

证券研究报告

2021年12月17日

海外行业报告 | 行业深度研究

喜马拉雅：深耕“耳朵经济”，场景生态打开用户空间

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

联系人 曹睿



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

喜马拉雅：中国最大的在线音频平台

喜马拉雅是目前国内最大的在线音频平台：公司以“用声音分享人类智慧，用声音服务美好生活”为使命，为声音内容创作者和用户搭建了互相链接交互的平台。

UGC+PGC+PUGC完善布局，打造内容生态壁垒：2020年,平台PGC和PUGC内容活跃创作者分别有2100及4600名,UGC内容活跃创作者则有515万名，平均每天上传内容超过30万。截止到2021年6月已经形成了涵盖98个类别、时长总计4000余年的庞大内容库。

音频行业：互联网巨头加速布局，长音频商业化未来可期

长音频市场规模与用户渗透率高速增长：2016-2020年中国在线音频市场复合增长率为69.4%，未来5年复合增长率有望实现51.3%。此外，IoT发展与知识付费习惯将驱动MAU、ARPU双增长，播客广告将成为第二增长曲线。

互联网巨头加快长音频布局，喜马拉雅龙头地位稳固：近年国内外巨头加速布局长音频，我们认为音频可为短视频提供有效补充（使用场景、情感需求）。目前已形成喜马拉雅全面发展、断层领先，蜻蜓、荔枝、懒人畅听、番茄畅听各有侧重，追随其后的行业格局。

成长逻辑：用户数和付费率齐升，场景生态打开变现空间

多维度实现MAU增长：“一家人”战略和用户下沉打开MAU增长空间；IoT新终端和场景将为用户增量创造条件。

多方位驱动付费率提升：对标美国音频市场高付费率，且考虑到用户日益增长的自我提升需求驱动“知识付费”，加上平台内容不断优化，我们认为长期将打开喜马拉雅付费率增长空间。此外，喜马拉雅有望通过深挖声音社交和“陪伴”属性，提高付费点播频次，增加用户粘性，推动ARPU值提升。

风险提示：在线音频服务用户付费率提升不及预期的风险，版权成本持续增长的风险，行业监管趋严的风险，其他形式的互联网娱乐冲击造成的业务发展不及预期的风险。

1.喜马拉雅：中国最大的在线音频平台

2.音频行业：互联网巨头加速布局，“一超多强”格局趋稳

3.核心逻辑：用户数和付费率齐升，场景生态打开变现空间

1.1 喜马拉雅：依托独特PUGC生态，多元发展战略领跑长音频

- 喜马拉雅是目前国内最大的在线音频平台。公司以“用声音分享人类智慧，用声音服务美好生活”为使命，为声音内容创作者和用户搭建了互相链接交互的平台。公司2020年收入达40.76亿元，同比增长51%。截止到2021年6月，喜马拉雅平均月活跃用户数量达到2.62亿，移动端总收听时长占有率达到70.9%，均为业界第一。
- UGC+PGC+PUGC内容生态完善：2020年,平台PGC和PUGC内容活跃创作者分别有2100及4600名,UGC内容活跃创作者则有515万名。截止到2021年6月已经形成了涵盖98个类别、时长总计4000余年的庞大内容库。



APP图标	名称	用户群体
	主应用版	所有用户
	极速版	下沉用户
	儿童版	父母及儿童
	企业版	企业用户



资料来源：喜马拉雅招股书，新浪微博喜马拉雅账号，Questmobile，天风证券研究所

1.2 发展历程：坚持“用声音创造价值”，深耕“耳朵经济”潜能

- 从UGC起家，后用PGC内容引流→喜马拉雅培育积累的大量PUGC、UGC创作者



资料来源：喜马拉雅招股书，Quest Mobile, 天风证券研究所

1.3 股权结构：阅文、小米、索尼音乐为战略投资者

- 喜马拉雅创始人、CEO余建军先生为最大股东，持股13.53%，且股票类型为B类股。
- 小米为一家以由**物联网平台**连接智能手机及智能硬件为核心的电子产品消费类及智能制造的公司，对拓展收听场景有重要意义，持有公司3.4%股份。
- 阅文集团为中国领先的**网络文学及IP孵化平台**，是公司重要的版权合作方，对内容生产有重要意义，持有公司3.1%股份。
- 索尼音乐娱乐公司是世界领先的**音乐唱片公司**，对内容生产有重要意义，持有公司1.5%股份。

表：喜马拉雅重要股东

股东姓名/名称	进入时间	占比
余建军先生	2012年	13.5%
陈宇昕女士	2012年	13.4%
熊明旺先生	2015年	10.7%
Trustbridge Partners VII, L.P.	2015年	7.5%
腾讯控股有限公司	2015年	8.5%
小米集团	2016年	3.4%
阅文集团	2015年	3.1%
索尼音乐娱乐公司	2020年	1.5%

