

# 买入

## “生态第一”战略稳步推进，多元业务强化收入韧性

### 知乎 (ZH.US)

2022-09-28 星期三

### 投资要点

目标价: **1.57 美元**  
 现价: 1.18 美元  
 预计升幅: 33.3%

#### ➤ C端业务增速亮眼，“生态第一”战略成效初显：

公司22Q2实现营收8.36亿元，同比增长31.0%，环比增长12.5%；毛利率47.8%，同比下滑，环比改善。22Q2公司净亏损4.87亿元，调整后净亏损4.44亿元。在用户规模方面，上半年公司MAU为1.04亿，同比增长15.7%；平均每月浏览人数5.74亿，同比增长18.0%。在内容生产上，截至2022年6月30日，平台累计拥有5910万内容创作者，贡献了4.62亿条问答内容，覆盖垂直领域超1000个。

### 重要数据

日期	2022-09-28
收盘价(美元)	1.18
总股本(亿股)	3.26
总市值(亿美元)	7.6
净资产(亿美元)	9.1
总资产(亿美元)	13.8
52周高低(美元)	10.71/1.07
每股净资产(美元)	2.77

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 会员内容质增量涨，推动会员付费率持续提升：

2022年上半年，公司平均月付费会员770万，较去年同期440万有大幅增长，会员用户使用时长显著高于其他用户。目前盐选专栏上季度内容同比增长超过130%，爆款内容能够有效催化新会员的转化，推动付费会员规模持续扩大。2022年7月，知乎月付费会员数已破千万，付费会员在MAU中的渗透率达8%。目前，知乎付费会员的增长势能仍在持续，长期来看，付费会员渗透率有望突破20%。

#### ➤ 内容商业化解决方案提振B端收入韧性：

内容商业化解决方案的收入已连续两季度超过广告业务收入。本季度广告行业整体需求的疲软的情况下，公司广告业务略有下滑，但内容商业化解决方案依旧维持增长，有效抵御了B端业务的下行压力。由于内容商业化解决方案整体营销效率高于广告，契合当前市场需求，预计内容商业化解决方案仍能维持稳健增长。

#### ➤ 三季度广告增长略有压力，维持“买入”评级：

我们认为公司收入规模及用户增长在三季度将面临一定增长压力，因此我们再次下调三季度及全年收入增长预期。但具备高活跃用户及商业化水平不断提升的社区平台，未来在疫情得到控制、经济不断复苏的趋势下，有更高的业绩弹性。因此给予公司**1.57美元**的目标价，对应**2022财年的PS约2倍，PB约1.4倍**，维持买入评级。

### 主要股东

MO Holding Ltd	11.30%
Dandelion Investment	6.27%
Cosmic Blue	6.13%
Qiming Venture	7.03%
赛富	5.53%
Innovation Works	5.33%
腾讯	3.26%
搜狗	2.14%

### 相关报告

知乎 (ZH.US) - 首发报告-20210625

更新报告-20211019、20220426

### 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q3E
营业额	1,352	2,959	3,641	4,790	5,995	886
同比增长	101.67%	118.85%	23.02%	31.57%	25.17%	7.61%
净利润	(518)	(1,299)	(1,734)	(1,281)	(878)	(419)
同比增长	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率	-38.27%	-43.89%	-47.64%	-26.73%	-14.64%	-47.26%
每ADS盈利(元)	-1.59	-3.98	-5.32	-3.93	-2.69	-1.28
PS	4.0	1.8	1.5	1.1	0.9	

