

知乎-W (2390.HK): 内容创作生态日趋完善, 多元变现模式助推商业化进程

2023年2月17日

推荐/首次

知乎-W

公司报告

内容创作生态实现正向循环, 优质沉淀内容构建护城河。平台内容以问答为主体, 并以问答为基础衍生出专栏、视频、课程等多种内容形式。平台创作者产出优质内容, 从而获得精神上和经济上的激励; 普通用户则可以浏览自己感兴趣的内容或提出新问题, 并与创作者进行良性互动, 营造良好的社区氛围; 平台则致力于扶持优秀创作者, 激发用户的创作意愿, 并利用积累的优质内容吸引并留存更多用户。在这一过程中, 创作者、用户和平台进行了有效互动, 形成了一个涵盖广泛垂直领域的多样化的内容生态。目前平台内容创作者具有数量众多、专业性强、分布领域广泛的特征。截至 2022 年第二季度, 知乎内容创作者累计达 5910 万人, 包含了 19 个主要板块、1000 多个垂直领域和 180 万个细分话题。

多种内容分发机制组合运用, 用户体验和社区氛围感显著提升。知乎构建内容分发模式主要包含算法分发、关注分发和热榜分发。算法分发成为知乎最主要的内容分发模式, 具有个性化的特点, 能够依据用户画像推送合适的内容; 关注分发基于用户之间的“关注”关系实现内容分发, 具有显著的去中心化的特点。这使得平台构建了以“人对人”为核心的圈层式内容传播模式, 社交关系链中的用户都能够成为内容传播的驱动力; 知乎热榜为用户提供了浏览和讨论热点内容的渠道, 具有显著的时效性和统一性特征。时效性内容能够获得较高的曝光量和讨论度, 但部分时效性话题与知乎的社区文化之间存在优化空间。

商业变现模式多元化发展, 平台商业价值持续提升。知乎是国内最大的问答内容平台, 也是前 5 大综合性在线内容社区之一, 有望随着行业规模的增长加速释放商业化价值。平台构建了以内容为核心的多元化商业变现模式, 主要包含了广告、付费会员、内容商业化解决方案和职业教育四项业务。

(1) 随着用户数量的不断增长, 平台对于企业和商户的吸引力持续提升, 广告业务规模迅速增长, 仍有较大提升空间。2019 年至 2021 年, 知乎的月活跃用户数由 4803 万增长至 9588 万, 广告业务收入则由 5.77 亿元增长至 11.6 亿元。

(2) “盐选会员”体系逐步完善, 驱动平台付费会员业务高速增长。2022 年第三季度, 知乎付费会员业务收入达到 3.35 亿元, 同比增长 88.4%。随着会员内容库的扩展和会员权益的丰富, 知乎付费会员业务有望实现量价齐升。

(3) 平台充分发挥了内容、算法和交互性方面的优势, 实现了显著高于传统广告的转化率, 实现内容商业化解决方案高速增长。2021 年收入增长至 9.74 亿元, 同比增长 617.2%, 成为了知乎第二大收入来源。平台内容优势、用户特征以及商业化内容的高转化率特性将会持续吸引广告主进行内容投入, 商业化解决方案业务有望保持快速增长。

(4) 职业教育业务处于起步阶段, 营收占比较低, 但增长势能强劲。

公司简介:

知乎, 中文互联网高质量的问答社区和创作者聚集的原创内容平台, 于 2011 年 1 月正式上线, 以「让人们更好的分享知识、经验和见解, 找到自己的解答」为品牌使命。

资料来源: 公司官网

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

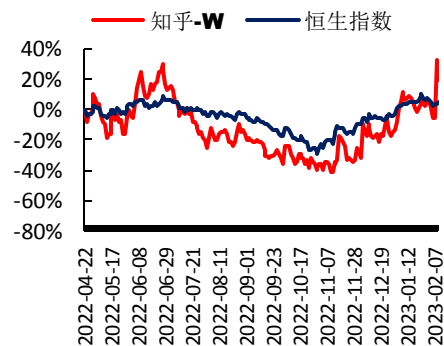
发债及交叉持股介绍:

无

交易数据

52 周股价区间 (港元)	14.48-32.45
总市值 (亿港元)	93.48
流通市值 (亿港元)	-
总股本/流通 A 股 (亿股)	3.20/0
流通 B 股/H 股 (亿股)	0/3.20
52 周日均换手率	-

52 周股价走势图



资料来源: iFinD、东兴证券研究所

分析师: 石伟晶

021-25102907

shi_wj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518080001

2022 年第三季度，在课程内容多元化和高效获客策略的推动下，职业教育收入达到 7800 万元，同比增长了 459%。随着知乎在职业教育领域的持续投入，课程内容将不断丰富、平台建设将更为完善、消费群体规模也将持续扩大，预计未来其职业教育业务仍有较大的增长空间。

投资建议：知乎作为我国最大的问答社区，已经积累了大量的优质社区内容和优秀创作者，具有独特的内容生态和社区氛围。展望未来，知乎将着力提升社区内容的深度与广度，持续鼓励各领域创作者进行优质内容创作，并积极推进视频化战略，有望实现用户规模的持续增长和商业化价值的加速释放。我们预计 2022-2024 年公司经调整净利润分别为-12.45 亿元，-6.38 亿元和-0.75 亿元。

考虑到知乎尚未实现盈利，我们使用单用户市值对知乎进行估值分析。依据知乎的平台特征和商业模式，我们选取快手、哔哩哔哩和网易云音乐作为可比公司，使用 P/MAU 计算可得，可比公司的单月活用户市值分别为 367 元、184 元和 90 元。由于知乎是以图文内容为主的问答平台，其用户使用时长和商业化空间低于快手、哔哩哔哩这样的视频平台，因而我们给予知乎 135 元的单月活用户市值，依照 0.97 亿的 MAU 计算，知乎的合理市值为 131 亿元，对应目标价为 40.99 元 (46.93 港元)。首次评级，给予“推荐”评级。

风险提示：(1) 用户规模增长不及预期；(2) 商业化变现不及预期；(3) 内容质量下降造成用户流失；(4) 内容社区市场竞争加剧。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	13.52	29.59	37.48	46.01	54.30
增长率 (%)	-	118.85%	26.64%	22.76%	18.02%
经调整净利润 (亿元)	-3.37	-7.50	-12.45	-6.38	-0.75
增长率 (%)	-	-	-	-	-
每股收益(元)	-	-	-3.89	-2.00	-0.23
PE	-	-	-	-	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目录

1. 内容创作生态实现正向循环, 优质沉淀内容构建护城河	4
1.1 问答构筑社区基石	4
1.2 盐选专栏充实会员内容库	7
1.3 视频内容融入图文社区	8
1.4 课程内容契合用户画像	10
2. 多种内容分发机制组合运用, 用户体验和社区氛围感显著提升	12
2.1 算法分发机制实现内容筛选和精准推送	12
2.2 关注分发机制加强用户间社交联系	13
2.3 热榜分发机制提升时效性内容曝光度	13
3. 商业变现模式多元化发展, 平台商业价值持续提升	13
3.1 用户规模与单用户价值的提升持续驱动广告收入增长	14
3.2 盐选会员体系逐步完善, 付费会员有望实现量价齐升	16
3.3 商业化内容契合社区调性, 高转化率持续吸引广告主	18
3.4 职业教育课程品类不断丰富, 有望打造第二增长曲线	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	20

插图目录

图 1: 知乎各类内容浏览量占比	4
图 2: 知乎内容板块分布	4
图 3: 知乎问答内容生态	4
图 4: 知乎“新知答主”领域分布	5
图 5: 知乎用户的年龄结构	5
图 6: 知乎用户的城市分布	5
图 7: 知乎盐选专栏题材分布	7
图 8: 知乎付费会员规模与渗透率情况	8
图 9: 知乎视频功能演变历程	9
图 10: 知乎视频创作通道	9
图 11: 知乎视频与图文社区的融合	10
图 12: 知乎职业教育产品构成	10
图 13: 知乎课程内容构成	11
图 14: 知乎人均单日使用时长	12
图 15: 中国在线内容市场规模与增速	14
图 16: 知乎分业务收入占比	14
图 17: 知乎广告业务收入	15
图 18: 知乎广告主分行业收入占比	15
图 19: 知乎广告场景与样式	15
图 20: 知乎广告平台体系	16
图 21: 知乎付费会员业务收入	16
图 22: 知乎付费会员续订率	16
图 23: 知乎盐选会员权益	17
图 24: 知乎超级会员权益	17
图 25: 知乎内容商业化解决方案客户数量	18

