

## 传媒行业

## 荔枝：国内最大 UGC 音频社区，产品+用户具备优势

分析师： 旷实

分析师： 徐呈隽



SAC 执证号: S0260517030002



SAC 执证号: S0260519110002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



010-59136612



kuangshi@gf.com.cn



xuchengjun@gf.com.cn

请注意，徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 核心观点：

- 2019年10月，荔枝向美国证券交易委员会提交了IPO申请，核心要点如下：（如果未特别注明，本报告中货币单位为人民币）
- 荔枝的音频产品以UGC为核心，区别于喜马拉雅和蜻蜓FM的以PGC为主。1)从平台的盈利模式来看，UGC产品一般偏重情感交互，因此采用听众打赏作为主要盈利模式。根据荔枝的招股说明书，公司2018年营收的98%来自听众购买虚拟礼物。PGC产品大多具备系统性且质量较高，因此采用知识付费作为主要盈利模式。2)荔枝的头部产品以情感类和音乐类为主，因此用户画像偏向女性、年轻人，而喜马拉雅和蜻蜓FM的头部产品以有声书、相声评书为主，用户画像偏向男性。根据荔枝招股说明书和艾瑞咨询，荔枝2018年的用户结构中，女性用户占56%、20-30岁用户占58%。
- 5G打开在线音频全应用场景。音频产品的主要特征在于陪伴属性，并且相对于音乐产品来说单个产品的时间较长，痛点在于满足用户在不同场景、不同设备间无缝衔接的收听需求，导致在线音频行业相较在线音乐和网络K歌的用户体量较小，根据Quest Mobile，2019年6月网络音频领域的MAU为1.1亿人，总使用时长为6.6亿小时。5G的高速率和低时延为在线音频应用场景的拓展提供了技术环境，公司已开始布局IoT场景。
- 技术驱动产品，具备规模优势。以UGC内容数量口径，截至2019年9月荔枝是中国最大的UGC音频社区，根据招股说明书，目前有超过1.6亿个音频节目、用户总播放时长超过34亿小时；以MAU口径，2019年前三季度荔枝是中国最大的互动音频娱乐平台，2019年Q3的移动MAU为4661万、移动音频娱乐MAU为596万、付费率为6.4%。荔枝通过激励机制和主播培养体系储蓄主播资源，2019年Q3公司的月均活跃主播数量为570.6万人，占移动MAU的比例约为12%，对应的主播分成比例约为70%。技术驱动产品。由于UGC平台的内容生产者大多并非专业制作团队，因此需要平台提供底层音频制作技术来降低产品制作门槛、并提升音频质量。荔枝不断提升研发投入，2017/2018/2019Q1-Q3的研发费率分别为9.5%/10.4%/13.0%，在音频模块、语音识别和大数据分析等方面具备先进技术。
- 根据荔枝的招股说明书，2017/2018/2019Q1-Q3，公司的营业收入分别为4.54/7.99/8.15亿元，营收增速较快主要是因为公司音频娱乐业务的MAU和付费率提升；公司的净利润分别为-1.54/-0.09/-1.04亿元，由于主播分成成本、营销费用和研发费用较高，荔枝尚未能实现盈利。
- 风险提示：内容监管风险，亏损扩大风险，市场竞争风险，5G商用、智能家居的推广进度不及预期。

## 相关研究：

传媒行业:中美贸易战缓和提升市场风险偏好；北京市政府13条举措促游戏产业发展	2019-12-15
传媒行业:心动公司：多维度打造产品矩阵，“研发+发行+TapTap”协同成长	2019-12-11
传媒行业:监管回暖下视频内容渠道有望双回暖；5G应用主线行情扩散值得关注	2019-12-08

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	11.34	2019/10/25	买入	10.62	0.43	0.30	26.37	37.80	30.2	46.5	12.6	8.0
横店影视	603103.SH	人民币	17.55	2019/10/30	买入	20.9	0.51	0.66	34.41	26.59	20.3	15.0	11.2	13.4
芒果超媒	300413.SZ	人民币	32.33	2019/10/29	买入	32.64	0.69	0.85	46.61	37.83	9.4	7.3	15.0	15.6
视觉中国	000681.SZ	人民币	15.50	2019/10/29	买入	24	0.44	0.60	35.49	25.92	31.6	22.1	9.8	11.6
平治信息	300571.SZ	人民币	49.41	2019/10/31	买入	65.27	2.61	3.10	18.93	15.94	11.6	9.5	37.6	30.8
万达电影	002739.SZ	人民币	16.65	2019/10/31	买入	19.86	0.58	0.97	28.71	17.16	10.9	8.6	6.7	10.0
新媒股份	300770.SZ	人民币	118.13	2019/11/20	买入	140.17	2.82	4.00	41.89	29.50	28.4	20.7	16.2	18.7
蓝色光标	300058.SZ	人民币	5.31	2019/10/22	买入	6.5	0.30	0.26	17.70	20.42	11.4	10.3	9.5	7.6
完美世界	002624.SZ	人民币	37.60	2019/10/28	买入	32.60	1.63	1.89	23.07	19.89	18.6	14.9	21.3	18.8
吉比特	603444.SH	人民币	299.70	2019/10/23	买入	320.23	12.81	14.97	23.40	20.01	15.3	12.5	26.5	25.7
三七互娱	002555.SZ	人民币	23.75	2019/10/31	买入	19.96	1.00	1.11	23.80	21.36	19.2	16.4	26.8	23.7
美吉姆	002621.SZ	人民币	11.36	2019/10/24	买入	13	0.25	0.27	45.98	42.79	26.8	23.4	10.8	10.4
视源股份	002841.SZ	人民币	85.12	2019/10/27	买入	98.4	2.46	2.86	34.56	29.73	26.9	22.8	31.2	26.6
鸿合科技	002955.SZ	人民币	56.37	2019/8/16	买入	74	2.92	3.52	19.32	16.03	11.7	9.2	13.0	13.6
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.80	2019/10/31	买入	6.6	0.13	0.22	43.46	26.74	29.2	19.3	12.1	16.4
新经典	603096.SH	人民币	56.97	2019/10/29	买入	64.26	1.96	2.26	29.13	25.26	24.2	20.3	13.8	14.4
中南传媒	601098.SH	人民币	11.85	2019/10/30	增持	14.03	0.74	0.79	15.98	15.03	5.3	4.4	9.4	9.7
中信出版	300788.SZ	人民币	49.25	2019/11/10	买入	56.99	1.31	1.58	37.47	31.11	30.2	24.6	14.5	15.3
中国科传	601858.SH	人民币	11.03	2019/10/29	买入	14.92	0.62	0.69	17.92	15.98	11.9	9.3	12.6	12.8
凤凰传媒	601928.SH	人民币	9.88	2019/11/5	买入	9.88	0.59	0.66	16.76	15.05	5.2	4.1	10.8	11.4
中国出版	601949.SH	人民币	6.12	2019/10/31	买入	7.77	0.37	0.41	16.70	14.98	9.1	7.7	9.9	10.3
国联股份	603613.SH	人民币	63.96	2019/10/25	增持	79.23	1.07	1.65	60.01	38.75	36.4	23.3	13.4	17.2
掌趣科技	300315.SZ	人民币	6.14	2019/10/28	买入	5.46	0.18	0.39	34.24	15.88	25.6	15.7	13.4	17.2
猫眼娱乐	01896.HK	港元	13.40	2019/8/18	买入	17.38	0.38	0.62	31.28	19.29	19.7	13.2	7.1	10.3
美团点评-W	03690.HK	港元	101.10	2019/11/24	买入	112.38	0.61	1.90	148.63	47.72	84.0	34.8	1.3	9.8
新东方在线	01797.HK	港元	20.55	2019/12/13	买入	22.51	-0.05	-0.03	-	-	-	-	-1.9	-1.2
爱奇艺	IQ.O	美元	20.40	2019/11/10	买入	22.49	-15.86	-11.01	-	-	-	-	-174.2	579.6
网易	NTES.O	美元	304.00	2019/8/9	买入	310	73.31	81.44	29.09	26.19	16.6	14.1	16.8	15.3
趣头条	QTT.O	美元	3.00	2019/9/8	买入	7.45	-7.61	-4.15	-	-	-	-	-175.3	-57.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

(注: 猫眼娱乐、美团点评-W、爱奇艺、网易业绩为 GAAP 口径; 趣头条业绩为 Non-GAAP 口径。鸿合科技 2019/11/22 实施股权激励, 股本变动, 根据最新股本 1.39 亿股计算 EPS)

