

买入

付费会员业务增长强劲，加码布局职业教育赛道

知乎 (ZH.US)

2022-12-21 星期三

投资要点

目标价: **2.36 美元**
 现价: 1.46 美元
 预计升幅: 61.6%

重要数据

日期	2022-12-20
收盘价 (美元)	1.46
总股本 (亿股)	3.26
总市值 (亿美元)	9.4
净资产 (亿美元)	10.6
总资产 (亿美元)	13.8
52 周高低 (美元)	5.79/0.89
每股净资产 (美元)	2.54

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@gyzq.com.hk

➤ C 端业务保持强劲增长，运营效率提升，利润端有所改善：

22Q3 知乎实现营收 9.12 亿元人民币，同比增长 10.7%，环比增长 9.1%；经调整净亏损 2.5 亿元，调整后净亏损率为 27.5%，同比扩大 13.8pcts，环比收窄 25.6pcts。C 端业务保持强劲增长势头，B 端业务在宏观经济及疫情等外部因素的影响下，收入规模有所收缩。用户方面，平台 MAU 为 9700 万人，同比下滑 4%，DAU/MAU 达到历史最高水平。付费会员数量达 1090 万人，同比提升 99.5%，付费会员渗透率为 11.24%，同比提升 5.8pcts。

➤ 优质内容提振用户消费意愿，供给优化驱动付费率提升：

在内容供给方面，22Q3 社区创作者数量再创新高，达到 6120 万人，同比增长 15%，其中盐选创作者数量同比增长约 40%。社区累计内容量达 5.79 亿条，同比增长 26%，其中问答内容 4.85 亿条，同比增长 22%，爆款盐选专栏内容增量同比超 130%。公司以高质量内容及高质量创作者驱动会员业务持续增长。

➤ 持续布局职业教育，打造第二增长曲线：

三季度，在高效获客策略及多元化课程的推动下，职业培训付费用户同比增长 300%，环比增长 40%，未来增长空间依旧巨大。知乎围绕学历提升及就业提升两大方向，不断扩充教育产品及内容。

➤ 降本增效效果明显，维持“买入”评级：

我们认为公司短期收入增速受制于广告变现效率降低集宏观经济疲软，但是我们观察到公司在不断尝试“想法”、短视频等新业务，未来有望打开收入增长天花板。目前公司用户依然保持高活跃，未来依然具备爆发潜力。我们给予公司 2.36 美元的目标价，对应 2022 财年的 PS 约 3 倍，维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2022Q4E
营业额	1,352	2,959	3,641	4,790	5,995	1,150
同比增长	101.67%	118.85%	23.02%	31.57%	25.17%	10.72%
净利润	(518)	(1,299)	(1,734)	(1,281)	(878)	(331)
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%	-28.81%
每ADS盈利 (元)	-1.59	-3.98	-5.32	-3.93	-2.69	-1.02
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

C 端业务保持强劲增长，高质量用户增长初见成效：

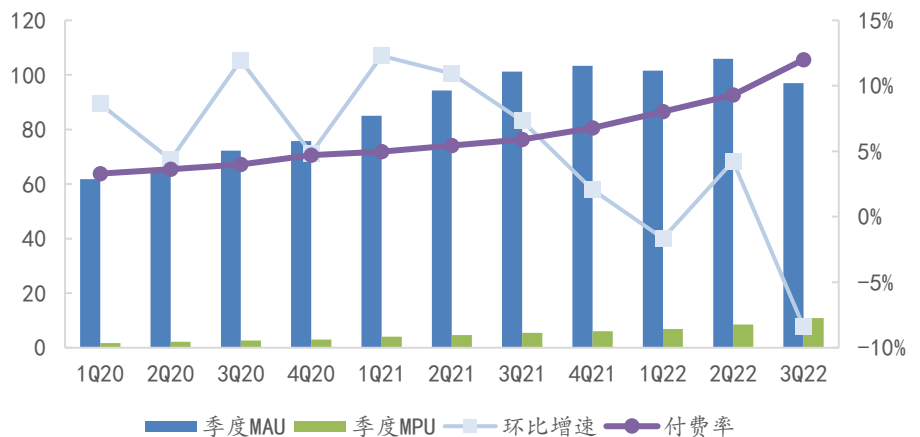
22Q3 知乎实现营收 9.12 亿元人民币，同比增长 10.7%，环比增长 9.1%；毛利率 48.7%，同比下滑 2.9pcts，环比改善 0.9pcts；经调整净亏损 2.5 亿元，调整后净亏损率为 27.5%，同比扩大 13.8pcts，环比收窄 25.6pcts。三季度，期间费用率实现环比优化，销售/研发/管理费用率分别为 52.5%/17.2%/9.2%，同比+7.0/-4.8/-13.6pcts，环比-11.2/-9.1/-3.3pcts。

