

# “听唱看玩”生态下的腾讯音乐娱乐集团

## 音乐行业系列报告之三



### 核心观点

- **国内流媒体音乐行业竞争格局优于海外，为巨头进行上下游的拓展打下了良好基础。**腾讯音乐娱乐集团凭借旗下 QQ 音乐（市占率 40.7%）、酷狗音乐（市占率 25.4%）和酷我音乐（市占率 10.0%）三大平台，成为国内流媒体音乐行业的核心玩家，合计市占率达 76.1%。国内流媒体音乐用户规模庞大，用户活跃度高，但付费率仍较低。腾讯系产品 2018 年 7 月合计活跃用户数达 7.78 亿，但付费用户数仅为 1700 万，用户付费率 2.8%。我们认为，短期看国内巨头的战略重点并不在于付费率的提升，而是选择了基于庞大的用户流量进行变现模式的拓展。竞争格局好、转换成本高、用户粘性强、用户规模大，是音乐平台进行多元化变现的基础
- **上游版权方集中度高，叠加各平台争夺独家版权，迅速推高了国内版权成本。**2017 年，腾讯音乐以 3.5 亿美元和 1 亿美元的股权取得环球音乐独家版权；2018 年，网易云音乐为只有约 2000 首歌的华研国际独家版权支付了 1.7 亿元，而三年前虾米音乐与其签约时仅花费 2000 万元，版权费 3 年飙升 8 倍以上。**面对较大的版权成本压力，国内向产业链上游的延伸更主动、效果也更加显著，主要模式包括：**（1）独立音乐人计划；（2）与唱片公司联合打造音乐厂牌；（3）投资音乐综艺节目。从传统的“版权采买”到“投资内容”，不仅没有合约期的限制，而且可以在不违反版权局禁止高价购买独家版权的前提下保证内容的差异化。
- **腾讯音乐基于其庞大的用户流量，在收入端进行了变现途径的拓展。**目前腾讯音乐的主要产品及变现模式包括：（1）流媒体音乐平台，包括 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐，以会员付费收入为主；（2）在线 K 歌平台全民 K 歌，变现方式包括会员费（20 元/月），虚拟礼物，草根明星数字专辑分成等；（3）音乐直播平台酷狗直播等，以主播打赏分成，数字专辑分成，广告收入为主。依靠直播与 K 歌业务，腾讯音乐成为率先实现盈利的流媒体音乐集团。**从财务数据上来看，国内的变现和盈利道路走得更加顺利。**
- **腾讯音乐进行业务多元化拓展，打通听、看、玩、买、唱、的整个音乐娱乐产业链条，既有短期利益也有长远目标考量，核心在于不断完善音乐内容生态圈：**（1）流媒体音乐平台向音乐直播和在线 K 歌引流的渠道丰富且效果显著，音乐直播和在线 K 歌也可以向流媒体音乐平台输送艺人和优质内容；（2）从最初的内容版权 IP 到创作者 IP(music+计划)再到现场直播 IP，腾讯音乐的内容体系不断完善，最终在平台上不断产生形态各异的优质音乐内容，圈住音乐用户，并为音乐人提供从音乐制作、发行、推广、销售到粉丝运营等一系列服务；（3）长远来看，音乐直播给腾讯音乐带来了更大的想象空间。

### 投资建议与投资标的

- 无论从成本端的版权环境，还是从收入端的变现多样性来看，国内的流媒体音乐平台比国外更灵活，战略部署更宏大，我们也更加看好国内流媒体平台的盈利能力。建议关注国内巨头腾讯音乐娱乐集团上市进展，以及海外流媒体音乐龙头 Spotify (SPOT.N, 未评级)。

### 风险提示

- 正版权政策推进不达预期，行业竞争加剧，经济增长放缓

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

传媒

报告发布日期

2018 年 09 月 18 日

### 行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517100002

联系人

马继愈

021-63325888-6107

majiyu@orientsec.com.cn

### 相关报告

马太效应加剧，头部平台盈利加速提升	2018-09-12
影视板块 2018 年半年报总结：严监管叠加强竞争，分化正在加剧	2018-09-05
亚马逊会员体系研究	2018-08-27
从 Spotify 看海外流媒体音乐平台的特点、前景与趋势	2018-07-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

<b>1 国内流媒体音乐行业发展历程及现状</b> .....	<b>4</b>
1.1 竞争格局：“一超多强”格局稳定，头部效应进一步凸显 .....	4
1.2 行业特点：用户多、粘性强，但付费率仍有待提升 .....	5
1.3 行业发展史：腾讯音乐是如何脱颖而出的？ .....	8
<b>2 版权日益昂贵趋势下，平台向上游的拓展更加积极</b> .....	<b>9</b>
2.1 多因素共同驱动版权费用快速抬升 .....	9
2.2 “繁星时代”，向上游延伸是流媒体音乐平台的必然选择 .....	11
2.3 腾讯音乐：从“版权采购”到“投资内容”，打造“音乐圈 Netflix” .....	13
<b>3 腾讯音乐的多元化变现路径及运营逻辑</b> .....	<b>14</b>
3.1 多元化变现助推腾讯音乐率先实现盈利 .....	14
3.2 腾讯音乐的“听唱看玩”音乐生态 .....	15
<b>投资建议</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

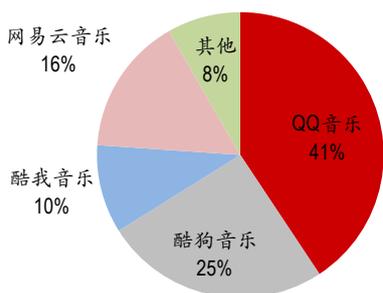
图 1: 2017 年国内数字音乐平台市场渗透率 .....	4
图 2: 中国网民最近一个月使用过的数字音乐平台 .....	4
图 3: 2018 年 7 月主要流媒体音乐平台 MAU (亿人) .....	5
图 4: 截止 2017 年末主要流媒体音乐平台曲库数量 (万) .....	5
图 5: 2017.5-2018.6 流媒体音乐头部平台月独立设备数占 top10 合计数比重 .....	5
图 6: 2012-2018H1 年中国网络音乐用户规模 (亿人) .....	6
图 7: 2017 年中国在线音乐用户使用音乐 app 的时间分布 .....	6
图 8: 2017 年中国在线音乐单次使用音乐 app 时长 .....	6
图 9: 2018 年 7 月泛娱乐行业用户渗透率 .....	6
图 10: 部分泛娱乐行业 MAU (万) .....	7
图 11: 腾讯系音乐 APP 与网易云音乐重合用户数及独占率 .....	7
图 12: 2018 年 7 月各音乐 APP 主要运营指标对比 .....	7
图 13: 各平台付费用户数 (万人) 及付费率 .....	8
图 14: 中国数字音乐付费收入 (亿元) 规模及增速 .....	8
图 15: 国内流媒体音乐平台发展历程 .....	9
表 1: 近年来各大流媒体平台支付版权费概览 .....	9
表 2: 中国主要唱片公司曲库数量及代表艺人 .....	10
图 16: 2017 年三大唱片公司市场份额 .....	11
图 17: 2017 年三大出版公司市场份额 .....	11
表 3: 各大流媒体音乐平台独立音乐人计划 .....	12
图 18: 网易云音乐上入驻独立音乐人数量 (万) .....	12
图 19: 网易云音乐上独立音乐人上传原创作品数 (万首) .....	12
图 20: 腾讯音乐与索尼联合推出电音厂牌 Liquid State .....	13
图 21: 腾讯音乐投资《明日之子 2》 .....	13
图 22: 腾讯音乐生态闭环 .....	14
图 23: 腾讯音乐产品矩阵 .....	14
图 24: 2016-2017 年腾讯音乐娱乐集团营收及净利润 (亿) .....	15
图 25: 2017 年腾讯音乐娱乐集团收入占比 .....	15
图 26: Spotify 整体 MAU 及免费会员 MAU (单位: 百万) .....	15
表 4: 国内主要流媒体音乐平台会员权益 .....	16
图 27: 酷狗音乐播放歌曲时可看到主播正在唱同一首歌 .....	17
图 28: 酷狗音乐首页可直接切换到酷狗直播 .....	17