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

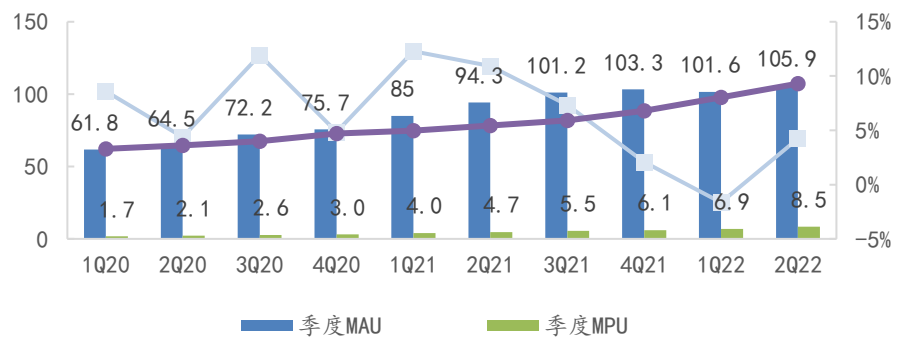
## 报告正文

### 会员付费业务增速亮眼，“生态第一”战略成效初显：

公司 22Q2 实现营收 8.36 亿元，同比增长 31.0%，环比增长 12.5%；毛利率 47.8%，同比下滑，环比改善。22Q2 公司净亏损 4.87 亿元，调整后净亏损 4.44 亿元。分业务来看，22Q2 公司 C 端业务表现亮眼，其中会员业务收入 2.71 亿元，同比增长 75.1%，成为二季度收入的第一大支柱；职业教育收入 0.46 亿元，收入规模持续倍增，收入占比达 5.5%，对收入的贡献持续提升，主要得益于职业培训课程不断丰富以及收购公司带来的收入增量。二季度 B 端业务中，广告业务收入 2.38 亿元，同比下滑 4.3%，主要是由于上半年受宏观经济和疫情管控影响，国内线上广告行业整体需求疲软；内容商业化解决方案收入 2.41 亿元，同比增长 15.9%，客户数量及单客消费力均有提升。

上半年公司确立了“生态第一”战略，推动用户规模和内容生产力持续高增。在用户规模方面，上半年公司 MAU 为 1.04 亿，同比增长 15.7%；平均每月浏览人数 5.74 亿，同比增长 18.0%。移动端 MAU 为 1.00 亿，在活跃社区内的平均月度互动达到 4.17 次。在内容生产方面，截止 2022 年 6 月 30 日，平台累计拥有 5910 万内容创作者，贡献了 4.62 亿条问答内容，覆盖垂直领域超 1000 个。公司通过不断推出“有获得感”的内容来持续提升用户活跃度。2022 年高考期间，高考整体相关内容的总浏览量超过 25 亿次，同比增长 57%，择校相关话题的内容总量增长至约 770 万条。公司于今年 5 月推出了“海盐计划 4.0”，为内容创作者提供更丰富的创作工具、更高效的流量支持和更完善的变现渠道。22Q2 社区创作者的活跃度和收益均有显著提升，高等级创作者 DAU 同比增长近 50%，高等级创作者人均创作量同比增长近 100%，盐选创作者收入增长近 80%。

图 1：知乎平台用户付费率不断提升（百万）



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

### 會員內容質增量漲，推動付費會員規模持續擴大：

2022 年上半年，公司平均月付費會員 770 萬，相較去年同期 440 萬有大幅增長，會員用戶使用時長顯著高於其他用戶。知乎的會員內容具有較強的原生性，不斷湧現的原创 UGC 內容構成了會員業務成長的基石，用戶需求的不斷擴大給會員業務帶來了增長空間，優質內容的供給推動會員業務持續增長。公司在優質內容生產上已經成“創作選題-內容收費-用戶反饋-內容修訂”的完整閉環，目前鹽選專欄上季度內容同比增長超過 130%，爆款內容能夠有效催化新會員的轉化，推動付費會員規模持續擴大。與此同時，鹽選作者的收入持續提升，進一步激勵了內容生產，形成有效的正反饋機制。2022 年 7 月，知乎月付費會員數已破千萬，付費會員在 MAU 中的滲透率達 8%。目前，知乎付費會員的增長勢能仍在持續，長期來看，付費會員滲透率有望突破 20%。

