

# REDDIT (RDDT.N)

全球知识民主化平台，发布 AI 新产品加速成长

优于大市

## 核心观点

**收入维持高增速，盈利能力逐步提升。**2025Q2 公司实现收入 5 亿美元，同比增长 77.69%；公司实现 GAAP 净利润 0.89 亿美元，同比增长 984.22%，主要受广告收入增长推动。得益于公司与计算资源托管服务商签订了修订后的协议推动成本下降，公司实现销售毛利率、净利率分别为 90.81%、18.87%，分别同比+1.3、+21.46 个 pct。

**日活增长空间巨大，多模式拓宽流量入口。**当前公司正通过多种模式拓宽自身流量增长路径，截至 2025Q2，公司平台拥有 1.1 亿日活用户，同比增长 21.05%，其中美国地区拥有 0.5 亿日活，世界其他地区拥有 0.6 亿日活。当前平台用户采用情况仍处于早期阶段，MAU/DAU 比值达到 3.7 倍，高于主流社交平台均值的 1.6 倍。随着内容推荐优化、社区氛围建设、产品功能升级等措施提升用户触达，公司未来日活有望保持高速增长。

**优化投放 + 完备归因工具 + AI 创新协同，广告变现进程加速。**平台自 2006 年就开始售卖广告，但直到 2018 年公司才开始在自建广告技术方面进行实质投入，因此平台的 ARPU 水平仍处于早期阶段。2024 年公司单用户平均收入达 12.78 美元，其中美国单用户收入达 22.15 美元，国际单用户收入达 4.41 美元，显著低于其他社交平台。当前 DPA 已从测试阶段全面上线，在多个行业展现出优秀表现。广告主已将 DPA 整合进完整营销漏斗中，并作为常规策略手段，其平均广告投入回报是标准转化广告的两倍。同时，公司布局 Pixel + CAPI + 第三方工具集成的完备归因工具体系，以帮助广告主提升广告转化效果和回报，2025Q2 归因转化收入同比增长了三倍。6 月，公司推出两项 AI 驱动的新功能，包括广告分析工具 Reddit Insights 以及广告动态整合工具。公司通过优化投放 + 完备归因工具 + AI 创新协同形成了广告变现闭环，ARPU 有望高速增长。

**风险提示：**估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险、技术被赶超或替代的风险等。

**投资建议：**全球领先的社区平台，AI 推动商业化进程，首次覆盖，给予“优于大市”评级。考虑到公司为全球领先的社区平台，已打造完备的商业化路径，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 21.35/29.55/37.02 亿美元，增速分别为 64.17%/38.41%/25.28%，实现归母净利润分别为 3.62/8/11.25 亿美元，对应当前 PS 为 19.17/13.85/11.05 倍，给予 2026 年 15-16 倍 PS，对应估值区间为 443.25-472.8 亿美元市值，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2023   | 2024   | 2025E   | 2026E  | 2027E |
|-------------|--------|--------|---------|--------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 804    | 1,300  | 2,135   | 2,955  | 3,702 |
| (+/-%)      | 20.6%  | 61.7%  | 64.2%   | 38.4%  | 25.3% |
| 归母净利润(百万元)  | -91    | -484   | 362     | 800    | 1125  |
| (+/-%)      | —      | —      | -174.7% | 121.0% | 40.7% |
| 每股收益(元)     | -0.49  | -2.59  | 1.93    | 4.27   | 6.01  |
| EBIT Margin | -18.4% | -43.7% | 16.7%   | 27.5%  | 30.8% |
| 净资产收益率(ROE) | -6.3%  | -22.7% | 14.5%   | 24.3%  | 25.5% |
| 市盈率(PE)     | -450.0 | -84.4  | 112.9   | 51.1   | 36.3  |
| EV/EBITDA   | -305.6 | -74.3  | 113.9   | 51.3   | 36.8  |
| 市净率(PB)     | 28.37  | 19.18  | 16.40   | 12.41  | 9.25  |

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

### 计算机 · 软件开发

证券分析师：熊莉

联系人：侯睿

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

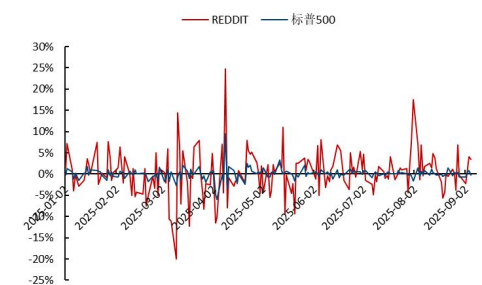
hourui3@guosen.com.cn

S0980519030002

### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(首次)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 240.00 美元       |
| 总市值/流通市值    | 449/323 亿美元     |
| 52 周最高价/最低价 | 253.14/55.48 美元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 13.02 亿美元       |

### 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

### ◆ 公司概况：全球领先的社区平台，致力于知识民主化

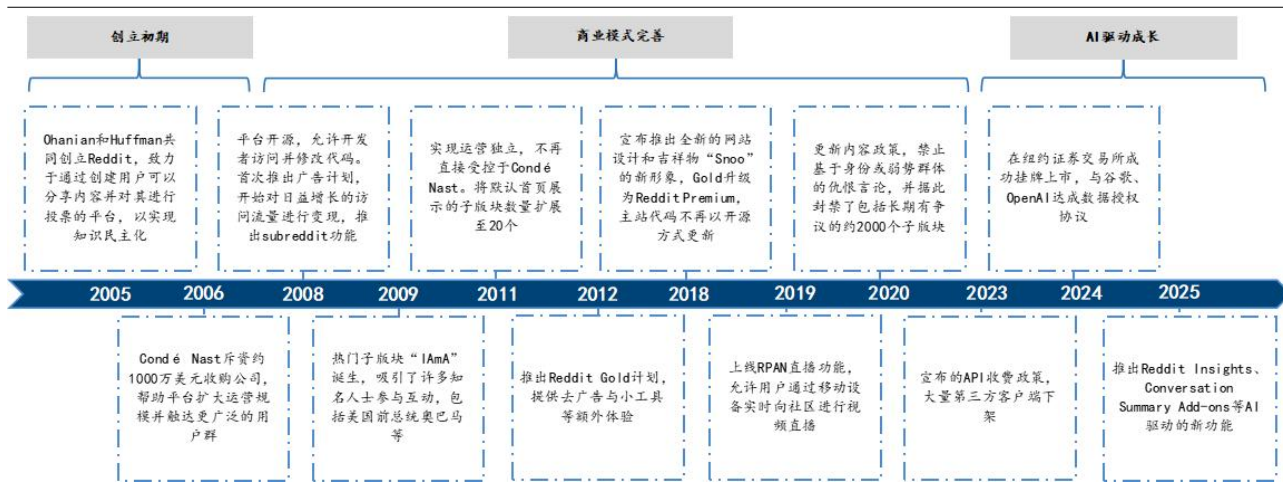
Reddit 是全球性的社区平台，平台以兴趣为中心将用户组织在 subreddit（子社区）中，社区内容由用户创建、筛选与维护，成员可以在其中参与对话、探索兴趣、交换商品与服务。公司当前拥有超 10 万个活跃的 subreddit，其中有 500 多个社区订阅人数超 100 万。通过覆盖不同类型的话题，平台积累了庞大的数据资源。截至 2024 年底，平台拥有超 20 亿条帖子和 200 亿条评论，提供了真实的用户视角。平台中每个人都有投票权，帖子在社区里的展示优先级完全取决于用户投票结果。每个社区可以制定独特的社区规则，由版主根据社区背景与文化执行，从而创造和谐的社区环境。同时，平台运用 AI 根据用户搜索、话题、互动行为等因素推荐帖子与社区，推动 2024 年阅读帖子超 30 秒的访问量增长了 30%。截至 2024 年，约 53% 的用户来自美国以外地区，但超 90% 的内容仍以英文发布，用户平均每天搜索查询超过 4000 万次。从创立至今，公司大致经历以下发展阶段：

