

# 知乎 (ZH.N)

付费会员与职业教育业务增长强劲，积极探索 AIGC 应用

买入

## 核心观点

**收入同比增长 9%，调整后净亏损率同比收窄 12pct。** 22Q4，知乎实现总收入 11.1 亿元，同比+9%，环比+22%。其中，付费会员业务稳健增长；职业教育业务继续快速增长，当前占收入比 8%。公司优化广告执行等成本，毛利率为 56%，同比+9pct。在降本增效策略引导下，公司调整后净亏损为 1.34 亿元，调整后净亏损率为 12%，同比收窄 12pct，环比收窄 15pct。

**付费会员业务强劲增长，将职业教育作为第二增长曲线。** 1) **toB 业务：** 2022Q4，内容解决方案收入 2.98 亿元，同比-19%。广告业务收入 2.75 亿元，同比-27%。根据业绩会介绍，公司广告业务恢复主要依赖于中国宏观经济恢复情况，预计仍需要一段时间。2) **付费会员业务：** 22Q4，公司付费会员收入 4.02 亿元，同比+93%；月付费用户达 1300 万，同比+113%。增长迅猛，主要系高品质内容和高质量创作者驱动。我们预计公司付费会员业务在接下来几个季度仍会有较好的增长。3) **其他业务：** 22Q4 公司其他业务收入 1.39 亿元，同比+113%。其中，职业教育 0.85 亿元，同比+281%。公司放弃与教育产品的第三方合作，着力构建专有的闭环教育服务体系。公司预计职业教育业务 23Q1 有望突破 1 亿元。

**坚定“生态第一”战略，积极探索 AI 领域。** 22Q4，公司 MAU 为 1 亿，同比-3%，环比+4%。根据管理层介绍，公司将在 2023 年继续坚持生态第一战略。截至第四季度末，公司社区上的累计内容达 6.5 亿条，其中包括 5.1 亿条问答。知乎作为国内领先的内容平台，拥有丰富各垂类的中文语料储备。公司已经开始理智投入资源用于基于 AI 的 LLM 和相关技术的开发，最近正在全面评估自研 AIGC 技术、寻求外部合作、直接使用市场开放 API 等多种方式，来为产品和创作者赋能。

**投资建议：关注成本端和费用端变化。** 公司作为国内领先的内容平台，当前在 AIGC 模型层和应用层都有探索尝试。除此以外，公司将职业教育作为第二条发展曲线，通过自主研发和并购等扩大业务规模。我们建议密切观察公司成本端和费用端的变化。考虑到公司营销相关业务仍需时间恢复，下调收入预测，预计 23-25 年收入 47.4/59.1/67.8 亿元（下调幅度 4%/5%/5%）；考虑研发费用的投入，下调盈利预期，预计 23-25 年经调整净利润-7.0/0.5/3.1 亿元（原预期-6.0/0.9/4.4 亿元）。下调目标价至 1.7-2.5 美元，维持“买入”评级。

**风险提示：** 用户数增长不及预期；社区氛围无法保持；商业化进度不及预期。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,604.9	4,744.2	5,905.4	6,782.5	7,461
(+/-%)	21.8%	31.6%	24.5%	14.9%	10.0%
调整后净利润(百万元)	-1,195.9	-703.3	47.2	306.1	595.5
(+/-%)	60.1%	-41.2%	-106.7%	548.9%	94.6%
每股收益(元)-ADS	-1.87	-1.10	0.07	0.48	0.93
EBIT Margin	-43.9%	-25.0%	-7.6%	-3.4%	2.7%
净资产收益率 (ROE)	-28.0%	-9.3%	-1.6%	0.3%	2.1%
市盈率 (PE)-调整后	-4.6	-7.8	115.6	17.8	9.2
EV/EBITDA	-1.5	-3.9	-15.8	-37.2	16.5
市销率 (PS)	1.51	1.15	0.92	0.80	0.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·海外公司财报点评