### 內容商業化解決方案提振 B 端收入韌性：

內容商業化解決方案的收入已連續兩季度超過廣告業務收入。本季度廣告行業整體需求的疲軟的情況下，公司廣告業務略有下滑，但內容商業化解決方案依舊維持增長，有效抵禦了 B 端業務的下行壓力。在廣告業務方面，客戶短期更關注高 ROI，因此二季度品牌廣告受到的衝擊要大於效果廣告。針對外部影響下客戶需求的轉變，公司也在廣告產品上進行了迭代，推出了 IP 商業廣告，如拆車實驗室、信息實驗室等，在市場上贏得了較好的口碑。在內容商業化解決方案上，22Q2 內容商業化解決方案終端客戶數持續增長，用戶平均消費也有所提升，市場份額不斷擴大。內容商業化解決方案表現較突出的垂直領域主要是 IT&3C、教培、電商，在營銷支出萎縮的大行情下，品牌和商家依舊給予了內容商業化解決方案足夠的信任。下半年，疫情和宏觀經濟仍具不確定性，7-8 月份的廣告業務仍未展現出恢復跡象。由於內容商業化解決方案整體營銷效率高於廣告，契合當前市場需求，預計內容商業化解決方案仍能維持穩健增長。

### 職業教育異軍突起，成為增長新动能：

目前，知乎教育已形成“成人教育培訓（品職教育、趴趴教育）+ 知學堂 APP（成人教育平台）+ 內容知識教育（知乎）”三大矩陣。二季度，公司進行了職業方面的內容突破，邀請了矽谷程序員、紅圈律所律師、世界 500 強品牌總監等內部用戶講述職業發展。6 月底，公司上线了“學習”專區，並同步推出了數百門免費正版授權課程，其中覆蓋編程、法考、辦公軟件、樂器、

英语四六级、视觉设计等多个领域。首批上线的明星课程包括：亚马逊首席科学家李沐的深度学习课程、厚大法考罗翔教授的刑法课程、明星音乐人胡彦斌的流行音乐课程、国家地理摄影大赛冠军储卫民的摄影课程等。公司后续还将陆续上线全球人工智能教育领导者吴恩达的人工智能课程、大疆创新的官方摄像课程，以及 Procreate 官方教学课程。我们认为，在当前就业形势日趋严峻的情况下，职业向内容能够迎合大量用户需求，知乎的职业教育业务在当下仍有较大成长空间。

### **三季度广告增长略有压力，维持买入评级：**

我们认为公司收入规模及用户增长在三季度将面临一定增长压力，主要还是由于整体宏观经济环境不佳，使得部分头部广告主缩减了广告投放预算，因此我们再次下调了公司三季度及全年收入增长预期，但预计疫情得到控制后公司增长将重回正常轨迹，同时由于业务具备边际费用效应，今年利润率提升将有明显体现，在收入保持增长的同时亏损占比将开始收窄。我们认为具备高活跃用户及商业化水平不断提升的社区平台，未来在疫情得到控制、经济不断复苏的趋势下，有更高的业绩弹性。因此给予公司 **1.57 美元** 的目标价，对应 **2022 财年** 的 **PS 约 2 倍**，**PB 约 1.4 倍**，维持买入评级。

## 财务报表摘要

**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022EQ3
<b>收入</b>	<b>1,352</b>	<b>2,959</b>	<b>3,641</b>	<b>4,790</b>	<b>5,995</b>	<b>886</b>
成本	(594)	(1,405)	(2,037)	(2,309)	(2,697)	(470)
<b>毛利</b>	<b>758</b>	<b>1,554</b>	<b>1,604</b>	<b>2,481</b>	<b>3,299</b>	<b>416</b>
销售费用	(735)	(1,635)	(2,039)	(2,155)	(1,919)	(532)
管理费用	(296)	(690)	(655)	(766)	(1,259)	(222)
研发费用	(330)	(620)	(728)	(862)	(1,019)	(106)
其他收益	86	97	90	31	31	11
<b>除税前溢利</b>	<b>(516)</b>	<b>(1,293)</b>	<b>(1,728)</b>	<b>(1,272)</b>	<b>(867)</b>	<b>(412)</b>
所得税	(1)	(5)	(7)	(9)	(11)	(7)
<b>净利润</b>	<b>(518)</b>	<b>(1,299)</b>	<b>(1,734)</b>	<b>(1,281)</b>	<b>(878)</b>	<b>(419)</b>

