

腾讯音乐帝国崛起

——深度分析中国音乐行业风云变幻二十载

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

联系电话：18621871887

二零一八年十二月

研究助理：肖文瀚

联系邮箱：xiaowh@dwzq.com.cn

联系电话：18317047068

二零一八年十二月

2018年12月04日

1, 复盘：流媒体音乐平台如何带动全球音乐市场复苏，国内音乐市场价值几何？

- 每次音乐“载体”变迁，都意味着音乐的传播成本和时间缩短，内存占用减少，带动产业规模更上一层楼，流媒体音乐面世，大幅度降低了音乐内容获取门槛，实现音乐内容高效分发，终于为全球音乐产业收入下滑画上休止符。流媒体音乐在国内录制音乐市场比高达90%以上，随着流媒体音乐平台的“算法推荐”带动音乐内容高效触达用户，叠加多元化场景推广，将带动国内录制音乐市场高速发展，预计至2020年，市场规模可达8亿美元左右，年均CAGR约18%。

2, 国内外竞争环境差异，中国音乐平台如何走出属于自己的路？

- 区别于海外音乐平台以“订阅”为核心的单一收入模式，腾讯音乐收入呈现高度多元化，由“在线音乐服务”（订阅，数字音乐销售等）和“音乐社交服务”（K歌和直播）两大业务组成；结构呈现三七开，高毛利的直播业务贡献收入超过70%，在线音乐付费收入占比约30%（其中订阅占比约13%）。
- 我们认为主要由于国内外环境差别，国内市场受盗版时期的遗留影响，国内用户付费习惯尚处于“培育期”；音乐社交娱乐（K歌+直播）在订阅付费低迷的情况下，为国内音乐平台变现开辟了新的途径，结合用户喜欢的“直播模式”，叠加“社交属性”，成为音乐平台变现利器。

3, 腾讯音乐作为典型互联网娱乐平台，如何在短视频火爆和综艺当道的时代占据一席之地？

- 音乐“并行使用时间”特点，使其在抢夺用户碎片化时间方面占据天然优势，用户需求人群更加庞大，同时，由于短视频和电视剧中的音乐缺少“完整性”，音乐平台依旧是“音乐内容”变现的最终渠道，而且短视频和综艺的“爆款效应”将反哺音乐平台，为其引流，形成良性循环。

4, 版权互通之后，国内音乐平台竞争进入下半场，未来看点在何处？

- 目前国内音乐平台同质化竞争严重，未来差异化运营模式和内容将成为决定性因素，各平台将通过上下游联动构建专属音乐生态链，在降低版权成本、丰富内容的同时充分发挥粉丝经济效应，以在数字音乐市场占据更大的份额，走向盈利之路。
- ◆ 风险提示：市场竞争加剧风险，政策监管风险，各平台业务整合发展低于预期。



- 复盘全球音乐发展历程

- 中国音乐平台如何走出属于自己的路

- 他山之石，能否攻玉

- 未来：重建内容本位，构筑全新音乐生态链



PART 1: 全球音乐行业变迁启示

- “音乐载体”变化如何影响音乐消费市场
- 全球音乐市场格局及发展空间

PART2: 音乐平台运营模式及变现能力解析

- 国内外音乐市场竞争环境比较
- 音乐平台变现方式及盈利能力比较
- 全球音乐平台比较（TME vs Spotify vs Pandora）
- 国内音乐平台对比（TME vs 网易云音乐vs 阿里音乐）

PART3: 音乐平台的未来发展模式

- 互联网娱乐平台发展模式比较
 - 音乐 VS 视频
 - 音乐 VS 短视频
- 音乐平台未来发展趋势及在整体文娱生态中的地位

复盘全球音乐发展历程

1.1 全球音乐：媒介变迁引发音乐行业“效率革命”

■ 媒介变迁带产业链运作效率提升

- 每次音乐产业媒介变迁之后，音乐的获取内容门槛降低，音乐单体占用空间减少，效率提升带动产业规模创下新高
- “音乐消费”主要由“零售渠道”和“传播成本”决定

图表：全球音乐发展进程

黑胶时代 1948

哥伦比亚公司推出播放“时间长+品质优良”的黑胶唱片

CD时代 1980

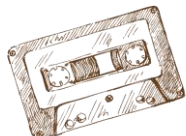


飞利浦和索尼共同研制“数字光盘”，储存密度大，音乐质量好

数字音乐时代 2003

苹果推出 iTunes+ipod，开启数字音乐在线试听和购买，数字音乐销售正式面世

磁带时代 1963



飞利浦公司开创“体积小+容量大”的磁带时代

MP3时代 1988

Saehan 推出MP3，数字音乐压缩格式推动数字音乐革命加速

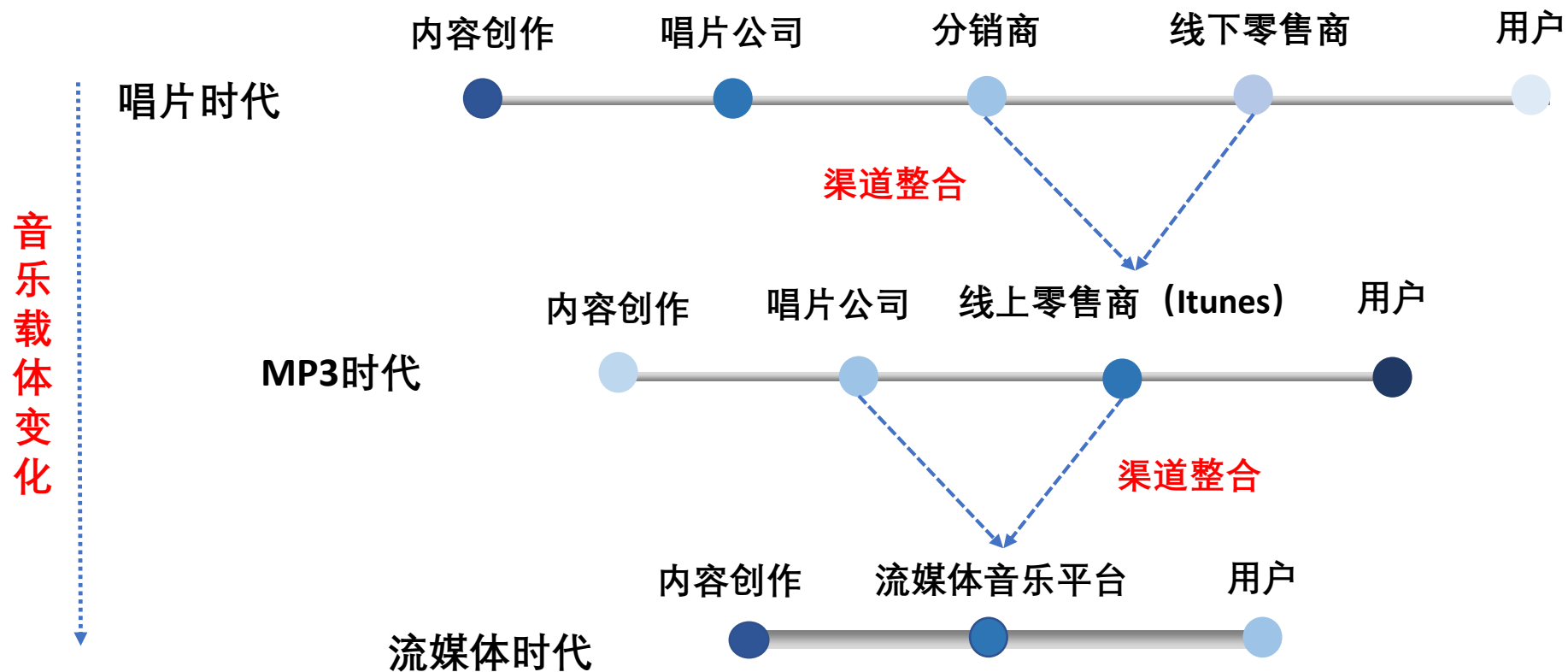
流媒体时代



1.1 全球音乐：媒介变迁引发音乐行业“效率革命”

- 随着“载体”不断变化，音乐内容创作、推广传播以及消费呈现高度融合，带动“渠道端”不断整合
- 在流媒体音乐时代，随着平台崛起，音乐传播范围扩大，内容分发效率提升，行业发展方向和变现模式也呈现出多元化趋势

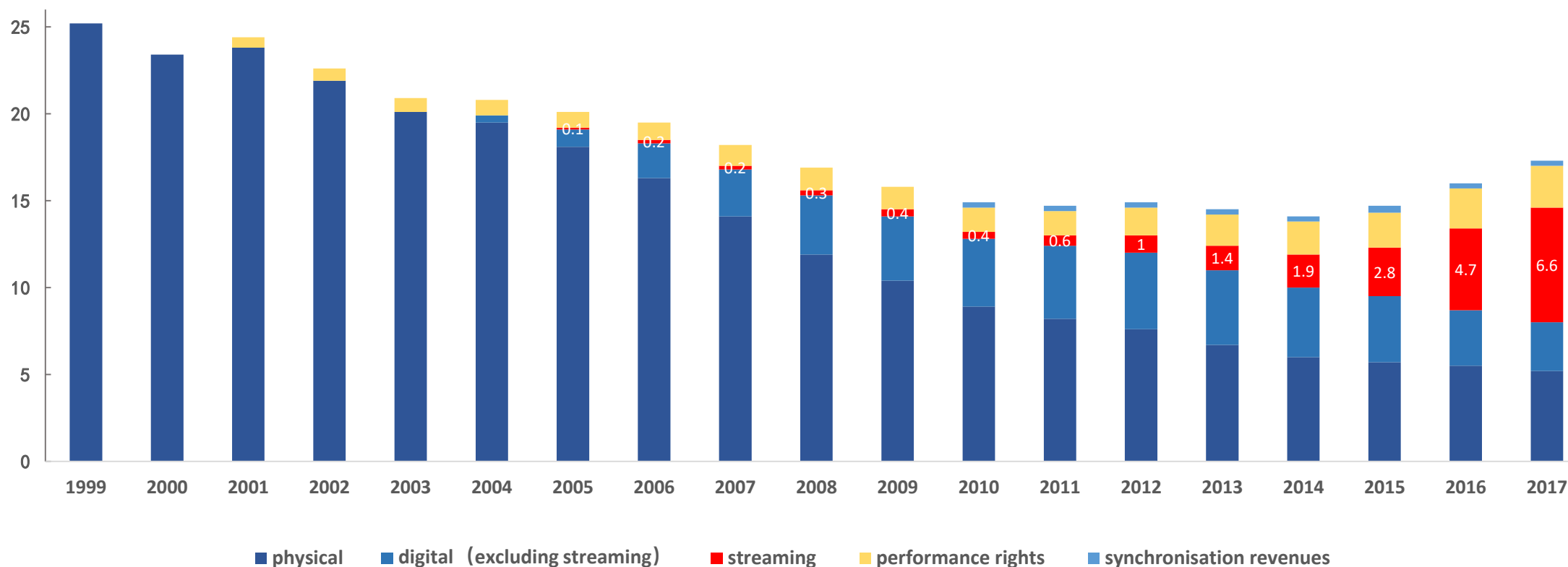
图表：全球音乐发展进程



1.1 全球音乐：流媒体平台助力全球音乐产业复苏

- 2017年，全球音乐市场规模约173亿美金（+yoy8%），其中流媒体音乐收入约66亿美金（+yoy40%），数字音乐下载收入下降20%，实体唱片销售下滑5.4%