图 26: 知乎内容商业化解决方案单客户收入	18
图 27: 知乎内容商业化平台与工具	18
图 28: 知乎“商业修改”功能体系	19
图 29: 知乎职业教育业务规模	19

表格目录

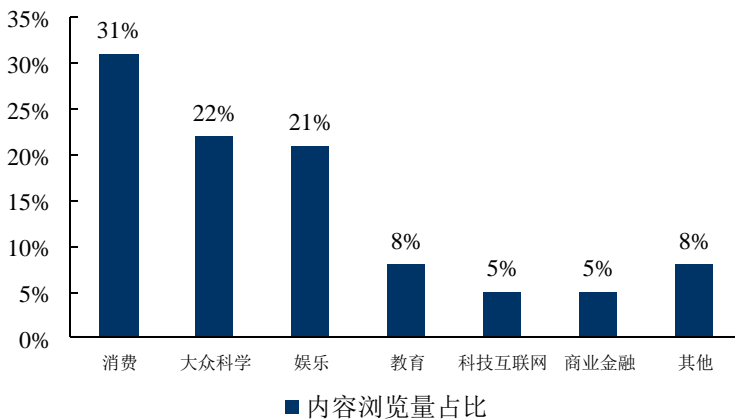
表 1: 知乎创作者激励活动	6
表 2: 知乎盐选专栏年度榜单详情	7
表 3: 知乎教育类热门话题	11
表 4: 可比公司单月活用户市值	20

1. 内容创作生态实现正向循环, 优质沉淀内容构建护城河

1.1 问答构筑社区基石

知乎起源于问答社区, 且目前问答仍为知乎内容主体。截至 2022 年第三季度, 知乎社区累计内容量达到 5.79 亿条, 其中问答内容为 4.85 亿条, 占比高达 84%。知乎不仅积累了丰富的问答内容, 还以问答为基础衍生出了专栏、视频、课程、直播等多种内容形式, 并覆盖了更为广泛的垂直内容领域。目前, 知乎问答内容已经包含了 19 个主要板块、1000 多个垂直领域和 180 万个细分话题。2021 年, 消费、大众科学、娱乐、教育、科技互联网、商业金融类内容分别占据了知乎网页浏览总量的 31%、22%、21%、8%、5%和 5%, 充分体现了知乎内容的多元化特征。

图1: 知乎各类内容浏览量占比



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

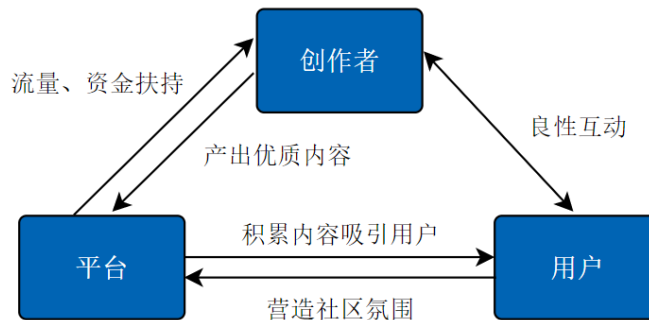
图2: 知乎内容板块分布



资料来源: 知乎 APP, 东兴证券研究所

知乎的问答内容生态主要由创作者、普通用户以及平台构成。创作者通过系统推荐或自主选择问题进行回答, 产出优质内容, 从而获得精神上和经济上的激励; 普通用户则可以浏览自己感兴趣的内容或提出新问题, 并与创作者进行良性互动, 营造良好的社区氛围; 平台则致力于扶持优秀创作者, 激发用户的创作意愿, 并利用积累的优质内容吸引并留存更多用户。此外, 普通用户和创作者还能依据场景转换身份, 普通用户在自身专业领域进行回答就可以成为创作者, 创作者在自己不熟悉或感兴趣的领域浏览内容时则成为了普通用户。在这一过程中, 创作者、用户和平台进行了有效互动, 形成了一个涵盖广泛垂直领域的多样化的内容生态。

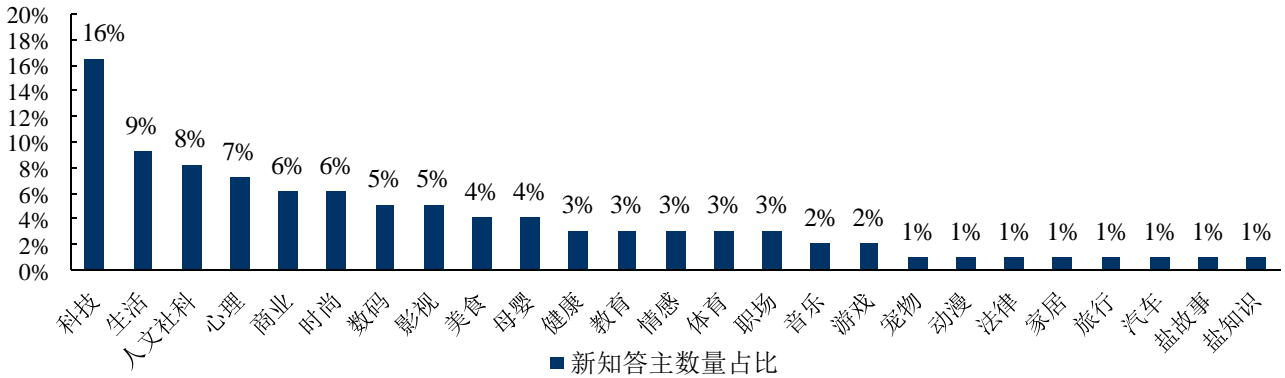
图3: 知乎问答内容生态



资料来源: 东兴证券研究所

知乎的内容创作者具有数量众多、专业性强、分布领域广泛的特征。2021年知乎评选的新知答主分布在25个大类领域, 其中既包含了科技、生活、人文社科等热门领域, 也包含了宠物、动漫、法律、家居等相对小众的内容领域。此外, 有67%的新知答主具有与自身创作领域相关的教育背景或行业背景, 具备较高的创作专业性。知乎招股书也显示, 知乎内容的创作主力是那些专注在垂直领域内深度创作内容的“领域深耕者”, 该类创作者通常为具有相关专业背景的研究者、具有相关职业经历的从业者或具有深度垂直兴趣的爱好者。这使得知乎创作者背景和专业领域多样, 涉足的垂直领域十分广泛。截至2022年第二季度, 知乎内容创作者累计达5910万人, 涉足了超过1000个垂直领域。

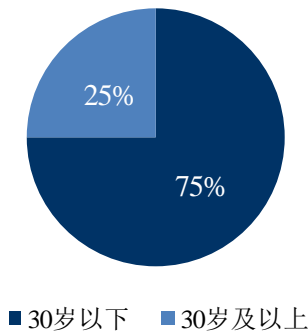
图4: 知乎“新知答主”领域分布



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

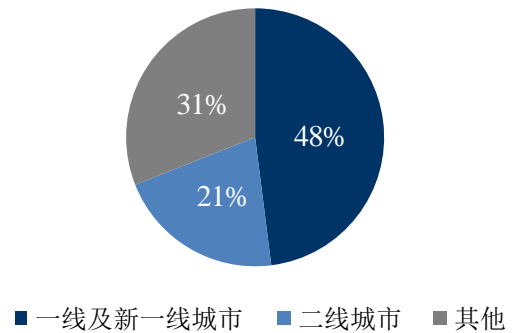
在用户方面, 知乎已经拥有了数量众多、黏性较高的年轻用户群体。截至2021年12月, 知乎平均月活跃用户达到了1个亿, 其中75%的月活跃用户在30岁以下, 且48%的月活跃用户位于一线或新一线城市。可见知乎用户以高线城市年轻群体为主。此外, 现有用户的兴趣领域广泛、互动活跃度较高, 1亿月活用户在社区中的月度互动次数达到了4.16亿次, 众多用户通过关注、赞同、喜爱、收藏、评论、邀请回答等功能与创作者和平台进行了有效互动, 形成了从内容生产到用户反馈的生态循环。