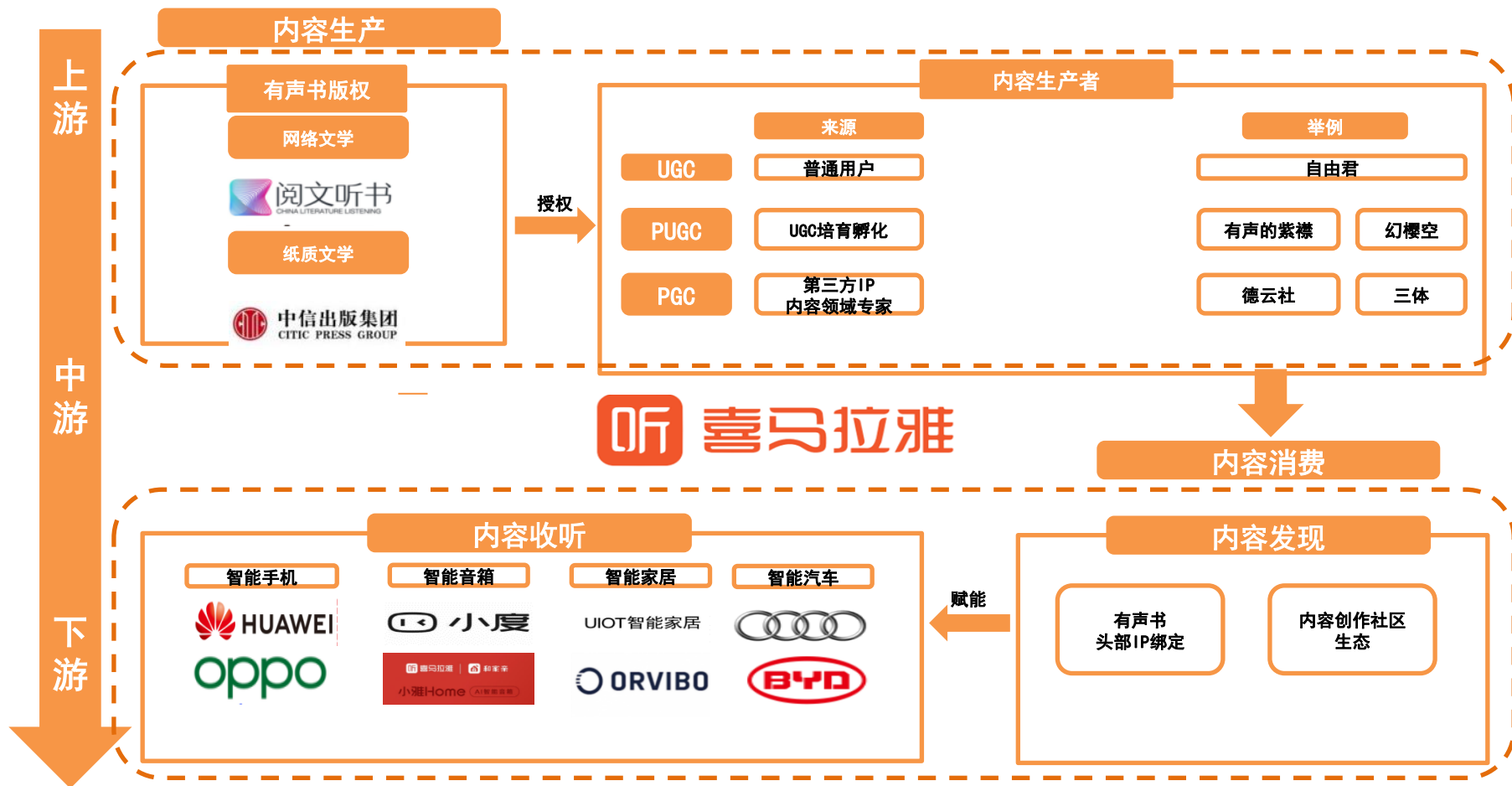
数据截止至2021年5月（招股书发布日期）

图：喜马拉雅融资历程



资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所

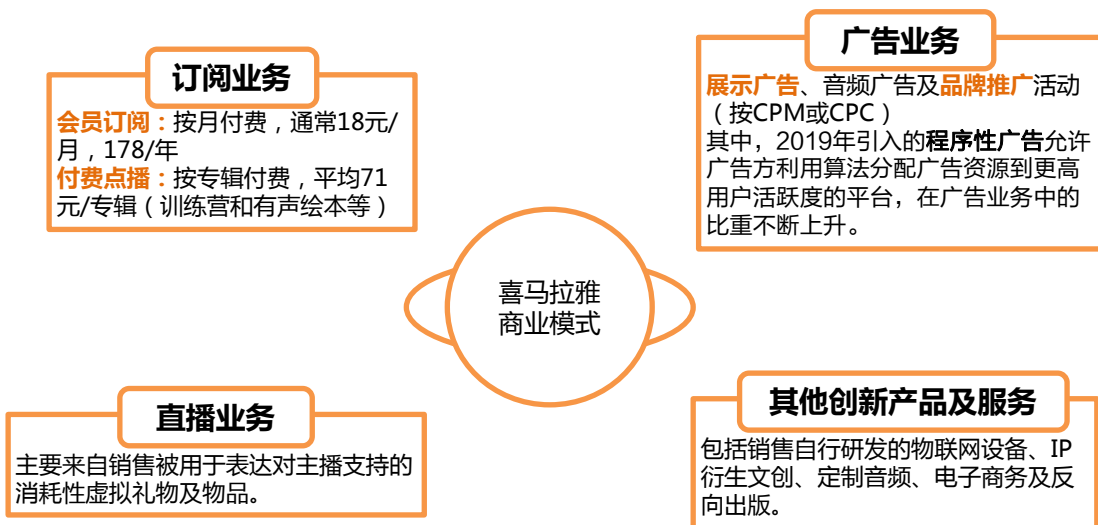
1.4 理解喜马拉雅产业链：上游较分散，分发渠道多元化



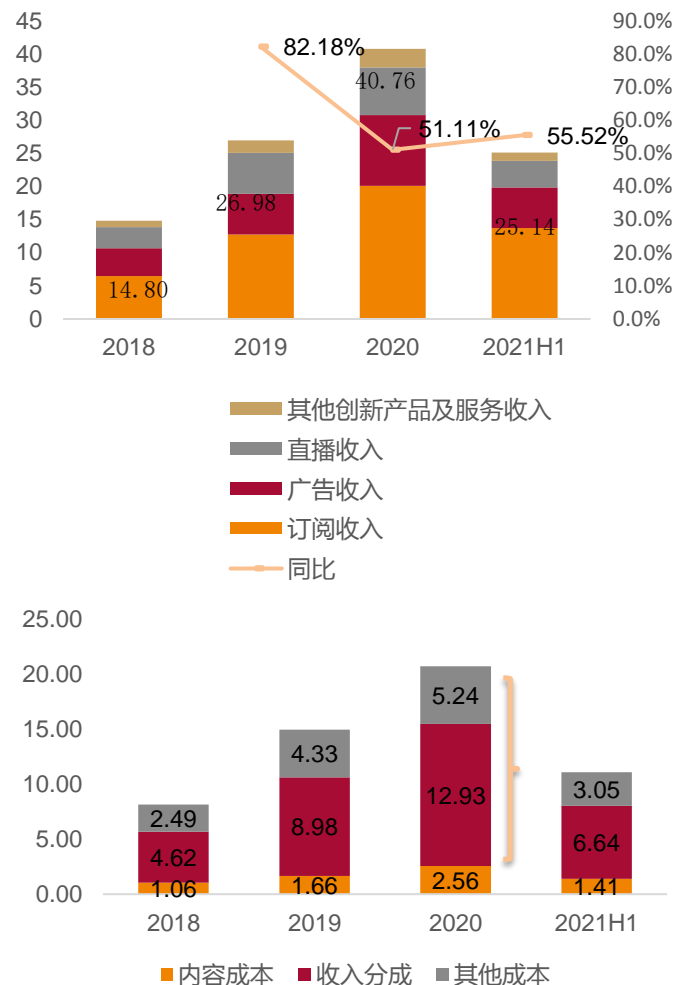
资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所

1.5 商业模式：以订阅和广告驱动为主

- 喜马拉雅变现方式以订阅（会员订阅和付费点播收听）和广告为主，还包括直播以及其他创新产品和服务。
- 2018-2020年收入从14.8亿增长到40.76亿，CAGR达66%，主要由于订阅收入快速上升且广告价值不断提高。订阅业务占收入比重由2018年的44%，提升至2021年上半年的55%（受到MAU和付费率双驱动）。
- 给创作者的收入分成构成了主要营业成本（2021H1占营业成本的60%）。平台营业成本主要包括向第三方IP和制作者支付的收入分成、以版权许可摊销为主的**内容成本**以及第三方支付平台收取的支付手续费等。

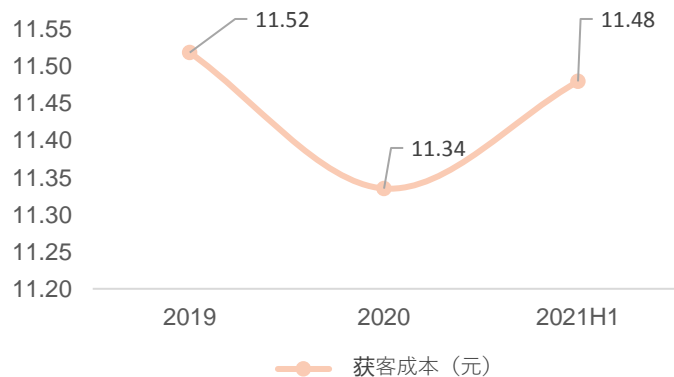


图：喜马拉雅收入及成本拆分（亿元）

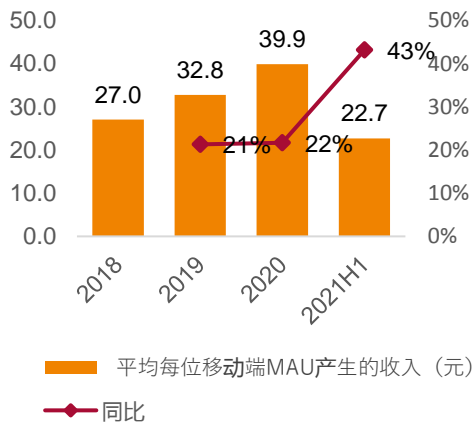
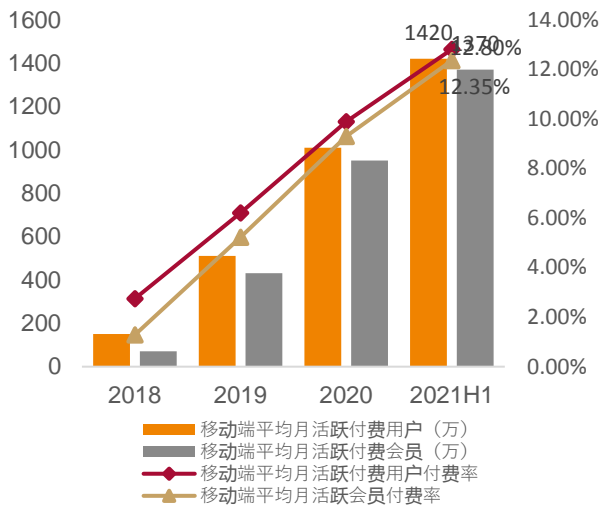
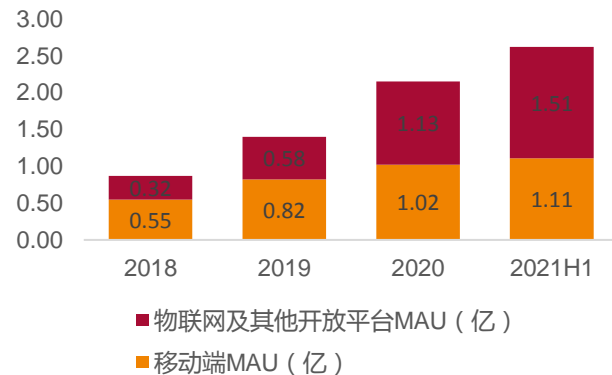


资料来源：喜马拉雅招股书（以上占比均为2021H1数据），喜马拉雅APP，天风证券研究所

1.6 核心运营数据

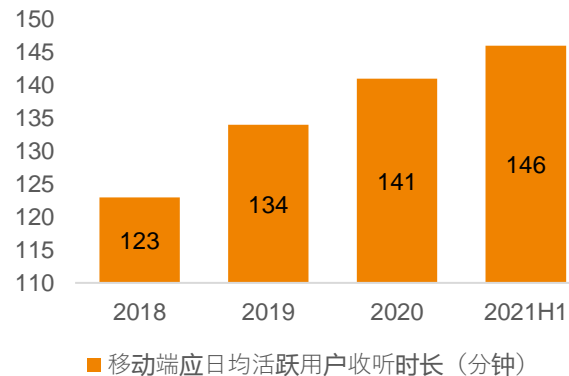


营销投入以较高效率实现路人盘向新用户转化



活跃用户向付费用户转化，用户价值高效变现；用户付费意愿稳步提升。2019年的活跃付费会员中，仍留存为2020年的活跃付费会员的比例为70.30%。核心会员留存高，平台具备长效吸引力。

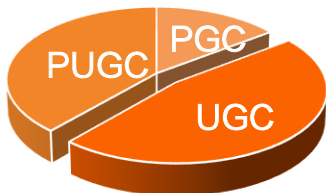
2020年，中国在线音频行业移动端日均活跃用户收听时长为117.4分钟。而喜马拉雅日均收听时长达140分钟以上，超过行业平均水平，用户参与度高，拉动平台活跃度。



资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所

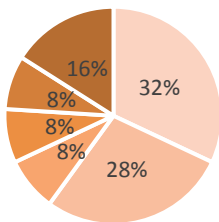
1.6 核心竞争力：独特的内容生态壁垒（创作者端）

- 生态难复制，且需要长时间积累



2021H1收听时长占比

2020年，平台有约**520万**活跃内容创作者。最受用户偏好的内容为有声书、相声评书。



- 有声读书
- 相声评书
- 音乐
- 新闻头条
- 儿童内容
- 其他

喜马拉雅用户收听内容占比



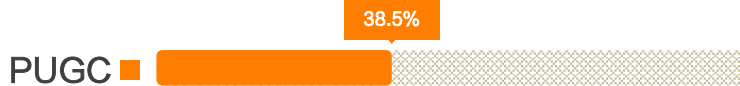
PGC

专业内容，授权发布 - 头部内容生态

截止20年末，与**140**余家头部出版社、**90**余家头部网络文学平台、大量内容生产者及KOL合作。

优势：版权积累，丰富专业、热门内容，扩大品牌知名度。

平台供给：版权，专业演播者



PUGC

专业用户生产内容 - 广度与专业结合

自UGC生态中培育孵化，平台独创模式累计约**6600** PUGC创作者

优势：质量与多样性兼得，激励创作者，提高留存率。

平台供给：版权，培训，推广



UGC

普通用户自产，原创音频内容 - 最具活力的内容生态

积累超过**1250万** UGC创作者、**2200万** 专辑。

优势：提供多元长尾内容，提升用户参与度

平台供给：简单易用的创作与发布工具



三体



德云社

头部内容的壁垒体现在：
有声书类：签版权能力+制作音频能力



有声的紫襟

粉丝1800万，节目收听量570亿次。



幻樱空

粉丝400万，节目收听量52亿次。

播客类：主播资源和厂牌



自由君：粉丝超过38万，其播客收听量约7930万次。

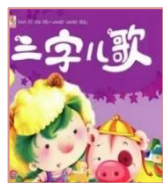
资料来源：喜马拉雅招股书，头豹研究院，粉丝数据截至2020.06.30，天风证券研究所

