

买入**打造社区型生态圈，商业化持续推进**

知乎 (ZH.US)

2022-4-26 星期二

目标价: **3.00 美元**

现价: 1.52 美元

预计升幅: 97.4%

重要数据

日期	2022-04-25
收盘价 (美元)	1.52
总股本 (亿股)	3.26
总市值 (亿美元)	9.91
净资产 (亿美元)	10.6
总资产 (亿美元)	13.8
52 周高低 (美元)	13.85/1.39
每股净资产 (美元)	3.53

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

更新报告-20211019

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点**➤ 收入稳步增长，用户增长强劲:**

公司四季度营收达 10.19 亿元，同比增长 96.1%，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。毛利润 4.8 亿元，同比增长 44.1%；毛利率为 47.1%，较去年同期下降 17%，主要原因为带宽成本增加和运营费用增加。四季度 MAU 为 1.03 亿人，同比增长 36.4%；四季度 MPU 达 610 万人，同比增长 102%。

➤ 搭建社区内容生态圈，提升平台商业化水平:

2021 年公司在内容的获得感和媒介升级两方面取得了阶段性的成果。公司在此基础上将 2022 年的战略核心明确为建立生态圈。在提升用户数量和创作者收入指标之外，创作者体验、消费者口碑，社区氛围满意度等这类指标将会成为检验公司成绩新评判标准。其次，公司今年将向优秀创作者倾斜资源，打造出高效内容闭环，有利于未来更好的做商业化变现。

➤ 广告收入优于行业水平

四季度公司广告收入 3.78 亿元，同比增长 18.4%。分行业来看，电商、网服、快消、汽车、3c、教育培训以及游戏占比超 80%。从结构上来看，品牌广告占比持续提升，全年增速接近 50%。2022 年 Q1，公司整体广告收入增速将会超过 50%，全年保持 60%-70% 之上，明显优于行业平均水平。

➤ 商业化持续推进，维持“买入”评级:

我们认为公司收入规模及用户增长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。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 3.0 美元的目标价，对应 2022 财年的 PS 约 2.7 倍，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	1,352	2,959	4,711	7,212	10,702
同比增长	101.67%	118.85%	59.18%	53.09%	48.40%
净利润	-518	-1,299	-1,439	-1,402	-1,083
净利润率	-38.27%	-43.89%	-30.55%	-19.44%	-10.12%
每 ADS 盈利 (元)	-1.59	-3.98	-4.41	-4.30	-3.32
PS	4.8	2.2	1.4	0.9	0.6

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

收入稳步增长，用户增长强劲：

公司四季度营收达 10.19 亿元，同比增长 96.1%，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。毛利润 4.8 亿元，同比增长 44.1%；毛利率为 47.1%，较去年同期下降 17%，主要原因为带宽成本增加和运营费用增加。经调整后公司 Q4 净亏损 2.41 亿元，亏损幅度扩大 815.5%。2021 年公司全年营收 29.59 亿元，同比增长 119%，经调整后公司 2021 年净亏损 7.47 亿元，2020 年同期为净亏损 3.37 亿元。

分业务来看，四季度广告收入 3.78 亿元，同比增长 18.4%，主要归于公司长期专注扩展其用户群；会员收入 2.08 亿元，同比增长 100%，对应付费率 5.9%，用户支付比例持续提升；“知+”内容解决方案收入 3.67 亿元，同比增长 380%，截止到四季度末，入驻“芝士”平台的创作者的数量已经达到了 15,000 名，市场口碑的效应在持续，合作品牌和商家数量也在持续提升，未来 CCS 将成为公司收入增长的主要引擎；其他收入 6540 万元，同比增长 230%，主要系成人线上教育和电商增长。

四季度 MAU 为 1.03 亿人，同比增长 36.4%。2021 年平均 MAU 为 9590 万，同比增长 40%；四季度 MPU 达 610 万人，同比增长 102%。2021 年平均 MPU 为 510 万，同比增长 114.8%。其中年轻用户成为增长主力军，女性用户占比 47%。长远来看，高速增长用户增长将缩短公司到达盈亏平衡的时间。

图 1：知乎平台用户保持稳定增长（百万）



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

搭建社区内容生态圈，提升商业化水平：

2021 年公司在内容的获得感和媒介升级两方面取得了阶段性的成果。公司在此基础上将 2022 年的战略核心明确为建立生态圈。在提升用户数量和

创作者收入指标之外，创作者体验、消费者口碑以及社区氛围满意度等这类指标将会成为检验公司成绩新评判标准。其次，公司今年计划降低创作者创作难度，提升消费者体验，向优秀创作者倾斜资源等形式打造出一个高效快速闭环。

