

## 喜马拉雅招股说明书梳理：多元化经营，内容生态战略，打造在线音频龙头企业

## 喜马拉雅 (XIMA)

### 核心观点

#### 1、依托内容生态战略，打造在线音频龙头

喜马拉雅于 2012 年在上海浦东成立，属于上海喜马拉雅科技有限公司(前身为上海正达喜马拉雅网络科技有限公司)。公司主要开展的业务包括有声内容、教育、直播、智能硬件、新零售等板块，公司定位通过“PGC+UGC+社交”的多维度电台服务，成为中国领先的音频分享平台之一。根据 CIC 统计，喜马拉雅 2020 年在月活跃用户人数、移动端音频内容收听时长和总收入方面均处于在线音频领域第一的位置。从规模来看，目前喜马拉雅已经占据了国内音频市场份额的 60%以上。

#### 2、收入来源稳定，销售引流作用明显。

公司营业收入保持稳定增长，近三年年复合增长率 65.7%。虽持续亏损但情况逐渐好转。付费订阅收入是主要的业务收入来源。随着用户付费率的提高，毛利润及毛利率呈现整体增长态势。营业费用不断攀升，其中销售和市场费用支出占比最高，但销售成本的提高带来月活跃用户规模、收听率逐渐提升，反映了喜马拉雅销售成本起到了一定的正向引流作用。

#### 3、多元化盈利模式，尖端技术推动业务发展。

公司发展订阅业务、直播业务、广告业务、教育业务和其他创新业务。近三年整体 MAUs 逐年增长，并与多平台建立合作伙伴关系。平台吸引和留住用户、保持和增强用户参与度的能力不断增强，业务呈现良好的发展态势。利用独特的“PGC+PUGC+UGC”战略，建立了内容生态系统，实现了音频内容的全方位覆盖。新一代人工智能和大数据的发展推动用户定制需求服务水平提升。

**风险分析：**知识产权获得风险；版权侵权风险；技术迭代风险；持续亏损风险；经营风险；国际扩张风险；法律法规风险；监管许可风险。

首次覆盖

不评级

孙晓磊

[sunxiaolei@csc.com.cn](mailto:sunxiaolei@csc.com.cn)

18811432273

SAC 执证编号：S1440519080005

SFC 中央编号：BOS358

发布日期：2021 年 06 月 25 日

单击此处输入文字。

## 目录

一、喜马拉雅：综合性音频平台，在线音频龙头企业 .....	1
（一）喜马拉雅公司概况与发展历程 .....	1
（二）公司融资历程 .....	2
（三）公司架构与管理层 .....	3
（四）股份激励计划 .....	4
二、行业分析：差异化竞争加剧，商业模式推陈出新 .....	5
（一）中国在线音频行业总体行业概览 .....	5
（二）2020 年中国在线音频市场行业新动态与竞争 .....	7
（三）中国在线音频市场行业发展趋势 .....	9
三、公司业务：多元化盈利模式，尖端技术推动业务发展 .....	11
（一）订阅服务 .....	12
（二）直播业务 .....	15
（三）广告业务 .....	15
（四）教育业务 .....	16
（五）其他创新服务业务 .....	17
（六）发展战略 .....	18
四、财务分析：收入来源稳定，销售引流作用明显 .....	19
（一）营业收入及结构 .....	19
（二）成本费用支出及结构 .....	20
（三）毛利润及盈利空间 .....	21
（四）现金流量情况 .....	22
风险提示： .....	23

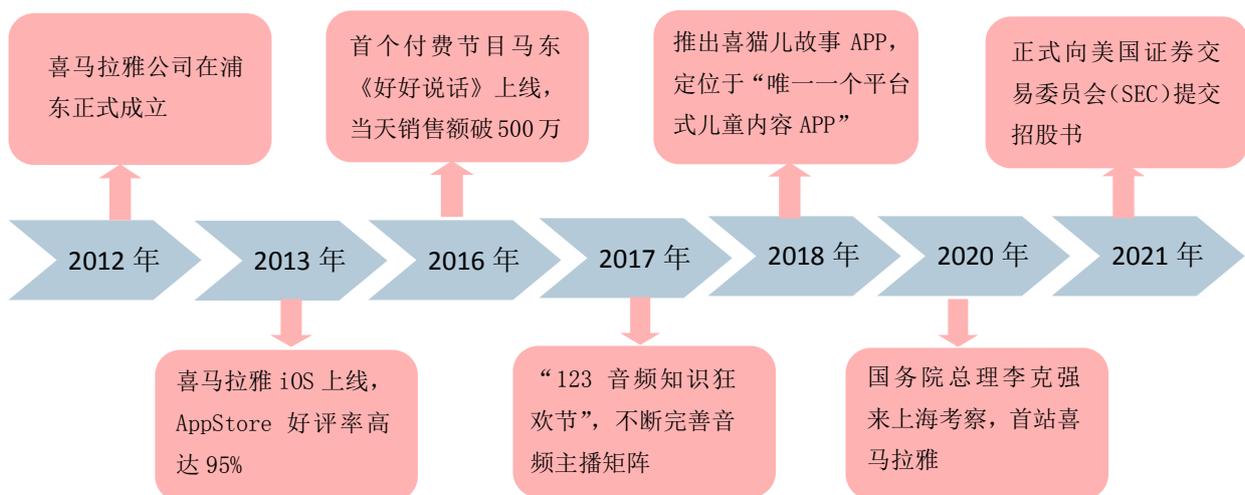
## 一、喜马拉雅：综合性音频平台，在线音频龙头企业

### （一）喜马拉雅公司概况与发展历程

喜马拉雅于 2012 年在上海浦东成立，属于上海喜马拉雅科技有限公司(前身为上海正达喜马拉雅网络科技有限公司)。公司主要开展的业务包括有声内容、教育、直播、智能硬件、新零售等板块，公司定位通过“PGC+UGC+社交”的多维度电台服务，成为中国领先的音频分享平台之一。

喜马拉雅 APP 于 2013 年 3 月上线，仅一年时间，喜马拉雅激活用户就实现突破 5000 万，2015 年 9 月，用户群体达到 2 亿，目前总用户规模突破 6 亿。在此期间，喜马拉雅逐渐向综合性音频平台发展，主打内容优势，提供包括音频博客节目，付费，音频直播，有声书等音频服务。2017 年，随着知识付费的风口到来，公司依托大量知识付费类课程和著名 IP 节目，吸引新客户尝试音频服务，随后通过“123 音频知识狂欢节”，不断完善音频主播矩阵，联合线下爆款综艺等。2021 年 5 月，喜马拉雅（XIMA.US）正式向美国证券交易委员会（SEC）提交招股书，拟在纽交所上市。

图表1：喜马拉雅发展历程



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

喜马拉雅的营收增速较快，在线音频领域基本上处于龙头地位。2020 全年营收 40.5 亿元，年复合增长率达 65.70%。公司 2021 年一季度营收为 11.6 亿元，同比增长 65.2%。但值得注意的是，喜马拉雅近年来持续亏损。2020 年净亏损 6.05 亿元，目前亏损呈现收窄趋势。喜马拉雅始终致力于音频市场，截至 2021 年第一季度，喜马拉雅全场景月活跃用户已达到 2.5 亿，月平均活跃移动付费用户 1390 万人。根据 CIC 统计，喜马拉雅 2020 年在月活跃用户人数、移动端音频内容收听时长和总收入方面均处于在线音频领域第一的位置。从规模来看，目前喜马拉雅已经占据了国内音频市场份额的 60% 以上。

**图表2：喜马拉雅业务规模**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

## （二）公司融资历程

根据天眼查数据显示，喜马拉雅目前已经完成了九轮融资。2014年，喜马拉雅获得1150万美元的A轮融资；2015年进行了一轮战略融资和B轮融资，又获阅文集团和华山资本等领投的5000万美元；2016年，喜马拉雅进行了三轮融资，投资方包括普华资本、京东数科、小米集团等；2017年和2018年，喜马拉雅再次进行三轮融资。经过九轮融资，喜马拉雅不断走向成熟，为后续上市工作打下基础。