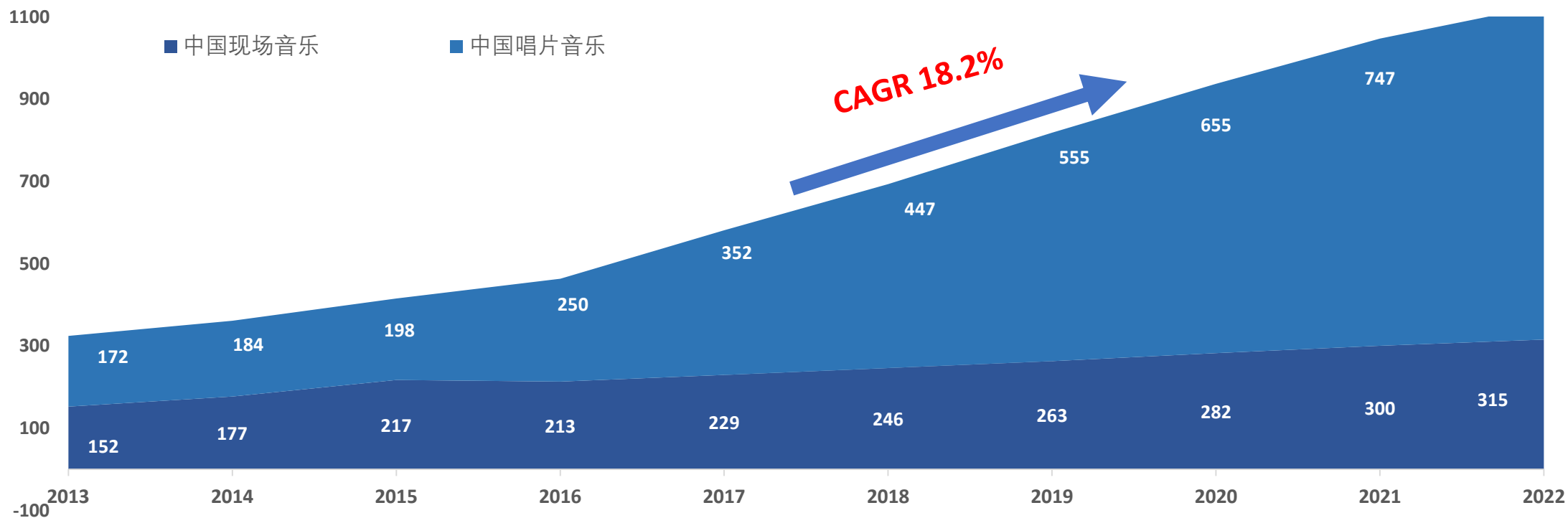
图表：全球音乐市场1999——2017年规模（单位：十亿美金）



1.2 冉冉升起的新星：中国音乐市场潜力无限

- 流媒体音乐平台打破传统音乐唱片线下销售的瓶颈，降低了内容的获取门槛，带动中国音乐市场快速发展
- 根据普华永道预测，截止2017年，中国唱片音乐市场（流媒体+数字音乐+线下专辑+表演权）约3.52亿美金（其中流媒体音乐占比超过90%），预计至2022年可达整体规模约8亿美元，年复合增长率约18.2%

图表：中国音乐市场规模&预测（单位：百万美元）



1.2 复盘国内音乐行业发展

➤ 音乐平台发展历程：萌芽期、成长期、快速发展期



1.3 音乐帝国崛起：中国最大的在线音乐娱乐平台

- 腾讯音乐娱乐集团 (TME) 拥有中国MAU排名前四的音乐手机应用，QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民K歌 (市占率 >75%)
- 截至2018年7月，QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民K歌的MAU分别达到2.9亿、3.5亿、1.3亿和1.5亿，成为行业领头羊

图表：腾讯音乐产品结构



1.3 音乐帝国崛起：中国最大的在线音乐娱乐平台

- 腾讯音乐娱乐集团 (TME) 拥有中国MAU排名前四的音乐手机应用, QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民K歌 (市占率 >75%)
- 腾讯音乐历史沿革: 前瞻性建立版权意识, 全球化合作, 布局产业链上下游

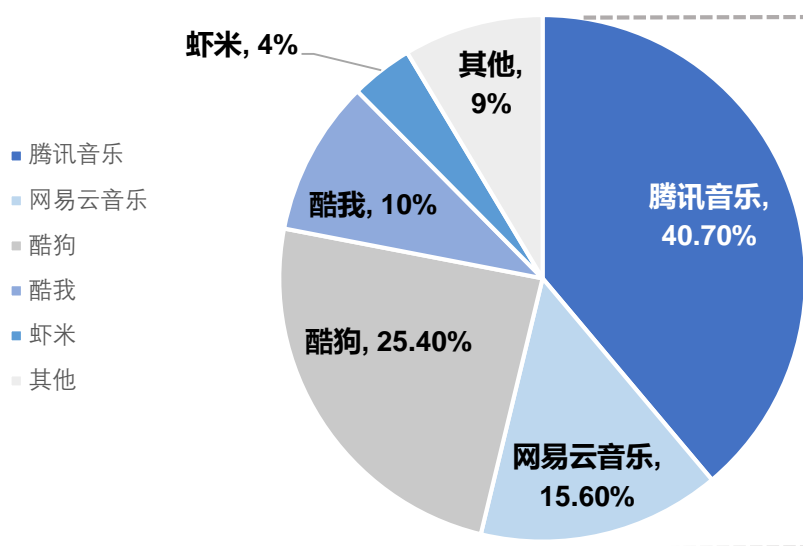
图表: 腾讯音乐发展历程



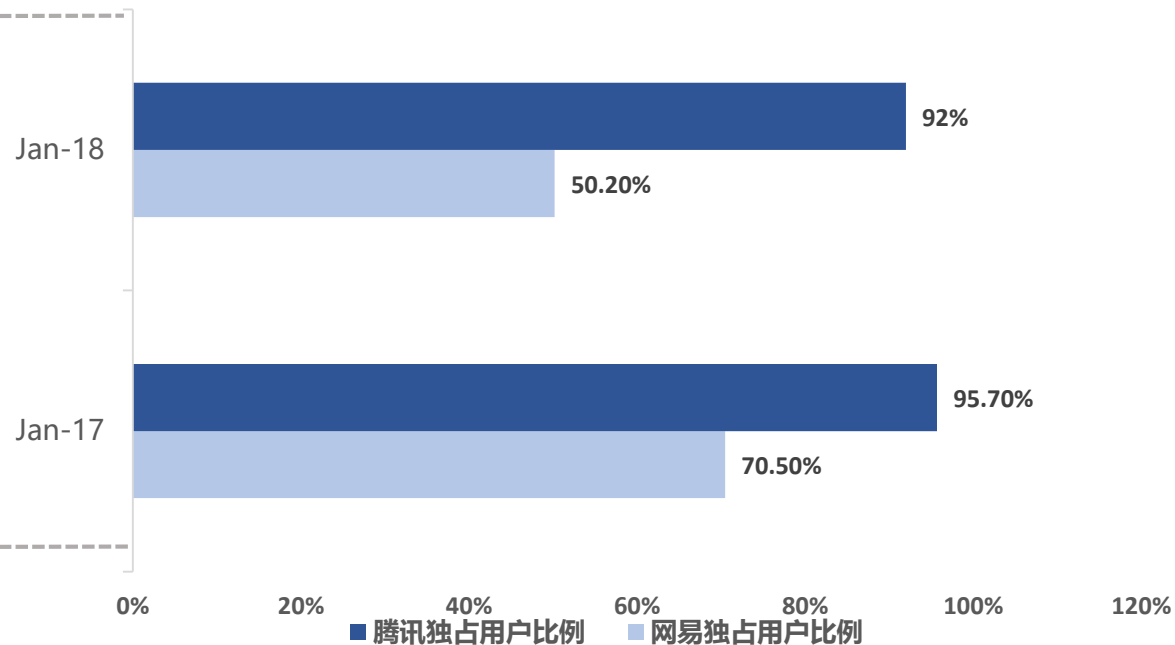
1.4 竞争格局：一超多强，同质化竞争严重

- 通过前几年并购整合后，国内音乐平台集中度不断提升，TME 旗下四大平台市场占有率超过75%，网易云音乐占比15.6%
- 截止2018年1月，腾讯和网易用户独占比例分别为92% 和 50.2%，并在18年呈现不同程度下滑
- 我们认为，用户对于平台粘性尚处于培育阶段，未来在线音乐服务平台竞争依然激烈

图表：各平台市场占有率 (%)



图表：音乐平台用户重合率 (%)

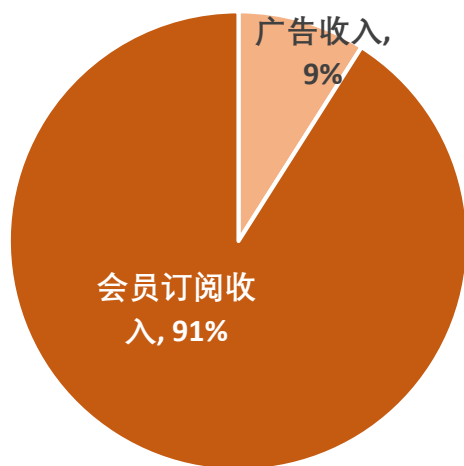


中国音乐平台如何走出属于自己的路

2.1 独树一帜：“付费+社交” 实现多元化收入结构

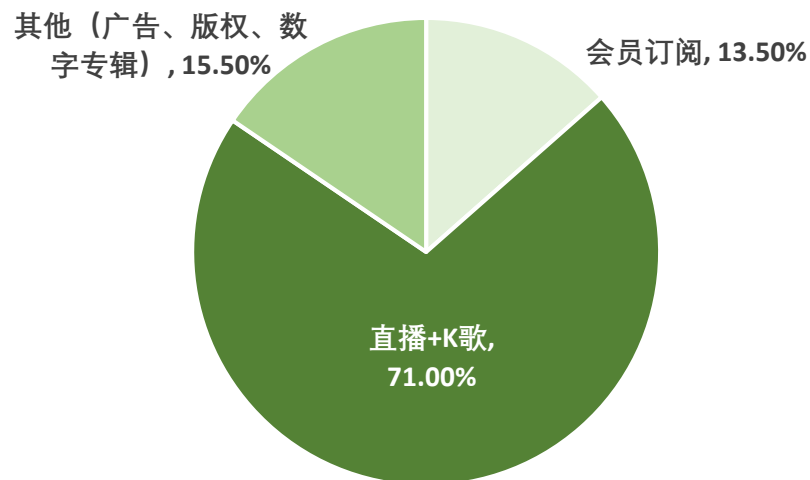
- 腾讯音乐作为国内音乐流媒体巨头，营收结构呈现多元化，“音乐付费”+“社交娱乐”双管齐下