1) **创立初期（2005–2006 年）**：2005 年，Ohanian 和 Huffman 共同创立 Reddit，致力于通过创建用户可以分享内容并对其进行投票的平台，以实现知识民主化。平台最初通过统一社区提供服务，并获得 Y Combinator 提供的 10 万美元初始投资。2006 年，传媒巨头康泰纳仕（Condé Nast）斥资约 1000 万美元收购公司，帮助平台扩大运营规模并触达更广泛的用户群；

2) **商业模式完善（2007–2023 年）**：2008 年，随着用户数量和讨论话题快速增长，公司推出 subreddit 功能，帮助用户更好地创建、发现并加入与自己最相关的社区。同年，平台首次推出广告计划，开始对日益增长的访问流量进行变现。2011 年，公司不再受控于康泰纳仕，开始独立运营。2012 年，公司推出付费订阅 Reddit Gold，用户可享受专属功能和内容访问权限。2019 年，平台上线了 RPAN 直播功能，允许用户通过移动设备实时向社区进行视频直播，提供了即时内容分享方式。2023 年，平台宣布了新的 API 收费政策，大量第三方客户端下架；

3) **AI 驱动成长（2024 年至今）**：2024 年，公司在纽约证券交易所成功挂牌上市。同年，与 OpenAI、Google 签署内容授权协议。2025 年，公司推出 Reddit Insights、Conversation Summary Add-ons 等 AI 驱动的新功能。

图1: Reddit 发展历程

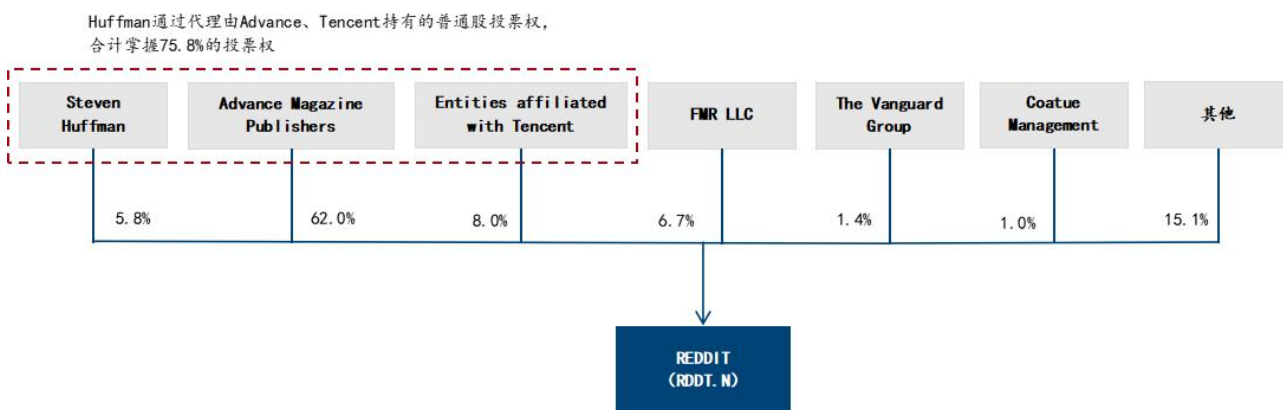


资料来源：公司官网，招股说明书，国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司治理：创始人通过协议掌握大部分投票权，高管团队经验丰富

公司创始人拥有控制权，管理团队从业经验丰富。截至 2025 年 4 月，公司第一大股东为 Advance 公司，通过持有公司 76.5% 的 B 类普通股掌握公司 62% 的投票权。公司创始人 Steven Huffman 通过持有 1%、6.9% 的 A、B 类普通股掌握公司 5.8% 的投票权。根据 2024 年 3 月 Huffman 与 Advance、腾讯云签署的协议，除有限情形外，Huffman 对这些股份享有不可撤销的投票代理权，因此 Huffman 合计掌握公司 75.8% 的投票权，为公司实际控制人。公司创始人 Steven Huffman 担任当前公司总裁兼首席执行官，管理团队均曾在相关领域知名公司担任高管职务，具有丰富管理经验，其中核心技术人员为公司创始工程师，对公司平台技术有着深度理解，有助于后续 AI 产品的更新完善。

图2: Reddit 股权结构（截至 2025 年 4 月 28 日）



资料来源：公司官网，公司财报，国信证券经济研究所整理

表1: 公司高级管理人员情况

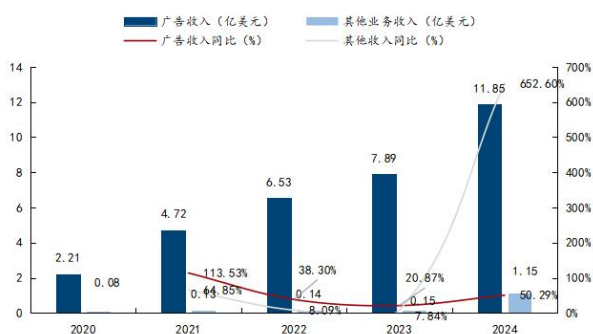
| 姓名                | 职务         | 性别 | 年龄 | 履历                                                                                                                                    |
|-------------------|------------|----|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Steven Huffman    | 总裁兼首席执行官   | 男  | 41 | 公司联合创始人，弗吉尼亚大学计算机科学理学学士；曾于 2010-2015 年担任在线旅游公司 Hipmunk 的联合创始人兼首席技术官（CTO）；2015 年重返 Reddit，担任首席执行官和总裁，并担任公司董事会成员。                       |
| Andrew Vollero    | 首席财务官      | 男  | 58 | 耶鲁大学数学与经济学文学学士、牛津大学管理学硕士；曾在百事公司和百胜集团担任多个财务与运营岗位，曾任 Snap、Allied Universal、Mattel 等公司首席财务官；2021 年加入公司，担任首席财务官。                          |
| Jennifer Wong     | 首席技术官      | 女  | 49 | 耶鲁大学应用数学理学学士、哈佛商学院工商管理以及斯坦福大学工程经济系统与运营硕士；曾任大众传媒首席运营官兼数字业务总裁，POPSUGAR 首席商务官，IMAX、Discover Financial Services 等公司董事；2018 年加入公司，担任首席运营官。 |
| Christopher Slowe | 首席技术官      | 男  | 46 | 哈佛大学物理与数学文学学士、物理学博士；曾任在线旅游公司 Hipmunk 的首席科学家；2016 年加入公司，历任工程师、工程总监等职务，现任首席技术官。                                                         |
| Benjamin Lee      | 首席法务官、公司秘书 | 男  | 57 | 耶鲁大学的物理学与经济学理学学士、哥伦比亚大学法学博士；曾任金融科技公司 Plaid 总法律顾问、Airbnb 产品副总法律顾问、Twitter 法务副总裁及副总法律顾问等；2019 年加入公司，历任法务执行副总裁兼总法律顾问，现任首席法务官、公司秘书。       |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 主营业务：收入主要来自广告业务，数据授权收入占比提升

