

买入

构建“获得感”内容品牌，夯实高活跃生态基石

知乎 (ZH.US)

2022-06-22 星期三

投资要点

目标价: **2.66 美元**
 现价: 1.95 美元
 预计升幅: 36.4%

重要数据

日期	2022-06-21
收盘价 (美元)	1.95
总股本 (亿股)	3.26
总市值 (亿美元)	12.71
净资产 (亿美元)	10.6
总资产 (亿美元)	13.8
52 周高低 (美元)	13.85/1.23
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

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@gzq.com.hk

➤ 收入保持高于媒体行业增长，商业化稳步推进:

公司第一季度实现收入 7.4 亿元，同比增长 55.4%，毛利率为 45.1%，最终净亏损为 6.1 亿元，去年同期为亏损 3.2 亿元，调整后净亏损为 3.7 亿元。一季度 MAU 为 1.02 亿人，同比增长 19.5%，MPU 为 690 万人，同比增长 72.5%，DAU 视频内容消费已经达到 45%。我们预计在平台内容升级的战略下，活跃用户全年将保持稳定增长，年底将达到 1.2 亿 MAU 水平。

➤ 新内容激励计划发布，用户创造被进一步激发:

二季度公司启动“海盐计划 4.0”，进一步在创作体系、流量倾斜、资金收益上颁布多项激励措施，激发内容创作者的能动力。进一步打造平台“获得感”的品牌，并立体化提升内容创作者的收益和商业变现能力。该计划目前主要适用于排名靠前的内容创作者升级，但未来公司计划实现整个创作者生态激励系统，将在接下来的几个季度逐步扩展各种系统和货币化方式以适应排名较低的内容创作者。

➤ 广告面临一定增长压力，但下半年将恢复:

由于疫情影响及宏观经济影响，我们预计公司第二季度广告业务及解决方案业务增长将面临较大压力。在当前环境下，广告主将更多地关注营销效果，因此展示型广告将面临较大压力，而原生广告将受到广告主青睐，随着疫情得到控制，广告增长将在下半年恢复增长。

➤ 商业化提升有目共睹，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 2.66 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	2022Q2E
营业额	1,352	2,959	4,176	6,105	9,070	808
同比增长	101.67%	118.85%	41.11%	46.21%	48.56%	26.59%
净利润	(518)	(1,299)	(1,258)	(1,126)	(815)	(474)
同比增长	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润率	-38.27%	-43.89%	-30.12%	-18.45%	-8.99%	-58.60%
每ADS盈利 (元)	-1.59	-3.98	-3.86	-3.45	-2.50	-1.45
PS	6.1	2.8	2.0	1.4	0.9	