### 互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦  
021-60933157  
xieqi2@guosen.com.cn  
S0980520080008

联系人：陈淑媛  
021-60375431  
chenshuyuan@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	1.70 - 2.50 美元
收盘价	1.26 美元
总市值/流通市值	7.9/7.9 亿美元
52 周最高价/最低价	2.96/0.89 美元
近 3 个月日均成交额	8.8 百万美元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《知乎 (ZH.N) - 付费会员业务强劲增长，降本增效带来利润端逐步改善》——2022-12-04
- 《知乎 (ZH.N) - 生态健康，付费会员业务保持高增长，广告承压》——2022-09-03
- 《知乎 (ZH.N) - 短期受疫情扰动，生态第一战略，布局长期价值》——2022-05-30

### 业绩概览:收入同比增长 9%，调整后净亏损率同比收窄 12pct

总收入同比+9%，会员收入同比增长 93%。22Q4，知乎实现总收入 11.1 亿元，同比+9%，环比+22%。其中，付费会员业务稳健增长，占收入比为 36%，同比上升 16pct。广告、内容商务解决方案占收入比为 17%、27%，同比下降 20pct、9pct，下降主要为受到宏观环境扰动。职业教育业务继续快速增长，当前占收入比 8%。公司优化广告执行等成本，四季度公司毛利率为 56%，同比+9pct，环比+8pct。

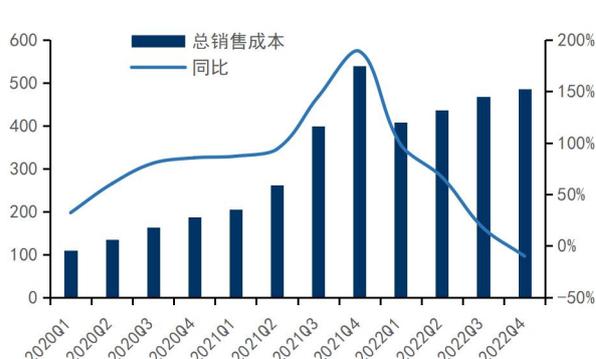
调整后净亏损率环比收窄 15pct。22Q4，知乎总费率同比-8pct，环比-3pct。剔除股份为基础的补偿影响，总费率同比+1pct，环比-2pct。公司 2023 年将会持续保持技术创新的投入。22Q4，在降本增效策略引导下，公司调整后净亏损为 1.34 亿元，调整后净亏损率为 12%，同比收窄 12pct，环比收窄 15pct。

图1：知乎各业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：知乎销售成本及增速（百万元，%）



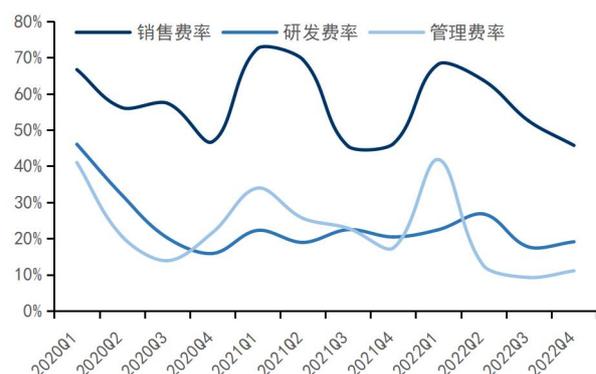
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：知乎毛利润及毛利率（百万元，%）



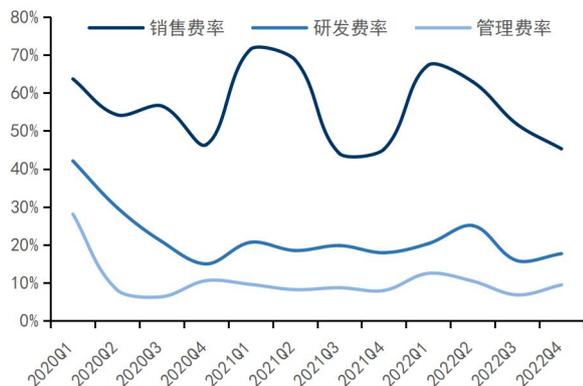
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：知乎各项期间费用率（%）