# 1 国内流媒体音乐行业发展历程及现状

## 1.1 竞争格局：“一超多强”格局稳定，头部效应进一步凸显

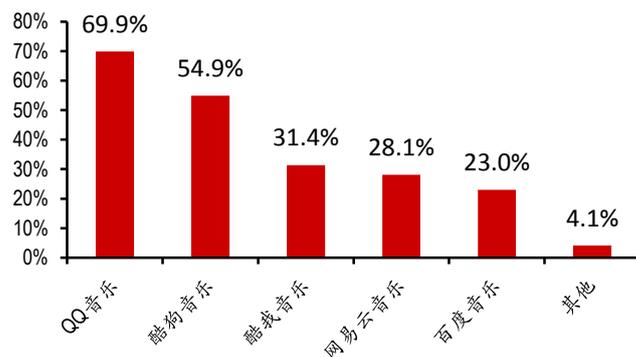
国内流媒体音乐平台主要包括 QQ 音乐、酷狗音乐、网易云音乐等，以免费增值模式为主。其中，2016 年 7 月 QQ 音乐与中国音乐集团（海洋音乐）合并后，腾讯音乐娱乐集团凭借旗下 QQ 音乐（市占率 40.7%）、酷狗音乐（市占率 25.4%）和酷我音乐（市占率 10.0%）三大平台，成为国内流媒体音乐行业的核心玩家，合计市占率达 76.1%。此外，网易云音乐凭借独特的产品调性和成功的营销推广，在行业中走出独特发展路径并拥有大批核心粉丝，市场份额达 15.6%。

图 1：2017 年国内数字音乐平台市场渗透率



资料来源：DICC，《中国数字音乐平台发展研究报告》，东方证券研究所

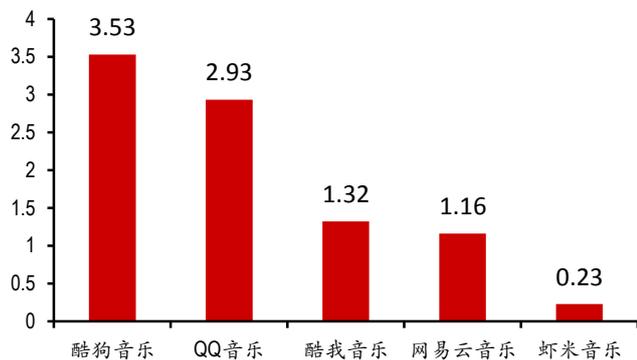
图 2：中国网民最近一个月使用过的数字音乐平台



资料来源：DICC，《中国数字音乐平台发展研究报告》，东方证券研究所

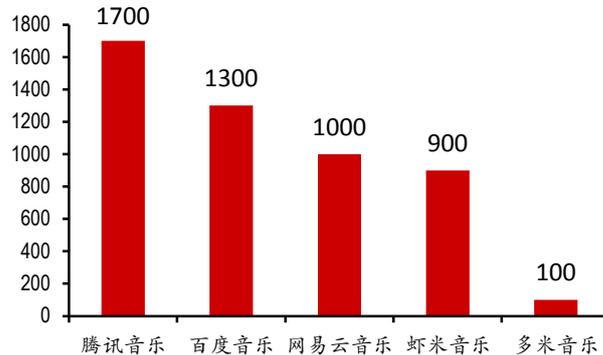
国内流媒体音乐平台“一超多强”格局稳定，头部效应进一步凸显：（1）从 MAU 维度看，腾讯系产品 2018 年 7 月合计活跃用户数达 7.78 亿，其中酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐 MAU 分别为 3.53、2.93 和 1.32 亿。此外，网易云音乐和虾米音乐分别以 1.16 亿和 0.23 亿 MAU 位列第四和第五；（2）从曲库数量看，腾讯音乐拥有规模为 1700 万的曲库，其次是百度音乐（1300 万）和网易云音乐（1000 万），虾米音乐曲库数量约为 900 万首；（3）从月独立设备数维度看，头部平台集中度进一步提升。2017 年 5 月至 2018 年 6 月，CR2（腾讯音乐+网易云音乐）月独立设备数占 top10 合计数的比重由 86% 微幅上升至 86.7%；CR3（腾讯音乐+网易云音乐+虾米音乐）由 90.1% 上升至 91.3%。我们认为，与海外 Spotify、Apple Music 和 Amazon Prime Music 等仍在激烈竞争的状况不同，国内流媒体音乐平台的竞争格局要优于海外，也为国内巨头进行上下游的拓展打下了良好的基础。

图 3：2018 年 7 月主要流媒体音乐平台 MAU (亿人)



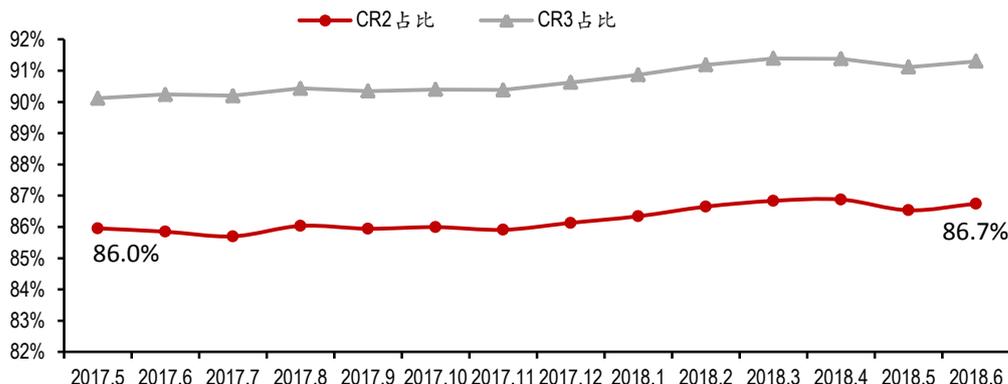
资料来源：Questmobile，东方证券研究所

图 4：截止 2017 年末主要流媒体音乐平台曲库数量 (万)



资料来源：《2017 年中国数字音乐产业发展报告》，东方证券研究所

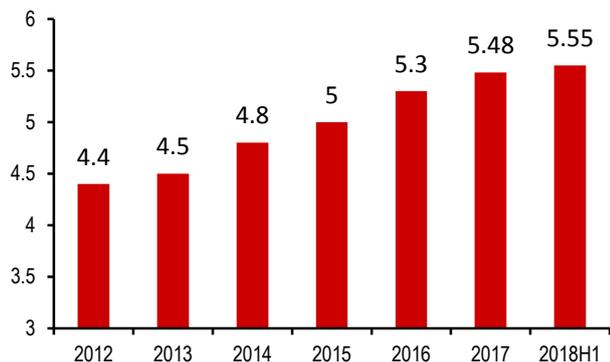
图 5：2017.5-2018.6 流媒体音乐头部平台月独立设备数占 top10 合计数比重