1) C 端业务保持强劲增长势头。付费会员业务实现营收 3.35 亿元，同比增长 88.1%，收入占比达 36.8%，作为营收主力的地位得到进一步巩固。职业教育业务实现营收 0.78 亿元，同比增长 457.5%，收入占比扩大至 8.6%，成为驱动公司业务增长的新引擎。

2) B 端业务在宏观经济及疫情等外部因素的影响下，收入规模有所收缩。广告业务实现营收 1.97 亿元，同比下滑 38.7%。内容商业化解决方案实现营收 2.65 亿元，同比下滑 4.7%。

在用户运营方面，公司的运营重心已由用户扩张转移至高质量用户增长。22Q3 知乎平台 MAU 为 9700 万人，同比下滑 4%，环比下滑 8%，用户粘性（DAU/MAU）达到历史最高水平。App 用户活跃率连续 3 个季度提升，单用户日均使用时长达 29 分钟，同比增长 26%，环比增长 14%。付费会员数量达 1090 万人，同比提升 99.5%，付费会员渗透率为 11.24%，同比提升 5.8pcts。

图 1：知乎付费用户保持稳定增长（百万）



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

优质内容提振消费意愿，供给优化驱动付费率提升：

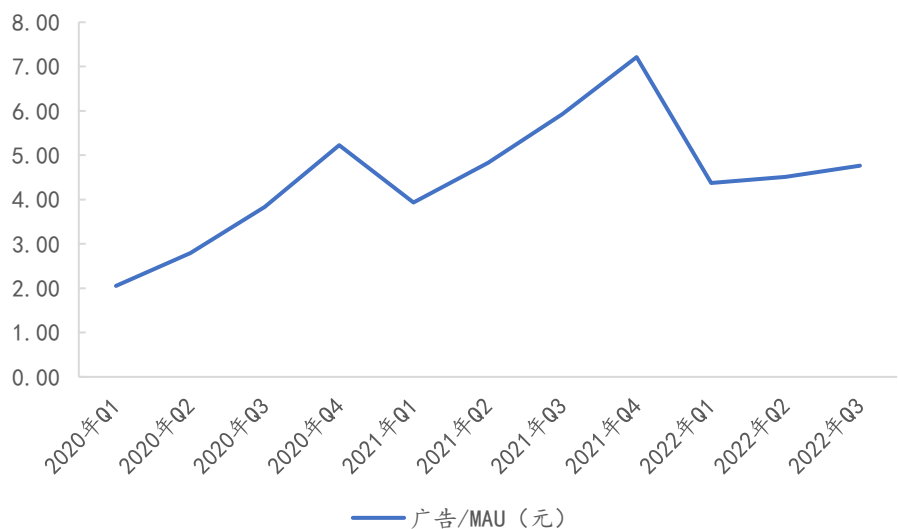
公司以高质量内容及高质量创作者驱动会员业务持续增长。在内容供给方面，22Q3 社区创作者数量再创新高，达到 6120 万人，同比增长 15%，其中盐选创作者数量同比增长约 40%。社区累计内容量达 5.79 亿条，同比增长 26%，其中问答内容 4.85 亿条，同比增长 22%，爆款盐选专栏内容增量同比超 130%。

1) 在创作者激励上，公司推出了“致知计划”和“灯塔计划”来提升创作者收益，22Q3 创作者平均收入同比增长 47%。部分优质内容已成长为具备强变现力的成熟商业 IP，使得供给优质内容的盐选创作者平均收入同比提升 29%。根据公司近期发起的“超新星计划”，未来三年，盐选会员将打造 500 位超 100 万收入的创作者。

2) 在内容选题上，公司持续为用户提供具有时效性和获得感的内容。暑假期间，在高考相关内容以及《荒野会谈》等优质自制内容的吸引下，新增 MAU 中 18-25 岁群体占比同比提升 4pcts，年轻用户群体在平台上的使用时长得到显著提升。

3) 在内容形式上，知乎在 8 月开启了“想法”功能内测，将创作及阅读场景由长内容领域拓展至短内容领域，有效提升了社区内容生产和消费的频率。目前，平台已经囊括了视频、直播、想法、图文、问答等多种内容形式。