**图表3：喜马拉雅融资历程**

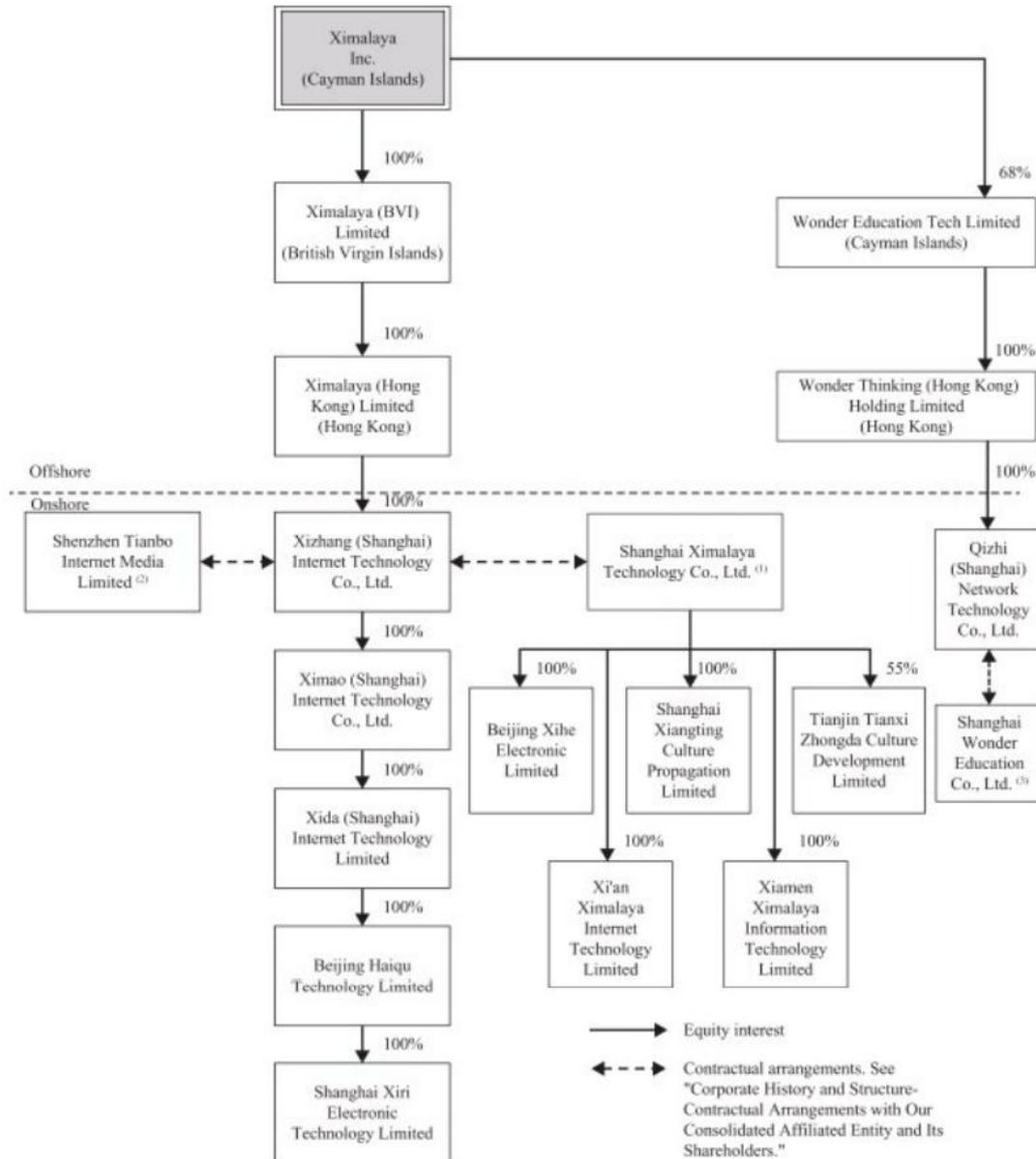
轮次	时间	金融	投资方
A	2014.5	1150 万美元	SIG 海纳亚洲创投基金、KPCB 凯鹏华盈中国、Sierra Ventures
战略融资	2015.7	-	阅文集团、头头是道投资基金
B	2015.12	5000 万美元	创世伙伴资本、华山资本、CBC 宽带资本、汉景家族办公室 璀璨资本、踱方步、证大集团
B+	2016.5	-	兆韧投资、兴旺投资、小米集团、普华资本、Pagoda 高达投资
C	2016.6	6000 万人民币	城市传媒
战略融资	2016.11	亿元及以上人民币	普华资本、小米集团、京东数科、Pagoda 高达投资、兴旺投资 中视资本、好未来战略投资部、歌斐资产、复鼎资本、张江浩成
D	2017.09	亿元人民币	雨汇投资、合鲸资本
股权融资	2018.01	-	张江高科
E	2018.08	-	春华资本、腾讯投资、General Atlantic 泛大西洋投资 华泰证券、Goldman Sachs、新天域资本

资料来源：天眼查，中信建投

### (三) 公司架构与管理层

招股书中对公司股权结构进行披露，喜马拉雅联合创始人、董事长及首席执行官余建军在 IPO 前实益持有 54,665,351 股普通股，持股比例为 17.2%；董事熊明旺实益持有 34129560 股普通股，持股比例为 10.7%。公司所有董事和高管总共持有 91,047,337 股普通股，总持股比例为 28.6%。

图表4：喜马拉雅股权结构（发行前）



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

**图表5： 公司董事及高级管理层**

姓名	年龄	职位	担任该职位时间
俞建军	45 岁	联合创始人、董事会主席兼首席执行官	2012 年
Guoxiong Cao	48 岁	董事	2016 年 11 月
Wen Jiang	36 岁	董事	2020 年 8 月
Yuanfei Li	40 岁	董事	2019 年 3 月
Xiaodong Liang	44 岁	董事	2020 年 12 月
Lu Wang	55 岁	董事	2019 年 10 月
Mingwang Xiong	37 岁	董事	2019 年 3 月
Weibiao Zhan	47 岁	董事	2019 年 3 月
Shengyun Zhang	34 岁	董事	2021 年 3 月
Wei Zhou	48 岁	董事	2019 年 3 月
Dong Li	45 岁	首席财务官	2019 年 9 月
Xingren Li	38 岁	副总裁	2015 年
Dong Wang	38 岁	副总裁	2015 年
Jieqiang Shen	39 岁	副总裁	2017 年 12 月

资料来源：天眼查，中信建投

#### （四）股份激励计划

2019 年 7 月，喜马拉雅通过了全球股权计划，该计划的目的是吸引和留住最优秀的人才，为选定的员工、董事提供获得公司股权的机会。根据全球计划，参与者可购买的普通股的最大总数为 15,211,970 股。截至本招股说明书之日，根据全球计划，共奖励购买 5,967,913 股未发行普通股。全球计划应由董事会或董事会任命的委员会管理，管理人可将有限权力委托给本公司的指定人员，以代表本公司执行管理人先前授予的裁决所需的任何文书。在全球计划下，每一项期权或限制性股份单位的授予均应通过奖励协议证明，受限于全球计划的所有适用条款与条件，并可能受限于与全球计划不一致且管理人认为适合包含在奖励协议中的任何其他条款与条件。除非管理人自行决定，否则全球计划授予的期权和限制性股票单位应至少持有 4 年。

截至本招股说明书之日，除董事及行政人员外，喜马拉雅员工作为一个团体持有期权及限制性股票单位，可购买 5,514,033 股普通股，其中已发行期权的行权价格为每股 4.70 美元至 5.43 美元。

**图表6： 喜马拉雅全球股权计划**

姓名	授予的普通股	行权价格	行权日	到期日
Jieqiang Shen	*	US\$4.70 – US\$5.43	2019.7.22	2029.7.21
Dong Wang	*	US\$4.70 – US\$5.43	2019.7.22	2029.7.21
Xingren Li	*	US\$4.70 – US\$5.43	2019.7.22	2029.7.21
Dong Li	*	Nomimal (RSU)	2019.7.22	2029.7.21
总计	453,880			

资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

## 二、行业分析：差异化竞争加剧，商业模式推陈出新

### （一）中国在线音频行业总体行业概览

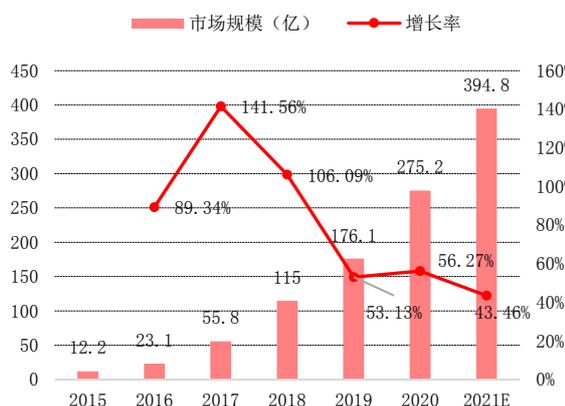
在线音频是指用户通过网络传播和收听的不包括数字音乐的各类音频内容。这些音频内容可以是专业团队制作，也可以是用户自己制作上传，类型丰富多样，单期市场不等。伴随属性是在线音频不同于其他媒体的重要特点，也是其行业增长的根本原因，这使得其具有一定的刚需属性，而不是纯粹靠营销驱动。

中国在线音频行业从 1997 年开始起步，受益于互联网及其后的移动互联网的普及，于 2011 年以后开始逐渐成熟，平台分化为 UGC 和 PGC 两大类，二者在商业模式、内容来源等方面有较大区别。未来，随着 5G、IoT 等通讯技术的增长，用户在手机、电脑、智能家居、车载音箱等多个设备和多个场景的体验会更好，在线音频的应用有望更加深入。

市场规模主要包括音频平台栏目订阅、会员付费、广告收入、社交收入及衍生品如智能硬件等产品的收入，通过流量变现，TOB 端的广告收入以及会员订阅为平台盈利的主要来源。

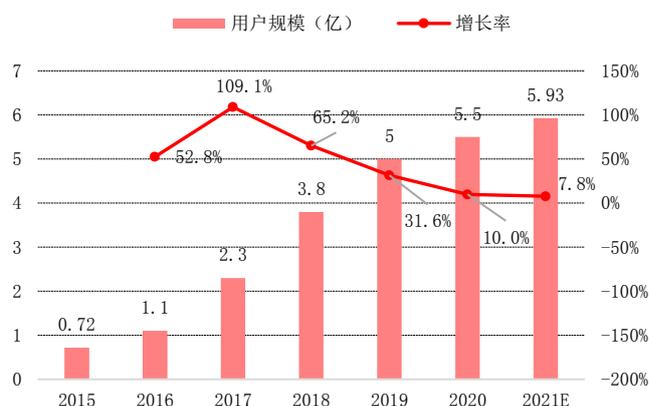
在线音频行业 and 用户规模稳步扩大，商业模式愈加丰富，音频内容价值不断凸显。截止 2020 年 12 月，行业规模达到了 275.2 亿元，同比 2019 年增长 56.27%，预计 2021 年可以达到 394.8 亿元的规模。同时，移动音频市场的用户规模达到 5.5 亿人，同比 2019 年增长 10%，预计 2021 年可以达到 5.93 亿人的用户规模。各大音频平台不断扩展商业模式，持续推动语音直播和直播带货等模式丰富商业化盈利渠道，作为音频行业头部的喜马拉雅开启了音频衍生场景，推出了提高用户收听音频体验感的智能设备，如智能音箱、无线耳机等，来拓展盈利链条。同时云听、喜马拉雅和荔枝等也在积极发展公益事业，从关爱残障人士、助农和环境保护等多方传递力量，“音频+公益”成为彰显社会价值的重要渠道。