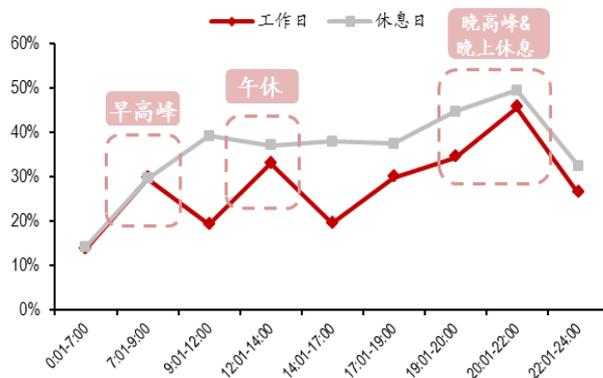
资料来源：艾瑞数据，东方证券研究所

## 1.2 行业特点：用户多、粘性强，但付费率仍有待提升

音乐作为一种高频娱乐需求，用户规模庞大，用户活跃度高。截止 2018 年 6 月，网络音乐用户规模达 5.55 亿，较 2017 年末增加 673 万，占网民总体的 69.2%。音乐消费具有明显的场景化特征，用户更偏好在早晚高峰上下班路上及午休时间听音乐，且与看新闻、工作学习、做家务等场景兼容。因此，音乐是一种高频、长时间的娱乐消费方式，约 83.4% 的用户单次听歌时长在半小时以上，41.8% 的用户甚至达 1 小时以上。

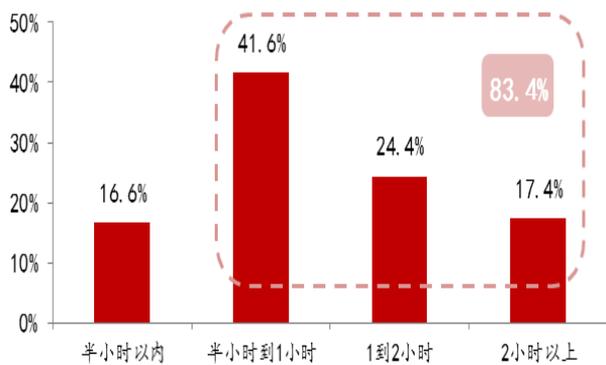
**图 6：2012-2018H1 年中国网络音乐用户规模（亿人）**


资料来源：CNNIC《中国互联网发展状况统计报告》，东方证券研究所

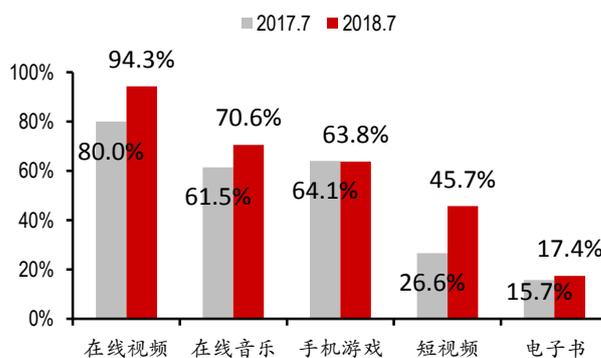
**图 7：2017 年中国在线音乐用户使用音乐 app 的时间分布**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

音乐产品的上述属性和特点，决定了其被其他娱乐方式替代的可能性较低。根据 Questmobile 数据，尽管受短视频、手机游戏等替代娱乐方式的争夺，但在线音乐的渗透率仍在提升，2018 年 7 月在线音乐用户渗透率达 70.6%，同比提升 9.1pct。同时，从行业整体的 MAU 数据看，虽然 2017 年 7 月至 12 月短视频行业 MAU 从 1.9 亿上升至 3.3 亿，但对流媒体音乐并未产生明显冲击，同期流媒体音乐行业 MAU 从 5.2 亿提升至 5.4 亿。

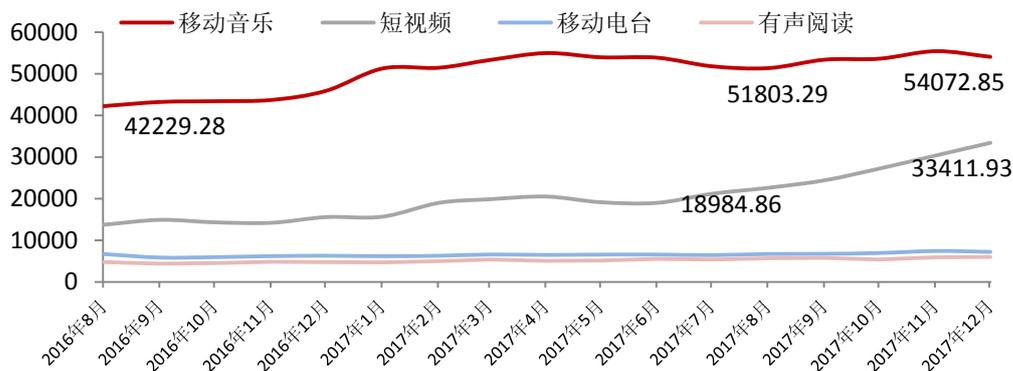
**图 8：2017 年中国在线音乐单次使用音乐 app 时长**


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

**图 9：2018 年 7 月泛娱乐行业用户渗透率**


资料来源：Questmobile，东方证券研究所

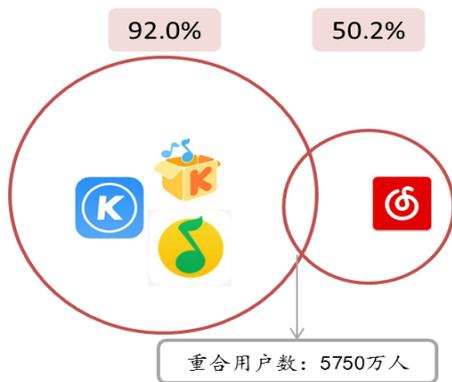
图 10：部分泛娱乐行业 MAU (万)



资料来源：易观千帆，东方证券研究所

同时，音乐用户对平台的粘性较强，各平台间的重合用户少。根据 Questmobile 数据，2018 年 7 月腾讯系产品与网易云音乐的重合用户仅 5750 万人，92% 的用户为腾讯系产品的独占用户，反映出用户对单一平台的忠诚度较高，我们认为这与歌单和个性化推荐带来的转换成本高有关。音乐消费的特殊性在于，相比电子书、视频的一次性观看，音乐在大多数时候是被反复收听的，因此用户会在流媒体音乐平台创建歌单，转换平台需面临较大的转换成本。此外，为了提高曲库的使用率，平台会基于用户积累的数据精准推荐歌曲。用户在单个平台使用时间越久，给予平台的反馈越多，平台对于用户画像的刻画也越精准，因此推荐的歌曲会更加符合用户的偏好，也加强了用户对单一平台的依赖。

图 11：腾讯系音乐 APP 与网易云音乐重合用户数及独占率



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

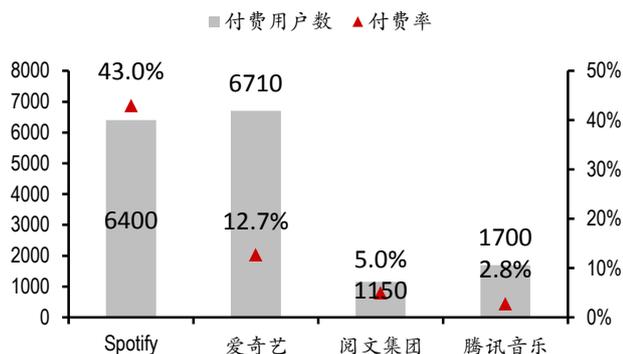
图 12：2018 年 7 月各音乐 APP 主要运营指标对比

	月人均使用次数 (次)	活跃率	7日留存率	卸载率
腾讯系 (K)	52.2	21.9%	33.4%	8.1%
网易云音乐	68.3	16.7%	35.8%	7.9%
QQ音乐	56.4	19.0%	40.1%	5.2%
网易云音乐	66.1	19.6%	46.7%	10.0%