图表：各音乐平台收入结构对比



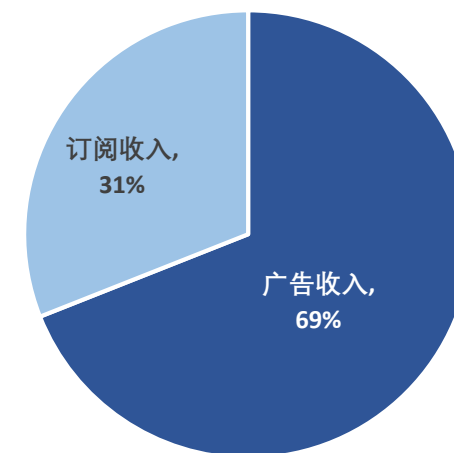
Spotify

结构单一，完全依赖“会员订阅”付费



腾讯音乐

收入结构多元化，高毛利的“直播+K歌”业务为收入核心驱动力



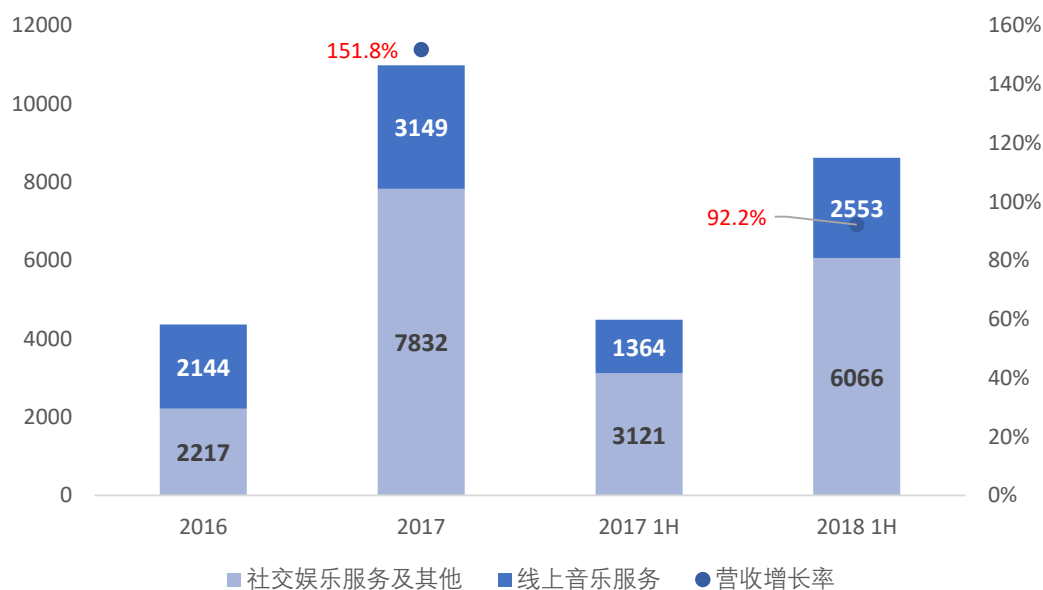
Pandora

音乐电台，收入结构单一，广告为主，订阅为辅

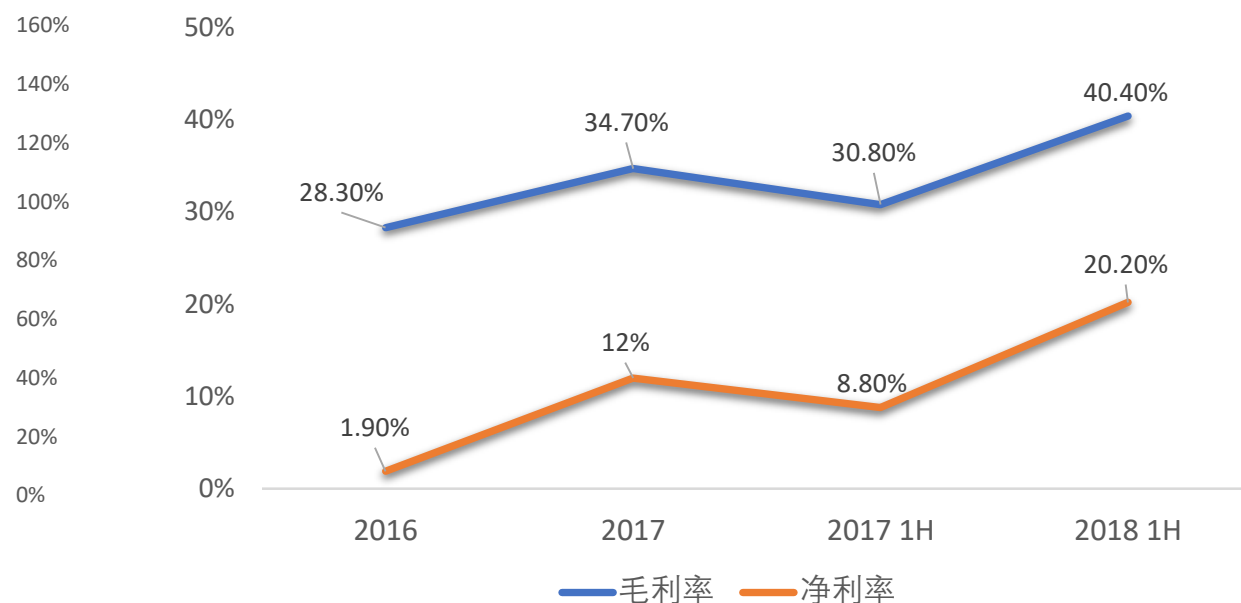
2.1 独树一帜：高毛利“社交业务”推动利润增长

- **营收结构**：2018H1实现营收达86.19亿元，同比增长92.2%，其中，在线音乐服务贡献收入25.53亿(收入占比30%)，社交娱乐服务贡献60.66亿(收入占比70%)
- **毛利率&净利率**：2018H1 毛利率为40.4%(+ yoy 9.6pc)；实现净利率20.2% (+yoy11.4pc)，主要受益于娱乐服务(K歌+直播)高毛利业务快速发展

图表：2016-2018年TME营收（百万元）及其增长率（%）



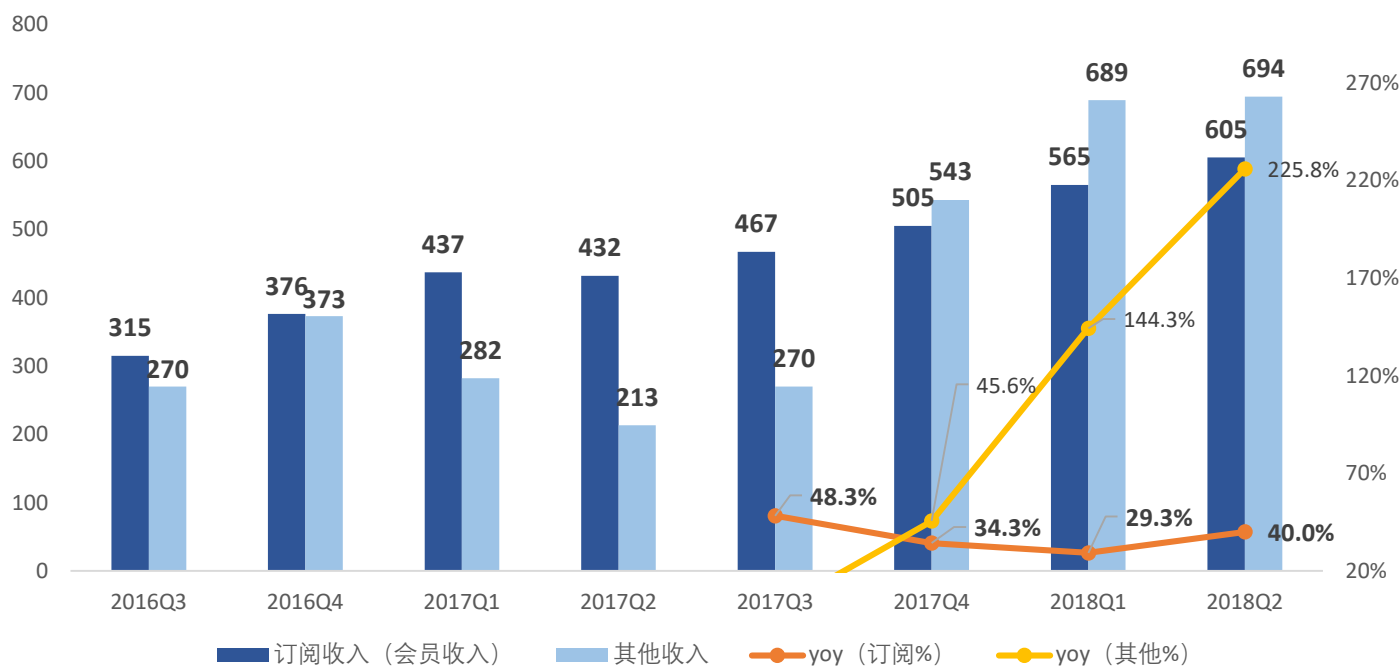
图表：2016-2018年TME毛利率&净利率（%）



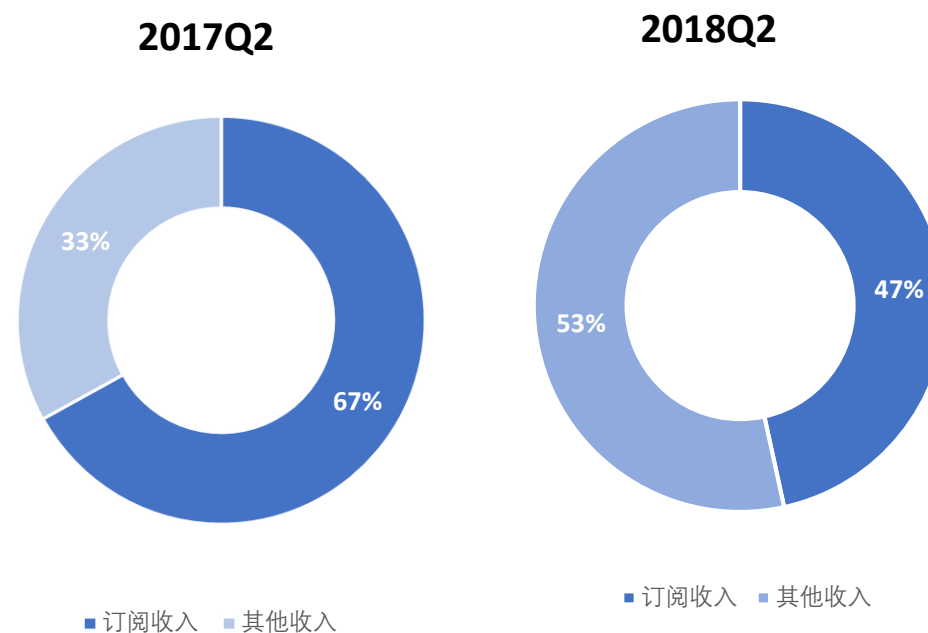
2.2 在线音乐服务：付费产品提升业绩

- **收入快速增长**：2018Q2腾讯在线音乐服务收入为13亿，其中订阅服务贡献6.05亿，同比增长40%，其他服务（数字专辑，版权销售等）贡献6.94亿（+ yoy 226%），呈现加速发展趋势
- **结构方面**：订阅收入占比由17Q2的67%下滑至18Q2的47%，其他服务贡献过半营收，**我们认为主要由于数字专辑和单曲的销售大幅提升，降低了用户对会员订阅的需求**

