

2025 年 03 月 02 日

投资评级： 买入（首次）

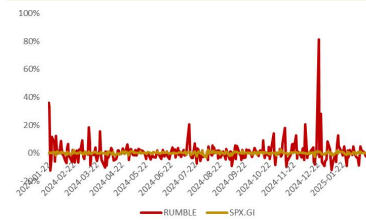
证券分析师

郑嘉伟
SAC: S1350523120001
zhengjiawei@huayuanstock.com

联系人

郑冰倩
zhengbingqian@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 2 月 26 日
收盘价（美元）	9.18
一年内最高/最低（美元）	17.4/4.92
总市值（亿美元）	36
总股本（亿股）	3.90
资产负债率（%）	23.5%
资料来源：Wind	

Rumble (RUM.O)

——美国垄断科技集团的挑战者 泰达赋能开启增长新纪元

投资要点：

- **美国垄断科技集团的挑战者，坚持公平自由理念的視頻平台。**Rumble 是一家在线视频平台、网络托管和云服务公司，总部位于加拿大安大略省多伦多，美国总部位于佛罗里达州。公司由马其顿裔加拿大科技企业家 Chris Pavlovski 于 2013 年创立，最初是为给独立影片和小型内容创作者提供的替代 YouTube 的平台，获得了 Peter Thiel 等风险投资家的投资。公司从一而终地支持特朗普总统在社交平台发声的权利，目前特朗普总统团队中，副总统 JD Vance 以及商务部长 Howard Lutnick 持有 Rumble 股票，前董事 David Sacks 被特朗普总统任命为“人工智能与加密货币沙皇”，公司前总法律顾问被任命为中央情报局副局长。
- **广告收入受益 MAU 与 ARPU 双重潜力，云服务确保自主可控同时打开第二成长曲线。**程序化广告是 Rumble 收入的基础，公司 2024Q3 的月活用户为 6700 万，QoQ 达 26.4%。2025 年 2 月初公司发布新内容发布者计划，通过付费用户提成来为内容创造者提供更好的变现能力，从而启动内容生成与用户活跃度的飞轮。因受 GARM 抵制公司 ARPU 显著低于 YT、奈飞等头部平台，2024 下半年马斯克代表 X 起诉 GARM，8 月 WFA 宣布暂停 GARM 运营，未来大广告主入驻或将在 ARPU 端提供新的潜力。由于公司自建云服务，保障了基础设施的自主可控，同时也为更强调独立性的云服务客户提供了选择，Rumble 云在 2022 年成为特朗普总统旗下社交媒体平台 Truth Social 的独家服务商，近期萨尔瓦多政府也与 Rumble 签订了独家云服务协议。
- **全球稳定币巨头泰达强势入股，公司加密飞轮启动。**2024 年 12 月稳定币巨头泰达集团宣布对 Rumble 进行 7.75 亿美元的战略投资，Rumble 计划将该笔资金的 2.5 亿美元支持公司下一步的增长与扩张，其余 5.25 亿美元将用于股票收购计划。泰达与 Rumble 共享公平、开放、去中心化的价值理念，Rumble 也在 2024 年 11 月启动实施加密货币 Treasury 计划。未来借助泰达公司的资源，Rumble 有望打通加密货币平台支付功能，让内容创作者有更多元的收入来源选择。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2027 年总收入为 94.1/180.9/420.0/1188.4 百万美元，我们预计公司 2024-2027 年归母净利润分别为-115.9/-0.3/56.2/216.2 百万美元，2025 年 2 月 26 日股价对应的 PS 分别为 38.01/19.77/8.51/3.01 倍。我们选取 Amesite、Reddit、The Trade Desk、Ctrl、Meta、Google 为可比公司。公司广告收入受益 MAU 与 ARPU 双重潜力，同时全球稳定币巨头泰达强势入股，有望加速公司全球扩张和技术设施升级，公司后续增长潜力可期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**盈利能力的确定性、市场竞争风险、政策与监管风险。

盈利预测与估值（美元）	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	80.96	94.07	180.85	419.99	1188.38
同比增长率（%）		16%	92%	132%	183%
经调整归母净利润（百万美元）	-118.29	-115.85	-0.34	56.19	216.19
同比增长率（%）		-2%	-100%	16664%	285%
市销率（P/S）		38.01	19.77	8.51	3.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司是坚持自由理念的在线视频平台，广告收入受益 MAU 与 ARPU 双重潜力，同时全球稳定币巨头泰达强势入股，公司未来增长潜力可期。我们预计公司 2024-2027 年总收入为 94.1/180.9/420.0/1188.4 百万美元，预计公司 2024-2027 年归母净利润分别为-115.9/-0.3/56.2/216.2 百万美元，2025 年 2 月 26 日股价对应的 PS 分别为 38.01/19.77/8.51/3.01 倍。我们选取 Amesite、Reddit、The Trade Desk、Ctrl、Meta、Google 为可比公司。公司广告收入受益 MAU 与 ARPU 双重潜力，同时全球稳定币巨头泰达强势入股，有望加速公司全球扩张和技术设施升级，公司后续增长潜力可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

货币化收入：公司的货币化收入由季度 ARPU 与当季平均 MAU 的乘积测算。ARPU 方面，广告联盟的压制正在弱化，特朗普上台成为总统后，平台上所谓的右派极端政治言论有望减少，广告投放逐渐恢复市场化、常态化，是 ARPU 值向上回归的主要动能。我们预计 2024/2025/2026/2027 年 ARPU 同比增速分别为-6%/35%/60%/80%。MAU 方面，特朗普总统上台后，白宫新闻办公室在 Rumble 平台开通了官方账号用于重大信息发布，巴西地区重新向 Rumble 开放，更多视频 KOL 在 Rumble 开通账号，预计特朗普任期内，MAU 有望持续增长，突破民主党治下大型垄断科技公司创造的无形天花板。我们预计 MAU 在 2024/2025/2026/2027 年的 YOY 为 15%/50%/50%/60%。上述假设条件下，货币化收入在 2024/2025/2026/2027 年为 84.2/170.0/408.1/1175.3 百万美元，YOY 分别为 9%/102%/140%/188%。

其他收入：公司调整业务划分后，其他收入的历史记录仅有五个季度，无历史同比增速可参考；由于基数较低，环比增速波动较大，且该项收入与平台流量无关（Rumble 在计算 ARPU 时扣除了该项收入），所以我们温和预测其他收入 25-27 年 YOY 为 10%（因为 2023 年其他收入基数较低，我们预计 2024 年其他收入同比增速为 191%），在 2024/2025/2026/2027 年分别为 9.8/10.8/11.9/13.1 百万美元。

投资逻辑要点

1) 美国垄断科技集团的挑战者，坚持公平自由理念的视频平台。公司从一而终地支持特朗普总统在社交平台发声的权利，目前特朗普总统团队中，副总统 JD Vance 以及商务部长 Howard Lutnick 持有 Rumble 股票，前董事 David Sacks 被特朗普总统任命为“人工智能与加密货币沙皇”，公司前总法律顾问被任命为中央情报局副局长。2) 广告收入受益 MAU 与 ARPU 双重潜力，云服务确保自主可控同时打开第二成长曲线。因受 GARM 抵制公司 ARPU 显著低于 YT、奈飞等头部平台，2024 下半年马斯克代表 X 起诉 GARM，8 月 WFA 宣布暂停 GARM 运营，未来大广告主入驻或将在 ARPU 端提供新的潜力。3) 全球稳定币巨头泰达强势入股，公司加密飞轮启动。2024 年 12 月稳定币巨头泰达集团宣布对 Rumble 进行 7.75 亿美元的战略投资，Rumble 计划将该笔资金的 2.5 亿美元支持公司下一步的增长与扩张。未来借助泰达公司的资源，Rumble 有望打通加密货币平台支付功能，让内容创作者有更多元的收入来源选择。

核心风险提示

盈利能力的确定性、市场竞争风险、政策与监管风险。

内容目录

1.公平、开放的视频平台，大型科技公司垄断的挑战者	6
1.1.以多元内容为使命，以加密货币为创新	6
1.2. 广告收入为基础,营业收入持续增长	8
1.3. 以 MAU、ARPU 等关键绩效指标分析业务绩效	9
1.4. 特朗普新政府多名官员曾在 Rumble 任职或持有公司股票	10
2. 视频业务：从右翼小众向大众平台发展 重点发力游戏和加密	11
2.1. 简化审查的 UGC 模式，多元 KOL 提供头部平台的边缘化内容	11
2.2. 推出多元独家节目，较大程度放松限制	13
2.3. 广告限制已放开，收入增长有望得到支撑	14
3.云业务：签单不断 吸引志同道合伙伴共建新生态	16
3.1. 云业务远景广阔，确定性较强	16
3.2. 云业务对外获得营收，引入合作伙伴节省成本	17
4.泰达币投资增添更多发展可能性	18
4.1.全球最大市值稳定币 Tether 投资 Rumble	19
4.2.Rumble 与 Tether 有诸多共赢模式	20
5.盈利预测与评级	24
5.1.营收拆分与盈利预测	24
5.2.公司估值	25
6.风险提示	25

图表目录

图表 1: Rumble 在线视频平台	6
图表 2: 公司发展历程	7
图表 3: 公司股价复盘 (单位: 美元)	8
图表 4: 公司营业收入结构	8
图表 5: 公司广告收入 (百万美元) 及 YOY	8
图表 6: 公司营业收入 (百万美元) 及 YOY	9
图表 7: 公司营业利润 (百万美元)	9
图表 8: Rumble-MAU 及 YOY (单位: 百万)	9
图表 9: 每日上传视频的小时数 (单位: 小时)	9
图表 10: Rumble 公司前高管与主要投资者和特朗普政府关系密切	10
图表 11: Rumble 主要投资人职位及所持 Rumble 股权价值	11
图表 12: Rumble 与 Youtube、Netflix 的运营模式对比	11
图表 13: Rumble 重点 KOL 介绍	12
图表 14: Dr Disrespect 在 LinkedIn 发布内容截图	13
图表 15: Rumble 与 Youtube、Netflix 的经营数据对比	14
图表 16: Rumble 与 Snapchat、Pinterest 的对比	14
图表 17: LinkedIn 上的 WFA 介绍	15
图表 18: 全球云计算行业增长空间广阔	17
图表 19: 美国云计算市场空间广阔	17
图表 20: 2024 年 Rumble 云业务的客户/合作进展	18
图表 21: Tether 是全球市值第三的加密货币 (2025 年 2 月 26 日数据)	20
图表 22: Tether 币锚定美元价格稳定	20
图表 23: Rumble 或可为 ICO 流程提供投资者流量	21
图表 24: 全球 ICO 总额自 2019 年骤减	22
图表 25: 加密货币融资总额于 2021-2022 年显著增长	22
图表 26: 单件 ICO 规模逐年下降	22
图表 27: 2024 年加密货币融资案件结构(件)	22
图表 28: 过去一年加密货币每周融资额度增势抬头	23
图表 29: Tether 与 Rumble 间多业务联动可共赢	23