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

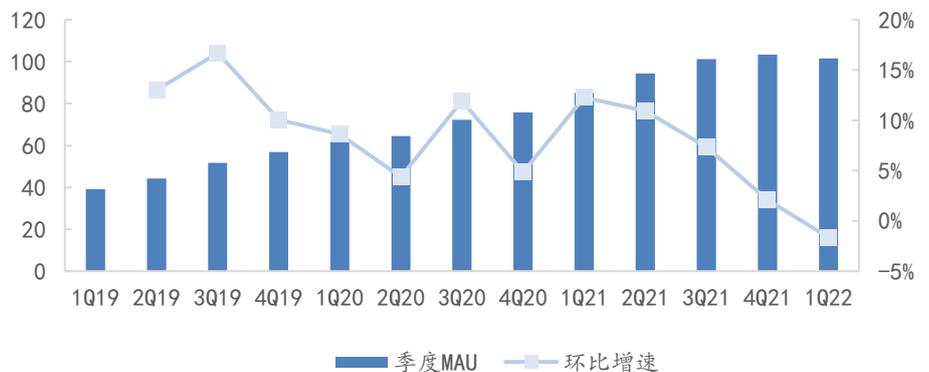
报告正文

收入保持高于媒体行业增长，商业化稳步推进：

公司第一季度实现收入 7.4 亿元，同比增长 55.4%，由于公司继续对内容创作者进行扶持，因此一季度毛利率出现下滑达到 45.1%，最终净亏损为 6.1 亿元，去年同期为亏损 3.2 亿元，调整后净亏损为 3.7 亿元。分业务来看第一季度内容商业化解决方案业务超越线上广告业务，成为收入的第一大类型，同样也是公司一季度收入增长主要驱动力，收入为 2.27 亿元，占比达 30.5%，同比增长超 87.7%，广告主行业涵盖教培、快消、3C、网服等。相信在公司平台不断多元化及内容创作者增长的趋势下，预计该业务将继续与平台生态融合并保持高增长；付费会员业务收入达 2.22 亿元，占比达到了 29.8%，同比增长 75.1%，付费会员人数达 689 万，同比增长 72.8%，付费率为 6.8%，在平台内容质量升级的战略下，付费渗透率不断提升；线上广告一季度收入为 2.17 亿元，占比达 29.2%，同比增长 1.7%，增长放缓主要是由于疫情再次爆发加上宏观经济环境增长不理想，让广告主对传统展示类广告投放意愿降低。另外一季度职业教育业务异军突起，收入占比达到 5.3%，同比增长 1196%。

一季度 MAU 为 1.02 亿人，同比增长 19.5%，MPU 为 690 万人，同比增长 72.5%，DAU 视频内容消费已经达到 45%。一季度公司着力治理平台内容生态，持续打造有获得感的品牌，并通过不断完善推荐算法来提升用户体验，使得用户活动和留存率都有提升。一季度 MAU 互动次数同比增长 18%。新用户平均次留存达到八个季度最高水平。而通常二、三季度有高考、开学、电商节等热点事件，是公司的获客旺季，因此我们预计在平台内容升级的策略下，活跃用户全年将保持稳定增长，年底将达到 1.2 亿 MAU 水平。

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

新内容激励计划发布，用户创造被进一步激发：

二季度公司启动“海盐计划 4.0”，进一步在创作体系、流量倾斜、资金收益上颁布多项激励措施，激发内容创作者的能动力。进一步打造平台‘获得感’的品牌。通过多渠道包括致知计划、芝士平台、盐选会员来形成新一代知乎收益体系，面向不同创作者，立体化提升内容创作者的收益和商业变现能力。该计划目前主要适用于“领域深耕”的内容创作者升级，但未来公司计划实现整个创作者生态激励系统，将在接下来的几个季度逐步扩展各种系统和货币化方式以适应排名较低的内容创作者。

在流量倾斜上，由于公司升级了内容推荐系统，目前平台内容推荐逻辑有明显变化，主要以用户长期兴趣，而不是短期兴趣作为考量指标，来为整个社区优化算法。由于平台目前已经积累了大量具有知乎特色的创作者群体，以及“高赞”回答，因此通过优质内容冷启和持续加权两大流量引擎，知乎将对优质内容进行流量倾斜，实现单篇内容最高 5 倍的流量增长，让好内容不断重复发光。公司可以这种方式在不影响用户体验的前提下，继续升级用户画像，使算法更全面、更优化。因此在下半年，公司将继续通过这些升级造福整个生态系统，让公司的整体内容以及成就感优先。

在提升创作者收益上，海盐计划 4.0 中涵盖了新的致知计划，以全新的创作基金形式，将在 2022 年投入近 1 亿元的初始基金，对持续在垂直领域深耕、进行知识普惠的创作者，提供商业变现之外的资金奖励。除了新的致知计划，原有的芝士平台将继续为创作者搭建内容商业通路，芝士于 2021 年 5 月正式上线，覆盖的创作者收益年增长 2.5 倍。让中腰部创作者变现规模增长 4.4 倍，收益增长 17 倍。

因此我们预计在该计划推进下，平台能够继续产生高质量的内容，可以在平台上形成大量用户兴趣流量，再通过会员、商业化解决方案及广告最终从中盈利，我们对公司下半年的疫情恢复后整体增长仍然保持信心。