1.7 核心竞争力：全年龄段+全品类覆盖（内容端）

我们的一辈子



《怀孕每日小知识》
496.8万



《0-3岁幼儿语言开发三字儿歌》
6959.9万



《小月姐姐 儿童必听情商睡前故事》
3.6亿



《随口说美国》
5409.1万



《平凡的世界》
2.6亿



《德云社相声精选集》
5.9亿



孕育期



婴幼儿



儿童



青少年



成年



老年

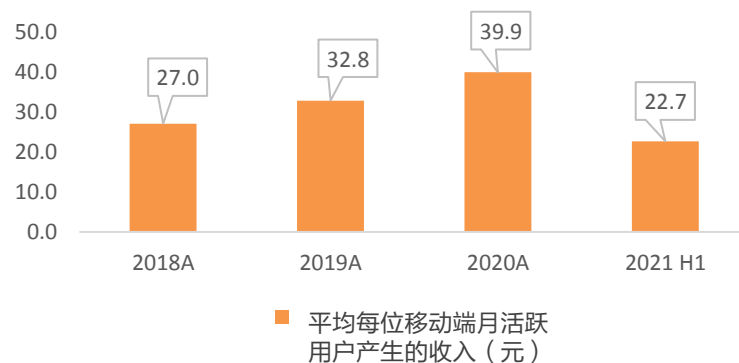
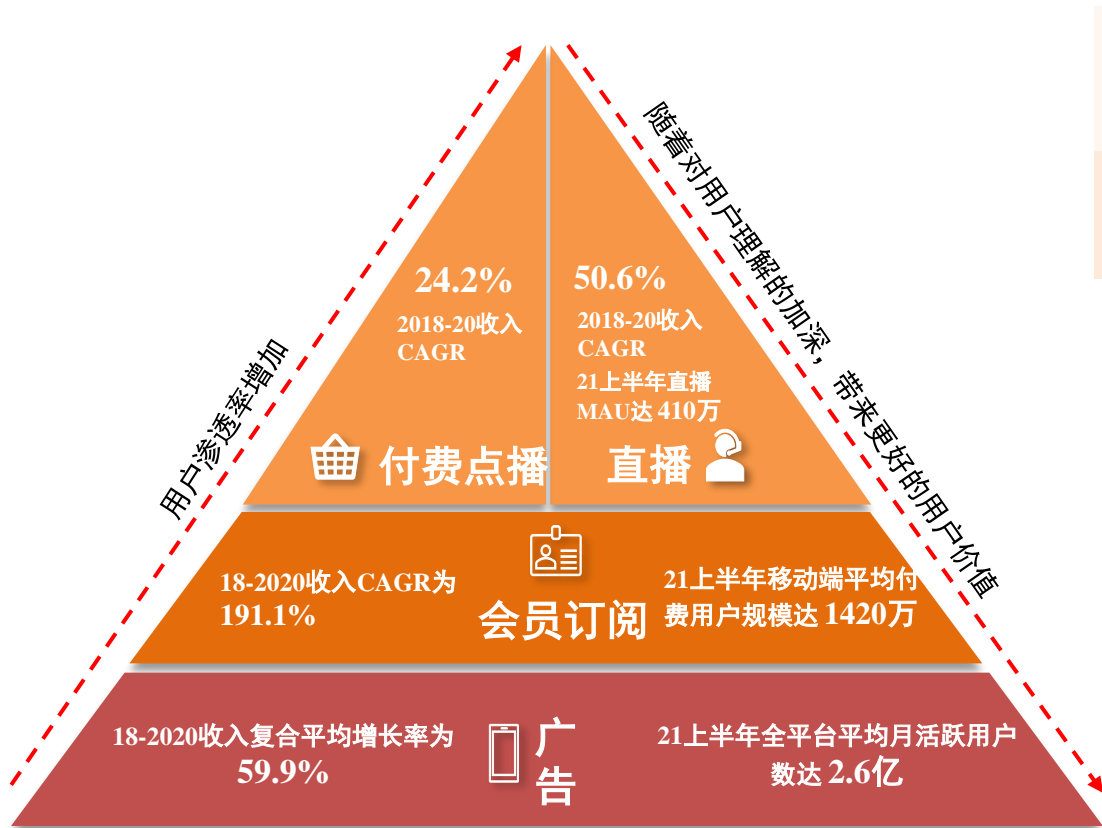
我们认为音频平台内容布局的全面性是吸引并留住用户的先决条件，也是商业化的前提。

从内容形式看，喜马拉雅内容形式多样，包括有声书、泛娱乐（相声）、播客、在线课程和音频直播。

从内容品类看，品类多元，满足不同需求。截至2021年6月30日，喜马拉雅拥有超过**2.9亿**条音频内容，广泛涵盖个人成长、人文历史、亲子情感、商业财经、娱乐内容等**98**个品类。

资料来源：喜马拉雅APP截图，喜马拉雅招股书，天风证券研究所

1.8 核心竞争力：多元变现渠道，且物联网端变现空间尚待开拓



平均每位移动端月活跃用户产生的价值，从2018年的27元增长至2020年的39.9元

资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所

1.喜马拉雅：中国最大的在线音频平台

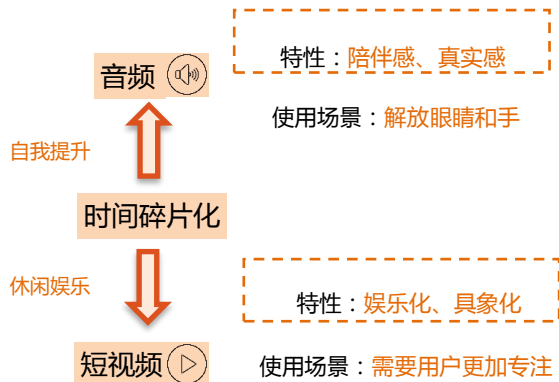
2.音频行业：互联网巨头加速布局，“一超多强”格局趋稳

3.核心逻辑：用户数和付费率齐升，场景生态打开变现空间

2.1 行业：音频不能被短视频所取代

用户需求角度：

- 1、**情感需求音频带来的陪伴感和真实感是无法替代的：**总体而言，短视频主要提供的价值仍为快而浅层的高频刺激。情感电台、ASMR等强调情感共鸣和真实感的节目仍以音频为载体；
- 2、**音频可以解放眼睛和手，开启多线程任务模式：**观看短视频时，用户的注意力需要集中在短视频内容上，而音频的使用不需要视线的集中及手部操控；
- 3、**短视频难以满足自我提升的需求：**受限于短时长的本质，短视频难以提供系统性的个人成长类内容。反观长音频平台，广泛的个人成长类内容受到用户青睐。



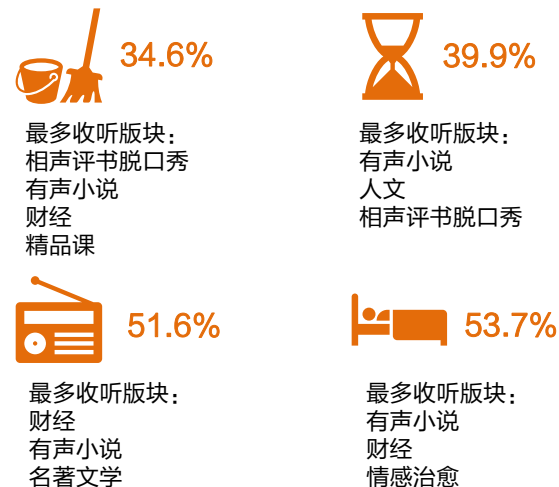
场景角度：

- 1、**主要为乘坐公共交通、无事闲暇和做家务时**
- 2、**开车/自驾（美国的重要场景）：**出于安全考量，驾车时用户的娱乐需求难以依靠短视频解决。
- 3、**睡前：**短视频偏向于提供使用户兴奋的内容，并通常无法后台播放、需要用户集中在屏幕上。音频内容则允许用户闭眼收听，并且具有众多针对睡前场景打造的特制内容。



注：总使用时长由喜马拉雅、番茄畅听、蜻蜓FM、懒人畅听、樊登读书、荔枝、凯叔讲故事、得到、小宇宙共9家长音频平台用户数据加总得到。
单位：分钟

图：在线音频用户场景



资料来源：头豹研究院，Questmobile，36氪公众号，喜马拉雅招股书，天风证券研究所

2.2 行业：音频能挣钱吗？

从商业化角度，传统的音乐平台（TME、网易云音乐）仅通过在线音乐业务变现艰难，本质是批发业务，利润空间小。且主要是由于歌曲时长以3-5分钟为主，插播广告十分影响用户体验。我们认为，目前音乐/音频上市公司中（荔枝、TME、网易云音乐）唯一盈利的TME主要依靠社交娱乐板块（直播、Live）业务。

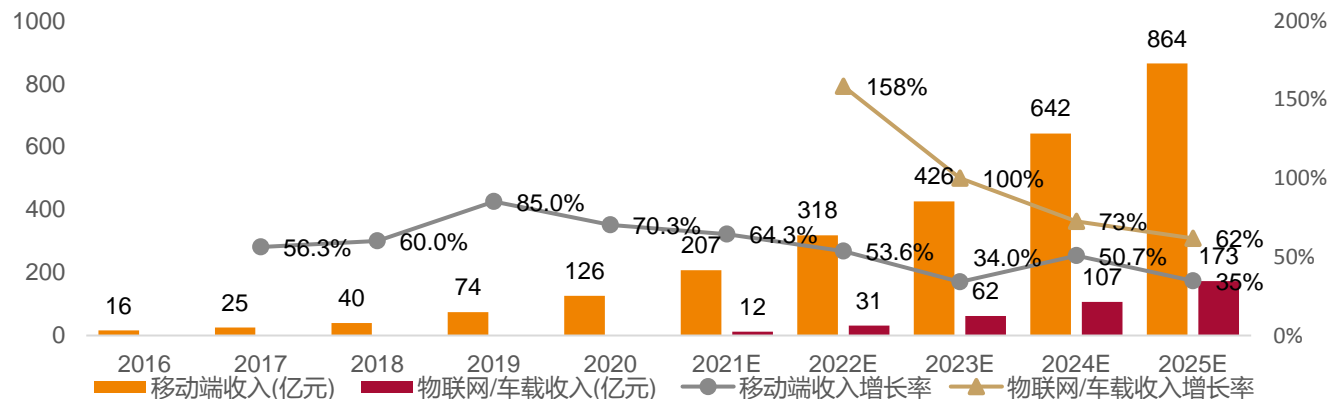
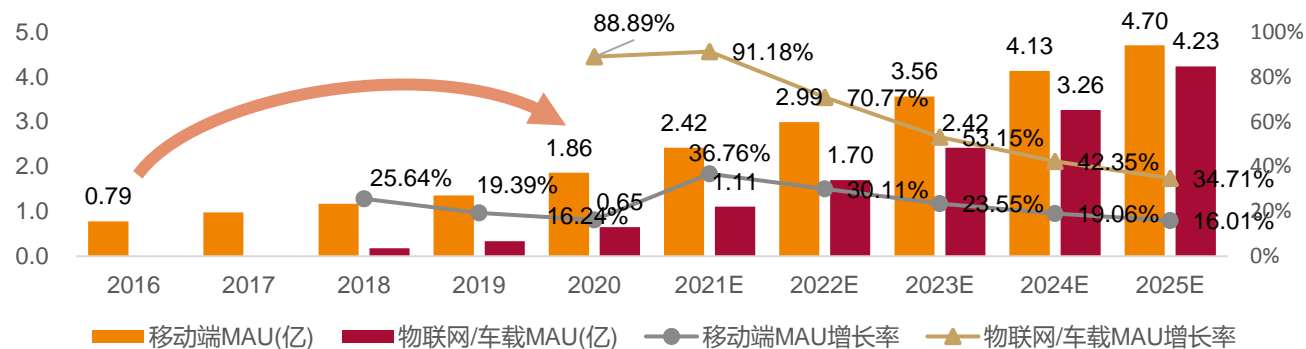
我们看好音频平台的商业化潜力，播客成为第二增长曲线。音频平台区别于音乐平台，人均单日使用时长更长，更容易插播广告。且相对于视频平台来说，内容是深度结构化的，更易对消费者进行认知教育。尤其是新的播客业务，用户对主播粘性高+storytelling特性与品牌营销的契合度，未来通过播客变现的空间值得期待。

