

买入

AI 助力内容持续丰富，费用控制亏损明显缩减

知乎 (ZH.US)

2024-12-24 星期二

目标价: **5.33 美元**  
现价: 3.60 美元  
预计升幅: 48.7%

重要数据

日期	2024-12-24
收盘价 (美元)	3.60
总股本 (亿份 ADS)	0.87
总市值 (百万美元)	313
净资产 (百万美元)	620
总资产 (百万美元)	857
52 周高低 (美元)	5.94/2.55
每 ADS 净资产 (美元)	2.02

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

MO Holding Ltd	14.07%
SAIF IV	3.45%
Qiming Venture	1.65%

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

研究部

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

投资要点

➤ 亏损明显缩减，平台内容持续丰富：

公司 Q3 实现营收 8.45 亿元，同比降低 17.32%；净亏损同比降低 96.8% 至 900 万元；毛利率由 2023 年同期的 53.7% 提高至 63.9%，达到历史新高。分业务来看，Q3 三大业务营收均出现下滑。其中广告营销服务实现收入 2.57 亿元，同比下降 32.9%；付费会员实现收入 4.59 亿元，同比下降 1.71%；职业培训实现收入 1.05 亿元，同比下降 27.59%。分析其原因，营销服务收入的减少主要由于公司持续优化广告服务产品供给，将提高利润率作为战略核心，减少了效率低的广告接口；付费会员收入的小幅下降主要是由于推广激励活动使得付费会员 ARPU 下降；职业培训收入的减少主要由于收购业务的收入贡献减少，但自营课程占比提升。

➤ 平台生态融合 AI 技术，用户体验进一步优化：

今年 6 月，知乎发布了全新 AI 产品“知乎直答”，该产品基于创作者的真实问答数据，可以根据用户提问生成回答，是知乎第一款独立 AI 产品。10 月知乎直答正式上线“专业搜索”功能，引入维普、知乎精选等专业内容源，涵盖超过 5000 万篇中英文文献数据。同时支持文件上传和超长文件解析，并针对提供单篇精读、指定来源问答等功能，更加契合专业人士的生产力场景。因此未来应持续关注知乎在 AI 功能迭代、与知乎社区融合及用户规模提升方面的进展。

➤ 预计明年全年扭亏，维持买入评级：

公司在较弱的宏观经济和激烈的竞争环境下，通过运营社区生态，通过多引擎商业化战略实现效率提升。公司自 23 年下半年开始将关注点放在盈利上，毛利率持续提升及净亏损率将同比下降。公司目标 2025 年争取实现全年维度上的大幅减亏甚至接近全年盈利。知乎在 AI 搜索赛道的持续投入和创新，如构建专业知识库、优化搜索功能等，为用户提供了更有价值的知识获取体验。随着 AI 应用的不断完善，有望吸引更多新用户加入，同时提高现有用户的活跃度和使用时长。用户增长和粘性提升将增加平台的流量，吸引更多广告主和商业合作伙伴，从而为公司带来更多的收入来源。因此我们给予公司 2025 年 1 倍 PS 估值，目标价 5.33 美元，有 48.7% 的升幅，给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	3,605	4,199	3,556	3,358	3,732
同比增长	21.82%	16.48%	-15.32%	-5.55%	11.14%
净利润	(1,578)	(840)	(246)	(141)	113
净利润率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	-43.78%	-19.99%	-6.92%	-4.20%	3.02%
EBITDA 率	-6.02	-3.20	-0.94	-0.54	0.43
每股盈利 (元)	0.6	0.5	0.6	0.7	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