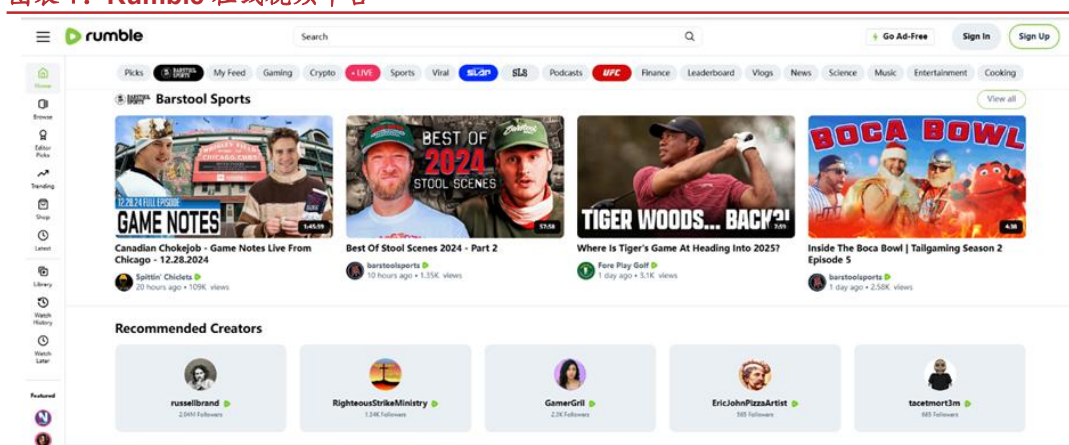
图表 30: 公司营收拆分表 (百万美元)	24
图表 31: 可比公司估值表 (百万美元)	25

1. 公平、开放的视频平台，大型科技公司垄断的挑战者

1.1. 以多元内容为使命，以加密货币为创新

Rumble 是一家在线视频平台、网络托管和云服务公司，总部位于加拿大安大略省多伦多，美国总部位于佛罗里达州。公司由加拿大科技企业家 Chris Pavlovski 于 2013 年创立，起初是为独立影片和小型内容创作者提供的替代 YouTube 的平台，获得了 Peter Thiel, Vivek Ramaswamy 和 JD Vance（副总统）等风险投资家的投资。时至今日，Rumble 正在对大型科技公司的垄断造成一定挑战：1) 通过提供多元内容和与加密货币合作获得关注。2) 发展初期投入阶段，尽管面临财务和运营挑战，但公司仍在努力通过增加广告收入来实现增长，用户 ARPU 等关键业务指标也呈现增势。

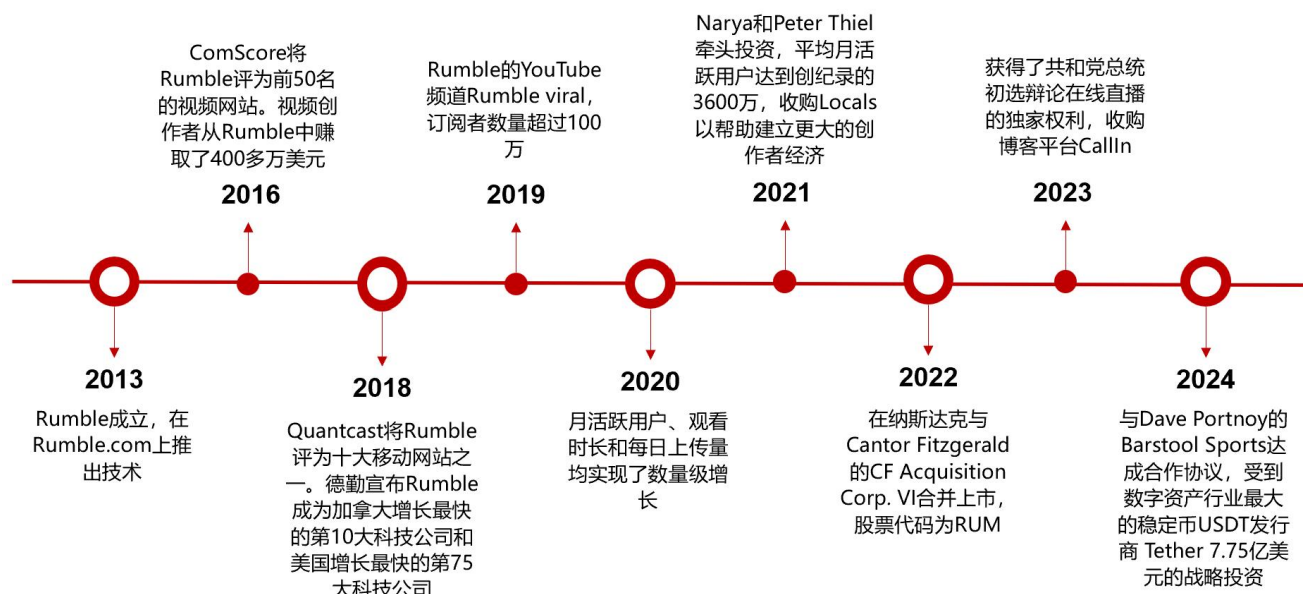
图表 1: Rumble 在线视频平台



资料来源: Rumble.com, 华源证券研究所

Rumble 公司的使命是“保护自由开放的互联网”，基于这一使命，Rumble 平台提供了 YouTube 等大型平台不曾推广的内容，并因此吸引了流量与资本市场的关注。最初，Rumble 的受欢迎程度有限，网站上主要为猫、狗等短视频，也没有政治内容。然而，自 2020 年以来，媒体环境在监管和内容审核方面经历了显著变化，一些保守派人士的内容在大型平台上受到审查，因此转移到 Rumble，使 Rumble 获得了大量的收视率。

图表 2：公司发展历程

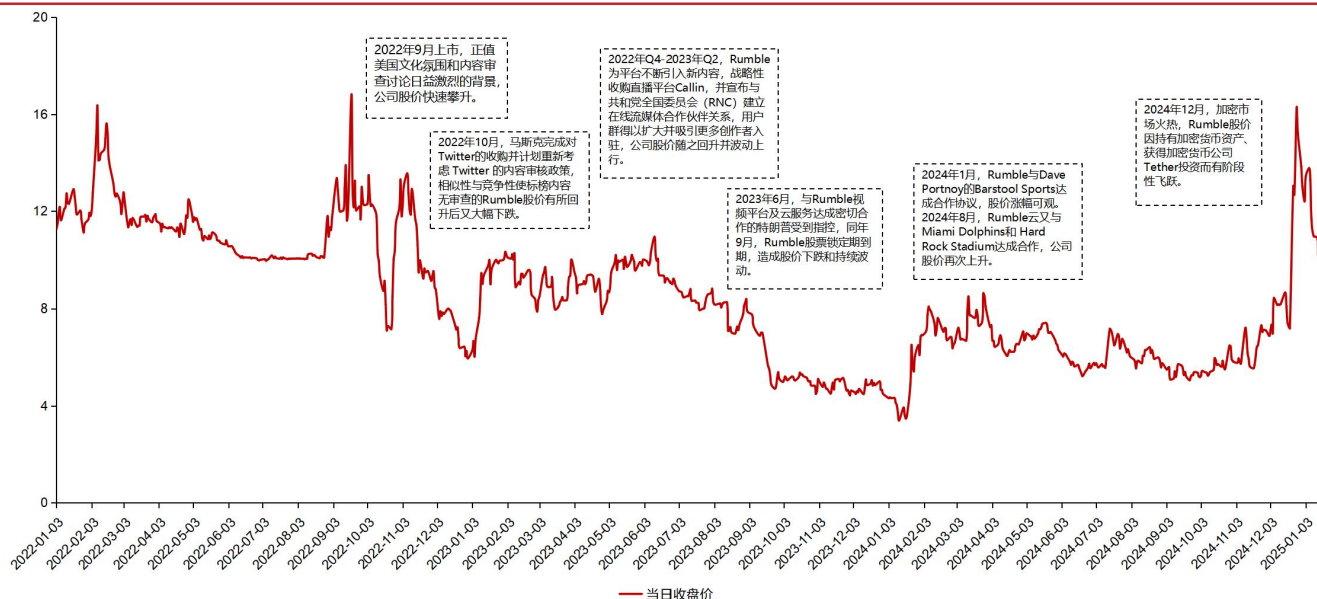


资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司股价复盘：

- 1) 2022 年 9 月，Rumble 上市正值美国文化氛围和内容审查讨论日益激烈的背景，公司股价快速攀升。
- 2) 2022 年 10 月，马斯克完成对 Twitter 的收购并计划重新考虑 Twitter 的内容审核政策，相似性与竞争性使标榜内容无审查的 Rumble 股价有所回升后又大幅下跌。
- 3) 2022 年 Q4-2023 年 Q2, Rumble 为平台不断引入新内容，战略性收购直播平台 Callin，并宣布与共和党全国委员会（RNC）建立在线流媒体合作伙伴关系，用户群得以扩大并吸引更多创作者入驻，公司股价随之回升并波动上行。
- 4) 2023 年 6 月，与 Rumble 视频平台及云服务达成密切合作的特朗普受到指控，同年 9 月，Rumble 股票锁定期到期，造成股价下跌和持续波动。
- 5) 2024 年 1 月，Rumble 与 Dave Portnoy 的 Barstool Sports 达成合作协议，股价涨幅可观。2024 年 8 月，Rumble 云又与 Miami Dolphins 和 Hard Rock Stadium 达成合作，公司股价再次上升。
- 6) 2024 年 12 月，加密市场火热，Rumble 股价因持有加密货币资产、获得加密货币公司 Tether 投资而有阶段性飞跃。

