

买入

公司目前仍处于转型期，AI 赋能生态实现正循环

知乎 (ZH.N)

2025-12-03 星期三

【投资要点】

目标价: 4.30 美元

现价: 3.52 美元

预计升幅: 21.2%

重要数据

日期	2025-12-02
收盘价(美元)	3.52
总股本(亿份 ADS)	0.90
总市值(亿美元)	3.17
净资产(亿美元)	5.83
总资产(亿美元)	7.78
52 周高低(美元)	6.32/3.19
每 ADS 净资产(美元)	4.24

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

MO Holding Ltd	13.93%
HuangRiver Investment	10.37%
CosmicBlue Investment	7.55%
AI Knowledge	6.75%
腾讯	4.01%

相关报告

知乎 (ZH.US) - 首发报告-20210625
更新报告-20211019、20220426
知乎 (ZH.US) - 首发报告-20210625
更新报告-20211019、20220426、
20231222、20241224

研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 三季度营收持续承压，社区内容“提质增效”粘性强化

2025 年第三季度，公司实现总收入 6.59 亿元，同比下降 22%。其中，曾作为营收支柱的付费会员业务收入为 3.86 亿元，同比下降约 16.1%；营销服务业务收入同比下降 26.6%至 1.89 亿元；包含职业培训在内的其他业务收入为 8390 万元，同比下降 35.1%。在收入承压的背景，我们注意到公司在运营效率和成本控制上取得一定成就。报告期内三季度 Non-GAAP 经营亏损大幅收窄 16.3%，降至 7350 万元，最终三季度净亏损为 4670 万元，而经调整后的净亏损收窄至 2100 万元。

➤ AI 原生社区转型加速，重塑内容生态价值

面对外部市场环境的变化和内部业务结构的挑战，知乎在 2025 年第三季度明确并加速了其核心战略，构建以 AI 为驱动的“高质量内容×专家网络×AI 能力”协同发展的 AI 原生社区。通过 AI 增强的个性化内容推荐和知识服务，有望提升用户的付费意愿；AI 驱动的智能营销解决方案，也可能为广告主提供更精准、更高效的投放选择，从而提振营销服务收入。此外，公司还计划升级 AI 搜索、搭建跨媒介知识库，并推出更多与社区主体功能深度融合的 AI 原生功能，这些举措都旨在将 AI 能力转化为真实的用户价值和商业价值。

➤ 盈利拐点可期，AI 商业化落地是关键

公司正处在战略转型期，尽管短期营收将经历下滑转型阵痛，但运营效率提升、亏损收窄以及核心用户指标稳定都表明公司的基本面正在变得更加健康。根据目前趋势，我们预计公司将在 2027 年实现全年盈利。展望未来，知乎的价值增长将高度依赖其 AI 战略的执行效果，这包括：探索 AI 增强型会员服务，提升 ARPU 值；开发创新的 AI 广告营销产品；加速推进与外部 AI 生态的合作，将内容 IP 资产进行商业化输出。我们认为，公司凭借其在高质量内容和专业创作者生态方面的独特优势，叠加公司目前持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资总额高达 45.8 亿元，远超公司目前二级市场市值（22.6 亿元人民币），安全边际较高，具备投资价值。综上，给予公司 4.3 美元的目标价，对应 2025 财年的 PS 约 1.0 倍，有 21.9% 的上涨空间，维持买入评级。

百万元人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,199	3,599	2,686	2,581	2,726
同比增长 (%)	16.48%	-14.29%	-25.37%	-3.91%	5.61%
毛利率	(840)	(169)	(42)	(12)	20
归母净利润率	-19.99%	-4.69%	-1.55%	-0.45%	0.72%
每 ADS 盈利 (元)	-3.20	-0.64	-0.16	-0.04	0.07
PS	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 三季度营收持续承压，社区内容“提质增效”粘性强化