图5: 知乎用户的年龄结构



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图6: 知乎用户的城市分布



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

在平台方面, 知乎平台在扶持优秀创作者、吸引并留存用户以及激发用户创作意愿方面起到了一定的作用。

(1) 知乎为创作者提供了流量和资金方面的支持, 推出了多项创作者激励活动; (2) 在流量上, 知乎从多个维度对创作者进行综合评分, 为那些持续创作优质内容的“领域深耕”创作者提供了针对性的流量扶持, 着力提升其问答内容的曝光度; (3) 在资金上, 知乎则推出了多种变现手段和专项收益计划, 主要包括付费咨询、好物推荐、提供创作激励金的“致知计划”、将商业客户与创作者进行匹配的“芝士平台”等; (4) 在用户侧, 平台则利用了全方位的综合内容吸引并留存用户, 知乎现存的全面而丰富的细分领域问答内容能够满足大部分潜在用户的内容需求, 在用户进入平台后, 知乎也会使用推荐算法向用户推送具有“获得感”的优质内容, 进一步满足用户需求, 提升用户留存率; (5) 此外, 知乎还致力于将普通用户转化为内容创作者, 提供了创作工具、主题培训和各类活动, 鼓励普通用户分享知识、经验与见解。

表1: 知乎创作者激励活动

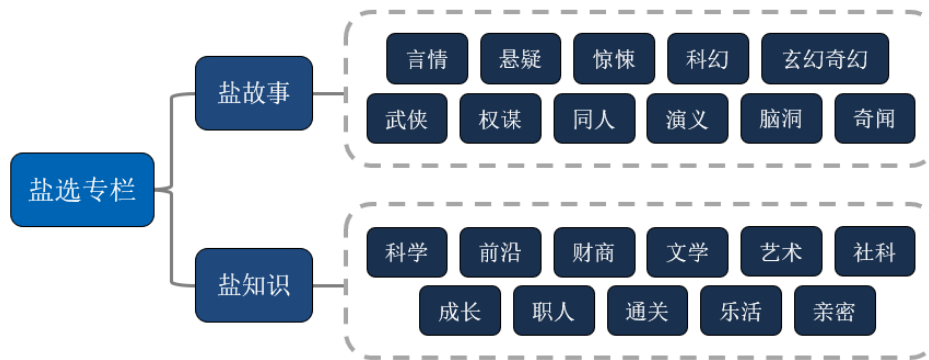
上线时间	活动名称	活动内容
2018年8月	海盐计划第一期	知乎推出“盐值”系统和“创作者中心”, 综合内容质量、内容影响力及创作活跃度等指标对创作者进行综合评估, 提升优秀创作者的内容推荐权重, 并为创作者提供了知乎Live、自定义推广、品牌任务等变现方式。
2019年4月	海盐计划第二期	知乎推出多方式组合收益、高优先级推荐和专属制作人支持三项扶持计划, 通过榜单评选、算法推荐、专属内容推广、商业化合作等多元化工具和场景, 让优质内容创作者获得更多尊重、服务及收益。
2019年11月	致知计划	知乎针对科学、教育、汽车、母婴等特定领域开展了持续全年的系列运营活动, 通过百万现金大奖、亿级流量扶持、专业机构背书以及站内创作者活动, 激励用户创作内容。
2020年5月	视频创作者招募计划	知乎面向全网招募有内容创作热情和能力的原创视频创作者, 入选者可享受流量曝光、现金激励、创作权益与津贴等各项扶持政策。
2020年8月	新人创作挑战赛	知乎鼓励普通用户参与内容创作。创作者等级3级及以下的非机构类用户在完成图文赛、视频赛和升级挑战赛中的创作任务后即可瓜分数十万新人奖, 还可参与知乎盐选会员季卡抽奖。
2020年10月	海盐计划第三期	知乎全面助力答主进行视频创作, 推出图文转视频、AI字幕等工具。活动包括了5亿现金激励、百亿流量扶持、签约机会和创作者学院等扶持内容
2021年11月	高赞联合创作大赛	知乎上线“联合创作”功能, 鼓励视频答主选取图文答主授权的优质内容进行视频化创作。大赛设置百万现金奖励、十亿流量扶持、独家签约机会等激励政策, 每一支参赛视频背后的视频答主、图文答主均可按比例共享收益。
2022年1月	创作打卡挑战赛	知乎鼓励创作者持续在知乎上创作内容。创作者每周发布一定数额的回答或文章并累计获得5个赞同后, 即可参与瓜分当周奖金池, 连续完成每周任务还可额外获得对应的连续打卡奖励。
2022年5月	海盐计划第四期	知乎在创作体系、流量倾斜、资金收益上颁布多项措施, 全方面激励垂直领域的深耕内容创作, 为知乎领域深耕创作者带来更多成长、流量和收益。
2022年9月	灯塔计划	知乎为优质内容创作者设立荣誉激励金, 旨在长期资助杰出创作者进行自主创作, 为创作者提供商业变现以外的现金资助。活动将为优秀内容创作者提供单项最高100万元现金资助, 年度总资助金额为1000万元。

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

1.2 盐选专栏充实会员内容库

盐选专栏是知乎会员专享内容的主体, 涵盖了丰富的知识类和故事类内容。知乎于 2019 年 8 月推出了盐选专栏功能, 实现了盐选会员服务体系的转型升级。目前盐选专栏包括了“盐故事”和“盐知识”两大类型和 20 余个细分题材, 能够满足用户在文学阅读、知识获取、技能提升等方面的需求。知乎对于盐选专栏质量的要求较高, 知识类内容需要提出新观点或具有实操性, 故事类内容则需要具有人物饱满、立意深刻、共鸣性高等特点。在内容形式方面, 盐选专栏则主要为中短篇内容, 并且依托于问题场景进行内容分发, 因此其通常具有开头直击主题、结构精巧、引人入胜的特征, 相比于长篇内容, 这种内容形式能够更加迅速地吸引读者兴趣, 并显著提升读者的消费频次。

图7: 知乎盐选专栏题材分布



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

盐选专栏是由签约盐选作者创作, 盐选作者主要来源于用户主动申请和平台邀请。用户可以在盐选作者平台中投稿作品, 也可以使用在知乎站内发布的回答进行投稿, 在通过审核后, 用户就可以成为盐选签约作者并享受内容收益分成。平台也会主动向优秀答主发布盐选作者邀约, 即邀请“故事”“小说”等垂直领域以及一些“场景式”问题下的高赞答主成为盐选作者, 因而盐选专栏也是优秀答主在知乎实现内容变现的重要渠道。随着用户需求和知乎内容投入的不断提升, 盐选专栏热度持续增长, 盐选作者的粉丝量和分成收入也随之增加。2022 年知乎盐选会员年度榜单中就包含了数篇千万热度的盐选专栏和多位百万粉丝量的盐选作者, 这些优秀作品和作者获得了大量的平台商户资源及站外 KOL 推广资源, 一些头部作品还获得了影视改编、书籍出版等全产业链衍生商业机会。

表2: 知乎盐选专栏年度榜单详情

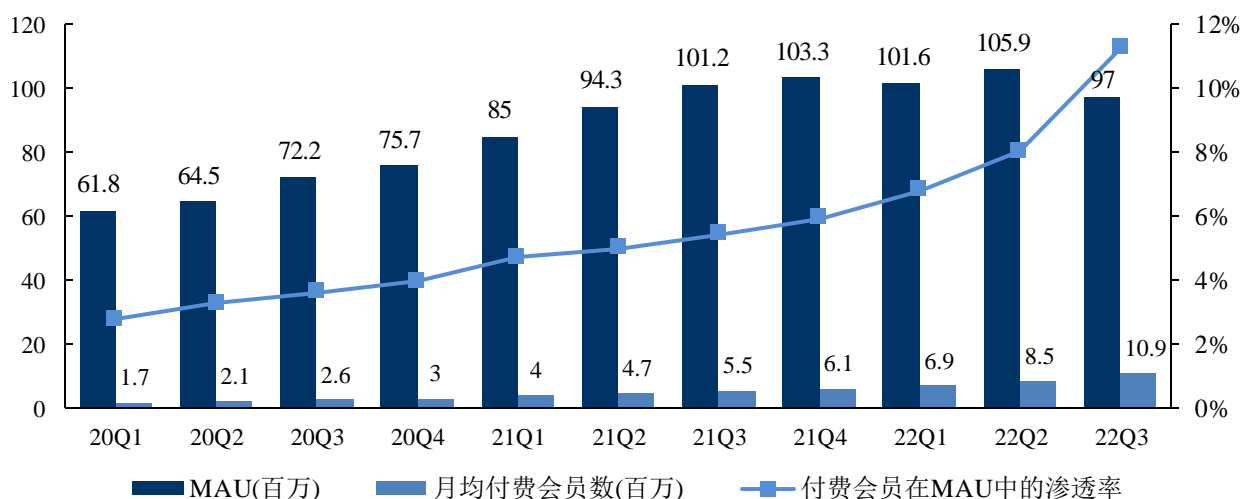
作品名称	作品题材	热度	作者	作者粉丝量
刻在心上的名字	现代言情	2199 万	白框凉太子	86.4 万
辛火燎原	现实情感	2087 万	每瓶儿	5.5 万
活在真空中	悬疑推理	2022 万	点灯	21.7 万
觅旧欢	古代言情	1745 万	巧克力阿华甜	107.7 万
秋秋不倦	现代言情	1372 万	闲得无聊的仙女	150.2 万
第一名法则	脑洞言情	1238 万	孟秋茶月	7 万
诊室手记: 别拿小病不当事儿	医疗健康	1076 万	李鸿政	65 万
年年复年年	现代言情	791 万	十四棋	10.9 万