图表 3：公司股价复盘（单位：美元）

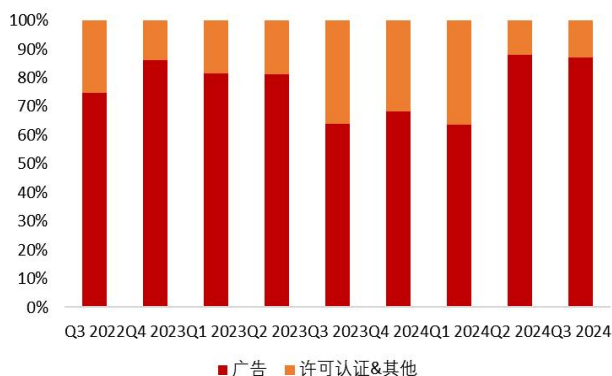


资料来源：iFinD，华源证券研究所

1.2. 广告收入为基础，营业收入持续增长

程序化广告是 Rumble 收入的基础，其他收入包括公司内部的提示功能所赚取的费用：平台以及某些云、订阅、平台托管和专业服务。根据公司公告，公司广告收入为公司主要收入来源，2024Q3，公司广告收入占比为 87%，许可认证&其他收入占比为 13%；2024Q3，公司广告收入为 21.9 百万美元，同比+90%。

图表 4：公司营业收入结构



资料来源：彭博，公司公告，华源证券研究所

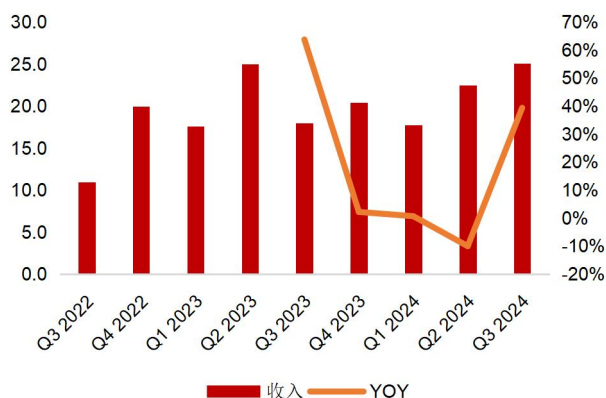
图表 5：公司广告收入（百万美元）及 YOY



资料来源：彭博，公司公告，华源证券研究所

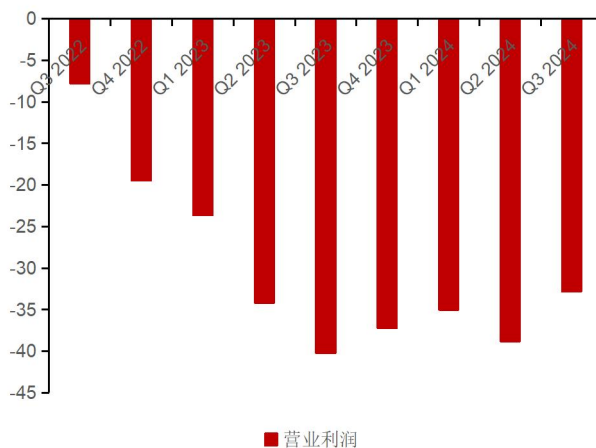
公司 2024Q3 营收同比增长，但公司目前尚未盈利。根据公司公告，公司 2024Q3 营收为 25.1 百万美元，同比增长 39%。由于公司尚未产生规模效应，公司目前仍处于亏损状态。根据公司公告，2024Q3，公司营业亏损为 32.8 百万美元。

图表 6：公司营业收入（百万美元）及 YOY



资料来源：彭博、公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司营业利润（百万美元）



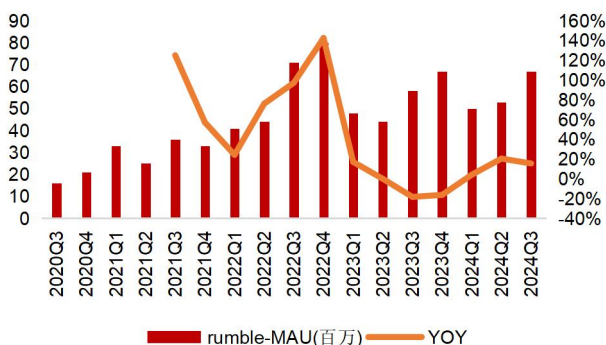
资料来源：彭博、公司公告，华源证券研究所

1.3. 以 MAU、ARPU 等关键绩效指标分析业务绩效

Rumble 通过每月活跃用户 (MAU)、每日上传视频的小时数、每用户平均收入 (ARPU) 等关键绩效指标来分析业务绩效、确定财务预测并帮助制定长期战略计划。每月活跃用户 (MAU) 代表每月与 Rumble 的内容互动的用户总数和 Rumble 每月的网络和应用用户数据，用以衡量用户群。2022 年，随着 Rumble 与 Trump Media&Technology Group(TMTG)深化合作，特朗普总统支持者大量入驻 Rumble，使 Rumble 在 2022 年第四季度的 MAU 上升至 8000 万。2024 年，随着美国大选，Rumble 独家在线直播共和党总统初选辩论的优势的呈现，以及人们对政治的关注上升，使得 Rumble 的 MAU 一直呈上升趋势，在第三季度达到约 6700 万，季度环比增长 26.4%。

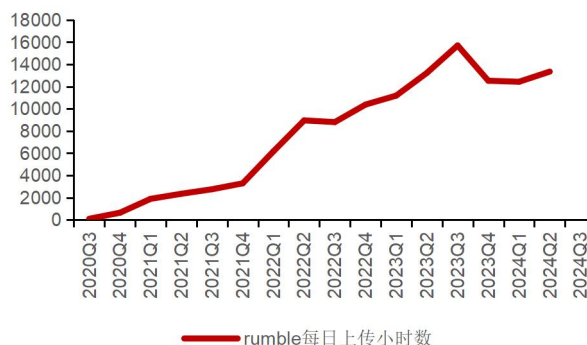
每日上传视频的小时数用以衡量内容的增加量，帮助 Rumble 了解创建和上传的内容量。自 2020 年第三季度至 2024 年第二季度，Rumble 的每天平均上传视频时长大多数情况下较前一季度有所增加。这一指标的增长归因于 Rumble 不断增长的内容创作者队伍、Rumble 的价值主张、竞争平台继续审查和取消创作者的声音，以及许多新增加的平台功能。但由于创作者数量和内容的丰富性与竞争对手仍有一定差距，Rumble 的 MAU、每日上传视频的小时数的增长并不稳定，会较大程度受平台新内容的增加以及平台新动态的影响。

图表 8：Rumble-MAU 及 YOY（单位：百万）



资料来源：Statista，华源证券研究所

图表 9：每日上传视频的小时数（单位：小时）



资料来源：Statista，华源证券研究所

1.4. 特朗普新政府多名官员曾在 Rumble 任职或持有公司股票

特朗普新政府多名官员曾在 Rumble 任职或持有公司股票。2024 年 12 月 6 日，特朗普任命前 Rumble 董事会成员 David Sacks 担任美国白宫“人工智能和加密沙皇”；2024 年 12 月 10 日，特朗普宣布提名代表 Rumble 起诉谷歌的 Mark Meador 担任联邦贸易委员会委员；2025 年 2 月 4 日，特朗普宣布任命前 Rumble 总法律顾问兼公司秘书 Michael Ellis 担任美国中央情报局（CIA）副局长职务。

此外，当选副总统 JD Vance 在初期就通过其投资公司 Narya Capital 对 Rumble 进行了投资。当前美国政府效率部联合负责人 Vivek Ramaswamy、美国商务部部长 Howard Lutnick、美国国家情报总监 Tulsi Gabbard 等也都是 Rumble 的股份持有者；代表共和党于 2024 年当选了宾夕法尼亚州参议员的 David McCormick 同样拥有大量 Rumble 股份。这种密切关系或源于 Rumble 与特朗普新政府在政策立场上的高度一致，以及其对 Truth Social 的云服务支持与合作。这使得 Rumble 相比于谷歌等科技巨头更有希望成为特朗普新政府领导下的新赢家。

图表 10: Rumble 公司前高管与主要投资者和特朗普政府关系密切

姓名	与 Rumble 的关联	与特朗普政府的关联
Michael Ellis	前 Rumble 总法律顾问兼公司秘书	前特朗普政府律师，现美国 CIA 副局长
David Sacks	前 Rumble 董事会成员	被任命为美国白宫“人工智能和加密沙皇”
Mark Meador	代表 Rumble 起诉谷歌	被提名为美国联邦贸易委员会委员
JD Vance	Rumble 投资人	当选美国副总统
Vivek Ramaswamy	Rumble 投资人	前美国政府效率部联合负责人，计划竞选俄亥俄州州长
Howard Lutnick	Rumble 投资人	美国商务部部长
David McCormick	Rumble 投资人	代表美国共和党当选宾州参议员
Tulsi Gabbard	Rumble 投资人	美国国家情报总监
Kash Patel	Rumble 投资人	美国 FBI 局长

资料来源：Rumble、OGE 等、华源证券研究所

从所持股权价值来看，美国宾州参议员 David McCormick 和美国商务部部长 Howard Lutnick 所持股权价值在 1,000,001 美元到 5,000,000 美元之间，显示出他们对 Rumble 公司的较大投资。相比之下，美国国家情报总监 Tulsi Gabbard 和美国 FBI 局长 Kash Patel 所持股权价值相对较少，分别在 100,001 美元到 250,000 美元和 1,001 美元到 15,000 美元之间，但他们对 Rumble 股权价值的持有均反映了这些在政界拥有一定地位和影响力的人物对 Rumble 的信心和期望。

图表 11: Rumble 主要投资人职位及所持 Rumble 股权价值

姓名	现职位	所持 Rumble 股权价值
David McCormick	美国宾州参议员	\$1,000,001-\$5,000,000
Howard Lutnick	美国商务部部长	\$1,000,001-\$5,000,000
Tulsi Gabbard	美国国家情报总监	\$100,001-\$250,000
Kash Patel	美国 FBI 局长	\$1,001-\$15,000

资料来源: Legistorm、OGE、华源证券研究所 注: David McCormick 所持股权价值截止时间为 2025 年 1 月 16 日; Howard Lutnick、Tulsi Gabbard、Kash Patel 所持股权价值截止时间为 2024 年 8 月