目前播客的变现模式包括：贴片广告、音频付费、企业定制播客及周边等。



资料来源：36氪公众号，中欧商业评论，新浪，搜狐，动点科技，界面新闻，雷递公众号，Wind，天风证券研究所整理

2.3 长音频市场规模与用户渗透率高速增长：IoT发展与知识付费习惯驱动MAU、ARPU双增长



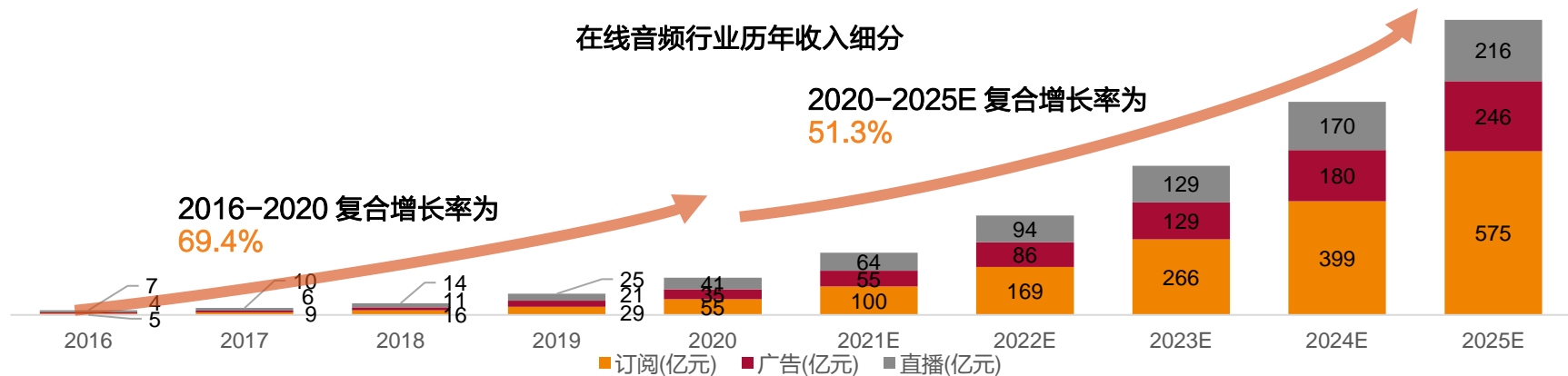
- 市场规模：2020年中国在线音频市场的收入131亿元/CAGR67.9%；
- 行业增长：2020-2025，CAGR为46.9%
- **对标美国**，中国长音频行业的市场规模和渗透率还有一定的上升空间
- 2020年，美国在线音频渗透率为47%，收听音频和音乐的比例为1:1.4；中国的在线音频渗透率仅为16.1%，收听音频和音乐的比例为1:3.5。

行业driver:

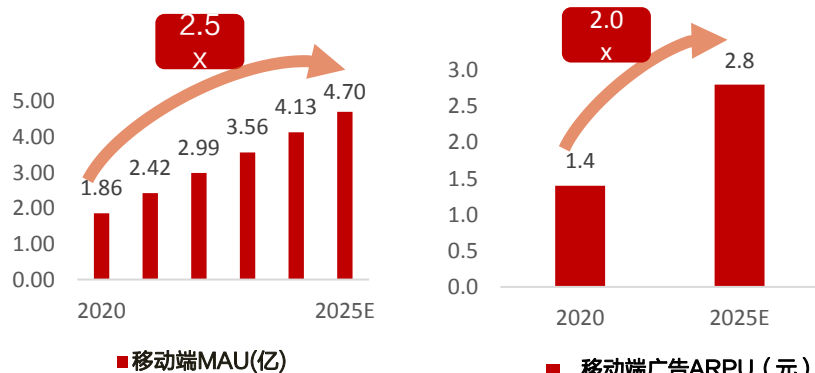
- IoT发展助力长音频行业迎来拐点，拓宽长音频的分发渠道、带来增量用户
- 在线内容付费市场的发展，使用户对多元化内容的需求增加，且用户的知识付费意愿逐步培养
- 第二增长曲线：未被开发的播客广告空间

资料来源：喜马拉雅招股书，灼识咨询，Wind，天风证券研究所

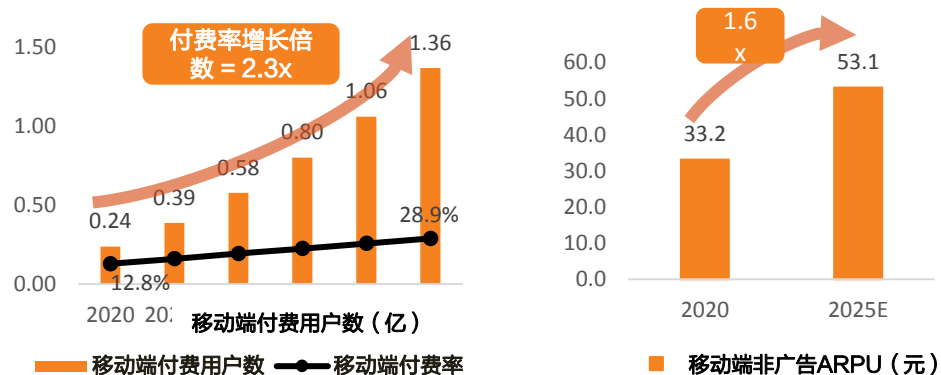
2.3 长音频市场规模与用户渗透率高速增长：IoT发展与知识付费习惯驱动MAU、ARPU双增长



在线音频市场规模 (广告) = MAU * 广告ARPU



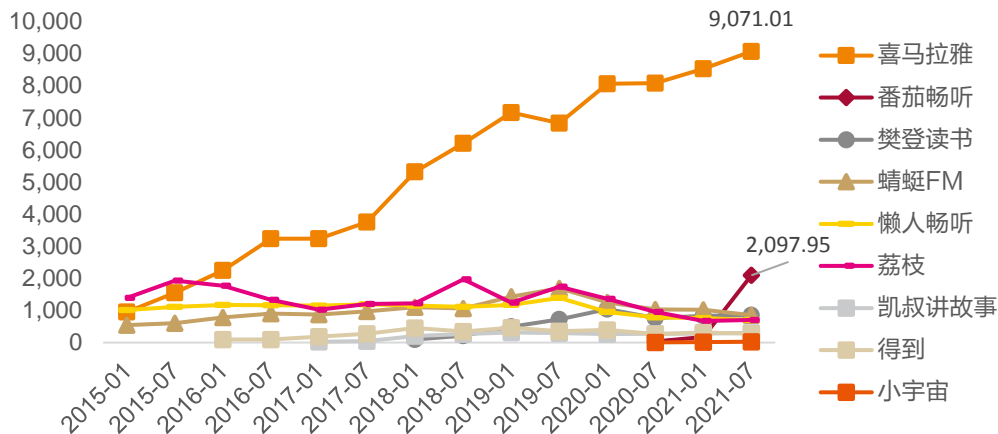
在线音频市场规模 (非广告) = MAU * 用户付费率 * 非广告ARPU
= 付费用户数 * 非广告ARPU



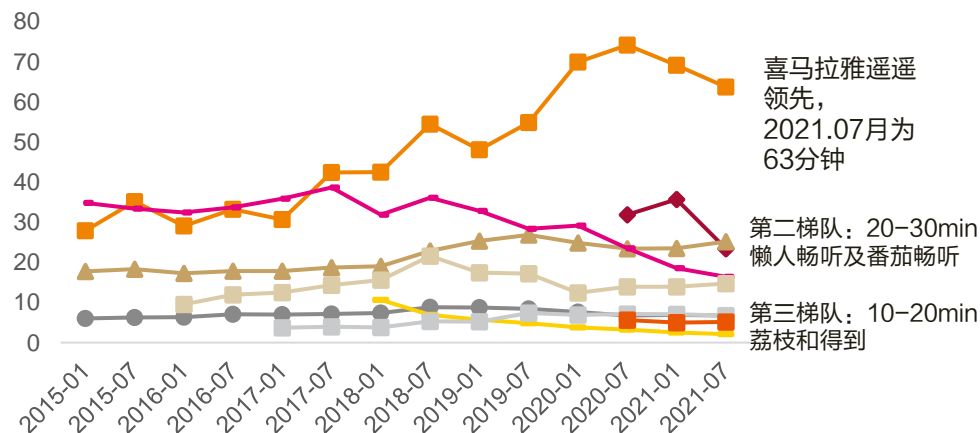
资料来源：喜马拉雅招股书，灼识咨询，天风证券研究所

2.4 竞争格局（内容生态）：从运营指标看，喜马拉雅用户量和使用时长绝对领先（音频平台中）

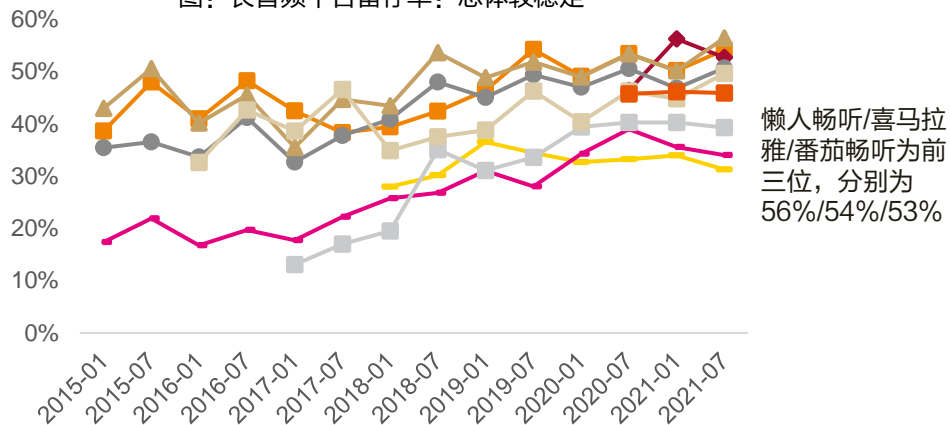
图：长音频平台MAU（万）



图：长音频平台单日使用时长（分钟）



图：长音频平台留存率：总体较稳定



- **VS音频行业垂类平台：喜马拉雅的MAU远高于荔枝及蜻蜓，21年上半年，喜马拉雅市场占有率高达70.9%，领先市场**
- 据招股书数据，喜马拉雅过去3年的MAU逐年增长，与互联网巨头TME成为市场中唯二MAU超过1亿的长音频服务提供平台，收听时长和收入规模均为市场首位，庞大用户规模驱动内容的快速生产迭代，吸引更多消费者。
- **VS互联网巨头强势切入长音频市场**
 - ✓ **版权优势：**TME和字节跳动借助在在线音乐和短视频的头部优势，通过资源交换和内容合作能获取更低的内容成本和更高的版权使用自由，可将旗下的爆款IP和合作明星绑定的粉丝用户群发展为长音频内容形式的消费者。
 - **引流优势：**从现有的高MAU平台的用户引流，如QQ音乐于2020年12月底上线嵌入式播客板块，与“小宇宙”达成合作，丰富平台年轻用户的内容体验。