职业教育将成为公司收入主要部分：

职业教育作为社区生态圈的延伸，虽然目前规模相对较小，但业务增长势能巨大。2022 年 Q1 职业教育产品占比超过 5%，同比增长 1191%，我们预计未来两年内该业务将占全年营收 20% 左右。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。除了平台自身教育内容，公司还投资了两家成人教育平台，分别是专注财经会计的在线培训平台上海品职教育和专注留学服务的呱呱教育。同时 3 月公司推出首个成人职业教育 App “知学堂”，定位于为成年人群提供知识产品的学习平台，包括考研、职场技能等。

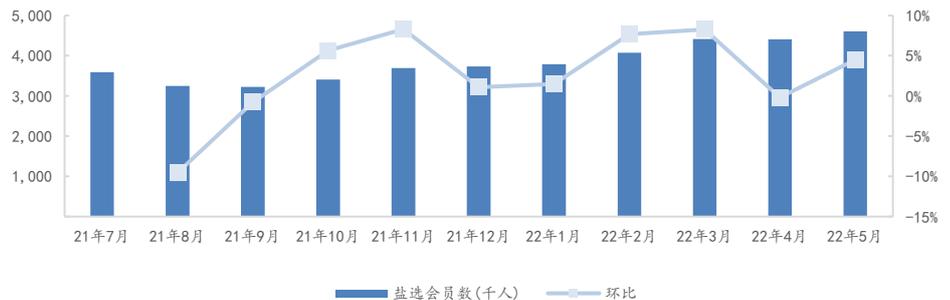
广告面临一定增长压力，但下半年将恢复：

由于疫情影响及宏观经济影响，我们预计公司第二季度广告业务及解决方案业务增长将面临较大压力。分领域来看，受疫情影响严重的几个垂直领域，例如日常生活、医疗保健、旅游大多数都依赖线下运营，由于疫情隔离政策，导致经营出现一定压力，因此该部分广告主客户暂停了投放。汽车制造行业由于各地区线下车展推迟，整个行业新品发布推迟，广告预算也出现减少或推迟。而受疫情影响较小的领域，例如 IT、游戏以及教育，仍然能够保持增长，但由于宏观经济环境恶化影响，这些领域广告的预算也受到负面影响，同比增长将放缓。在当前环境下，广告主将更多地关注营销效果，因此展示型广告将面临较大压力，而原生广告将受到广告主青睐，随着疫情得到控制，广告增长将在下半年恢复增长。

商业化提升有目共睹，维持买入评级：

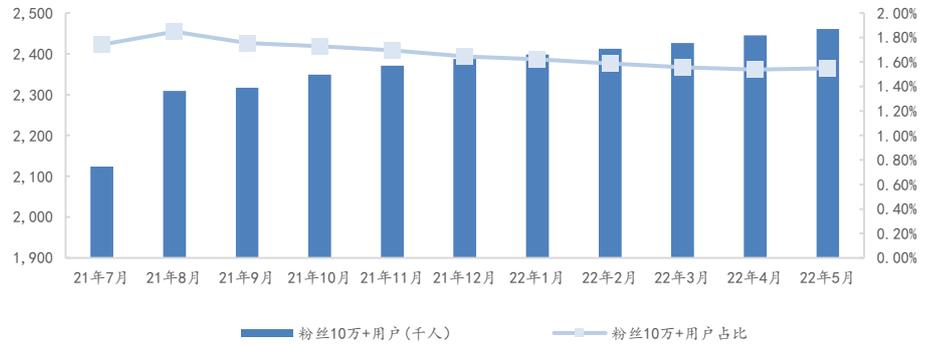
我们认为公司收入规模及用户增长在当前环境下仍然能够保持高速增长，同时视频化、“知+”、成人教育等新业务模式将不断打开收入增长天花板。虽然公司短期仍然处于亏损状态，且二季度收入增长面临一定压力。因此我们下调了公司全年收入增长预期，但预计疫情得到控制后公司增长将重回正常轨迹，同时由于业务具备边际费用效应，该利润率提升将在今年有明显体现，届时亏损幅度将开始收窄。对于高活跃及成长的年轻化社区平台，我们认为应该给予较高的估值溢价。因此我们给予公司 2.66 美元的目标价，对应 2022 财年的 PS 约 2.7 倍，维持买入评级。