图表7：中国在线音频行业市场规模变化



资料来源：易观分析，中信建投

图表8：中国在线音频行业用户规模变化



资料来源：易观分析，中信建投

差异化竞争中音频平台关注度不断提升，音频行业进入全场景发展时期。1997 年有公司开始探索，2000 年以后，随着互联网技术的逐步成熟，iPod 和 MP3 的出现使得“播客”呈现出阶段性增长，在传统媒体数字化的变革中开启了移动时代，喜马拉雅、蜻蜓 FM、荔枝等音频平台相继上线，各企业之间开始通过不同的业务模式展开差异化的竞争。为拓展变现渠道，各平台开始打造精细化内容，与知名 IP 合作，引入优质内容，并积极拓展消费场景，在智能家居、智能车机等设备中嵌入音频内容，强化全场景分发。

图表9：中国在线音频行业发展历程



资料来源：艾媒咨询，中信建投

音频行业发展环境利好，赋能行业良性发展。1) **政策因素：**去年 11 月，全国人大通过《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国著作权法〉的决定》，加上一直以来相关部门严厉打击网络侵权盗版行为，行业规范逐步落实。2) **经济因素：**在经济发展和收入增长的经济环境下，互联网用户的网络在线付费意愿正在提高。3) **环境因素：**截至目前，全国机动车保有量达到 3.8 亿辆，私家车规模刺激车载音频娱乐的需求。4) **技术因素：**在二次元、相声曲艺等文化涌现的同时，5G、人工智能和物联网技术的发展也为在线音频内容的生产创作创造了良好的基础，大数据实现了对用户偏好的智能化推荐。多重利好因素下，行业实现良性发展。

图表10：中国在线音频行业发展推动因素



资料来源：易观分析，中信建投

## （二）2020 年中国在线音频市场行业新动态与竞争

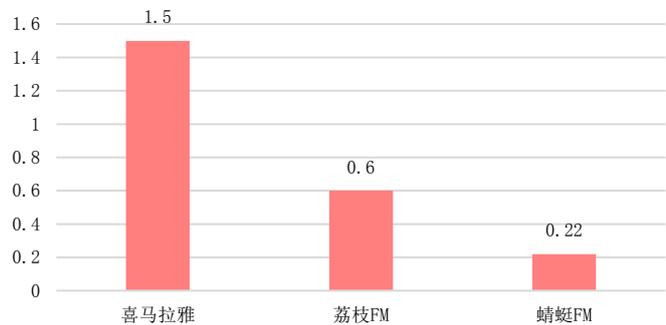
“一超两强”市场格局基本形成，第一梯队达到行业整体 MAU 约 3/4。在在线音频市场中国，喜马拉雅、荔枝、蜻蜓 FM 被称为“三巨头”。细分平台来看，国内的渗透率最高的网络音频平台是位处第一梯队的喜马拉雅，用户渗透率达到 66.9%；其次是荔枝、蜻蜓 FM 以及企鹅 FM 所在的第二梯队，渗透率为 25.1%，基本形成了“一超两强”的竞争格局。音频行业整体的 MAU 大约为 2 亿元左右，喜马拉雅大概在 1.5 亿，截止 2020 年 12 月，喜马拉雅的移动 APP 的 MAU 超 1.1 亿，第二梯队的荔枝 MAU 不到 6000 万。

图表11：我国在线音频市场竞争格局分析



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投

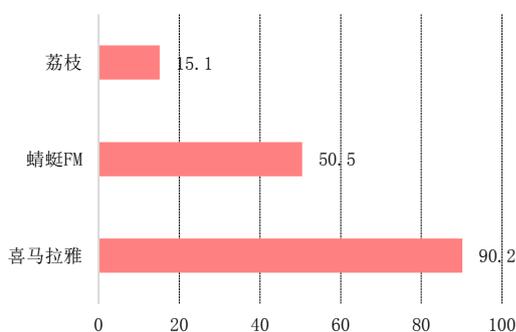
图表12：我国在线音频三大头部 MAU（亿）



资料来源：艾媒数据中心，中信建投

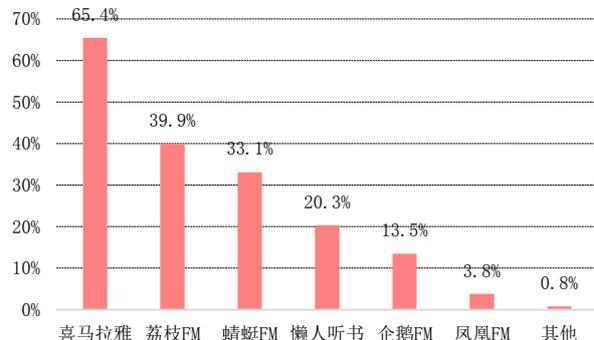
喜马拉雅人均运行时长在在线音频头部中最高，用户评价在主流平台口碑最好。在用户粘性方面，比达数据检测中心显示，喜马拉雅、蜻蜓 FM 和荔枝 FM 在主流音频平台人均日运行时长分别为 90.2 分钟、50.5 分钟和 15.1 分钟，喜马拉雅人均运行时长较高的主要原因：一方面来自其庞大的用户规模，APP 月均活跃规模超 1 亿，居于行业首位。喜马拉雅、荔枝等主流在线音频平台网络口碑较好。样本来源于草莓数据调查和计算系统，样本量为 1773，过半受访网民使用过在线 APP，喜马拉雅 FM 以 65.4% 的覆盖率领先于其余平台，荔枝（39.9%）、蜻蜓 FM（33.1%）分列二三位，这三大主流的音频平台深耕行业多年，用户基础较好。

图表13：2021 年 3 月音频平台人均日运行时长（分钟）



资料来源：比达数据中心，中信建投

图表14：2019H1 中国在线音频用户平台偏好使用情况调查



资料来源：艾媒数据中心，中信建投

在线音频行业产业链上、中和下游分别为内容资源、平台及渠道、用户及广告。在线音频行业产业链可分为上中下游，其中在线音频行业上游为内容资源，有声书的内容依赖于已出版的实体书籍或网络文学，该类内容由内容提供方制成音频或第三方有声书制作机构制作而成，在线音频平台需要购买版权许可可以获得播放权。

在线音频行业中游包括各类在线音频平台及渠道运营商，在线音频平台负责购买内容版权，是下游市场广泛接触上游内容的第一环节，中游平台主要接手文字内容及各类原版音频内容，进行加工整合。文字内容方面，中游平台主要从出版机构、网络写手等主体获取原作，经加工通过渠道分发声音产品。在线音频行业下游是用户及广告商，与其他互联网广告平台项目相比，音频广告的费用合理，同时覆盖“看”与“听”两个使用场景。依托人工智能和大数据等技术，在线音频平台可为广告代理商提供发放精准营销、场景营销等内容的互联网空间。

图表15：中国在线音频产业链



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

传统广播和相关领域企业入住音频市场，TME 长音频 MAU 突破 1 亿，构建全场景生态成趋势。在线音频产品从广播延伸至 PC 端，再从移动端得到快速推广。2020 上半年，中央广播电视总台布局移动新媒体平台，给予 5G 等新技术，整合总台旗下广播、电视的优质资源推动传统广播推出“云听”入住音频市场，字节跳动推出“番茄畅听”，网易云也推出“声之剧场”内容板块，首创“声画同频”模式，提供动画级场景图和弹幕互动。截止 2020 年年底，腾讯音乐长音频 MAU 突破 1 亿，2021 年 4 月 23 日，腾讯音乐娱乐集团正式宣布，旗下的酷我畅听与懒人听书合并，升级为新品牌“懒人畅听”，继续在长音频领域深入布局。云听首款车机产品北汽汽车机上线，开启车联网业务新方向，蜻蜓 FM 开启车场景布局，通过前装、后装设备的方式构建车联网体系，为用户带来陪伴型体验。通过加强与智能硬件厂商、车载终端合作，在扩大商业盈利模式的同时，构建全场景生态。

图表16：2020 年中国在线音频行业动态

时间	事件
2020.03	中央广播电视总台音频客户端“云听”正式上线，基于总台“5G+4K/8K+AI”等新技术，着重将人工智能、5G 网络等运用到平台的开发建设中，是国家主流声音媒体抢占移动音频领域的重大突破。
2020.04	喜马拉雅与 26 家出版机构达成战略合作，协同开发音频产品，加快版权布局，实现文化 IP 的多元开发；蜻蜓 FM 与高德地图宣布达成战略合作，携手推出《城市文化地图》，深入探索景区+音频模式、布局全场景生态。
2020.06	字节跳动上线“番茄畅听”，可供用户免费收听网文小说，持续加码免费阅读赛道。云听首款车机产品北汽汽车机上线，开启车联网业务新方向；
2020.07	即刻推出中文播客平台「小宇宙」“小宇宙 App”跳脱了当下国内主流音频 App 的思路，而是采取了国际上播客领域较为主流的 RSS 订阅模式，且具备“时间轴评论”等特色功能。
2020.09	蜻蜓 FM 开启车场景布局，推动全场景赋能内容生态，持续探索车场景中语音交互和智能音频的应用开发；网易云音