关于激励创作者，公司未来将聚焦社区原生创作者，计划通过产品服务和提升。提供更好、更低门槛的创作工具来支持创作者，使得他们能通过更多媒介形态进行表达和分享。公司今年将发布一个新创作者激励的计划，重点鼓励垂直深耕知识类和侧重于基石领域的创作者，使他们能够获得来自社区的流量和现金支持。第三，公司提出内容获得感的标准已经完成了算法升级，能够改善内容从供给到分发的效率。对于不同领域和不同层次的创作者，通过用户和内容分层算法，可以形成不同的交流场域。

公司今年的核心战略是生态圈搭建，聚焦在社区原生的创作者，围绕公司获得感内容价值标准，继续鼓励创造者分享更多优质的内容。我们认为公司正在搭建的生态圈能够提升用户粘性，提高社区壁垒，可期待其未来表现。

职业教育产品未来可期：

职业教育作为社区生态圈的延伸，在 2021 年增长迅速，但规模相对较小。公司预计 2022 年 Q1 职业教育产品增速将会继续保持且占比将超过 5%，未来预计占全年营收 20%。从品类覆盖来说，公司已经覆盖了包括考试类和技能培训类领域的多个 SKU。考试类覆盖了考研、考公等品类；技能培训类覆盖 CFA、CPA、FRM、职业语言等。基础设施上，公司已经完成了中台的搭建，从相关的教育领域内容的组织生产、分发以及客户转化的 CRM 系统基本已搭建完毕，未来无论是接入知乎自营的教育课程，还是接入合作伙伴，均能迅速完成。

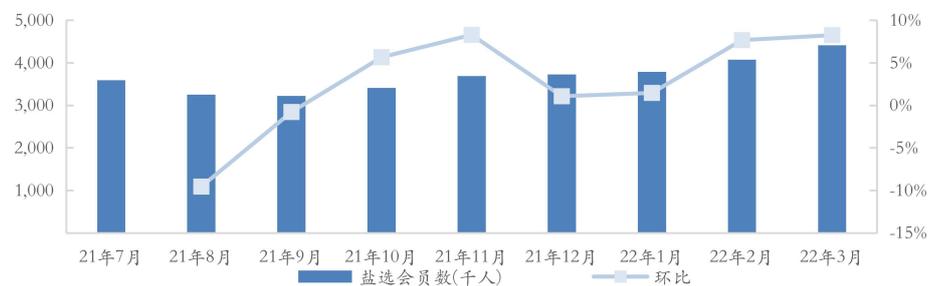
广告收入优于行业水平：

四季度宏观经济政策和监管不确定下，对客户广告营销预算结构造成较大影响，客户越发注重内容平台的长期品牌建设和内容积累，趋势为营销预算的投向从传统媒体平台向优质内容的社区和平台靠拢。在此过程中，以知乎为代表的优质内容社区是此趋势的明显受益者。四季度公司广告收入 3.78 亿元，同比增长 18.4%。分行业来看，电商、网服、快消、汽车、3C、教育培训以及游戏占比超 80%。从结构上来看，品牌广告占比持续提升，全年增速接近 50%。

商业化持续推进，维持买入评级：

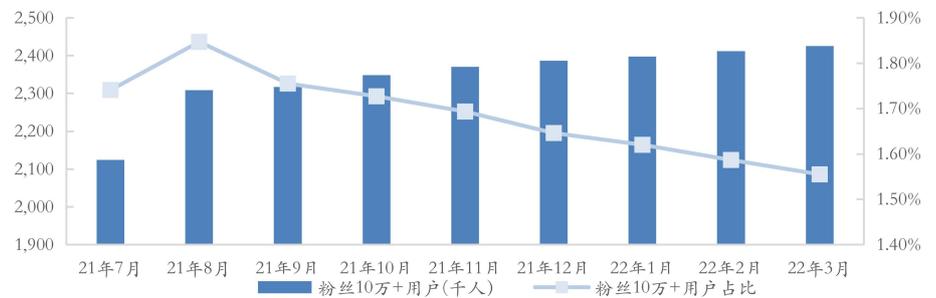
我们认为公司收入规模及用户增长均处于高速增长状态，同时视频化、“知+”等新业务模式将不断打开收入增长天花板。虽然公司短期仍然处于亏损状态，且视频化战略略低于预期，但预计公司规模效应将在2023年有明显体现，亏损幅度将收窄。对于高活跃及成长的年轻化社区平台，我们认为应该给予较高的估值溢价。因此我们给予公司3.0美元的目标价，对应2022财年的PS约2.7倍，维持买入评级。