资料来源：Questmobile，东方证券研究所

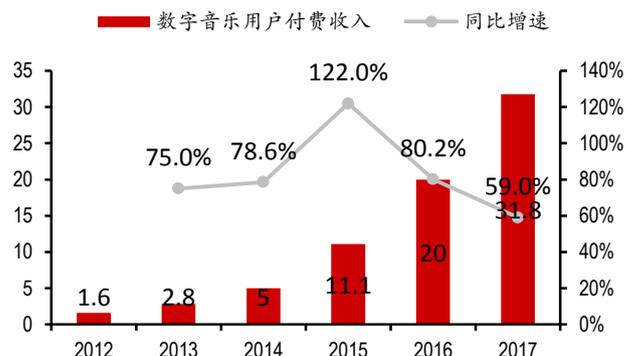
但在庞大的用户基数和较强的用户粘性下，国内流媒体音乐行业的付费渗透率仍较低。2017 年末腾讯音乐付费用户数仅为 1700 万，用户付费率 2.8%，显著低于海外 Spotify 43% 的付费率，且与国内数字阅读（阅文集团 5%）、流媒体视频（爱奇艺 12.7%）等行业相比亦偏低。我们认为其背后的核心原因在于：（1）海外用户经历过 iTunes 的数字音乐付费下载时期，对数字音乐的付费意愿已获得培养；（2）中国互联网发展伊始的定位为免费型服务，且国内版权保护机制不完善，版权意识薄弱，付费意愿较低；（3）更为重要的是，国内巨头并未选择大力推动付费，而是选择了基于庞大的用户流量进行变现模式拓展的发展战略（后文将进行详细分析）。较低的付费率也导致了国内音乐付费的收入规模较小，2017 年数字音乐付费市场规模仅 31.8 亿元。

图 13：各平台付费用户数（万人）及付费率



资料来源：各公司公告，东方证券研究所

图 14：中国数字音乐付费收入（亿元）规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

### 1.3 行业发展史：腾讯音乐是如何脱颖而出的？

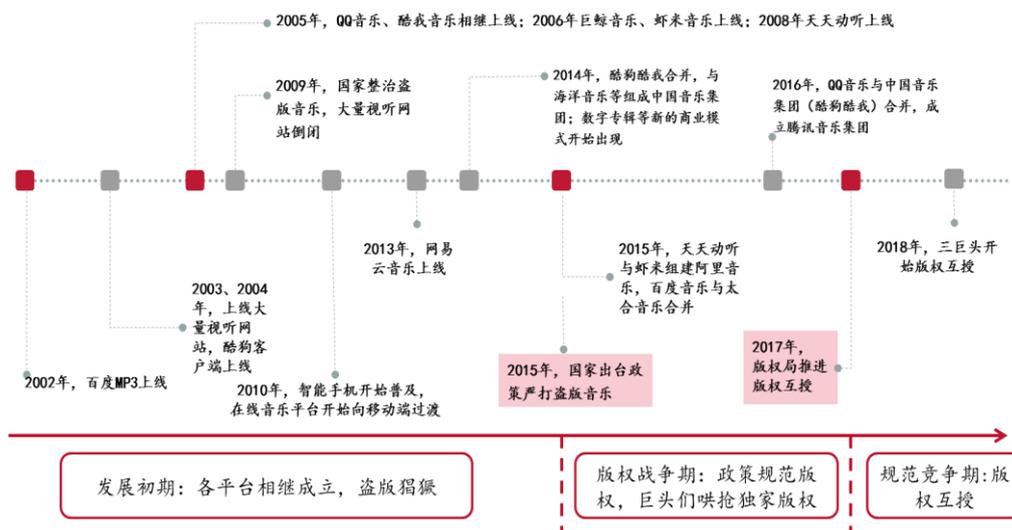
国内流媒体音乐平台的发展主要围绕版权展开，在版权政策的推动下，可分为三个阶段：

**2002 年起，各平台相继成立，百度 MP3 一度占据绝对市场份额。**2002 年起，各音乐平台相继成立，特别是百度 MP3 上线后，用户通过在线搜索即可获得歌曲。国际唱片协会 (IFPI) 以百度 MP3 侵权为由，多次将百度告上法庭；无论是 2005 年的七大唱片公司诉讼，还是 2008 年索赔金额超亿元的四大唱片公司诉讼，最终均以法院认定百度 MP3 搜索向网民提供的是搜索引擎服务而非侵权音乐，唱片公司败诉而告终。此后，百度 MP3 搜索在中国市场的份额节节攀升，曾一度高达中文音乐搜索市场份额的 92.8%。2009 年-2011 年，文化部开始整治盗版音乐，立案查处百度 MP3、80008 音乐等 14 家网站。

**2015 年起国家开展“剑网行动”，严打盗版音乐，QQ 音乐等各大平台开始争夺独家版权。**2015 年被视为网络音乐版权规范年，国家版权局开展“剑网 2015 专项行动”，首次把音乐作为重点治理领域，随着《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》的落地，截至 2015 年 7 月 31 日，各大音乐平台下线未经授权音乐作品 220 余万首，以 QQ 音乐为代表的各大平台开始争夺独家版权。其中，QQ 音乐与海洋音乐（酷狗、酷我音乐）合并成立腾讯音乐集团后拥有的独家版权最多，包括三大唱片公司（索尼、环球、华纳）、杰威尔（周杰伦）、YG (Bigbang 等)、

福茂（张韶涵、庾澄庆等）、乐华（韩庚、阿杜等）。2017年8月，腾讯向网易云转授部分音乐版权合约到期，网易云下架大量歌曲。

图 15：国内流媒体音乐平台发展历程



资料来源：公开信息，东方证券研究所

2017年，国家版权局约谈各大音乐平台以及唱片公司，推动版权互授，由此进入行业规范竞争期。2017年9月，国家版权局约谈腾讯、阿里、网易三家音乐平台，10月约谈唱片公司，随后腾讯音乐携索尼、华纳、环球与阿里音乐的滚石、华研、相信音乐等进行版权互授。2018年2月，在版权局的积极协调推动下，腾讯音乐与网易云音乐进行版权互授，达到各自独家音乐作品数量的99%以上。

## 2 版权日益昂贵趋势下，平台向上游的拓展更加积极

### 2.1 多因素共同驱动版权费用快速抬升

2015年之后，随着产业的逐步规范，版权在流媒体音乐平台发展过程中起到极其关键的作用，国内音乐曲库的版权价格飙涨。2017年，腾讯音乐以3.5亿美元和1亿美元的股权取得环球音乐独家版权；2018年，网易云音乐为只有约2000首歌的华语唱片公司华研国际的独家版权支付了1.7亿元，而三年前虾米音乐与其签约时仅花费2000万元，版权费3年飙升8倍以上。

表 1：近年来各大流媒体平台支付版权费概览

签约时间	流媒体音乐平台	版权方	签约费
2015年	虾米音乐	华研国际	2000万元
2015年	虾米音乐	《中国好声音》	3000万元
2015-2016年	多米音乐	腾讯音乐	1350万元
2017年	腾讯音乐	环球音乐	3.5亿美元+1亿美元股权