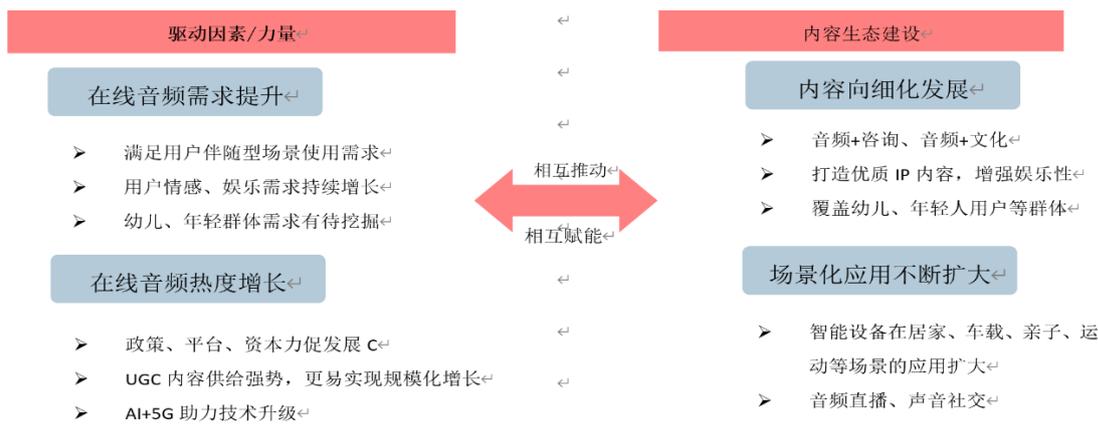
- 乐上线全新内容版块“声之剧场”，主打年轻 IP 改编的广播剧与有声书，加码发力长音频赛道，首创音频内容“声画同频”模式，将动画级别的场景图与音频剧情结合。
2020. 11 快手推出播客类产品“皮艇”，汇集众多的中文播客内容；云听的快应用登陆比亚迪应用市场，华为车机产品线，开启车联网业务布局。
2020. 12 腾讯“微信听书”APP 上架，切入长音频赛道，鼓励众多音频创作者在微信听书 App 内创建音频号；腾讯音乐娱乐集团长音频 MAU 突破 1 亿，多个品类的作品均获得较高播放量，其中有声小说中播放量过亿次的专辑超过 60 个，播放量超千万次的则超过 600 个。
2021. 01 荔枝公布上线“荔枝播客”的中文播客 App 产品，是专注于打造垂直类播客的内容平台，致力于为用户提供海量的海内外精品播客内容、丰富的交流互动场景、以及纯粹的播客收听体验；腾讯音乐 27 亿元收购懒人听书 100% 股权，收购后懒人听书将保持独立运营的状态，成为 TME 长音频战略布局中的一部分。
2021. 04 腾讯音乐娱乐集团宣布将旗下酷我畅听与懒人听书合并并升级成全新品牌——懒人畅听，整合资源优势，持续深入布局长音频领域。
2021. 04 喜马拉雅举办第四届“423 听书节”，发起“好书阅过山岭”公益倡导，关注儿童阅读、老年人信息无障碍、残障人士职业技能培训。

资料来源：天眼查，中信建投

### （三）中国在线音频市场行业发展趋势

在线音频需求和热度的增长与内容生态建设相互赋能，音频行业向细分和场景化方向发展。随着用户伴随型场景使用的需要，为满足用户多元化需求，在线音频行业发展核心仍然是内容生态的建设。蜻蜓 FM 已内置智能家居及可穿戴设备 3700 万台，汽车 800 万辆。在政策、平台、资本三方协力推进内容建设，以及合适的商业模式赋能下，打造优质的 IP 内容的同时，在线音频行业的场景化应用将进一步拓展。

图表17：中国在线音频行业的推动因素和内容细化、场景化发展趋势

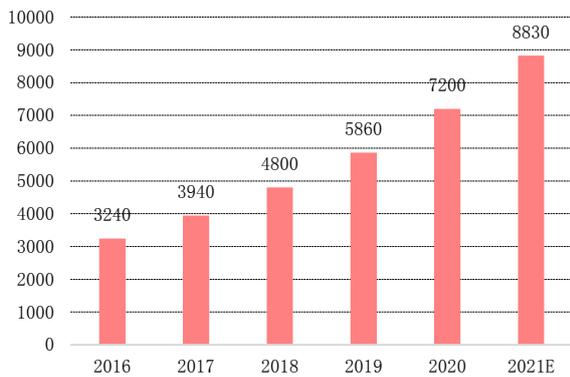


资料来源：艾媒报告中心，中信建投

银发经济处于上升阶段，音频平台积极参与适老化改革。根据《2021-2025 年中国养老产业投资分析及前景预测报告》显示，随着人口老龄化趋势出现，2019 年末，我国 60 岁以上人口所占比重达到 18.1%，超 2.5 亿人，65 岁以上人口比重达到 12.6%，约 1.76 亿人，银发经济正处于不断上升阶段，但是现有的娱乐应用对于老

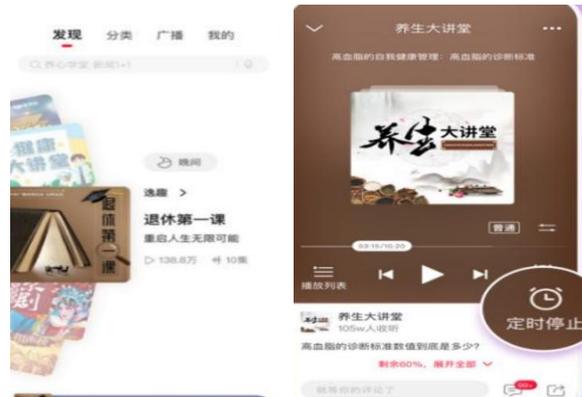
年人来说操作过于繁琐，内容过于复杂，而老年人群体对生活质量的要求也在提高，音频平台积极参与适老化改革，喜马拉雅出“大字模式”、云听衍生出“云听乐龄版”，围绕健康养生、新闻资讯等为中老年用户提供伴随式娱乐生活。

图表18：中国银发经济老年市场社交娱乐总体规模



资料来源：易观分析，中信建投

图表19：云听乐龄版界面



资料来源：易观分析，中信建投

为提高平台专业性、丰富平台内容，UGC+PGC 模式成为众多内容服务商的转型趋势。其中，UGC 平台主要依靠用户自己创作内容，而 PGC 平台主要依靠专业团队来创作内容，其内容来源包括出版集团等。因为内容来源不同，PGC 平台和 UGC 平台在商业模式等较多方面也有不同。平台中 UGC 与 PGC 的界线逐渐模糊，一般既包含 UGC 内容也包含 PGC 内容。早期，优酷土豆是 PGC 视频网站，为创造更多内容，丰富内容形式，吸引更多用户，现在其 UGC 内容不断增多。B 站是 UGC 视频网站，用户原创是平台最主要的内容提供形式，为提升竞争力，现在其 PGC 内容供应正在快速增长。由此来看，UGC 与 PGC 并不互斥，一个平台两种属性可同时存在。

图表20：行业发展新路径：UGC+PGC 模式

	UGC 平台	PGC 平台
内容来源	主要依靠用户自己上传	主要依靠专业团队
商业模式	主要依靠用户对主播的打赏	主要依靠知识付费
头部平台	荔枝	喜马拉雅、蜻蜓 FM
创作门槛	相对较低	相对较高
社区氛围	主播与用户联系比较密切、互动氛围好	互动性不如 UGC

资料来源：天眼查，中信建投

### 三、公司业务：多元化盈利模式，尖端技术推动业务发展

喜马拉雅的主营业务为订阅业务、广告业务、直播业务、教育服务业务，以及其他创新产品和服务业务。其中最主要的收入来源为订阅业务。

从整体业务内容上划分，可以分为五种形式：1) **有声读物**：主要从第三方 IP 合作伙伴(如中国文学)那里获取有声读物，也与知名作者和出版商合作，将现有出版物改编成有声读物或广播剧等其他形式的有声读物。2) **音频娱乐活动**：截至 2021 年 3 月 31 日，公司拥有超过 100 万张娱乐内容专辑。3) **播客**：截至 2021 年 3 月 31 日，平台上大约有 700 万张播客专辑，涵盖了广泛的类型和主题，包括个人发展、商业和金融、休闲、体育、育儿和技术等。4) **高级知识共享**：在线课程为用户提供了一个灵活的门户，在日常生活中无法立即接触到的领域扩大兴趣，同时与知名专家合作，在自我发展、金融、艺术、音乐和历史等领域开设公开课程。5) **音频直播**：鼓励直播主持人通过配音和创造性的角色扮演，将有声读物、广播剧等录制内容整合到直播中。

图表21：喜马拉雅业务分类



图表22：内容形式

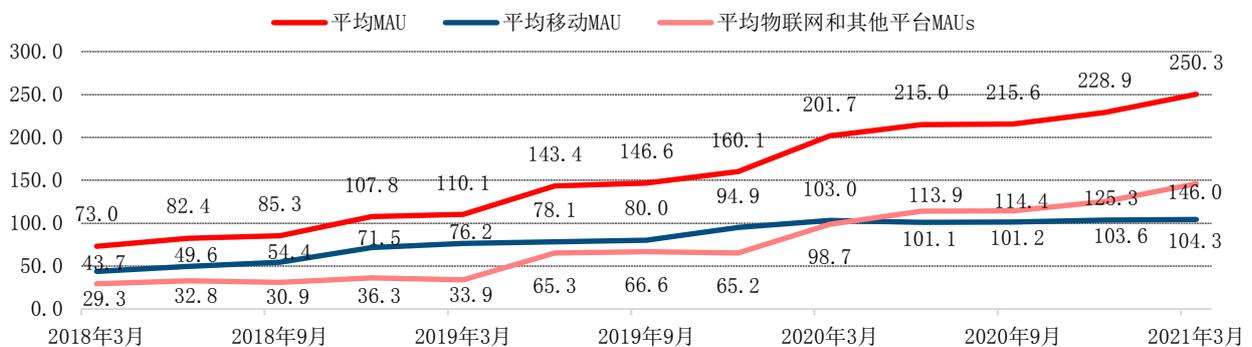


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

从业务汇总情况看，近三年整体 MAUs 逐年增长，与多平台建立合作伙伴关系。这反映了平台吸引和留住用户、保持和增强用户参与度的能力不断增强，业务呈现良好的发展态势。另外，喜马拉雅与在华的 60 多家汽车制造商合作，包括特斯拉中国、奔驰、宝马、奥迪、吉利和 BYD 等，通过预装的设备提供车载音频内容；公司还与主要的智能家电设计师和制造商建立了合作伙伴关系。