## 目录索引

一、公司概况：以 UGC 为核心打造的在线音频平台 .....	5
二、在线音频行业：PGC 和 UGC 分化，5G 打开全应用场景 .....	8
（一）内容生产方式、盈利模式和用户画像 .....	8
（二）5G 打开在线音频的全应用场景 .....	10
三、核心竞争力：UGC 规模领先，底层音频技术培育大量主播 .....	14
（一）UGC 打造音频节目、语音直播、互动 3 类产品，主播分成高达 70% .....	14
（二）核心竞争力：最大的 UGC 音频平台，健全的主播培养体系 .....	16
（三）核心竞争力：先进的底层音频技术 .....	17
四、财务情况：营收快速增长，尚未实现盈利 .....	20
五、风险提示 .....	23

## 图表索引

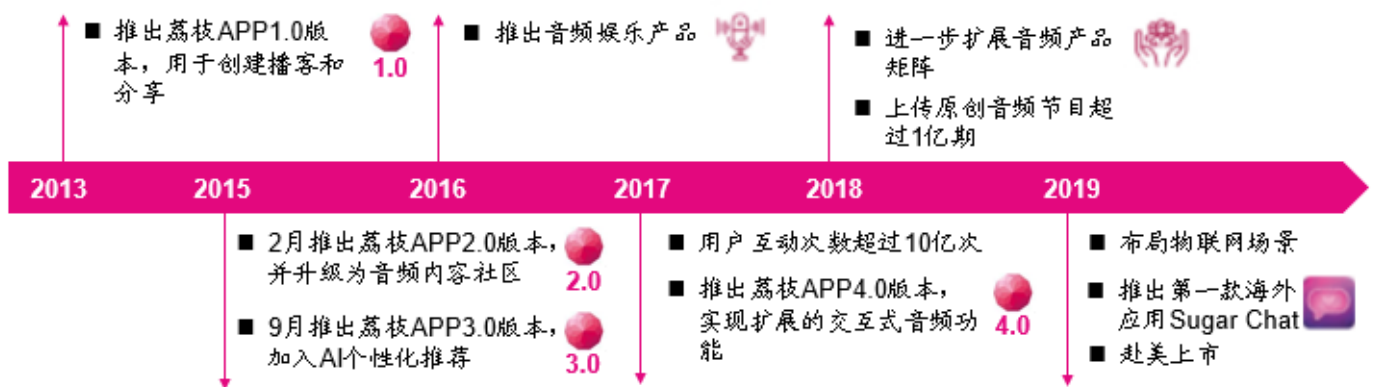
图 1: 荔枝的发展历程 .....	5
图 2: 荔枝 IPO 前的公司结构 .....	6
图 3: 荔枝的商业模式 .....	6
图 4: 2017-2019Q3 荔枝的营收结构 (单位: 亿元) .....	7
图 5: 2019 年有声音频 APP 的独立设备数 (亿台) .....	8
图 6: 2019 年 6 月网络音频 APP 的 MAU (万人) .....	8
图 7: 三大在线音频平台的内容生产模式和营收结构 .....	9
图 8: 三大在线音频平台的头部内容结构和用户结构 .....	10
图 9: 中国和全球的在线音频用户数量 (亿人) .....	10
图 10: 中国和全球在线音频市场规模 (亿美元) .....	10
图 11: 移动音乐细分行业的 MAU (亿人) .....	11
图 12: 移动音乐细分行业的总使用时长 (亿小时) .....	11
图 13: 5G 打开在线音频的全应用场景 .....	12
图 14: 喜马拉雅在线音频硬件端的布局 .....	12
图 15: 蜻蜓 FM 全场景音频内容生态体系的硬件合作伙伴 .....	13
图 16: 荔枝的音频产品图谱 .....	14
图 17: 2017Q3-2019Q3 荔枝的平均移动 MAU (万人) .....	16
图 18: 荔枝的主播培训体系 .....	17
图 19: 2017Q3-2019Q3 荔枝的月均活跃主播数量 (万人) .....	17
图 20: 荔枝的底层音频技术概况 .....	18
图 21: 2017-2019Q3 公司的营业收入及增速 .....	20
图 22: 2017-2019Q3 公司的毛利润和毛利率 .....	20
图 23: 2017-2019Q3 荔枝的期间费率 .....	21
图 24: 2017-2019Q3 荔枝的净利润 (亿元) .....	21
图 25: 2017-2019Q3 荔枝的现金流状况 (单位: 亿元) .....	21
图 26: 2017-2019Q3 公司的递延收入 (亿元) .....	22
图 27: 2017-2019Q3 公司的应收账款 (亿元) .....	22
表 1: 荔枝 IPO 前的股本结构 .....	5
表 2: 2017Q3-2019Q3 荔枝的 MAU 和付费率 .....	15
表 3: 2017-2019Q3 荔枝的营业成本拆分 (单位: 亿元) .....	15
表 4: 2017-2019Q3 荔枝主播的分成比例 .....	15
表 5: 荔枝主播的收益核算标准 .....	15

## 一、公司概况：以 UGC 为核心打造的在线音频平台

荔枝FM于2013年上线，是一个以UGC（用户生产内容）为核心内容生产方式的网络电台。2016年荔枝FM上线语音直播模块，其后语音直播业务成为公司的主要盈利来源；随着业务重心的切换，2018年公司以“荔枝”替换“荔枝FM”作为品牌名称，以“用声音，在一起”替换“人人都是主播”作为品牌口号。2019年以来公司继续拓展业务的应用场景边界和地域边界，布局IoT（物联网）场景并推出海外应用Sugar Chat。2019年10月，公司向美国证券交易委员会提交了IPO申请。

根据公司招股说明书引用的艾瑞咨询数据，以2019年前三季度的平均MAU来看，荔枝是中国最大的互动音频娱乐平台和全国第二大在线音频平台，对应的MAU市场份额分别为70.7%和18.4%。

图 1：荔枝的发展历程



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

根据公司最新披露的招股说明书，在本次IPO前，荔枝创始人、董事长兼CEO赖金南先生实质持有公司25.0%的股权，为公司的第一大股东；第二大股东经纬中国持有公司21.9%的股权；第三大股东晨兴资本通过两期基金持有公司21.5%的股权。全体董事和管理层合计持有公司29.9%的股权，其中荔枝联合创始人、董事兼CTO丁宁先生持有公司4.7%的股权。此外，公司的其他股东包括Cyber Dreamer Limited、小米、顺为、兰馨亚洲等。截至目前公司的发行方案尚未确定，微博和小米的关联公司有意向在本次IPO中分别认购不超过1000万美元的ADS。

表 1：荔枝IPO前的股本结构

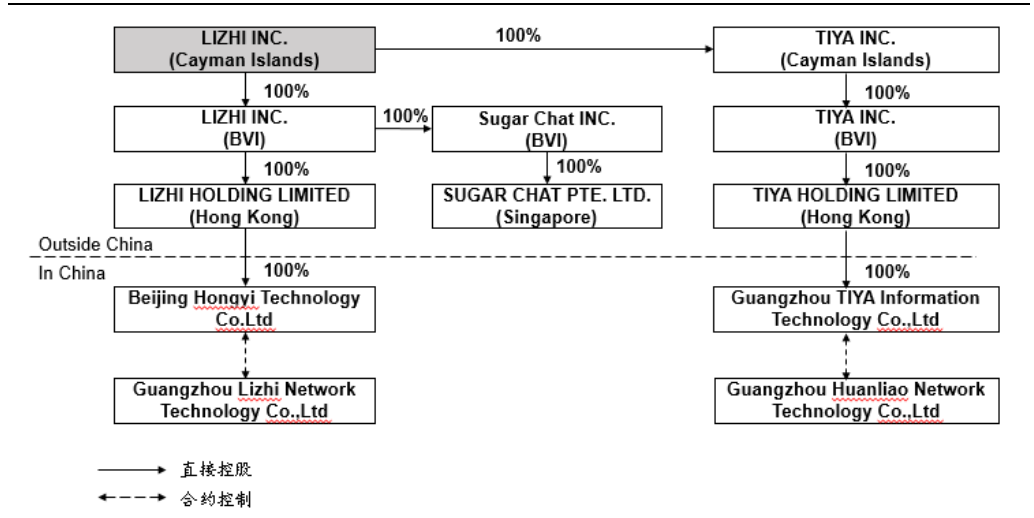
公司股东	实益拥有的普通股数量（股）	持股比例
赖金南	207,480,000	25.0%
丁宁	39,000,000	4.7%
全体董事和管理层	248,705,000	30.0%
Matrix Partners China I Hong Kong Limited	181,249,990	21.9%
Morningside China TMT Fund II, L.P.	112,662,460	13.6%
Morningside China TMT Top Up Fund, L.P.	65,337,530	7.9%
Cyber Dreamer Limited	110,554,809	13.3%
其他股东	110,526,301	13.3%

