752 万元；预计 2023 年末个人/机构用户数量达到 2128 人/117 位，客单价分别提升到 1209 元/161842 元，2023 年营收同比增长 35%达 7764 万元。

表 9：分板块营收预测明细

	2020A	21Q1A	21Q2A	21Q3A	21Q4E	2021E	2022E	2023E
在线广告服务收入（千元）	172,811	33,230	51,742	53,357	54,968	193,297	303,473	406,284
营收占比	45%	76%	72%	63%	56%	65%	65%	64%
yoy	-39%	58%	65%	4%	-21%	12%	57%	34%
qoq			56%	3%	3%			
企业增值服务收入（千元）	193,213	6,896	14,304	22,499	30,707	74,406	104,357	151,901
营收占比	50%	16%	20%	27%	31%	25%	22%	24%
yoy	-40%	-84%	-66%	-66%	-26%	-61%	40%	46%
qoq			107%	57%	36%			
订阅服务收入（千元）	20,740	3,415	6,019	9,030	11,845	30,309	57,515	77,636
营收占比	5%	8%	8%	11%	12%	10%	12%	12%
yoy	-61%	154%	124%	52%	10%	46%	90%	35%
qoq			76%	50%	31%			

资料来源：申万宏源研究

表 10：订阅服务营收预测明细

	21Q1A	21Q2A	21Q3A	21Q4E	22Q1E	22Q2E	22Q3E	22Q4E	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E
订阅服务收入（人民币千元）	3,415	6,019	9,030	11,845	12,856	13,868	14,960	15,831	17,180	18,847	20,139	21,470
个人客户数量（人）	172	581	974	1,364	1,500	1,575	1,654	1,703	1,874	1,967	2,066	2,128
yoy	-94%	-41%	-53%		772%	171%	70%	25%	25%	25%	25%	25%
qoq		238%	68%	40%	10%	5%	5%	3%	10%	5%	5%	3%
客单价（人民币千元）	10.0	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
yoy	2648%	173%	84%		-89%	-18%	3%	4%	4%	4%	3%	2%
qoq		-%	-%	%	%	%	%	%	%	%	%	%

机构客户数量 (位)	57	87	87	87	90	92	95	98	103	108	112	117
yoy	68%	164%	14%		57%	6%	9%	13%	15%	17%	18%	19%
qoq		53%	0%	0%	3%	3%	3%	3%	5%	5%	4%	4%
客单价 (人民币千元)	29.7	59.7	91.0	118.3	124.2	130.4	136.9	141.1	145.3	152.6	157.1	161.8
yoy	430%	-5%	48%		318%	118%	50%	19%	17%	17%	15%	15%
qoq		101%	52%	30%	5%	5%	5%	3%	5%	5%	3%	3%

资料来源：申万宏源研究

**4) 毛利率与期间费用率：**公司调整业务结构，降低整合营销等低毛利率业务投入，发力咨询、线下活动和创新短视频等高毛利业务增强盈利能力，我们认为公司未来毛利率稳中向好，预计 21-23 年公司毛利率分别为 56.1%、57.0%和 57.2%。此外，坏账计提力度降低和股权激励费用减少有助于改善公司管理费用率，同时费用投入主要为人员、租金等固定成本，费用率将随收入增加而摊薄。我们预计 21-23 年公司营销费用率分别为 42.9%、22.6%和 21.5%，管理费用率分别为 32.4%、22.0%和 20.4%，研发费用率分别为 16.0%、13.8%和 13.4%。

**5) 核心结论：**我们认为公司巩固优质内容壁垒，持续增强市场影响力将进一步拓展用户规模，加强用户粘性，提升各业务线市场议价能力。在“优质内容-头部影响-价值流量-企业资源-优质内容”价值闭环基础上不断提升业绩规模，改善盈利能力。**我们预计公司 21-23 年营收分别为 2.98 亿元、4.65 亿元和 6.36 亿元同比增速分别为-22.9%、56.1%和 36.6%，21-23 年分别实现 NON-GAAP 归母净利润-9964 万元、243.5 万元和 2188.5 万元。**

#### SOTP 估值：

公司目前营收主要来自在线广告业务和企业增值服务业务，合计占比约 90%。由于在线广告业务和企业增值服务业务不断创新短视频和企服点评平台新业务模式开拓新增长曲线，目前仍处于高增长期，整体盈利水平较低且不稳定。故我们采取 SOTP 估值法，根据在线广告和企业增值服务不同特征，分别选取对标公司，采用 PS 估值法估值。