2025 年第三季度，公司实现总收入 6.59 亿元，同比下降 22%。收入下降主要源于三大业务板块的集体承压。其中，曾作为营收支柱的付费会员业务收入为 3.86 亿元，同比下降约 16.1%，主要归因于平均月订阅会员数的阶段性回落；营销服务业务受宏观经济环境及广告主预算收紧影响，收入同比大幅下降 26.6% 至 1.89 亿元；而包含职业培训在内的其他业务收入为 8390 万元，因公司对该业务进行战略性优化和调整，同比下降了 35.1%。在收入承压的背景，我们注意到公司在运营效率和成本控制上取得一定成就。报告期内三季度 Non-GAAP 经营亏损大幅收窄 16.3%，降至 7350 万元，最终三季度净亏损为 4670 万元，而经调整后的净亏损收窄至 2100 万元。这表明公司自年初以来推行的降本增效策略已见实效，盈利能力正持续改善。截至季度末，公司持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资总额高达 45.8 亿元，目前在手充裕的现金储备为后续的战略投入和 AI 技术研发提供了财务保障。与此同时，知乎社区月活使用时长、核心用户留存等用户指标均稳步提升，月活跃用户（MAU）环比微增，日活用户时长（DailyTimeSpent）同比、环比双升，核心用户留存率提升，用户与创作者活跃度高，平台高质量内容供给稳定，而月均订阅会员数在经历了前期的波动后，本季度实现环比 8.1% 的增长，达到 1430 万，这不仅显示了付费内容生态（如盐言故事）的吸引力，也为未来会员收入的企稳回升奠定了基础。公司以牺牲部分短期收入规模为代价，换取更健康、更具粘性的用户基本盘和更可持续的商业模式，战略调整的积极效应已在运营层面逐步显现。

➤ AI 原生社区转型加速，重塑内容生态价值

面对外部市场环境的变化和内部业务结构的挑战，知乎在 2025 年第三季度明确并加速了其核心战略，构建以 AI 为驱动的“高质量内容×专家网络×AI 能力”协同发展的 AI 原生社区。这一战略的核心不再是将 AI 视为简单的辅助工具，而是将其作为重塑社区内容生产、分发、互动和商业化全链路的底层基础设施。最显著的进展体现在其 AI 产品“知乎直答”的深化应用上。截至第三季度末，“知乎直答”在社区内的渗透率已超过 15%，是去年同期水平的约 4 倍。这不仅仅是一个搜索功能的优化，而是 AI 能力在问答、推荐、内容创作等多元社区场景中的广泛嵌入。通过“知乎直答”，用户能够更高效地获取经过社区高质量内容和专家观点验证的结构化答案，极大地提升了信息获取效率和体验。这种由 AI 驱动的内容分发机制，正在改变传统依赖算法推荐和用户主动搜索的模式，为知乎海量、高价值的存量内容找到了新的价值释放路径。通过 AI 增强的个性

化内容推荐和知识服务，有望提升用户的付费意愿；AI驱动的智能营销解决方案，也可能为广告主提供更精准、更高效的投放选择，从而提振营销服务收入。此外，公司还计划升级AI搜索、搭建跨媒介知识库，并推出更多与社区主体功能深度融合的AI原生功能，这些举措都旨在将AI能力转化为真实的用户价值和商业价值。

➤ 盈利拐点可期，AI商业化落地是关键

公司正处在战略转型期，尽管短期营收将经历下滑转型阵痛，但运营效率提升、亏损收窄以及核心用户指标稳定都表明公司的基本面正在变得更加健康。根据目前趋势，我们预计公司将在2027年实现全年盈利。展望未来，知乎的价值增长将高度依赖其AI战略的执行效果。当前，AI技术在提升用户体验和运营效率方面的价值已初步得到验证，“知乎直答”超过15%的渗透率便是一个有力的证明。然而，未来的关键挑战在于如何将AI能力有效转化为可持续的商业收入。这包括：1、探索AI增强型会员服务，提升ARPU值；2、开发创新的AI广告营销产品；3、加速推进与外部AI生态的合作，将内容IP资产进行商业化输出。我们认为，公司凭借其在高质量内容和专业创作者生态方面的独特优势，在AI时代占据了有利的战略位置。如果公司能够成功解决AI商业化落地的难题，那么它不仅有望在近期迎来盈利的拐点，更有可能在长周期内重塑其商业模式和市场估值，从一个知识问答社区真正蜕变为AI时代下的知识大脑。叠加公司目前持有现金及现金等价物、定期存款及短期投资总额高达45.8亿元，远超公司目前二级市场市值（22.6亿元人民币）。综上，给予公司4.3美元的目标价，对应2025财年的PS约1.0倍，有21.9%的上涨空间，维持买入评级。