### 亏损明显缩减，平台内容持续丰富：

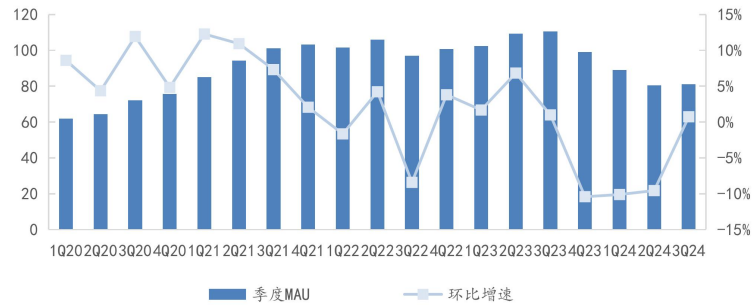
公司 Q3 实现营收 8.45 亿元，同比降低 17.32%；净亏损同比降低 96.8%至 900 万元；毛利率由 2023 年同期的 53.7%提高至 63.9%，达到历史新高。分业务来看，Q3 三大业务营收均出现下滑。其中广告营销服务实现收入 2.57 亿元，同比下降 32.9%；付费会员实现收入 4.59 亿元，同比下降 1.71%；职业培训实现收入 1.05 亿元，同比下降 27.59%。分析其原因，营销服务收入的减少主要由于公司持续优化广告服务产品供给，将提高利润率作为战略核心，减少了效率低的广告接口；付费会员收入的小幅下降主要是由于推广激励活动使得付费会员 ARPU 下降；职业培训收入的减少主要由于收购业务的收入贡献减少，但自营课程占比提升。

费用方面，第三季度公司营运开支为 6.24 亿元，同比下降 30.5%。由于公司在全面调整业务发展模式，因此销售及营销、研发和一般及行政的投入同时也得到的优化。其中，销售及营销开支同比下降 27.4%至 3.88 亿元，研发开支同比下降 28.2%至 1.79 亿元，一般及行政开支同比下降 50.1%至 0.57 亿元。

运营层面，Q3 知乎的 MAU 达到 8110 万人，平均月订阅会员为 1650 万人。截至第三季度末，其累计内容创作量达到 8.55 亿，同比增长 14.9%；平台累计内容创作者达到 7770 万，同比增长 11.6%。

### 平台生态融合 AI 技术，用户体验进一步优化：

知乎在 AI 应用方面取得了显著进展，其发展前景具有多方面的积极因素。首先知乎拥有大量由创作者生产的优质内容，形成了独特的知识生态，目前平台用超过 5000 万篇文献数据构建了一个专业知识库，能为用户提供更准确、专业的信息，这是公司持续在 AI 搜索领域的核心竞争力之一。通过优质创作者内容与正版文献库的结合，用户在搜索过程中能够获得高质量、专业性强的信息，减少了无效或误导性内容的干扰，从而提高了搜索满意度。例如，在技术、医学等专业领域的问题解答中，用户可以得到经过专业审核或基于权威文献的回答，增强了对平台的信任。今年 6 月，知乎发布了全新 AI 产品"知乎直答"，该产品基于创作者的真实问答数据，可以根据用户提问生成回答，是知乎第一款独立 AI 产品。10 月知乎直答正式上线"专业搜索"功能，引入维普、知乎精选等专业内容源，涵盖超过 5000 万篇中英文文献数据。同时支持文件上传和超长文件解析，并针对提供单篇精读、指定来源问答等功能，更加契合专业人士的生产力场景。因此未来应持续关注知乎在 AI 功能迭代、与知乎社区融合及用户规模提升方面的进展。

**图 1：公司月活用户开始实现止跌回升**


资料来源：公司季度财报、国元证券经纪(香港)整理

### 预计明年全年扭亏，维持买入评级：

公司在较弱的宏观经济和激烈的竞争环境下，通过运营社区生态，通过多引擎商业化战略实现效率提升。公司自 23 年下半年开始将关注点放在盈利上，毛利率持续提升及净亏损率将同比下降。公司目标 2025 年争取实现全年维度上的大幅减亏甚至接近全年盈利。知乎在 AI 搜索赛道的持续投入和创新，如构建专业知识库、优化搜索功能等，为用户提供了更有价值的知识获取体验。随着 AI 应用的不断完善，有望吸引更多新用户加入，同时提高现有用户的活跃度和使用时长。用户增长和粘性提升将增加平台的流量，吸引更多广告主和商业合作伙伴，从而为公司带来更多的收入来源。因此我们给予公司 2025 年 1 倍 PS 估值，目标价 5.33 美元，有 48.7% 的升幅，给予买入评级。