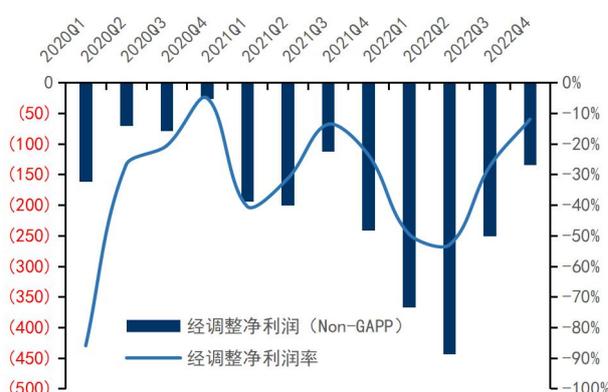
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 剔除股份为基础补偿费用, 知乎各项费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 知乎调整后净利润及利润率 (百万元, %)

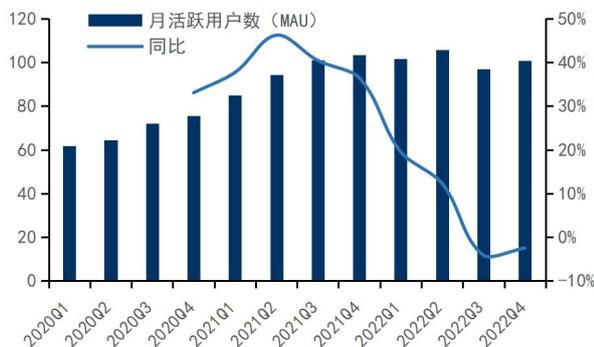


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 运营: 坚定“生态第一”战略, 积极探索 AI 领域

“生态第一战略”下, 本季度 MAU 为 1 亿, 同比-3%, 环比+4%。根据业绩会介绍, 公司将在 2023 年继续坚持生态第一战略。截至第四季度末, 公司社区上的累计内容达 6.5 亿条, 其中包括 5.1 亿条问答。知乎作为国内领先的内容平台, 拥有丰富各垂类的中文语料储备。公司已经开始理智投入资源用于基于 AI 的 LLM 和相关技术的开发, 最近正在全面评估自研 AIGC 技术、寻求外部合作、直接使用市场开放 API 等多种方式, 来为产品和创作者赋能。

图7: MAU 及增速 (百万, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: MPU 及增速 (百万, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 商业化: 付费会员业务强劲增长, 将职业教育作为第二增长曲线

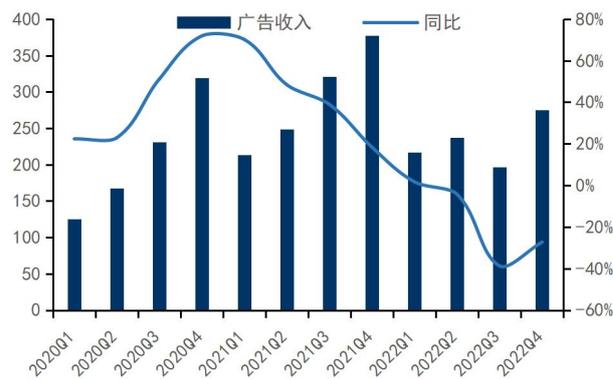
营销业务受到宏观压力: 内容商务解决方案收入同比-19%, 广告业务收入同比-27%。2022Q4, 内容解决方案收入 2.98 亿元, 同比-19%, 环比+12%。广告业务收入 2.75 亿元, 同比-27%, 环比+25%。根据业绩会介绍, 公司广告业务恢复主要依赖于中国宏观经济恢复情况, 预计仍需要一段时间。