资料来源：Questmobile，界面新闻公众号，天风证券研究所

2.4 竞争格局（内容生态）：从各种形式的头部作品播放量看，喜马拉雅已建立相当优势、形成壁垒

- 综合而言，喜马拉雅在有声书方面优势明显。
- 在改编自纸质书的有声书方面，喜马拉雅在内容广度上有明显的优势。喜马拉雅充分发挥与出版社合作带来的版权优势，创作了一批高质量的PGC、PUGC的有声书作品，包括《三体》《明朝那些事儿》在内的知名作品都是喜马拉雅率先改编为有声书产品。
- 在改编自网络文学的有声书方面，喜马拉雅优势明显。凭借与阅文集团的合作关系，喜马拉雅和懒人畅听在网络文学版权获得上有明显优势。但是，喜马拉雅凭借更高的MAU和更大的用户群体，订阅数、播放数全面压制懒人畅听。我们认为，二者规模上的差距，主要是纸质书版权方面的差距导致的。
- 另外在播客方面，喜马拉雅相对小宇宙来说用户覆盖更全面，但小宇宙通过打造独特的社区调性，用户粘性较高。

表：各平台网文→有声书内容播放量等对比

作品	喜马拉雅		懒人畅听	
	播放量	订阅数	播放量	订阅数
摸金天师	75亿	548.8万	5783.5万	/
斗破苍穹	11.4亿	177.3万	18.8亿	77.4万
赘婿	10.8亿	200.7万	8101.3万	3.3万
庆余年	7亿	373.4万	1.3亿	87.7万

表：各平台纸质书→有声书内容播放量等对比

作品	喜马拉雅		懒人畅听		蜻蜓FM		番茄畅听
	播放量	订阅量	播放量	评论	播放量	收藏量	人气
鬼吹灯	8亿	358.1万	/	/	86.3亿	1万以上	/
明朝那些事儿	6.1亿	403.1万	/	/	/	/	/
三体	2.5亿	143.6万	1446.6万	2140	920.9万	1万以上	/
余罪：我的刑侦笔记	1.4亿	27.9万	149.7万	242	/	/	/
红楼梦	9890万	42.7万	400.9万	150	8252.5万	1万以上	89万

表：各平台播客内容播放量等对比

作者	喜马拉雅		小宇宙		蜻蜓FM	
	播放量	订阅量	播放量	订阅量	播放量	订阅量
原来是这样？！	3亿	46.5万	未公布	1994	8067.3万	1万+
日谈公园	1.4亿	19万	未公布	11.9万	6394.3万	1万+
黑水公园	1.3亿	26.5万	未公布	3.2万	1576.9万	1万+
无聊斋	5409.8万	10.1万	未公布	10.1万	3233.9万	1万+
谐星聊天会	3349.4万	6.4万	未公布	12.0万	666.6万	1万+
河方神圣 夏河播客	3019.8万	4.4万	/	/	/	/
故事FM	2781.1万	14.9万	未公布	11.3万	1.5亿	1万+
体坛篮球秀	2617.1万	3.5万	/	/	/	/
杨侃 杨毅电台	1864万	9.3万	/	/	/	/
观詹 詹俊电台	1032.3万	8.6万	未公布	61	/	/

资料来源：喜马拉雅、懒人畅听、蜻蜓FM、小宇宙、番茄畅听APP，天风证券研究所播放、订阅数据统计截止至2021年11月30日

2.4 竞争格局（直播业务）：音频直播作为视频直播的补充，陪伴与想象空间大

✘ 对比视频直播，音频直播获取信息的效率、感官刺激不如视频直播

音频直播的优势主要体现在

- ✓ 覆盖场景更广，碎片化时间
- ✓ 陪伴功能优。大多音频平台有晚间陪聊/交友功能
- ✓ 音频直播故事性更强，用户想象空间更大
- ✓ 对主播的形象、直播环境要求低

就音频直播而言，喜马拉雅音频直播的优势：

- 1、内容丰富：其他直播平台的内容以聊天室、音乐、舞蹈、游戏等娱乐性内容为主。喜马拉雅依托于平台自身的**有声书、知识性内容、广播电台**，衍生出有声书录制直播、直播课堂、广播直播等多种独特内容，形成难以复刻的生态壁垒，**严肃性与娱乐性相结合**，满足多样化需求。
- 2、依托平台主播(生产UGC内容)，可实现静态作品与动态直播的相互引流，增加主播曝光量和互动渠道，以此提升其直播积极性。

	主要分区	平台属性	平台调性	变现方式	活跃用户/付费用户
喜马拉雅	有声书，知识，购物，娱乐，情感，放映厅，视频，舒压	长音频平台+语音直播	依托有声书、电台内容，衍生出 严肃+娱乐双调性	用户赠送的虚拟礼物及打赏	410万（MAU）
网易云音乐/Look直播	音乐，情感，二次元，助眠，游戏	音乐平台+语音直播+视频直播（直播平台已分离为APP）	秀场直播，娱乐性	用户赠送的虚拟礼物及打赏	1910万（MAU）；49.6万（付费用户数）
酷狗直播	歌手，竖屏，颜值，舞蹈，游戏，搞笑，玩乐（影视片放映），DJ，乐器，国风，酷次元（虚拟主播直播，类似于语音直播）	音乐平台+视频直播（直播平台已分离为APP）	秀场直播，娱乐性	用户赠送的虚拟礼物及打赏	/
快手直播	颜值，才艺，游戏，卖货，聊天室，情感，教学	短视频平台+视频直播	秀场直播、生活记录，独有的土潮娱乐性	用户赠送的虚拟礼物及打赏；卖货收入	4610万（付费用户数）

资料来源：喜马拉雅、LOOK直播、快手、酷狗直播APP，喜马拉雅、网易云音乐招股书，界面新闻，天风证券研究所

喜马拉雅、LOOK直播、快手直播活跃（付费）用户数分别截止至2021年H1、2021年H1、2021年Q3。

2.4 竞争格局：与音乐平台龙头TME相比

表：2020年喜马拉雅和腾讯音乐娱乐集团关键数据对比

	喜马拉雅	腾讯音乐娱乐集团
产品矩阵		
平台特性	中国最大的在线音频平台	中国领先的一体式在线音乐、音频娱乐社交平台
主要业务	在线音频	在线音乐、社交娱乐为主，目前通过独立音频平台懒人畅听，及旗下在线音乐平台长音频入口布局长音频业务
变现方式	订阅(49%)、广告(26%)、直播(18%)等	社交娱乐等(68%)、订阅(19%)、广告等
MAU	2.15亿	6.22亿
移动端长音频MAU	1.02亿	0.66亿

资料来源：喜马拉雅招股书，TME官网、TME年报，天风证券研究所

表格数据截止至2020年

从平台定位来看，喜马拉雅是专注于多品类、全年龄段的专业的音频平台，TME则试图打造音乐+音频的在线音频及娱乐巨头。

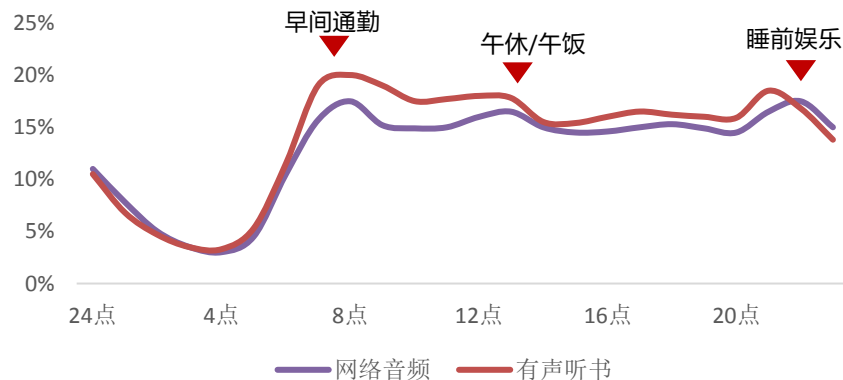
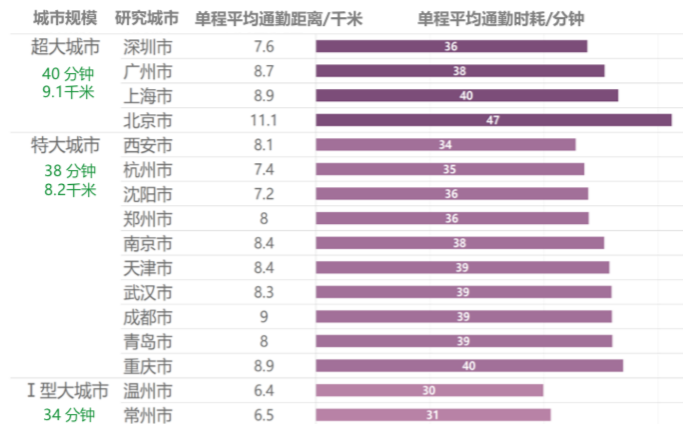
我们认为对比TME，喜马拉雅的优势主要来自其对“声音”的专注和沉淀，拥有：

- 1、版权内容优势和先发优势：与头部的出版商和网文平台签约+较强的内容制作能力，经典内容的演绎已在平台沉淀多年
- 2、独特的PGC+PUGC+UGC生态：除了同质化的有声书、相声等内容，喜马拉雅普通用户生产的内容（UGC创作者515万人）贡献了46.8%的播放量，对平台内容多元化进行了有效补充。且平台会挖掘优秀主播给予培养、孵化、签约，提高其内容创作能力和意愿，极大丰富平台内容。
- 3、形式丰富：还包括知识付费（特别是个人提升类）、播客等新形式，能够充分挖掘音频的潜力
- 4、（股东层面）腾讯和阅文集团均为公司的战略投资者