数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心



公司在大陆境内的业务运营实体广州荔枝负责运营荔枝APP、广州欢聊负责运营一对一私密语音社交APP欢聊，子公司Sugar Chat负责开展海外业务。

图 2: 荔枝IPO前的公司结构



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

荔枝以核心UGC内容连接用户。荔枝平台产出的音频内容具体包括：1) 主播发布的播客、有声书、电台等音频节目；2) 主播和用户交互的音频直播；3) 用户生产的评论、交友、配音比赛等互动音频内容。荔枝平台向主播提供3D录音、降噪、语音美化和合成等先进音频技术，提高平台音频内容的音质和效果；通过机器学习和大数据分析等先进数据技术，平台匹配用户及其感兴趣的音频内容。

荔枝的营收主要来源于以下3个部分：1) 用户在音频直播和其他音频互动活动中购买的虚拟礼物，即音频娱乐收入；2) 用户付费收听特定的音频节目内容，即播客收入；3) 音频直播平台展示广告获取的广告收入。

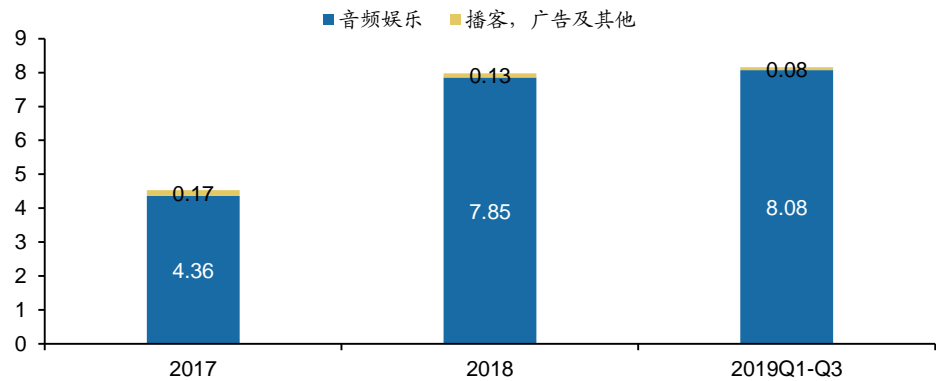
图 3: 荔枝的商业模式



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

音频娱乐收入（即虚拟礼物）贡献公司95%以上的营收。根据荔枝最新披露的招股说明书，音频娱乐收入的营收占比从2017年的96.2%提升至2019年Q1-Q3的99.1%。2019年前三季度，公司的音频娱乐收入为8.08亿元，同比增长47.5%；播客、广告及其他收入为0.08亿元，同比减少30.2%，音频娱乐收入占比提升和其他收入同比下降是因为公司将发展重心放在音频娱乐业务上。

图 4：2017-2019Q3荔枝的营收结构（单位：亿元）



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

公司本次IPO募集的资金将主要用于：

- 1) 开发创新产品；
- 2) 研发人工智能技术；
- 3) 拓展海外业务。

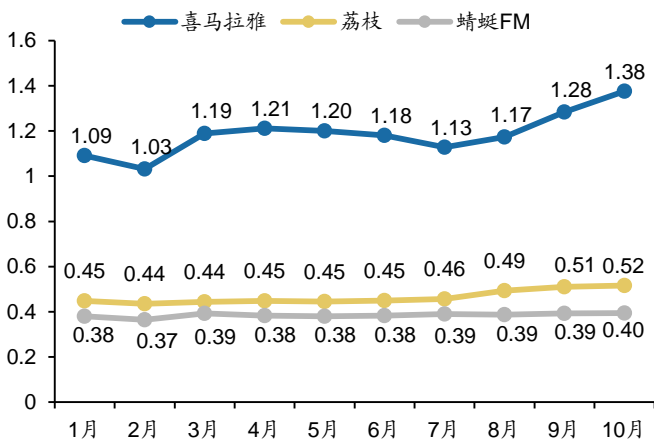
## 二、在线音频行业：PGC 和 UGC 分化，5G 打开全应用场景

我国在线音频行业的发展历程可以拆分为音频载体和商业模式两条主线。其一是音频载体和相关技术的发展不断拓展音频的收听场景，2004年iPod、MP3等便携式数码声讯播放器的普及催生出“播客”，听众可以将下载好的音频节目导入播放器中随时收听；其后移动互联网结合流媒体技术，使得听众可以实现在线收听和实时收听；未来随着5G、智能家居等技术逐渐成熟，音频内容将接入车载智能硬件、智能音箱等全应用场景，进一步凸显音频的陪伴属性。其二是在线音频产品和盈利模式的逐渐成熟，2011年以来蜻蜓FM、喜马拉雅和荔枝FM等在线音频平台相继上线，目前根据内容生产方式已分化为UGC和PGC两种商业模式。

### （一）内容生产方式、盈利模式和用户画像

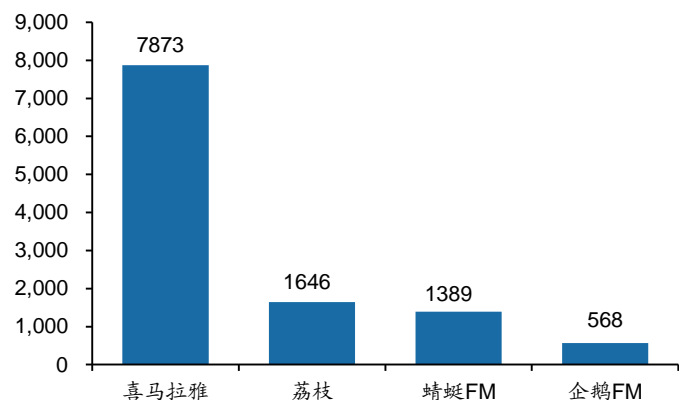
目前，我国在线音频行业呈现出一超两强的竞争格局。根据艾瑞指数的统计数据，2019年10月喜马拉雅APP的独立设备数接近1.4亿台/月，荔枝APP的独立设备数超过5000万台/月，蜻蜓FM APP的独立设备数接近4000万台/月，排在第四位的企鹅FM APP对应的独立设备数仅有315万台/月。根据Quest Mobile的统计数据，2019年6月喜马拉雅的MAU为7873万人，荔枝的MAU为1646万人，蜻蜓FM的MAU为1389万人，企鹅FM的MAU为568万人。