图9：知乎内容商务解决方案收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：知乎广告业务收入及增速（百万元，%）

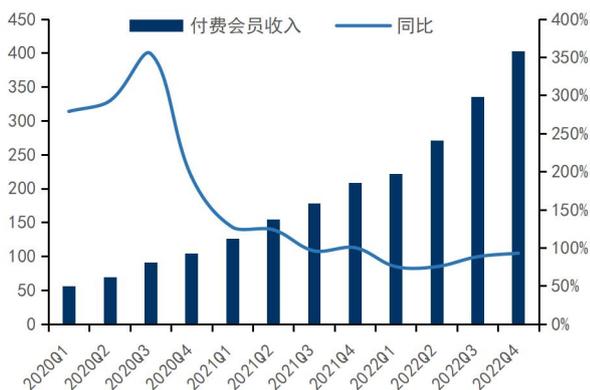


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**付费会员：付费渗透率同比增加 7pct。**2022Q4，公司付费会员收入 4.02 亿元，同比+93%，环比+20%。月付费用户达 1300 万，同比+113%。付费渗透率达 12.9%，同比+7.0pct，环比+1.7pct。基于付费会员的月 ARPPU 为 10.3 元，同比-10%。当前，知乎付费会员业务增长仍然迅猛，高品质内容和高质量创作者是核心驱动力。根据业绩会介绍，22Q4，公司付费内容创作者和付费内容创作者平均收入分别同比增长 63%和 18%。2023 年 3 月，公司上线“盐言故事”独立 APP，将向用户提供更个性化的推荐技术。我们预计公司付费会员业务在接下来几个季度仍会有较好的增长。

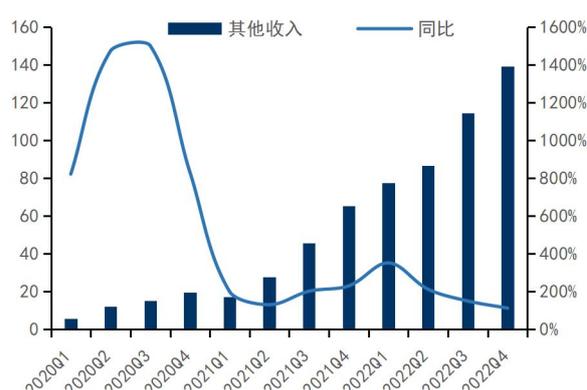
**其他业务：职业教育业务快速成长，为第二大发展曲线。**2022Q4 公司其他业务收入 1.39 亿元，同比+113%，环比+22%。其中，职业教育 0.85 亿元，同比+281%，环比+8%。公司放弃与教育产品的第三方合作，着力构建专有的闭环教育服务体系。通过自主研发和并购的方式，完成对教育类别的初步布局。根据业绩会介绍，公司预计职业教育业务 23Q1 有望突破 1 亿元。

图11：知乎付费会员收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：知乎其他收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：关注成本端和费用端变化，维持“买入”评级

公司作为国内领先的内容平台，当前在 AIGC 模型层和应用层都有探索尝试。除此以外，公司将职业教育作为第二条发展曲线，通过自主研发和并购等扩大业务规

模。根据管理层介绍，公司将审慎进行业务投入，强调投资回报比。我们建议密切观察公司成本端和费用端的变化。

考虑到公司营销相关业务仍需时间恢复，下调收入预测，预计 2023-25 年收入 47.4/59.1/67.8 亿元（下调幅度 4%/5%/5%）；考虑研发费用的投入，下调盈利预期，预计 23-25 年经调整净利润-7.0/0.5/3.1 亿元（原预期-6.0/0.9/4.4 亿元）。下调目标价至 1.7-2.5 美元，维持“买入”评级。