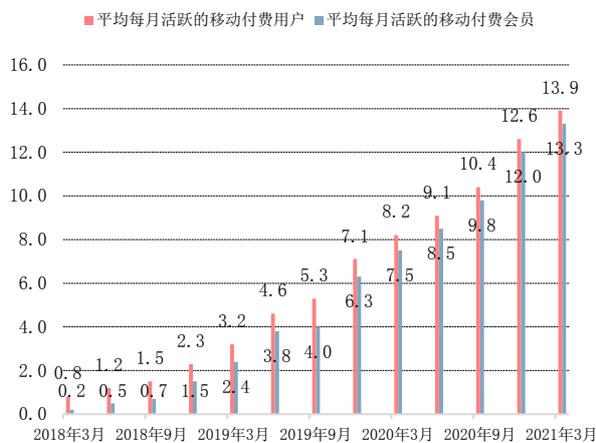
图表23：2018 年至 2021 年一季度喜马拉雅 MAUs (百万)



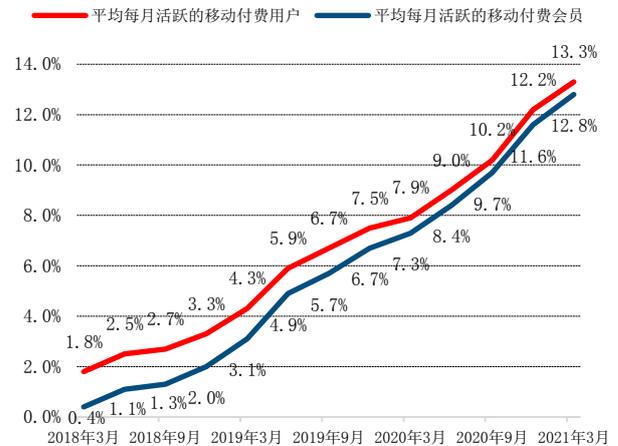
资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

## （一）订阅服务

用户基础、付费比例和内容吸引力共同推动订阅业务增长。喜马拉雅订阅服务包括通过会员订阅和付费按需收听服务。2018年至2020年订阅服务收入连年增长，年均增长率达65%，主要是由吸引和留住付费会员的能力驱动的，而这反过来很大程度上是由提供优质内容和吸引力的能力驱动的。近三年，喜马拉雅的付费用户、付费会员数量及其付费比例不断增加，反映出将用户转为付费用户的能力增强。同时，内容创作和创作者数量也呈现逐年增加趋势。

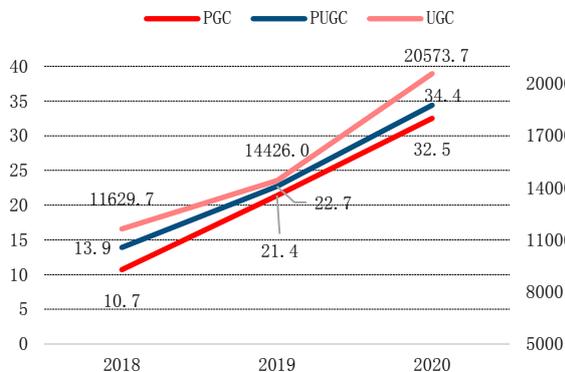
**图表24： 2018年至2021年一季度付费用户（百万）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

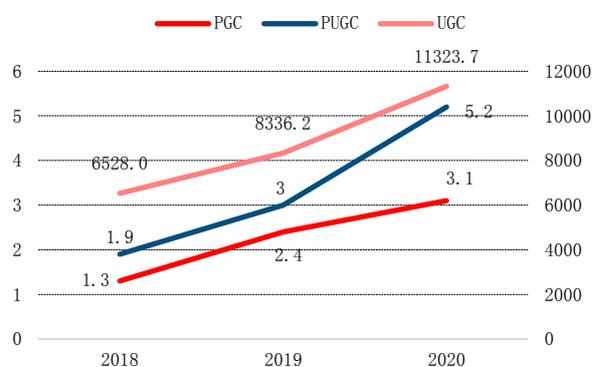
**图表25： 2018年至2021年一季度付费比例（%）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

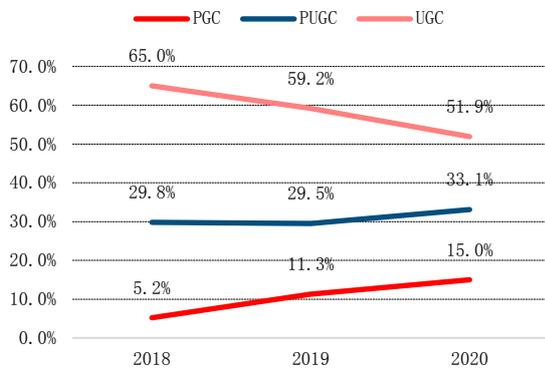
喜马拉雅拥有广大的音频内容库和众多音频内容创建者，内容流派广泛。截至2021年3月31日，有音轨道超过2.8亿小时，内容时长21亿分钟，包括专业生成内容（PGC）、专业的用户生成内容（PUGC）和用户原创内容（UGC）。音频内容流派广泛，包括但不限于教育培训、历史与人文、亲子、商业与商业、娱乐等。截至2020年，平台拥有大约520万名活跃的内容创造者。

**图表26： 2018-2020年累积专辑数（千）**


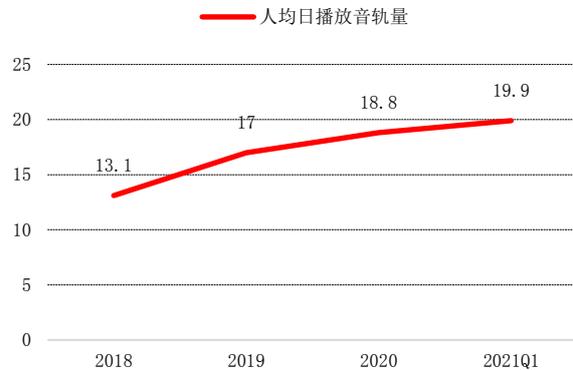
资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

**图表27： 2018-2020年累积内容创作者数（千）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

**图表28： 2018-2020 年总收听时间占比 (%)**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

**图表29： 2018-2020 年人均日播放音轨量 (首)**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

利用“PGC+PUGC+UGC”战略，喜马拉雅建立了一个内容生态系统，实现音频内容的全方位覆盖：

1) 在战略上专注于顶级的 PGC。与顶级出版商、在线文学平台、内容创造者和关键意见领袖(KOLs)合作。并保持长期的合作关系，进而积累了全面的版权内容资源、保障了版权优势，连续制作高质量的音频内容。

2) 独特的 PUGC 模型。结合了 UGC 提供的内容广度和 PGC 提供的质量和专业化，利用大数据分析能力和人工智能技术，建立了一个名为“A+”的市场平台。在这里能够将合适的 PUGC 创作者与所获取的高质量版权内容相匹配，从而产生高度吸引人的内容。具体来看，公司密切观察内容创造者，并找出那些最有可能获得成功的人，定期为他们提供培训，与他们合作制作专业的内容，并通过在平台上积极推广来加速其成长。作为一个平台，平台不仅能够从那些内容创造者那里获得稳定的高质量音频内容，而且还能够提供吸引人的价值主张去留住他们，包括但不限于通过各种培养和支持举措以及经济回报。

3) 完善的 UGC 内容生态系统。公司鼓励并邀请所有用户展示他们的才华，上传由他们生成的原创音频内容。借此推广品牌，通过多样化的内容扩大覆盖范围，并进一步推动用户粘性和粘性。

## 1、会员订阅服务

**会员订阅需要提前支付现金来获取资格。**通过预付不可退还的会员费，会员可以获得无限的流媒体和下载具有“VIP”标签的专辑的权利。会员资格期限从一个月到 12 个月不等，在某些晋升或续期情况下，会员期将延长到三年。会员订阅需要提前支付现金，不需要退款。收到会员费最初记录为合同责任，在会员期间按比例确认收入。如果会员通过指定的经销商出售给终端用户，经销商被认为是公司的代理。

**会员订阅有时会与其他商品和服务捆绑，并以折扣价格出售给客户。**但会员订阅和其他商品和服务包括在捆绑销售合同与多种重要的义务是不同的。交易价格根据会员的相对独立销售价格(“SSP”)分配给会员和其他商品和服务。

图表30：喜马拉雅会员订阅界面



资料来源：喜马拉雅APP，中信建投

图表31：喜马拉雅联合会员VIP+套餐



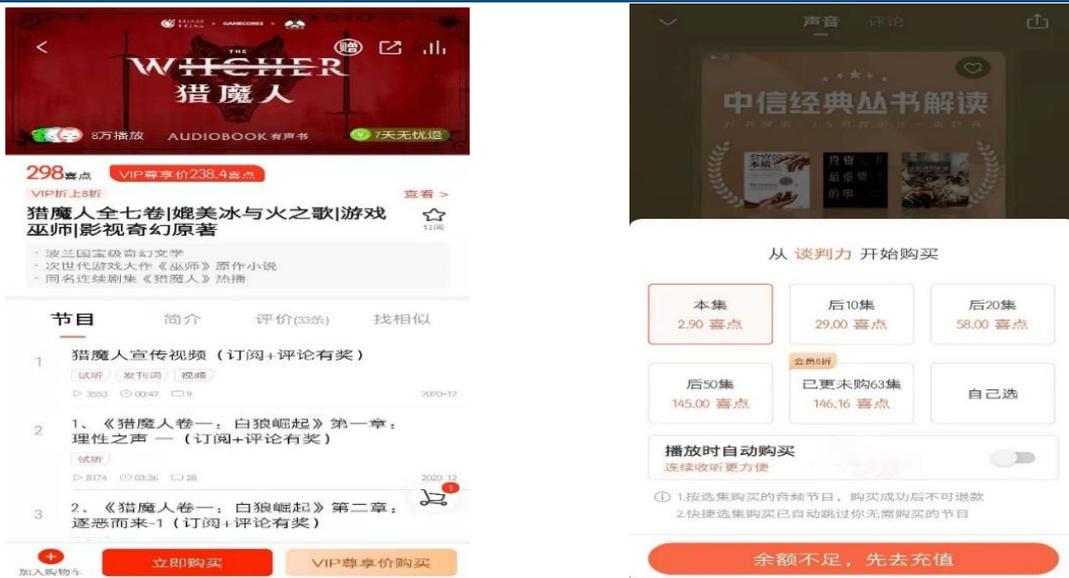
资料来源：喜马拉雅APP，中信建投

此外，公司还与其他平台签订了联合会员计划。订阅联合会员资格的用户可以同时从喜马拉雅和其他平台上获得会员资格。这被认为是两种不同的履行义务，一种是出售喜马拉雅的会员资格，另一种是向其他平台提供代理服务来销售他们的会员资格。公司作为为用户提供喜马拉雅会员资格订阅的负责人，而对于代理服务，喜马拉雅是其他平台的代理，并赢得公司的收益任务收入。确认的收入金额基于其相对 SSP，对每个不同性能义务的价格分配还根据其 SSP 按比例反映了总合同考虑因素的折扣。另一个平台提供的佣金服务被确认为合同收购成本，并记录在合同期不足一年时的销售和营销费用。