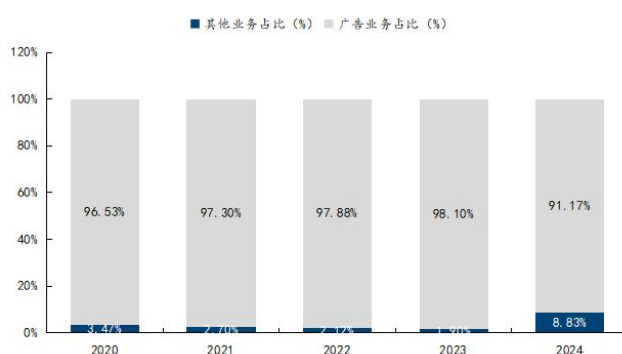
**广告为最大收入来源，数据授权业务高速增长。**公司主要收入来源是通过在移动应用程序和网站上销售广告，其他收入包括内容授权（主要买家为 OpenAI 以及 Google）、Reddit Premium 订阅服务（5.99 美元/月）以及可收藏头像。2024 年，公司广告收入达 11.85 亿美元，占总收入比重达 91.17%，同比增长 50.29%，主要由广告展示次数的提升推动；公司其他业务收入达 1.15 亿美元，同比增长 652.6%，占总收入比重达 8.83%，主要由与 OpenAI、谷歌等签署的内容授权协议推动。分季度看，2025Q2 公司实现广告收入为 4.65 亿美元，占总收入比重达 93.03%，同比增长 83.62%，主要由各类广告行业、地域和渠道的增长推动；公司其他业务收入达 0.35 亿美元，占总收入比重达 6.97%，同比增长 24.17%，主要由 2024 年签订的内容授权协议推动。

图3：公司年度分业务收入情况



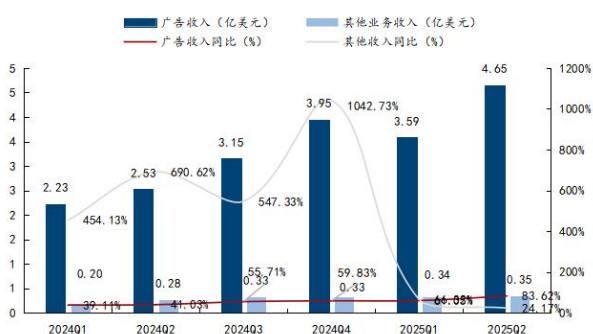
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图4：公司年度分业务收入占比



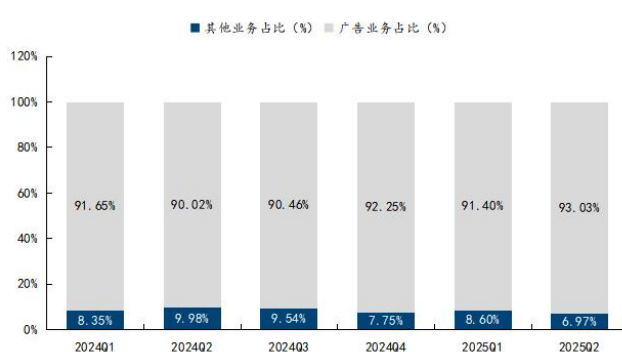
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图5：公司季度分业务收入情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度分业务收入占比



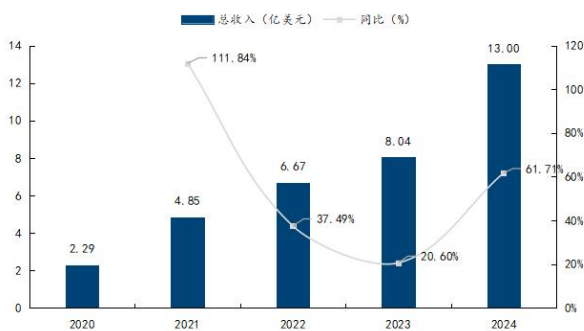
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

### ◆ 财务分析：收入维持高速增长，盈利能力逐步提升

**收入高速增长，净利润受股票薪酬影响。**分年度看，2024 年公司实现收入 13 亿美元，同比增长 61.71%，主要受广告收入增长推动；公司实现 GAAP 净亏损-4.84 亿元，同比减少 433.2%，亏损主要受基于股票的薪酬费用等非现金成本影响，剔

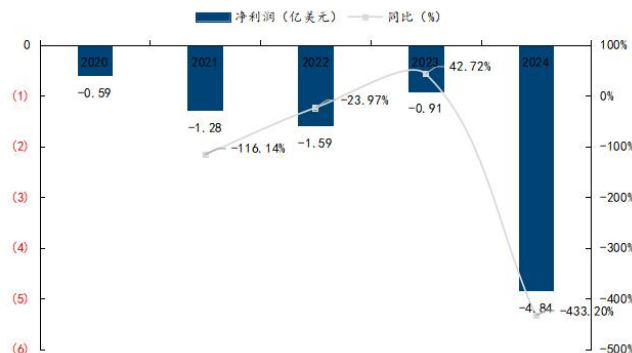
除相关影响后公司实现非 GAAP 净利润 3.59 亿美元，同比增长 494.89%。分季度看，2025Q2 公司实现收入 5 亿美元，同比增长 77.69%；公司实现 GAAP 净利润 0.89 亿美元，同比增长 984.22%。

图7：公司年度收入情况



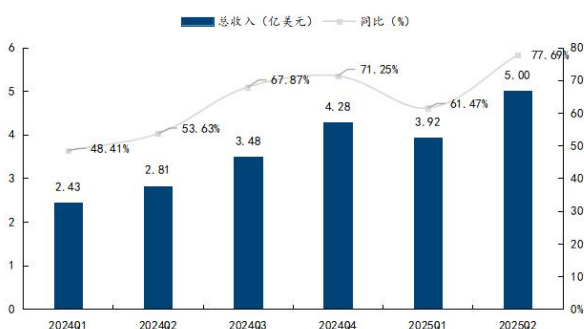
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图8：公司年度 GAAP 净利润情况



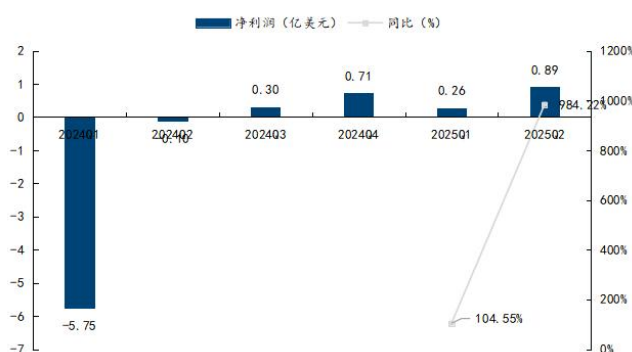
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图9：公司季度收入情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

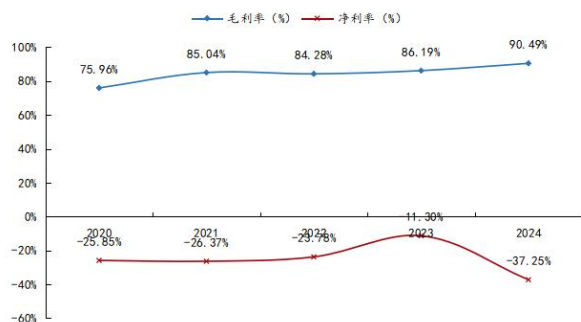
图10：公司季度 GAAP 净利润情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