2. 视频业务: 从右翼小众向大众平台发展 重点发力游戏和加密

2.1. 简化审查的 UGC 模式, 多元 KOL 提供头部平台的边缘化内容

Rumble 运营模式与 YouTube 类似, 独特之处是以引入原本被边缘化的内容创作者来撬动流量。所谓 UGC (User Generated Content) 模式, 即用户生成内容模式, 它鼓励用户自行创作、上传和分享自己的内容。这种模式的核心在于通过简化审查流程, 极大地降低了内容创作和发布的门槛, 使得更多人能够参与到内容创作中来。在 Rumble 平台上, UGC 模式不仅丰富了平台的内容生态, 还为那些在传统媒体或主流平台上难以获得曝光机会的创作者提供了展示自己的舞台。这些创作者往往拥有独特的视角和创意, 能够吸引特定受众群体的关注, 从而为平台带来新的流量增长点。

同时, Rumble 通过用户关注和最新发布的内容驱动流量分发, 避免了信息茧房现象的产生, 如 Netflix 的个性化推荐算法可能导致的情况。当前, Rumble 平台主要聚焦于政治、体育、喜剧等领域的内容, 但也在逐步引进其他类型的内容。凭借其快速增长的用户基数——其中北美用户占主要贡献, 但用户增长正迅速国际化——Rumble 正在从一个 niche (小众) 平台向一个更广泛的大众娱乐平台转变。

图表 12: Rumble 与 Youtube、Netflix 的运营模式对比

	Rumble	YouTube	Netflix
内容生产模式	UGC 为主, 创作者收入来源于广告分成, 而非传统版权购买方式	UGC 为主, 创作者收入来源于广告分成, 而非传统版权购买方式	PGC 为主, 高端原创剧品牌; 购买经典剧集版权
内容结构	政治、体育、喜剧为主, 名人直播及互动, 其他内容有待引进	内容类别比较全面	剧集、节目、纪录片等长视频
内容维护	初期阶段	利用 contentID 技术保护原创版权, 以维护创作者	平台掌握原创剧版权、或购买版权使用期限
推荐模式	侧重于用户关注的内容和最新发布的内容	频道订阅为主, 首页推荐为辅	智能推荐系统
用户增长策略	北美用户贡献主要增长, 将进一步国际化	基本覆盖全球用户, 印度、南美、亚洲贡献大量用户数	2022 年开始严格打击账号共享

资料来源: fortunechina、datareportal、vzkoo、华源证券研究所

为进一步拓展其业务版图并探索新的收入流, Rumble 目前正将重点放在游戏和加密货币两个领域。在游戏方面, 著名主播 Dr Disrespect 作为共同所有者加入 Rumble Gaming, 并宣布将在该平台上进行独家直播, 有望增强 Rumble 在游戏社区中的影响力。同时, 在加密

货币领域,Rumble 已投资比特币,并与 Tether 达成合作协议,并推出了加密货币钱包 Rumble Wallet,未来平台有望打通加密货币支付等更多变现方式。

过去三年,Rumble 平台积极大力邀请具有特点、代表性的 KOL,包括但不限于喜剧演员、记者、政治评论家等各类领域的专家和爱好者。通过与这些 KOL 合作,Rumble 能够提供更多样化且高质量的内容,满足不同用户群体的需求,并进一步扩大其用户覆盖面。这种策略不仅增强了平台的吸引力,也促进了多元化内容生态系统的形成,使 Rumble 有望成为一个真正意义上的大众视频平台。

图表 13: Rumble 重点 KOL 介绍

姓名	照片	职业	主要事迹	内容领域
拉塞尔·布兰德 (Russell Edward Brand)		英国喜剧演员、电台主持人和作家。	公共活动家,2013 年就贫富不均、成瘾、企业资本主义、气候变化和媒体偏见等一系列政治和文化问题发表了演讲。在 COVID-19 大流行期间,布兰德的 YouTube 频道活动增加,政治方向发生变化,并被指控宣传 COVID 否认主义和阴谋论。被指控性侵,随后 BBC 和第 4 频道从他们的网站上删除了以布兰德为主角的材料,而 YouTube 则阻止他通过在其频道上发布的视频赚钱。	曾三次获得英国喜剧奖,并获得过一次英国电影学院奖提名。
格伦·格林沃尔德 (Glenn Edward Greenwald)		美国记者、作家和前律师	犹太人,无宗教信仰,近年来对美国民主党建制派持批判态度,认为“通俄门”指控缺乏证据。因在报道中对俄罗斯政府的立场受到争议。	2012 年开始为《卫报》撰稿,报道斯诺登事件;2013 年 8 月初,格林沃尔德发表声明称,美国政府以反恐为借口进行秘密监视,以使美国在与其他国家的谈判中获得竞争优势。
史蒂文·克劳德 (Steven Blake Crowder)		顶级政治评论员	因使用种族主义和恐同言论违反了 YouTube 的总统选举诚信政策,史蒂文·克劳德主持的 YouTube 频道曾两次被取消货币化。曾言语挑衅及攻击工会抗议者。	曾是 Youtube 政治频道播客主持人。
戴夫·鲁宾 (Dave Rubin)		政治评论家	犹太人,对基督教持开放态度。自由主义保守派,同性恋,经常倡导言论自由和个人权利。	曾是 YouTube 和 BlazeTV 上 The Rubin Report 节目的创办者和主持人,主持过两个以 LGBT 为主题的脱口秀节目。
安德鲁·泰特 (Andrew Tate)		英国及美国社交媒体名人、商人和前职业踢拳手 (Kickboxer) 运动员	2016 年,泰特曾参加英国真人秀节目《老大哥》,因社交媒体上的争议性言论引发公众讨论并被解除相关职务。随后,他通过个人网站提供付费课程和会员服务,逐渐以互联网名人的身份受到关注。他的观点和言论中涉及对性别角色的极端化解读,这些内容曾导致他在多个社交媒体平台遭到限制。	曾在两个不同的踢拳重量级别比赛上获得了世界冠军。

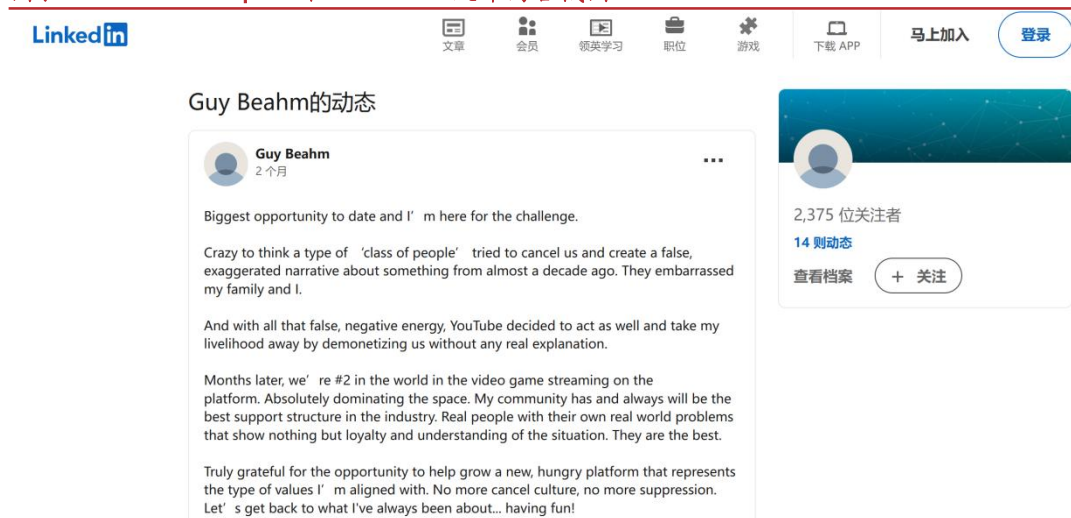
资料来源: YouTube、The Guardian、Blaze TV 等、华源证券研究所

2.2. 推出多元独家节目，较大程度放松限制

Rumble 的火爆本质上是互联网使用群体的观点派别愈加多元化，原本的头部视频平台的内容货架不能满足用户的需求。原因有：

1) 头部平台多有限制。Rumble 的游戏方合作者 Dr Disrespect 表示，与 Rumble 的合作是他“迄今为止最大的机会”。此前，据 AMK Station 报道，Dr Disrespect 因通过 Twitch 的直接消息功能向未成年人发送不当消息，而被 Twitch 永久封禁。此外，在使用 YouTube 时遇到了问题，Dr Disrespect 的频道在没有任何解释的情况下被取消货币化。

图表 14: Dr Disrespect 在 LinkedIn 发布内容截图



资料来源：LinkedIn，华源证券研究所

此次与 Rumble 的合作，标志着 Dr Disrespect 直播生涯的一个重要转折点。Dr Disrespect 除了为 Rumble Premium 创作独家内容外，还将把他著名的“冠军俱乐部”介绍到这个平台上。Rumble 宽松的内容审核政策和愿意接待在其他地方受到限制的创作者使得其所推出的独家节目吸引了大量受众群体，这不仅凸显了 Rumble 的雄心，也为其他寻求新机会的流媒体开创了先例。

2) 头部平台在内容展示方面具有难以避免的倾向化特征。YouTube 等头部平台的股东群体观点、阶层通常趋同，这间接地影响了头部平台在内容呈现上的片面性。美国大选期间，头部平台如 FaceBook、Twitter 和 YouTube 均加强了内容审查，尤其对保守派的审查“更加严格”，这引发了民众的不满，导致民众纷纷转移到言论规范较宽松的社交媒体 Rumble。根据 Streams Charts 的数据，在 2024 年美国总统选举日当天，Rumble 平台实现了令人瞩目的 179 万观众观看量，这一数字超越了之前 9 月在总统辩论期间所创下的 104 万观众观看量的纪录。凭借此次表现，Rumble 成功跃升为三大流媒体服务平台之一。

2.3. 广告限制已放开，收入增长有望得到支撑

Rumble 以其政治内容领域的独特性与热度吸引了大量用户，收入有较大增长前景。从数据上看，Rumble 处于非常早期的发展阶段，其 2023 年收入、2024Q1-Q3 收入、广告收入等指标目前均不及头部平台。但 2024Q3 的最新数据显示，Rumble 的月活跃用户数量与 Netflix 相似，这说明了 Rumble 凭借其平台内容的“真实、开放、多元”吸引了大量用户并增加了用户粘性。

图表 15: Rumble 与 Youtube、Netflix 的经营数据对比

	Rumble	YouTube	Netflix
2023 年收入（百万美元）	81	31510	33723
2024Q1-Q3 收入（百万美元）	65.3	25674	28754
订阅用户数-截至 2025 年 1 月（百万人）	—	80	301.6
最新月活数量（百万人）	67	2700	70
广告收入-2024Q2（百万美元）	19.7	8663	收入主要来自订阅费

资料来源：各公司公告、Statista、BusinessofApps 等、华源证券研究所 注：Rumble 最新月活数量数据为 2024Q3 数据；YouTube 最新月活数量数据为 2024 年年底数据，Netflix 最新月活数量数据为 2024 年 11 月数据

广告限制已被放开，Rumble 收入增加或将步入新台阶。Rumble 的创收方式之一是广告创收。此前，Rumble 的广告收入增长一度受限于“全球负责任媒体联盟”（Global Alliance for Responsible Media，简称 GARM）及其相关广告商的“非法抵制”，这些组织合谋阻止广告收入流向 Rumble 和内容创作者，导致其在一段时间内难以通过广告获得足够的收入，这是 Rumble 的 ARPU 较低的重要原因之一。此外，相较于 Snapchat 和 Pinterest 等平台，Rumble 的用户基数较小，主要为特定群体如保守派和自由主义者，这直接影响了其广告收入潜力。由于广告商通常更倾向于投放广告给拥有更大用户基础的平台以获取更高的曝光率和转化率，Rumble 在这方面面临挑战。然而，随着广告限制被放开，Rumble 的广告收入有望增加，并步入新的发展阶段。

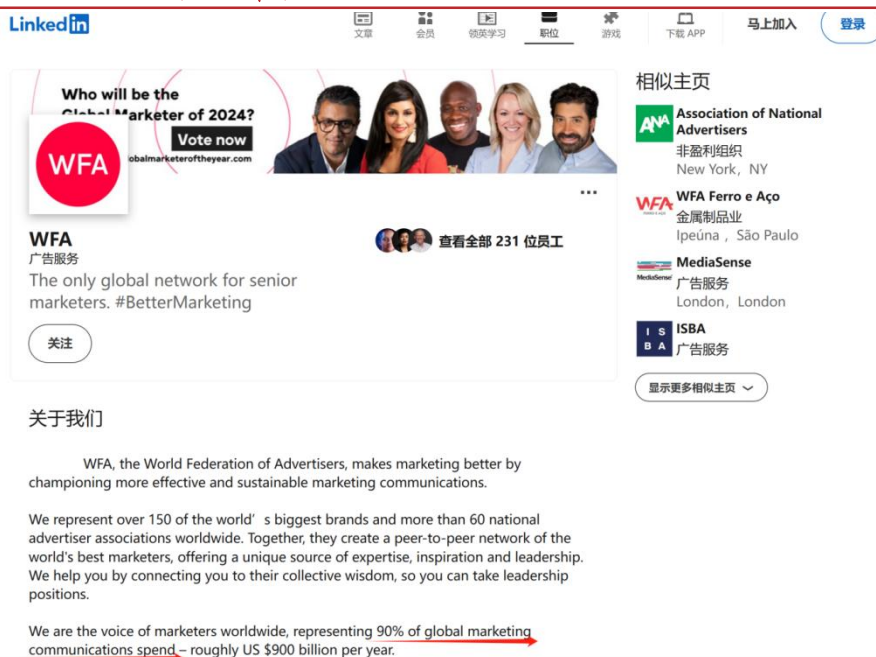
图表 16: Rumble 与 Snapchat、Pinterest 的对比

	Rumble	Snaphat	Pinterest
成立时间	2013 年 9 月 18 日	2011 年 9 月	2009 年 12 月(正式上线: 2010 年 3 月)
平台类型	视频共享平台	瞬间通讯与多媒体分享平台	图片社交平台
主要用户群体	规模相对较小，主要为保守派和自由主义者	广泛，主要为年轻人	兴趣驱动的广泛用户群
广告策略	发展中，注重视频广告	多样化，包括品牌内容、互动广告	以兴趣为基础的广告
ARPU(截至 2024 年 Q3 数据)	\$0.33	\$3.10	\$1.70

资料来源：各公司公告、Statista、华源证券研究所

GARM 由世界广告主联合会（World Federation of Advertisers，简称 WFA）牵头创立，提供了一套广泛使用的品牌安全控制准则，声称能保护广告商免受社交媒体平台上的有害内容侵害。LinkedIn 显示，其创立者 WFA 自称是全球市场营销者的代言人，其成员每年在营销方面的投入约为 9000 亿美元，占全球大约 90% 的营销传播支出。由于 GARM 的强大影响力，它曾对 Rumble 等平台形成了实质性的财务限制。

图表 17: LinkedIn 上的 WFA 介绍



资料来源: LinkedIn, 华源证券研究所

转折点出现在 2024 年 8 月 6 日, 当时马斯克代表社交媒体平台 X 公司 (原 Twitter) 和 Rumble 先后起诉 GARM, 指控其利用广告资金影响社交平台的自由言论。随后, WFA 于 2024 年 8 月 9 日在其官网上发布了一则公告, 宣布暂停 GARM 运营, 理由是误解和外部压力导致组织一定财务和资源上的损失, 使之无法专注运营。

随着 GARM 的解散, Rumble 迎来了新的发展机遇。从 Rumble 2024 年第三季度的财报数据来看, 其收入达到了 2510 万美元, 较去年同期增加了 710 万美元, 这一增长主要得益于广告收入的增加。此外, Rumble 在财报中提到, 公司专注于 2024 年的变现策略, 包括品牌合作, 这表明 Rumble 已经开始积极拓展广告业务, 与品牌进行深度合作, 有望进一步提升广告收入。

同时, Rumble 还计划引入中插广告, 这种广告形式在其他视频平台中已被证明能够有效增加广告收入。中插广告的引入或将为 Rumble 带来新的收入增长点, 进一步推动其广告收入的增长。此外, Rumble 广告中心的持续开发, 以及与大型企业和政府客户的云端变现潜力, 也预示着其未来收入的增长前景。例如, Rumble 与萨尔瓦多政府达成了云服务协议, 这不仅为 Rumble 带来了直接的收入, 也展示了其在云端服务领域的合作潜力, 有望吸引更多企业和政府客户, 从而为收入增长提供有力支撑。

3. 云业务：签单不断 吸引志同道合伙伴共建新生态

公司持续投资云基础设施，因其具有重要战略地位：1）云基础设施的可控性可以从根源保证数据的可控性；2）早期建设云设施可降低后期的迁移成本、开发成本；3）视频平台用户的云需求空间广、确定性较强，投资云设施得到回报的概率大。并且，Rumble 即将采取合作策略降低云业务的成本，加大投资硬件基础设施，将解决方案、二次开发等工作交给第三方服务商。

Rumble 平台自建云基础设施的最初目的是实现数据自主可控，Rumble 实控人及其相关方希望从最底层确保平台的独立性、开放性。Rumble 的创始人、股东与特朗普及其利益集团重要人士是长久的商业伙伴，自 2022 年开始，Rumble 的内容流量因特朗普及其同党派人士的入驻而得到攀升。2021 年，特朗普在 Twitter 上被禁言后，与其持有同类观点的人士开始使用 Parler 作为发言平台，随着国会骚乱后对社交平台上煽动暴力行为的关注加剧，Amazon、Google 和 Apple 相继指责 Parler 没有有效地应对平台上的暴力言论和煽动行为，采取了下架 Parler 的行动，原本作为公平、开放平台的 Parler 因为基础设施的非自主可控，失去了快速成长的良机。2021 年 Peter Thiel 旗下风投基金向 Rumble 注资，支持其打造自主云基础设施。

从长期运营角度来看，自建云设施对 Rumble 意义重大。首先，它规避了数据迁移过程中可能出现的数据丢失和业务中断风险，确保平台核心数据安全。其次，自建云设施可以降低技术迭代和开发条线扩展带来的长期成本。此外，Rumble 通过掌控云基础设施，进一步强化了数据安全性和独立性，为其用户提供了稳定且可信的服务体验。这种战略规划，不仅优化了平台的技术架构，也为其长期发展和市场竞争奠定了坚实基础。

3.1. 云业务远景广阔，确定性较强

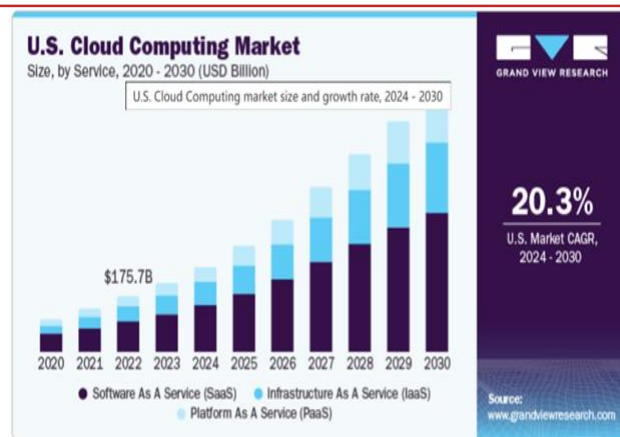
全球云计算行业具有强劲增长潜力，Rumble 作为第三方云服务提供商，下游需求空间广阔。根据 Precedence Research 数据，2024 年全球云计算市场规模达到 6180 亿美元，预测全球云计算市场空间在 2024-2034 期间的 CAGR 为 16.0%。根据 Grandview Research 数据预测美国云计算市场空间在 2024-2030 期间的 CAGR 为 20.3%。美国云计算市场、全球云计算市场的增长预期乐观，这也支持了 Rumble 云业务收入的乐观预期。

图表 18：全球云计算行业增长空间广阔



资料来源：Precedence Research, 华源证券研究所

图表 19：美国云计算市场空间广阔



资料来源：Grandview Research, 华源证券研究所

3.2. 云业务对外获得营收，引入合作伙伴节省成本

Rumble 云业务自 2024Q1 开始贡献收入，主要作为 IAAS 基础设施对外提供服务。2024 年，Rumble 云作为第三方基础设施接到外部订单，公司云设施投资得到现金回流。

(1) 签约客户同时带来体育领域流量，提高平台内容多元性。迈阿密海豚队与硬石体育场将 Rumble 云添加为基础设施，Rumble 同时还拿到了迈阿密海豚队与硬石体育场的直播版权。