2017年	网易云音乐	朴树	2000万元
2018年	网易云音乐	华研国际	1.7亿元

资料来源：凤凰网音乐、网易、东方证券研究所

**版权价格高昂的原因之一为上游版权方的高集中度和强议价力。**上游版权方的高垄断程度是唱片时代竞争格局的延续，在唱片时代，艺人的包装与宣传、唱片的发行与铺货，都是具有规模效应的业务，大唱片公司有更好的资源和能力推出更好的艺人和唱片，而更好的艺人和唱片又会推动唱片公司不断发展壮大，如此形成良性循环，逐渐形成四大唱片公司（环球、索尼、华纳、百代）垄断市场的格局。2011年，全球第四大唱片公司EMI百代被分拆出售，唱片业务卖给环球音乐集团，版权业务由索尼音乐集团接手，最终四大唱片公司变为三大唱片公司，市场集中度进一步提升。

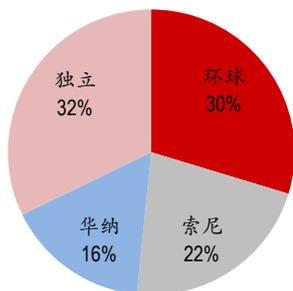
根据我们的统计，索尼、华纳与环球音乐三家无论是从曲库数量、歌手数量，还是市场份额占比都是遥遥领先于其他版权方：**（1）曲库数量上**，三大唱片公司（索尼、华纳和环球）分别为400万、120万和320万，都是百万量级；**（2）代表艺人方面**，索尼音乐代表艺人有萧亚轩、庾澄庆、费玉清、Beyonce、艾薇儿等，华纳音乐有林俊杰、蔡依林、李荣浩、Coldplay等，环球音乐代表艺人有张学友、张惠妹、林奕迅、LadyGaga等；**（3）市场份额上**，根据《Music & Copyright's》年度调查，在2017年整体音乐制品市场中（以实体和数字音乐收入统计），环球、索尼、华纳三大音乐公司市占率分别为29.7%、21.9%和16.2%，合计市场份额接近70%。而在出版市场中，三大音乐公司合计市场份额约为59%。

**表 2：中国主要唱片公司曲库数量及代表艺人**

唱片公司	曲库数量	代表艺人
索尼	400万	萧亚轩、庾澄庆、陈坤、费玉清等，猫王、迈克尔·杰克逊、Beyonce、Kanye West、艾薇儿等
华纳	120万	林俊杰、蔡依林、吴克群、萧敬腾、李荣浩、郭采洁等，linkin Park、Bruno Mars、Coldplay等
环球	320万	张学友、李克勤、张惠妹、林忆莲、陈奕迅、孙燕姿、梁静茹、罗志祥、谭咏麟、潘玮柏等，邓丽君、张国荣、Beyond等典藏内容，Lady Gaga、Taylor Swift、Rihanna、Justin Bieber等
太合音乐	近1万	许嵩，by2等
滚石音乐	1万+	周华健、张震岳、曹格、陈升、黄鸿升、赖铭伟等
种子音乐	1万+	阿杜、罗大佑、陶喆、柯有伦、汪小敏等
华研国际	5千+	SHE、林宥嘉、炎亚纶、飞儿乐队、动力火车等
相信音乐	<5千	五月天、品冠、刘若英、丁当等

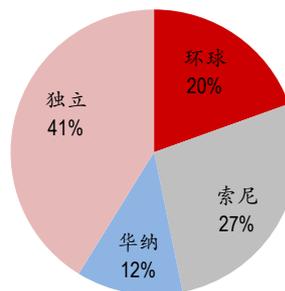
资料来源：中国音乐财经网、新音乐产业观察、东方证券研究所

图 16：2017 年三大唱片公司市场份额



资料来源：Music &amp; Copyright's, 东方证券研究所

图 17：2017 年三大出版公司市场份额



资料来源：Music &amp; Copyright's, 东方证券研究所

推动版权价格上涨的另一直接原因在于，版权局严打盗版音乐以来，各大平台为以独家内容吸引用户，构筑护城河，开始大力争夺独家版权。在各家的轮番竞价下，2017 年原本报价仅 3000 万美元的环球音乐独家版权上涨至 3.5 亿美元+1 亿美元股权。同时，与海外预付+分成（收入分成、单用户分成、单次点击分成）模式不同的是，国内对于版权的支付为买断模式，独家版权的争夺使得中小平台无力负担大额版权开支，独家版权多为巨头所有，如腾讯音乐娱乐集团买断了全球三大唱片公司独家版权。

## 2.2 “繁星时代”，向上游延伸是流媒体音乐平台的必然选择

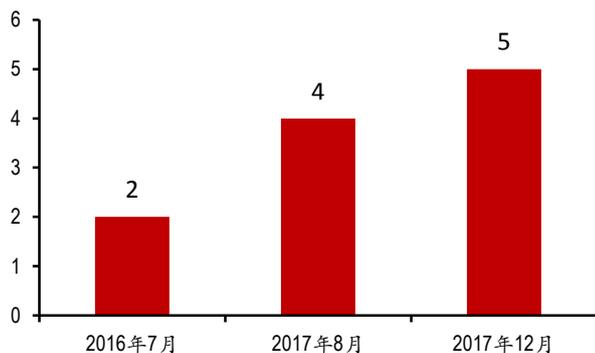
我们在前期的报告《从 Spotify 看海外流媒体音乐平台的特点、前景与趋势》中提出，传统唱片业时代的运营逻辑跟工业生产在本质上类似，即大规模生产、大规模销售和大规模传播，以打造成熟歌手为主，对新人培育缺乏。而流媒体音乐平台凭借技术进步带来的个性化分发能力，能够激活长尾曲库价值，完成腰部和尾部艺人及作品的推广。因此，在唱片公司强议价力和巨大的版权成本压力下，向产业链上游延伸，直接培养并与独立音乐人签署版权协议，成为流媒体音乐平台重要的发展路径。

在向产业链上游延伸方面，国内流媒体平台显然更加主动，效果也更加显著。目前各大平台均在推行自己的“独立音乐人”计划，如腾讯音乐的“腾讯音乐人计划”、网易云音乐“石头计划”以及虾米音乐“寻光计划”等。以网易云音乐的“石头计划”为例，自推行后独立音乐人和原创作品数量快速增长。截止 2017 年 12 月，独立音乐人数量和原创作品分别由 2016 年 6 月的 2 万和 40 万，上涨至 5 万和 100 万。我们认为，流媒体音乐平台向上游的拓展的背后，带来的是：（1）为用户发掘并提供更多个性化音乐，增强用户粘性；（2）降低版权成本，提高行业话语权；（3）逐步承担版权维护和确认的职能，形成新的收入来源，强化产业链地位。

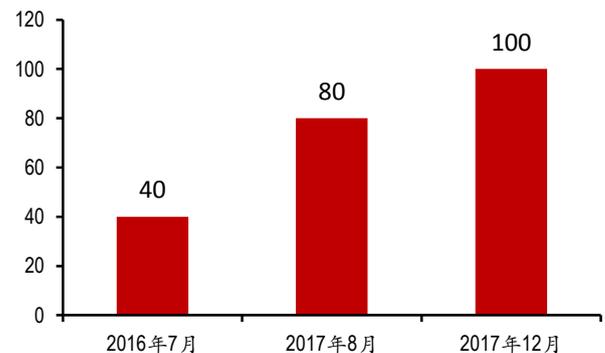
**表 3：各大流媒体音乐平台独立音乐人计划**

时间	平台	计划
2013/7/11	虾米音乐	“虾米音乐人”平台上线
2014/5/5	虾米音乐	寻光计划
2015/4/1	QQ 音乐	新声力量计划
2015/8/1	酷狗音乐	星梦工程·造星计划
2015/9/16	酷狗音乐	亿元音乐梦想基金计划
2015/9/8	网易云音乐	理想音乐人扶持计划
2015/10/28	QQ 音乐	“众创+音乐”平台开放策略
2016/11/1	网易云音乐	网易云音乐音乐人指数
2016/11/1	网易云音乐	石头计划
2017/4/1	百度音乐	伴星计划
2017/5/3	虾米音乐	寻光计划 II——寻找未曝光少年
2017/7/24	腾讯音乐	腾讯音乐人计划
2017/8/26	网易云音乐	网易云音乐人沙龙第一季
2018/5/1	网易云音乐	云梯计划