苟住! 末世囤货大作战	脑洞末世	656 万	椰子鸡不相信眼泪	3.5 万
命运的拨弄: 他们坠入深渊的那一刻	纪实	558 万	眠眠	38.9 万
消失的父母	悬疑推理	516 万	猪里猪气	15.9 万
红色硬核狠案: 以信仰之名, 点亮黎明	历史	496 万	紫芒果	2.1 万
奇葩小国: 悲催国家与风云人物	历史	434 万	小约翰	79.7 万
忆峥嵘岁月: 近当代中国军人的抉择与战术	历史	381 万	猫老板锐视角	5 万
山河骨: 那些缔造奇迹的中华脊梁	历史	369 万	房昊	26.1 万
国际观察笔记: 崛起、没落与至暗角落	纪实	318 万	林伯廷 Tim	6.1 万
杀仙成道	克苏鲁	223 万	满目山河依旧	11.7 万
趋势与周期 3: 货币、债务与投资时钟	金融科普	201 万	叶泊枫	40.7 万
沙盘精讲朝鲜战争: 我们是怎么打赢的?	历史	172 万	梁山微木说历史	24.5 万
上帝是个程序员: 游戏制作人眼中的量子物理	物理科普	139 万	阿布大树	4.3 万

资料来源: 知乎 APP, 东兴证券研究所

目前盐选专栏内容已经获得了广泛用户群体的青睐, 推动了盐选会员业务规模的持续增长。知乎还采用了免费试看、限时优惠等模式刺激了用户消费, 进一步提升了会员付费率。到 2022 年第三季度, 知乎平均月付费会员数已达 1090 万人, 同比增长 99.5%, 在 MAU 中的渗透率也达到了 11.2%。长期来看, 盐选专栏内容领域的扩展和质量的提升仍将持续推动盐选会员规模的增长。

图8: 知乎付费会员规模与渗透率情况

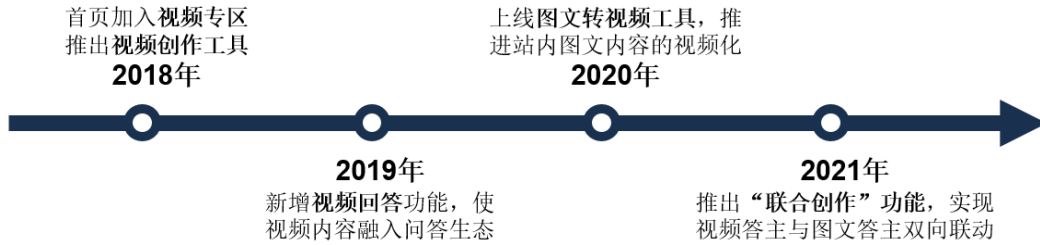


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

1.3 视频内容融入图文社区

近年来, 知乎紧跟视频化浪潮, 积极推进了视频化战略。2018 年知乎在首页中加入“视频”专区, 并在 2019 年新增了视频回答功能, 逐渐将视频内容整合到原有的问答内容生态之中。知乎招股书显示, 截至 2021 年年底, 知乎平台中的视频内容已经达到 2280 万则, 视频消费用户在 DAU 中的渗透率也超过了 30%。在 2021 年知乎新知大会中, 知乎 CEO 周源指出视频是知乎平台增长最快的内容形式, 知乎社区中已经涌现出了一大批图文+视频的创作者。

图9: 知乎视频功能演变历程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

在视频内容的培育方面, 知乎为创作者提供了视频拍摄、视频上传、视频回答、图文转视频等创作通道, 并着力推进了站内图文资源的视频化。知乎平台中积累了众多优质的图文内容, 这些内容在转化为视频后也具有较高的质量, 因而知乎采用了多种方式持续推进了站内资源的视频化。(1) 知乎首先于 2020 年上线了图文转视频工具, 提供了自动配图、一键配音、自动校准等功能, 降低了视频内容生产的门槛, 为图文创作者的视频化转型提供了便利。(2) 2021 年, 知乎还推出了“联合创作”功能, 允许内容创作者授权自己的原创图文内容进入“可视化图文库”, 使得其他视频创作者可以引用这些内容进行创作, 这不仅加快了图文内容向视频内容的转化, 还实现了图文创作者与视频创作者的双向联动, 提升了视频的曝光度。(3) 此外, 知乎平台也通过各类视频创作活动, 以资金支持、流量扶持等方式鼓励视频内容创作, 进一步丰富了视频内容的供给。

图10: 知乎视频创作通道

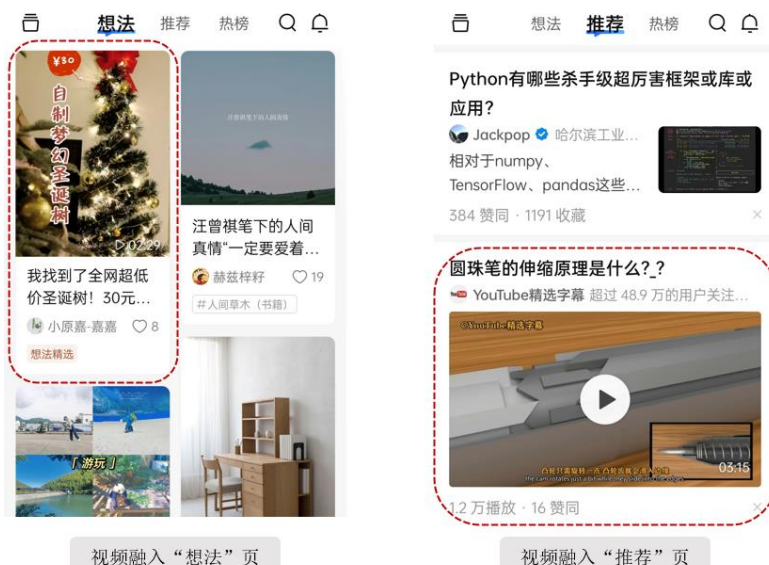


资料来源: 知乎 APP, 东兴证券研究所

从用户和平台发展的视角看, 知乎的视频内容是对图文内容的一种辅助, 在拓宽受众群体、补齐平台短板方面具有一定的作用。一方面, 视频内容与知乎传统的图文内容具有较强的互补性, 视频内容在趣味性和生动性方面优于图文内容, 图文内容则在信息密度和内容深度方面更具优势, 二者相结合就能够吸引具有较大区分度的用户, 能够在拓宽平台受众群体方面起到一定的作用。另一方面, 图文消费仍然是知乎的主流消费形式, 部分知乎用户对于视频内容的接受度不高, 仍然专注于浏览图文内容。基于此, 知乎对视频化战略进行

了调整, 使视频内容从一种独立的内容形式逐渐转变为图文社区的一部分。2022年3月, 知乎将移动端首页的“视频”入口改为了“想法”入口, 将视频内容完全融入进了“想法”、“推荐”、“关注”等栏目中。长期来看, 知乎的视频内容能够为平台发展提供有效帮助, 知乎能够依靠优质的视频化内容、专业的内容创作者群体以及丰富的激励机制, 吸引更为广泛的受众群体, 并通过将视频内容融入图文社区, 逐步提升原有用户对视频内容的接受度, 进一步提高视频内容的渗透率。