### 风险提示

用户数增长不及预期的风险；广告浓度增大的过程中，用户体验降低的风险；社区氛围无法保持的风险；商业化进度不及预期风险；竞争格局恶化风险等；政策风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4526	9771	14398	18536	<b>营业收入</b>	<b>3605</b>	<b>4744</b>	<b>5905</b>	<b>6782</b>
应收款项	1058	1560	1780	1858	营业成本	1797	2277	2657	2984
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	2026	2135	2126	2306
<b>流动资产合计</b>	<b>7320</b>	<b>13153</b>	<b>18091</b>	<b>22403</b>	管理费用	1364	1517	1570	1721
固定资产	7	17	21	25	财务费用	(92)	(135)	(198)	(297)
无形资产及其他	307	1215	3124	3934	投资收益	59	70	62	64
投资性房地产	22	22	22	22	资产减值及公允价值变动	6	6	3	5
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	38	6	4	2
<b>资产总计</b>	<b>7656</b>	<b>14407</b>	<b>21259</b>	<b>26385</b>	营业利润	(1388)	(967)	(181)	139
短期借款及交易性金融负债	0	1001	2003	903	营业外净收支	(177)	0	(73)	(74)
应付款项	942	1744	1961	2119	<b>利润总额</b>	<b>(1564)</b>	<b>(967)</b>	<b>(253)</b>	<b>65</b>
其他流动负债	883	988	1060	1244	所得税费用	14	9	3	(1)
<b>流动负债合计</b>	<b>1825</b>	<b>3734</b>	<b>5024</b>	<b>4266</b>	少数股东损益	3	2	0	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1581)</b>	<b>(978)</b>	<b>(256)</b>	<b>66</b>
其他长期负债	137	105	73	41					
<b>长期负债合计</b>	<b>137</b>	<b>105</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	现金流量表(百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1962</b>	<b>3839</b>	<b>5097</b>	<b>4307</b>	<b>净利润</b>	<b>(1581)</b>	<b>(978)</b>	<b>(256)</b>	<b>66</b>
少数股东权益	41	42	43	43	资产减值准备	0	1	0	0
股东权益	5654	10526	16119	22036	折旧摊销	(21)	97	100	103
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7656</b>	<b>14407</b>	<b>21259</b>	<b>26385</b>	公允价值变动损失	(6)	(6)	(3)	(5)
					财务费用	(92)	(135)	(198)	(297)
关键财务与估值指标					营运资本变动	110	374	36	231
每股收益-ADS	(1.87)	(1.10)	0.07	0.48	其它	3	1	0	(0)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1496)</b>	<b>(511)</b>	<b>(122)</b>	<b>395</b>
每股净资产	17.69	32.93	50.44	68.95	资本开支	(3)	(8)	(8)	(9)
ROIC	-164%	-24%	-5%	-2%	其它投资现金流	3319	(87)	(91)	(96)
ROE	-28%	-9%	-2%	0%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3316</b>	<b>(95)</b>	<b>(99)</b>	<b>(104)</b>
毛利率	50%	52%	55%	56%	权益性融资	5850	5850	5850	5850
EBIT Margin	-44%	-25%	-8%	-3%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	-44%	-23%	-6%	-2%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	22%	32%	24%	15%	其它融资现金流	(5301)	1001	1001	(1099)
经调整净利润增长率	60%	-41%	-107%	549%	<b>融资活动现金流</b>	<b>549</b>	<b>6851</b>	<b>6851</b>	<b>4751</b>
资产负债率	26%	27%	24%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>2369</b>	<b>6246</b>	<b>6630</b>	<b>5042</b>
息率	--	--	--	--	货币资金的期初余额	2157	4526	9771	14398
P/E	(4.6)	(7.8)	115.6	17.8	货币资金的期末余额	4526	10772	16401	19439
P/B	1.0	0.5	0.3	0.2	企业自由现金流	(1512)	(725)	(321)	96
EV/EBITDA	(1.5)	(3.9)	(15.8)	(37.2)	权益自由现金流	(6703)	411	879	(706)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032