资料来源：各公司官网，东方证券研究所

**图 18：网易云音乐上入驻独立音乐人数量（万）**


资料来源：《网易云音乐 2016 上半年用户行为大数据》，网易云音乐音乐人沙龙，东方证券研究所

**图 19：网易云音乐上独立音乐人上传原创作品数（万首）**


资料来源：《网易云音乐 2016 上半年用户行为大数据》，网易云音乐音乐人沙龙，东方证券研究所

## 2.3 腾讯音乐：从“版权采购”到“投资内容”，打造“音乐圈 Netflix”

除发起“腾讯音乐人计划”外，腾讯音乐亦尝试了诸多向上游延伸的新举措：2018年1月，腾讯音乐与索尼联合推出电音厂牌 Liquid State；4月，腾讯音乐娱乐投资《明日之子2》，是国内音乐平台首次参与大型综艺节目的投资，不但可以获得大量优质版权内容，而且从源头上参与 IP 的孵化和生产、艺人的挖掘、培养与经纪等。与打造厂牌相比，投资音乐综艺是更快速的造星过程，也更容易打造爆款。例如，在《明日之子》第一季 15 期播放期间，腾讯音乐平台音频播放总量 40 亿，评论互动总数超 200 万条。其中 45 首歌曲进入了 QQ 音乐巅峰榜，爆款金曲《消愁》在 QQ 音乐的收听量达到 22 亿，收听人数超过 1.5 亿，充分体现了综艺节目与音乐原创内容结合的协同效应。投资《明日之子2》一方面可以获得优质内容，另一方面也能充分发掘粉丝经济：节目歌曲在腾讯音乐三大平台上独家播出，有粉丝专属铭牌、专辑封面解锁、粉丝工会打榜等；选手在节目过程中就开始发行自己的专辑，粉丝可以通过购买数字专辑的方式来为偶像应援。此外，歌手也会通过全民 K 歌，酷狗直播等与粉丝互动。

图 20：腾讯音乐与索尼联合推出电音厂牌 Liquid State



资料来源：公开信息，东方证券研究所

图 21：腾讯音乐投资《明日之子2》



资料来源：公开信息，东方证券研究所

从传统的“版权采买”到“投资内容”，国内音乐平台内容供给方式正在逐渐发生变化，平台从传统的渠道角色，扩展了“生产者”的角色。角色的转换不仅体现在对上游的议价能力增强，更重要的是对整个音乐产业链的重构。由于国外的版权环境更加严格，唱片公司更强势，Spotify 在尝试向产业链上游延伸过程中遇到更大的阻力，因此仅尝试直接与音乐人签约，获得更有利的分成比例，而不是取代唱片公司的角色。而国内投资内容的出发点则在于拥有版权，而且没有合约期的限制，在不违反版权局禁止高价购买独家版权的前提下保证内容的差异化。

### 3 腾讯音乐的多元化变现路径及运营逻辑

从收入端看，对比 Spotify 和腾讯音乐，我们认为国内外流媒体巨头在面临巨大的成本和盈利压力下选择了截然不同的两条道路：Spotify 目前仍处在获取市场份额的周期中，通过加大营销投入拓展新市场，一方面继续拓展用户数量并推动付费率提升；另一方面，强化渠道能力后，在中长期提高对上游议价能力，获得分成比例更低的版权协议；而国内腾讯音乐基于其规模庞大的用户数量和较高的渗透率，在收入端进行了变现途径的拓展，主要通过泛娱乐直播、在线 K 歌平台等变现。从财务数据上来看，显然国内的路走得更加顺利，腾讯音乐已实现盈利。本部分我们将着重对腾讯音乐的多元化变现路径及其背后的运营逻辑进行探讨。

#### 3.1 多元化变现助推腾讯音乐率先实现盈利

腾讯音乐以“音乐”为核心，借助腾讯在泛娱乐领域的优势，向音乐产业上下游渗透，提升话语权，打造音乐生态闭环。腾讯音乐在产品体系、产品功能等方面完善“听唱看玩”布局，打造泛娱乐生态，满足用户听看唱玩等多种需求。目前腾讯音乐的主要产品及变现模式包括：（1）流媒体音乐平台，包括 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐，以会员付费收入为主；（2）在线 K 歌平台全民 K 歌，2018 年 6 月全民 K 歌 MAU 达 1.55 亿。变现方式包括会员费（20 元/月），虚拟礼物，草根明星数字专辑分成，广告等；（3）音乐直播平台酷狗直播、酷我聚星等，以主播打赏分成（分成比例 5:5），数字专辑分成，广告收入为主。酷狗直播累计注册直播歌手 42 万，2017 年帮助 295 位直播歌手发行 702 张付费音乐专辑，创造 2.2 亿元营收。

图 22：腾讯音乐生态闭环



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

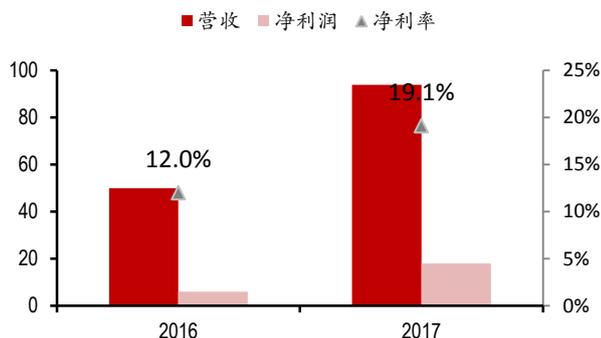
图 23：腾讯音乐产品矩阵



资料来源：公开信息，东方证券研究所

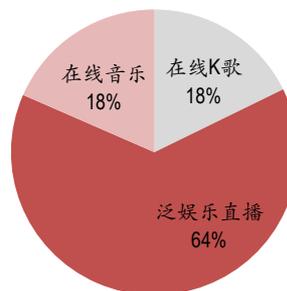
依靠高 ARPPU 值、高盈利性的直播与 K 歌业务，腾讯音乐娱乐集团成为率先实现盈利的流媒体音乐集团。根据此前媒体披露的融资文件显示，腾讯音乐 2016 和 2017 年分别实现营业收入 50 和 94 亿元，净利润分别达 6 亿元和 18.8 亿元。腾讯音乐收入主要来自泛娱乐直播和在线 K 歌业务，2017 年营收占比分别约为 64%和 18%，付费率均在 20%以上。