图 5：2019年有声音频APP的独立设备数（亿台）



数据来源：艾瑞指数，广发证券发展研究中心

图 6：2019年6月网络音频APP的MAU（万人）



数据来源：Questmobile，广发证券发展研究中心

从平台的音频产品矩阵来看，喜马拉雅、荔枝、蜻蜓FM都同时提供播客、有声书、网络电台、音频直播等全线音频产品。

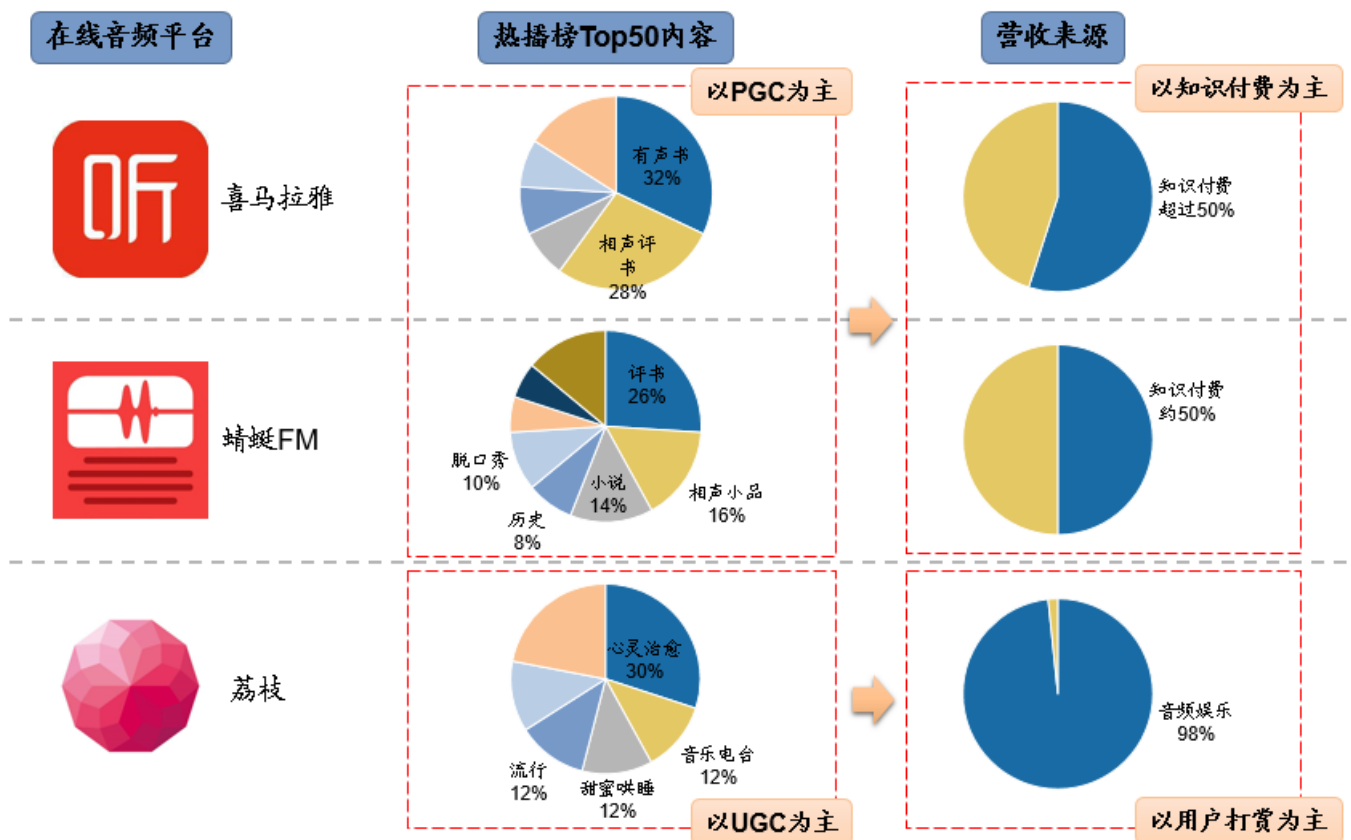
从平台的头部内容来看，喜马拉雅和蜻蜓FM以PGC为主，而荔枝以UGC为主。我们分别统计了三大平台12月4日热播榜Top50的音频产品结构：1）喜马拉雅和蜻蜓FM上有声书、相声评书的占比分别高达60%和56%，由于有声书需要版权、相声评



书的制作门槛较高，因此这些基本为PGC产品；2）而荔枝上有66%属于心灵治愈、音乐电台、甜蜜哄睡、流行这4个细分类别，这些主要是UGC产品。

从平台的盈利模式来看，PGC产品由专业团队制作，因此产品大多具备系统性且质量较高，采用知识付费作为主要盈利模式。根据蜻蜓FM首席运营官肖轶在公开采访中披露的数据，蜻蜓FM2018年月收入的50%是由付费用户贡献的；根据《财新》的公开报道，喜马拉雅2017年营收中超过一半来自知识付费。UGC产品的制作门槛较低，产品特性一般偏重情感交互，因此采用听众打赏作为主要盈利模式。根据荔枝的招股说明书，荔枝2018年营收的98%来自听众购买虚拟礼物。

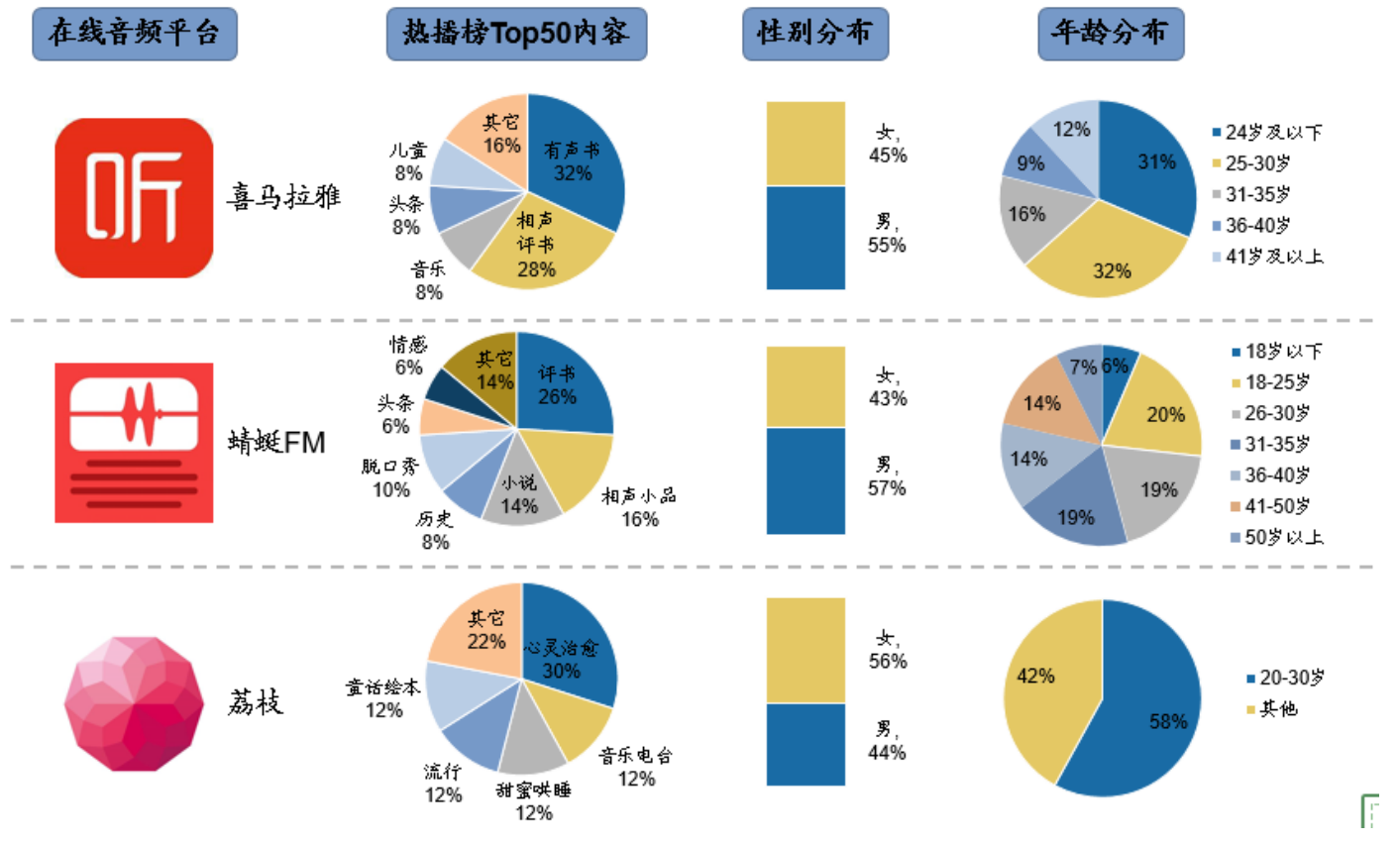
图 7：三大在线音频平台的内容生产模式和营收结构



数据来源：荔枝招股说明书，公开报道，荔枝 APP，喜马拉雅 APP，蜻蜓 FM APP，广发证券发展研究中心

头部内容的不同导致三大平台用户画像的差异，荔枝偏向女性和年轻人。喜马拉雅的头部产品以PGC、有声书为主，因此用户画像偏向男性和年轻人，根据艾媒咨询的统计数据，喜马拉雅2018年的用户结构中，男性用户占55%、30岁以下用户占63%。蜻蜓FM的头部产品以PGC、评书和相声小品为主，因此用户画像偏向男性、中年人，根据艾瑞咨询的统计数据，蜻蜓FM2019年的用户结构中，男性用户占57%、31-50岁用户占47%。荔枝的头部产品以UGC、情感类和音乐类为主，因此用户画像偏向女性、年轻人，根据荔枝招股说明书和艾瑞咨询的披露数据，荔枝2018年的用户结构中，女性用户占56%、20-30岁用户占58%。