**按照分部估值法，我们给予公司 1.07 亿美元估值，目标价 2.63 美元**，公司当前股价 0.90 美元，首次覆盖给予“买入”评级。

**在线广告业务：**选取分众传媒（梯媒龙头，拥有国内最大城市生活圈广告媒体网络）、汽车之家（国内领先汽车媒体平台，依靠优质垂类内容发展广告业务）、微博（社交媒体龙头，广告营收占比近 9 成）和百度（国内最大搜索引擎，广告营收占比 7 成）进行对比，可比公司 2022 年 PS 均值为 3.64x。公司在线广告业务 2022 年预计实现营收 3.03 亿元，考虑到公司影响力受众主要为新经济领域客户，当前 B 端客户较多，C 端客户尚处于积累阶段，给予 40%估值折价，预计 2022 年在线广告业务 1.46x PS，对应 4.42 亿元估值。

**企业增值服务业务：**选取创业黑马（国内领先科创服务平台，创业板第一家创业服务机构）、知乎（国内最大问答社区，基于内容做商业化，模式和 36 氪相似，通过商业解决方案及服务赋能企业）进行对比，可比公司 2022 年 PS 均值为 4.52x。公司企业增值服务业务 2022 年预计实现营收 1.04 亿元，考虑到公司企服点评平台尚处于商业化早期阶段，给予 50%估值折价，预计 2022 年企业增值服务业务 2.26x PS，对应 2.36 亿元估值。

表 11: 可比公司估值表

代码	公司	2022-3-1		EPS (人民币, 元)				PE			PS		
		收盘价 (当地 货币)	总市值 (当地货 币, 亿)	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
在线广告													
002027.SZ	分众传媒	7.63	1101.94	0.28	0.42	0.50	0.60	18.05	15.11	12.82	6.98	5.93	5.20
ATHM.N	汽车之家	31.76	38.59	7.10	4.29	4.21	4.87	46.73	47.63	41.15	3.40	3.40	3.17
WB.O	微博	26.88	67.26	9.00	12.03	15.40	17.97	14.10	11.02	9.44	3.00	2.75	2.49
BIDU.O	百度	162.86	527.77	8.12	3.51	4.07	6.11	292.90	252.45	168.38	2.70	2.47	2.19
行业平均								92.95	81.55	57.95	4.02	3.64	3.26
企服													
300688.SZ	创业黑马	31.70	34.62	0.08	0.09	0.45	1.10	356.98	69.79	28.87	11.14	6.74	4.26
ZH.N	知乎	3.25	18.25	(18.36)	(4.65)	(5.06)	(3.14)	(4.41)	(4.05)	(6.53)	3.96	2.29	1.48
行业平均								176.29	32.87	11.17	7.55	4.52	2.87

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 可比公司盈利预测来自 wind 一致性预期, 2022-3-1 港币兑人民币汇率为 0.81, 美元兑人民币汇率为 6.31

表 12: 分业务估值表

分业务估值	2022E 营收	PS 乘数	分业务市值	每股价格 (美元)
	人民币千元		人民币千元	
在线广告业务	303,473	1.46	441,761	1.72
企业增值服务业务	104,357	2.26	235,587	0.92
合计			677,348	2.63

资料来源: 申万宏源研究; 注: 2022-3-1 美元兑人民币汇率为 6.31

## 风险提示:

1. 内需改善不及预期导致广告主投放恢复不及预期风险。自 2021 年下半年以来, 中国宏观经济承受下行压力, 终端消费低位运行, 恢复疲弱。如果 2022 年内需恢复乏力, 可能影响部分面向 C 端广告主广告投放意愿, 影响公司广告业务业绩。
2. 新冠疫情反复。公司企业增值服务业务中线下活动占据较大比重, 且依赖实体场地。由于境外疫情未能得到有效控制, 境内存在疫情输入风险, 有可能造成局部地区疫情反复, 导致公司线下活动暂停或取消。
3. 行业竞争风险加剧。公司影响力根植于报道新经济内容媒体业务, 当前除公司外, 虎嗅、钛媒体、果壳等新媒体平台发展迅速, 可能加剧行业竞争影响公司盈利能力。
4. 短视频和企服平台等创新业务发展不及预期。短视频业务是公司开拓客户群体, 加深用户粘性重要手段, 企服点评平台肩负开启公司第二增长曲线重任。但短视频和企服点评平台尚处于早期发展阶段, 未来发展可能不及预期。

## Company financials

### Consolidated Income Statement

(Rmbk)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	655,606	386,764	298,012	465,345	635,822
Cost of Sales	-380,290	-261,372	-130,823	-200,098	-272,132
Gross Profit	275,316	125,392	167,189	265,246	363,690
Other Income	1,326	13,383	2,810	4,000	4,000
General and administrative expenses	-131,075	-212,411	-105,394	-116,336	-146,239
Sales and marketing expenses	-131,301	-140,672	-133,840	-119,325	-149,405
adj. EBITDA	89,092	-232,238	-102,803	-595	18,881
adj. EBIT	93,323	-226,640	-105,315	-2,961	16,542
Finance Costs	-59	0	0	0	0
Profit before tax	-6,018	-275,578	-117,293	-29,818	-13,283
Income tax expense	-19,893	-3,764	-23	0	0
Minority interests	-156	889	-2,040	-575	-575
adj.Profit attributable	65,260	-240,065	-99,641	2,435	21,885