图 24：2016-2017 年腾讯音乐娱乐集团营收及净利润（亿）



资料来源：界面，东方证券研究所

图 25：2017 年腾讯音乐娱乐集团收入占比



资料来源：界面，东方证券研究所

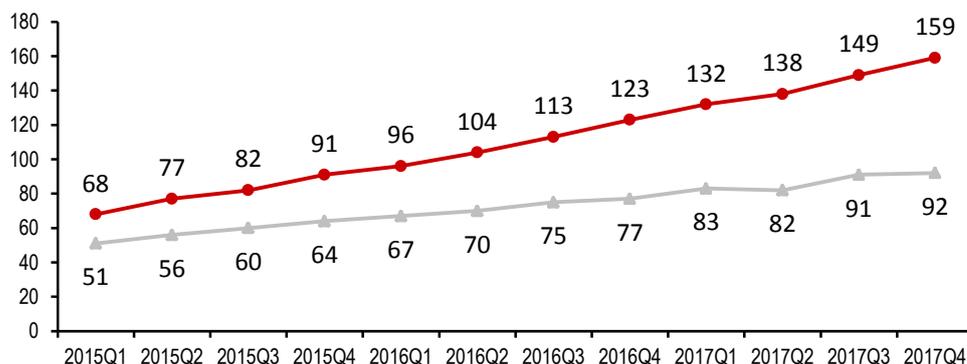
### 3.2 腾讯音乐的“听唱看玩”音乐生态

我们认为，腾讯音乐进行业务多元化拓展，打通听、看、玩、买、唱的音乐娱乐产业链条，背后有着发展逻辑和运营逻辑的一致性：

- **竞争格局好、转换成本高、用户粘性强、用户规模大，是音乐平台进行多元化变现的基础**

对比国内外流媒体巨头 Spotify 和腾讯音乐的发展路径，我们认为不同发展阶段、不同竞争格局导致了不同的战略选择。海外市场，Spotify 与 Apple Music 等的渠道竞争依然激烈，Spotify 市场份额为 35%（订阅用户数维度），按收入维度计算，2016 年 Spotify 在全球流媒体音乐市场的市占率为 42%。同时，平台活跃用户数 1.59 亿，整体用户规模仍在增长期。在此情形下，Spotify 保持全球扩张、大力投入营销宣传拓展新市场、提高存量市场渗透率、继续获取用户无疑是最优选择。

图 26：Spotify 整体 MAU 及免费会员 MAU（单位：百万）



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

而对于国内市场而言，如前文 1.1-1.2 节所述，目前“一超”的竞争格局优于海外市场，同时用户转换成成本高、粘性强、规模大，通过流媒体音乐平台集聚流量，引流至其他平台如泛娱乐直播、在线 K 歌平台等变现，在发展路径上已经走通，国内流媒体音乐平台的多元化变现和盈利能力领先海外市场，走在全球前列。

但是，国内外流媒体音乐平台的差异在于用户付费率（Spotify 达 43%，腾讯音乐 2.8%），参考 Spotify 的经验，提高付费率主要依赖于：（1）加大会员与非会员之间的用户体验差距，如非会员用户每几首歌曲间插一段不可跳过的音频或视频广告，歌单里也有广告歌曲植入；（2）营销推广，如家庭计划、学生计划、与 Hulu 的联合计划等各类推广活动。但是，中国互联网发展伊始的定位是免费型服务，且目前会员与非会员之间用户体验差距较小，各大平台会员的特殊权益主要在于无损音质、下载歌曲等，而这些特殊权益对于大多数用户并无显著吸引力。国内平台间的同质化较强，差异化主要体现在运营上，而非模式上。我们认为，腾讯音乐选择多元化变现而非单纯渠道业务提高付费率，也是国内现状下的必然选择，国内的各流媒体音乐平台目前的战略重心暂未放在提升付费率上。

**表 4：国内主要流媒体音乐平台会员权益**

平台	音乐付费方式	折扣	会员特权
QQ 音乐	绿钻：10 元/月	新用户绿钻豪华：9.9 元/月	绿钻：可以在线听 HQ 和 SQ 并可以下载
	豪华版绿钻：18 元/月	付费音乐包：88 元/年	豪华版绿钻：除绿钻特权外，还有上传本地音乐
	付费音乐包：8 元/月		付费音乐包：收听和下载收费歌曲（300 首/月）
	豪华音乐包：12 元/月		豪华付费音乐包：（500 首/月）
	联通流量包：9 元/月（首月免费）		
酷狗音乐	音乐包：8 元/月	音乐包：45 元/半年，88 元/年	音乐包：SQ 音质，收听下载付费歌曲（300 首/月）
	豪华音乐包：15 元/月	豪华音乐包：68 元/半年，128 元/年	豪华音乐包：（500 首/月）
	豪华 VIP：18 元/月	豪华 VIP：15 元/月	豪华 VIP：（300 首/月）
	流量包：联通 9 元/月（试用 3 天），电信 10 元/月		
酷我音乐	音乐包：8 元/月	音乐包：首月送豪华 VIP，45 元/半年	音乐包：SQ 音质，收听下载付费歌曲（300 首/月）
	豪华 VIP：15 元/月	88 元/年	豪华 VIP：（500 首/月）
	联通流量包：9 元/月	豪华 VIP：开通立赠音乐包	
网易云音乐	音乐包：8 元/月	音乐包：88 元/年	音乐包：SQ 音质，收听下载付费歌曲（300 首/月）
	黑胶 VIP：15 元/月	黑胶 VIP：连续包月 11 元/月，40 元/半年，128/年	黑胶 VIP：票务特权等（300 首/月）
	联通流量包：9 元/月		
虾米音乐	VIP：8 元/月	VIP：45 元/半年，88 元/年	VIP：SQ 音质，收听下载付费歌曲（300 首/月）
	SVIP：12 元/月	SVIP：68 元/半年，128 元/年	SVIP：除 VIP 特权外（500 首/月）
	联通流量包：8 元/月		
千千音乐	会员：10 元/月	自动续费 9 元/月，96 元/年	SQ 音乐，（300 首/月）
	联通流量包：8 元/月		

资料来源：各公司官网，东方证券研究所

● **流媒体音乐平台向音乐直播和在线 K 歌引流渠道丰富且效果显著**

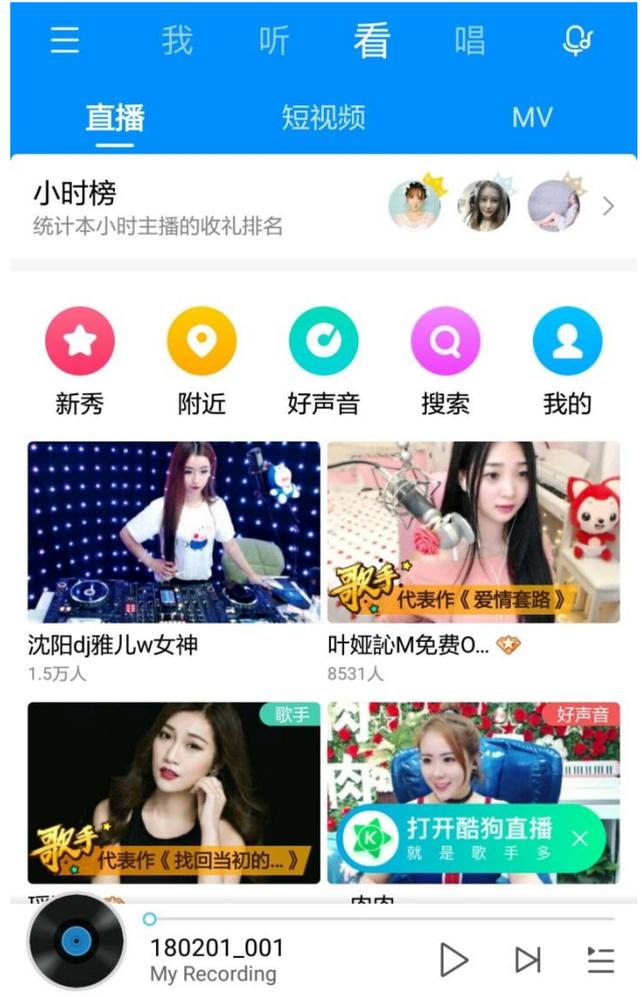
音乐产业的特殊性使得业务衍生更具有逻辑性，形成音乐闭环，流媒体音乐平台围绕用户“看”和“唱”的衍生需求，可向音乐直播和在线 K 歌平台输送用户。例如酷狗直播的用户很多来自于酷狗音乐，主播在酷狗直播唱歌，酷狗音乐听歌的人就能看到直播入口。酷狗音乐主页上有“我、听、看、唱”四个栏目，其中看就是可以跳转到酷狗直播，引流渠道丰富且效果显著。