2.5 与视频平台相比：从使用场景和个人成长类内容专业性看，喜马拉雅优于长短视频平台

- 1、从使用场景/时间维度看，喜马拉雅对于使用条件更为宽松（**碎片化的移动场景**），且碎片场景总时长可观。用户可以在早晨做饭、早晚通勤、家务、熄灯睡前等时间获取喜马拉雅长音频内容，而用户难以在上述事件/场景下获取长短视频内容。
- 2020年中国主要城市单程平均通勤时间超过30分钟（一天60分钟以上），该时间场景难被替代。
- 除家务、通勤情况下用户手部被占用、不便观看长短视频的客观因素外，现代用户一天中专注于书本、电脑屏幕的时间较长，易造成眼部疲劳和精神疲劳。在这样的条件下，用户在闲暇时间更乐于接受解放手眼的长音频内容。
- 对于下沉人群（蓝领）来说，使用场景多为重复性劳动场景，更适配喜马拉雅的音频场景。
- 因此，喜马拉雅在对使用场景/时间的要求角度（白领、学生、蓝领等）优于长短视频平台。

2020年中国主要城市单程平均通勤时耗



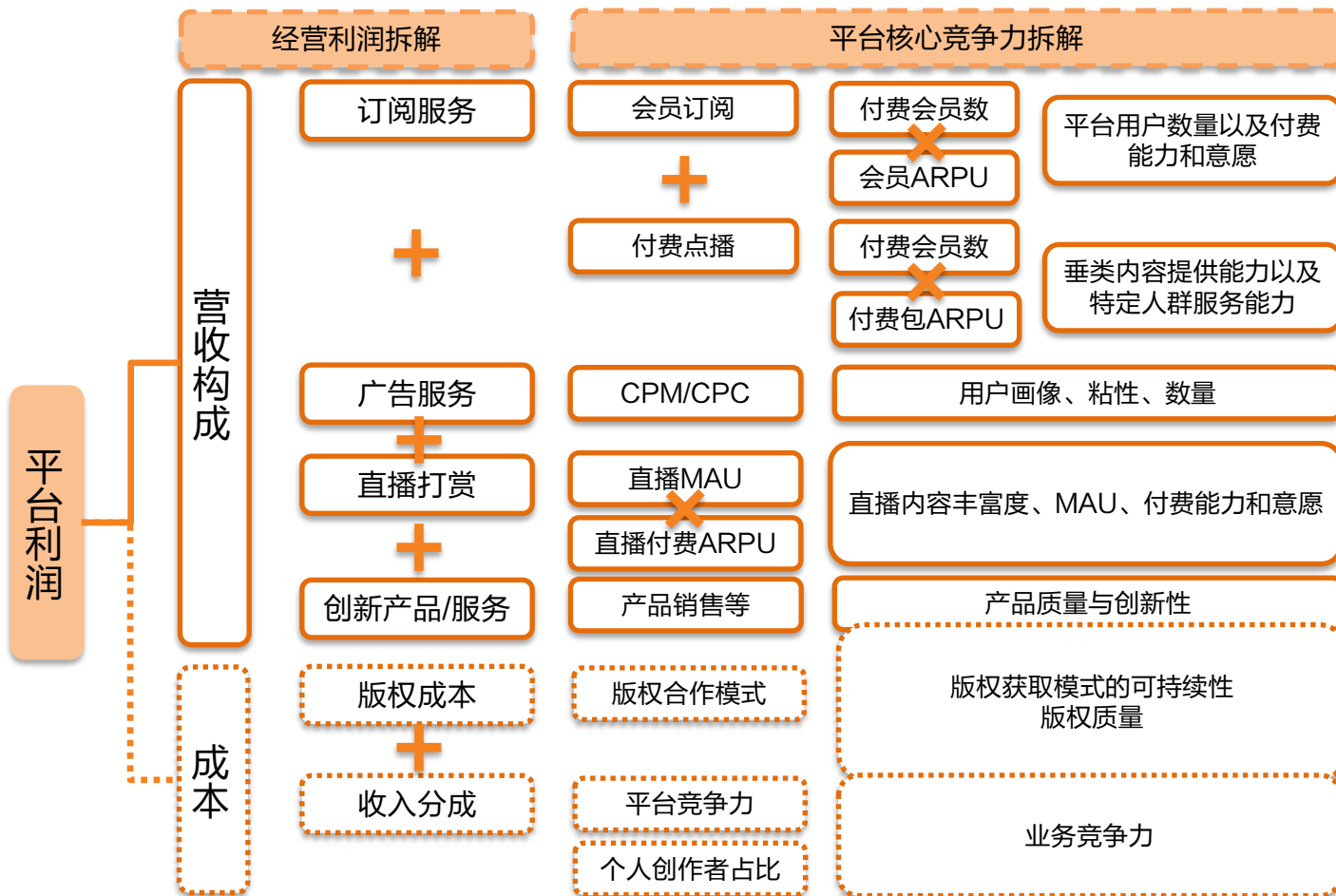
资料来源：中国主要城市通勤监测报告，Questmobile，天风证券研究所

1.喜马拉雅：中国最大的在线音频平台

2.音频行业：互联网巨头加速布局，“一超多强”格局趋稳

3.核心逻辑：用户数和付费率齐升，场景生态打开变现空间

3.1 喜马拉雅核心分析框架拆解



资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所整理

3.2 核心驱动因素拆解：“一家人”战略和用户下沉打开MAU增长空间，内容优化驱动付费率提升

我们认为，喜马拉雅未来获得可持续增长，核心驱动因素有以下三点：

✓ 扩大用户基础是核心（MAU）

1. 行业：IoT发展助力长音频行业迎来拐点
2. 针对特定人群，向亲子市场（年龄）和下沉市场（阶层）渗透
3. 针对家庭，“一家人一辈子”战略，将家庭订阅产品化，提升用户数的同时增加产品粘性

未来5年移动端MAU：
1亿 → 1.6亿

✓ 用户付费意愿存在提升空间（付费率）

1. 行业：对标美国音频龙头spotify（45.2%付费率）有较大提升空间
2. “知识付费”接受度提升
3. 内容驱动：内容库不断丰富可以促使用户付费，以及包括针对特定人群、特定品类的产品推出

✓ 12.8%提升到25%

✓ 单用户收入持续增长（ARPU）

1. “一家人一辈子”战略提高留存和粘性
2. 产品和内容：针对垂类或特定人群的高价值服务

资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所

3.3.1 成长核心驱动因素之一：“一家人”战略和用户下沉将提高MAU渗透空间

● 我们认为，从年龄和阶层角度，公司MAU仍有较大渗透空间。

① 通过产品化角度向不同年龄层渗透（推出类似Apple Music的家庭付费解决方案）：公司的内容库覆盖全年龄层，且用户之间有较大比例的自发的相互推荐。以此来带动00后新用户增长。

逻辑：以**家庭**为单位的产品策略→家庭成员使用习惯养成+拓宽家庭使用场景→新的用户增量(更加年轻的00后)

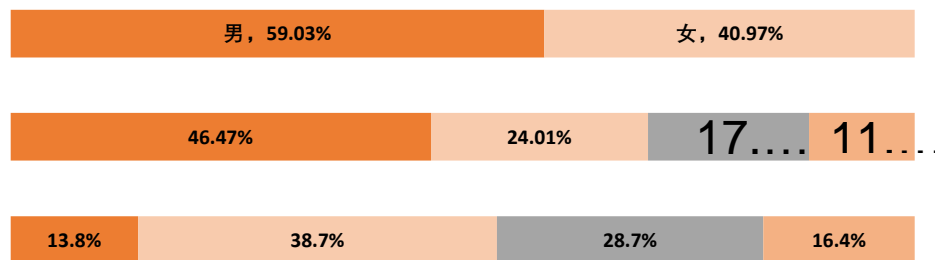
② 喜马拉雅极速版打入**下沉市场**：2019年，公司推出喜马拉雅极速版APP后MAU增长迅速。我们认为高重复性工作人群（蓝领、流水线工人等）更适配音频场景。（使用时长久、粘性高）

图：喜马拉雅未来MAU测算

	2020A	2021E	2025E (悲观)	2025E (基础)	2025E (乐观)
移动端MAU (万人)	10,220	11,753	13,044	16,459	18,011
5-year-CAGR			5.0%	10.0%	12.0%

资料来源：Questmobile，喜马拉雅、喜马拉雅极速版APP截图，天风证券研究所

图：喜马拉雅2021H1用户画像：一二线城市80、90后



图：喜马拉雅极速版更简洁，将社交属性的“发现”入口变为赚取奖励的“福利”入口



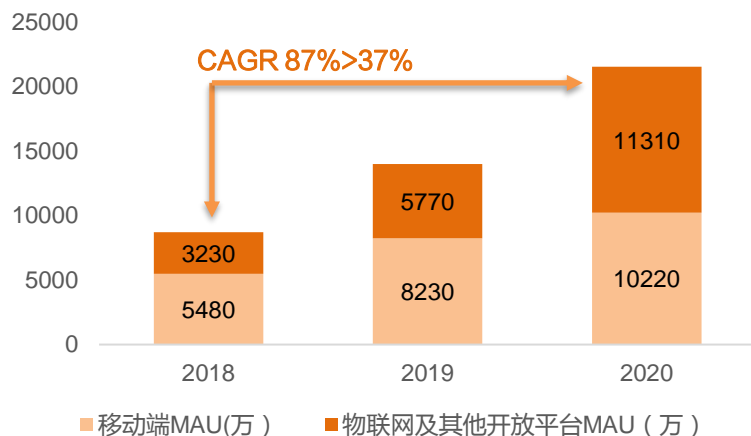
左：极速版

右：普通版

3.3.2 成长核心驱动因素之一：IoT新终端和场景为用户增量创造条件

- 我们认为，从行业角度，物联网（主要为车联网）、耳机、音箱的市场扩张和产品优化将助力长音频行业迎来拐点。根据招股书，预计2025年车载音频市场收入将增至173亿元/CAGR106.9%。我们预计，2025年喜马拉雅总MAU将达到3.6亿，物联网端MAU将达到1.99亿。
- 逻辑：智能网联车产量↑→预装车载音频+更多长音频使用场景→新的用户增量
- 行车场景是用户使用长音频的主要场景之一。根据工信部数据，截至2021年2月，中国智慧交通终端用户数（含车联网终端）2.4亿户，同比增长29.6%。相对于传统电台，长音频平台服务赋予用户更大的对内容选择的自由度和收听的灵活性。我们认为未来在行车场景中，会有更多传统电台用户转向喜马拉雅平台。