图 2：盐选会员数因平台优质内容数稳定增长而提升（千人）



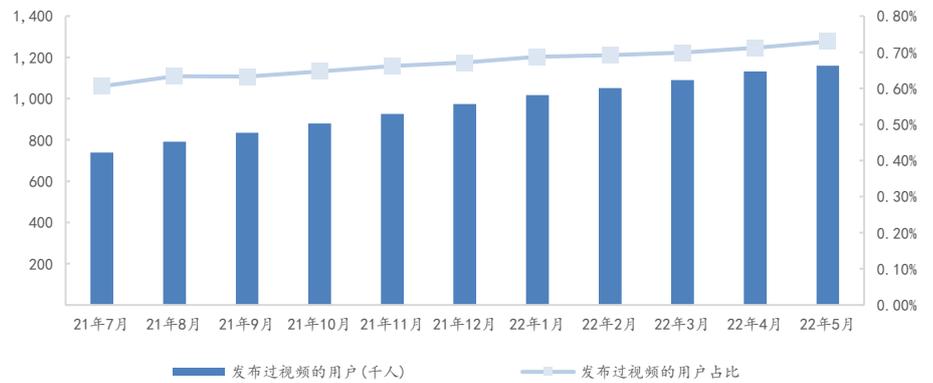
资料来源：久谦中台数据、国元证券经纪(香港)整理

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：视频化战略稳定推进（千人）



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	2022EQ2
收入	1,352	2,959	4,176	6,105	9,070	808
成本	(594)	(1,405)	(2,200)	(2,673)	(3,551)	(428)
毛利	758	1,554	1,976	3,433	5,519	380
销售费用	(735)	(1,635)	(1,587)	(2,137)	(2,902)	(485)
管理费用	(296)	(690)	(919)	(1,343)	(1,905)	(202)
研发费用	(330)	(620)	(752)	(1,099)	(1,542)	(194)
其他收益	86	97	31	31	31	30
除税前溢利	(516)	(1,293)	(1,250)	(1,115)	(799)	(471)
所得税	(1)	(5)	(8)	(11)	(17)	(3)
净利润	(518)	(1,299)	(1,258)	(1,126)	(815)	(474)

增长

总收入 (%)	101.7%	118.9%	41.1%	46.2%	48.6%	26.6%
净利润 (%)	N/A	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	1,848	1,312	1,264
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	1,173	1,716	2,549
应收关联方款项	14	18	26	38	56
预付款项及其他资产	124	272	384	561	834
流动资产合计	3,720	8,334	8,486	8,682	9,758
应付账款	502	1,027	1,607	1,952	2,594
应计费用	239	380	521	766	1,064
合约款项	160	240	375	456	606
其他负债	114	252	299	327	379
流动负债合计	1,015	1,898	2,802	3,501	4,642
长期负债合计	0	169	169	169	169
股东权益合计	2,747	6,738	5,978	5,470	5,401

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	56.0%	52.5%	47.3%	56.2%	60.8%
经营利润率 (%)	-38.2%	-43.7%	-29.9%	-18.3%	-8.8%
净利率 (%)	-38.3%	-43.9%	-30.1%	-18.4%	-9.0%
ROE	-18.8%	-19.3%	-21.0%	-20.6%	-15.1%

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%	-2.1%
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	0.67	0.89
收入/总资产	0.36	0.34	0.47	0.67	0.89
总资产/权益	1.37	1.30	1.48	1.66	1.88

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)	(1,258)	(1,126)	(815)
非现金调整	283	567	515	633	760
资本变动	(10)	291	443	(32)	18
经营活动现金流	(244)	(440)	(300)	(526)	(38)
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	(309)	(535)	(48)
期初持有现金	900	958	2,157	1,848	1,312
汇兑变化	(138)	(100)	0	0	0
期末持有现金	958	2,155	1,848	1,312	1,264

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>