图11: 知乎视频与图文社区的融合

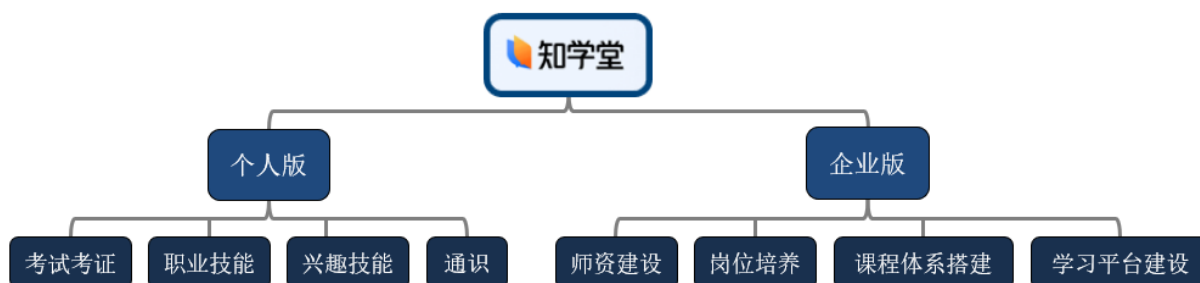


资料来源: 知乎APP, 东兴证券研究所

1.4 课程内容契合用户画像

2019年以来, 知乎持续布局职业教育赛道, 推出了众多职业教育课程, 将职业教育视作“第二增长曲线”。知乎在移动端上线了知学堂APP, 并在网页端将原有的“学习专区”也升级为了“知学堂”, 整合了职业教育课程入口, 推出了众多高质量的、系统性的视频课程, 为用户提供了多元化的优质学习内容。同时, 知乎还推出了专门面向B端用户的“知学堂”企业版, 能够通过常规和定制化模式为企业提供包含课程体系搭建、关键岗位培养、师资体系搭建、学习平台建设的综合性解决方案。

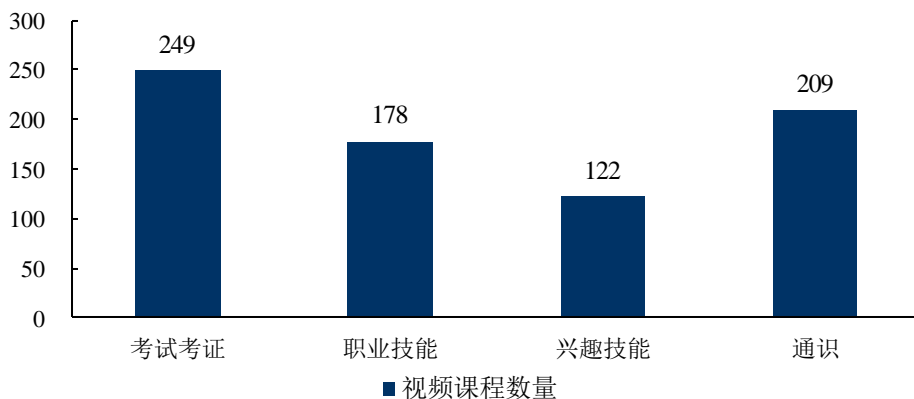
图12: 知乎职业教育产品构成



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

知乎通过收购、自营、联运等多种手段实现了课程内容的有效供给, 推出了覆盖考试考证、职业技能、兴趣技能等领域的优质课程。2021年, 知乎就先后收购了财经会计在线培训机构“品职在线”和英语学习培训机构“呱呱教育”。2022年, 知乎则成为了“一起公考”和“一起考教师”的主体公司“掌上园丁”的第一大股东, 完善了在职业教育方面的产品线, 并上线了“学习”专区, 与罗翔、胡彦斌、李沐、储卫民等行业名师进行了深度合作, 推出了涵盖编程、法考、音乐、摄影、深度学习等多个领域的优质课程。经过了数年的布局, 知乎已经构建了较为完善的课程内容生态。截至2022年底, 知乎累计推出了700多门视频课程, 包含了考试考证、职业技能、兴趣技能和通识这四个课程大类, 其中考试考证类课程包含了法考、教资、考研、CPA等热门应试赛道, 职业技能类课程覆盖了编程语言、数据分析、办公软件、平面设计等技能提升领域, 兴趣技能类课程则涵盖了摄影、健身、音乐、写作等兴趣领域。

图13: 知乎课程内容构成



资料来源: 知学堂 APP, 东兴证券研究所

知乎用户群体的基本特征和兴趣点与职业教育课程业务十分契合。首先, 知乎用户具有年轻化、高学历的特征, 这类群体处于高度自主汲取知识的阶段, 对于学历考试、资质考试以及职业技能提升有着较高的需求。其次, 知乎用户对教育、学习和考试的关注度较高, 其中“教育”是知乎关注量前十的热门话题, 浏览量超过400亿, 讨论数超过3000万, “学习”“考研”“留学”等话题的浏览量也超过了100亿。可见职业教育业务与平台属性、用户画像和用户关注点十分契合, 用户在职业教育课程方面具有较大的潜在需求。在当前就业形势日趋严峻的情况下, 预计用户对于职业教育内容的需求也将进一步提升。

表3: 知乎教育类热门话题

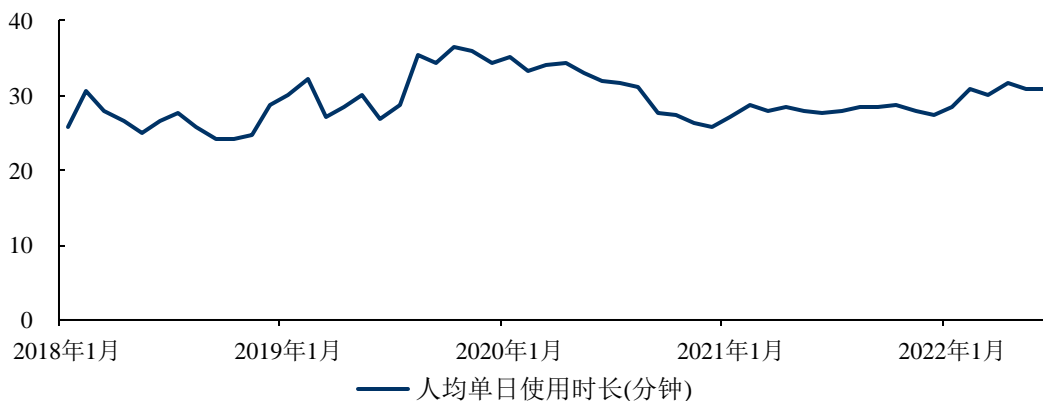
话题	浏览量	讨论量	子话题
教育	412 亿	3167 万	儿童教育、成人教育、在线教育、教育改革等
考研	199 亿	1506 万	考研辅导、跨专业考研、在职研究生、MBA 等
高考	172 亿	1844 万	高考志愿、高考政策、高考技巧、高考复习等
学习	158 亿	1083 万	知识管理、学习经验、读书笔记、自我提升等
留学	105 亿	804 万	留学考试、留学中介、商科留学、低龄留学等
公务员考试	102 亿	521 万	国考、申论、公务员面试、行政职业能力测验等

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

2. 多种内容分发机制组合运用, 用户体验和社区氛围感显著提升

知乎构建了多元化、组合式的内容分发模式, 主要包含了算法分发、关注分发和热榜分发。2011年, 知乎首先引入了热榜分发模式, 推出了“热门回答”和“热门收藏”板块。2012年, 知乎引入关注分发模式, 在首页中推送用户关注对象的问答动态, 并扩展了热榜分发的范围, 将编辑推荐、热门回答和收藏等板块整合进了“发现”页中。2014年, 知乎则引入了算法分发模式, 新增了智能化的内容筛选机制, 使得首页可以推送符合用户兴趣的内容和创作者。2017年, 知乎将算法分发与关注分发相分离, 将“首页”拆分为了“关注”页和“推荐”页, 并将“关注”页设为默认页面。同时, 知乎进一步增强了热榜分发功能, 正式上线了知乎“热榜”, 并在搜索框中新增了热门搜索词。2019年, 算法分发正式成为了知乎的主要分发模式, 客户端默认页面由“关注”变为“推荐”, 个性化推送算法也得到进一步加强。此外, 关注分发内容范围也得到了扩展, “关注”页面进一步包含了用户关注对象的想法动态, 实现了对创作者动态的全方位推送。

图14: 知乎人均单日使用时长



资料来源: QuestMobile, 东兴证券研究所

2.1 算法分发机制实现内容筛选和精准推送

知乎广泛使用了各类算法进行内容筛选和推送, 算法分发已成为知乎最主要的内容分发模式。知乎在默认的“推荐”页中使用了智能算法构建个性化的首页信息流, 并在“想法”板块、文章末尾的“相关内容”以及搜索页的“猜你想搜”中融入了算法推荐机制。在运营过程中, 知乎算法团队也在持续对算法进行迭代升级, 引入了机器学习技术, 推出了 TopicRank 算法、“瓦力”算法机器人、“悟空”反垃圾系统、智能问题路由系统等算法模块, 提升了算法识别与分发的效率。