(2) 打开拉美市场，云业务将与加密货币形成协同效应。公司与拉丁美洲国家萨尔瓦多政府签署云服务协议。该合作包括云存储、计算服务、数据库、负载均衡器以及 Kubernetes 集成等关键技术支持。萨尔瓦多政府还对 Rumble 提出入驻邀请，并且，Rumble 新股东 Tether 于 2025 年 1 月刚刚拿到萨尔瓦多签证，Tether 向萨尔瓦多的搬迁已至最后阶段。我们认为 Rumble 云业务将与 Tether 的加密货币形成基础设施、渠道、技术方面的协同。

(3) 安全性、自由性得到金融领域认可。美国领先的商业和支付生态系统 Public Square 打算将其 Marketplace 部分迁移到 Rumble Cloud 平台。Public Square 公开地支持美国传统价值观，重视自由、支持平行经济，这与 Rumble 倡导的去中心化一致。可以期待 Rumble 后期将电商收入模式引入业务中，以丰富创作者的收入来源，帮助维护内容流量。

Rumble 集中自身精力投资硬件设施，引入第三方合作伙伴提供解决方案、复杂开发。公司目前处于云设施项目的初期投入阶段，公司积极地调整了投资与运营策略，集中资金建设硬件设施，在渠道、定制化等方面选取第三方公司进行服务。

(1) 合作伙伴 Qinshift 是从事托管 IT 服务和解决方案的第三方服务商。Rumble 将 Qinshift 的 DevOps 和托管服务与 Rumble Cloud 的基础设施相结合并通过以下方式推动增长：1) 利用 Qinshift 的技术增强客户上云体验，以大规模发展企业客户；2) 利用 Qinshift 的全球渠道拓展市场；3) 利用 Qinshift 的托管 IT 服务和解决方案组合来扩展 Rumble 的服务范围。

(2) 合作伙伴 ACP CreativIT 公司为企业客户提供专业的 IT 基础设施、软件解决方案、云计算以及数字化转型相关的服务。Rumble 在致力于开拓国际市场的同时，将借助 ACP CreativIT 提升在北美地区的渗透。同时，对于大部分云业务客户，Rumble 提供自助云服务，对于用户的复杂、定制化需求，将借助 ACP CreativIT 服务团队进行服务。

图表 20：2024 年 Rumble 云业务的客户/合作进展

		时间	事件	客户/合作伙伴身份
客户	Miami Dolphins	2024 年 8 月	直播比赛	NFL 顶级球队之一迈阿密海豚队将 Rumble Cloud 添加到其基础设施中
	萨尔瓦多政府	2025 年 1 月	宣布与萨尔瓦多政府签署云服务协议。该合作包括云存储、计算服务、数据库、负载均衡器以及 Kubernetes 集成等关键技术支持。	萨尔瓦多政府
	PublicSquare	2024 年 6 月	PublicSquare 打算将其 Marketplace 部分迁移到 Rumble Cloud 平台	美国领先的在线电商，重视自由并支持平行经济
合作伙伴	Qinshift	2024 年 3 月	Qinshift 打算将其 DevOps 和托管服务与 Rumble Cloud 的基础设施相结合并通过以下方式推动增长：a) 利用 Qinshift 的熟练技术增强客户上云体验，以大规模发展企业客户；b) 利用 Qinshift 的全球网络和专业知识的拓展市场；c) 利用 Qinshift 广泛的托管 IT 服务和解决方案组合来扩展 Rumble 的服务范围。	Qinshift 从事托管 IT 服务和解决方案
	ACP CreativIT	2024 年 3 月	本次合作将帮助 Rumble 加强北美地区云业务，Rumble 提供自助云模型，对于用户的复杂、定制化需求，将借助 ACP CreativIT 服务团队。	ACP CreativIT 公司主要为企业客户提供专业的 IT 基础设施、软件解决方案、云计算、以及数字化转型相关的服务。

资料来源：Rumble 官网，Qinshift 官网、Bitcoin 新闻网，华源证券研究所

4. 泰达币投资增添更多发展可能性

Tether 的投资为 Rumble 注入现金流，其要约收购条款提升了 Rumble 每股内在价值。Tether 与 Rumble 利益共担，Tether 刚刚取得了拉美国家萨尔瓦多的稳定币发行许可、数字资产服务提供商 (DASP) 牌照，我们认为后续与 Rumble 可达成诸多共赢合作：1) Rumble 平台开通加密支付，两者相互引流；2) Rumble 业务不排除拓展至 ICO 发行平台；3) 两者共建加密货币从发行到流通的生态，达成类交易所、类资产运营公司的经营模式。

4.1. 全球最大市值稳定币 Tether 投资 Rumble

2024 年 12 月 20 日，拥有超过 3.5 亿用户的数字资产行业最大的公司 Tether 宣布，**已达成最终协议，对 Rumble 进行 7.75 亿美元的战略投资。此次投资包括 2.5 亿美元现金的初始承诺，Rumble 计划将用该笔资金支持公司下一步的增长与扩张，其余 5.25 亿美元将用于股票收购计划。**Tether 将支持 Rumble 以每股 7.50 美元的价格收购最多 7000 万股股票，以加强未来的增长计划。

本次交易完成后，Rumble 董事长兼首席执行官 Chris Pavlovski 将保留该公司的控股权。Tether 方面表示，还打算进一步与 Rumble 建立广告、云和加密支付解决方案关系。Tether 预计总投资额约为 7.75 亿美元，即 1.0 亿股普通股。

截至 2025 年 2 月 26 日，Tether 是全球最大的稳定币发行商，是全球第一大市值稳定币，是全球第三大市值加密货币。Tether 成立于 2014 年，最初以 USDT（泰达币）的形式发行了第一个稳定币，它承诺每个 USDT 都由等值美元储备支持。据 Tether 公司及 CEO Paolo Arduino 披露的信息，公司 2024 年净利润达 137 亿美元，2023 年净利润为 62 亿美元，yoy +121%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司总资产达 1576 亿美元，其中总负债 1376 亿美元，总负债中因发行代币产生的负债为 1366 亿美元，储备盈余为 70.8 亿美元。

稳定币的出现解决了加密货币市场波动性大的问题，Tether 是目前市值最大的稳定币。稳定币（Stablecoin）是加密货币（Cryptocurrency）的一种，但稳定币与其他加密货币是两种不同类型的数字资产，尽管它们都基于区块链技术，但是有区别：稳定币与法定货币（如美元、欧元）或其他资产（如黄金）挂钩，以保持其价值的稳定，背后有其他资产支持；其他加密货币的价格主要受市场供需决定，背后没有资产支持。

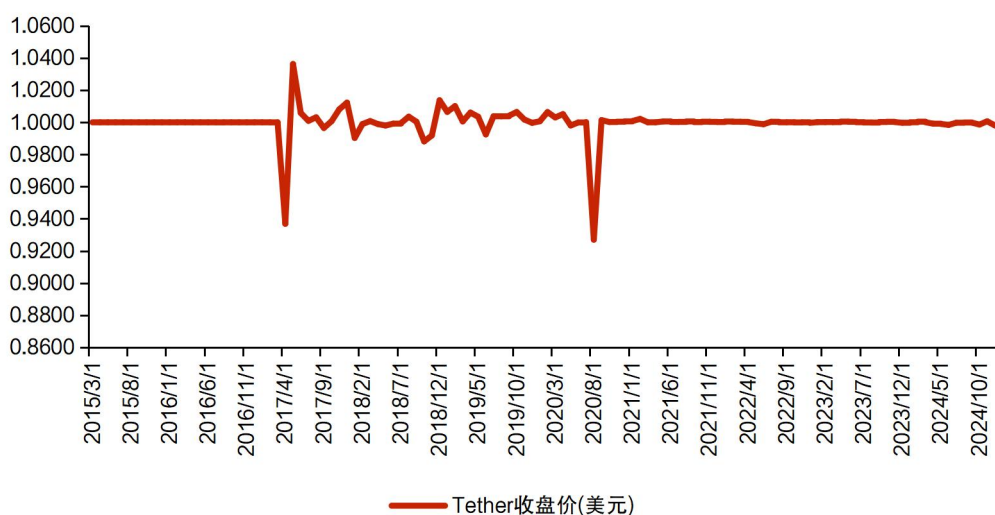
截至 2025 年 2 月 26 日，全球前七大市值的加密货币是 Bitcoin、Ethereum、XRP、Tether、BNB、Solana、USDC，其中仅有 Tether 是稳定币。全球前五大市值的稳定币是 Tether（1419 亿美元）、USD Coin（563 亿美元）、Ethena USDe（58.7 亿美元）、Dai（53.6 亿美元）、First Digital USD（21.4 亿美元）。

图表 21: Tether 是全球市值第三的加密货币 (2025 年 2 月 26 日数据)

#	Name	Price	1h %	24h %	7d %	Market Cap	Volume(24h)	Circulating Supply
1	Bitcoin BTC	\$87,394.32	▼0.16%	▲0.33%	▼9.07%	\$1,732,977,814,850	\$59,189,089,769 684.09K BTC	19.82M BTC
2	Ethereum ETH	\$2,426.68	▼0.05%	▲2.51%	▼10.23%	\$292,599,477,661	\$23,476,986,069 9.75M ETH	120.57M ETH
3	Tether USDT	\$0.9988	▼0.01%	▼0.03%	▼0.12%	\$141,943,510,461	\$110,431,604,178 110.54B USDT	142.1B USDT
4	XRP XRP	\$2.25	▲0.41%	▲3.19%	▼13.40%	\$130,405,635,527	\$7,010,150,019 3.14B XRP	57.88B XRP
5	BNB BNB	\$617.48	▼0.16%	▲1.84%	▼5.31%	\$87,976,362,908	\$1,889,813,299 3.07M BNB	142.47M BNB
6	Solana SOL	\$137.70	▲0.92%	▲1.03%	▼18.87%	\$68,605,328,614	\$4,591,307,456 33.54M SOL	498.21M SOL
7	USDC USDC	\$0.9999	▼0.00%	▲0.02%	▼0.01%	\$56,275,885,290	\$10,630,451,785 10.62B USDC	56.27B USDC