图：喜马拉雅物联网MAU增速远高于移动端



图：喜马拉雅车载app用户界面示意图

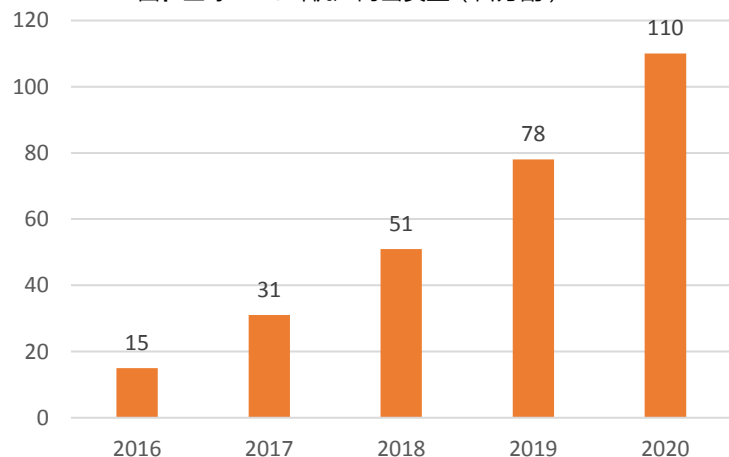


资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所整理

3.3.2 成长核心驱动因素之一：IoT新终端和场景为用户增量创造条件

- **TWS耳机+智能音箱量升价降，促进音频分发渠道多元化，进一步孵化用户需求增长。**相比于手机，TWS耳机和智能音箱能够释放双手，在**通勤和居家**等场景仍有较大挖掘空间，有利于孵化音乐内容消费的潜在用户群体。
- TWS耳机相比传统无线耳机，具有**立体声和低延迟**等特点。而随着国产TWS芯片研发不断突破，TWS芯片价格已低于10元，为用户提供了更具有性价比的音质选择，尤其是在通勤等场景上配合主动降噪功能。截止2020年，全球TWS耳机出货量已破2亿3千万副；智能音箱作为居家音乐内容消费的重要场景，2020年出货量已超4000万台。
- **喜马拉雅物联网MAU增长迅速，截至2021H1，达到1.5亿。**目前，喜马拉雅与特斯拉中国、奔驰、比亚迪等搭载智能车载系统的70家中国汽车制造商达成合作，通过预装设备提供车载音频内容。目前仍处于提高市场占有率的阶段，未进行商业化。未来可能讨论新商业模式，与第三方收入分成。

图：全球TWS耳机厂商出货量（百万副）



图：喜马拉雅物联网及其他设备商业化空间

MAU提升空间测算	2020A	2021E	2025E (悲观)	2025E (基础)	2025E (乐观)
物联网及其他开放平台MAU (万)	11,310	16,632	18,215	19,932	22,748
5-year-CAGR			10.0%	12.0%	15.0%
单用户单月收入 (元)			5	6.5	8
物联网及其他设备商业化增量 (万元)			91,074	129,559	181,988

我们对标了爱奇艺、芒果TV、腾讯视频三个视频平台，在增加多终端观看内容的会员权益后的单月会员订购价格相比单终端分别增加了35元，25元，20元；平均提高幅度为102%。喜马拉雅2020年单用户收入为40元（移动端）。考虑到物联网和其他设备仍处于商业化早期阶段，注重用户增长；且车载智能终端设备的渗透率相对电视（视频会员多终端的基础）差距较大。我们预计未来2-3年商业化进程不会加速，因此假设单用户单月收入在基础情况下达到6.5元。

3.4.1 成长核心驱动因素之二：对标美国音频付费市场，付费率有较大提升空间

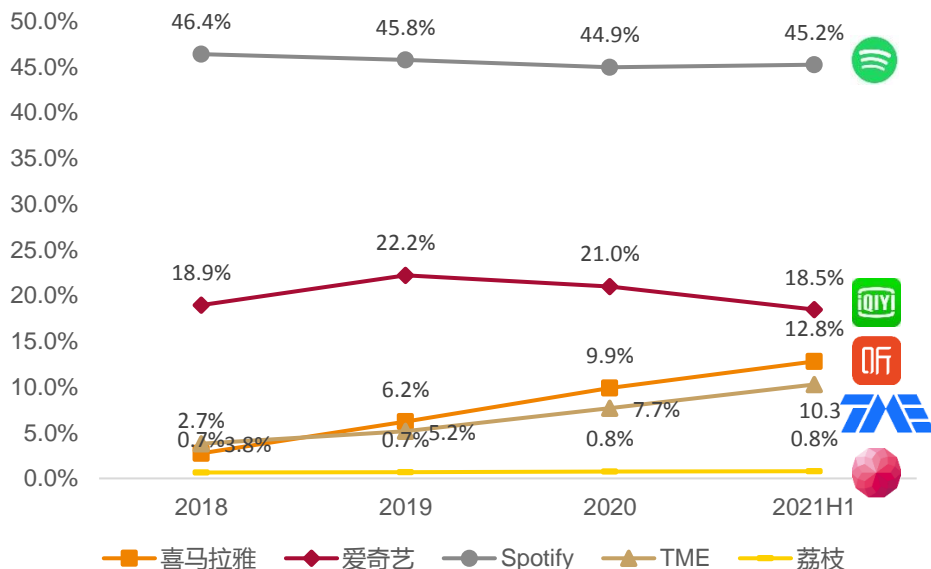
- 对标美国，中国长音频行业的付费率还有较大提升空间

- 纵观全球，美国市场中，用户付费换取线上数字内容的商业模式最为成熟，并拥有最大体量的用户。前文提到，以喜马拉雅所在的音频市场为例，**全美长音频服务用户占美国国民的总人口47%**，而这一数据在中国仅为16%。美国音频市场渗透率较高的根本原因之一是其平均每户拥有1.9辆车，因此用户长期保持收听长音频的习惯。**我们认为，随着中国进入中产社会、私家车车主人数不断提升，中国长音频市场条件将逐渐贴近美国，可进行一定程度的对标。**

- **横向比较Spotify付费率：**Spotify是美国较早进军长音频行业的服务供应商之一。根据Spotify 2021Q2财报，Spotify的月活跃用户达到3.65亿，其中付费用户为1.65亿（同比+20%），**付费率达45.2%**。

- **长音频付费用户占Spotify活跃用户比重逐年增加：**根据Spotify财报，2021Q1季度，共有**25%的Spotify活跃用户在Spotify Podcast（Spotify长音频电台）进行消费**，这一数据相比于2019年末的16%有较大的提升。更多的海外用户对长音频服务养成了付费习惯。**因此，对标Spotify的高付费率及增长的长音频付费用户比重，我们认为喜马拉雅的付费率有较大的提升空间。**

图：海内外线上音视频企业付费率情况



资料来源：Spotify、爱奇艺、TME、荔枝财报，喜马拉雅招股书，天风证券研究所

3.4.2 成长核心驱动因素之三：“知识付费”接受度提高，付费率仍有较大提升空间

“知识付费”：在传统校园场景外的“自我提升”成为广泛存在于各类人群中的需求，如可汗学院、Coursera、网易公开课等平台的发展由此需求应运而生。相对于已经相对成熟的视频教育模式，长音频教育产品更加灵活，适用场景更多（如通勤、睡前、家务）。根据灼识咨询，截至2020年底，在线内容付费时长的付费用户数量已从2016年的1.76亿增长至4亿。

➤ 对标国内“知识付费”-企业

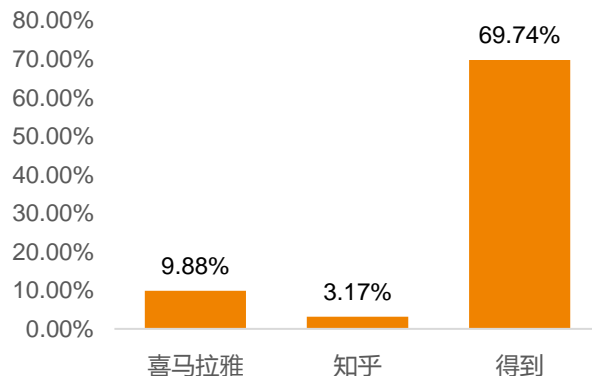
- 1、“得到”展现国内知识付费领域较高的付费率上限：2020年，得到的用户付费率高达69.74%。
- 2、以国内头部知识内容平台“知乎”为例，知乎的用户数逐年提高、收入结构持续优化，内容商业化进程稳定：
 - 总体付费用户数提高：伴随知乎持续“破圈”、盐选会员内容生态体系的丰富。截至2021Q2，知乎平均月度付费用户数达到470万，同比增长121.1%。
 - 付费率提高：知乎的用户付费率持续增长，由2020年的3.4%提升至2021年Q2的5%。
 - 订阅收入提高：2021Q2知乎会员订阅收入达到1.5亿RMB，同比增长123.5%。

通过分析知乎、得到的付费率表现以及国内知识付费市场总体增长情况，我们认为用户对于“知识付费”的接受度提高。用户的知识付费习惯将成为喜马拉雅利用教育类产品提高付费率的强大驱动力。

➤ 喜马拉雅用户订阅点播（单卖）收入增长，个人成长类产品获得付费用户青睐

- 2020年，喜马拉雅年度订阅点播收入同比增长14%，而2021H1喜马拉雅订阅点播收入同比增长38.4%。在喜马拉雅的订阅点播内容中，个人成长类产品越来越受欢迎，更多用户愿意付费换取知识内容。因此，我们认为喜马拉雅用户对于“知识付费”的接受度保持增长、驱动整体付费率逐年提升。

图：喜马拉雅移动端、知乎、得到2020年用户付费率



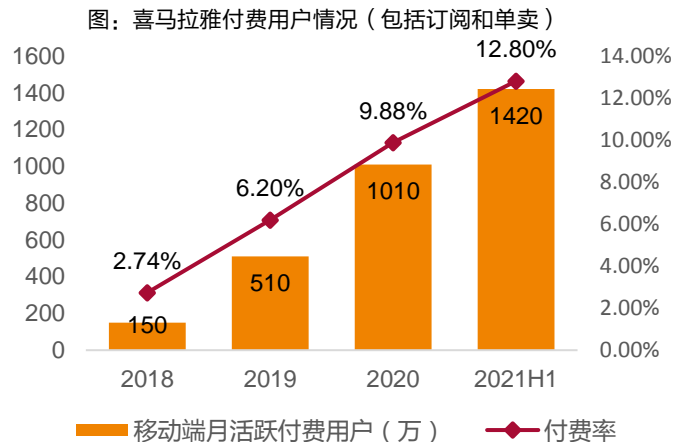
资料来源：喜马拉雅招股书，知乎、得到财报，天风证券研究所整理

3.4.3 成长核心驱动因素之三：平台内容优化，创造付费率增长空间

- **对标爱奇艺，内容优化吸引用户付费**：近年来，爱奇艺注重自制内容产出，打造“迷雾剧场”，推出包括《隐秘的角落》在内的高人气影视剧。截至2021Q2，爱奇艺的订阅会员人数达到1.05亿，付费率达18.42%。

我们认为，未来随着公司提供更加优质的内容，付费率将进一步提升至25%。截至2021H1，公司移动端活跃付费用户达到1420亿，同比+65%，且**付费会员的续订比例达到70.3%**。比如，推出“白夜剧场”，以音频形式演绎东野圭吾、紫金陈、阿加莎等高人气悬疑小说家的作品，邀请知名演员配音，通过高质量内容吸引用户付费。