表 1：社交娱乐行业估值比较（20251203）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）			市盈率PE			市净率PB	市销率PS
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
0700.HK	腾讯控股	54,349.3	22.6	26.1	29.9	25.6	22.7	19.8	4.4	7.0
9911.HK	赤子城科技	166.0	0.5	0.7	1.0	19.5	15.8	12.3	7.6	2.5
9898.HK	微博-SW	221.3	9.9	12.6	12.5	9.2	7.2	7.2	0.8	1.6
JOYY.O	欢聚	248.5	-1.0	4.4	1.7	-13.2	5.4	13.8	0.5	1.5
BMBL.O	BUMBLE	52.4	-35.8	-18.6	12.9	-0.9	-2.7	3.9	0.8	0.6
META.O	META	146,659.2	191.0	217.5	233.3	30.3	26.4	24.7	9.6	10.5
SNAP.N	SNAP	934.3	-3.3	-3.3	-2.6	-17.2	-16.5	-19.8	5.8	2.1
MTCH.O	MATCH	701.6	16.5	17.3	22.8	16.4	15.6	12.8	-39.0	2.6
BILLO	哔哩哔哩	738.1	-3.5	2.6	5.2	-50.1	68.3	33.6	4.8	2.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 宏观经济风险；
2. AI 技术应用落地不及预期；
3. 市场竞争加剧；
4. 广告恢复不及预期。

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	4,199	3,599	2,686	2,581	2,726
成本	(1,903)	(1,418)	(1,225)	(1,212)	(1,277)
毛利	2,296	2,181	1,461	1,368	1,448
销售费用	(2,048)	(1,599)	(1,021)	(903)	(927)
管理费用	(419)	(330)	(242)	(232)	(245)
研发费用	(901)	(733)	(363)	(361)	(368)
其他收益	245	303	115	115	115
除税前溢利	(828)	(178)	(49)	(14)	23
所得税	(12)	9	7	2	(3)
净利润	(840)	(169)	(42)	(12)	20

增长

总收入 (%)	16.5%	-14.3%	-25.4%	-3.9%	5.6%
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>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业及设备	11	8	11	13	15
无形资产	123	55	44	37	30
长期投资	45	51	51	51	51
定期存款	0	0	0	0	0
资产使用权	40	7	7	7	7
其他非流动资产	8	1	1	1	1
固定资产合计	226	122	114	109	105
货币资金	2,107	4,000	3,984	4,061	4,179
定期存款	1,586	320	320	320	320
短期投资	1,770	539	539	539	539
应收款项	665	421	314	302	319
应收关联方款项	18	42	31	30	31
预付款项及其他资产	232	163	122	117	124
流动资产合计	6,378	5,485	5,309	5,369	5,512
应付账款	1,039	836	722	715	753
应计费用	364	297	223	231	243
合约款项	304	236	203	201	212
其他负债	240	156	155	155	155
流动负债合计	1,945	1,525	1,303	1,302	1,363
长期负债合计	148	13	13	13	13
股东权益合计	4,702	4,196	4,235	4,289	4,367

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	54.7%	60.6%	54.4%	53.0%	53.1%
经营利润率 (%)	-19.7%	-5.0%	-1.8%	-0.5%	0.8%
净利率 (%)	-20.0%	-4.7%	-1.5%	-0.4%	0.7%
ROE	-17.9%	-4.0%	-1.0%	-0.3%	0.5%
营运表现					
费用/收入 (%)	80.2%	74.0%	60.5%	58.0%	56.5%
实际税率 (%)	-1.4%	5.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款天数	57	42	42	42	42
应付账款天数	196	212	212	212	212

财务状况

负债/权益	0.45	0.37	0.31	0.31	0.32
收入/总资产	0.64	0.64	0.50	0.47	0.49
总资产/权益	1.40	1.34	1.28	1.28	1.29

现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(840)	(169)	(42)	(12)	20
非现金调整	184	(27)	94	78	71
资本变动	240	(84)	(63)	18	36
经营活动现金流	(416)	(280)	(11)	84	126
投资固定资产	(9)	(3)	(6)	(7)	(8)
其他金融资产变动	(1,609)	2,553	0	0	0
投资活动现金流	(1,618)	2,550	(6)	(7)	(8)
其他融资	(365)	(400)	0	0	0
股权融资	0	(4)	0	0	0
融资活动现金流	(365)	(404)	0	0	0
现金变化	(2,398)	1,866	(17)	77	118
期初持有现金	4,526	2,107	4,000	3,984	4,061
汇兑变化	43	15	0	0	0
期末持有现金	2,170	3,988	3,984	4,061	4,179

投资评级定义及免责条款

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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>