图表：腾讯音乐单季度订阅收入及其他收入（单位：百万元）



图表：腾讯音乐在线服务收入结构

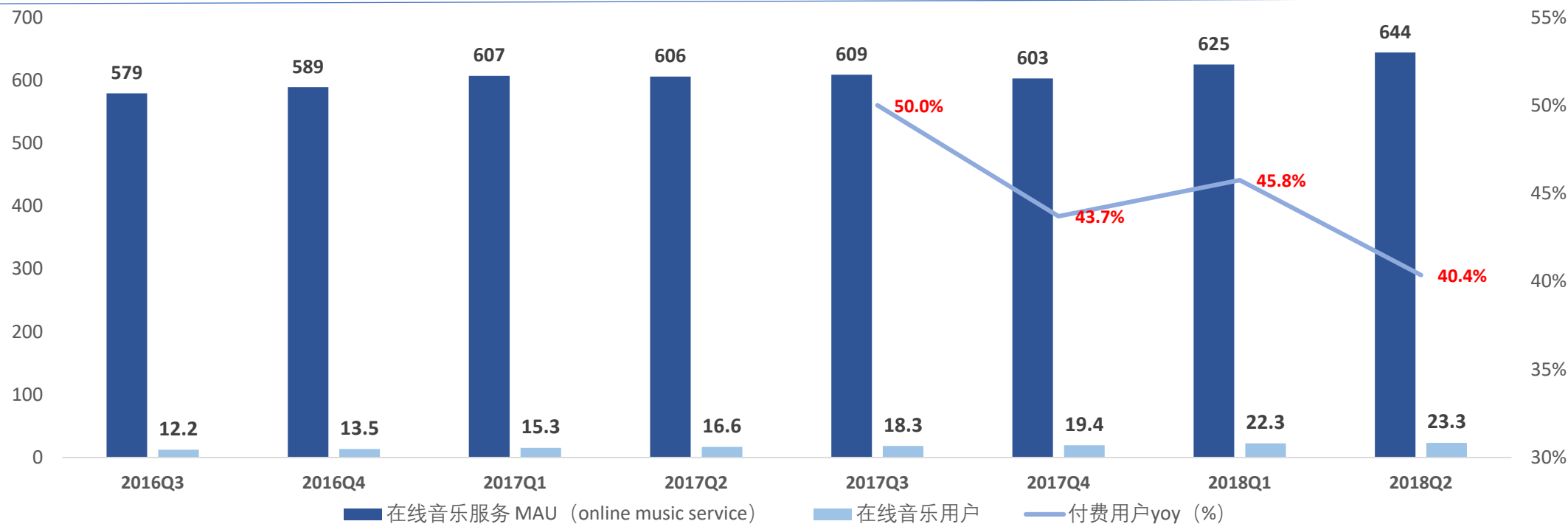


2.3 订阅：用户数 * 付费率* ARPPU

2.3.3 订阅用户数：在线音乐服务用户渗透率超过80%

- **用户数**：据CNNIC统计，目前中国互联网网民数约8亿，其中手机端网民约7.88亿，截至2018Q2，**腾讯音乐在线音乐服务用户MAU为6.44亿，渗透率超过80%，预计未来用户数量方面增长空间有限**

图表：腾讯在线音乐服务MAU&付费用户（单位：百万人）



2.3 订阅付费率：内容+用户双轮驱动

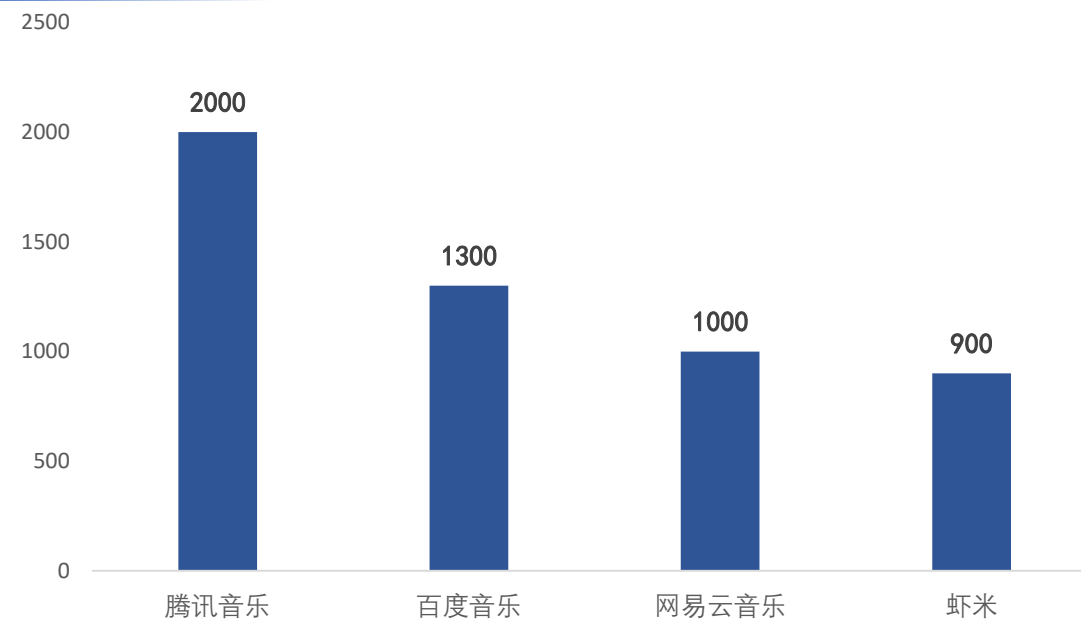
■ 内容端：免费“音乐午餐”取消，版权集中度提升，带动音乐付费率提升

- 目前，TME 拥有市场超过90%歌曲版权，国内外版权合作方超200家，处于明显领先地位，音乐版权集中度加速提升
- 我们认为，18年音乐平台达成版权互授协议，共享99%版权，但是平台都保留了1%的核心曲库，唱片行业虽然是增量市场，但是播放量高的曲目数量有限，因此播放量高的1%头部歌曲资源依旧是平台核心竞争力

图表：音乐平台和唱片公司合作

平台	唱片公司	合计曲库数量
腾讯音乐	环球、华谊、福茂、杰威、英皇、环球、华纳、索尼、YG、CJ	2000万+
网易云音乐	环球、华纳、索尼、YG	1000万
百度音乐	太合麦田、海蝶、大石、英皇、金牌大风	1300万
虾米音乐	滚石、华研、寰亚、德国BMG	900万

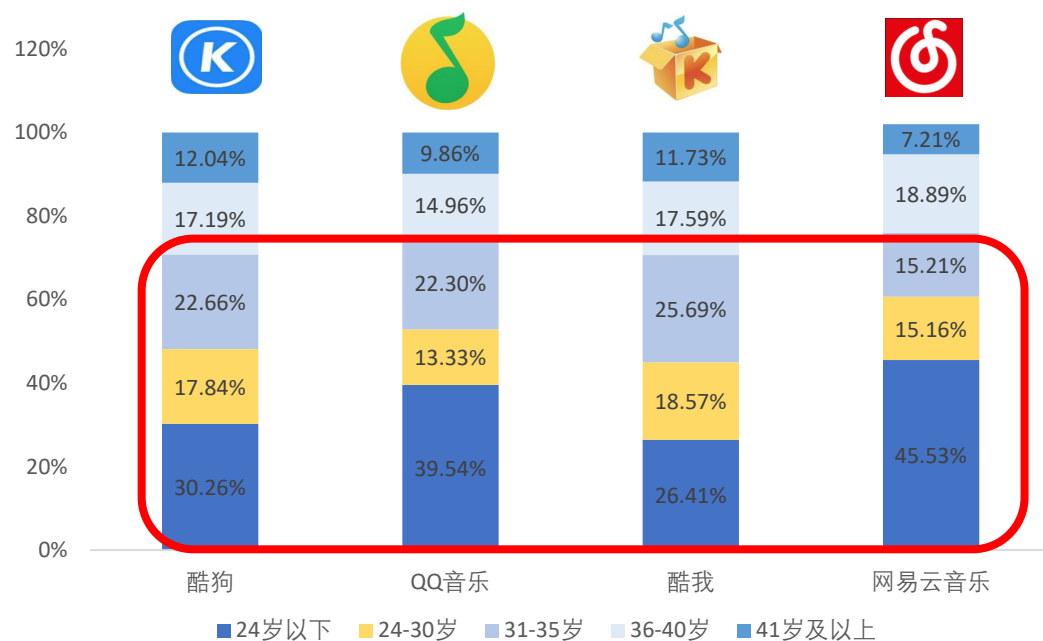
图表：各平台曲库数量对比（单位：万首）



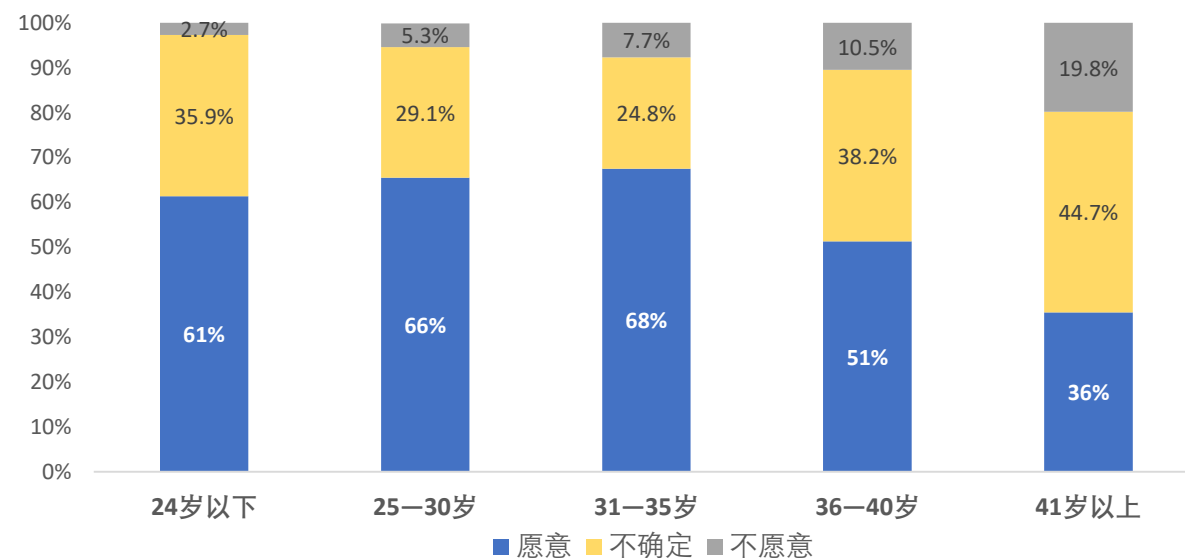
2.3 订阅付费率：内容+用户双轮驱动

- ▶ **年轻用户主导，付费意愿增强**，据统计，目前35岁以下用户占主流音乐平台用户比例超过70%，该部分用户付费意愿较强（愿意付费比例超过60%），可见，国内年轻用户的付费习惯已经逐渐养成，为未来“音乐付费”发展打下基础
- ▶ 我们认为，腾讯音乐在线服务付费率由16年的2.1%提升至2018Q2的3.6%，低付费率由于腾讯音乐还处于吸引流量的阶段，未来随着版权集中度提升和用户付费意愿增长，付费率增长有望推动订阅付费收入加速增长

图表：年轻用户成各音乐平台主流（单位：%）



图表：各年龄段用户付费意愿比较（单位：%）



2.4 数字专辑：玩转版权，实现多元化变现

- **培育用户付费习惯：**在目前国内订阅付费习惯尚未养成的阶段，“数字专辑”是较好的过渡性产品，从让用户购买喜爱音乐人的作品，逐渐培养用户付费习惯和平台粘性
- **实现版权多元化变现：**“数字专辑+”模式，打造以“艺人”为中心的一系列商业化产品及服务（专辑发售，社交互动，线下活动，粉丝周边等），实现高价版权的多元化变现

图表：QQ音乐周边产品销售案例

周边产品

耳机

耳塞

海报

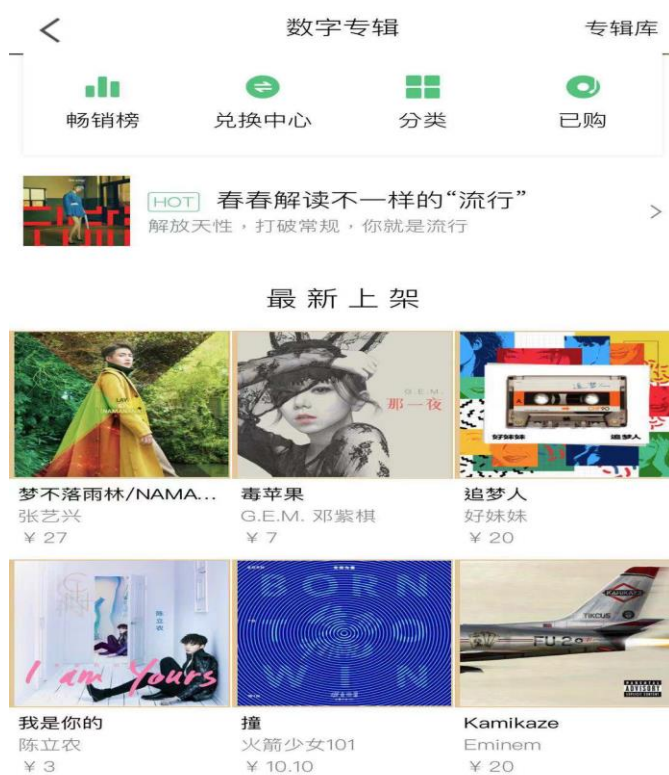
DVD

演唱会票

2.4 数字专辑：玩转版权，实现多元化变现

- 2017年，网易云音乐在13张专辑销售中取得销量第一，优势十分明显，而QQ音乐仅取得6张专辑销量第一
- 我们认为：虽然数字专辑在目前收入中占比不高，但未来数字专辑的购买将决定用户对平台的粘性，在单一平台购买越多的专辑，那么用户对该平台粘性越强

图表：2017年，网易云音乐在13张专辑销售中取得销量第一，优势十分明显，而QQ音乐取得6张专辑的销量第一

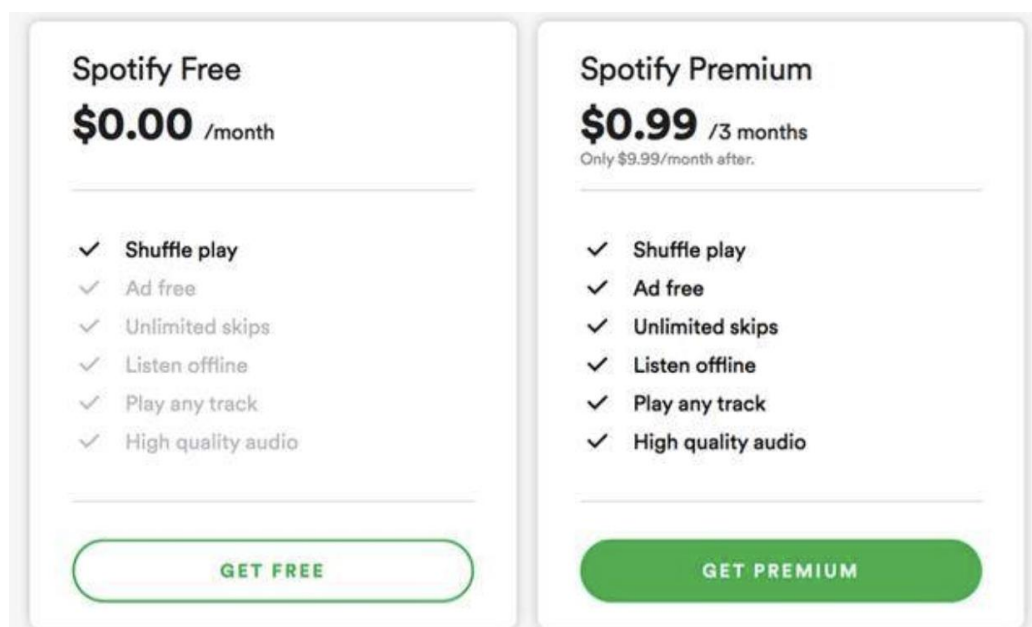


发行时间	歌手及专辑名称	数字专辑销量				
		酷狗音乐	酷我音乐	QQ音乐	网易云音乐	虾米音乐
2017年3月3日	Ed Sheeran 《+ (Deluxe) 》	60000+张	4000+张	110000+张	44000+张	-
2017年3月9日	陈楚生&SPY.C 《侦探C》	-	3500+首	53000+首	63000+首	-
2017年4月7日	好妹妹乐队 《实名制》	31000+张	-	14000+张	84000+张	-
2017年5月16日	李志 《李志、电声与管弦乐》	-	-	2700+张	68000+张	-
2017年5月18日	陈奕迅 《放&披风》	35000+张	9900+张	380000+张	240000+张	29000+张
2017年5月19日	刘瑞琦 《晚安，琦》	37000+首	4500+首	140000+首	130000+首	-
2017年5月31日	谢春花 《知非》	2100+张	1300+张	11000+张	33000+张	-
2017年6月9日	Katy Perry 《Witness》	340000+首	12000+首	680000+首	720000+首	69000+首
2017年6月16日	Lorde 《Melodrama》	17000+首	2300+首	330000+首	340000+首	38000+首
2017年6月19日	Faye 飞 《小天空》	1200+张	100+张	4500+张	6100+张	-
2017年6月23日	Imagine dragons 《Evolve》	4600+张	300+张	52000+张	63000+张	3000+张
2017年7月6日	旅行团 《永远都会在》	200+张	100+张	1000+张	5700+张	-
2017年7月21日	Lana Del Rey 《Lust For Life》	25000+首	2800+首	330000+首	630000+首	69000+首
2017年8月4日	陈奕迅 《海胆&谁来剪月光》	340000+张	4900+张	270000+张	220000+张	23000+张
2017年8月23日	林俊杰 《丹宁执着》	42000+张	6500+张	290000+张	18000+张	-
2017年10月9日	陈奕迅 《c'ome in~》	19000+张	2400+张	130000+张	120000+张	10000+张
2017年11月3日	Sam Smith 《The Thrill Of It All》	22000+首	3500+首	400000+首	590000+首	41000+首
2017年11月3日	Maroon 5 《Red Pill Blues》	79000+首	8600+首	1160000+首	1290000+首	39000+首
2017年11月9日	孙燕姿No.1作品：跳舞的梵谷	100000+首	69000+首	1050000+首	1230000+首	290000+首
2017年11月10日	Taylor Swift 《reputation》	310000+首	50000+首	4490000+首	4190000+首	270000+首

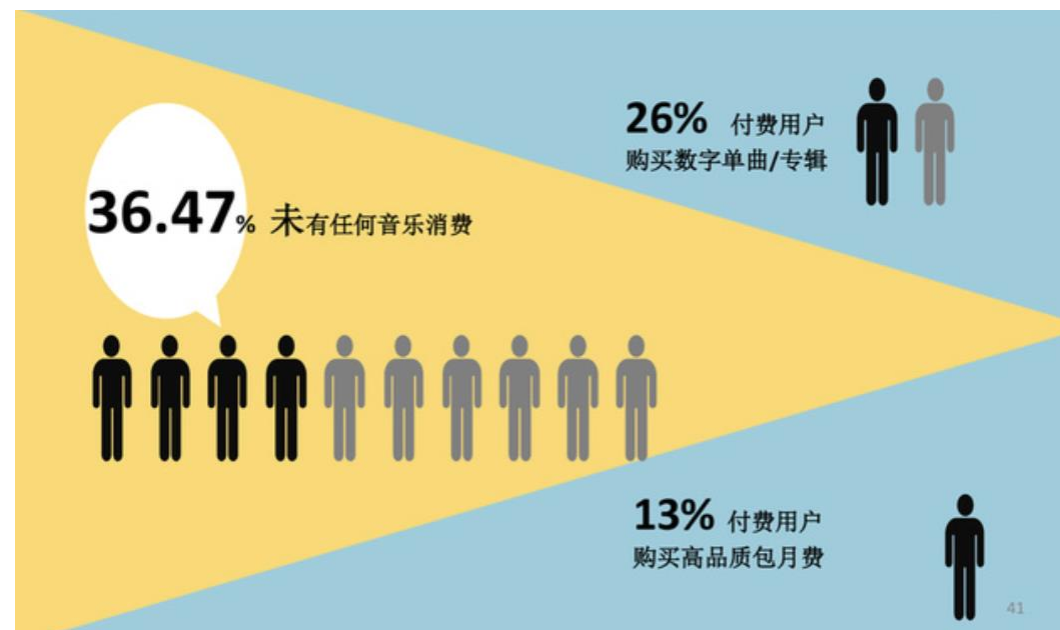
2.5 广告：短期无变现可能

- **对标海外：** Spotify 广告收入占比为15%，其形式为针对免费用户的“插播广告”（平均播放5首-6首歌后会有一次25—30秒左右的视频广告），但目前 Spotify 也已推出针对免费用户的增值服务（可点击跳过插播广告）用以吸引更多用户，可见，广告变现模式创造高收益的可能性不大
- **目前国内音乐平台还处于“竞争用户”阶段，在当前付费率较低，同时99%的音乐版权互通的情况下，用户对单一平台粘性较弱的阶段，如果通过类似Spotify“插播广告”变现，将直接导致用户流失，因此预计国内平台不会采取该模式变现**

图表：无广告为 Spotify 重要会员特权



图表：中国音乐付费习惯



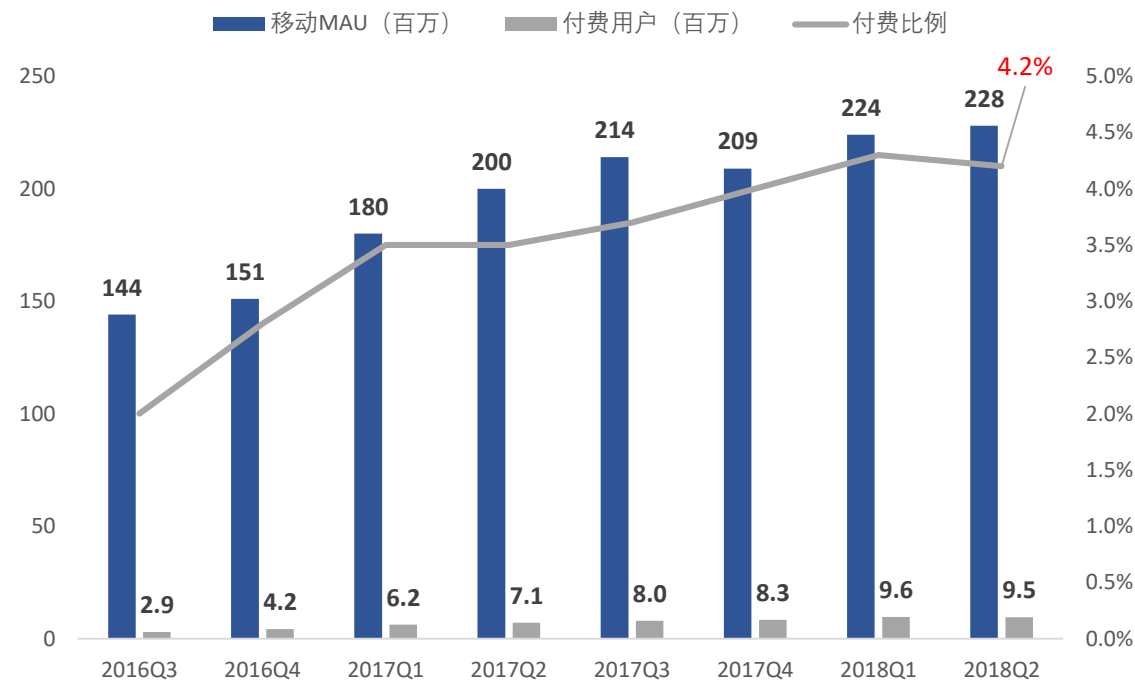
2.6 音乐社交娱乐：直播+K歌贡献过半营收

- 社交娱乐服务主要通过**在线卡拉OK和音乐直播平台**（全民K歌、酷狗直播、酷我聚星）进行，2018H1 贡献了腾讯音乐70%的营收，实现营收60.66亿元，同比增长94.4%（MAU2.28亿人，付费用户数950万，付费率4.2%）
- 我们认为：**目前国内订阅付费习惯尚未完全形成，社交娱乐业务依旧是公司核心盈利点，收入有望进一步提升**

图表：腾讯音乐社交娱乐服务商业模式介绍

盈利模式	介绍	图片
虚拟礼品销售	虚拟物品主要用作发送给卡拉OK歌手和直播表演者的礼物，作为支持和欣赏他们表现的一种方式， 平台收取虚拟礼物销售的分成费用	
高级会员	以全民K歌为例，开通VIP会员资格，享受 投稿作品、鲜花加成、老师教唱、HQ音质、隐身访问等诸多特权 ，定价25元/月，73元/季度，288元/年	
音乐相关商品销售	包括酷狗M1耳机，智能音箱，全民K歌卡拉OK麦克风和Hi-Fi系统等	

图表：腾讯音乐社交娱乐服务活跃用户数及付费情况

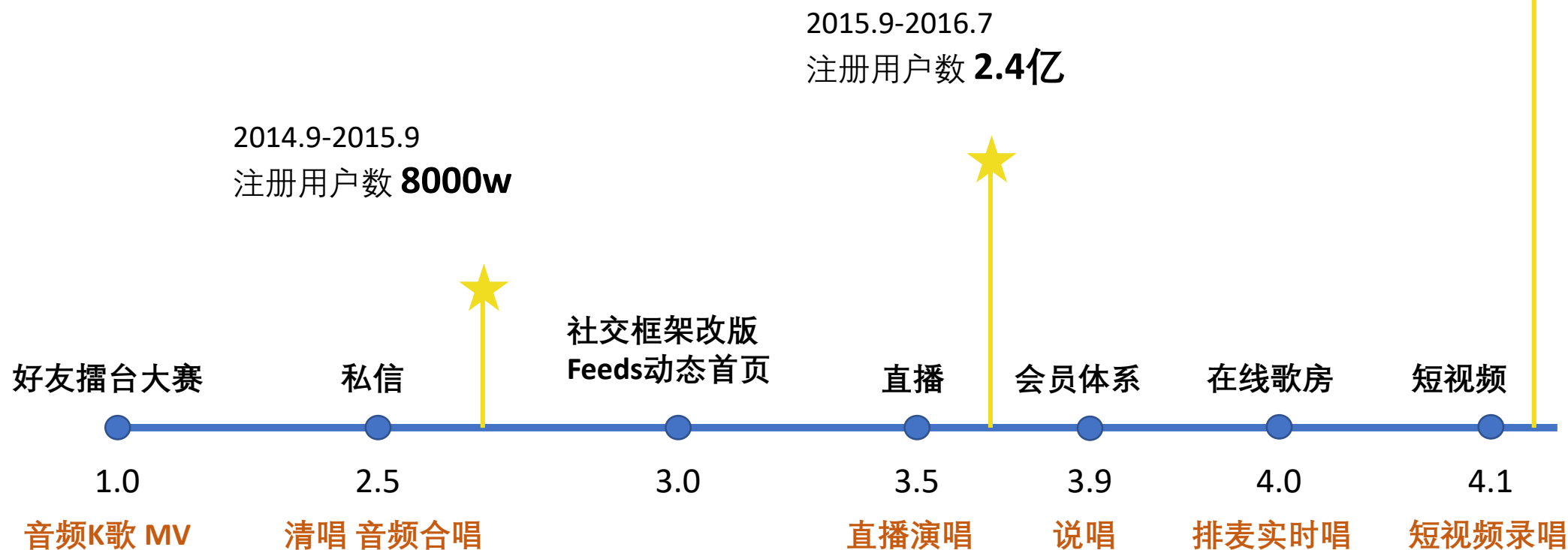


2.6 全民K歌：成就平凡人的“歌星”梦

■ 全民K歌主打“专业K歌” + “社交”特点：

- 背靠腾讯“社交系”软件（QQ音乐、微信朋友圈、QQ空间等），有效提升了用户的参与感
- 良性循环：听歌、录歌、分享、互动、拉新

2016.7至今
注册用户数 **4.6亿**



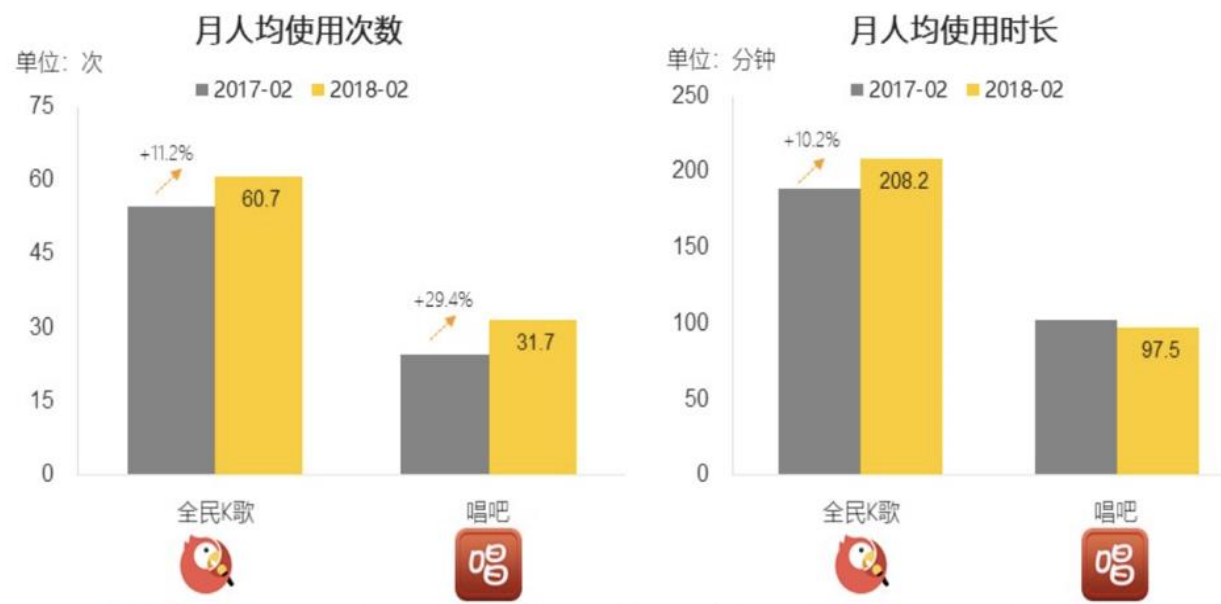
2.6 K歌市场未来发展：专业化、社交化和场景化

- **内容转型**：各大移动K歌平台纷纷实现了从 UGC (用户生产内容) 到PGC (专业生产内容) 的转变，建立基于平台的素人造星体系，并形成完整的产业生态闭环
- **深化社交性**：随着场景化合作的不断深入，移动K歌行业正在从纯粹的K歌APP向K歌直播、线下KTV、硬件、VR等多个方面进行延伸和发展，推出“明星同框合唱”、“远程即时合唱”等系列玩法，增加平台的社交性和趣味性

图表：国内K歌平台发展模式对比

平台	专业化	社交化	场景化
全民K歌	“造星计划”； 新增总榜和上线主播等级系统	推出歌房功能：为“朋友们想不出门一起唱K”提供了一种新兴的在线形式	打造TV版：向家庭场景渗透； 打造了粘性消费的场景：在线下开设自助门
唱吧	“Mix+”音乐人计划； 增加优质内容推荐、明星红人及LIVE频道	升级社群功能：利用引导用户加入相同喜好和兴趣群组的方式，致力于形成线上社交互动平台，增强用户粘性。	打造“音乐+美食”的新体验：联合肯德基进行的跨界营销合作，将音乐场景延伸到线下餐饮

图表：唱吧和全民K歌用户粘性对比

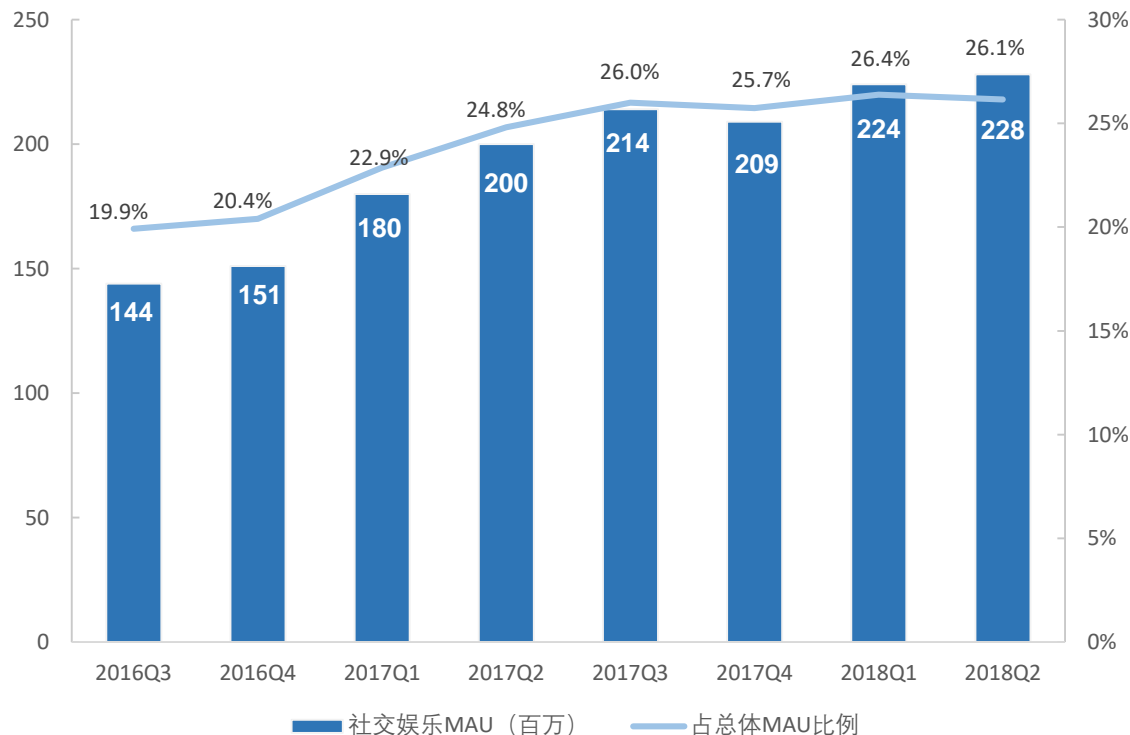


2.6 在线K歌：用户数量稳定，付费空间有限

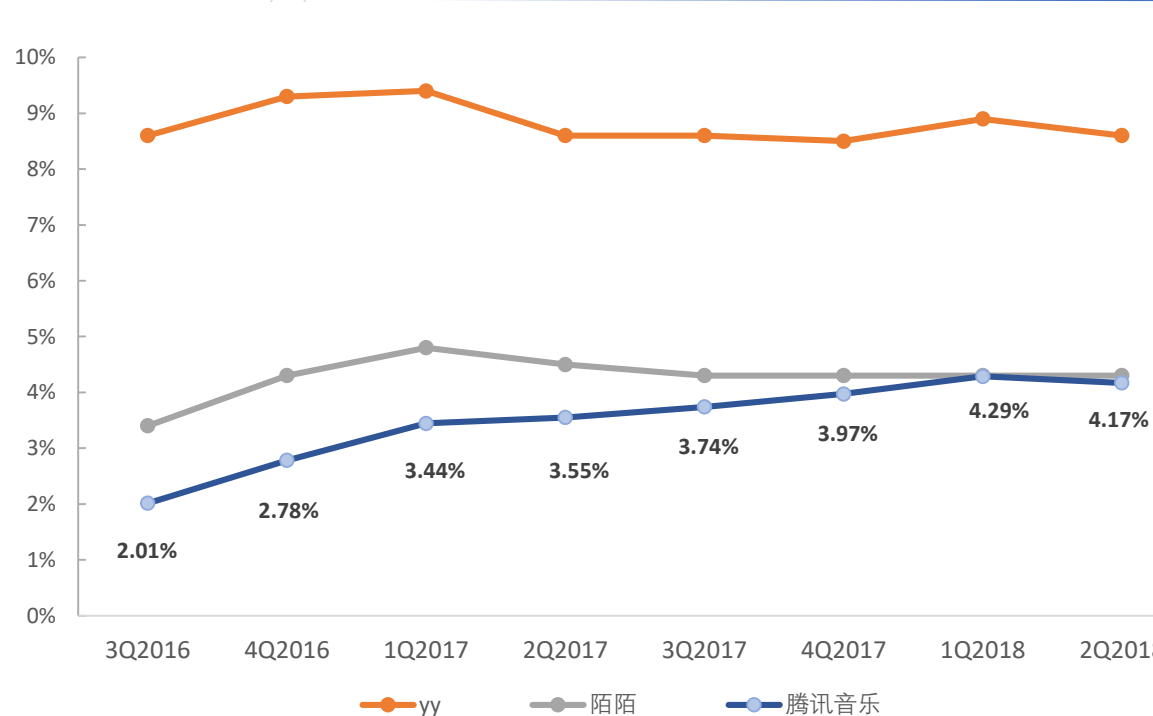
◆ 音乐社交娱乐收入 = 用户数 * 付费率 * ARPPU值

- **用户数**：截止2018H1，TME音乐娱乐社交MAU为2.28亿，由2017Q2至2018Q2 占总体MAU比例维持25%—26%左右，用户增长已面临瓶颈
- **付费率**：对比各直播平台付费率，秀场类直播在达到一定付费率之后将趋于平稳，截止2018Q2，腾讯社交娱乐付费率高达4.17%，TME已经位于行业较高位置，预计音乐直播+K歌付费率提升空间有限

图表：TME 社交娱乐MAU (百万)



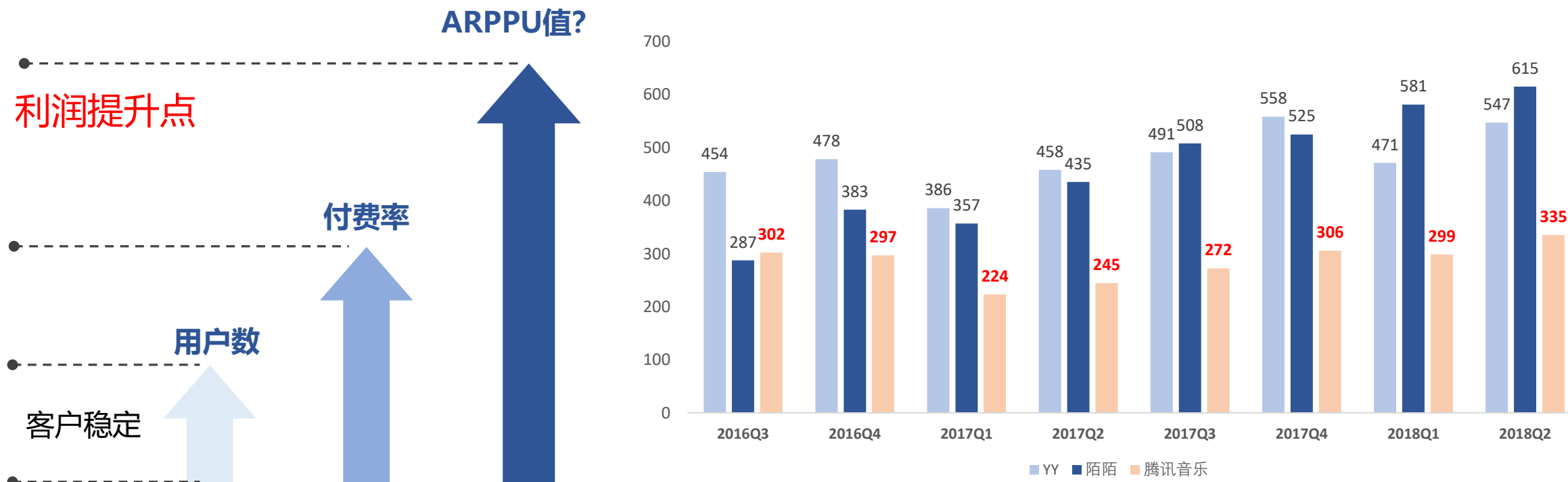
图表：各直播平台付费率比较



2.6 音乐社交娱乐：未来增长点

- **ARPPU值**：从陌陌等平台的发展来看，在流量红利消退阶段，ARPPU值将成为未来业绩增长驱动力
- 截至18Q2，腾讯音乐社交娱乐服务每月ARPPU 111.7元，单季度ARPPU值为335元，对标其他直播平台，单用户付费收入尚有提升空间

图表：各直播平台ARPPU值比较（单位：元）



附：腾讯社交娱乐 & 陌陌运营数据对比

公司		2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
陌陌	ARPPU (元)	287	383	357	435	508	525	581	615
	%yoy					43.1%	27.8%	52.9%	41.0%
	%qoq		16.3%	-8.0%	17.8%	13.5%	3.9%	10.1%	8.6%
	MAU (百万)	77.4	81.1	85.2	91.3	94.4	99.1	103.3	108
	%yoy					22.0%	22.2%	21.2%	18.3%
	%qoq		4.8%	5.1%	7.2%	3.4%	5.0%	4.2%	4.5%
	付费用户 (百万)	3.5	3.7	4.1	4.1	4.1	4.3	4.4	4.6
	%yoy					17.14%	16.22%	7.32%	12.20%
	%qoq		5.71%	10.81%	0.00%	0.00%	4.88%	2.33%	4.55%
	付费率	4.52%	4.56%	4.81%	4.49%	4.34%	4.34%	4.26%	4.26%
腾讯音乐社交娱乐	ARPPU (元)	302.1	297.0	223.5	244.8	272.4	305.7	298.5	335.4
	%yoy					-9.8%	2.9%	33.6%	37.0%
	%qoq		-1.7%	-24.7%	9.5%	11.3%	12.2%	-2.4%	12.4%
	MAU (百万)	144	151	180	200	214	209	224	228
	%yoy					48.61%	38.41%	24.44%	14.00%
	%qoq		4.86%	19.21%	11.11%	7.00%	-2.34%	7.18%	1.79%
	付费用户 (百万)	2.90	4.20	6.20	7.10	8.00	8.30	9.60	9.51
	%yoy					175.9%	97.6%	54.8%	33.9%
	%qoq		44.8%	47.6%	14.5%	12.7%	3.8%	15.7%	-1.0%
	腾讯娱乐付费率	2.0%	2.8%	3.4%	3.6%	3.7%	4.0%	4.3%	4.2%