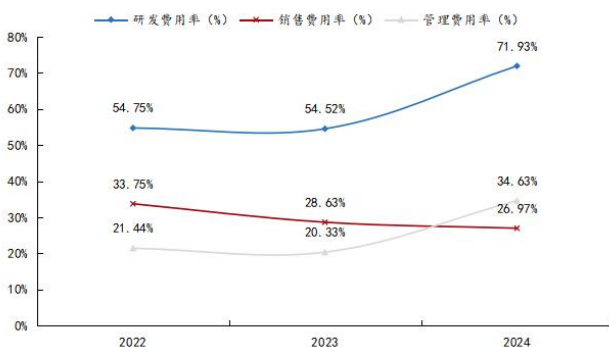
**盈利能力稳步提升，期间费率持续下降。**2024 年，公司实现销售毛利率 90.49%，同比增长 4.3 个 pct，主要得益于公司与计算资源托管服务商签订了修订后的协议推动成本下降。实现销售净利率-37.25%，同比下降 25.95 个 pct，主要受基于股票的薪酬费用影响。2024 年，公司实现销售、研发、管理费用率分别为 26.97%、71.93%、34.63%，分别同比-1.66、+17.41、+14.3 个 pct。2025Q2，公司实现销售毛利率、净利率分别为 90.81%、18.87%，分别同比+1.3、+21.46 个 pct；实现销售、研发、管理费用率分别为 24.14%、39.35%、13.73%，分别同比-1.27、-11.43、-10.52 个 pct。

图11: 公司年度毛利、净利情况



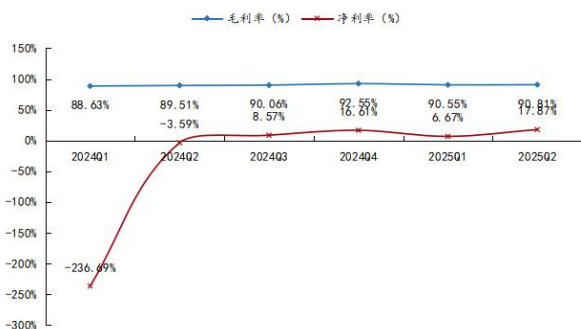
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司年度期间费用率情况



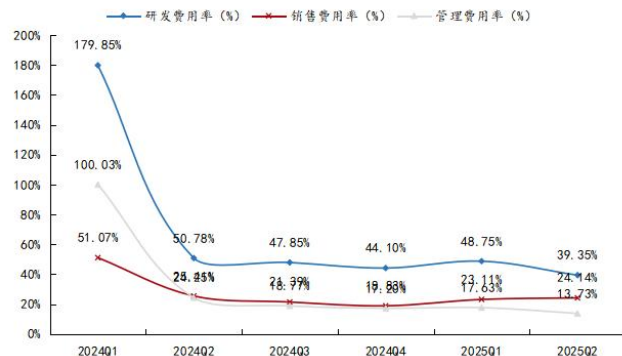
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司季度毛利、净利情况



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司季度期间费用率情况



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 平台生态: 日活增长空间巨大, 多模式拓宽流量入口

**摆脱谷歌引流模式, 平台日活快速增长。**2023年, 公司加大投资于应用性能优化, 使其未登录状态下的网页运行速度比旧版网站快2-5倍, 更优的网页性能带动了RDDT在谷歌搜索排名的提升, 从而扩大了流量入口, 并使RDDT能够更有效地将使用的用户转化为登录用户, 协同平台在AI/ML方面的应用, 包括改进推荐算法、站内发现以及语言翻译功能, 推动平台日活快速提升。当前公司正通过多种模式拓宽自身流量增长路径:

1) **改善核心产品:** 公司正专注于让引导过程更加直观和搜索导向、降低登录和发帖的门槛、并使用AI帮助用户找到感兴趣的社区(实时个性化推荐以及智能社区发现机制), 平台也正在快速推进真人验证功能, 以维护内容真实性;

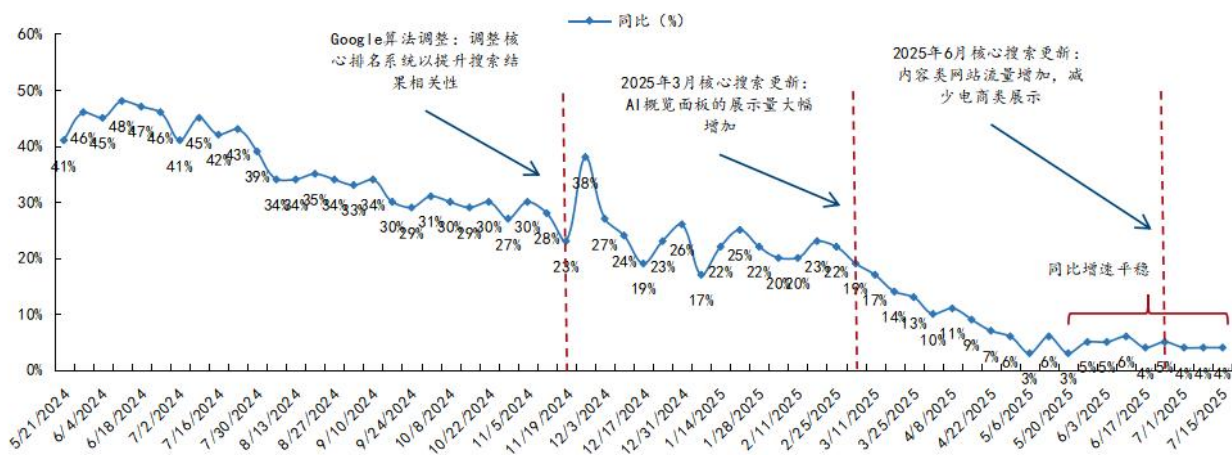
2) **打造Reddit为首选搜索引擎:** 每周有超亿人在Reddit搜索答案, 公司正将搜索意图转化为平台原生搜索的活跃用户。当前核心搜索产品每周用户已达7000万, Reddit Answers功能的用户数也从2025Q1的100万增长到600万。公司正在将Reddit Answers推广至全球, 将其更深入地整合进核心搜索;

3) **国际扩张:** 平台现在已支持23种语言的AI翻译, 让亚洲、欧洲和拉美的用户能够使用Reddit, 翻译与营销带来新用户, 本地化内容 and 应用体验提升相关性,

而规模化的版主招募则打造更强的生态系统，以实现平台增长的自我维系。

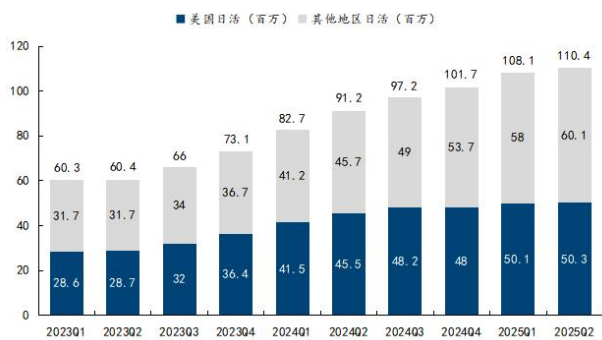
随着平台策略推进，公司日活数量保持高速增长。截至 2025Q2，公司平台拥有 1.1 亿日活用户，同比增长 21.05%，其中美国地区拥有 0.5 亿日活，世界其他地区拥有 0.6 亿日活。