图 8：三大在线音频平台的头部内容结构和用户结构



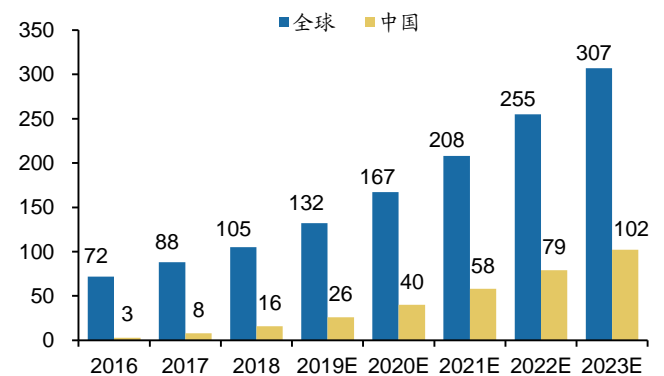
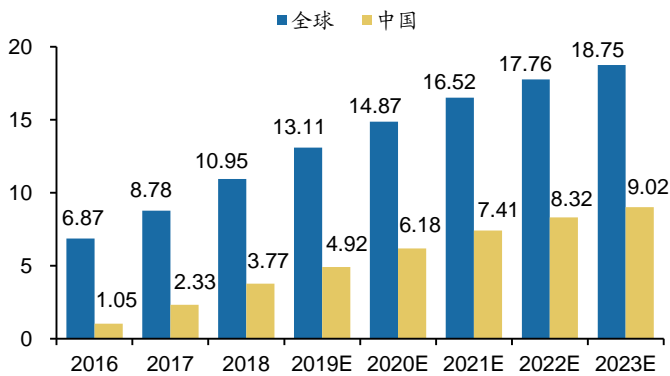
数据来源：荔枝招股说明书，艾瑞咨询，艾媒咨询，广发证券发展研究中心

## （二）5G 打开在线音频的全应用场景

根据荔枝招股说明书引用的艾瑞咨询数据，2018年我国拥有在线音频用户3.77亿人，对应的市场规模为16亿美元；预计2018至2023年，我国在线音频用户数量的年均复合增速为19.0%，市场规模的年均复合增速为44.8%。

图 9：中国和全球的在线音频用户数量（亿人）

图 10：中国和全球在线音频市场规模（亿美元）



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

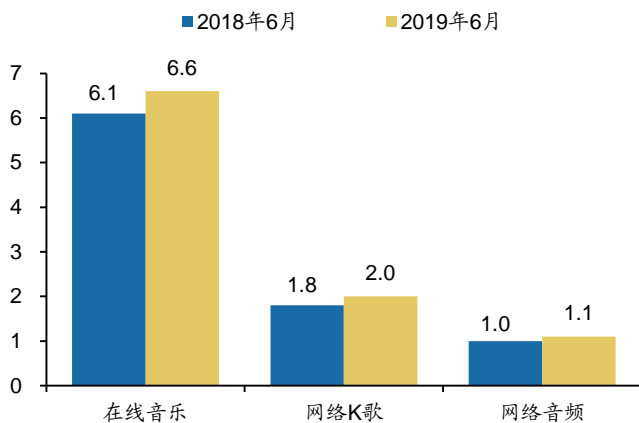
数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

在线音频未来的增长空间基于应用场景的拓展。音频产品的主要特征在于陪伴属性，

并且相对于音乐产品来说单个产品的时间较长，因此痛点在于满足用户在不同场景、不同设备间无缝衔接的收听需求，根据艾瑞咨询的调研数据，74%的用户认为通过不同设备随时随地收听音频内容是非常/比较重要的。

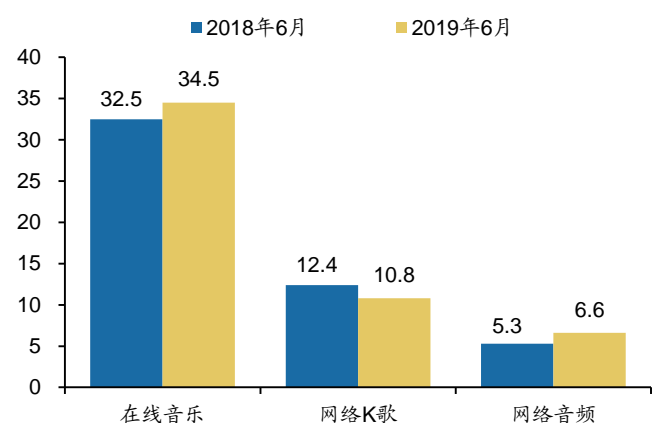
但是目前来看，满足不同场景收听需求的智能硬件、具备语音交互和音频内容入口的智能操纵系统、通过APP/SDK/API等多种形式分发的优质音频内容、网速等技术环境尚未成熟。根据艾瑞咨询的统计数据，62%的车载音频用户遇到过“信号不好，音频时断时续”的问题，56%的用户认为“在切换节目内容等操作上不便”；44%的智能音箱音频用户遇到“语音识别系统不稳定”、“系统不能够识别以及错误识别”的问题。因此，目前在线音频行业相较在线音乐和网络K歌的用户体量较小，根据Quest Mobile的统计数据，2019年6月网络音频行业的MAU为1.1亿人，总使用时长为6.6亿小时，同比增速分别为15.2%和24.2%。

图 11: 移动音乐细分行业的MAU (亿人)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

图 12: 移动音乐细分行业的总使用时长 (亿小时)



数据来源: Questmobile, 广发证券发展研究中心

5G的高速率和低时延为在线音频应用场景的拓展提供了技术环境。1) 在内容端，一方面高速率使得在线传输的音频质量提升，另一方面低延时可以实现听众与演播者的实时互动、以及多个内容制作者的远程协同制作。2) 在系统端，语音识别和交互技术使得用户可以实现远场的语音操控，在驾驶、家务等活动场景收听音频产品。3) 在硬件端，智能家居设备通过5G将收听数据转移至云端，实现用户在不同设备间断点续播的功能。

图 13: 5G打开在线音频的全应用场景



数据来源：广发证券发展研究中心

喜马拉雅自2017年开始布局在线音频的硬件端,已经研发出一系列的智能设备产品,具体包括小雅AI音箱、主打0-14岁儿童的晓雅Mini AI音箱、晓雅车载版、小雅Nano音箱等。

图 14: 喜马拉雅在线音频硬件端的布局



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

蜻蜓FM在车载智能硬件、智能家居和智能手表三个领域与硬件方合作,例如与海尔、美的等家电厂商,以及小米、天猫精灵等智能音箱厂商合作,在这些硬件中接入蜻蜓FM的音频内容。

图 15: 蜻蜓FM全场景音频内容生态体系的硬件合作伙伴



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

荔枝对IoT的布局较晚, 2019年10月与百度旗下的人工智能品牌小度达成合作, 小度的硬件产品上线了荔枝的海量音频内容。未来, 荔枝将进一步探索和开发物联网领域的创新产品, 例如智能设备、车载设备, 以及游戏、付费内容、教育和广告等领域的创新音频应用。

### 三、核心竞争力：UGC 规模领先，底层音频技术培育大量主播

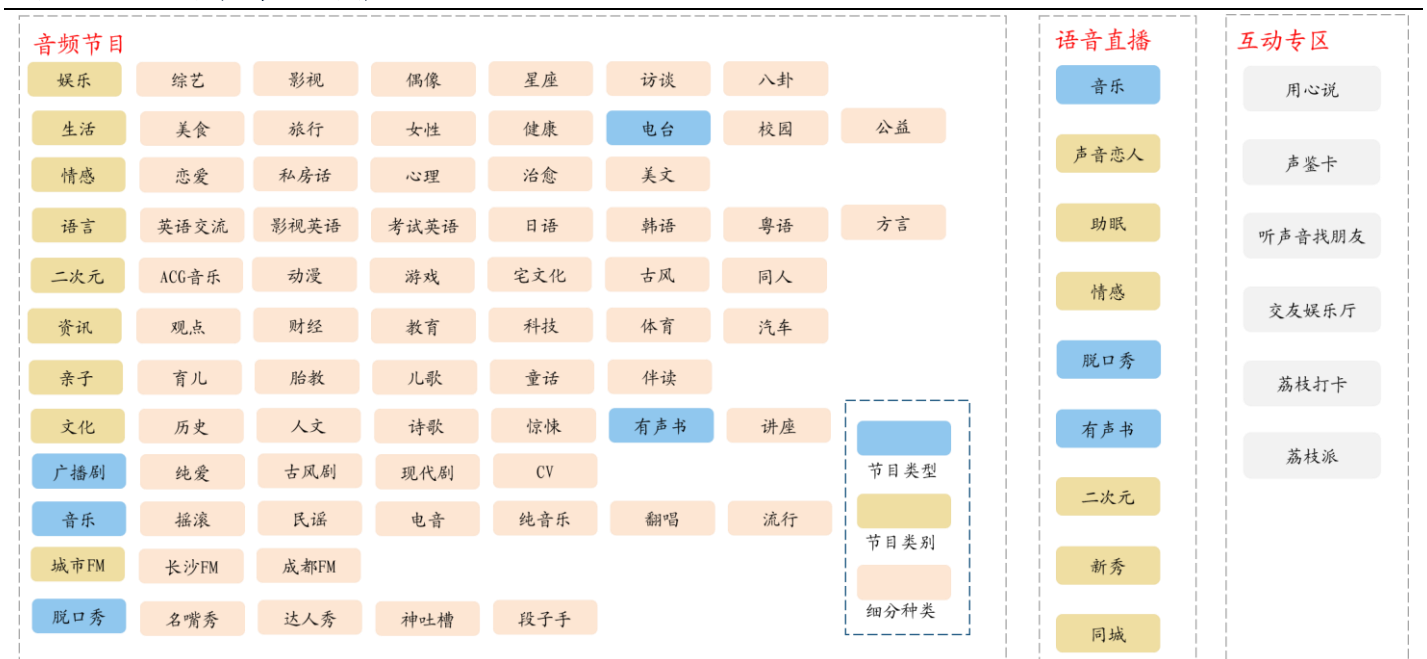
#### （一）UGC 打造音频节目、语音直播、互动 3 类产品，主播分成高达 70%