图2：盐选会员数因平台优质内容数稳定增长而提升（千人）



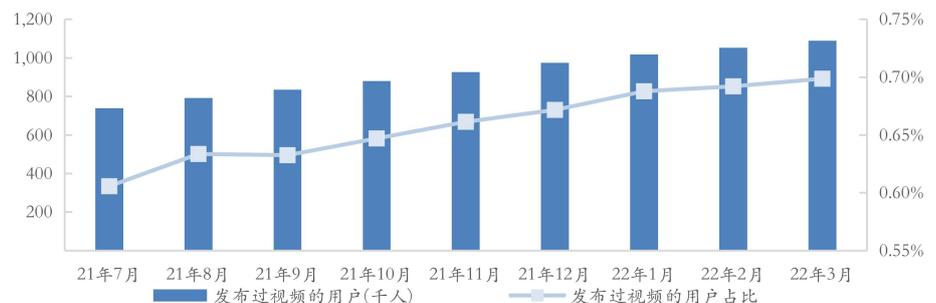
资料来源：久谦中台数据、国元证券经纪(香港)整理

图3：优质内容创作者不断入驻平台（千人）



资料来源：久谦中台数据、国元证券经纪(香港)整理

图4：视频化战略推进稍微低于预期（百万）



资料来源：久谦中台数据、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要
损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	1,352	2,959	4,711	7,212	10,702
成本	-594	-1,405	-2,498	-3,223	-4,306
毛利	758	1,554	2,213	3,989	6,397
销售费用	-735	-1,635	-1,790	-2,524	-3,425
管理费用	-296	-690	-1,036	-1,587	-2,247
研发费用	-330	-620	-848	-1,298	-1,819
其他收益	86	97	31	31	31
除税前溢利	-516	-1,293	-1,430	-1,388	-1,064
所得税	-1	-5	-9	-13	-20
净利润	-518	-1,299	-1,439	-1,402	-1,083

增长

总收入 (%)	101.7%	118.9%	59.2%	53.1%	48.4%
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>

	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
固定资产合计	41	397	389	385	381
货币资金	958	2,157	1,872	1,267	1,135
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	1,324	2,027	3,008
应收关联方款项	14	18	29	44	66
预付款项及其他资产	124	272	433	663	984
流动资产合计	3,720	8,334	8,713	9,056	10,247
应付账款	502	1,027	1,825	2,354	3,145
应计费用	239	380	579	892	1,243
合约款项	160	240	426	550	734
其他负债	114	252	317	360	424
流动负债合计	1,015	1,898	3,146	4,156	5,547
长期负债合计	0	169	169	169	169
股东权益合计	2,747	6,738	5,860	5,189	4,986

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	56.0%	52.5%	47.0%	55.3%	59.8%
经营利润率 (%)	-38.2%	-43.7%	-30.4%	-19.3%	-9.9%
净利率 (%)	-38.3%	-43.9%	-30.6%	-19.4%	-10.1%
ROE	-18.8%	-19.3%	-24.6%	-27.0%	-21.7%

营运表现

费用/收入 (%)	100.6%	99.5%	78.0%	75.0%	70.0%
实际税率 (%)	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-1.0%	-1.9%
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	0.57	0.83	1.15
收入/总资产	0.36	0.34	0.52	0.76	1.01
总资产/权益	1.37	1.30	1.55	1.82	2.13

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-518	-1,299	-1,439	-1,402	-1,083
非现金调整	283	567	578	745	894
资本变动	-10	291	585	61	68
经营活动现金流	-244	-440	-276	-595	-122
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
投资活动现金流	430	-3,139	-9	-10	-11
其他融资	9	23	0	0	0
股权融资	0	4,853	0	0	0
融资活动现金流	9	4,876	0	0	0
现金变化	195	1,297	-285	-605	-132
期初持有现金	900	958	2,157	1,872	1,267
汇兑变化	-138	-100	0	0	0
期末持有现金	958	2,155	1,872	1,267	1,135

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。本报告清晰准确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>