图15: Reddit 美国网页流量受 Google 算法变动影响较大



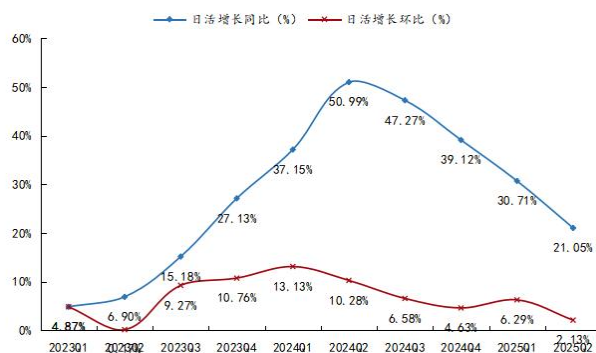
资料来源: SimilarWeb, 国信证券经济研究所整理

图16: 平台日活用户快速增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 平台日活同比、环比增速

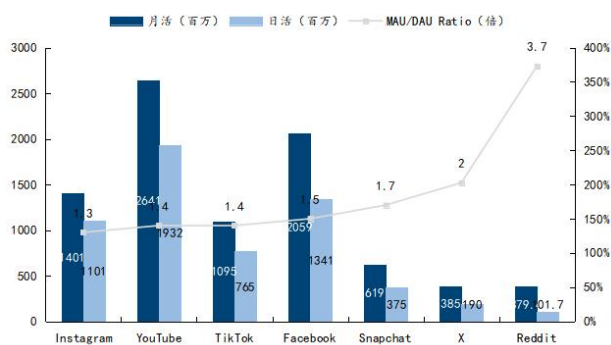


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**用户生态处于早期阶段，潜在增长空间可观。**据 Jefferies 数据，当前平台用户采用情况仍处于早期阶段，即便在其核心的美国市场，平台日活用户仅占美国网民的约 15%，若仅计算登录用户则下降至约 7%。平台在其重点关注的国际市场仅占网民的约 6%，若仅计算登录用户，则约为 3%。由于平台内容主要为英语（超 90% 的帖子为英文），导致在国际用户中的渗透度有限。据 Sensor Tower 数据，平台国际用户与美国用户规模之比为 1.1 倍，显著低于同行均值的 7.3 倍。同时，较 Instagram、YouTube、TikTok 和 Facebook 等主流社交平台，当前公司月活人数仍远高于日活。2024 年 Reddit 的 MAU 约为 3.79 亿，而 DAU 仅约 1.02 亿，其 MAU/DAU 比值达到 3.7 倍，高于主流社交平台均值的 1.6 倍，具有较大的潜在增

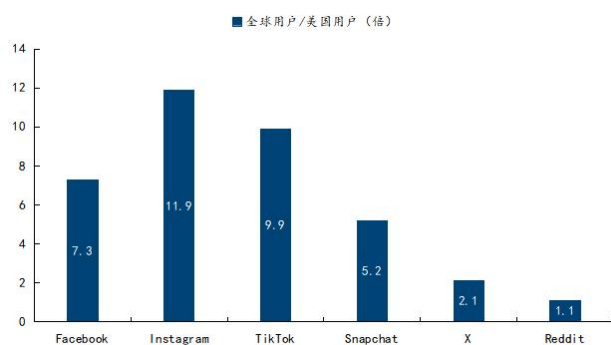
长空间。假设公司 MAU/DAU 比值未来达 2 倍，则公司日活人数有望达 1.9 亿，较当前仍有超 70% 的增长空间。平台正通过 AI 翻译持续扩张国际用户生态，随着内容推荐优化、社区氛围建设、产品功能升级等措施提升用户触达，公司未来日活有望保持高速增长。

图18：平台日活用户仍有较大提升空间



资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

图19：平台国际用户生态显著低于同行

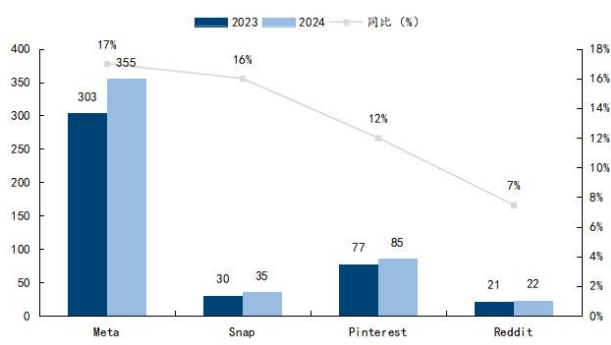


资料来源：Sensor Tower，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 商业化：优化投放 + 完备归因工具 + AI 创新协同，广告变现进程加速

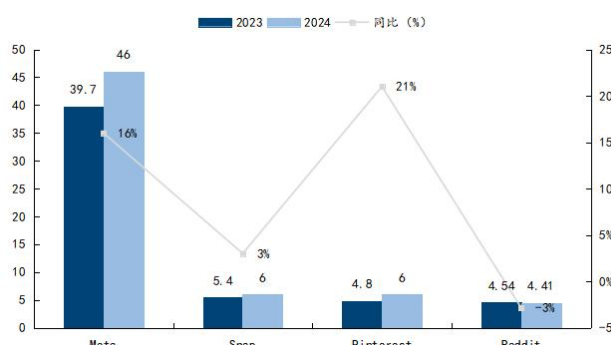
商业化处于起步阶段，ARPU 远低于同行。平台自 2006 年就开始售卖广告，但直到 2018 年公司才开始在自建广告技术方面进行实质投入，因此平台的 ARPU 水平仍处于早期阶段。据公司财报数据，2024 年公司单用户平均收入达 12.78 美元，其中美国单用户收入达 22.15 美元，国际单用户收入达 4.41 美元，显著低于其他社交平台。同时，公司在其核心广告可服务市场（TAM）中仅占很小份额。据 Jefferies 数据，平台在美国的核心广告 TAM 目前约为 5200 亿美元，其市场份额仅为 0.16%。在全球范围广告 TAM 约为 1 万亿美元，对应的市场份额仅 0.11%。

图20：各平台美国单用户收入情况



资料来源：公司财报，美国银行，国信证券经济研究所整理

图21：各平台全球单用户收入情况



资料来源：公司财报，美国银行，国信证券经济研究所整理

优化广告投放效果，推动商业化进程。动态产品广告（DPA）是 Reddit 的旗舰级

目录驱动型广告解决方案，旨在通过在用户讨论购买决策的对话场景中动态推广产品来推动消费。广告主上传产品目录并选择销售目标后，即可激活广告系列，广告会根据最新的产品价格、图片和描述实时生成与更新，无需自行对素材进行更新。平台机器学习通过潜在客户（基于用户的购物信号自动投放最相关的产品）、重定向（针对访问过广告主网站的用户投放他们曾经浏览但尚未购买的产品）两个定位选项动态地选择投放用户。广告形式既可突出单一产品，也可通过轮播形式展示多个产品。当前 DPA 已从测试阶段全面上线，在多个行业展现出优秀表现。广告主已将 DPA 整合进完整营销漏斗中，并作为常规策略手段，其平均广告投入回报是标准转化广告的两倍。