荔枝的音频产品以UGC为核心，主要分为音频节目、语音直播、互动产品3大类。根据荔枝的招股说明书，平台提供了广播剧、音乐、有声书、电台、脱口秀等多个类型的音频节目，具体包括27个大类以及107个子类别。

荔枝实验室提供了听声音找朋友、交友娱乐厅、荔枝打卡等互动产品。

- 用心说：该板块是与《声临其境》合作推出的配音板块，不仅包含节目中嘉宾配音的比赛桥段，还增加了各类优美诗词、抒情美文以及影视台词等素材，配以应景的背景音乐。当日配音榜单的第一名将作为该模板的领读人。
- 声鉴卡：打开“声鉴卡”录音5秒钟之后系统会得出声音鉴定的结果，例如正太音、萝莉音、御姐音、青叔音等等。
- 听声音找朋友：用户可以根据其他用户的声音决定是否关注。
- 交友娱乐厅：该板块分为10个不同类型的主题，每个主题里有若干个直播间，每个直播间有8个麦，用户可以连麦与主播、其它用户一起交流。
- 荔枝打卡：该板块主要包括“和你一起读书”、“每天读诗词”、“每日英语十分钟”、“一天一句论语”等打卡活动。
- 荔枝派：用户可以和朋友一起玩游戏、唱歌。

图 16: 荔枝的音频产品图谱



数据来源：荔枝官网，广发证券发展研究中心



音频娱乐收入是公司最主要的营收来源。根据荔枝的招股说明书，2017/2018/2019Q1-Q3公司的音频娱乐收入分别为4.36/7.85/8.08亿元，移动端音频娱乐的MAU从2017年Q3的314万人增长至2019年Q3的596万人，对应的付费率从4.8%提升至6.4%。音频娱乐收入即用户在音频直播和其他互动活动中购买的虚拟货币，具体包括“金币”和“荔枝”。

**表 2: 2017Q3-2019Q3荔枝的MAU和付费率**

	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
音频娱乐移动 MAU (万人)	314	330	352	377	415	454	477	532	596
音频娱乐付费用户 (万人)	15	18.05	20.24	22.27	24.61	25.31	28.06	30.61	38.16
付费率	4.80%	5.50%	5.80%	5.90%	5.90%	5.60%	5.90%	5.80%	6.40%

数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

主播分成是公司最主要的营业成本。根据荔枝的招股说明书，2017/2018/2019Q1-Q3主播分成占营业成本的比例分别为90%/93%/93%；此外，约有3%的营业成本是员工工资和福利、约2%是手续费、约1%是宽带成本。

**表 3: 2017-2019Q3荔枝的营业成本拆分 (单位: 亿元)**

	2017 年	占比	2018 年	占比	2019 年 Q1-Q3	占比
主播分成	2.99	90.43%	5.27	93.19%	5.69	93.43%
员工工资和福利	0.08	2.53%	0.12	2.08%	0.19	3.19%
支付手续费	0.07	2.11%	0.07	1.28%	0.11	1.77%
宽带成本	0.02	0.70%	0.03	0.62%	0.04	0.59%
其它	0.14	4.23%	0.16	2.84%	0.06	1.02%
总计	3.31	100%	5.66	100%	6.09	100%

数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

我们采用主播分成成本除以音频娱乐收入计算对应年份的主播分成比例，2017-2019Q3，荔枝主播分成比例维持在70%左右。根据荔枝公布的协议，用户打赏在平台和主播之间进行六四分成，此外平台给予主播充沛的激励奖励，根据主播每月获得的虚拟货币数量给予主播产品总收益激励奖励和产品达标奖金。

**表 4: 2017-2019Q3荔枝主播的分成比例**

	2017	2018	2019Q1-Q3
主播分成成本 (亿元)	2.99	5.27	5.69
音频娱乐收入 (亿元)	4.36	7.85	8.08
主播分成比例	68.60%	67.14%	70.49%

数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

**表 5: 荔枝主播的收益核算标准**

当月荔枝收益 (个)	产品收益分成	产品总收益激励奖励 (主播获得荔枝数量的比例作为每月奖励)	产品达标奖金 (元)
0-4999	每一签约的自然人主播在	11%	-
5000-9999	荔枝平台上获得用户消费	11%	550

10000-14999	的虚拟产品为每月收益分	21%	550
15000-24999	成, 具体获得的虚拟物品	21%	1050
25000-39999	数量以荔枝平台为准	42%	1050
40000-69999		42%	2100
70000-119999		54%	2100
120000-239999		54%	5300
240000-499999		75%	8500
大于 500000		108%	10800

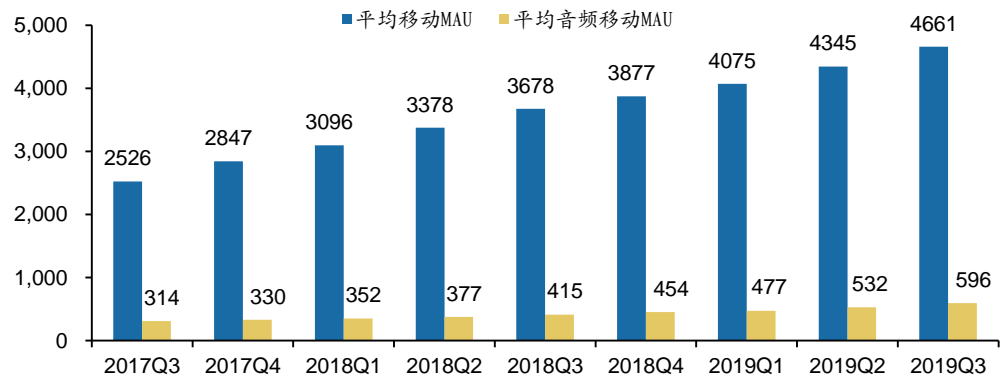
数据来源: 荔枝官网, 广发证券发展研究中心

## (二) 核心竞争力: 最大的 UGC 音频平台, 健全的主播培养体系

荔枝作为三大在线音频平台中唯一以UGC为主要内容生产方式的平台, 与喜马拉雅、蜻蜓FM在盈利模式和用户画像等方面存在明显差异。而在UGC音频平台层面, 荔枝具备显著的规模优势。

以UGC内容数量口径计算, 截至2019年9月荔枝是中国最大的UGC音频社区。根据荔枝的招股说明书, 目前有超过1.6亿个音频上传至平台, 用户总播放时长超过34亿小时。以MAU口径计算, 2019年前三季度荔枝是中国最大的互动音频娱乐平台, 公司的移动MAU从2017Q3的2526万人增加至2019Q3的4661万人, 移动音频娱乐MAU从2017Q3的314万增加至2019Q3的596万。

图 17: 2017Q3-2019Q3荔枝的平均移动MAU (万人)