## 2、付费按需收听服务

公司通过平台或指定的分销商向用户销售付费专辑。用户可以在线流媒体付费专辑，也可以下载和收听。购买付费专辑的目的是要求提前支付现金，如果客户的流媒体/下载次数低于回复允许的最大数量，可以在购买后 7 或 14 天内退款。平台的大部分内容都可以在个人按需的基础上免费或收费访问。截至 2021 年 3 月 31 日，平台有超过 15000 张可供点播的付费专辑。2020 年每个付费项目平均收费约 63 元人民币。

图表32：喜马拉雅付费按需收听服务



资料来源：喜马拉雅APP，中信建投

付费专辑的内容和在线流媒体服务被视为两种不同的性能义务。由于两者没有直接观察到的 SSP，公司使用了一种成本加成边际法估计付费专辑和流媒体内容的 SSP。分配给内容的交易价格被确认为收入，如果用户可以下载该内容，而分配给流媒体服务的交易价格将被确认为在专辑的预期流媒体期内的收入。

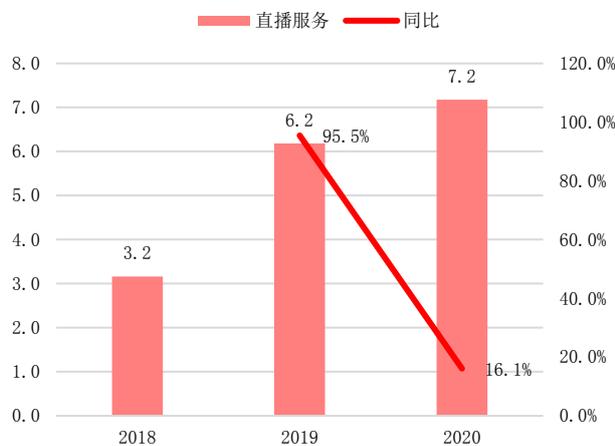
## （二）直播业务

喜马拉雅的直播平台上，直播者和用户可以实现互动。用户可以进入该平台，免费收听电视台的节目。用户可以在平台上购买虚拟货币，并使用虚拟货币获得可消费的虚拟礼物，用于赠送给主机以示支持，也可以购买基于时间的虚拟物品，让用户在指定的时间内享受额外的功能。

直播过程中，公司设计、制作并提供各种虚拟礼品销售给用户，并预先设定销售价格，监控直播内容，确定主播的补偿机制。基于设计的一些补偿机制，喜马拉雅和广播公司共享虚拟礼物的考虑。购买虚拟礼品需预付现金，且不退款。平台还提供尊贵的会员资格，包括虚拟货币和专属特权的组合，这通常是不同的，并作为单独的履行义务。由于不单独出售特权，平台会根据定价策略、市场因素和战略目标来决定独立的销售价格。在某些情况下，广播员会在广播室向用户发送虚拟货币，与用户进行互动，增加他们的受欢迎程度。广播公司发送的虚拟货币是用现金购买的。因此，从虚拟货币中获得的现金将被推迟到用户未来使用其购买虚拟礼物时。

现场直播产生的收入主要包括向用户销售虚拟礼物的收入，与直播内容创造者按比例分配。现场直播收入的增加主要是由于现场直播 MAU 的增长和用户购买虚拟礼物的意愿，这主要是由于平台上提供的实时流媒体内容的质量有所提高。

图表33： 2018-2020 年直播服务收入（亿）



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

图表34： 喜马拉雅直播服务

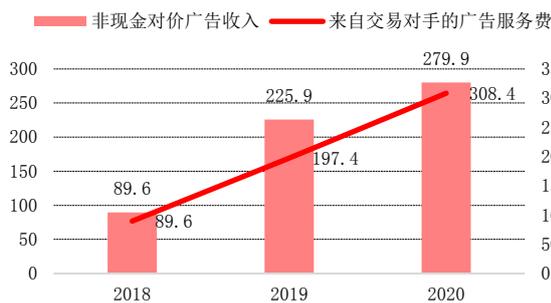


资料来源：喜马拉雅 APP，中信建投

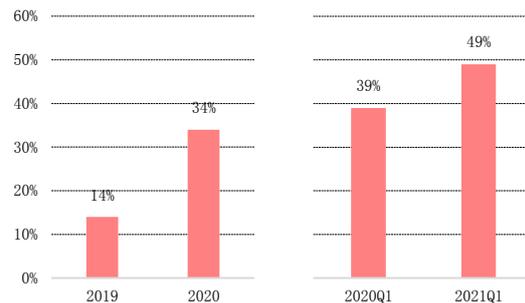
## （三）广告业务

广告业务收入主要来自展示广告、音频代言和品牌促销活动。平台上的广告通常以显示期间的千次印象数为基础，并以指定广告器的类型分类服务、价格、插入日期和印象数量签订广告合同。显示广告收入根据显示发生时的合格显示的数量（输出方法）进行确认。同时，根据购买数量向广告商或广告公司提供折扣和回扣的销售奖励。

另一方面，公司一直从事某些广告易货交易，主要涉及广告服务的非现金交易。通过易货交易，公司将广告地点货币化，为第三方交易对手提供一个渠道，有效地利用他们的广告地点来促进公司的业务。公司根据对易货合同是否会导致未来现金流发生变化的评估，确定易货交易是否具有商业实质。公司根据从交易方收到的广告服务的独立销售价格，以公允价值衡量合同开始时的非现金对价。当所提供的广告服务的独立销售价格比所收到的广告服务的价格更可靠时，公司就使用广告服务所提供的独立销售价格作为所收到的广告服务的独立销售价格的代理。易货交易的广告收入计入服务转移和收到的服务的广告费用。

**图表35： 分类别广告收入（百万元）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

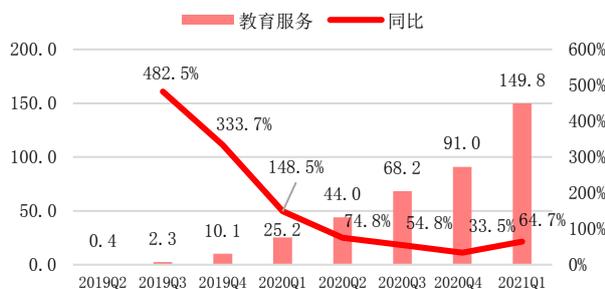
**图表36： 程序性广告收入占比（%）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

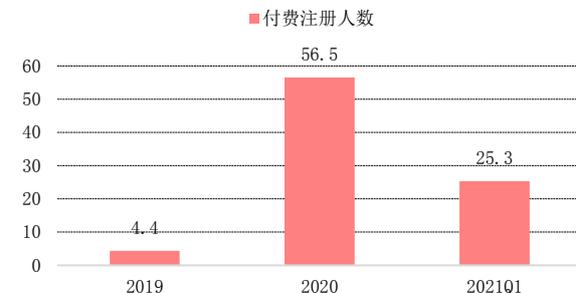
程序性广告占比不断增加，成为广告业务新的增长极。在2019年推出了程序性广告，自动跟踪和投入资源到用户基础更大和增加的平台，以实现最优化的广告投放结果。自从公司引入程序性广告以来，对广告收入的贡献不断增加，程序性广告产生的广告收入占广告总收入的百分比从2019年的14%增加至2020年的34%。在截至2020年和2021年一季度，这一比例也从39%上升到49%。公司希望能进一步增加程序性广告比例，以改进程序性广告的目标定位和有效性。

#### （四）教育业务

公司在平台上针对不同的用户群提供深度定制的教育产品，并从中产生收益。根据观察到的用户的各种需求，孵化了一系列教育产品。例如，为0-12岁用户提供以教育为重点的学习服务、专业训练营和职业培训，以及为企业设计的提供工作场所和技能培训的培训项目。其销售模式与按需付费听力服务模式相同。2020年付费注册人数呈现大规模增加，2021年一季度仍保持高速增长态势。

**图表37： 2019Q2-2021Q1 教育服务收入（百万）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

**图表38： 牛津阅读树付费注册人数（万）**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

自2019年7月以来，公司与牛津大学出版社(Oxford University Press)合作，以牛津阅读树(Oxford

reading Tree)为内容，制作在线阅读课程和电子书。牛津阅读树是英国和世界各地的学校使用的一个成熟的英语学习项目，目标是3-8岁的儿童。为了更好地为中国用户提供全面的学习体验，节目不仅包括内容叙事，还提供了数字版本的阅读材料。