图22: DPA 解决方案

**Reddit** 占据了超一半的线上购物相关讨论，是用户讨论购买产品的首要平台。

**Lenovo** 联想使用Reddit动态产品广告（Dynamic Product Ads），实现了购买转化率提升7%。

**vistaprint** VistaPrint通过Reddit动态产品广告（Dynamic Product Ads）实现了4倍广告支出回报率（ROAS）。

**ULTA BEAUTY** 美妆零售商Ulta通过Reddit动态产品广告（Dynamic Product Ads）带动了购物行为，购买量有所提升。

**chubbies** Reddit动态产品广告（Dynamic Product Ads）推动了Chubbies的购买转化。

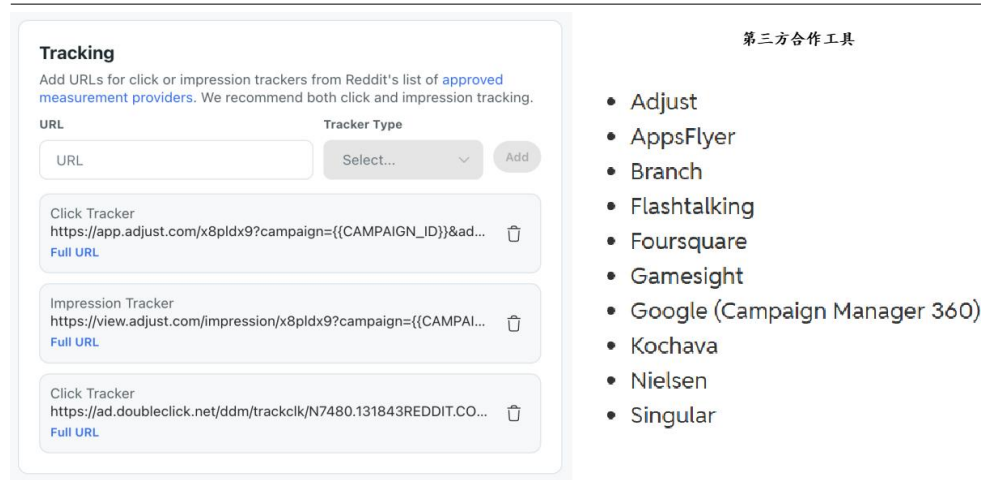
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**归因工具精确追踪转化结果，提高投放效率。**公司布局 Pixel + CAPI + 第三方工具集成的完备归因工具体系，以帮助广告主提升广告转化效果和回报：

- 1) **Reddit Pixel**：一段 JavaScript 代码，广告主嵌入自己的网站用以跟踪访客在看到或点击在 Reddit 上的广告后所采取的操作，从而增强归因匹配，通常与 CAPI 结合使用；
- 2) **Conversions API**：服务器直连数据连接工具（不依赖 Cookie），将转化事件数据传递给 Reddit Ads，更能抵御信号丢失，并通过改进衡量、定向和优化来提升广告活动效果；
- 3) **第三方工具集成**：平台允许添加经审核的第三方合作伙伴共享曝光与点击数据，并用于验证投放交付，例如 Adjust、AppsFlyer、Google 等。

公司当前归因转化工具使用情况正在提升，2025Q2 归因转化收入同比增长了三倍。

图23: 平台支持第三方归因工具



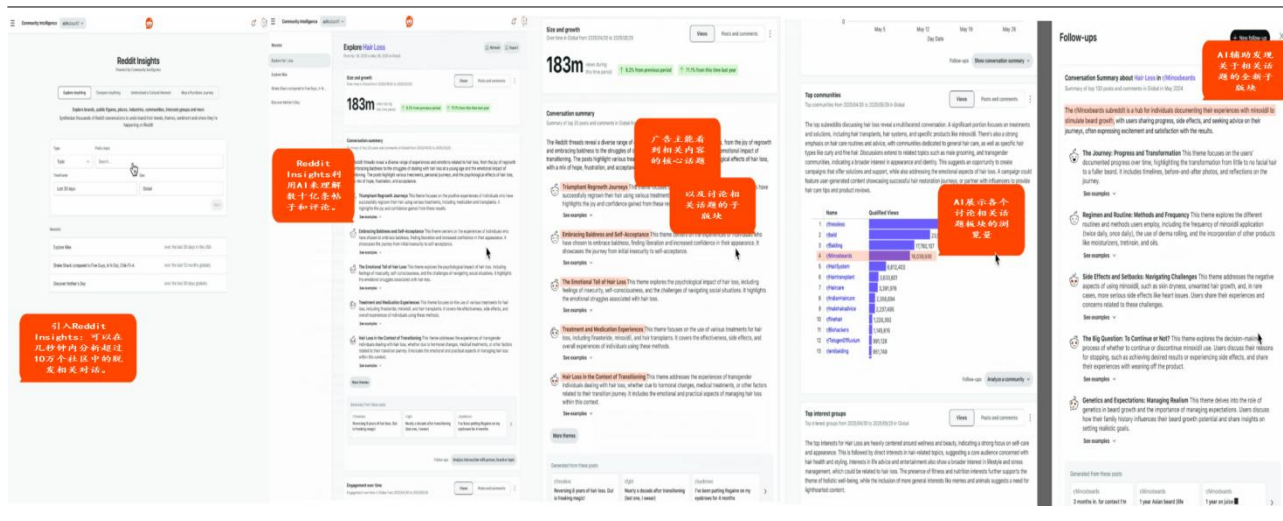
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**打造专属广告解决方案与形式，打开收入增长空间。**当地时间6月，Reddit在戛纳狮子国际创意节推出两项AI驱动的新功能，包括广告分析工具Reddit Insights以及广告动态整合工具：

- 1) **Reddit Insights**: AI驱动的分析工具，能够实时监测平台上的热门话题和用户讨论趋势，使广告商可以掌握最新动态并据此规划营销策略；
- 2) **Conversation Summary Add-ons**: AI驱动的对话摘要功能，可以自动筛选出用户对品牌的正面评价和推荐内容，并将这些真实反馈直接展示在广告旁边，从而增强广告的可信度和用户的参与度。

在早期测试中，阳狮集团（Publicis）在使用Reddit Insights的过程中实现广告活动规划、竞争情报、产品开发、品牌健康监测等功能，帮助公司在平台上实现更有影响力的互动。Conversation Summary Add-Ons相比标准图片广告的点击率（CTR）提高了19%，同时增强了广告相关性，促进了品牌与社区之间更深层次的连接。公司还强化了Reddit Pro，为企业提供整套工具获取与自身业务相关的社区、讨论。通过AI工具，企业能更容易地生成资料并将社区讨论交叉发布到Reddit Pro上。

图24: Reddit Insights 应用展示



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## ◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

**广告业务：**公司在将承诺的商品或服务的控制权转移给客户后确认广告收入，主要包括以下类别：1）用户点击基于每次点击费用（CPC）合同的广告；2）用户浏览基于每千次展示费用（CPM）合同的广告；3）用户观看基于每次观看费用（CPV）合同的视频广告；4）固定费用合同下，依据广告投放在服务期间的交付情况。当前公司通过多种类型广告优化投放效果，并形成 Pixel + CAPI + 第三方工具集成的完备归因工具体系进行追踪，推动广告收入高速增长。我们预计 2025/2026/2027 年公司广告业务收入增速分别为 68.1%/40.4%/26.2%，占公司总收入比重分别为 93.4%/94.7%/95.4%。

**其他收入：**包括内容授权收入、订阅收入以及用户经济产品，主要收入来自固定费用或基于使用量收入的内容授权费用。公司平台拥有真实的用户活动数据，社区讨论以长文本、深度交流为主，为训练和微调大模型的优质数据集。随着当前模型训练的推进，对于优质数据的需求快速提升，将公司数据授权收入持续增长。我们预计 2025/2026/2027 年公司其他收入增速分别为 23.2%/10.2%/9.3%，占公司总收入比重分别为 6.6%/5.3%/4.6%。