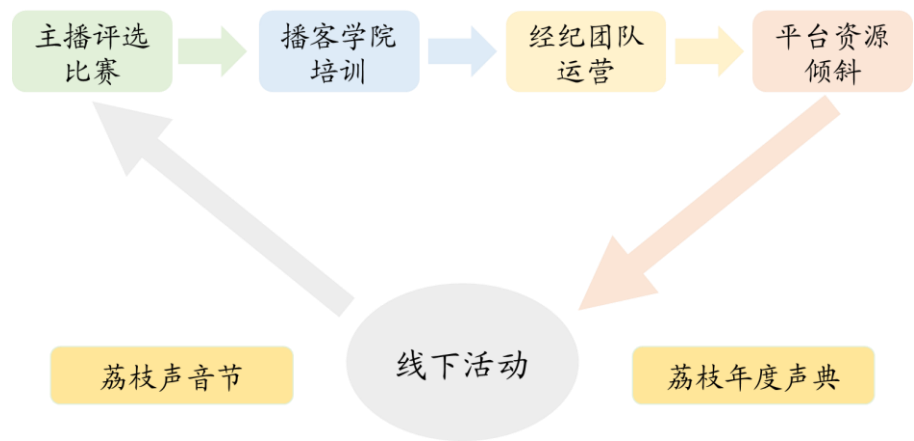


数据来源: 荔枝招股说明书, 广发证券发展研究中心

在荔枝平台上, 用户和主播是同一体。用户可以直接注册成为主播, 只需要要验证身份信息后就能创建音频内容; 当注册主播拥有一定流量之后, 就可以选择参加公会, 和平台及公会签订三方协议, 商定服务条款和奖励机制。

荔枝拥有完善的主播扶持体系。1) 荔枝先后通过首席男主播评选大赛、荔枝音乐红人歌唱比赛、“我的男友”直播大赛、“谁是女王”直播大赛等多个比赛, 在全网范围内搜集优质主播。2) 荔枝旗下的播客学院用于培养主播, 通过专业的经纪团队为主播制订发展计划、专业形象包装、专属粉丝运营和专业拍摄制作, 学员还可以获得荔枝线上线下、站内站外资源的综合推广, 录制单曲、专辑、MV、视频、平面作品拍摄等。

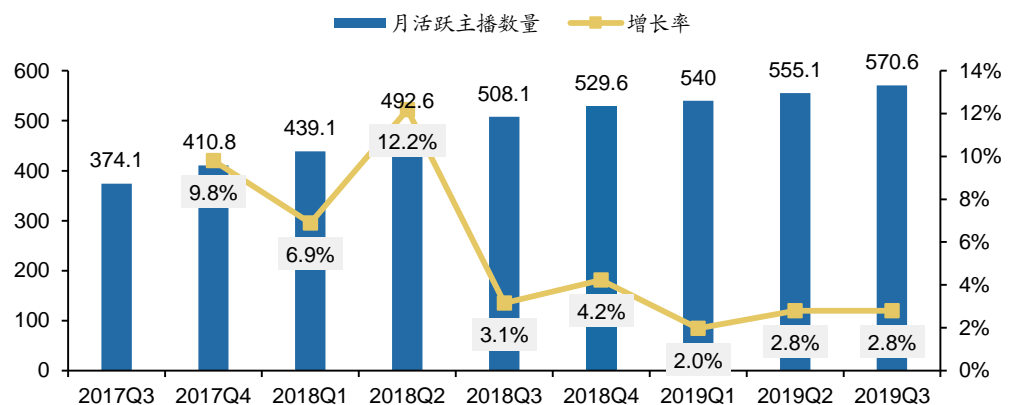
图 18: 荔枝的主播培训体系



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

依托平台庞大的用户规模和完善的主播培养体系，荔枝得以储蓄大量主播资源。根据公司最新披露的招股说明书，截至2019年Q3公司的月均活跃主播数量为570.6万人，占移动MAU的比例约为12%。

图 19: 2017Q3-2019Q3荔枝的月均活跃主播数量（万人）



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

### （三）核心竞争力：先进的底层音频技术

由于UGC平台的内容生产者大多并非专业制作团队，因此需要平台提供底层音频制作技术来降低产品制作门槛、并提升音频质量。从这个角度来说，荔枝在音频模块、语音识别和大数据分析等方面的先进技术是其核心竞争力之一。

图 20: 荔枝的底层音频技术概况



数据来源：荔枝 APP，广发证券发展研究中心

## 1. 音频模块

荔枝向主播提供声音优化、继续录制、实时剪辑等技术模块，有效提升音频质量。

(1) 荔枝向主播提供EQ均衡、混响、声音降噪等技术工具，过滤录制环境的噪音并使得主播的声音更加圆润。与此同时，荔枝服务器会重新对音频内容进行统一编码，例如进行音量均衡，确保不同UGC产品的音量控制在一个比较合适的区间内。

(2) 荔枝平台技术让用户可以在一个已经保存过的音频内容上继续进行录制，实现音频内容的无缝对接。

(3) 音频产品一般包括录音、背景音乐等多个音轨，荔枝平台技术可以对多个音轨编码合成的文件直接进行剪辑，制作速度较快。同时，从技术层面确保用户任意剪辑音频内容后，背景音乐都会呈现自然过渡的状态。

## 2. 语音识别技术

语音识别技术对在线音频平台的作用如下：第一可以通过语音识别进行内容审核，降低人力成本、提高效率；第二通过语音识别分析音频内容数据，根据用户偏好和音频产品的标签进行智能化推荐；第三通过语音识别主播提到的商品，实现多样化的流量变现。

荔枝进行语音识别的难点在于需要识别叠加背景音乐的音频内容。目前，荔枝已经组建自己的语音识别研发团队。

### 3.大数据分析技术

荔枝通过大数据技术进行个性化推荐。

荔枝通过分析用户的年龄、性别、地域、收听行为、活跃程度等历史数据识别用户标签，向用户推荐其可能感兴趣的音频节目，此后再根据完播率、复播率、订阅数、点赞数、收藏数等用户反馈进行算法调整，最终形成动态优化的推荐体系。

此外，平台根据用户大数据计算出热播榜、新进榜、男生榜、女生榜、当前热播榜等各种推荐榜单。

#### 四、财务情况：营收快速增长，尚未实现盈利

2017/2018/2019Q1-Q3，根据荔枝的招股说明书，公司的营业收入分别为4.54/7.99/8.15亿元，2018年和2019年Q1-Q3的营收增速分别为76.1%、46.0%。营收增速较快主要是因为公司音频娱乐业务的MAU和付费率提升。

2017/2018/2019Q1-Q3，公司的毛利润分别为1.23/2.33/2.06亿元，2017-2018年的毛利率分别为27.1%、29.2%，2019年Q1-Q3的毛利率为25.3%，比去年同期减少3.8pct，主要是因为公司给予主播的分成比例提升。

图 21：2017-2019Q3公司的营业收入及增速

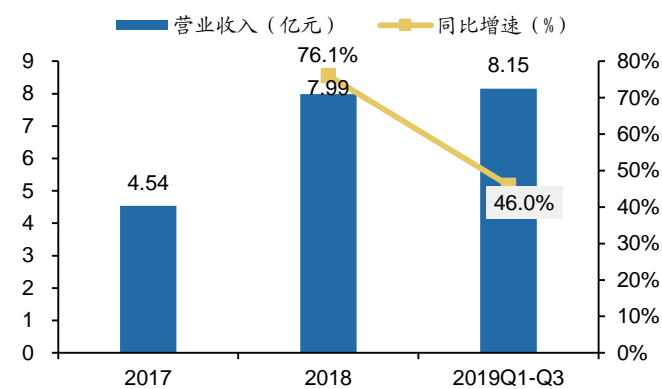
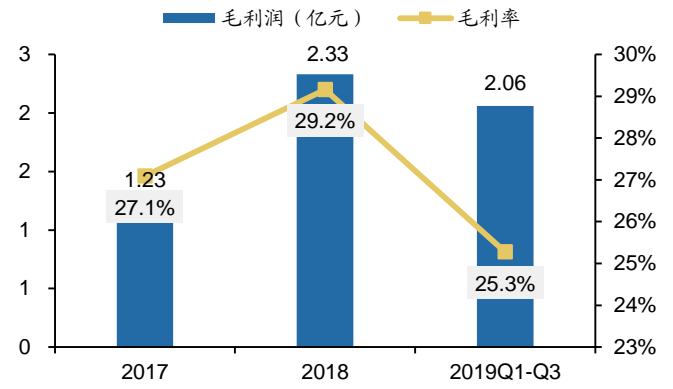