图 27：酷狗音乐播放歌曲时可看到主播正在唱同一首歌



资料来源：酷狗音乐 app，东方证券研究所

图 28：酷狗音乐首页可直接切换到酷狗直播



资料来源：酷狗音乐 app，东方证券研究所

● **多元化变现既有短期利益也有长远目标考量，核心在于不断完善音乐内容生态圈**

(1) **音乐直播和在线 K 歌可以向流媒体音乐平台输送艺人和优质内容。**酷狗直播和全民 K 歌为草根歌手提供了更好的晋升和曝光的渠道。如庄心妍在 2012 年入驻酷狗直播之后，5 年内收获了 331 万粉丝，发行了 10 张专辑，在 2017 年酷狗、QQ 音乐、酷狗音乐女歌手歌曲播放量榜单中位居第一。

(2) 从最初的内容版权 IP 到创作者 IP(music+计划)再到现场的直播 IP，腾讯音乐的内容体系正在日趋完善。不同环节的 IP 又被串联打通，例如通过直播帮助安来宁、郝云、左小祖咒等原创音乐人做好宣传、获取粉丝，推送“创作者 IP”环节，再进一步推动内容版权 IP 生产，**最终让腾讯音乐上不断产生形态各异的优质音乐内容，圈住音乐用户，并为音乐人提供从音乐制作、发行、推广、销售到粉丝运营等一系列服务。**

(3) 长远来看，音乐直播给腾讯音乐带来了更大的想象空间，比如 QQ 音乐可以通过直播加强 O2O 演唱会、线上演艺、互联网票务的布局，涉足音乐节、音乐剧、音乐会等内容领域，还可将粉丝经济做大极致，如张艺兴在酷狗直播开启自己新专辑《SHEEP》的直播首秀，也表明音乐直播不仅对于素人主播来说是一个绝佳的才艺展示和才艺变现平台，对于明星宣发专辑、互动吸粉来说也是一个点对点的、简单高效的互动平台。

## 投资建议

本篇报告中，我们围绕国内流媒体音乐行业及龙头公司腾讯音乐，通过与国外流媒体音乐平台的对比，对行业特点、版权模式、变现模式及盈利情况等进行了深入的探讨，我们认为：

- **国内流媒体音乐行业竞争格局优于海外，为巨头进行上下游的拓展打下了良好基础。**腾讯音乐娱乐集团凭借旗下 QQ 音乐（市占率 40.7%）、酷狗音乐（市占率 25.4%）和酷我音乐（市占率 10.0%）三大平台，成为国内流媒体音乐行业的核心玩家，合计市占率达 76.1%。国内流媒体音乐用户规模庞大，用户活跃度高，但付费率仍较低。腾讯系产品 2018 年 7 月合计活跃用户数达 7.78 亿，但付费用户数仅为 1700 万，用户付费率 2.8%。我们认为，国内巨头的战略重点不在于付费率的提升，而是选择了基于庞大的用户流量进行变现模式的拓展。竞争格局好、转换成本高、用户粘性强、用户规模大，是音乐平台进行多元化变现的基础。
- **上游版权方集中度高，叠加各平台争夺独家版权，迅速推高了国内版权成本。**2017 年，腾讯音乐以 3.5 亿美元和 1 亿美元的股权取得环球音乐独家版权；2018 年，网易云音乐为只有约 2000 首歌的华研国际独家版权支付了 1.7 亿元，而三年前虾米音乐与其签约时仅花费 2000 万元，版权费 3 年飙升 8 倍以上。**面对较大的版权成本压力，国内向产业链上游的延伸更主动、效果也更加显著，主要模式包括：**（1）独立音乐人计划；（2）与唱片公司联合打造音乐厂牌；（3）投资音乐综艺节目。从传统的“版权采买”到“投资内容”，不仅没有合约期的限制，而且可以在不违反版权局禁止高价购买独家版权的前提下保证内容的差异化。
- **腾讯音乐基于其庞大的用户流量，在收入端进行了变现途径的拓展。**目前腾讯音乐的主要产品及变现模式包括：（1）流媒体音乐平台，包括 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐，以会员付费收入为主；（2）在线 K 歌平台全民 K 歌，变现方式包括会员费（20 元/月），虚拟礼物，草根明星数字专辑分成等；（3）音乐直播平台酷狗直播等，以主播打赏分成，数字专辑分成，广告收入为主。依靠直播与 K 歌业务，腾讯音乐成为率先实现盈利的流媒体音乐集团。**从财务数据上来看，国内的变现和盈利道路走得更加顺利。**
- **腾讯音乐进行业务多元化拓展，打通听、看、玩、买、唱的音乐娱乐产业链条，既有短期利益也有长远目标考量，核心在于不断完善音乐内容生态圈：**（1）流媒体音乐平台向音乐直播和在线 K 歌引流的渠道丰富且效果显著，音乐直播和在线 K 歌也可以向流媒体音乐平台输送艺人和优质内容；（2）从最初的内容版权 IP 到创作者 IP(music+计划)再到现场的直播 IP，腾讯音乐的内容体系不断完善，最终在平台上不断产生形态各异的优质音乐内容，圈住

音乐用户，并为音乐人提供从音乐制作、发行、推广、销售到粉丝运营等一系列服务；（3）长远来看，音乐直播给腾讯音乐带来了更大的想象空间。

综上，从国内外流媒体音乐平台的发展路径看，我们认为主要包括：（1）继续拓展用户数量，强化渠道能力，在中长期提高对上游议价能力；（2）向产业链上游延伸，培育独立音乐人，一方面降低版权成本，另一方面逐步承担版权维护和确认的职能，形成新的收入来源，强化产业链地位；（3）变现模式多样化，业务继续向下游拓展，打通听、看、玩、买、唱的整个音乐娱乐产业链条，拓展音乐直播、线下演出等业务。腾讯音乐娱乐集团在后两条路径上无疑是先行者，无论从成本端的版权环境，还是从收入端的变现多样性来看，国内的流媒体音乐平台比国外更灵活，战略部署更宏大，我们也更加看好国内流媒体平台的盈利能力。建议关注国内巨头腾讯音乐娱乐集团上市进展，以及海外流媒体音乐龙头 Spotify（SPOT.N，未评级）。

## 风险提示

- 正版版权政策推进不达预期

正版版权政策以及行业巨头共同推动下的付费时代来临，是流媒体音乐产业崛起的重要催化因素之一，若正版版权政策不达预期，则音乐产业生态的完善将低于预期。

- 行业竞争加剧

目前国内外流媒体音乐平台均呈现“一超多强”格局，竞争仍然激烈。若平台之间竞争加剧，可能进一步抬升上游版权价格，加大流媒体音乐平台盈利和现金流压力。

- 经济增长放缓

经济增长及转型引起的消费水平及居民文化娱乐需求提升是推动传媒板块整体及音乐行业景气提升的重要因素，若经济增长放缓，则居民文化娱乐需求会受到一定影响。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