表2：公司营业收入预测（单位：百万美元）

|        | 2022  | 2023  | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入   | 667   | 804   | 1,300  | 2,135 | 2,955 | 3,702 |
| yoy    |       | 20.6% | 61.7%  | 64.2% | 38.4% | 25.3% |
| 毛利率    | 84.3% | 86.2% | 90.5%  | 91.0% | 91.1% | 91.1% |
| 广告收入   | 653   | 789   | 1,185  | 1,993 | 2,799 | 3,531 |
| yoy    |       | 20.9% | 50.3%  | 68.1% | 40.4% | 26.2% |
| 收入占比   | 98%   | 98%   | 91%    | 93%   | 95%   | 95%   |
| 其他业务收入 | 14    | 15    | 115    | 141   | 156   | 170   |
| yoy    |       | 7.9%  | 652.5% | 23.2% | 10.2% | 9.3%  |
| 收入占比   | 2%    | 2%    | 9%     | 7%    | 5%    | 5%    |

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

**期间费用率：**公司主营社区型社交平台运营，通过独特的内容生态和广告体系实现商业化。依托其核心平台 Reddit，公司帮助品牌与用户建立真实、可信、深度的互动关系。随着新广告产品与数据授权业务的推广，预计销售与市场投入将有所增加，从而推升费用。在客户对创新广告形式需求增长的刺激下，公司将保持研发投入，以增强平台算法能力和广告定向技术，从而应对激烈的市场竞争。随着公司业务成熟，IPO 后股权激励的集中确认完成，公司公司管理费用率有望持续下降。

**销售费用率：**公司销售和营销费用主要包括与员工相关的成本，如从事销售、销售支持、业务和品牌发展、市场营销及客户服务职能员工的薪资、福利和基于股票的薪酬，还包括为广告、市场调研、品牌建设、专业服务、市场推广和促销支出所发生的成本，以及分摊的设施和其他支持性间接成本。随着公司新产品逐步推出以及在全球多个重点市场持续推广，公司营销投入将持续提升，预计 2025/2026/2027 年销售费用率分别为 20.7%/18.4%/17.5%。

**管理费用率：**公司管理费用主要包括与员工相关的成本，如部分高管及从事财务、法律、人力资源、信息技术、传播及其他行政团队员工的薪资、福利和基于股票的薪酬，还包括专业服务所产生的支出，以及分摊的设施费用和其他支持性间接成本。随着公司业务逐渐成熟，IPO 后归因于基于股票的薪酬费用及相关税费逐步确认，公司管理费用将得到有效控制，预计 2025/2026/2027 年管理费用率分别为 14%/12.2%/11.5%。

**研发费用率：**公司研发费用主要包括与员工相关的成本，例如从事新产品和现有产品的研究、设计和开发工作的工程师及其他员工的薪资、福利和基于股票的薪酬还包括与内部研发活动相关的专业服务费用和托管成本，以及分摊的设施费用和其他支持性间接成本。公司当前处于 AI 产品推广阶段，将保持研发投入以提升自身竞争力，预计 2025/2026/2027 年研发费用率分别为 39.2%/32.7%/31.2%。

表3：公司期间费用预测（单位：百万美元）

|            | 2022  | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售及分销费用    | 225   | 230   | 351    | 442    | 544   | 647   |
| yoy        | 63.3% | 2.3%  | 52.3%  | 25.9%  | 23.2% | 18.9% |
| 销售及分销费用/营收 | 33.8% | 28.6% | 27.0%  | 20.7%  | 18.4% | 17.5% |
| 行政费用       | 143   | 163   | 450    | 299    | 361   | 424   |
| yoy        | -0.9% | 14.3% | 175.4% | -33.6% | 20.8% | 17.4% |
| 行政费用/营收    | 21.4% | 20.3% | 34.6%  | 14.0%  | 12.2% | 11.5% |
| 研发费用       | 365   | 438   | 935    | 836    | 966   | 1,153 |
| yoy        | 42.1% | 20.0% | 113.3% | -10.6% | 15.6% | 19.4% |
| 研发费用/营收    | 54.8% | 54.5% | 71.9%  | 39.2%  | 32.7% | 31.2% |

资料来源：公司财报，彭博，国信证券经济研究所整理和预测

## ◆ 估值与投资建议

**相对估值：**我们采用 P/S 相对估值方法，主要基于以下考量：1) 公司当前仍处于盈利能力爬坡期，受 IPO 触发的股权激励费用等一次性因素影响，净利润波动较大，暂不足以体现公司的真实经营能力；2) 公司作为社区型社交平台，商业模式依托广告收入和数据授权业务。收入端具备较强的可比性和可预见性，P/S 能更好反映平台在用户规模和变现效率上的成长潜力。公司为全球领先的社区型社交平台，主要通过 App 与 PC 端向用户提供信息与交流服务。依托平台内容生态与兴趣社区，公司通过广告投放、数据授权以及订阅服务等多元业务实现商业化。考

考虑到业务相似性，我们选取 Roblox、Snowflake 以及 Figma 作为可比公司。

**Roblox:** 面向全球的免费沉浸式连接与交流平台，用户可在移动端与 PC/主机上创建与体验 3D 内容，收入主要来自广告、订阅、付费道具等。与 Reddit 同为大规模 UGC 社区，提供用户创作内容分发与互动平台，并配套相关工具。

**Snowflake:** 云原生的数据云与数据共享平台，向企业提供统一的存储、计算与协作能力以支撑数据仓库、实时数据、AI/ML 与应用开发等场景，收入主要来自计算、存储与数据传输等负载的用量计费，与 Reddit 同样面向大型科技/互联网、AI 与数据团队提供数据产品。

**Figma:** 云端协作设计平台，提供跨团队实时协作与开发衔接，收入主要来自按席位与功能层级收取订阅费用，并提供模板/插件/文件分享社区，与 Reddit 增长都依赖用户生态与社区网络效应，AI 功能同样被用于提升内容/创作与分发效率。

根据彭博一致预期，2026 年可比公司平均 PS 为 16.99 倍，公司业务与 Roblox 相似度较高，因此我们给予公司 2026 年低于行业均值的 15-16 倍 PS，对应估值区间为 443.25-472.8 亿美元市值。

表4: 可比公司估值比较（截至 2025 年 8 月 22 日）

| 公司代码    | 公司名称      | 收盘价<br>(美元) | 总市值<br>(亿美元) | 2024A | EPS<br>2025E | 2026E | 2024A | PS<br>2025E | 2026E |
|---------|-----------|-------------|--------------|-------|--------------|-------|-------|-------------|-------|
| FIG US  | Figma     | 72.76       | 354.68       | 0.34  | 0.22         | 0.35  |       | 34.40       | 26.50 |
| RBLX US | Roblox    | 114.85      | 796.19       | -1.44 | -1.64        | -1.32 | 10.40 | 16.23       | 12.84 |
| SNOW US | Snowflake | 194.68      | 649.65       | -7.49 | 1.11         | 1.57  | 16.65 | 14.35       | 11.64 |
| 均值      |           |             |              | -2.87 | -0.10        | 0.20  | 13.53 | 21.66       | 16.99 |
| RDDT US | Reddit    | 218.65      | 409.22       | -3.33 | 2.95         | 3.92  | 18.29 | 19.17       | 13.85 |