算法推荐模式具有个性化的特点, 能够依据用户画像推送合适的内容。知乎会依据用户的基本信息、浏览历史、搜索行为以及社区互动行为, 构建用户画像, 并结合内容质量和实时热点, 向用户推荐合适的内容, 使得用户能够沉浸式地浏览感兴趣的内容。用户在浏览推荐内容时也可以通过与内容进行互动来表达对内容的好恶, 算法会依据用户的互动情况持续更新用户画像, 实现更为精准的内容推送。此外, 知乎在向用户推送问题时还使用了智能问题路由系统, 能够向曾在某一领域创作内容或展现兴趣的用户发布提问, 并持续跟踪受邀用户的后续参与情况, 继而提高问题分发的效率。

知乎还使用了多种算法筛选优质内容、维护社区生态。知乎主要使用了 TopicRank 算法来评价内容质量和创

作者的专业水平, TopicRank 算法依据内容与问题的相关性、内容的受欢迎程度、用户与内容的互动情况、创作者在社区中的互动情况等指标。基于这些信息, 知乎可以识别出某一细分领域中的优质内容和专业创作者, 并给予针对性的流量扶持。对于低质量内容, 知乎则采用了算法+人工的混合审核模式, 即先采用“瓦力”算法机器人和“悟空”反垃圾系统对用户发布的内容进行审核, 自动过滤那些不友善的、与问题无关的、带有偏见的不良内容, 然后再对那些通过算法审核或者有争议的内容进行人工审核, 从而在最大程度上保证内容质量、维护社区生态。

2.2 关注分发机制加强用户间社交联系

知乎的关注分发是基于用户之间的“关注”关系的内容分发模式。用户可以在“关注”页中浏览关注对象创作的内容和社区动态, 平台也会在“想法”和“推荐”板块中依照用户关注推送内容, 进一步强化了个性化推荐机制。

与算法分发, 关注分发具有显著的去中心化的特点。这使得内容并不是由知乎平台直接分发给用户, 而是由用户传播给其社交关系链上的其他用户。在此模式下, 知乎构建了以“人对人”为核心的圈层式内容传播模式, 使得社交关系链中的用户都能够成为内容传播的驱动力, 从而实现几何倍数的内容传播速度。

从用户角度看, 知乎的关注分发模式则具有全面性和交互性特征。关注页面中不仅包含了关注对象创作的回答、想法、文章、视频等内容, 还涵盖了点赞、转发、收藏、关注等动态行为, 实现了对关注对象动态的全方位展现, 这使得用户不仅能够更为深入地了解关注对象, 还可以通过关注对象的行为动态获取更广泛的垂直领域内的内容。同时, 在关注对象发布内容时, 用户能够实时地与关注对象和其他关注者进行交流和互动, 这加强了用户与关注对象之间的联系, 并聚合了具有相似兴趣领域的用户群体, 能够提升社区的氛围感。

2.3 热榜分发机制提升时效性内容曝光度

知乎热榜是热榜分发模式的核心, 为用户提供了浏览和讨论热点内容的渠道。知乎在筛选热榜内容时结合了热度算法和人工审核, 即首先使用涵盖了浏览量、互动量、专业加权、创作时间、在榜时间等指标的热度算法对热点内容进行综合排序, 再由运营人员对算法结果进行二次审核和调整, 从而使得有价值的内容得到更好的展现。

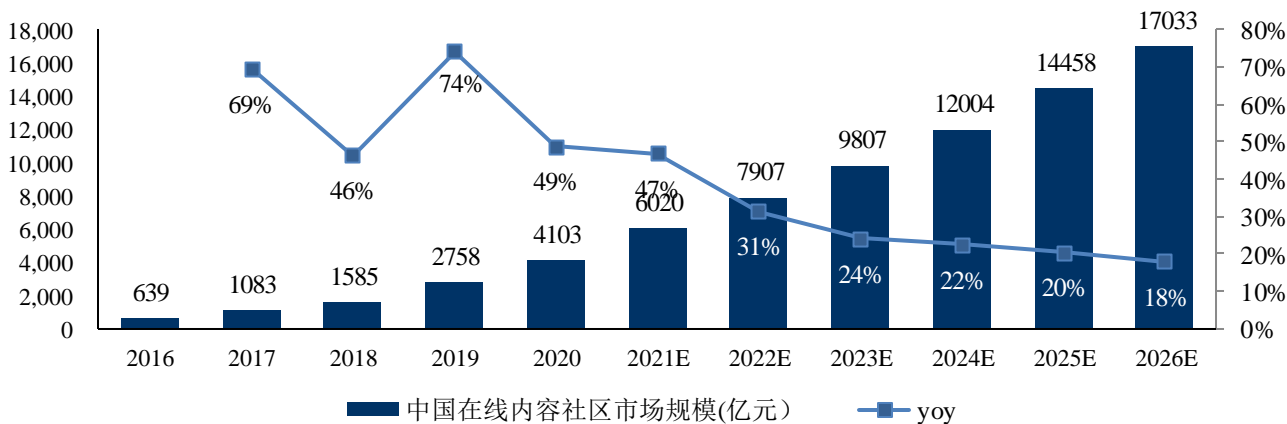
热榜分发具有显著的时效性和统一性特征。首先, 知乎热榜每日会进行多次更新, 其中包含了许多全网实时热议的事件和话题, 能够满足用户对于时效性内容的需求。其次, 相比于算法分发和关注分发的个性化推送机制, 知乎热榜对于所有用户来说都是统一的, 这实现了“千人一面”的内容推送, 使得知乎热榜能够将不同垂直领域内的用户聚集到一起。因此, 热榜已经成为了知乎流量的聚集地, 排行前列的热榜内容通常能够获得百万级的浏览量和热度值。

热榜的时效性内容能够获得较高的曝光量和讨论度, 但部分时效性话题与知乎的社区文化之间存在优化空间。一些热榜话题具有贴合社会热点、内容浅显易懂的特征, 能够调动用户情绪并引发广泛讨论, 成为话题中的“爆款”。但此类话题通常缺乏专业性, 热度也会在较短的时间内褪去, 使得创作者无法在这些话题中深度创作专业性内容, 这与知乎“认真、专业”的社区氛围有些相悖。

3. 商业变现模式多元化发展, 平台商业价值持续提升

在线内容社区市场规模持续增长, 知乎商业变现空间广阔。知乎招股书显示, 中国的在线内容社区市场规模由 2016 年的 639 亿元大幅增长至 2020 年的 4103 亿元, 用户数量也由 2016 年的 5.63 亿增至 2020 年的 8.18 亿。随着内容数量与质量、用户参与度与付费意愿以及商户的内容营销需求的持续增长, 2026 年在线内容社区市场规模有望增长至 1.7 万亿元, 用户数量也将进一步增至 11 亿。知乎是国内最大的问答内容平台, 也是前 5 大综合性在线内容社区之一, 有望随着行业规模的增长加速释放商业化价值。

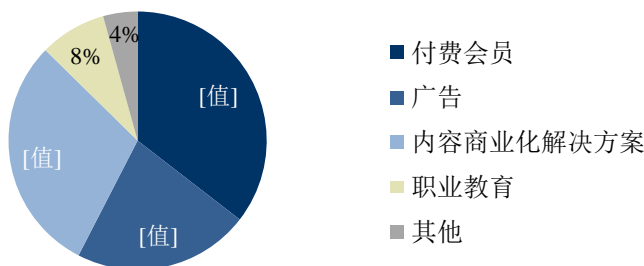
图15: 中国在线内容市场规模与增速



资料来源: 公司招股书, 灼识咨询, 东兴证券研究所

知乎构建了以内容为核心的多元化商业变现模式, 主要包含了广告、付费会员、内容商业化解决方案和职业教育四项业务。知乎于 2016 年初步试水在线广告业务, 到 2017 年才正式启动了商业化进程, 在商业化初期知乎对于广告业务的依赖度较高。2019 年以来, 知乎陆续推出了付费会员、内容商业化解决方案和职业教育等商业变现模式, 推动了商业模式的多元化发展。在多种商业变现模式的驱动下, 知乎的季度收入和活跃用户数量整体保持了上升趋势, 对广告业务的依赖度也显著降低, 广告业务的营收占比已由 2019 年第一季度的 87% 下降至 2022 年第三季度的 22%, 付费会员、内容商业化解决方案和职业教育营收占比则分别增长到了 35%、30% 和 8%。

图16: 知乎分业务收入占比



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

3.1 用户规模与单用户价值的提升持续驱动广告收入增长

随着用户数量的不断增长, 知乎对于企业和商户的吸引力持续提升, 广告业务规模迅速增长。2019年至2021年, 知乎的月活跃用户数由4803万增长至9588万, 广告业务收入则由5.77亿元增长至11.6亿元。同时, 知乎还吸引了分布于多个行业中的广告主, 涵盖了电子商务平台、快速消费品、互联网服务、汽车、本地日常生活服务和游戏等行业, 且各个行业广告主的付费占比均未超过30%, 可见知乎的广告业务已经实现了多样化的行业覆盖。

图17: 知乎广告业务收入

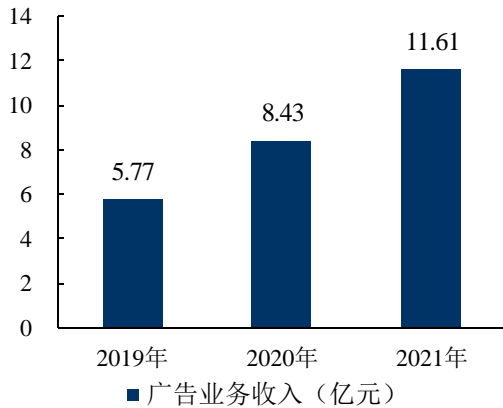
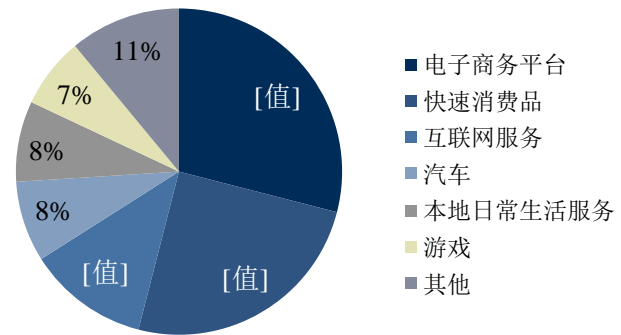


图18: 知乎广告主分行业收入占比



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

在广告投放方面, 知乎提供了多种方式、场景和收费模式, 能够满足广告主的差异化需求。知乎广告主要包括信息流广告、开屏广告和应用内条幅广告三种形式。其中信息流广告可以投放在推荐页、答案页、相关推荐栏等多种场景中, 并支持文字、图片、视频等形式, 能够与页面风格保持一致, 对用户体验的影响较小。开屏广告则会在应用启动时展示5秒, 应用内条幅广告也会持续展示在较为明显的位置, 因而相比于信息流广告, 这两种广告能够更有效地吸引用户注意, 提升广告的曝光度。在收费方面, 信息流广告主要按CPC(每次点击成本)收费, 开屏广告和应用内条幅广告则主要按CPM(每千人次成本)和CPD(每日成本)收费。

图19: 知乎广告场景与样式



资料来源: 知乎效果广告产品手册, 东兴证券研究所

知乎有望实现用户规模和单用户广告收入的提升, 推动广告收入的持续增长。知乎的视频化发展不仅能够吸引更为广泛的用户群体, 还能提升广告呈现效果, 提高广告转化率。知乎还将推荐算法融入了广告分发过

程中, 能够依据用户画像推送合适的广告, 使得广告推送更加个性化、精准化。知乎招股书中也写到, 随着广告业务规模的扩大, 知乎将适度提升广告标价, 并减少向广告主提供的返点及折扣。此外, 知乎还进一步推出了 oCPC 模式, 能够依据广告转化目标进行自动出价, 并智能优化广告投放过程, 从而实现对高转化率用户的精准投放。

图20: 知乎广告平台体系

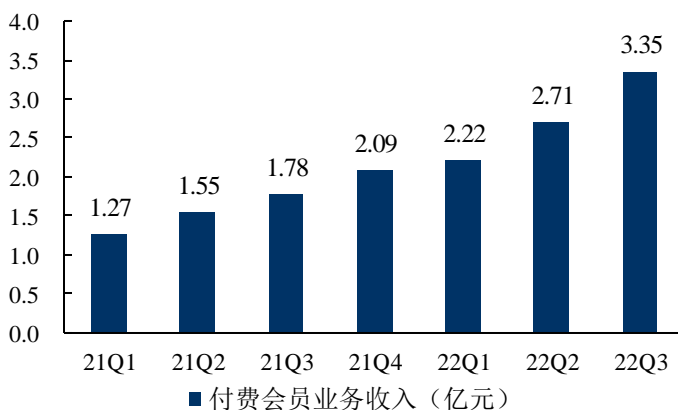


资料来源: 知乎效果广告产品手册, 东兴证券研究所

3.2 盐选会员体系逐步完善, 付费会员有望实现量价齐升

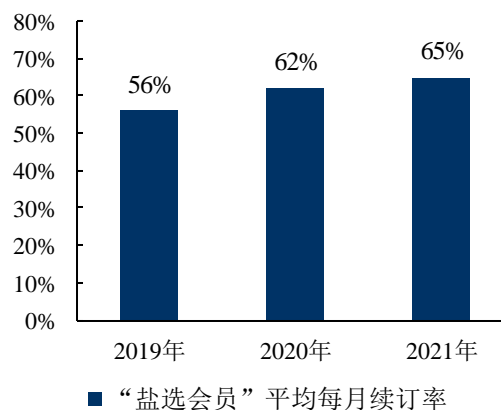
付费会员即知乎的“盐选会员”, 目前知乎付费会员业务仍处于高速增长期, 实现了付费会员数量和渗透率的持续提升。2022年第三季度, 知乎付费会员业务收入达到3.35亿元, 同比增长88.4%, 环比增长23.6%。付费会员数量增长至1090万, 在MAU中的渗透率达到11.2%。此外, 知乎会员的续订率也处于较高水平, 知乎招股书显示, 2019年至2021年“盐选会员”的平均每月续订率由56%增长至65%。

图21: 知乎付费会员业务收入



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图22: 知乎付费会员续订率



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

经过多年的迭代, 知乎“盐选会员”体系逐步完善, 能够为用户提供内容、功能和身份方面的多项权益。在内容权益方面, “盐选会员”不仅提供了丰富的盐选专栏内容, 还包含了Live 讲座、电子书、杂志、论文等内容, 能够吸引各类细分用户进行知识付费。在功能权益方面, “盐选会员”为用户提供了关键词屏蔽、改名加速、动态置顶、专属客服等社区功能, 提升了用户的使用体验。在身份权益方面, “盐选会员”为用户提供了会员身份标识, 允许用户在主页中自定义卡片贴纸, 满足了用户的个性化需求。

图23: 知乎盐选会员权益



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

随着会员内容库的扩展和会员权益的丰富, 知乎付费会员业务有望实现量价齐升。在会员内容方面, 知乎持续加大在会员内容领域的投入, 不仅签约了众多盐选专栏作者创作独家内容, 还致力于将第三方授权的优质内容纳入会员内容库中。这显著提升了盐选会员内容的深度与广度, 能够吸引更多用户进行会员消费。在会员权益方面, 知乎则于 2022 年 9 月推出了“超级盐选会员”。相比于普通会员, “超级盐选会员”的价格提升了 30%, 新增了广告特权、头像挂件和电商礼包, 能够更好地满足了用户在功能权益和身份权益方面的需求。目前, 知乎不仅支持直接开通超级会员, 还为现有会员提供了升级通道, 有望推动超级会员的渗透率的持续增长, 从而进一步提升会员续订率和单会员价值。

图24: 知乎超级会员权益

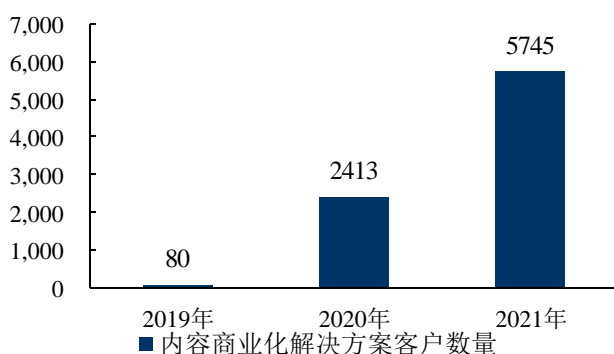


资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

3.3 商业化内容契合社区调性, 高转化率持续吸引广告主

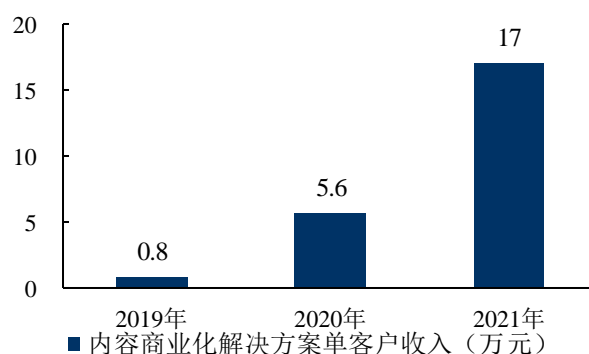
知乎的内容商业化解决方案能够将商业推广与社区内容融为一体, 一经推出就获得了众多广告主的青睐, 实现了客户数量和业务规模的高速增长。相比于传统广告业务, 知乎商业化解决方案能够帮助广告主产出更高质量的商业化内容, 并将商业推广更加自然地融入内容社区之中, 进而提高营销效率。知乎于2020年年初才正式上线了内容商业化解决方案服务, 但到2021年该业务的收入就迅速增长至9.74亿元, 同比增长617.2%, 在营收中的占比也达到了32.9%, 成为了知乎第二大收入来源。2021年知乎的内容商业化客户数量也已经达到了5745名, 同比增长了138%, 单客户收入也增加至17万元, 同比增长了201%。

图25: 知乎内容商业化解决方案客户数量



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图26: 知乎内容商业化解决方案单客户收入



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

在内容商业化解决方案中, 知乎充分发挥了内容、算法和交互性方面的优势, 实现了显著高于传统广告的转化率。在商业化内容生产方面, 知乎推出了“知+”平台, 为广告主和优质创作者提供了合作通道, 广告主可以依据广告选题发布创作任务, 与合适的创作者进行对接, 创作者则可以依照广告主的定制化需求创作出符合社区生态的优质商业化内容, 获得创作收入。在商业化内容的分发方面, 知乎也引入了推荐算法, 可以参照用户画像推送合适的商业化内容, 以用户更容易接受的方式进行营销推广。在商业化内容触及用户后, 广告主也能依托社区场景与用户进行交互, 不仅可以依据用户的关注、点赞、收藏、转发等互动数据评估营销效率, 还可以使用评论功能实现与用户的有效交流。

图27: 知乎内容商业化平台与工具



资料来源: 知乎“知+”产品手册, 东兴证券研究所

知乎的内容优势、用户特征以及商业化内容的高转化率特性将会持续吸引广告主进行内容投入, 商业化解决方案业务有望保持快速增长。在内容方面, 知乎的社区内容具有显著的长尾效应和沉淀性, 站内数据显示, 三个月内浏览量 TOP1000 的问题的平均创建时间为 17.3 个月, 许多问题下的优质内容经过用户的互动和算法推荐还能流通更久。基于此, 知乎上线了“商业修改”功能, 使得广告主能够在优质存量内容中植入商业推广元素, 获得持续性的商业回报。在用户方面, 知乎月活用户以高线城市年轻群体为主, 具有年轻化、高收入等特征, 具有较高的消费能力。此外, 商业化内容的高转化率特性也在持续吸引着广告主, 知乎招股书显示, 目前商业化内容已经实现了数倍于传统广告的点击率。预计未来广告主仍将倾向于基于内容的营销活动, 内容商业化解决方案有望获得更多终端客户, 单客户价值也将得到进一步提升。

图28: 知乎“商业修改”功能体系

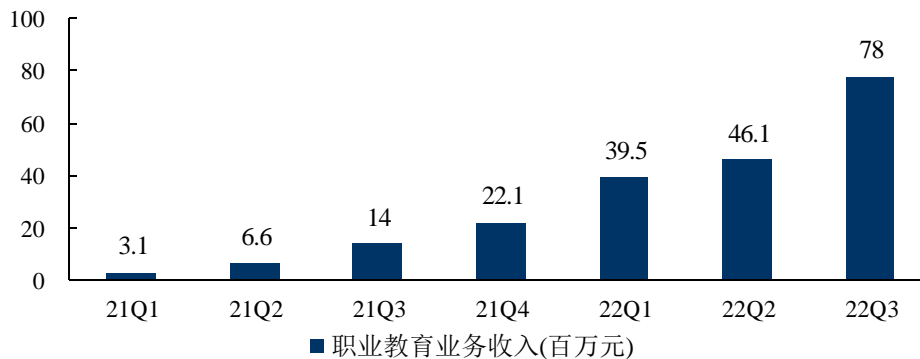


资料来源: 知乎效果营销公众号, 东兴证券研究所

3.4 职业教育课程品类不断丰富, 有望打造第二增长曲线

目前知乎职业教育业务仍然处于起步阶段, 营收占比较低, 但增长势能强劲。2022 年第三季度, 在课程内容多元化和高效获客策略的推动下, 知乎职业教育业务规模迅速增长, 职业教育收入达到了 7800 万元, 同比增长了 459%, 在营收中的占比达到 8.6%。知乎社区中则有 13% 的日活用户消费了职业教育内容, 付费用户数量同比增长了 300%, 环比增长 40%。

图29: 知乎职业教育业务规模



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

随着知乎在职业教育领域的持续投入, 知乎的课程内容将不断丰富、平台建设将更为完善、消费群体规模也将持续扩大, 预计未来其职业教育业务仍有较大的增长空间。在课程内容方面, 知乎已经构建了较为完善的职业教育课程内容体系, 未来仍将通过收购、自营、联运等多种方式实现更为丰富的课程内容供给, 满足更广泛用户群体的职业教育需求。在平台建设方面, 知乎正在着力打造一个符合知乎核心价值的独立的职业培训品牌“知学堂”, 有望吸引更多的站外用户进行职业教育消费。在用户方面, 知乎的社区文化和用户画像与职业教育业务十分契合, 知乎也会为与课程主题相关的社区内容倾斜流量, 从而引起用户对职业教育课程的兴趣, 提升用户的消费意愿。

4. 投资建议

知乎作为我国最大的问答社区, 已经积累了大量的优质社区内容和优秀创作者, 具有独特的内容生态和社区氛围。展望未来, 知乎将着力提升社区内容的深度与广度, 持续鼓励各领域创作者进行优质内容创作, 并积极推进视频化战略, 有望实现用户规模的持续增长和商业化价值的加速释放。我们预计 2022-2024 年公司经调整净利润分别为-12.45 亿元, -6.38 亿元和-0.75 亿元。

考虑到知乎尚未实现盈利, 我们使用单用户市值对知乎进行估值分析。依据知乎的平台特征和商业模式, 我们选取快手、哔哩哔哩和网易云音乐作为可比公司, 使用 P/MAU 计算可得, 可比公司的单月活用户市值分别为 367 元、184 元和 90 元。由于知乎是以图文内容为主的问答平台, 其用户使用时长和商业化空间低于快手、哔哩哔哩这样的视频平台, 因而我们给予知乎 135 元的单月活用户市值, 依照 0.97 亿的 MAU 计算, 知乎的合理市值为 131 亿元, 对应目标价为 40.99 元 (46.93 港元)。首次评级, 给予“推荐”评级。

表4: 可比公司单月活用户市值

证券代码	证券简称	最新市值 (亿元)	最新 MAU (亿)	单月活用户市值 (元)
1024.HK	快手-W	2298	6.26	367
9626.HK	哔哩哔哩-W	611	3.33	184
9899.HK	云音乐	166	1.85	90

资料来源: 快手财报, 哔哩哔哩财报, 云音乐财报, 东兴证券研究所

5. 风险提示

(1) 用户规模增长不及预期; (2) 商业化变现不及预期; (3) 内容质量下降造成用户流失; (4) 内容社区市场竞争加剧。

分析师简介

分析师：石伟晶

传媒与互联网行业首席分析师，上海交通大学工学硕士。7年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。全面覆盖A股传媒及海外互联网板块，与优秀公司为伍，致力于领先市场挖掘产业投资机会。紧密跟踪产业趋势，以腾讯为核心，覆盖社区社交、网游、短视频、长视频、直播、音乐及有声书等赛道；以美团为核心跟踪生活服务互联网发展趋势，以拼多多为核心跟踪国内电商及跨境电商发展趋势。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526