## 风险提示

宏观经济风险、AI 技术应用落地不及预期、市场竞争加剧、广告恢复不及预期

### 财务报表预期

#### 财务报表摘要

损益表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	3,605	4,199	3,556	3,358	3,732
成本	(1,797)	(1,903)	(1,426)	(1,416)	(1,556)
毛利	1,808	2,296	2,130	1,942	2,176
销售费用	(2,026)	(2,048)	(1,422)	(1,276)	(1,306)
管理费用	(622)	(419)	(462)	(437)	(299)
研发费用	(763)	(901)	(640)	(554)	(597)
其他收益	40	245	159	159	159
除税前溢利	(1,564)	(828)	(236)	(166)	133
所得税	(14)	(12)	(10)	25	(20)
净利润	(1,578)	(840)	(246)	(141)	113
增长					
总收入 (%)	21.8%	16.5%	-15.3%	-5.6%	11.1%
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>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业及设备	7	11	9	11	13
无形资产	80	123	54	44	37
长期投资	0	45	45	45	45
定期存款	0	0	0	0	0
资产使用权	100	40	40	40	40
其他非流动资产	22	8	8	8	8
固定资产合计	210	226	156	148	142
货币资金	4,526	2,107	1,907	1,933	2,029
定期存款	948	1,586	1,586	1,586	1,586
短期投资	787	1,770	1,770	1,770	1,770
应收款项	834	665	563	532	591
应收关联方款项	25	18	16	15	16
预付款项及其他资产	199	232	196	186	206
流动资产合计	7,320	6,378	6,038	6,021	6,198
应付账款	916	1,039	778	773	849
应计费用	310	364	421	399	273
合约款项	356	304	227	226	248
其他负债	244	240	233	233	235
流动负债合计	1,825	1,945	1,660	1,631	1,606
长期负债合计	137	148	148	148	148
股东权益合计	5,694	4,702	4,577	4,581	4,778

#### 财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
毛利率 (%)	50.2%	54.7%	59.9%	57.8%	58.3%
经营利润率 (%)	-43.4%	-19.7%	-6.6%	-4.9%	3.6%
净利率 (%)	-43.8%	-20.0%	-6.9%	-4.2%	3.0%
ROE	-27.7%	-17.9%	-5.4%	-3.1%	2.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	94.6%	80.2%	71.0%	67.5%	59.0%
实际税率 (%)	-0.9%	-1.4%	-4.2%	15.0%	15.0%
应收账款天数	83	57	57	57	57
应付账款天数	184	196	196	196	196
财务状况					
负债/权益	0.34	0.45	0.40	0.39	0.37
收入/总资产	0.48	0.64	0.57	0.54	0.59
总资产/权益	1.32	1.40	1.35	1.35	1.33

#### 现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,578)	(840)	(246)	(141)	113
非现金调整	597	184	196	159	97
资本变动	(134)	240	(145)	14	(107)
经营活动现金流	(1,115)	(416)	(195)	31	103
投资固定资产	(1)	(9)	(5)	(6)	(7)
其他金融资产变动	3,697	(1,609)	0	0	0
投资活动现金流	3,696	(1,618)	(5)	(6)	(7)
其他融资	(108)	(365)	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(108)	(365)	0	0	0
现金变化	2,473	(2,398)	(200)	26	96
期初持有现金	2,157	4,526	2,107	1,907	1,933
汇兑变化	102	43	0	0	0
期末持有现金	4,732	2,170	1,907	1,933	2,029

# 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>