资料来源: Coinbase, 华源证券研究所

图表 22: Tether 币锚定美元价格稳定



资料来源: CoinMarketCap, 华源证券研究所

4.2. Rumble 与 Tether 有诸多共赢模式

(1) Rumble 平台若开通加密支付, Tether 与 Rumble 有望共享流量

Tether 是全球市值最大的稳定币, 24 年底即在全球拥有超 3.5 亿使用者。如果 Rumble 能够开通加密货币支付系统, 则为 Tether 使用者提供了又一交易平台、储蓄平台。同时, Rumble 平台上的用户也可被引流至 Tether 使用者群体中, 双方可形成相互引流的共赢模式。

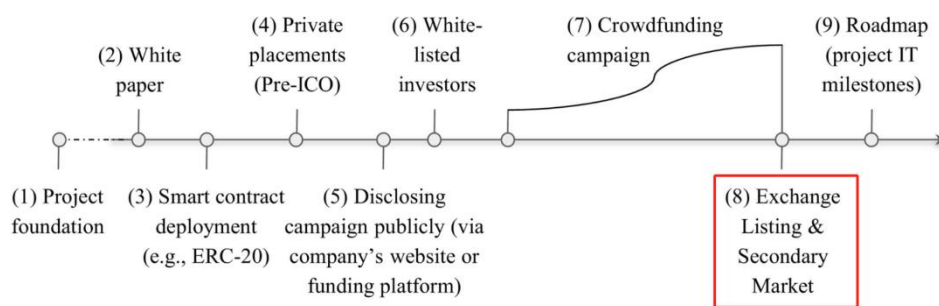
此外, Tether 遇到了交易流动性危机, Rumble 为 Tether 赋能的价值提高。欧盟于 2024 年底全面实施 MiCA 法规, MiCA 要求在欧洲经济区 (EEA) 内运营的稳定币必须拥有至少一个欧盟成员国颁发的电子货币许可证。Tether 币(USDT)没有这样的许可证, Tether 也没有获得 MiCA 的授权。欧洲交易所纷纷下架 USDT 以遵守欧盟的加密资产市场监管局 (MiCA),

这些代币的购买将于 2025 年 1 月 31 日暂停，存款也将不久后被禁用，目前可以提现，预计全面下架将在 2025 年 3 月 31 日之前完成。这样的背景下，Rumble 如果可以作为 Tether 币(USDT)的储备及交易平台，Rumble 平台短期将迎来流量增长。

(2) 未来在放松加密监管情况下有希望开展类 ICO 激活平台流量

首次货币发行(ICO)是区块链世界中的一种创新融资模式，相当于加密货币行业的首次公开募股 (IPO)。项目方通过发行自己的加密货币或代币，向公众募集资金。投资者可以用主流加密货币（如比特币或以太币）或法定货币来购买这些新发行的代币，这种代币可能具有与公司提供的产品或服务相关的一些实用性，或者代表公司或项目的股份。如果 Rumble 未来开展类 ICO 业务，将在货币发行的上市步骤、二级市场环节提供投资者流量。

图表 23: Rumble 或可为 ICO 流程提供投资者流量

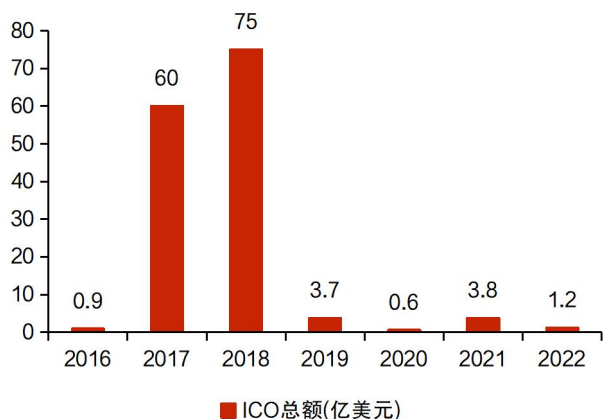


资料来源：ICO BENCH，华源证券研究所

特朗普上轮任期初期，ICO 迎来热潮。但是 2018 年下半年开始，ICO 市场开始急剧降温，主要原因有：1) 监管趋严：各国政府开始关注 ICO 带来的风险，纷纷出台监管政策；2) 诈骗案件增多：大量骗局和失败项目让投资者信心受挫；3) 加密货币市场整体下跌：2018 年底比特币价格大跌，拖累整个市场。到了 2019 年，ICO 的数量和规模都大幅缩水，可以期待特朗普本次任期内 ICO 规模的增长。

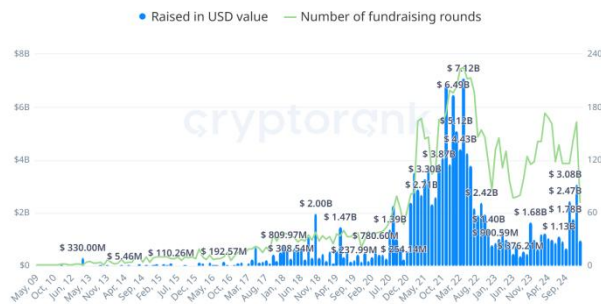
2017-2022 年期间加密货币融资需求旺盛，融资方式结构分化。虽然 ICO 总额自 2019 年后显著缩水，但是加密货币融资总额呈迅猛增长趋势。2022 年 4 月，创下单月融资 71.2 亿美元的记录。虽然 2023 年 1 月后的融资总额显著回落，但是依然高于 2020 年及之前的平均水平，意味着随加密货币技术发展、投资者认知加深、待融资项目增加的背景下，投资者、融资者对加密货币融资方式的接受程度在提高。

图表 24：全球 ICO 总额自 2019 年骤减



资料来源：ICO BENCH，华源证券研究所

图表 25：加密货币融资总额于 2021-2022 年显著增长



资料来源：Cryptorank，华源证券研究所

ICO 单件规模趋势性降低，加密货币币种多元化程度上升。根据 Statista、Explodingtopics 数据，截至 2025 年 2 月 18 日，共有 13217 种不同的加密货币在使用，全球加密 ATMs 约有 3.8 万个，Statista 预测 2024 年全球有 8.33 亿加密货币使用者。目前，区块链项目融资方式还有 STO（证券型代币发行）和 IEO（首次交易所发行），这两种方式更规范，但是 ICO 具有更高的自由度。更加分散化、多元化的加密货币市场中，ICO 融资方式或将更加受欢迎。

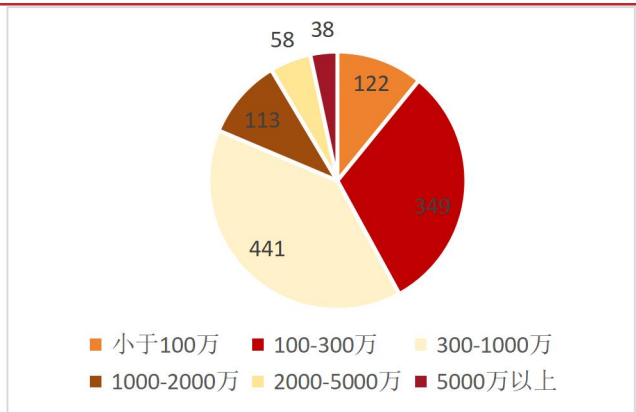
加密货币融资案件体量小，超过 80% 的融资案件低于 1000 万美元，AI 技术革命期的创业公司可能推升加密货币融资浪潮。2024 年，全球加密货币融资案件中（包括非首次融资），融资金额低于 300 万美元的案件有 471 件，占比 42.0%；超过 5000 万美元的案件有 38 件，仅占 3.4%。考虑到加密货币的属性——全球结算、投资者关注创新、融资历程短等特点，此类融资方式对科技创新公司比较友好，在本轮技术革命期或将有更多小规模创新企业选择加密货币融资。

图表 26：单件 ICO 规模逐年下降



资料来源：ICO BENCH，华源证券研究所

图表 27：2024 年加密货币融资案件结构 (件)

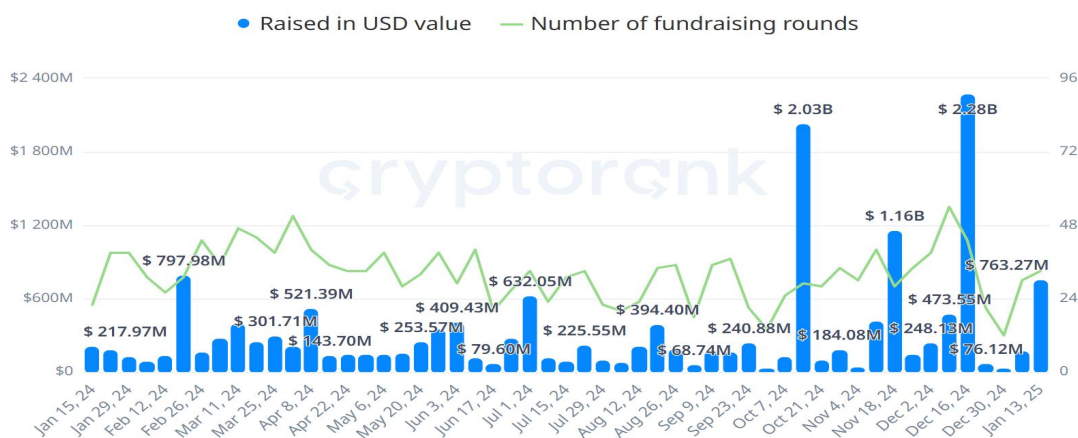


资料来源：Cryptorank，华源证券研究所
说明：融资金额为美元

2024 年 10 月起，加密货币融资趋势又起。本轮大选走向尾声的时期，加密货币市场融资金额也逐渐走高，2024 年 10 月 21 日创下单周 20.3 亿美元的融资记录，在随后的 12 月 16 日又创下单周 22.8 亿美元的记录，远超此前一年每周的成交金额。科技企业去中心化、交易货币去中心化都有望带来更大规模的加密货币融资及首次加密货币发行。