图 2：知乎用户广告价值短期保持平稳（元）



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

广告及 CCS 业务受外部冲击，预计反转在 23 年下半年：

由于在线广告市场持续低迷，22Q3 广告及 CCS（内容商业化解决方案）收入均呈现同比下滑。CCS 业务在逆境下保持着较强韧性，收入连续两季度实现环比改善，目前收入规模已大幅领先于广告业务，22Q3 单客户投放金额同比增长 5%。分行业来看，广告及 CCS 业务收入贡献前五的品类分别为 IT&3C、化妆品、电商、汽车和教育，其中来自 IT&3C 和汽车品类的收入实现了同比增长。

面对外部冲击，公司持续对营销产品进行迭代和创新，持续强化基于内容进行营销的长板优势。三季度，公司对芝士平台的技术设施进行了额外改进，内容创作者通过芝士平台获得的总收入持续增长。知乎基于 IP 的营销活动已获市场认可，三季度公司继续推出透明工厂 IP 活动，鼓励内容创作者作为不同领域的专家，走访不同品牌的工厂和研发设施，寻求用户想要的答案。由于当前外部环境仍具不确定性，加上去年同期高基数影响，预计四季度广告和 CCS 业务同比增长依旧疲弱，但环比有望实现双位数增长。

持续布局职业教育，打造第二增长曲线：

22Q3 知乎社区中有超 13% 的日活用户消费了职业季相关内容，社区用户的旺盛需求驱动公司在职业教育领域加码布局。自 2019 年职业教育业务团队成立以来，知乎通过联运、自营、收购，完成了职业教育的初步布局，并且推出了自己的职业教育产品，希望用技术推动教育数字化转型。三季度，在高效获客策略及多元化课程的推动下，职业培训付费用户同比增长 300%，环比增长 40%，未来增长空间依旧巨大。

知乎围绕学历提升及就业提升两大方向，不断扩充教育产品及内容。2021 年，公司先后投资了财经会计在线培训平台“职教育”，以及在线留学考试培训机构“趴趴教育”。今年 10 月，公司再度以收购方式加码职业教育领域，成为教师备考服务平台“一起考教师”主体公司掌上园丁的第一大股东，将业务范围拓展至教师备考服务。12 月份，公司的职业教育 APP “知学堂”已正式上线，专注于提供专精的成人职业教育服务。

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	2022EQ4
收入	1,352	2,959	3,641	4,790	5,995	1,150
成本	(594)	(1,405)	(2,037)	(2,309)	(2,697)	(725)
毛利	758	1,554	1,604	2,481	3,299	424
销售费用	(735)	(1,635)	(2,039)	(1,437)	(1,499)	(521)
管理费用	(296)	(690)	(655)	(766)	(899)	(177)
研发费用	(330)	(620)	(728)	(862)	(1,019)	(156)
其他收益	86	97	90	31	31	(36)
除税前溢利	(516)	(1,293)	(1,728)	(553)	(87)	(340)
所得税	(1)	(5)	(7)	(9)	(11)	9
净利润	(518)	(1,299)	(1,734)	(562)	(98)	(331)
增长						
总收入 (%)	101.7%	118.9%	23.0%	31.6%	25.2%	10.7%
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	1,133	826	1,068
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
流动资产合计	3,720	8,334	7,568	7,697	8,396
应付账款	502	1,027	1,488	1,686	1,970
应付费用	239	380	379	450	520
合约款项	160	240	347	394	460
其他负债	114	252	289	305	328
流动负债合计	1,015	1,898	2,503	2,836	3,278
长期负债合计	0	169	169	169	169
股东权益合计	2,747	6,738	5,359	5,150	5,403

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	56.0%	52.5%	44.1%	51.8%	55.0%
经营利润率 (%)	-38.2%	-43.7%	-47.5%	-11.6%	-1.5%
净利率 (%)	-38.3%	-43.9%	-47.6%	-11.7%	-1.6%
ROE	-18.8%	-19.3%	-32.4%	-10.9%	-1.8%
营运表现					
费用/收入 (%)	100.6%	99.5%	94.0%	64.0%	57.0%
实际税率 (%)	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-1.6%	-12.6%
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	0.58	0.64
收入/总资产	0.36	0.34	0.46	0.59	0.68
总资产/权益	1.37	1.30	1.48	1.57	1.62

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)	(1,734)	(562)	(98)
非现金调整	283	567	372	367	366
资本变动	(10)	291	347	(103)	(15)
经营活动现金流	(244)	(440)	(1,015)	(297)	253
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	(1,024)	(307)	242
期初持有现金	900	958	2,157	1,133	826
汇兑变化	(138)	(100)	0	0	0
期末持有现金	958	2,155	1,133	826	1,068

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>