图表39：牛津阅读树



资料来源：喜马拉雅APP，中信建投

图表40：职业培训类课程

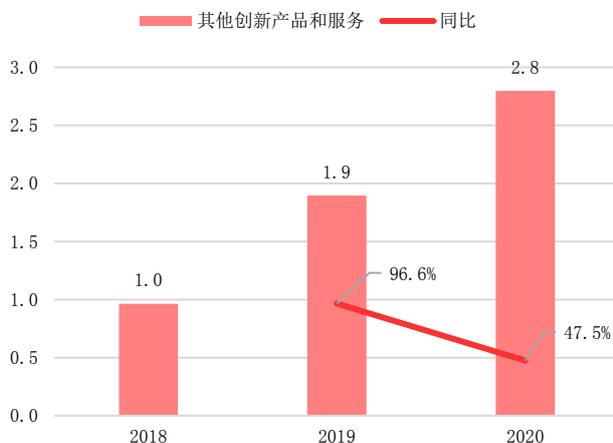


资料来源：喜马拉雅APP，中信建投

## （五）其他创新服务业务

公司从其他各种渠道获得收入，如销售内部开发的物联网设备、文化和创意知识产权衍生作品、定制的试听服务、电子商务和音频转文本出版。当智能设备通过分销商销售给最终用户时，分销商是向最终用户销售智能设备的主体，分销商是智能设备的主要义务人，并承担库存风险。当智能设备销售产生的收入交付给用户并将控制权传递给用户时，公司将计入并确认智能设备销售产生的收入(扣除折扣和退货补贴)。公司提供一年的标准产品保修，产品将在正常使用下运行。在确认收入时，对未来保证费用的估计作为收入成本的一个组成部分记录。根据历史经验和从储备中扣除的任何实际索赔要求，定期监测所设立的储备金。当产品的控制权传递给用户时，确认来自其他创新产品的收入。

图表41：2018-2020年其他创新服务收入（亿）



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

图表42：智能AI音箱小雅



资料来源：公司官网，中信建投

## （六）发展战略

公司未来的发展策略主要包括：

**1) 继续丰富内容提供，增强内容创造能力：**与更多的顶级出版商、在线文学平台、内容创造者进行版权许可和合作，并继续基于这些受版权保护的内容资源制作高质量的音频内容；将努力进一步探索多种创新内容形式的孵化，包括但不限于音频改编节目、音频电视剧、音频漫画等；不断细化内容提供的粒度，进一步扩大内容类型，为用户提供更多样化和定制的内容服务；邀请更多有才华的用户作为内容创作者参与平台；继续完善内容创作者培养和支持项目。

**2) 基于用户需求不断优化产品和服务体验，让用户更方便的访问他们想要的内容，并增长用户基础：**继续采用多层产品组合和定制内容；优化用户体验，提高喜马拉雅手机应用在这些市场的普及率；加强产品和内容类型；通过其他创新产品和服务进一步扩大用户基础；培养一个社区，通过丰富的兴趣分享和社交功能，加强用户、主机和粉丝圈之间的互动，进一步提高用户粘性。

**3) 继续推进下一代技术、人工智能和大数据功能：**不断开发专有的人工智能技术和大数据分析能力，增强创新能力，提高运营效率。通过优化自动语音识别(ASR)和自然语言处理(NLP)技术来实现更高效的内容创建、内容推荐和传递；不断加强文本到语音(TTS)技术，批量生产音频内容，为用户、内容创造者、广告商和音频生态系统中的其他合作伙伴创造长期可持续的价值。

**4) 通过持续创新提供独特的价值主张：**计划继续加强会员特权，并提高支付比率。通过不断优化和创新广告服务产品来实现广告客户群的持续增长；通过产品、内容和服务模式的创新，不断增加广告库存和库存填充率；利用人工智能算法和大数据，将基于性能的广告与音频内容和最终用户更准确地匹配，从而提高广告投放的效率和投资回报；探索创新形式，将广告与音频内容无缝结合，同时保留品牌的调性。

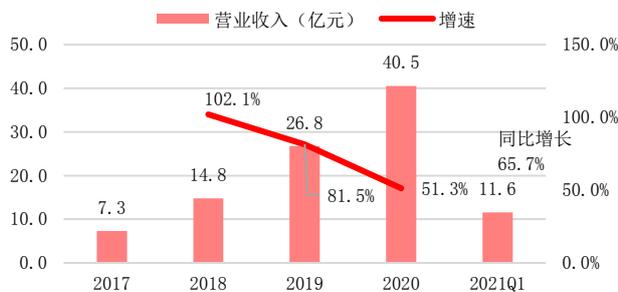
**5) 为终身学习提供解决方案，推动教育生态系统的发展和繁荣：**持续提供不局限于音频格式的、贯穿用户生命周期的、量身定制的、深度的教育服务，满足用户的个性化需求，丰富教育生态圈。

## 四、财务分析：收入来源稳定，销售引流作用明显

### （一）营业收入及结构

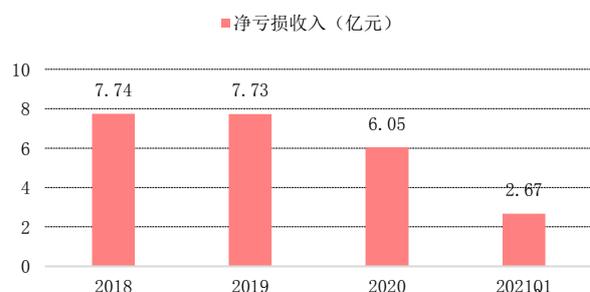
喜马拉雅营业收入保持稳定增长，公司虽持续亏损但情况逐渐好转。从公司整体的经营情况来看，营业收入方面，近几年，喜马拉雅的营业收入保持稳定增长，增速保持在 50% 以上，增速较快。招股书报告期间，喜马拉雅的营收从 14.75 亿元升至 40.5 亿元，年复合增长率达 65.70%。公司 2021 年一季度营收为 11.6 亿元，同比增长 65.2%。净亏损方面，公司近三年及 2021 年一季度持续亏损，过去三年净亏损合计超 21 亿元。2021 年一季度净亏损同比有所收窄，由 2020 年同期 2.83 亿元减少至约 2.67 亿元，公司亏损情况逐渐好转。公司认为其业务经营取得较好成果的原因在于：中国整体经济增长和人均可支配收入水平，中国消费者消费和为高质量音频内容付费的意愿不断增强以及移动互联网的使用和普及等因素的影响。

图表43：喜马拉雅 2017-2021Q1 营业收入及增速



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

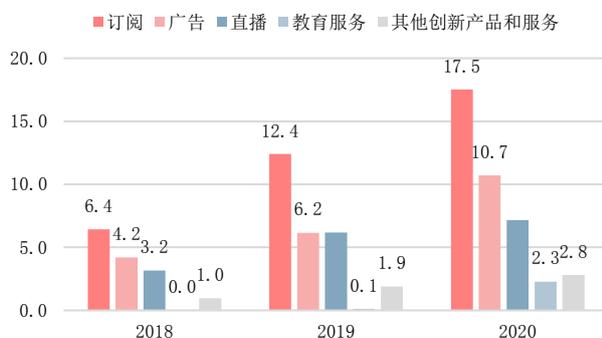
图表44：喜马拉雅 2018-2021Q1 净亏损



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

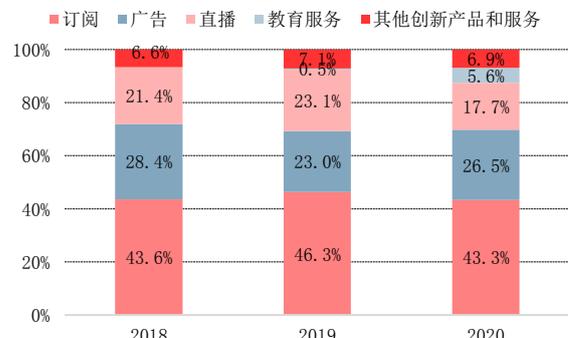
付费订阅、广告、直播、教育服务以及其他创新产品和服务是主要收入来源，其中付费订阅收入占比最高。从公司业务来看，公司的收益主要来自付费订阅、广告、直播、教育服务以及其他创新产品和服务。其中订阅收入占比最高，付费订阅在 2020 年营收超过 17 亿元，占总营收的比重达到 43.3%，是喜马拉雅营收的主要来源。收入贡献占比第二的是广告收入，2020 年营业收入 10.71 亿元，占总营收的 26.5%。直播收入贡献略逊于广告收入，但是也基本稳定在 20% 左右。教育服务和创新产品服务两类业务作为新的业务心态，目前在总营收中占比较低。

图表45：喜马拉雅分项业务营收 (亿)



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

图表46：喜马拉雅分项业务营收占比

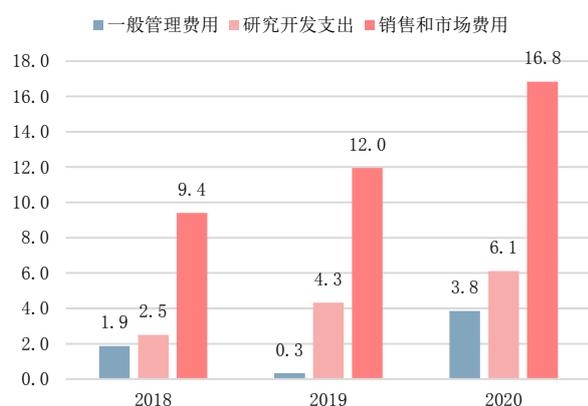


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

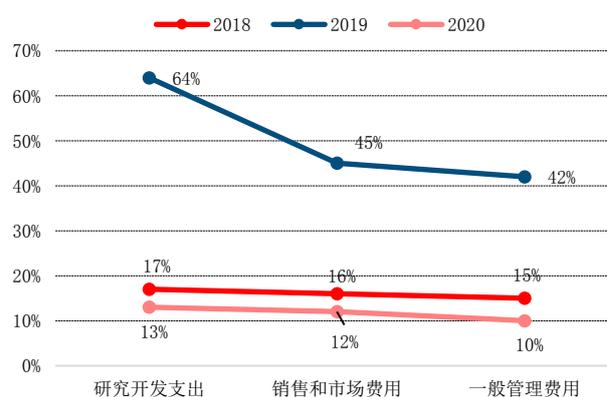
## （二）成本费用支出及结构

近三年营业费用不断攀升，销售和市场费用支出占比最高。喜马拉雅招股书中解释道，公司持续亏损是由于较高的营业费用和销售费用支出。喜马拉雅营业费用主要由研究开发费用、销售和市场费用、一般管理费用三个部分。从绝对数量上看，营业费用整体均呈现上升趋势，2020年总营业费用高达26.33亿元，其中销售和市场类费用占比最高，达到总营业费用的40%左右。