**增长**

总收入 (%)	101.7%	118.9%	23.0%	31.6%	25.2%	7.6%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业及设备	8	10	7	6	7
无形资产	23	68	64	59	54
长期投资	0	19	19	19	19
定期存款	0	159	159	159	159
资产使用权	3	127	127	127	127
其他非流动资产	6	14	14	14	14
<b>固定资产合计</b>	<b>41</b>	<b>397</b>	<b>389</b>	<b>385</b>	<b>381</b>
货币资金	958	2,157	1,133	107	-83
定期存款	1,093	2,816	2,816	2,816	2,816
短期投资	1,046	2,240	2,240	2,240	2,240
应收款项	486	832	1,023	1,346	1,685
应收关联方款项	14	18	22	29	37
预付款项及其他资产	124	272	335	440	551
<b>流动资产合计</b>	<b>3,720</b>	<b>8,334</b>	<b>7,568</b>	<b>6,978</b>	<b>7,245</b>
应付账款	502	1,027	1,488	1,686	1,970
应计费用	239	380	379	450	726
合约款项	160	240	347	394	460
其他负债	114	252	289	305	328
<b>流动负债合计</b>	<b>1,015</b>	<b>1,898</b>	<b>2,503</b>	<b>2,836</b>	<b>3,484</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>2,747</b>	<b>6,738</b>	<b>5,359</b>	<b>4,431</b>	<b>4,046</b>

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	56.0%	52.5%	44.1%	51.8%	55.0%
经营利润率 (%)	-38.2%	-43.7%	-47.5%	-26.6%	-14.5%
净利率 (%)	-38.3%	-43.9%	-47.6%	-26.7%	-14.6%
ROE	-18.8%	-19.3%	-32.4%	-28.9%	-21.7%

**营运表现**

费用/收入 (%)	100.6%	99.5%	94.0%	79.0%	70.0%
实际税率 (%)	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.7%	-1.3%
应收账款天数	129	101	101	101	101
应付账款天数	304	263	263	263	263

**财务状况**

负债/权益	0.37	0.31	0.50	0.68	0.90
收入/总资产	0.36	0.34	0.46	0.65	0.79
总资产/权益	1.37	1.30	1.48	1.66	1.88

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>(518)</b>	<b>(1,299)</b>	<b>(1,734)</b>	<b>(1,281)</b>	<b>(878)</b>
非现金调整	283	567	372	367	507
资本变动	(10)	291	347	(103)	191
<b>经营活动现金流</b>	<b>(244)</b>	<b>(440)</b>	<b>(1,015)</b>	<b>(1,016)</b>	<b>(180)</b>
投资固定资产	(2)	(7)	(9)	(10)	(11)
其他金融资产变动	432	(3,131)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>430</b>	<b>(3,139)</b>	<b>(9)</b>	<b>(10)</b>	<b>(11)</b>
其他融资	9	23	0	0	0
股权融资	0	4,853	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>9</b>	<b>4,876</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金变化</b>	<b>195</b>	<b>1,297</b>	<b>(1,024)</b>	<b>(1,026)</b>	<b>(190)</b>
期初持有现金	900	958	2,157	1,133	107
汇兑变化	(138)	(100)	0	0	0
<b>期末持有现金</b>	<b>958</b>	<b>2,155</b>	<b>1,133</b>	<b>107</b>	<b>(83)</b>



# 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>