图：喜马拉雅“白夜剧场”宣传图



图：喜马拉雅付费率测算

公司股东	2020A	2021E	2025E (悲观)	2025E (基础)	2025E (乐观)
移动端平均月活跃付费用户付费率	9.9%	14.7%	18.0%	20.0%	25.0%
付费用户数 (万人) (会员+单次)	1,010	1,725	2,348	3,292	4,503

资料来源：喜马拉雅招股书，喜马拉雅APP，天风证券研究所整理

3.4.4 成长核心驱动因素之三：深挖声音社交和“陪伴”属性，用户粘性增强推动ARPU值提升

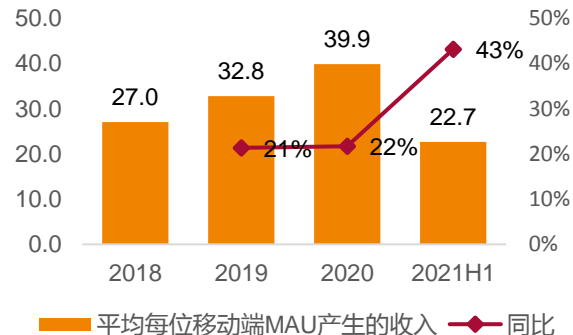
- 高单价付费点播内容提升了平台ARPU值。我们认为，用户粘性的提高有助于转化更多轻度用户为重度用户，从而提高点播服务的付费量。
- 平台推出的针对特定人群和重度用户的高单价点播节目构成订阅收入的重要部分（2020年，占订阅收入约36%）。如田艺苗的《古典音乐很难吗》、王东岳的《中国哲学启蒙课》、《主播攀登计划》。截至2021年6月30日，喜马拉雅付费点播服务已包含超过13700张专辑，平均收费人民币71元。目前个人成长产品及训练营的ARPU已超过320元。
- 我们认为未来的三个侧重方向；第一是少儿素质教育（牛津阅读书）；第二是喜马拉雅大学直播；三是企业级培训
- 用户粘性是提升ARPU的关键因素。根据招股书，2019年的活跃付费会员中有70.3%留存为2020年活跃付费会员。
- 喜马拉雅完善推广社交功能、建立社群，从而增加用户粘性：喜马拉雅通过设置进弹幕、评论区、圈子等社交功能，一方面提升用户的留存空间和消费频次，另一方面也为商业化增加空间。

图：喜马拉雅订阅ARPU值测算

	2020A	2021E	2025E (悲观)	2025E (基础)	2025E (乐观)
订阅月ARPU (元)	17	16	20	22	24

资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所整理

图：高用户粘性驱动喜马拉雅的ARPU值稳定提升

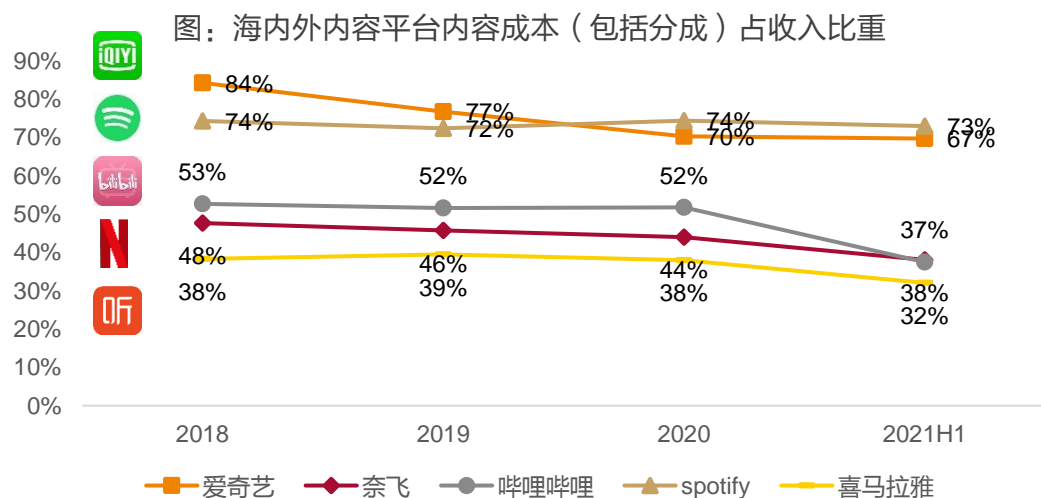


图：喜马拉雅圈子/粉丝群

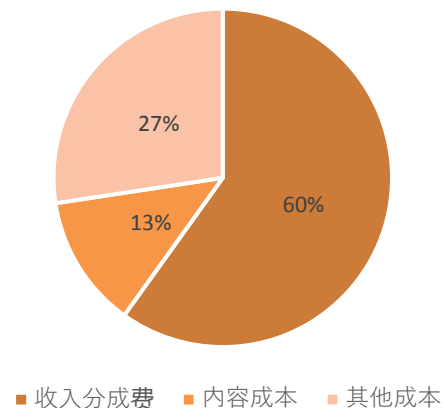


3.5 成本持续优化，毛利率优化空间

- 喜马拉雅的营业成本包括收入分成费、内容成本和其他成本。其他成本包括支付手续费、薪金及福利、带宽成本等。其中，收入分成费和内容成本均与内容相关，是喜马拉雅主要的营业成本。
- 1、收入分成费即收入分成给主播、内容创作者、版权方的费用。
- 2、内容成本即许可版权的摊销开支。
- 截至目前，喜马拉雅的收入分成费和内容成本占总收入比例有下降的趋势。成本下降的驱动力包括喜马拉雅在内容获取和定价方面的优势、高客单价的单次购买的产品增加、以及随着付费用户数增长，内容服务成本摊销给更多用户。我们预计，除现有的压缩成本的驱动力外，未来喜马拉雅的内容服务成本将通过更多的自制内容来进一步降低。
- 对标海内外线上娱乐产业，相较于爱奇艺、奈飞、Spotify等企业，喜马拉雅的成本占总营收比例较小（低于40%）并呈现总体下降趋势。我们认为喜马拉雅在内容成本管控、优化的独到优势将持续拓宽毛利率的优化空间。



图：喜马拉雅各项成本占总成本比例（2021H1）

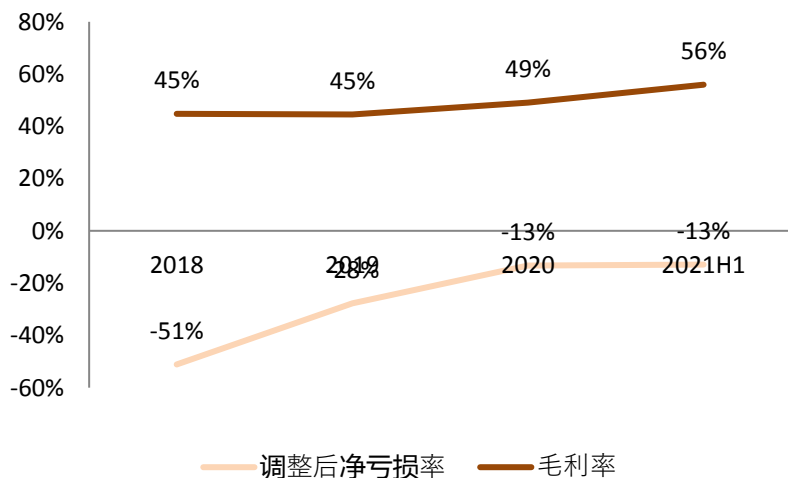


资料来源：喜马拉雅招股书，爱奇艺、Spotify、Bilibili、Netflix财报，天风证券研究所

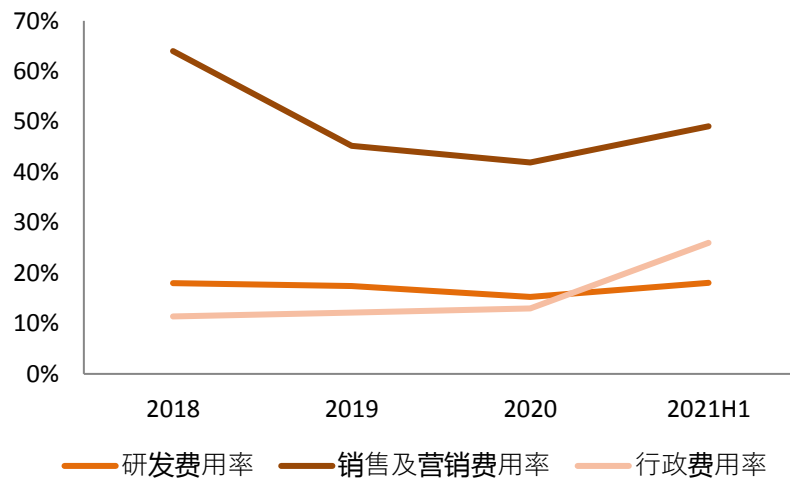
附录 财务分析：毛利率保持较高水平，营销费用居高

- 营业费用占营业收入比例高，其中销售与营销费用比重最大。2018-2021H1,公司的营业费用为13.82/20.18/28.6/23.42亿元，分别占营业收入93%/74%/70%/93%。销售与营销费用占营业费用比例稳定在50%以上，主要用于公司品牌建设以及知名度、MAU的提升。
- 公司毛利率上升，调整后净亏损收窄。公司毛利率从2018年的45%上升至2021H1的56%。UGC、PUGC的存在使得内容成本相对较低，因而毛利率保持在较高水平。净亏损上升，主要是由于可转换可赎回优先股的公允价值变动等非持续产生现金流出的项目数额增加所导致的；去除相关项目的影响，净亏损持续收窄，净利润率从-51%上升至-13%。

图：喜马拉雅毛利率及净利润率



图：喜马拉雅各项费用率



资料来源：喜马拉雅招股书，天风证券研究所

风险提示

在线音频服务用户付费率提升不及预期的风险：如果喜马拉雅无法持续提供、推荐具备吸引力的内容；或用户偏好发生明显变化，喜马拉雅无法及时跟进用户品味；或喜马拉雅无法稳定培养用户付费意愿、将变现模式融入整体用户体验，则将对在线音频用户付费率产生不利影响。

版权成本持续增长的风险：如果第三方IP合作方不再愿意或不能够按照喜马拉雅可接纳的条款授予知识产权；或经验证与喜马拉雅合作的第三方IP合作方没有优质、必要的知识产权，则将会产生更多额外版权成本。

行业监管趋严的风险：日后若随着法律法规诠释及实施的变动，使得现有监管牌照不符合要求；或随着喜马拉雅经营业务的扩大，面临新监管行动的压力；或行业整体监管趋于严格、条款增加，则喜马拉雅面临相关监管风险。

其他形式的互联网娱乐冲击造成的业务发展不及预期的风险：喜马拉雅面临现有及未来可能出现的新兴泛娱乐形式冲击的风险，例如其他平台提供的音乐、广播、文学、游戏、视频等服务的冲击。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS