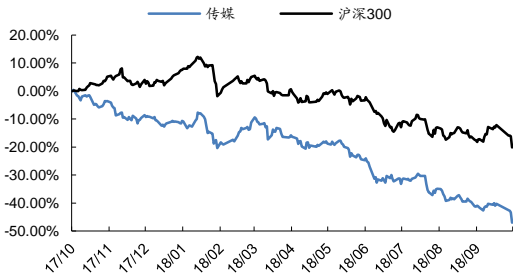


研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人: 朱珠 S0350117070022
021-50479967 zhuz@ghzq.com.cn

从 Spotify 到腾讯音乐 流媒体音乐衍生千亿市场

——传媒行业深度报告(中篇)

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	-9.7	-20.7	-47.1
沪深300	-3.1	-8.3	-19.9

相关报告

- 《传媒行业周报: 国庆档《无双》逆袭 腾讯音乐赴美 IPO》——2018-10-07
- 《传媒行业周报: 猫眼通营销服务平台开启国庆档可关注院线》——2018-09-23
- 《传媒行业周报: 趣头条带动广告板块 网络文学读者达 4.06 亿 阅读正当时》——2018-09-16
- 《传媒行业周报: 继猫眼后腾讯音乐资本化热度渐起 版权及平台类公司可关注》——2018-09-09
- 《传媒行业深度报告: 透过五年中报看中国文化传媒行业趋势》——2018-09-09

投资要点:

- 互联网巨头与专业流媒体音乐公司抢占流媒体音乐赛道。** 2018 上半年全球流媒体市场付费订阅用户总数约 2.3 亿, 同比增加 37.72%, 同期, 全球流媒体音乐订阅用户收入 34.98 亿美元。全球流媒体音乐用户订阅市场份额占比中, Spotify (专业流媒体音乐公司代表) 以 36% 占比位列第一, 付费用户 8300 万; Apple Music (互联网巨头代表) 占比 19%, 付费用户 4350 万; 腾讯音乐 TME 以 8% 市场份额位列第四。**海外看,** 卫星广播巨头 Sirius XM 拟收购流媒体音乐公司 Pandora, 打造全球音频娱乐公司龙头。全球流媒体音乐头部公司 Spotify 与尼尔森合作, 并携手三星加大智能设备市场渗透。互联网巨头与专业流媒体音乐公司抢占流媒体音乐赛道。
- 中国在线音乐泛娱乐市场 2023 年有望达到 2152 亿元, 3.9% 的低付费率及版权市场改善助推中国在线音乐泛娱乐市场增长。** 2017 年中国在线音乐泛娱乐市场总收入约 330 亿元, 预计 2023 年将增长至 2152 亿元, 2017-2023 年复合增速约为 36.7%; 其中, 2017 年中国在线音乐服务市场总收入约 44 亿元, 预计 2023 年将增长至 367 亿元, 2017-2023 年的复合增速将达到 42.41%; 中国在线卡拉 OK 及以音乐为中心的流媒体服务整体市场规模在 2017 年约 220 亿元, 预计 2023 年将增长至 1305 亿元, 2017-2023 年复合增速将达到 34.6%。**需求端,** 2017 年中国的在线音乐付费率 3.9%, 预计 2023 年将达到 28.7%, 增量付费用户有望来自“Z”世代用户(中国互联网原始居民为优质内容付费意愿较高且带来粉丝经济), 2017 年中国在线音乐用户 19 岁以下占比 45.4%, 助推中国长尾音乐娱乐内容市场发展。
- 腾讯音乐赴美 IPO 参与全球音乐生态建设** 腾讯音乐主要业务收入为**社交娱乐、在线音乐服务**, 2018 上半年在线音乐收入 25.53 亿元(同比增加 87.2%, 占总收入 29.6%); 社交娱乐收入 60.66 亿元(同比增加 94.4%, 占总收入 70.4%)。腾讯音乐的在线音乐与社交娱乐的月活跃用户分别为 6.4 亿、2.3 亿, 付费用户分别为 2330 万、950 万, 付费率分别为 3.6%、4.2%, ARPPU 值分别为 8.7 元、111.8 元。腾讯控股持股 58.1%、Spotify 持股 9.1%, 左手借助腾讯控股, 右手借助 Spotify, 行业巨头相互交叉持股, 从相互竞争到合作共赢, 用户端可享受更多音乐, 音乐人也可实现更多变现机会。腾讯音乐享中国文娱市场增长趋势的同时, 携 Spotify 共同参与全球

音乐生态系统建设。

- **行业评级及投资策略** **推荐评级**。我们认为伴随流媒体音乐平台 Spotify 赴美，音乐流媒体的发展逐渐受到资本关注。2016 年共达电声拟收购音乐制作及版权运营、艺人经纪公司乐华文化（2018 年 3 月已从新三板退市）未果，但 2018 年中国版权市场渐好，流媒体音乐平台公司的商业价值凸显，带动相关产业投资价值，**进而给予行业推荐评级**。

参考美国上市的 Spotify 从自身对优质音乐体验的追求，推出特色播放列表的内容，到外延收购技术型、版权运营公司，并与传统唱片公司合作等成长路径，再到腾讯近期发布招股书，**腾讯音乐与 Spotify 并肩有望成为流媒体音乐领域重要两极**。我们从 PS 估值角度看，预计腾讯音乐总收入 2018-2020 年分别为 159.2、169.5、195.2 亿元，社交娱乐收入占总收入比例分别为 72%、68%、62%，在线音乐收入占总收入比例分别为 28%、32%、38%。伴随中国流媒体音乐付费意识逐渐普及，我们预计在线音乐收入部分占总收入比例有望逐步提升。主要业务在线音乐可对比 Spotify，社交娱乐的直播业务同时兼具社区属性，可对比 B 站、虎牙直播等。我们参考 Bloomberg 一致预期数据，选取 IQ 爱奇艺、Spotify、Netflix、Bilibili、陌陌、虎牙、欢聚时代 2018 年 PS 值，可比公司 2018 年 PS 平均为 7 倍，我们预计在保守与乐观估计下，腾讯音乐的 PS 选取 7 倍（平均 PS）、10 倍（乐观预期），对应的腾讯音乐 2018 年市值约为 164-234 亿美元，建议积极关注。

折射的 A 股投资策略，伴随腾讯音乐 2018 年 10 月 3 日发布赴美招股书，流媒体音乐及版权热度有望渐起，A 股中拥有版权且叠加技术与内容的平台型公司有望首先受益，**安妮股份**搭建版权综合服务平台；**视觉中国**（豆瓣音乐分拆后，成立下 DNV 公司，DNV 旗下的 Vfine Music 与视觉中国达成合作，将为其提供更多专属优质版权音乐及版权监控服务，推动音乐产业健康发展）。同时，**芒果超媒**完成新媒体平台及内容整合，主营业务由媒体零售业务拓展至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售全产业链，并发力创新音乐版权业务营销以及电商、音乐等领域创收。**平台+内容型公司将受益流媒体音乐资本化后的商业价值二次放大**。

- **重点推荐个股** **芒果超媒 (300413.SZ)**：公司打造全产业链及多端内容分发进而打造芒果生态。2018 年以《声临其境》和《歌手 2018》为代表的“好听”类网综持续发力。公司搭建了从平台+内容+变现产业链，强化芒果品牌调性，培养自制特色内容，公司也有望借助在综艺领域优势强化创新音乐版权业务营销。我们预计 2018-2022 年公司归母净利润为 9.47 亿元、11.84 亿元、15.64 元，EPS 分别为 0.96/1.20/1.58 元，以 10 月 11 日收盘价对应 PE 分别为 35 倍、28 倍、21 倍。
- **风险提示**： 版税率的提高或对许可证的其他条款的改变可能会

对音乐内容产品产生不利的影响的风险、声称或指控公司侵犯知识产权，可能损害公司的商业和声誉的风险、在线音乐娱乐服务的收入模式相对较新可能会导致用户流失的风险、失去版权的风险、盗版问题阻碍行业盈利的风险、恶性竞争导致数据造假的风险、商业变现不及预期的风险、重点关注标的业绩不及预期、重点关注公司与 Spotify 等公司业务不具有完全可比性，相关数据仅供参考、业务快速扩张带来的管理风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-10-11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000681.SZ	视觉中国	22.68	0.42	0.55	0.72	54.00	41.24	31.50	未评级
300413.SZ	芒果超媒	33.73	0.18	0.96	1.2	187.39	35.14	28.11	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 全球头部互联网企业抢占流媒体音乐赛道	6
1.1、 全球流媒体音乐付费订阅用户 2.3 亿 同比增加 37.7%.....	6
2、 中国在线音乐泛娱乐市场：2017-2023 年复合增速 36.7%.....	8
2.1、 中国在线音乐泛娱乐市场增长驱动力	11
3、 2018 年中国音乐产业 3760 亿元：寡头竞争	13
4、 中国流媒体音乐龙头：腾讯音乐 在线音乐付费会员 2330 万 付费率 3.6%.....	14
4.1、 腾讯音乐主要收入： 社交娱乐服务+在线音乐服务等 社交娱乐收入占比 70.4%	15
4.2、 腾讯音乐收入成本及费用： 版权使用费是主要成本	20
4.3、 腾讯音乐率先实现利润： 2018 上半年调整后利润 21 亿元.....	21
4.4、 腾讯音乐用户： 社交娱乐 ARPPU 111.8 元 vs 在线音乐 ARPPU 8.7 元.....	22
4.5、 流媒体音乐平台的音乐人计划=视频平台自制剧计划	23
4.6、 腾讯音乐主要股东： 与 Spotify 交叉持股 共建全球音乐生态	25
5、 腾讯音乐的预测及估值	26
6、 行业评级及投资策略	28
7、 重点推荐个股	29
8、 风险提示	30

图表目录

图 1: 2018 年上半年全球流媒体音乐付费订阅用户及市场份额占比 单位 百万	7
图 2: 2016Q1-2018Q2 各季度全球流媒体音乐订阅用户及同比增速	7
图 3: 2013-2023 年中国在线音乐泛娱乐市场总收入及同比增速	9
图 4: 2013-2023 年中国在线音乐服务市场总收入及同比增速	9
图 5: 2013-2023 年中国在线卡拉 OK 及以音乐为中心的直播市场收入及同比增速	10
图 6: 2013-2023 年中国音乐内容发行市场、音乐版权运营市场收入及同比增速	11
图 7: 2013-2023 年中国在线音乐服务付费率与中国在线视频付费率	12
图 8: 2000-2017 年中国互联网及移动互联网发展与用户关联度	13
图 9: 2017 年中国在线音乐用户使用音乐 app 频率及用户单次使用音乐 app 时长	13
图 10: 腾讯音乐旗下主要移动 app 展示	15
图 11: 2016-2018 年腾讯音乐成长路径	16
图 12: 2016-2017 年年度与半年度腾讯音乐总收入及同比增速	17
图 13: 2016-2017 年腾讯音乐在线音乐收入及同比增速、用户订阅收入及占在线音乐收入比例	18
图 14: 2016-2017 年腾讯音乐在线音乐服务收入、社交娱乐服务收入及占总收入比例	19
图 15: 腾讯音乐的音乐人计划推广	24
图 16: 腾讯音乐生态体系	25
图 17: 腾讯音乐与 Spotify 占据不同市场	26
表 1: 2018 年第二季度移动 MAU 中国在线音乐娱乐应用排名	15
表 2: 2016-2017 年年度、半年度腾讯音乐总收入、在线音乐与社交娱乐收入及占总收入比例、同比增速	18
表 3: 2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度总收入及分收入及同比增速	19
表 4: 2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度成本、销售营销等费用支出及同比增速	20
表 5: 2016-2017 年、2017-2018 半年度腾讯音乐成本及同比增速	21
表 6: 2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度、半年度、年度利润及同比增速	22
表 7: 2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度总收入及分收入及同比增速、付费率及 ARPPU 值	23
表 8: 推演 2018-2020 年腾讯音乐主营收入在 PS 估值下的市值区间假设	27

1、全球头部互联网企业抢占流媒体音乐赛道

在上一篇我们发布的《从 Spotify 看中国流媒体音乐产业发展》中指出，音乐版权驱动音乐付费，音乐流媒体平台的版权成为护城河，商业化新征程开启。

用户对音乐产品本质的需求是听到喜欢的音乐歌曲，音乐产品的核心要素（庞大曲库即版权+技术驱动的具备“发现”的能力，进而曲库版权满足用户个性化需求，曲库版权的商业价值凸显，借助算法技术，音乐 app 从之前的用户主动搜索或者通过排行榜及媒介介绍的听歌工具变为强大音乐分销及发现功能的平台，对于音乐人，对流媒体音乐平台的依赖较大。

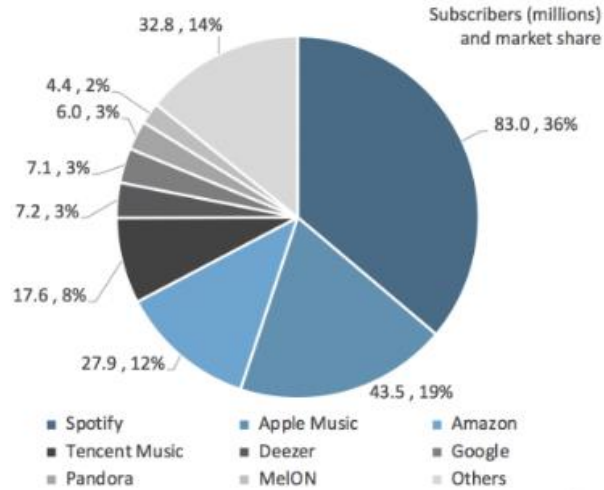
海外看，Spotify 全球正版流媒体音乐订阅头部服务商，通过特色播放列表+智能推荐+跨平台柔性+多终端覆盖提高用户活跃度。2017Q4 Spotify 月活跃用户 1.59 亿，同比增加 29.27%，付费用户 7100 万，付费率 44.65%，（截至 2018 年 6 月 Spotify 付费用户达到 8300 万）。伴随流媒体音乐平台 Spotify 赴美上市并受资本认可，音乐流媒体的发展逐渐受到资本关注。2018 年中国版权市场渐好，流媒体音乐平台公司的商业价值凸显，进而带动产业链投资价值。**国内看**，中国音乐流媒体市场渐起，版权高成本+用户习惯促使平台寡头竞争。伴随腾讯音乐发布赴美招股书，有望带来音乐版权领域的催化。本篇将从腾讯音乐 TME 的角度看流媒体音乐的商业模式及其衍生市场发展。

1.1、全球流媒体音乐付费订阅用户 2.3 亿 同比增加 37.7%

据 IFPI《2018 年全球音乐报告》数据显示，2017 年全球录制音乐市场增长 8.1%，全球连续第三年增长，也是 IFPI 自 1997 年开始统计市场数据以来增长幅度冠军。受乐迷对流媒体推崇，付费订阅的音频流媒体的驱动，数字收入占据全球录制音乐市场收入 54%（媒体占 38%，数字下载占 16%）。其中，流媒体总收入增长 41.1%，付费订阅音频流媒体增长 45.5%。

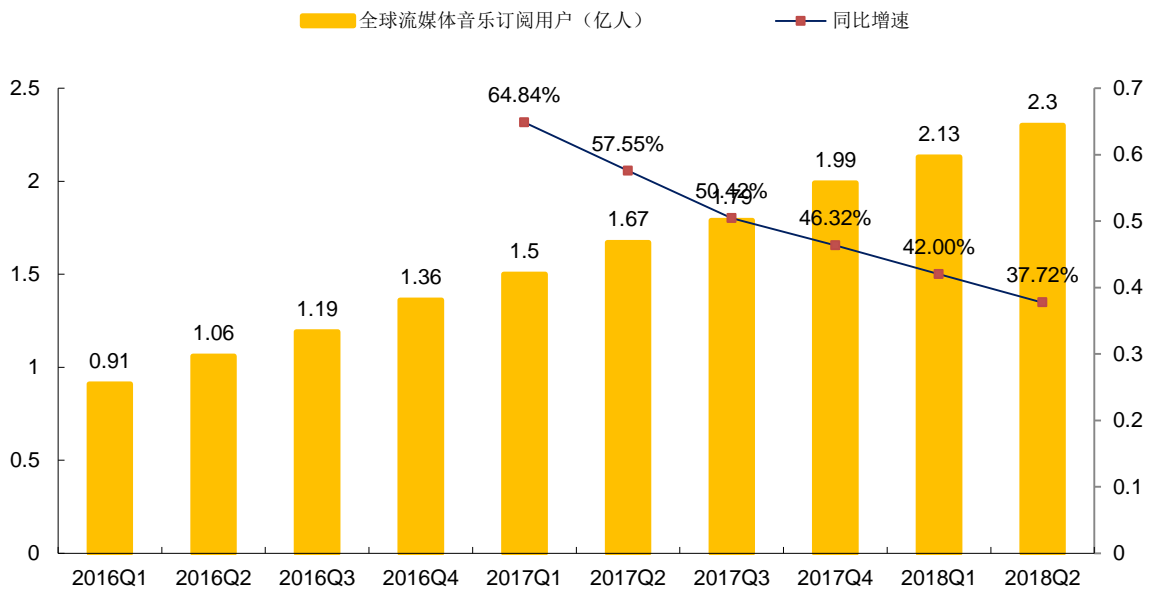
互联网巨头与专业流媒体音频公司抢占流媒体音乐赛道。2018 上半年全球流媒体市场付费订阅用户总数已达 2.3 亿，同比增加 37.72%，较 2017 年年底的 1.986 亿增长 16%。Spotify 付费用户位居全球位列第一，腾讯音乐付费用户位居全球第四。其中，Spotify（专业流媒体音乐公司代表）以 1190 万增量用户领先于 Apple Music（互联网巨头代表）的 920 万增量用户。2018 年上半年，全球流媒体音乐订阅用户收入 34.98 亿美元。全球流媒体音乐用户订阅市场份额占比中，Spotify 以 36% 占比位列第一，付费用户 8300 万；其次为 Apple Music 占比 19%，付费用户 4350 万；Amazon（凭借智能语音助手 Echo 和 Alexa 以及捆绑了音乐服务的 Amazon Prime）以 12% 位列第三，付费用户 2790 万，腾讯音乐以 8% 位列第四，付费用户达到 1760 万（2018 年 10 月 3 日最新招股书显示付费用户达到 2230 万）；Deezer、Google 旗下付费音乐产品和 Pandora 分别取得了 3% 的份额。MIDiA 预计 2018 年下半年的增长趋势仍将保持强势且可持续的趋势，且有望延续到 2019 年中期，随后成熟市场增量将呈现饱和。

图 1: 2018 年上半年全球流媒体音乐付费订阅用户及市场份额占比 单位: 百万



资料来源: MIDiA Research、国海证券研究所

图 2: 2016Q1-2018Q2 各季度全球流媒体音乐订阅用户及同比增速



资料来源: MIDiA Research、国海证券研究所

- 卫星电视台服务商 **Sirius XM** 拟以 **35 亿美元** 收购流媒体音乐服务公司 **Pandora**, 打造全球音频娱乐公司龙头, 探索音乐会员付费收入与广告收入互补的商业模式

2018 年 9 月 24 日 Pandora 公告称, 卫星电视台服务商 Sirius XM (SIRIUS XM HOLDINGS INC 电台娱乐公司原名为 Sirius XM Radio Inc, 在美国通过专属卫星广播系统播送音乐、体育、娱乐等频道。该电台是在付费的基础上通过卫星广播系统进行广播。用户可在互联网及移动设备应用软件听到音乐及其他频道)拟以 35 亿美元收购流媒体音乐服务商 Pandora, 若交易成功, 新公司在 2018 年总营业收入超过 70 亿美元, 月活跃用户也有望超过 1 亿元, 目前 Sirius XM 订

阅用户约 3600 万，Pandora 月活跃用户约 7000 万。

在 Spotify、Apple Music 等头部竞争下，Pandora 活跃用户数的下滑也是促使 Sirius XM 潜在有望取得 Pandora 的因子之一。Pandora 的活跃用户数从 2017 年 Q2 的 7600 万下降至 2018 年 Q2 的 7140 万。Sirius XM 总营业收入从 2015 年的 45.7 亿美元增加至 2017 年的 54.25 亿美元，其中，用户收入从 2015 年的 38.25 亿美元增加至 2017 年的 344.7 亿美元，占总营业收入比例均在 80% 以上，广告收入占 Sirius XM 总营业收入比例约在 3% 左右，用户付费收入为 Sirius XM 的主要收入；Pandora 主营业收入中以广告收入为主，2015-2017 年 Pandora 主营业收入分别为 11.64 亿美元、13.85 亿美元、14.67 亿美元，其中，广告收入分别为 9.33 亿美元、10.72 亿美元、10.75 亿美元，广告收入占总营业收入比例分别为 80.18%、77.45%、73.28%，Pandora 在广告业务方面的货币化能力优于 Sirius XM。若 Sirius XM 携手 Pandora，通过收入结构有望达到相互补充，不仅将助其拓张至汽车外的场景，还能稳固其现有地位；Pandora 有望借助 Sirius XM 资金优势拓展市场并增加分发渠道。

➤ **全球头部流媒体音乐公司 Spotify 在软、硬件端增加竞争筹码，借助技术优化广告投放，携手硬件商加大智能设备渗透**

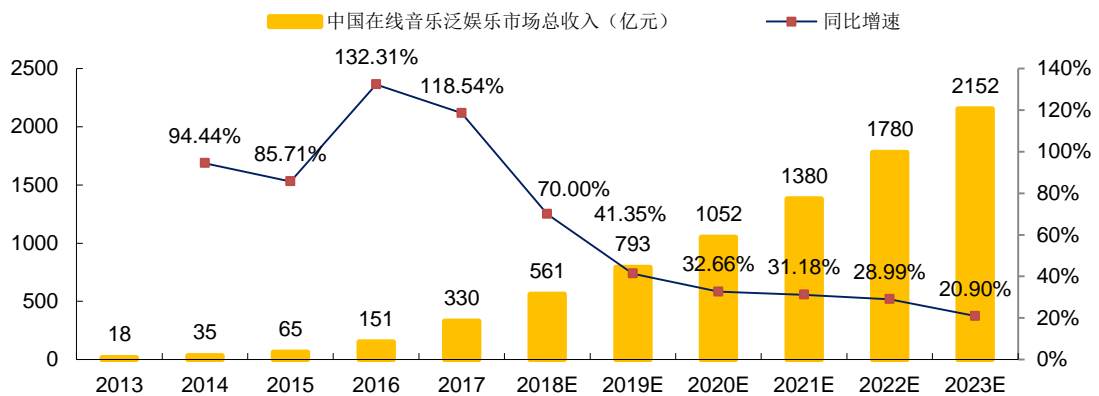
Spotify 在 2018 年 9 月 11 日宣布将和尼尔森合作，利用尼尔森旗下的“尼尔森品牌营销力”数据平台，来对投放于 Spotify 的广告进行实时效果评估和策略优化。该评估功能将面向美国、加拿大、墨西哥、英国、西班牙、法国、荷兰、日本和澳大利亚区域，针对 Spotify 桌面端和移动端目前投放的所有音视频等视听广告形式。通过这次技术合作，广告商们将能够更加精确获知宣传营销实际效果是否精准抵达目标用户群，是否扩大品牌知名度，以及是否刺激用户的消费欲望。2018 年 8 月初 Spotify 公布与三星电子的战略合作关系，Spotify 将成为三星旗下一系列智能设备的默认流媒体音乐服务商，借助三星智能手机及电视在全球市场所占的份额，将为 Spotify 带来更多与 Apple Music 和 Amazon Music 等对手竞争的筹码。

2、中国在线音乐泛娱乐市场：2017-2023 年复合增速 36.7%

中国在线音乐泛娱乐市场规模及关键环节，主要包括在线音乐服务、在线卡拉 OK 及以音乐为中心的现场直播、在线广告、在线音乐版权业务。由于版权保护、在线音乐服务普及率不断提高，消费者为音乐付费意愿不断增强，用户可通过会员订阅及数字音乐购买相结合方式获得音乐体验。据 iresearch 数据显示 2017 年中国在线音乐泛娱乐市场总收入约 330 亿元，预计 2023 年将增长至 2152 亿元，2017 年至 2023 年的复合增速为 36.7%；其中，2017 年中国在线音乐服务市场总收入约 44 亿元，预计 2023 年将增长至 367 亿元，2017 年至 2023 年的复合增速将达到 42.41%。在线卡拉 OK 在中国受到欢迎得益于用户体验及社交分享下的互动，据 iResearch 数据显示中国在线卡拉 OK 及以音乐为中心的流媒体服务整体市场规模在 2017 年达到约 220 亿元，预计 2023 年将增长到 1305 亿元，2017 年到 2023 年的复合增速将达到 34.6%。中国在线卡拉 OK 及以音

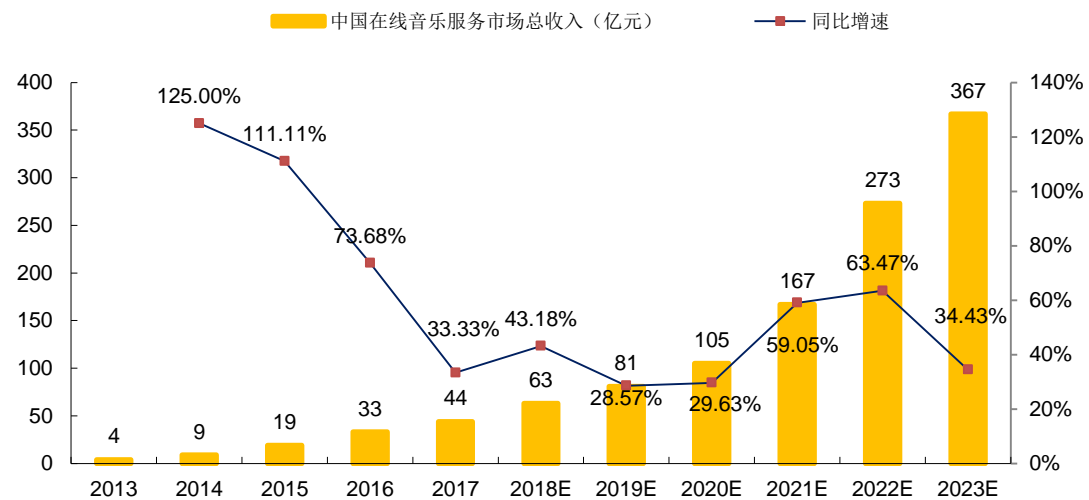
乐为中心的直播服务的收入主要来自虚拟礼物销售,以及付费用户获得各种额外特权的优质会员资格,如更高配乐分辨率及更多的应用主题。

图 3: 2013-2023 年中国在线音乐泛娱乐市场总收入及同比增速



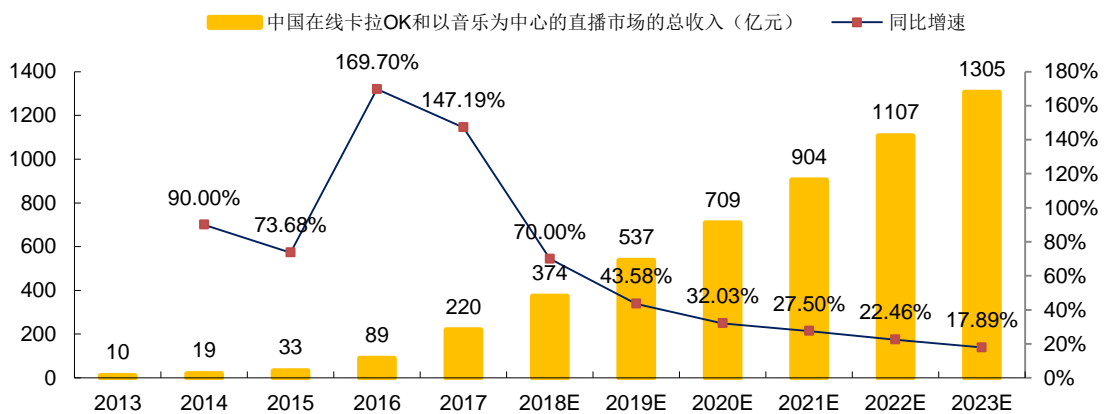
资料来源: iresearch、国海证券研究所

图 4: 2013-2023 年中国在线音乐服务市场总收入及同比增速



资料来源: iresearch、国海证券研究所

图 5: 2013-2023 年中国在线卡拉 OK 及以音乐为中心的直播市场收入及同比增速

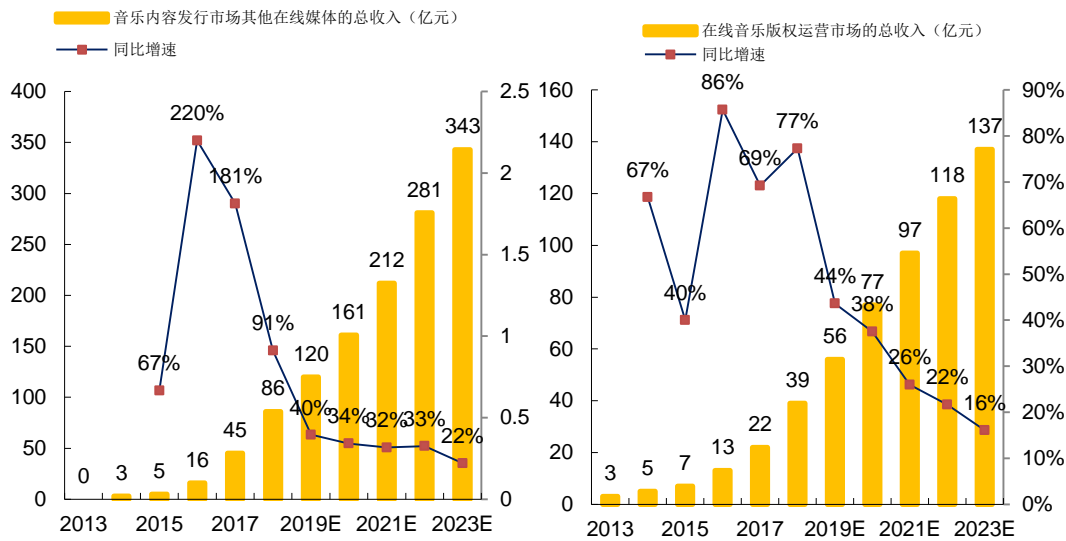


资料来源: iresearch、国海证券研究所

- 中国流媒体音乐市场中音乐内容发行市场规模 2017 年 45 亿元，2023 年有望增长至 343 亿元，2017 年至 2023 年的复合增速为 40.4%；在线音乐版权市场规模在 2017 年达到约 22 亿元，预计到 2023 年将增长至 137 亿元，2017 年至 2023 年的复合增速为 36.1%

中国流媒体音乐市场中，音乐内容分发主要指提供与音乐相关的视频、音频和新闻内容的媒体，据 iResearch 数据显示 2017 年中国音乐内容发行市场规模达到 45 亿元，2023 年有望增长至 343 亿元，2017 年至 2023 年的复合增速为 40.4%。在线音乐版权涉及原始音乐版权许可、音乐内容的次级许可、由在线平台制作的节目、现场表演所产生的与音乐有关的内容许可，以及在创作音乐剧及电影等衍生娱乐产品时对在线音乐内容的改编。据 iResearch 数据显示中国在线音乐版权业务整体市场规模在 2017 年达到约 22 亿元，预计到 2023 年将增长至 137 亿元，2017 年至 2023 年的复合增速为 36.1%。流媒体音乐商业模式中除在线音乐付费收入、社交娱乐收入外，内容发行及版权运营市场仍存增长空间。

图 6: 2013-2023 年中国音乐内容发行市场、音乐版权运营市场收入及同比增速



资料来源: iresearch、国海证券研究所

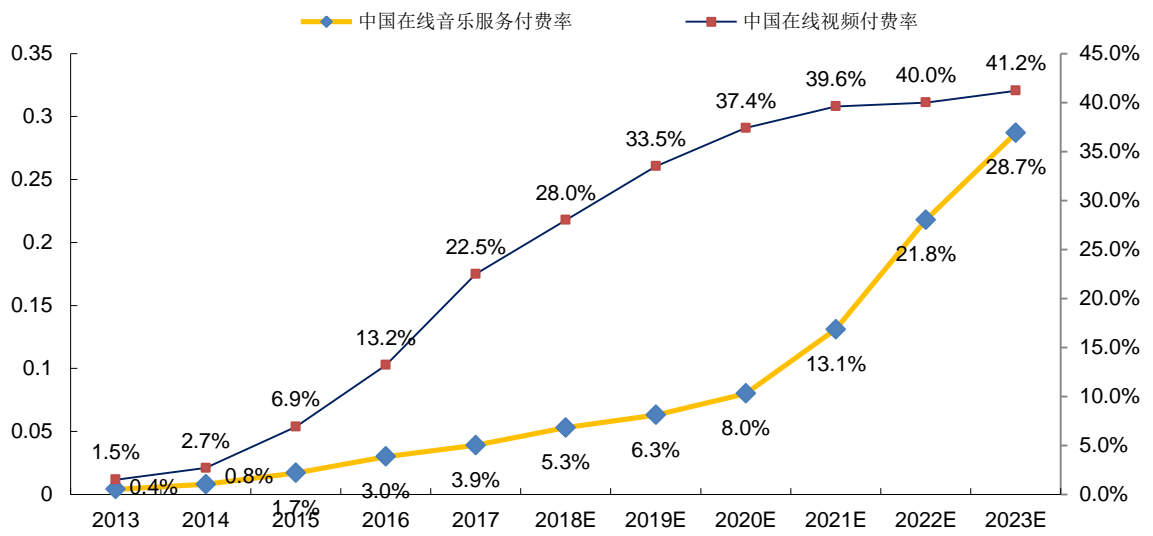
2.1、中国在线音乐泛娱乐市场增长驱动力

A、中国在线音乐服务的人均付费率较低:

2013-2017 年中国的在线音乐付费比例从 0.4% 增长至 3.9%，预计 2023 年将达到 28.7%

中国在线音乐服务的付费比例在 2017 年为 3.9% (如下图) 显著低于其他在线娱乐形式, 据 iResearch 数据显示在线视频(2017 年付费率约为 22.5%)和在线游戏(2017 年付费率约为 14.1%)。中国在线音乐服务的付费增速显著, 2013-2017 年中国的在线音乐付费比例从 0.4% 增长至 3.9%, 预计 2023 年将达到 28.7%。据 iResearch 数据显示 2017 年中国每位用户用于在线音乐娱乐的平均日均时间为 53.8 分钟, 每位付费用户在线音乐的平均收入为 110 元, 低于其他在线娱乐形式, 如在线视频(182 元)和在线游戏(926 元)。2017 年在线音乐服务的人均支出约为 2.9 元, 相对于网络视频的 14.8 元、在线游戏的 164.9 元和电影的 34.5 元, 中国在线音乐服务的人均支出仍较低。

图 7：2013-2023 年中国在线音乐服务付费率与中国在线视频付费率



资料来源：iresearch、国海证券研究所

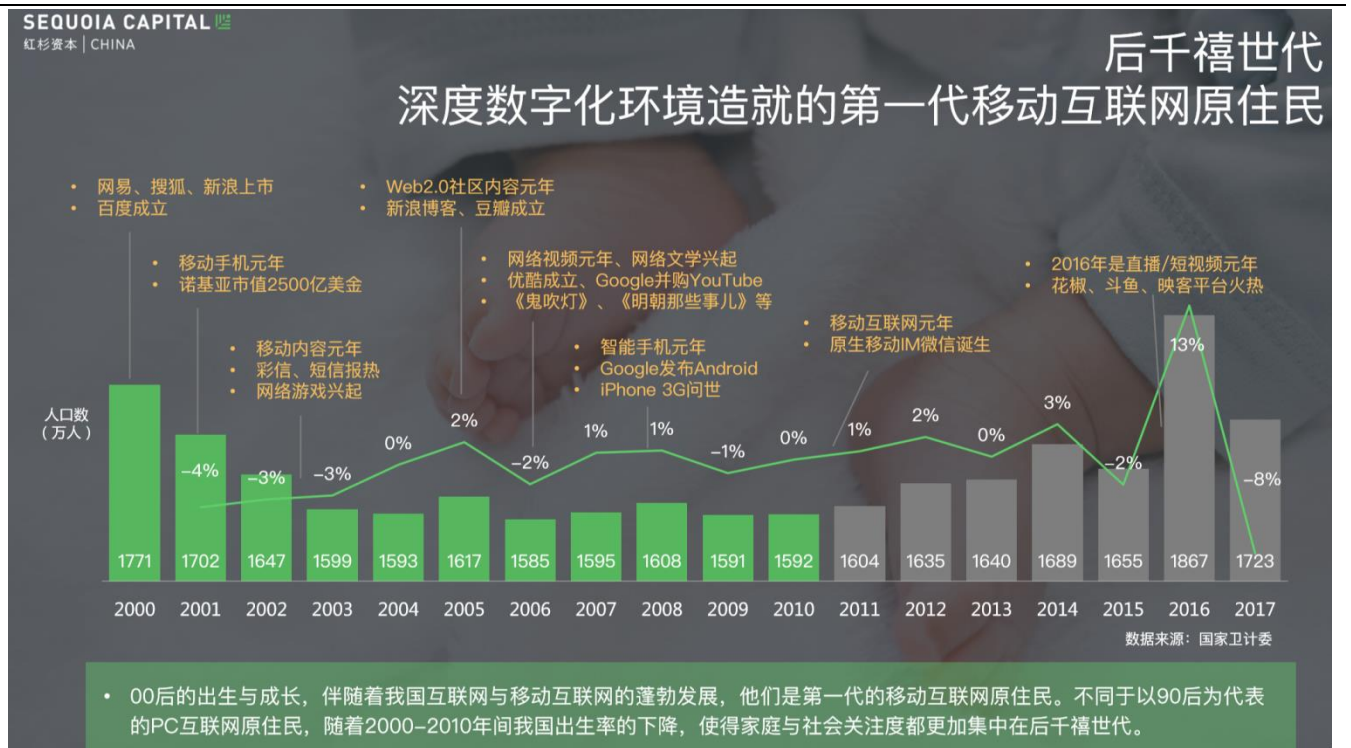
B、版权保护环境改善：

政府端加强版权保护，鼓励制作高质量音乐内容，头部在线音乐平台加大投资音乐所有者。头部在线音乐平台在音乐版权领域的保护间接获得主要音乐内容商的认可。例如腾讯音乐，拥有中国较全音乐内容图书馆，截至 2018 年 6 月 30 日，拥有来自 200 多家国内和国际音乐唱片公司，超过 2000 万首歌曲的音乐内容库（其中腾讯音乐拥有音乐出版和音乐录制权的许可证的歌曲约占 85%），其中合作伙伴如索尼音乐娱乐(Sony Music Entertainment)、环球音乐集团(Universal Music Group)、华纳音乐集团(Warner Music Group)、天皇娱乐集团(皇帝 Entertainment Group)和中国唱片集团有限公司(China Record Group Co.)，腾讯音乐为合作伙伴提供中国庞大在线音乐用户基础，通过合作长期关系为其提供多样化的盈利机会。

C、供给与需求角度看：后千禧世代助推长尾音乐娱乐内容市场

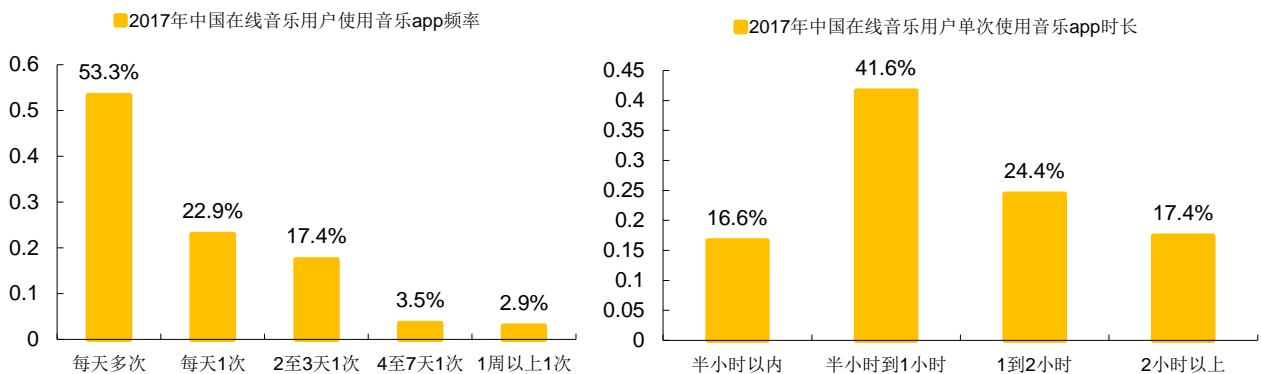
供给端，在线音乐市场格局零散、内容提供商碎片化，从流媒体流量看，2017 年中国前五大唱片公司的市场份额总和不到 30%，而全球前五大唱片公司的市场份额合计约 85%。中国拥有音乐流媒体领域快速增长的长尾市场，进而推动了对多样化和个性化的在线娱乐体验日益增长的需求。需求端，中国深受数字化环境造就的第一代移动互联原住民（后千禧世代）助推长尾音乐娱乐内容市场进而带动音乐的货币化商业模式。据 iresearch 数据显示 2017 年中国在线音乐用户 19 岁以下音乐用户占比 45.4%(付费用户占比 39.0%)，20-35 岁音乐用户占比 44.5%(付费用户占比 51.5%)，To C 端，听音乐成为用户生活中不可分割一部分，2017 年中国在线音乐用户使用音乐 app 频率中每天 1 次及每天多次合计占比 76.2%。在线音乐平台通过创新的在线卡拉 OK 产品，将用户与相似音乐与歌唱兴趣相结合，用户可通过唱歌及通过虚拟礼物互动，K 歌用户是听歌人群中价位活跃用户，高频高忠诚度，且愿意分享，K 歌用户 30 岁以下占比 92.1%，其中，78%的 K 歌用户使用超过一年以上；To B 端，音乐艺术家及音乐创作者可通过平台有效接触目标受众。

图 8: 2000-2017 年中国互联网及移动互联网发展与用户关联度



资料来源: 红杉、国家卫计委、国海证券研究所

图 9: 2017 年中国在线音乐用户使用音乐 app 频率及用户单次使用音乐 app 时长



资料来源: iresearch、国海证券研究所

3、2018 年中国音乐产业 3760 亿元: 寡头竞争

在美国音乐流媒体受到市场认可下, 中国音乐流媒体的产业机遇逐渐显露。据 2018-2023 年中国音乐产业市场前景研究数据显示, 2012-2016 年全国音乐产业市场规模不断增长, 年均复合增长率为 7%, 2018 年增速仍保持 7% 左右, 音乐产业市场规模将达到 3760.15 亿元。

中国音乐产业发展离不开政策端的鼓励, 2017 年中共中央办公厅和国务院办公

厅印发《国家的十三五文化发展改革纲要》中已将音乐产业发展列入国家文化产业工程中，据中国互联网信息中心数据显示 2017 年 12 月中国移动音乐用户已超 5.48 亿，中国庞大移动端用户群体已形成内容付费市场等，并通过音乐带动短视频、直播、K 歌等娱乐载体，结合社交、生活形式较强商业化能力。

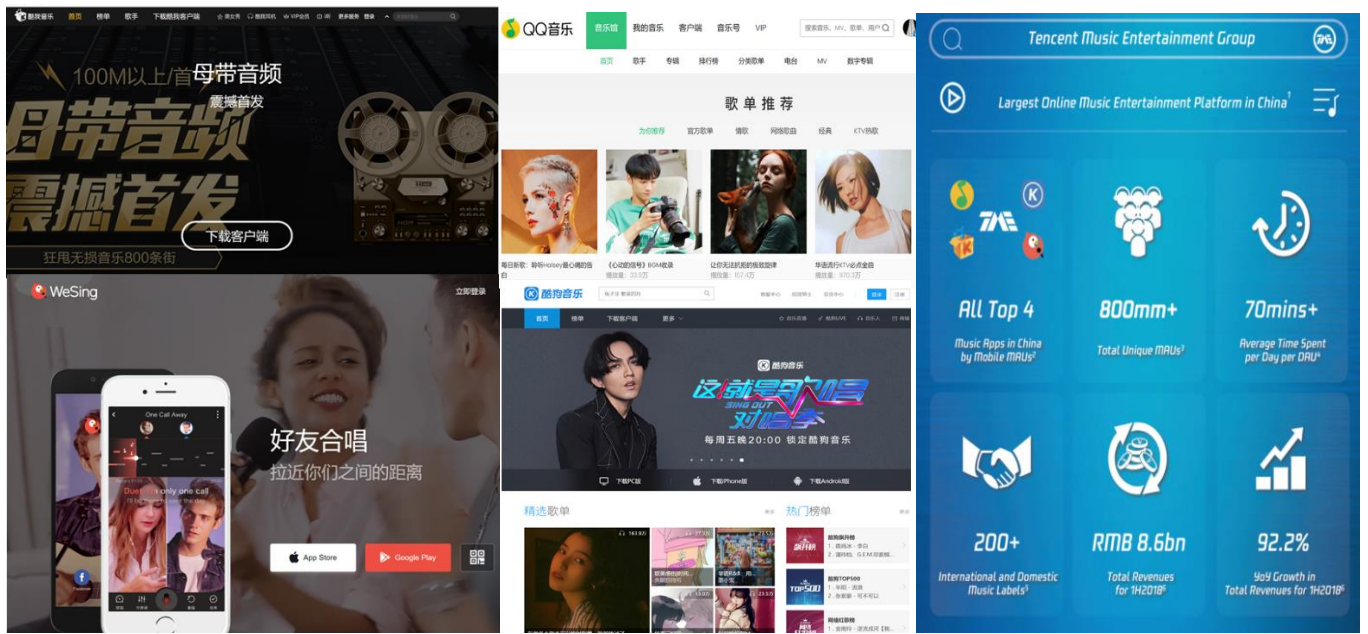
垂直细分社区型专业音乐公司 豆瓣在 2018 年 4 月将豆瓣音乐从豆瓣分拆，并与 2015 年成立的音乐版权授权平台 V.FineMusic 合并重组为新公司 DNV (DNV Music Group) 音乐集团，7 月完成数千万 A+轮融资，集团以数字资产管理平台为定位，形成“音乐人事业”、“音乐版权事业”、“线下赋能事业”三大核心覆盖全产业链业务布局。作为 C 端有独立调性的豆瓣音乐与 B 端进行版权监控、识别和加密技术业务的 V.Fine Music 的携手也正是延续了 Spotify 收购音乐数据分析公司 Scientific Seed 路径。**互联网巨头公司** 腾讯旗下腾讯音乐娱乐集团是中国在线音乐头部公司，也是中国正版数字音乐先驱者，腾讯音乐为音乐爱好者提供数字音乐播放器、移动在线 K 歌以及音乐版权转授权等产品和服务。专业音乐公司与互联网巨头公司争夺音乐赛道下，市场已呈现寡头竞争格局。

4、中国流媒体音乐龙头：腾讯音乐 在线音乐付费会员 2330 万 付费率 3.6%

- **腾讯音乐 TME 2018Q2 月活跃用户超 8 亿 (在线音乐、社交娱乐月活跃用户分别为 6.44 亿、2.28 亿); 在线音乐付费会员+社交娱乐付费用户分别为 2330 万、950 万, 付费率分别为 3.6%、4.2%; 2018 上半年总收入 86.19 亿元 同比增加 92.17%, 社交娱乐收入 60.66 亿元占比 70.4%**

腾讯音乐位居中国在线音乐娱乐平台首位，2018 年第二季度公司在移动活跃用户 MAU 方面运营了前四大音乐移动应用，包括在线音乐、在线卡拉 OK 和以音乐为中心的直播服务，如直播服务 kugou live，用户可通过平台无缝参与音乐，平台上分享、喜爱、评论等社交互动增强用户体验。腾讯音乐 2018 年第二季度月活跃用户超过 8 亿，腾讯音乐平台不仅是音乐流媒体平台，更是广泛社区，供音乐爱好者发现，聆听，唱歌，观看，表演和社交。同时，腾讯音乐提供在线卡拉 OK 社交社区功能，用户可通过唱歌与朋友互动获得乐趣，在虚拟卡拉 OK 房间举办卡拉 OK 派对，在网上唱歌时互相挑战，并要求艺术家或其他用户现场演唱歌曲。

图 10: 腾讯音乐旗下主要移动 app 展示



资料来源: QQ 音乐、酷我、酷狗、wesing 官网截图、国海证券研究所

表 1: 2018 年第二季度移动 MAU 中国在线音乐娱乐应用排名

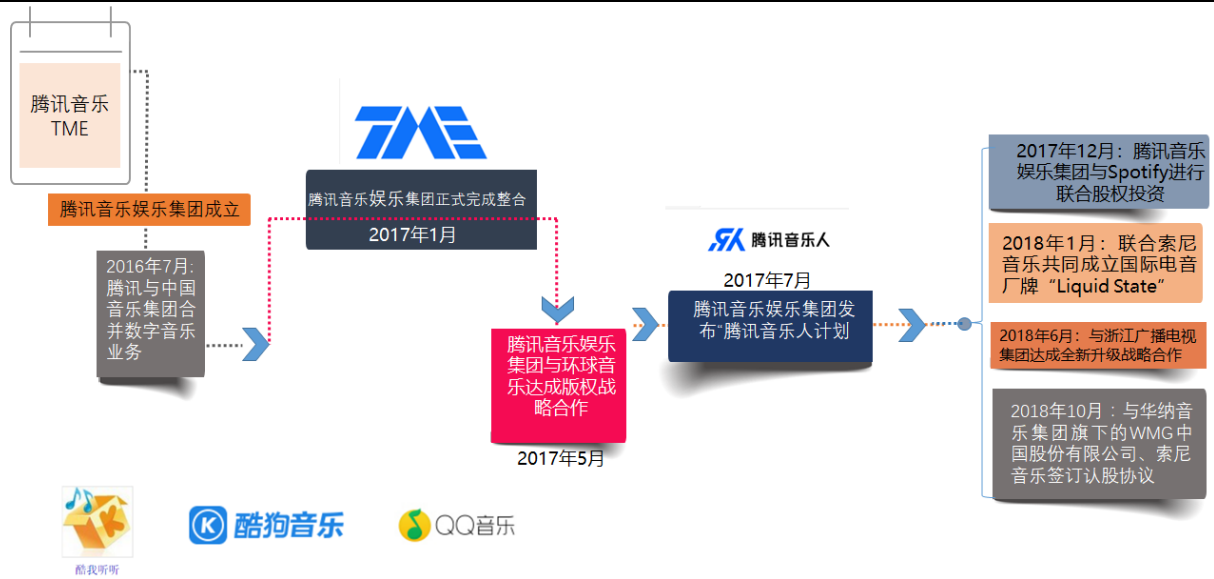
排名	App	移动端月活跃用户 MAU (亿人)
No. 1	酷狗音乐	Top5 移动端月活跃用户合计超过 8 亿
No. 2	QQ 音乐	
No. 3	全民 K 歌	
No. 4	酷我音乐	
No. 5	App5	
No.6-No.10	App6-10	6-10 名 App 移动端月活跃用户合计在 2-8 亿之间

资料来源: 腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

4.1、腾讯音乐主要收入: 社交娱乐服务+在线音乐服务等 社交娱乐收入占比 70.4%

2016-2017 年公司总收入从 43.61 亿元增加到 109.81 亿元(16.59 亿美元), 同比增加 151.8%, 并分别录得 4.26 亿元和 19.04 亿元(2.88 亿美元)的调整后利润。2017-2018 上半年公司总收入分别为 44.85 亿元、86.19 亿元, 同比增加 92.17%, 其中在线音乐服务主要来自酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐。

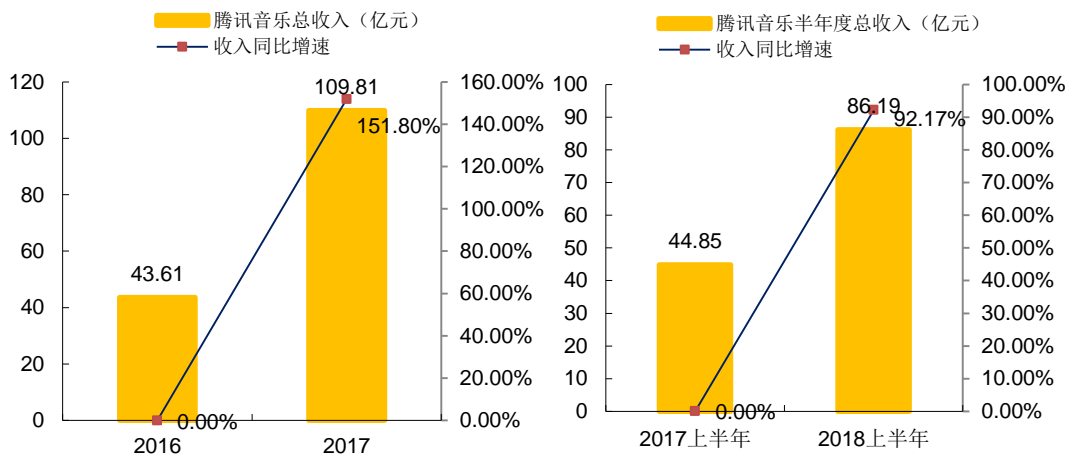
图 11: 2016-2018 年腾讯音乐成长路径



资料来源: TME 招股书、国海证券研究所绘制

2016年7月收购 CMC，对腾讯音乐会员、收入有较大助力。2003年 QQ 音乐成立，2005年 QQ 音乐作为一个独立在线音乐服务品牌推出；2005年12月酷我音乐公司成立，2013年3月北京酷我公司推出 Kuwo Live；2006年酷狗音乐公司成立。2016年7月，腾讯通过一系列交易获得中国音乐公司 cmc 的控制权，成为腾讯的合并子公司，进而助推其收入大幅增加（如下图）。收购前，CMC 是领先的在线音乐娱乐平台，拥有庞大用户群和内容库，2016年第二季度，CMC 在线音乐服务和直播流媒体服务的移动 MAU 分别约为 3.43 亿和 2300 万，CMC 在线音乐服务和直播流媒体服务的付费用户数量分别约为 140 万和 40 万。截至 2016 年 3 月 31 日，CMC 的内容库包含约 380 万首歌曲。2016 年 7 月 12 日腾讯完成对 CMC 的收购，增厚了腾讯音乐自 2016 年 7 月以来的总收入。

图 12: 2016-2017 年年度与半年度腾讯音乐总收入及同比增速



资料来源: TME 招股书、国海证券研究所

- **腾讯音乐上半年总收入 86.19 亿元，同比增加 92.17%，主要业务收入为社交娱乐（2018 上半年收入 60.66 元，占总收入比例达到 70.4%，占比略有上升）、在线音乐服务（2018 上半年收入 25.53 亿元，占总收入比例达到 29.6%，较 2017 上半年的 30.4% 占比有所下滑）**

腾讯音乐用户订阅收入从 2016 年的 12.79 亿元增加至 2017 年的 18.41 亿元(同比增加 44%)，占在线音乐收入比例分别为 60%、58%。腾讯音乐在线音乐服务收入从 2016 年的 21.44 亿元增加至 2017 年的 31.49 亿元，同比增加 46.88%，据招股书显示腾讯音乐在线音乐收入中主要来自用户订阅收入，即通过每月固定费用销售付费音乐，用户订阅收入从 2016 年的 12.79 亿元增加至 2017 年的 18.41 亿元（同比增加 44%），占在线音乐收入比例分别为 60%、58%；半年度数据看，腾讯音乐在线音乐服务上半年收入从 2017 上半年的 13.64 亿元增加至 2018 上半年的 25.53 亿元，同比增加 87.17%。其中，腾讯音乐在线音乐服务的收入主要来自用户订阅，2016-2017 年在线音乐中用户订阅收入分别为 12.79 亿元、18.41 亿元，同比增加 43.94%，但用户付费占在线音乐收入比例从 2016 年的 60% 下滑至 2017 年的 58%，在线音乐收入依靠单一用户付费的风险降低。2018 上半年腾讯音乐社交娱乐服务收入及其他 60.66 亿元，同比增加 94.36%，占腾讯音乐总收入比例为 70.4%，**社交娱乐业务主要通过现场直播、在线卡拉 OK、音乐相关商品的销售和其他服务实现的收入**。通常，收入的一部分与内容创作者分享，包括直播表演者和代理，社交娱乐收入成为收入贡献主力。

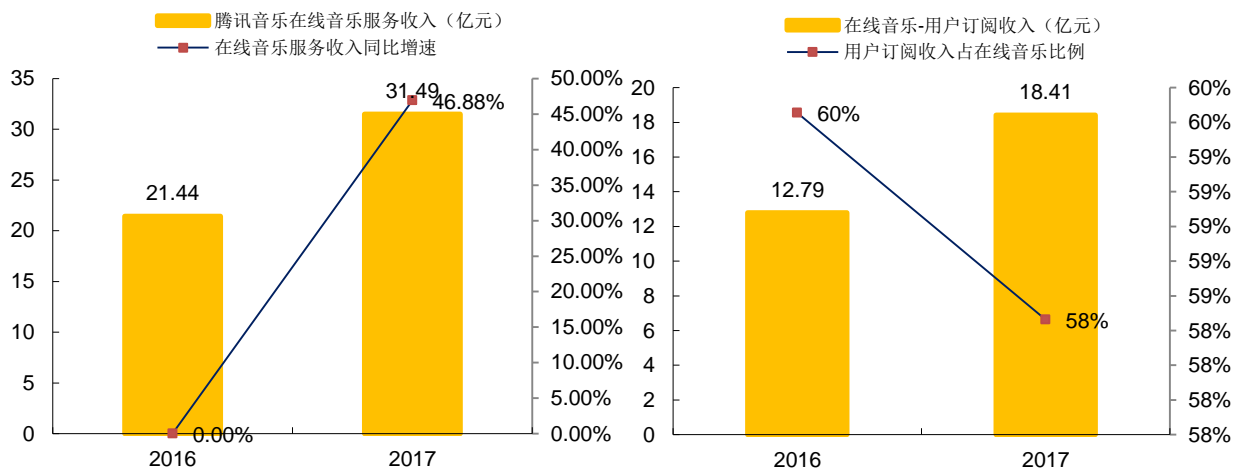
表 2: 2016-2017 年年度、半年度腾讯音乐总收入、在线音乐与社交娱乐收入及占总收入比例、同比增速

	腾讯音乐总收入 (亿元)及增速	腾讯音乐在线音乐 服务收入(亿元) 及增速	腾讯音乐社交娱乐服务收入 及其他(亿元)及增速	在线音乐收入占总 收入比例	社交娱乐收入占总收 入比例
2016	43.61	21.44	22.17	49%	51%
2017	109.81/151.80%	31.49/46.8%	78.32/253.27%	29%	71%
	腾讯音乐半年度 总收入(亿元)	腾讯音乐在线音乐 服务半年度收入 (亿元)及增速	腾讯音乐社交娱乐服务半年 度收入及其他(亿元)及增 速	在线音乐半年度收 入占总收入比例	社交娱乐半年度收入 占总收入比例
2017 上半年	44.85	13.64	31.21	30.4%	69.6%
2018 上半年	86.19/92.17%	25.53/87.2%	60.66/94.4%	29.6%	70.4%

资料来源: 腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

2017 年腾讯音乐在线音乐服务收入增长 46.88%，从 2016 年的 21.44 亿元增长到 2017 年的 31.49 亿元，主要原因是：(1)付费在线音乐服务的收入增加，在线音乐服务的付费比率和用户基础的增长；(2)通过将音乐内容再授权给第三方带来的收入增加。

图 13: 2016-2017 年腾讯音乐在线音乐收入及同比增速、用户订阅收入及占在线音乐收入比例



资料来源: 腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

表 3: 2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度总收入及分收入及同比增速

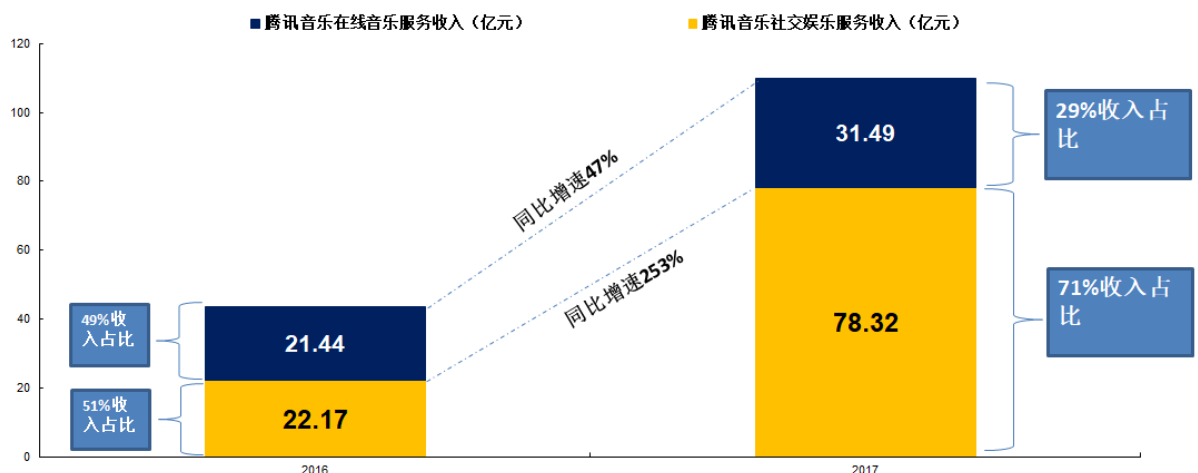
腾讯音乐TME	1.1、在线音乐服务单季度收入(亿元)	在线音乐单季度服务收入同比增速	1.2、社交娱乐单季度服务收入及其他(亿元)	社交娱乐单季度服务收入及其他同比增速	1、腾讯音乐单季度收入(亿元)	腾讯音乐单季度收入同比增速
2016年9月30日	5.85		8.9		14.75	
2016年12月30日	7.49		12.52		20.01	
2017年3月31日	7.19		13.86		21.05	
2017年6月30日	6.45		17.35		23.80	
2017年9月30日	7.37	26.0%	21.73	144.2%	29.10	97.3%
2017年12月30日	10.48	39.9%	25.38	102.7%	35.86	79.2%
2018年3月31日	12.54	74.4%	28.62	106.5%	41.16	95.5%
2018年6月30日	12.99	101.4%	32.04	84.7%	45.03	89.2%

资料来源: 腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

- 腾讯音乐商业模式趋向“音乐用户社区”模式，该模式下聚合音乐用户爱好者以及创作者，类似于哔哩哔哩(B站)针对的“二次元及泛二次元用户社区”模式

腾讯音乐收入构成中，目前社交娱乐收入占比较高，这部分收入从 2016 年的 22.17 亿元增加至 2017 年的 78.32 亿元，同比增加 253%，占公司总收入比例从 2016 年的 51%增加至 2017 年的 71%，付费用户从 2017 年的第二季度 710 万增加至 2018 年第二季度的 950 万，该部分付费用户主要来自 we sing (全民 K 歌的国际版)、酷狗、酷我直播等。社交娱乐收入占比较高也被诟病腾讯音乐在音乐部分的卡位弱于传统流媒体音乐公司，但，腾讯音乐社交娱乐服务收入的核心还是以音乐为中心的社交娱乐服务收入，其中主要包括虚拟礼品销售及高级会员的对接，用户可发送虚拟礼物表示对分享卡拉 OK 或现场表演者的赞赏，嫁接起表演者与粉丝互动渠道。从该角度看，腾讯音乐商业模式趋向“音乐用户社区”模式，该模式下聚合音乐用户爱好者以及创作者，类似于哔哩哔哩(B站)针对的“二次元及泛二次元用户社区”模式，为确保音乐用户社区的可持续增长，需要不断维持及增加社交娱乐内容，并找出潜在流行卡拉 OK 歌手及其它意见领袖，腾讯音乐社交娱乐服务业务不断提升，也利于吸收新用户，留住老用户。

图 14: 2016-2017 年腾讯音乐在线音乐服务收入、社交娱乐服务收入及占总收入比例



资料来源：腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所绘制

4.2、腾讯音乐收入成本及费用：版权使用费是主要成本

公司收入成本包括服务成本（服务成本占公司收入成本的大部分），如：（1）许可费用，主要包括支付给音乐唱片公司和其他内容合作伙伴的版税，用于支持腾讯音乐的在线音乐服务和社会娱乐服务（在预付内容版税中 2016-2017 年分别为 78.1 亿元、83.1 亿元）；（2）与公司在线社交娱乐服务有关的收入中向内容创作者支付的费用，包括现场直播表演者、其代理机构和其他表演用户。（3 主要与服务器、云服务以及支付给电信运营商和其他相关服务提供商的带宽费用有关的内容交付费用。据腾讯音乐招股书显示，公司的内容使用费（许可协议相关联的最低版权费）2018-2020 年预计分别为 18.21 亿元、31.02 亿元、49.23 亿元（同比增速约为 70.35%、58.70%），与内容有关的版权使用费是主要成本。

版权政策不断加码。在音乐版权领域，中国文化部颁布多条通知及若干意见，2006 年 11 月，文化部发布关于网络音乐开发与管理的若干意见，即“网上音乐意见”，并于 2006 年 11 月 20 日生效。“在线音乐意见”规定，网络音乐服务提供商须获得在线文化运营许可。2015 年 10 月，文化部发布“关于进一步加强和完善网上音乐内容管理的通知”，自 2016 年 1 月 1 日起，规定网络文化经营单位每季度向全国行政平台报告其自我监控活动的详情。2010-2011 年，文化部发布一系列关于网络音乐产业通知，如“关于规范在线音乐产品市场秩序和整治在线音乐网站违法行为的通知”、“2010 年关于调查非法在线音乐网站的通知”等，加强了对在线音乐产品的监管。2015 年 7 月，国家版权局发布“关于停止在线音乐服务提供商发送未经许可的音乐产品的通知”，要求在 2015 年 7 月 31 日前清除在线音乐服务提供商平台上的所有未经许可的音乐产品，国家版权局对在 2015 年 7 月 31 日后继续传播未经许可的音乐产品的在线音乐服务提供商进行查处等，有效的改善了中国音乐版权市场健康发展。

表 4：2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度成本、销售营销等费用支出及同比增速

腾讯音乐TME	收入成本（亿元）	收入成本同比增速	销售和营销支出（亿元）	销售和营销支出同比增速	总务和行政支出（亿元）	总务和行政支出同比增速
2016年9月30日	10.45		1.57		3.43	
2016年12月30日	13.17		1.64		3.26	
2017年3月31日	14.26		1.3		3.26	
2017年6月30日	16.77		1.68		3.56	
2017年9月30日	18.76	79.52%	2.57	63.69%	3.42	-0.29%
2017年12月30日	21.92	66.44%	3.58	118.29%	4.97	52.45%
2018年3月31日	24.33	70.62%	3.64	180.00%	4.46	36.81%
2018年6月30日	27.08	61.48%	3.74	122.62%	4.59	28.93%

资料来源：腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

表 5: 2016-2017 年、2017-2018 半年度腾讯音乐成本及同比增速

腾讯音乐TME	收入成本分支成本1-服务成本 (亿元)	服务成本同比增速	收入成本分支成本2-其他收入成本	其他收入成本同比增速	总收入成本 (亿元)	总收入成本同比增速
2016	24.81		6.48		31.29	
2017	61.42	147.56%	10.29	58.80%	71.71	129.18%
腾讯音乐TME	收入成本分支成本1-服务成本 (亿元)	服务成本同比增速	收入成本分支成本2-其他收入成本	其他收入成本同比增速	总收入成本 (亿元)	总收入成本同比增速
2017H1	26.39		4.64		31.03	
2018H1	44.99	70.48%	6.42	38.36%	51.41	65.68%

资料来源: 腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

销售和营销费用:

公司销售和营销费用主要包括: (1)品牌和用户获取成本; (2)支付给销售和营销人员工资和其他福利; (3)摊销腾讯 2016 年收购 CMC 和 2017 年收购终极音乐所产生的无形资产。预计后续腾讯音乐在吸引新用户以及将现有用户转化为付费用户下, 腾讯音乐的销售与营销费用将增加。2016-2017 年无形资产中涉及许可证部分的销售和营销费用分别摊销 1.09 亿元、1.09 亿元。

一般和行政费用:

公司一般和行政开支主要包括: (1)研发费用, 包括支付给研发人员的工资及其他福利; (2)支付给一般和行政人员的工资及其他福利; (3)与法律、会计和其他专业服务有关的费用; 以及(4)因腾讯于 2016 年收购 CMC 而产生的无形资产摊销费用。2016-2017 年无形资产中涉及许可证部分的一般和行政费用分别摊销 0.7 亿元、1.48 亿元。

4.3、腾讯音乐率先实现利润: 2018 上半年调整后利润 21 亿元

相比 Spotify 暂未盈利, 腾讯音乐率先实现盈利, 2016 至 2017 年年度利润分别为 0.85 亿元、13.19 亿元, 2016 上半年至 2017 上半年利润分别为 3.95 亿元、17.43 亿元, 年度调整后利润, 2016 至 2017 年年度利润分别为 4.26 亿元、19.04 亿元, 2017 上半年至 2018 上半年利润分别为 7.32 亿元、21.12 亿元。在调整利润中, 调整项主要涉及股份补偿费用、股票投资净收益、企业合并产生的无形资产和其它资产摊销、对联营公司投资的减值准备以及可发行股票的公允价值变动。其中, 企业合并产生的无形资产和其他资产的摊销在 2016、2017 年分别为 1.75 亿元、2.71 亿元, 2017 上半年及 2018 上半年分别为 1.55 亿元、1.18 亿元。

表 6: 2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度、半年度、年度利润及同比增速

腾讯音乐TME	单季度利润 (亿元)	同比增速	腾讯音乐TME	年度调整后利润 (亿元)	同比增速
2016年9月30日	-0.45		腾讯音乐TME	年度调整后利润 (亿元)	同比增速
2016年12月30日	1.6				
2017年3月31日	2.07				
2017年6月30日	1.88		2016	4.26	
2017年9月30日	3.9		2017	19.04	346.95%
2017年12月30日	5.34	233.75%	腾讯音乐TME	半年度调整后利润 (亿元)	同比增速
2018年3月31日	8.4	305.80%	2017H1	7.32	
2018年6月30日	9.03	380.32%	2018H1	21.12	188.52%

资料来源: 腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

4.4、腾讯音乐用户: 社交娱乐 ARPPU 111.8 元 vs 在线音乐 ARPPU 8.7 元

- 在线音乐 MAU (月活跃用户) 6.4 亿大于社交娱乐 MAU (月活跃用户) 2.28 亿 前者付费用户 2330 万 (付费率) 后者付费用户 950 万

社交娱乐用户的 ARPPU (每付费用户平均收益) 超过在线音乐用户 ARPPU。腾讯音乐在线音乐服务业务中移动月活跃用户 (MAU) 从 2017 年第二季度的 6.06 亿增加到 2018 年第二季度 6.44 亿, 同比增加 6.3%, 在线音乐服务的付费用户从 2017 年第二季度的 1660 万增加到 2018 年第二季度的 2330 万。同期, 网上音乐服务收费比率从 2.7% 增至 3.6%。在线音乐服务的付费比率的提高主要由于付费音乐内容的数量与质量的提高, 以及腾讯音乐对用户的付费音乐图书馆的推广。社交娱乐业务中移动月活跃用户 (MAU) 从 2017 年第二季度的 2 亿增加到 2018 年第二季度 2.28 亿, 同比增加 14%, 社交娱乐用户付费率从 2017 年第二季度的 3.6% 增加至 2018 年第二季度的 4.2%。同期, 在线音乐业务服务收费比率从 2.7% 增至 3.6%。

从每付费用户平均收益角度看, 在线音乐服务 ARPPU 从 2016 年第三季度的 8.6 元, 增加至 2018 年第二季度的 8.7 元, 社交娱乐服务的 ARPPU 从 2016 年第三季度的 100.7 元增加至 2018 年第二季度的 111.8 元。2018 年第二季度月活跃用户角度看, 腾讯音乐的在线音乐与社交娱乐分别为 6.44 亿、2.28 亿; 2018 年第二季度付费用户角度看, 腾讯音乐的在线音乐与社交娱乐分别为 2330 万、950 万; 2018 年第二季度付费率角度看, 腾讯音乐的在线音乐与社交娱乐分别为 3.6%、4.2%, ARPPU 值分别为 8.7 元、111.8 元。社交娱乐收入大于在线音乐业务收入主要由于前者 ARPPU 值较高。

- 活跃用户与付费率波动与季节有所影响

2018 年第二季度, 腾讯音乐社交娱乐服务的用户和付费比率略有下降 (如下表), 主要原因: 其一, 第一季度与寒假、春节假期相关的季节性影响, 该期间用户在社交娱乐平台更加活跃。其二, 每年举行的颁奖典礼通过直播放送, 2018 年第一季度中用户参与程度也有所改善。

腾讯音乐在线音乐服务的每月 ARPPU 在每个季度均有波动，主要是由于基本订阅包和高级会员的组合发生变化。2017 年后三个季度里，由于腾讯音乐的用户趋向参与现场直播和在线卡拉 OK 服务，进而社交娱乐服务的每月 ARPPU 逐渐增加。在 2016 年第四季度至 2017 年第一季度期间，每月 ARPPU 有所下降，主要原因是腾讯音乐的在线卡拉 OK 服务在此期间得到较多普及。

表 7：2016 年 9 月-2018 年 6 月腾讯音乐单季度总收入及分收入及同比增速、付费率及 ARPPU 值

腾讯音乐 TME	腾讯音乐移动活跃用户				腾讯音乐付费用户				付费率		每月 ARPPU	
	在线音乐移动月活跃用户 (百万)	在线音乐移动月活跃用户同比增速	社交娱乐移动月活跃用户 (百万)	社交娱乐移动月活跃用户同比增速	在线音乐付费服务用户 (百万)	在线音乐付费服务用户同比增速	社交娱乐服务用户 (百万)	社交娱乐服务用户同比增速	在线音乐付费率	社交娱乐付费率	在线音乐服务 ARPPU (元)	社交娱乐服务 ARPPU (元)
2016年9月30日	579		144		12.2		2.9		2.1%	2.0%	8.6	100.7
2016年12月30日	589		151		13.5		4.2		2.3%	2.8%	9.3	99
2017年3月31日	607		180		15.3		6.2		2.5%	3.4%	9.5	74.5
2017年6月30日	606		200		16.6		7.1		2.7%	3.6%	8.7	81.6
2017年9月30日	609	5.2%	214	48.6%	18.3	50.0%	8	175.9%	3.0%	3.7%	8.5	90.8
2017年12月30日	603	2.4%	209	38.4%	19.4	43.7%	8.3	97.6%	3.2%	4.0%	8.7	101.9
2018年3月31日	624	2.8%	224	24.4%	22.3	45.8%	9.6	54.8%	3.6%	4.3%	8.4	99.5
2018年6月30日	644	6.3%	228	14.0%	23.3	40.4%	9.5	33.8%	3.6%	4.2%	8.7	111.8

资料来源：腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

*计算在线音乐服务每月 ARPPU 的收入仅包括订阅收入。2016 年 9 月-2018 年 6 月季度的订阅收入分别为 3.15 亿元、3.76 亿元、4.37 亿元、4.32 亿元、4.67 亿元、5.05 亿元、5.65 亿元、6.05 亿元

➤ 用户音乐付费仍处于培育期致在线音乐服务的 ARPPU 较低，提供用户更多互动及付费场景致社交娱乐服务的 ARPPU 较高

从历史数据看，在线音乐服务和社交娱乐服务的移动活跃用户 MAU 数量、付费用户和付费比例均在增加，其中，主要收入来源的社交娱乐服务付费用户的数量相比在线音乐付费用户较少，但社交娱乐业务收入大于在线音乐业务收入。

主要原因，其一，与较发达国家的市场相比，中国用户支付音乐的意愿相对较低，进而公司加大在线音乐服务业务的推进，提供具有吸引力的音乐内容和功能，以培养用户的长期支付习惯和支付意愿，进而在线音乐中的用户的 ARPPU 相对数额较小，进而在线音乐的收入较低；其二，与用户通常每月只支付一次订阅包的在线音乐服务相比，社交娱乐服务提供更多的用户互动机会，进而提供更多的付费消费场景，使用户能够不受任何限制地付费(例如，通过购买和发送虚拟礼物)，进而社交娱乐收入在移动活跃用户、付费用户均低于在线音乐业务下，凭借高 ARPPU，社交娱乐服务业务取得较高收入。但，两项主要业务在线音乐服务与社交娱乐服务的有效融合，有望使得公司能够在未来进一步推动用户参与和付费用户转换，同时借助综合内容及超 8 亿用户基础相互连接，以及与其它内容提供商的连接，有望推动公司的业务的货币化能力。

4.5、流媒体音乐平台的音乐人计划=视频平台自制剧计划

► 从音乐平台角度看，扶持独立音乐人如同视频平台进行网络剧自制剧，成为平台差异化战略的必要选项，腾讯音乐独享腾讯生态

一方面，卡位把控音乐源头版权利于成本控制，同时也在投资押注未来市场。2017年7月，腾讯音乐娱乐集团发布“腾讯音乐人计划”，通过七重服务助力音乐人，成为腾讯音乐人，可在六大平台进行作品发行、全腾讯线上与线下资源联动推广，全网全渠道、进行大数据追踪并提供详实数据报表、量身打造音乐人演出及专业宣传与策划、作品收益（如付费包、虚拟礼物、伴奏授权等多渠道、多平台收益）、版权管理及维护（专业版权及法务团队维护作品版权，帮助作品分发及分销）、教育培训（阶梯式教育培训）。

图 15：腾讯音乐的音乐人计划推广

The figure displays the 'Tencent Musician Plan' promotion through several key elements:

- Artist Grid:** A grid of diverse independent musicians, including names like 陈陈陈 (Chen Chen Chen).
- Website Screenshot:** The 'Tencent Musician' web page features a prominent banner: "你的不凡 让世界听见" (Your uniqueness, let the world hear) and "腾讯音乐人计划，等你来" (Tencent Musician Plan, waiting for you). It lists benefits like "六大平台 亿级用户 同时曝光" (Six major platforms, billion-level users, simultaneous exposure).
- Seven Services to Support Musicians:**
 - 01 作品发行:** 六大平台一站式上线，一键上传，一键管理。
 - 02 宣传推广:** 品牌线上推广，品牌线下推广，品牌线上线下联动推广。
 - 03 数据管理:** 平台数据实时分析，数据追踪，行业趋势数据对比，数据报表实时推送，实时数据，实时推送。
 - 04 演出支持:** 量身打造适合音乐人品牌，品牌线上线下联动推广。
 - 05 作品收益:** 付费包、虚拟礼物、伴奏授权、多渠道、多平台收益。
 - 06 版权管理与维护:** 专业的版权及法务团队维护作品版权，帮助作品分发及分销。
 - 07 教育培训:** 阶梯式教育培训，品牌导师，品牌导师。
- 四大板块 全力扶植音乐人:** 品牌推广、版权管理、演出支持、教育培训。
- 只需三步 成为腾讯音乐人:**
 - 1 准备身份认证资料，上传原创作品。
 - 2 填写资料，提交申请。
 - 3 72小时内审核通知。

资料来源：QQ 音乐腾讯音乐人推广截图、国海证券研究所

图 16: 腾讯音乐生态体系



资料来源：腾讯音乐 TME 招股书截图、国海证券研究所

4.6、腾讯音乐主要股东：与 Spotify 交叉持股 共建全球音乐生态

- **腾讯控股持股 58.1%、Spotify 持股 9.1%**。左手借助腾讯控股，右手借助 Spotify，独享腾讯在中国文娱的场的强大生态，同时携手 Spotify 共同培育音乐生态系统。行业巨头相互交叉持股，从相互竞争到合作共赢，用户端可享受更多音乐，音乐人也可实现更多变现机会

据腾讯最新招股书显示，腾讯控股持有腾讯音乐 58.1% 股权，spotify 持有 9.1% 股权，PAG Capital Limited 持有 9.8% 股权。2017 年 12 月，腾讯音乐向 Spotify 全资子公司 Spotify AB 发行 2.828 亿股，Spotify 同意自 2017 年 12 月 15 日起三年内不转让普通股（腾讯音乐约占 Spotify 的 2.5% 股权，交叉持股，截至 2018 年 6 月 30 日，由于 Spotify 4 月美国上市后，腾讯音乐持有的 Spotify 产生 37.3 亿元的可供出售金融资产）。腾讯控股及腾讯音乐战略投资 Spotify 相互交叉持股，腾讯音乐可通过与 Spotify 合作，共同培育音乐生态系统，使用户、艺术家和内容所有者受益。行业巨头间的相互合作也凸显对全球音乐流媒体市场增长的期待，以及凸显出中国在音乐流媒体市场发展中的扮演重要一极。行业巨头相互交叉持股，从相互竞争到合作共赢，用户端可享受更多音乐，音乐人可实现更多变现机会。腾讯音乐致力于深耕中国音乐产业，为用户带来更优质且多元化的数字音乐服务，为用户提供包括视听、社交、K 歌、演出、直播、创作在内的多元化、高品质音乐内容服务。未来将有望驱动中国数字音乐产业正版化内容健康发展，并带动中国数字音乐产业升级并助推中国音乐与世界相融。

图 17: 腾讯音乐与 Spotify 占据不同市场



资料来源: MIDiA Research、国海证券研究所

*行业巨头相互交叉持股, 从相互竞争到合作共赢, 用户端可享受更多音乐, 音乐人可实现更多变现机会

5、腾讯音乐的预测及估值

我们对腾讯音乐 2018-2020 年盈利预测做出以下假设:

- 1、腾讯音乐收入主要来自以音乐为中心的社交娱乐服务(全民 K 歌国际版 We sing、酷我及酷狗直播)+在线音乐服务(付费订阅和数字音乐销售)两部分。腾讯音乐成本主要是与内容有关的成本, 主要包括音乐及其他内容合作伙伴的版权使用费; 与现场直播表演者及社会娱乐服务有关的经纪公司分成的收入的成本。
- 2、腾讯音乐在线音乐服务收入: 未来增长的主要驱动来自付费用户的增加以及数字音乐销售。2018 上半年在线音乐收入 25.53 亿元(同比增加 87.2%, 占总收入 29.6%, 主要由于付费用户的增加); 在线音乐服务占 2017 年收入的 28.7%。结合腾讯音乐历史数据, 我们预计 2018-2020 年腾讯音乐在线音乐用户付费率 3.6%、4%、5%, ARPU(元/年)分别为 190、200、210, ARPU(元/月)分别为 15.8、16.7、17.5, QQ 音乐官方 APP 显示, 用户开通“绿钻豪华版”无折扣 1 个月 18 元、无折扣 12 个月 180 元, 基于此假设, 预计腾讯音乐 2018-2020 年在线音乐服务收入分别为 44.3、54.1、74.6 亿元, 同比增加 22%、382%。
- 3、腾讯音乐以音乐为中心的社交娱乐服务收入: 未来增长主要驱动力来自直播用户付费用户增加。2018 上半年社交娱乐收入 60.66 亿元(同比增加 94.4%, 占总收入 70.4%, 主要原因是在线卡拉 OK 和直播流媒体服务的收入增长。在线娱乐月活跃用户从 2016 年 9 月的 1.44 亿增加至 2018 年 6 月的 2.28 亿, 付费用户分别为 290 万增加至 950 万, 付费率分别为 2.0%增加至 4.2%。结合腾讯音乐历史数据来看, 我们预计腾讯音乐 2018-2020 年公司社交娱乐

业务付费率分别为 4.2%、4%、4%（由于互联网用户流量红利减弱，获取用户成本上升，在互联网头部公司生态体系内，获取用户相对较好，但直播用户付费率的提升取决平台自身内容对用户的吸引程度。进而我们假设，社交娱乐的直播用户付费率维持在相对平稳区间。2018-2020 年社交娱乐付费用户分别为 958 万、1049 万、1206 万，由于直播用户付费场景较多，催生出粉丝经济，用户可通过虚拟礼物进行打赏，我们预计社交娱乐用户的 ARPU（元/月）分别为 100、92、83，ARPU（元/年）分别为 1200、1100、1000。基于此假设，预计腾讯音乐 2018-2020 年在社交娱乐服务收入分别为 114.9 亿元、115.4 亿元、120.6 亿元，同比增加 0.4%、4.5%。

- 4、**综上，腾讯音乐总收入**预计 2018-2020 年分别为 159.2 亿元、169.5 亿元、195.2 亿元，社交娱乐收入占总收入比例分别为 72%、68%、62%，在线音乐收入占总收入比例分别为 28%、32%、38%。伴随中国流媒体音乐付费意识逐渐普及，我们预计在线音乐收入部分占总收入比例有望逐步提升。
- 5、从 PS 估值角度看，腾讯音乐主要业务在线音乐可对比 Spotify（2017 年音乐付费收入占 Spotify 总收入的 85%，进而 Spotify 的主营业务可作为腾讯音乐的在线音乐业务的参考），社交娱乐的直播业务同时兼具社区属性，可对比 B 站、虎牙直播等。我们参考 Bloomberg 一致预期数据，选取 IQ 爱奇艺、Spotify、Netflix、Bilibili、陌陌、虎牙、欢聚时代 2018 年 PS 值，剔除 2018 年最高 PS（Netflix 的 10.4 倍）和最低 PS（欢聚时代的 2 倍）数值后，2018 平均 PS 为 7 倍。

保守估计下，给予 2018 年 7 倍 PS。美元兑人民币汇率 1: 6.8，腾讯音乐对应的市值 2018 年为 164 亿美元；乐观估计下，给予 2018 年 10 倍 PS，美元兑人民币汇率 1: 6.8，腾讯音乐对应的市值 2018 年为 234 亿美元。

表 8: 推演 2018-2020 年腾讯音乐主营收入在 PS 估值下的市值区间假设

腾讯音乐 TME	1.1、在线音乐服务年度收入 (亿元)	在线音乐年度服务收入同比增速	1.2、社交娱乐年度服务收入及其他 (亿元)	社交娱乐年度收入及其他同比增速	1、腾讯音乐年度收入 (亿元)	腾讯音乐年度收入同比增速	ps=7的总市值 (亿美元)	ps=10的总市值 (亿美元)
2018	44.3		114.9		159.2		164	234
2019	54.1	22.2%	115.4	0.4%	169.5	6.5%	174	249
2020	74.6	37.8%	120.6	4.5%	195.2	15.2%	201	287

资料来源：腾讯音乐 TME 招股书、国海证券研究所

6、行业评级及投资策略

推荐评级。我们认为伴随流媒体音乐平台 Spotify 赴美，音乐流媒体的发展逐渐受到资本关注。2016 年共达电声拟收购音乐制作及版权运营、艺人经纪公司乐华文化（2018 年 3 月已从新三板退市）未果，但 2018 年中国版权市场渐好，流媒体音乐平台公司的商业价值凸显，带动相关产业投资价值，**进而给予行业推荐评级。**

参考美国上市的 Spotify 从自身对优质音乐体验的追求，推出特色播放列表的内容，到外延收购技术型、版权运营公司，并与传统唱片公司合作等成长路径，再到腾讯近期发布招股书，腾讯音乐与 Spotify 并肩有望成为流媒体音乐领域重要两极。我们从 PS 估值角度看，预计腾讯音乐总收入 2018-2020 年分别为 159.2、169.5、195.2 亿元，社交娱乐收入占总收入比例分别为 72%、68%、62%，在线音乐收入占总收入比例分别为 28%、32%、38%。伴随中国流媒体音乐付费意识逐渐普及，我们预计在线音乐收入部分占总收入比例有望逐步提升。主要业务在线音乐可对比 Spotify，社交娱乐的直播业务同时兼具社区属性，可对比 B 站、虎牙直播等。我们参考 Bloomberg 一致预期数据，选取 IQ 爱奇艺、Spotify、Netflix、Bilibili、陌陌、虎牙、欢聚时代 2018 年 PS 值，可比公司 2018 年 PS 平均为 7 倍，我们预计在保守与乐观估计下，腾讯音乐的 PS 选取 7 倍（平均 PS）、10 倍（乐观预期），对应的腾讯音乐 2018 年市值约为 164-234 亿美元，建议积极关注。

折射的 A 股投资策略，伴随腾讯音乐 2018 年 10 月 3 日发布赴美招股书，流媒体音乐及版权热度有望渐起，A 股中拥有版权且叠加技术与内容的平台型公司有望首先受益，安妮股份搭建版权综合服务平台；视觉中国（豆瓣音乐分拆后，成立下 DNV 公司，DNV 旗下的 Vfine Music 与视觉中国达成合作，将为其提供更多专属优质版权音乐及版权监控服务，推动音乐产业健康发展）。同时，芒果超媒完成新媒体平台及内容整合，主营业务由媒体零售业务拓展至新媒体平台运营、新媒体互动娱乐内容制作及媒体零售全产业链，并发力创新音乐版权业务营销以及电商、音乐等领域创收。平台+内容型公司将受益流媒体音乐资本化后的商业价值二次放大。

7、重点推荐个股

芒果超媒(300413.SZ): 2017年11月公司拟通过定向增发以115.51亿元(19.66元/股后调整为19.61元/股)收购快乐阳光等五家公司100%股权,同时拟向不超过5名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过20亿元,2018年6月21日该事项获证监会核准批复。公司打造全产业链及多端内容分发进而打造芒果生态。2018年以《声临其境》和《歌手2018》为代表的“好听”类网综持续发力。公司搭建了从平台+内容+变现产业链,强化芒果品牌调性,培养自制特色内容,公司也有望借助在综艺领域优势强化创新音乐版权业务营销。我们预计2018-2022年公司归母净利润为9.47亿元、11.84亿元、15.64元, EPS分别为0.96/1.20/1.58元,以10月11日收盘价对应PE分别为35倍、28倍、21倍。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2018-10-11 股价	EPS			PE			投资 评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
000681.SZ	视觉中国	22.68	0.42	0.55	0.72	54.00	41.24	31.50	未评级
300413.SZ	芒果超媒	33.73	0.18	0.96	1.2	187.39	35.14	28.11	买入

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所(注: 未评级盈利预测取自万得一致预期)

8、风险提示

- 1) 版税率的提高或对许可证的其他条款的改变可能会对音乐内容产品产生不利影响的风险
- 2) 声称或指控公司侵犯知识产权，可能损害公司的商业和声誉的风险
- 3) 在线音乐娱乐服务的收入模式相对较新可能会导致用户流失的风险
- 4) 失去版权的风险、盗版问题阻碍行业盈利的风险
- 5) 恶性竞争导致数据造假的风险、商业变现不及预期的风险
- 6) 重点关注标的业绩不及预期、重点关注公司与 Spotify 等业务不具有完全可比性，相关数据仅供参考
- 7) 业务快速扩张带来的管理风险、宏观经济波动风险。

【传媒与互联网组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。
朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。