资料来源：彭博，国信证券经济研究所预测（可比公司 Roblox、Snowflake、Figma 预测均来自彭博一致预期）

**投资建议：全球领先的社区平台，AI 推动商业化进程，首次覆盖，给予“优于大市”评级。**1) 平台生态：当前公司正通过改善核心产品、打造 Reddit 为首选搜索引擎、国际扩张等多种模式拓宽自身流量增长路径，随着平台策略推进，公司日活数量保持高速增长。截至 2025Q2，公司平台拥有 1.1 亿日活用户，同比增长 21.05%，其中美国地区拥有 0.5 亿日活，世界其他地区拥有 0.6 亿日活。当前平台用户采用情况仍处于早期阶段，MAU/DAU 比值达到 3.7 倍，高于主流社交平台均值的 1.6 倍，具有较大的潜在增长空间。随着内容推荐优化、社区氛围建设、产品功能升级等措施提升用户触达，公司日活有望持续高速增长；2) 商业化：平台的 ARPU 水平仍处于早期阶段，据 Jefferies 数据，平台在美国的核心广告 TAM 目前约为 5200 亿美元，其市场份额仅为 0.16%。公司在全球范围广告 TAM 约为 1 万亿美元，对应的市场份额仅 0.11%。公司通过优化投放 + 完备归因工具 + AI 创新协同形成了广告变现闭环，ARPU 有望高速增长。考虑到公司为全球领先的社区平台，已打造完备的商业化路径，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 21.35/29.55/37.02 亿美元，增速分别为 64.17%/38.41%/25.28%，实现归母净利润分别为 3.62/8/11.25 亿美元，对应当前 PS 为 19.17/13.85/11.05 倍，给予 2026 年 15-16 倍 PS，对应估值区间为 443.25-472.8 亿美元市值，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

**估值的风险：**我们选取了与公司业务相近企业的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PS 做为相对估值的参考，同时考虑公司与 Roblox 相似度较高，最终给予公司 2026 年 15-16 倍 PS 估值，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

**盈利预测的风险：**1) 我们假设公司未来 3 年收入增长 64.17%/38.41%/25.28%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。2) 我们预计公司未来 3 年实现归母净利润分别为 3.62/8/11.25 亿美元，可能存在对公司费用估计偏低、利润高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

**AI 落地不及预期的风险：**公司 AI 产品已经实现商业化，随着 AI 产业快速发展，AI 产品需要迅速迭代以满足市场需求，若公司新一代 AI 产品研发不及预期，将影响公司未来产品的市场份额；同时，目前市场已有同类产品上市或在研竞品，未来商业化预计会面临激烈竞争，出现商业价值低或不及预期的风险，如果不能如期获得市场认可，将会对公司经营发展产生不利影响。

**技术被赶超或替代的风险：**公司所处行业属于技术密集型行业，涉及大规模分布式系统、内容理解与推荐、广告投放与衡量、跨端产品研发以及数据授权与隐私合规治理等，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

**宏观经济及行业波动风险：**如果未来宏观经济发生剧烈波动，导致广告投放需求下滑，将对公司的业务发展和经营业绩造成不利影响。

# 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023        | 2024        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)          | 2023        | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 401         | 562         | 753          | 732          | 940          | 营业收入              | 804         | 1300         | 2135         | 2955         | 3702         |
| 应收款项             | 267         | 383         | 528          | 823          | 1094         | 营业成本              | 111         | 124          | 192          | 263          | 328          |
| 存货净额             | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 营业税金及附加           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 812         | 1279        | 2099         | 2906         | 3640         | 销售费用              | 230         | 351          | 442          | 544          | 647          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1480</b> | <b>2223</b> | <b>3380</b>  | <b>4461</b>  | <b>5674</b>  | 管理费用              | 611         | 1395         | 1144         | 1336         | 1587         |
| 固定资产             | 15          | 13          | 19           | 25           | 30           | 财务费用              | (144)       | (562)        | (3)          | (4)          | (4)          |
| 无形资产及其他          | 82          | 91          | 82           | 73           | 64           | 投资收益              | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 19          | 10          | 10           | 10           | 10           | 资产减值及公允价值变动       | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0            | 50           | 100          | 其他收入              | (83)        | (479)        | 11           | 11           | 11           |
| <b>资产总计</b>      | <b>1596</b> | <b>2337</b> | <b>3490</b>  | <b>4618</b>  | <b>5877</b>  | 营业利润              | (87)        | (485)        | 371          | 826          | 1155         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 47          | 45          | 74           | 106          | 128          | <b>利润总额</b>       | <b>(87)</b> | <b>(485)</b> | <b>371</b>   | <b>826</b>   | <b>1155</b>  |
| 其他流动负债           | 87          | 131         | 884          | 1173         | 1275         | 所得税费用             | 4           | (1)          | 9            | 26           | 30           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>134</b>  | <b>176</b>  | <b>958</b>   | <b>1279</b>  | <b>1404</b>  | 少数股东损益            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(91)</b> | <b>(484)</b> | <b>362</b>   | <b>800</b>   | <b>1125</b>  |
| 其他长期负债           | 22          | 30          | 40           | 47           | 55           | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>22</b>   | <b>30</b>   | <b>40</b>    | <b>47</b>    | <b>55</b>    | 净利润               | (91)        | (484)        | 362          | 800          | 1125         |
| <b>负债合计</b>      | <b>156</b>  | <b>206</b>  | <b>997</b>   | <b>1325</b>  | <b>1459</b>  | 资产减值准备            | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            | 折旧摊销              | 14          | 16           | 11           | 11           | 11           |
| 股东权益             | 1441        | 2131        | 2493         | 3293         | 4418         | 公允价值变动损失          | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1596</b> | <b>2337</b> | <b>3490</b>  | <b>4618</b>  | <b>5877</b>  | 财务费用              | (144)       | (562)        | (3)          | (4)          | (4)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b> | <b>2024</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | (1)         | (523)        | (175)        | (774)        | (872)        |
| 每股收益             | (0.49)      | (2.59)      | 1.93         | 4.27         | 6.01         | 其它                | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 每股红利             | 0.00        | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(79)</b> | <b>(992)</b> | <b>198</b>   | <b>37</b>    | <b>265</b>   |
| 每股净资产            | 7.70        | 11.38       | 13.32        | 17.59        | 23.61        | 资本开支              | 0           | (4)          | (7)          | (8)          | (7)          |
| ROIC             | -10%        | -31%        | 16%          | 29%          | 31%          | 其它投资现金流           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | -6%         | -23%        | 15%          | 24%          | 25%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>0</b>    | <b>(4)</b>   | <b>(7)</b>   | <b>(58)</b>  | <b>(57)</b>  |
| 毛利率              | 86%         | 90%         | 91%          | 91%          | 91%          | 权益性融资             | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | -18%        | -44%        | 17%          | 27%          | 31%          | 负债净变化             | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | -17%        | -43%        | 17%          | 28%          | 31%          | 支付股利、利息           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 21%         | 62%         | 64%          | 38%          | 25%          | 其它融资现金流           | 44          | 1157         | 0            | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | —           | —           | -175%        | 121%         | 41%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>44</b>   | <b>1157</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 资产负债率            | 10%         | 9%          | 29%          | 29%          | 25%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(35)</b> | <b>161</b>   | <b>191</b>   | <b>(21)</b>  | <b>208</b>   |
| 息率               | 0.0%        | 0.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 货币资金的期初余额         | 436         | 401          | 562          | 753          | 732          |
| P/E              | (450.0)     | (84.4)      | 112.9        | 51.1         | 36.3         | 货币资金的期末余额         | 401         | 562          | 753          | 732          | 940          |
| P/B              | 28.4        | 19.2        | 16.4         | 12.4         | 9.3          | 企业自由现金流           | 0           | (1079)       | 177          | 15           | 243          |
| EV/EBITDA        | (306)       | (74)        | 114          | 51           | 37           | 权益自由现金流           | 0           | 639          | 180          | 19           | 247          |

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

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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