Source: Company data, SWS Research

### Consolidated Balance Sheet

(Rmbk)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Current Assets	849,243	530,452	463,737	540,024	638,487
Bank balances and cash	177,877	60,846	124,165	66,352	28,050
Trade and other receivables	538,537	304,845	223,509	349,008	476,866
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	132,829	164,761	116,062	124,663	133,571
Long-term investment	41,861	16,300	16,300	16,300	16,300
PP&E	15,964	3,941	3,708	3,665	3,694
Intangible and other assets	356	471	522	573	624
<b>Total Assets</b>	<b>910,815</b>	<b>578,529</b>	<b>511,631</b>	<b>587,926</b>	<b>686,470</b>
Current Liabilities	266,867	177,134	203,013	276,873	353,532
Borrowings	0	0	0	0	0
Trade and other payables	225,398	129,593	122,179	178,623	236,682
Other current liabilities	41,469	47,541	80,834	98,249	116,850
Non-current Liabilities	0	12,426	12,426	12,426	12,426
<b>Total Liabilities</b>	<b>266,867</b>	<b>189,560</b>	<b>215,439</b>	<b>289,299</b>	<b>365,958</b>
Minority Interests	6,739	8,148	6,108	5,533	4,957
Shareholder Equity	643,948	388,969	296,192	298,628	320,513
Share Capital	679	687	694	694	694
Reserves	6,060	7,461	5,414	4,839	4,263
Equity attributable	637,209	380,821	290,084	293,095	315,555
<b>Total Liabilities and equity</b>	<b>910,815</b>	<b>578,529</b>	<b>511,631</b>	<b>587,926</b>	<b>686,470</b>

Source: Company data, SWS Research

### Consolidated Cash Flow Statement

(Rmbk)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Profit before taxation	-	-	-	-	-



Plus: Depr. and amortisation	487	1,603	4,231	5,598	2,512
Finance cost	59	0	0	0	0
Losses from investments	0	103	0	0	0
Change in operating assets and liabilities	-222,338	38,928	107,569	-60,240	-60,107
Others	68,873	217,819	15,933	29,022	34,995
<b>CF from operating activities</b>	<b>-158,937</b>	<b>-17,125</b>	<b>10,441</b>	<b>-55,439</b>	<b>-35,883</b>
CAPEX	-4,776	-2,350	-2,330	-2,374	-2,420
Other CF from investing activities	14,661	-61,939	48,344	0	0
CF from investing activities	9,885	-64,289	46,014	-2,374	-2,420
Equity financing	278,795	-21,617	6,857	0	0
Net change in liabilities	-217	0	0	0	0
Dividend and interest paid	0	0	0	0	0
Other CF from financing activities	-241	-11,220	7	0	0
<b>CF from financing activities</b>	<b>278,337</b>	<b>-32,837</b>	<b>6,864</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Net cash flow</b>	<b>129,285</b>	<b>-114,251</b>	<b>63,319</b>	<b>-57,813</b>	<b>-38,303</b>

Source: Company data, SWS Research

Key Financial Ratios					
(Rmbk)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>Ratios per share (RMB)</b>					
adj.Earnings per share	4.4	(5.9)	(2.4)	0.1	0.5
adj.Diluted earnings per share	4.4	(5.9)	(2.4)	0.1	0.5
Operating CF per share	(10.8)	(0.4)	0.3	(1.4)	(0.9)
Dividend per share	0	0	0	0	0
Net assets per share	43.3	9.3	7.1	7.2	7.7
<b>Key Operating Ratios(%)</b>					
ROIC	11.07	(30.94)	(19.33)	(0.54)	2.60
ROE	13.39	(46.48)	(29.09)	0.82	7.07
Gross profit margin	41.99	32.42	56.10	57.00	57.20
EBITDA Margin	13.59	(60.05)	(34.50)	(0.13)	2.97
EBIT Margin	14.23	(58.60)	(35.34)	(0.64)	2.60
Growth rate of Revenue(YoY)	119.20	(41.01)	(22.95)	56.15	36.63
Growth rate of Profit(YoY)	43.02	(467.86)	(58.49)	(102.44)	798.67
Debt-to-asset ratio	29.30	32.77	42.11	49.21	53.31
Turnover rate of net assets	1.35	0.75	0.87	1.56	2.05
Turnover rate of total assets	0.99	0.52	0.55	0.85	1.00
Effective tax rate (%)	330.56	1.37	0.02	0.00	0.00
Dividend yield (%)	0	0	0	0	0
<b>Valuation Ratios (X)</b>					
P/E	1.3	(1.0)	(2.3)	94.6	10.5
P/B	0.1	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/Sale	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	1.2	(0.8)	(1.4)	(471.5)	20.9

Source: Company data, SWS Research

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](http://compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。