(3) 多业务联动形成加密货币生态

图表 28：过去一年加密货币每周融资额度增势抬头

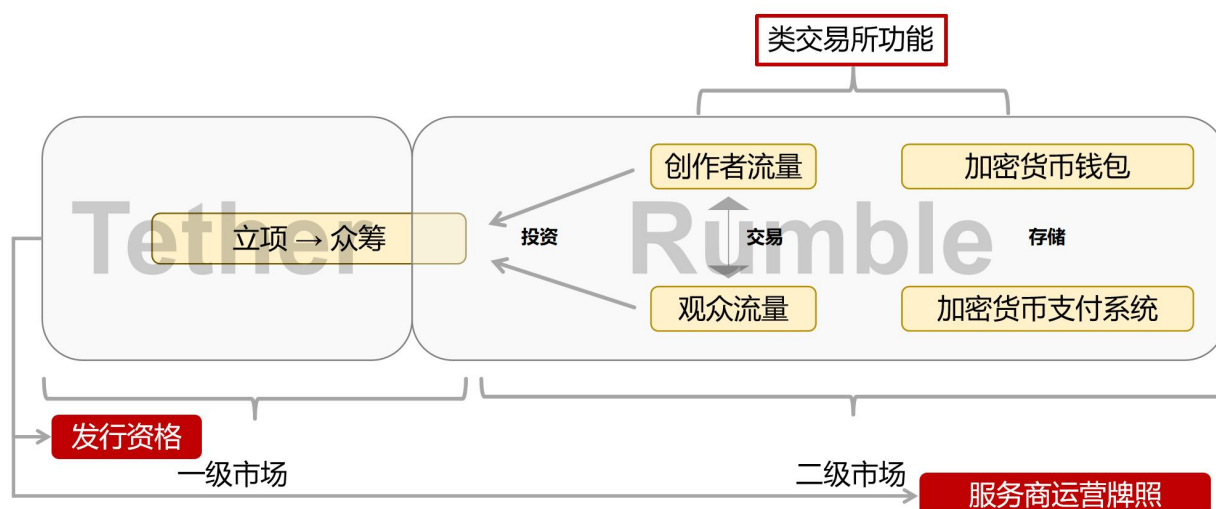


资料来源：Cryptorank，华源证券研究所

目前，Tether 搬迁至萨尔瓦多进行到最后阶段，该公司最近获得了数字资产服务提供商（DASP）许可证，成为稳定币发行商，允许其在拉美国家开展业务。

Rumble 与 Tether 在 ICO 业务中可形成良好的协同配合。Tether 取得了发行资格、数字资产服务商(DASP)牌照，如果 Rumble 开通加密支付，则为 Tether 新货币提供了二级市场交易平台，Rumble 的用户基数增加可为 Tether 提供投资者流量基础，用户的支付、收入等行为可形成 Tether 货币的流通。这种运营模式下，Rumble 可以实现类数字货币交易所、类数字资产公司的功能，借助 Tether 的许可基础，与 Tether 打造加密货币生态圈。

图表 29：Tether 与 Rumble 间多业务联动可共赢



资料来源：华源证券研究所绘制

5. 盈利预测与评级

5.1. 营收拆分与盈利预测

2024Q3 及以后，Rumble 公司将以 ARPU 与平均 MAU 来衡量经营情况，公司的收入将分为货币化收入与其他收入。公司披露的 ARPU 由货币化收入除以平均 MAU 得出。我们预计公司 2024/2025/2026/2027 年总收入为 94.1/180.9/420.0/1188.4 百万美元，同比增长 16%/92%/132%/183%。

货币化收入：公司的货币化收入由季度 ARPU 与当季平均 MAU 的乘积测算。

ARPU 方面，广告联盟的压制正在弱化，特朗普上台成为总统后，平台上所谓的右派极端政治言论有望减少，广告投放逐渐恢复市场化、常态化，是 ARPU 值向上回归的主要动能。我们预计 2024/2025/2026/2027 年 ARPU 同比增速分别为-6%/35%/60%/80%。

MAU 方面，特朗普总统上台后，白宫新闻办公室在 Rumble 平台开通了官方账号用于重大信息发布，巴西地区重新向 Rumble 开放，更多视频 KOL 在 Rumble 开通账号，预计特朗普任期内，MAU 有望持续增长，突破民主党治下大型垄断科技公司创造的无形天花板。我们预计 MAU 在 2024/2025/2026/2027 年的 YOY 为 15%/50%/50%/60%。

上述假设条件下，货币化收入在 2024/2025/2026/2027 年为 84.2/170.0/408.1/1175.3 百万美元，YOY 分别为 9%/102%/140%/188%。

其他收入：公司调整业务划分后，其他收入的历史记录仅有五个季度，无历史同比增速可参考；由于基数较低，环比增速波动较大，且该项收入与平台流量无关（该项收入包含第三方广告、云收入，Rumble 在计算 ARPU 时扣除了该项收入），所以我们温和预测其他收入 25-27 年 YOY 为 10%（因为 2023 年其他收入基数较低，我们预计 2024 年其他收入同比增速为 191%），在 2024/2025/2026/2027 年分别为 9.8/10.8/11.9/13.1 百万美元。

图表 30：公司营收拆分表（百万美元）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入（百万美元）	81.0	94.1	180.9	420.0	1188.4
YOY		16%	92%	132%	183%
营收拆分					
一、货币化收入	77.6	84.2	170.0	408.1	1175.3
YOY		9%	102%	140%	188%
占比	96%	90%	94%	97%	99%
ARPU(美元/人)	1.4	1.3	1.8	2.9	5.2
YOY		-6%	35%	60%	80%
MAU(百万人)	54	63	94	141	225
YOY		15%	50%	50%	60%
二、其他收入	3.4	9.8	10.8	11.9	13.1
YOY		191%	10%	10%	10%
占比	4%	10%	6%	3%	1%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

5.2. 公司估值

公司是新崛起视频媒体平台，以平台内容的多元性、包容性、自由开放的价值观为核心竞争力。公司主营业务收入主要为广告收入、订阅及服务收入。选取 Amesite、Reddit、The Trade Desk、Ctrl、Meta、Google 为可比公司。公司广告收入受益 MAU 与 ARPU 双重潜力，同时全球稳定币巨头泰达强势入股，有望加速公司全球扩张和技术设施升级，公司后续增长潜力可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值表（百万美元）

股票代码	公司简称	主营业务	成立时间	IPO 时间	收盘价(美元/股)	营业收入(百万美元)			PS				
					2025/2/26	1Q-3Q2024	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
AMST.O	Amesite	AI 教育平台	2017	2020	2.5	0.14	0.17	—	—	69.41	59.83	—	—
RDDT.N	Reddit	社交媒体	2005	2024	159.8	873	1300.21	1812.2	2358.21	26.04	22.23	15.95	12.26
TTD.O	The Trade Desk	广告服务	2009	2016	71.5	1704	2444.83	2897.72	3481.00	16.16	14.51	12.24	10.19
MCTR.O	Ctrl	游戏开发商	2022	2025	4.9	—	40.65	—	—	13.36	1.81	—	—
META.O	Meta	社交媒体	2004	2012	658.2	116115	164501.00	188607.97	214562.89	11.03	10.14	8.84	7.77
GOOGL.O	Google	子公司 YouTube	1998	2004	168.5	253549	350018.00	330920.63	369172.44	6.40	5.87	6.21	5.56
	可比公司平均									23.73	19.06	10.81	8.95
RUM.O	Rumble	长/短/直播视频平台	2013	2022	9.18	65.26	94.07	180.85	419.99	—	38.01	19.77	8.51

资料来源：彭博、华源证券研究所；注：Amesite、Ctrl 暂无 2025/2026 一致盈利预测；Rumble 的 2024 年营收数据为预测值。

6. 风险提示

盈利能力的确定性：尽管 Rumble 在用户增长和平台活跃度方面取得了初步进展，但其盈利模式仍处于发展阶段，尤其是在广告收入和订阅服务的有效变现方面存在一定不确定性。若平台未能进一步提升用户参与度或优化收入来源，其盈利能力可能面临持续压力。

市场竞争风险：Rumble 面临来自 YouTube、Twitch 等成熟平台的激烈竞争，这些平台在内容创作、用户粘性和广告变现等方面具有明显优势。若 Rumble 未能在差异化和平台特色上取得进一步突破，其市场份额和长期增长潜力可能受到一定制约。

政策与监管风险：鉴于 Rumble 在内容审核及平台运营方面的特殊定位，可能受到各国政府和监管机构的政策影响，尤其是在数据保护、内容审查等领域的法规日趋严格。若相关政策发生变化，可能对其运营模式和财务表现产生不利影响。

附录：财务预测摘要

表：公司利润表（百万美元）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	81.0	94.1	180.9	420.0	1188.4
服务成本	146.2	138.5	151.9	288.4	658.8
一般与行政	37.1	35.2	36.2	63.0	178.3
研究与开发	15.7	19.7	22.8	43.3	98.8
销售和营销	13.4	14.4	5.4	8.2	23.2
收购相关交易成本	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
摊销和折旧	4.9	11.1	6.0	4.0	4.0
或有对价公允价值变动	-1.9	1.4	0.0	0.0	0.0
EBIT	-135.5	-126.2	-41.4	13.1	225.4
利息支出	0.0	0.5	0.6	0.6	0.7
利息收入	13.6	3.2	1.6	0.6	1.2
其他营业费用	-2.2	0.9	1.8	4.2	11.9
营业利润	-119.7	-124.5	-42.2	8.9	214.0
所得税费用	-3.3	-2.0	-10.5	2.2	53.5
净利润	-116.4	-122.5	-31.6	6.7	160.5

资料来源：公司公告、华源证券研究所

表：公司资产负债表（百万美元）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
流动资产：					
总现金	219	102	45	25	145
应收账款	5	12	19	30	42
预付款项	13	16	20	23	44
存货	—	0	0	0	0
流动资产合计	238	129	84	78	231
非流动资产：					
固定资产净额	20	34	47	58	66
无形资产	23	19	21	24	25
其他非流动资产	15	15	15	15	15
非流动资产合计	58	68	83	97	106
资产合计	296	197	167	175	337
流动负债：					
短期债务	—	0	0	0	0
应付账款	—	0	0	0	0
其他流动负债	34	40	40	40	40
流动负债合计	34	40	40	40	40
非流动负债：					
其他非流动负债(非流动负债特殊项目)	11	12	13	14	15
总负债	44	52	53	54	56
股东权益：					
股本及资本公积	397	413	413	413	413
留存收益	(145)	(268)	(299)	(293)	(132)
归属于母公司股东权益合计	252	145	114	120	281
股东权益合计	252	145	114	120	281
负债权益合计	296	197	167	175	337

资料来源：公司公告、华源证券研究所

表：公司现金流量表（百万美元）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量净额	(93)	(113)	(37)	(3)	131
投资活动现金流量净额	(24)	(21)	(21)	(18)	(13)
筹资活动现金流量净额	(2)	17	1	1	1
净现金流	(119)	(117)	(57)	(20)	119

资料来源：公司公告、华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。