图表47：喜马拉雅营业费用支出（亿）



图表48：喜马拉雅营业费用各项支出占比

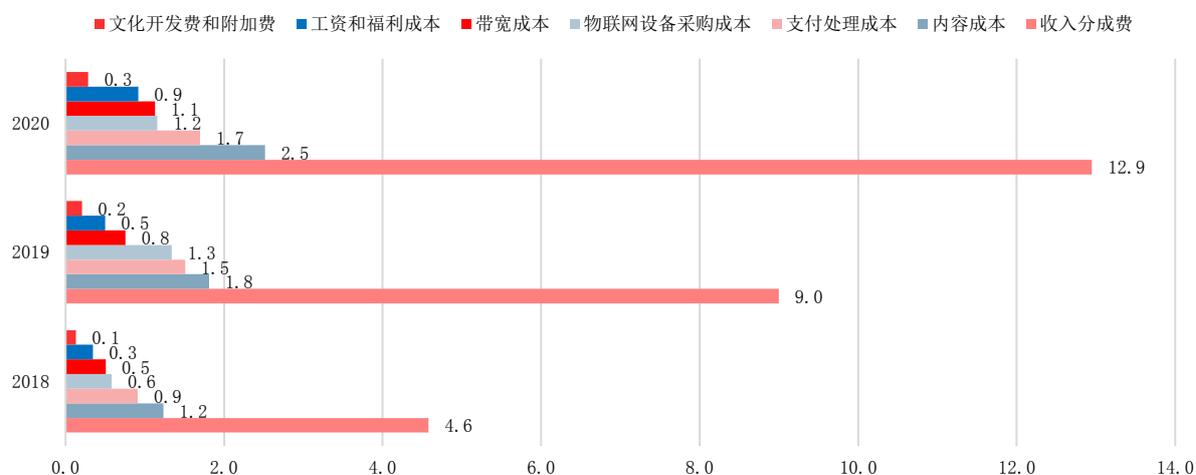


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

资料来源：喜马拉雅招股书，中信建投

营业成本中收入分成费用占比最高，远超其他成本类型。喜马拉雅营业成本主要包括收入共享费、内容成本、支付处理成本、物联网设备采购成本、带宽成本、工资和福利成本、文化开发费和附加费等其他成本。招股书显示，公司的主营成本中占比最高的是付给内容创作者的节目收入分成和内容购买成本。其中收入分成在2018-2020年分别为4.6亿元、9亿元和12.9亿元，占比分别为31.0%、33.6%和32.0%；而内容购买部分为1.2亿元、1.8亿元和2.5亿元，占比为8.3%、6.8%和6.2%。

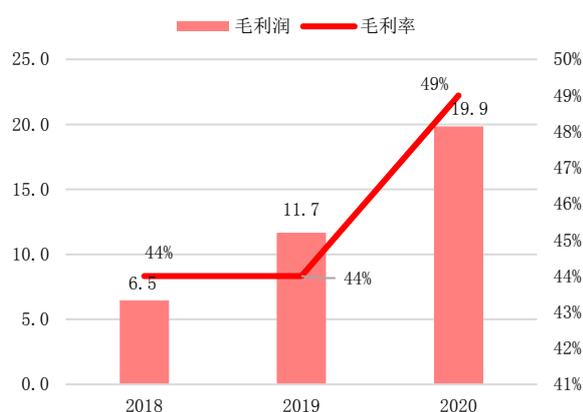
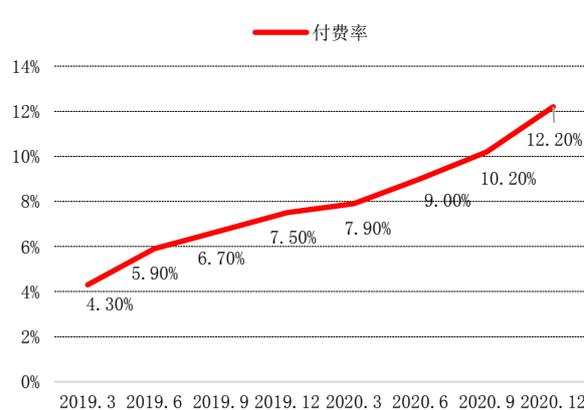
图表49：喜马拉雅收入成本支出（亿）



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

### (三) 毛利润及盈利空间

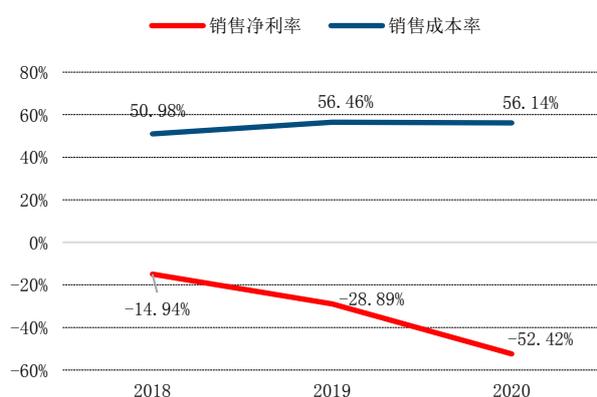
毛利润及毛利率整体增长，部分原因是由于用户付费率的提高。喜马拉雅近三年毛利润整体增长，2020年疫情“黑天鹅”给在线音频行业带了一定的发展机遇。毛利润从2019年的11.657亿元人民币增长到2020年的19.853亿元人民币(约合3.043亿美元)，毛利润增长高达70.3%，毛利率从44%提高到49%。毛利润快速增长的一个重要原因是喜马拉雅用户付费率的提高，2020年12月用户付费率从2019年同期6.7%提高至12.2%。

**图表50：喜马拉雅近三年毛利润（亿）**

**图表51：喜马拉雅用户付费率**


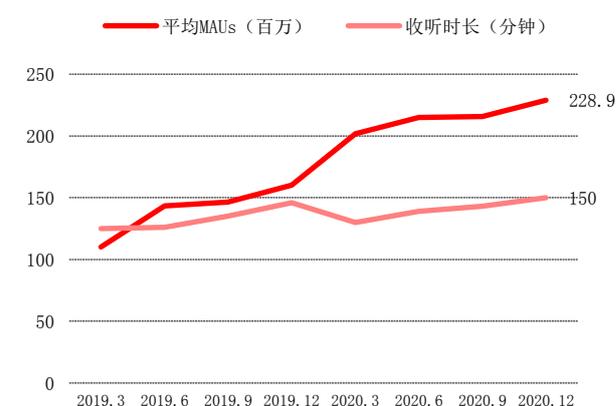
资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

近三年销售净利率趋于下降，销售成本率居高不下。随着喜马拉雅销售成本的逐渐攀升，单位销售收入带来的利润水平逐渐下降，从2018年的-14.94%下降到2020年的-52.42%，销售净利率始终保持在负值状态，企业盈利能力面临较大压力。销售成本的提高带来月活跃用户规模、收听率逐渐提升，反映了喜马拉雅销售成本起到了一定的正向引流作用。公司未来盈利能力和利润空间取决于销售成本和相应引流用户收入的对比情况。

**图表52：喜马拉雅近三年销售净利率和销售成本率**


资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

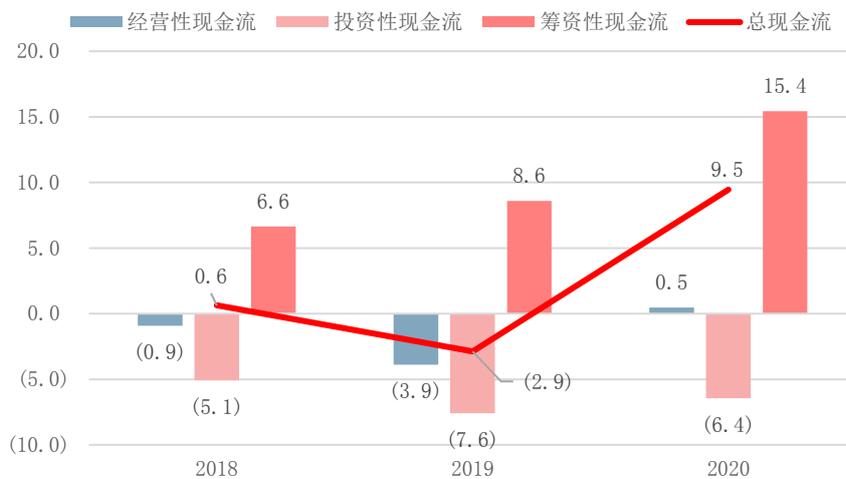
**图表53：喜马拉雅平均 MAUs 和收听时长**


资料来源：喜马拉雅招股书，中信建投

## （四）现金流量情况

公司经营活动现金净流出收窄，业务逐渐过渡至稳定发展阶段。2018-2020 年间，公司经营性现金流量净额从净流出 9 千万逐步转向净流入 5 千万，预示着公司从依赖融资维持日常经营的状态正在逐步过渡到主营业务实现正向盈利的良好经营状态。2020 年用于投资活动的现金为 6.4 亿元，主要原因是购买短期投资 80.6 亿，购买许可内容等无形资产 2.44 亿元，购买固定资产 4.74 千万，购买长期投资 3.29 千万等项目。

**图表54： 喜马拉雅 2018-2020 年现金流量净额（亿）**



资料来源：喜马拉雅招股说明书，中信建投

## 风险提示：

知识产权获得风险；版权侵权风险；技术迭代风险；持续亏损风险；经营风险；国际扩张风险；法律法规风险；监管许可风险。

## 分析师介绍

**孙晓磊：**海外研究首席分析师，北京航空航天大学硕士，游戏产业和金融业 5 年复合从业经历，专注于互联网研究，对腾讯、网易、阿里、美团、阅文等互联网巨头有较为深入的理解。2019 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2020 年新财富港股及海外最佳研究团队第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
电话: (8610) 8513-0588  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk