

买入

用户规模大幅扩张，视频化战略推进

知乎 (ZH.US)

2021-10-19 星期二

投资要点

目标价: **13.5 美元**
 现价: 9.93 美元
 预计升幅: 36.2%

重要数据

日期	2021-10-18
收盘价 (美元)	9.93
总股本 (亿股)	5.61
总市值 (亿美元)	60.36
净资产 (亿美元)	11.28
总资产 (亿美元)	11.23
52 周高低 (美元)	12.48/6.81
每股净资产 (美元)	4.02

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

周源	7.02%
创新工场	11.23%
腾讯	11.07%
启明创投	9.67%
SAIF IV	7.92%
快手	7.12%

相关报告

知乎 (ZH.US) - 首发报告-20210625

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 用户增长超预期，收入保持高增长：

公司第二季度营收达 6.4 亿元，同比增长 144.2%，收入增长主要归功于用户规模不断扩大和单用户平均收入增加。毛利率由去年同期 48.4% 增长至 59.0%。分业务来看，广告业务在该季度收入为 2.5 亿元，同比增长 48.4%，占总收入比例为 38.9%。商业内容解决方案业务收入为 2.1 亿元，同比增长 1529.3%，已经成为公司第二大收入来源，占总收入比例为 32.5%。

➤ 打通电商与内容融合商业模式，提升平台商业化水平：

根据公司 10 月在杭州举办的电商行业大会上“知+”运营负责人公布的数据，2021 年上半年通过知乎平台实现电商带货的 GMV 达 35.2 亿，同比增长 148%。我们认为通过内容营销是当下互联网广告的发展趋势，公司通过庞大的内容沉淀与品牌商一直挖掘平台价值，“知+”业务将保持较高的收入增长。

➤ 建立内容分级体系，视频化战略持续推进：

知乎平台目前已经在获得感标准下建立了统一的内容分级体系，以优化社区内容结构和创作生态。在该标准实施后两个月，数个核心领域的流量、互动量均得到超过一倍增长，其中视频播放量最高增幅达到 143.0%，新机制能很好的优化视频内容分发机制，让习惯图文的用户逐渐引入到视频领域。

➤ 维持“买入”评级：

公司收入规模及用户增长目前均处于高速增长状态，同时视频化、“知+”等新业务模式将不断打开收入增长天花板。未来用户增长、活跃及内容数量是目前需要参考的主要指标。我们给予公司 13.5 美元的目标价，对应 2021 和 22 财年的 PS 约 18 倍和 10.7 倍，维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	671	1,352	2,743	4,614	7,061
同比增长	N/A	101.67%	102.84%	68.22%	53.04%
净利润	-1,004	-518	-427	-344	-78
同比增长	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率	-149.77%	-38.27%	-15.58%	-7.46%	-1.11%
每 ADS 盈利 (元)	-3.58	-1.84	-1.52	-1.23	-0.28
PS	54.1	26.8	13.2	7.9	5.1

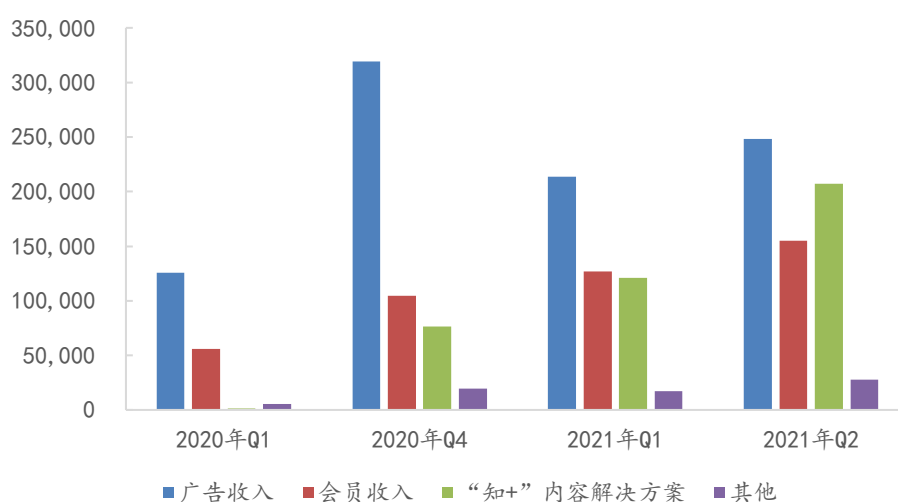
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

用户增长超预期，收入保持高增长：

公司第二季度营收达 6.4 亿元，同比增长 144.2%，收入增长主要归功于用户规模不断扩大和单用户平均收入增加。毛利率由去年同期 48.4% 增长至 59.0%。分业务来看，广告业务在该季度收入为 2.5 亿元，同比增长 48.4%，占总收入比例为 38.9%。商业内容解决方案业务收入为 2.1 亿元，同比增长 1529.3%，已经成为公司第二大收入来源，占总收入比例为 32.5%，我们预计未来解决方案业务将超过广告业务收入占比。付费会员业务收入为 1.5 亿元，同比增长 123.5%，在总收入中占比 24.3%；其他业务收入为 2778 万元，同比增长 130.9%。运营数据方面，知乎二季度 MAU 为 9430 万，同比增长 46.2%，其中年轻用户成为增长主力军，我们预计目前 18 到 25 岁的用户占比超过 40%，根据公司最新的数据，目前 MAU 在 10 月份单月已经破亿，知乎自今年 5 月实行“获得感”的社区内容标准以来，同步升级内容分发机制，使优质内容获得更多流量，减少劣质内容的曝光，让知乎的流量、互动量两个月内均得到快速增长，同时对用户留存也起到决定性影响。目前 MPU 约为 470 万，同比增长 121.1%，整体付费率提升至 5%。由于公司在用户获取、内容激励上不断投入，第二季度的运营亏损为 3.505 亿元，经调整后的净亏损为 2.003 亿元，而 2020 年同期为 7020 万元，我们认为公司亏损将在未来几个季度持续。

图 1：各项业务表现情况及下一季度预期（百万元）



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

打通电商与内容融合商业模式，提升平台商业化水平：

由于知乎上聚集了大量高质量创作者，同时沉淀了覆盖诸多领域的话题与内容，而用户对于知乎内容通常抱有较高的信任，而且用户粘性也强，因此公司利用

这种生态提炼出独家的内容种草方法论，即“一个问题一条街，一个回答一家店”。每一个不同问题的回答，其实都能够被视作一家店铺。而每一个答案里的企业店铺，都可以有完备的选品、互动、投放环节，像天猫店、淘宝店、京东店一样是可以运营的，并且可以直接完成种草和转化的营销目标。根据公司10月在杭州举办的电商行业大会上“知+”运营负责人公布的数据，2021年上半年通过知乎平台实现电商带货的GMV达35.2亿，同比增长148%，其中大部分订单导向京东、阿里。知乎内容带货目前具有两点优势：高客单价的精准获客和内容长尾曝光带来持续红利。第一，高消费决策成本、高客单价品类的精准种草在知乎。知乎的图文内容拥有开放、专业、真实的特点，通读率高达78%，对于消费者来说普遍更有说服力。第二，知乎的问答类内容具有着天然的SEO价值，全网都可以搜索，更容易出圈。着品牌可以凭借在知乎沉淀的内容池实现长尾流量的红利。我们认为通过内容营销是当下互联网广告的发展趋势，公司通过庞大的内容沉淀与品牌商一直挖掘平台价值，“知+”业务将保持较高的收入增长。

图2：公司获取索尼旗下核心音乐内容，均是世界知名音乐人



资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

建立内容分级体系，视频化战略持续推进：

知乎平台目前正在获得感标准下建立了统一的内容分级体系，以优化社区内容结构和创作生态。在该标准实施后两个月，数个核心领域的流量、互动量均得到超过一倍增长，其中视频播放量最高增幅达到143.0%，新机制能很好的优化视频内容分发机制，让习惯图文的用户逐渐引入到视频领域。目前知乎视频创作和消费继续保持活跃，月均视频创作者同比增长75%，日均视频上传数量同比增长3倍。与此同时，在新标准和分发机制作用下，符合获得感标准的好内容，得到了更多关注、流量和收益。图文内容方面，工程技术、经济、法律三个领域阅读量两个月内分别增长135.79%、57.56%和111.94%，互动率分别增长102.31%、133.66%和110.98%。视频内容方面，健康、社科人文、科技数码、资讯四个领域播放量两个月内分别增长119.8%、114.9%、110.4%和143.0%，

互动率分别增长 68.7%、89.2%、83.1%和 166.5%，公司视频化战略和内容多元化战略稳步推进。

公司未来发展展望：

我们认为公司的用户具备年轻化、专业化、高收入等特征，另外平台上沉淀的优质内容能够不断吸引新用户从访问用户转化为注册用户。随着公司的用户增长，预计 2023 年 MAU 将有望达到 1.5 亿：

- 广告业务，相信在公司视频化战略下，广告业务有较大商业化空间，此外公司广告业务在数据算法、用户画像以及问题标签等有很大提升，目前我们估计平台的 AD load 只有 2%左右。
- 内容商业化解方案业务，目前是公司重点发展业务，知乎的内容商业化解方案转化效率高，未来将在广告主高需求下迎来高速发展期，目前采用内容解决方案的信息流目前只占平台总问答非常低的水平。
- 付费会员业务未来将随着平台注册用户及 MAU 增长而增长。

维持买入评级：

我们认为公司收入规模及用户增长目前均处于高速增长状态，同时视频化、“知+”等新业务模式将不断打开收入增长天花板。虽然公司短期仍然处于亏损状态，但预计公司将在 2024 年实现盈亏平衡，而且业务的规模效应将在 2022 年有明显体现。对于高活跃及成长的年轻化社区平台，我们认为应该给予较高的估值溢价。因此我们给予公司 13.5 美元的目标价，对应 2021 和 22 财年的 PS 约 18 倍和 10.7 倍，维持买入评级。

财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	671	1,352	2,743	4,614	7,061
成本	(358)	(594)	(1,099)	(1,648)	(2,278)
毛利	312	758	1,643	2,966	4,783
销售费用	(766)	(735)	(1,042)	(1,753)	(2,471)
管理费用	(253)	(296)	(494)	(738)	(1,130)
研发费用	(351)	(330)	(549)	(831)	(1,271)
其他收益	54	86	16	16	16
除税前溢利	(1,004)	(516)	(425)	(340)	(73)
所得税	(0)	(1)	(2)	(4)	(6)
净利润	(1,004)	(518)	(427)	(344)	(78)
增长					
总收入 (%)	N/A	101.7%	102.8%	68.2%	53.0%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
物业及设备	15	8	10	11	13
无形资产	35	23	16	11	8
长期投资	0	0	20	20	20
定期存款	0	0	164	164	164
资产使用权	26	3	79	79	79
其他非流动资产	7	6	6	6	6
固定资产合计	82	41	295	292	290
货币资金	900	958	4,493	4,619	5,259
定期存款	1,151	1,093	716	716	716
短期投资	1,492	1,046	1,046	1,046	1,046
应收款项	246	486	986	1,659	2,538
应收关联方款	6	14	28	47	72
预付款项及其他	106	124	251	422	645
流动资产合计	3,902	3,720	7,520	8,509	10,277
应付账款	287	502	928	1,392	1,923
应计费用	214	239	410	637	1,045
合约款项	107	160	296	444	613
其他负债	155	114	153	195	244
流动负债合计	763	1,015	1,787	2,668	3,826
长期负债合计	3	0	49	49	49
股东权益合计	3,218	2,747	5,978	6,083	6,692

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	46.6%	56.0%	59.9%	64.3%	67.7%
经营利润率 (%)	-149.8%	-38.2%	-15.5%	-7.4%	-1.0%
净利率 (%)	-149.8%	-38.3%	-15.6%	-7.5%	-1.1%
ROE	-31.2%	-18.8%	-7.1%	-5.7%	-1.2%
营运表现					
费用/收入 (%)	204.4%	100.6%	76.0%	72.0%	69.0%
实际税率 (%)	0.0%	-0.2%	-0.5%	-1.1%	-7.7%
应收账款天数	132	129	129	129	129
应付账款天数	288	304	304	304	304
财务状况					
负债/权益	0.24	0.37	0.31	0.45	0.58
收入/总资产	0.17	0.36	0.35	0.52	0.67
总资产/权益	1.24	1.37	1.31	1.45	1.58

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
净利润	(1,004)	(518)	(427)	(344)	(78)
非现金调整	203	283	310	456	693
资本变动	85	(10)	105	18	30
经营活动现金流	(716)	(244)	(13)	130	644
投资固定资产	(6)	(2)	(3)	(4)	(5)
其他金融资产变动	(2,097)	432	193	0	0
投资活动现金流	(2,102)	430	189	(4)	(5)
其他融资	(13)	9	0	0	0
股权融资	3,011	0	3,358	0	0
融资活动现金流	2,998	9	3,358	0	0
现金变化	180	195	3,535	126	640
期初持有现金	713	900	958	4,493	4,619
汇兑变化	7	(138)	0	0	0
期末持有现金	900	958	4,493	4,619	5,259

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>