图 22：2017-2019Q3公司的毛利润和毛利率



数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：荔枝招股说明书，广发证券发展研究中心

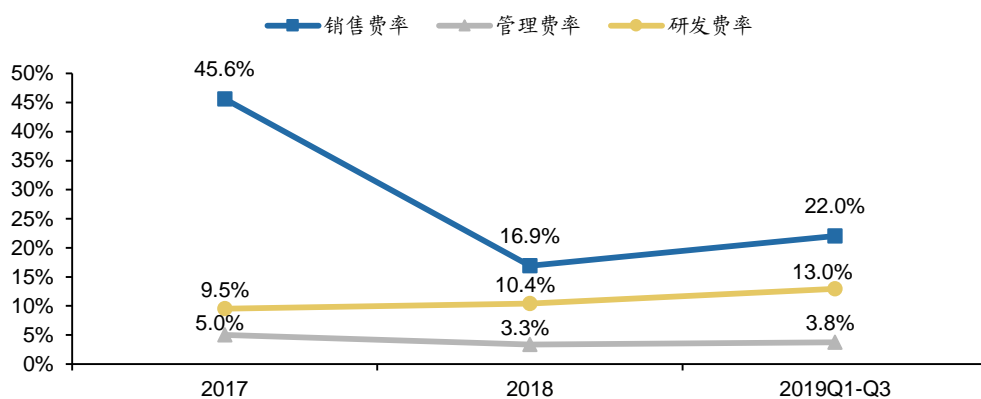
公司的销售费用包括广告和促销费用、销售和市场人员的薪酬等。根据荔枝的招股说明书，2017/2018/2019Q1-Q3的销售费用分别为2.07/1.35/1.80亿元，对应的销售费率分别为45.6%/16.9%/22.0%，2017年的销售费率较高主要是因为公司为提升品牌知名度和推广荔枝app在当年支出了0.83亿元的市场推广费用。

公司的管理费用包括行政管理薪酬、专业服务费、以及租赁摊销等与管理相关的费用。根据荔枝的招股说明书，2017/2018/2019Q1-Q3的管理费用分别为0.23/0.27/0.31亿元，对应的管理费率分别为5.0%/3.3%/3.8%。

公司不断提升在研发方面的投入，根据荔枝的招股说明书，2017/2018/2019Q1-Q3的研发费用分别为0.43/0.83/1.06亿元，对应的研发费率分别为9.5%/10.4%/13.0%。



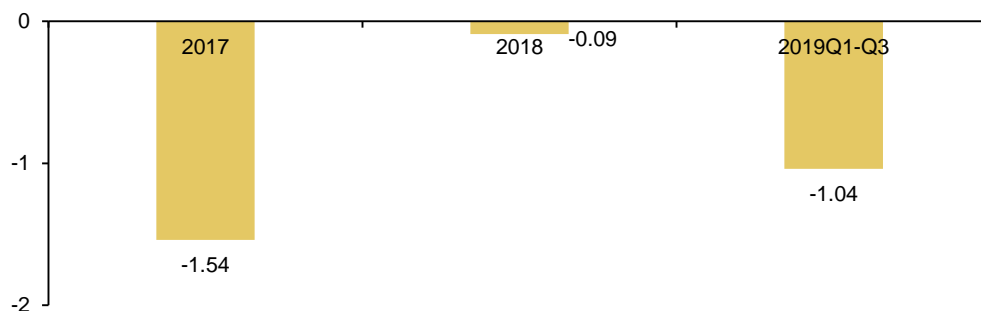
图 23: 2017-2019Q3荔枝的期间费率



数据来源: 荔枝招股说明书, 广发证券发展研究中心

目前荔枝尚未能实现盈利。根据公司最新披露的招股说明书, 2017/2018/2019Q1-Q3 公司的净利润分别为-1.54/-0.09/-1.04亿元。

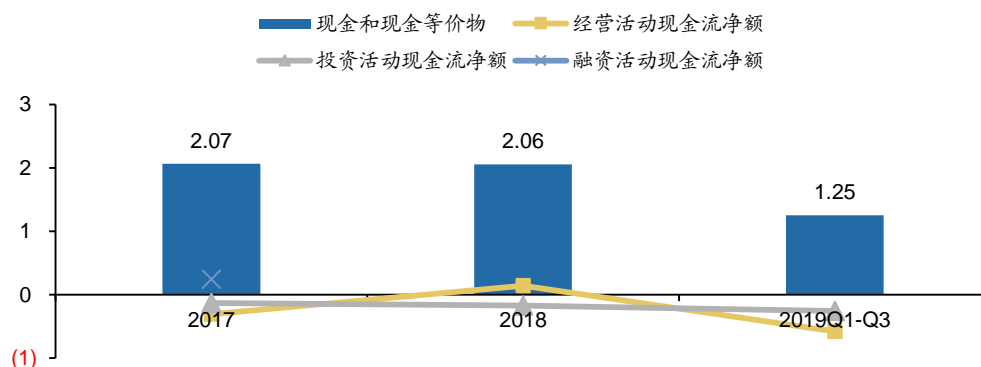
图 24: 2017-2019Q3荔枝的净利润 (亿元)



数据来源: 荔枝招股说明书, 广发证券发展研究中心

根据公司的招股说明书, 2017/2018/2019Q3期末, 荔枝分别拥有现金及现金等价物 2.07/2.06/1.25亿元。

图 25: 2017-2019Q3荔枝的现金流状况 (单位: 亿元)



数据来源: 荔枝招股说明书, 广发证券发展研究中心

用户在荔枝平台上购买了虚拟货币且尚未消费时,对应的现金收入计入“递延收入”科目,根据公司的招股说明书,2017/2018/2019Q3期末,荔枝分别拥有0.06/0.11/0.15亿元的递延收入。

荔枝的应收账款主要来自于广告客户,根据公司的招股说明,2017/2018/2019Q3期末,荔枝分别拥有0.13/0.06/0.05亿元的应收账款,应收账款逐渐减少主要是因为公司将发展重心放在音频娱乐业务上,因此广告业务的营收体量同比明显缩减。

图 26: 2017-2019Q3公司的递延收入(亿元)

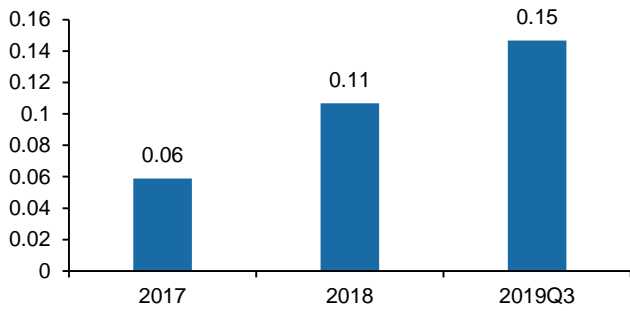
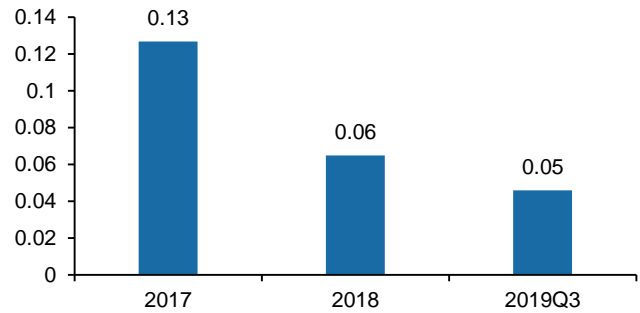


图 27: 2017-2019Q3公司的应收账款(亿元)



数据来源: 荔枝招股说明书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 荔枝招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

- 1.内容监管风险。2019年6月至7月，由于平台传播了不当内容，包括荔枝在内的26款在线音频APP从Apple和Android的应用商店里下架30天。我国对网络音频内容的监管趋严，如果荔枝不能及时自查平台内容后续将会面临监管政策风险。
- 2.亏损扩大风险。目前荔枝尚未能实现盈利，从2019年前三季度的财务数据来看，面对在线音频行业激烈的竞争，公司继续加大主播分成、市场营销和技术研发等方面的投入，短期内亏损可能进一步扩大。
- 3.市场竞争风险。公司的竞争对手喜马拉雅的MAU远远超过荔枝，虽然两个平台的主要内容生产方式和盈利模式存在明显差异，但是在争夺优质主播、吸引广告投放等方面荔枝存在一定的竞争劣势。
- 4.5G商用、智能家居的推广进度不及预期。

## 广发传媒行业研究小组

旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。  
朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。  
徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。  
叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。