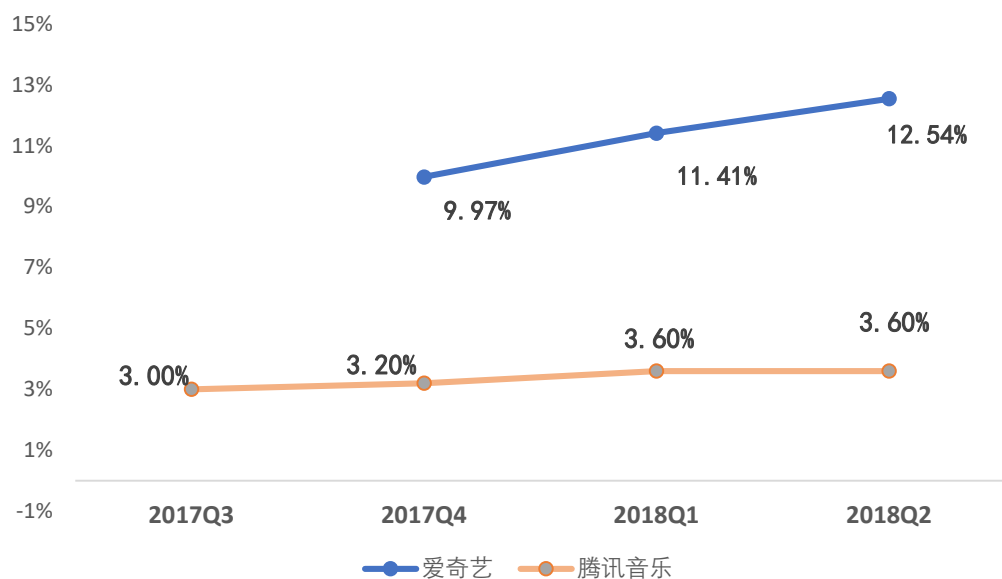
他山之石，能否攻玉

3.1 他山之石：视频 VS 音乐

3.1.1 视频 VS 音乐：视频行业付费率显著高于音乐

- **服务**：视频平台“**订阅特权**”直接和用户的使用体验相关，如**免广告**，**热剧抢先看**等；而音乐方面，除了部分“**版权曲库**”之外，其他会员服务（如主题皮肤、空间背景乐等）和用户使用体验关系并无直接影响
- **内容**：视频内容（电视剧，综艺等）具有较强的“**连续性**”，在产生用户粘性方面具有天然优势；而歌曲相对时间较短，内容可选择性范围广，缺少“**爆款效应**”

图表：视频平台和音乐平台付费率对比 (%)



图表：会员特权和音乐特权比较

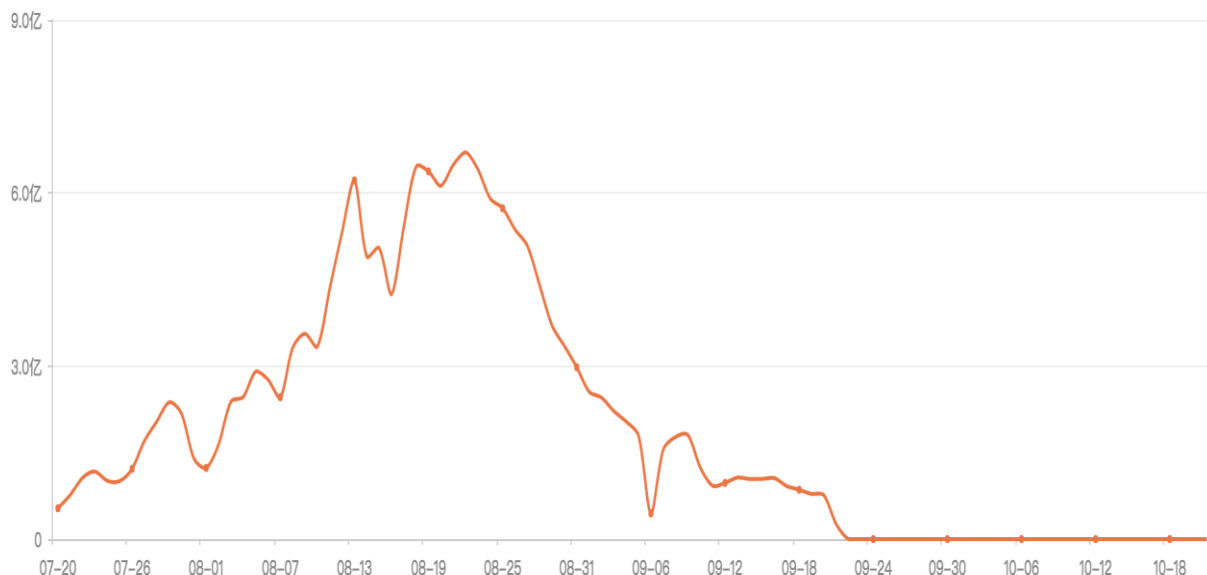
绿钻豪华版特权	付费音乐包特权	黄金VIP会员特权
<ul style="list-style-type: none"> 专属付费曲库 成长加速 尊贵闪电图标 个性弹幕 	<ul style="list-style-type: none"> 付费歌曲下载 主题皮肤 空间背景音乐 生活福利 	<ul style="list-style-type: none"> 无损音质畅享 歌词海报字体 个性音乐 免广告
<ul style="list-style-type: none"> 跳广告 院线新片 热剧抢先看 独家综艺 蓝光1080P 杜比全景声 明星见面会 年卡特权升级 		

3.1 他山之石：视频 VS 音乐

3.1.2 视频 VS 音乐：产品生命周期不同，音乐“商业价值”显著高于视频

- **视频**：视频内容生命周期较短，**上映当年的播放量占到全生命周期的70%以上，前三年基本上占到90%以上**
- **音乐**：生命周期很长，发行时间在2个月之内的单曲消费占比9.6%，2个月到1年半之间的占比26.6%，1年半到3年之间的占比12.5%，超过三年的占比51.2%，因此，音乐的真正的“商业价值”延续时间较长

图表：2018年热门大戏《延禧攻略》播放量走势



图表：2017年国外歌曲消耗周期

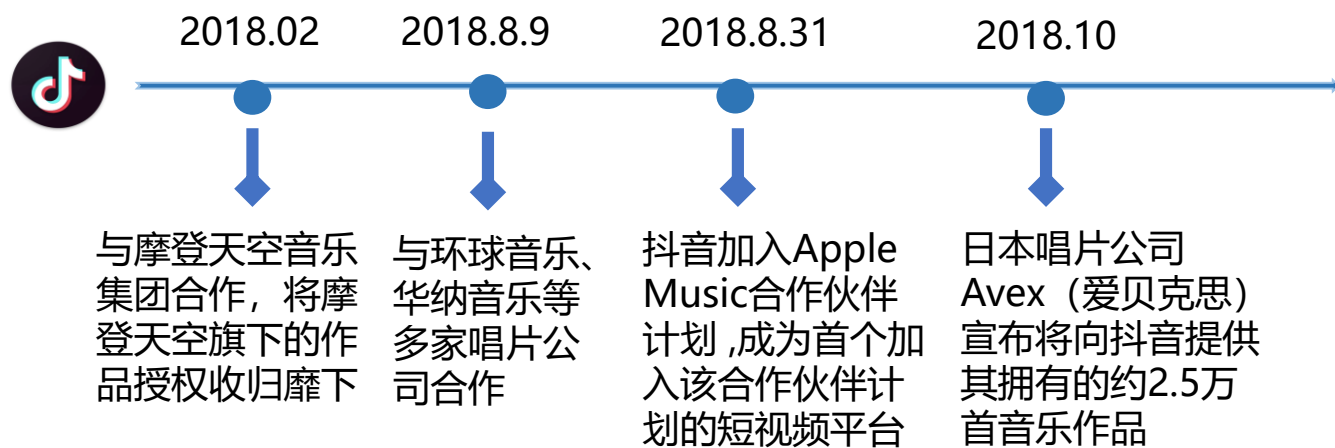


3.2 资源争夺战：短视频 VS 音乐

3.2.1 短视频行业冲击：成为“搅局者”，争夺音乐平台资源

- **入局版权**：国内音乐版权日渐规范化，短视频平台通过解决版权问题打消外界疑虑，**连接版权、原创、直播、短视频等重要的业务节点**
- **争夺音乐宣发平台**：**音乐人在宣发上越来越重视短视频平台以及音视频结合的传播价值**，音乐行业的宣传推广生态正在发生改变
- 2018年10月，抖音在国内的月活跃用户数达到3亿，日活跃用户数达到1.5亿

图表：抖音音乐版权拓展



图表：鹿晗选择抖音作为自己新歌的宣传阵地



3.2 音乐平台加码短视频，深耕赛道新方向

■ 差异化内容定位“短视频”，错位竞争

- **用户需求定位不同**：短视频核心用户为“喜欢新鲜感、搞笑、创意”用户，而音乐平台核心用户定位为“对音乐本身有兴趣”的用户
- **内容定位**：音乐对于抖音等短视频平台而言为辅助手段，视频创作内容覆盖范围广泛，以UGC内容为主；而音乐平台核心定位PGC创作者，内容围绕“音乐”展开
- **我们认为，音乐平台累计资源多年，已经拥有大量高认可度的用户，同时在版权方面建立起一定壁垒，未来可能抢占部分专注“音乐领域”的短视频用户，但在盈利方面不会和短视频平台造成冲突**

图表：国内各个音乐平台上线短视频功能



图表：音乐平台和短视频平台对比

平台	用户心理定位	盈利模式	“造星”的群体
在线音乐	专注于音乐领域、汇聚较为专业的音乐表演	以短视频BGM为音乐作品的推广渠道，通过视频带动音乐作品知名度的提升，再把流量导入完整的音乐作品和音乐人	专业化，有强音乐属性
短视频	寻求的是短视频方面的娱乐需求，通过风靡而同质化的音乐刺激，获得精神满足	当前短视频的主要盈利模式是广告营销	网红式，全领域的，包括并不限于音乐领域

3.2 短视频 VS 音乐：和平共处 or 水火不融？

- ▶ 短视频在内容方面具有“宽广度”涉猎题材广泛，音乐只是辅助手段，缺少“完整性”；而在线音乐平台在“音乐内容”方面具有“深度”
- ▶ 我们认为，短视频的高速发展恰好可以反哺在线音乐平台，比如抖音歌曲走红，各平台“抖音歌单”的超高播放量充分证明了在线音乐平台依旧是“音乐内容”变现的核心渠道

图表：在线音乐与短视频APP2018年10月装机量对比

应用	类别	月度独立设备 (万台)
QQ音乐	在线音乐	30622
酷狗音乐	在线音乐	31894
酷我音乐	在线音乐	16339
网易云音乐	在线音乐	15686
快手	短视频	25965
抖音小视频	短视频	28455
火山小视频	短视频	14784
西瓜视频	短视频	16116

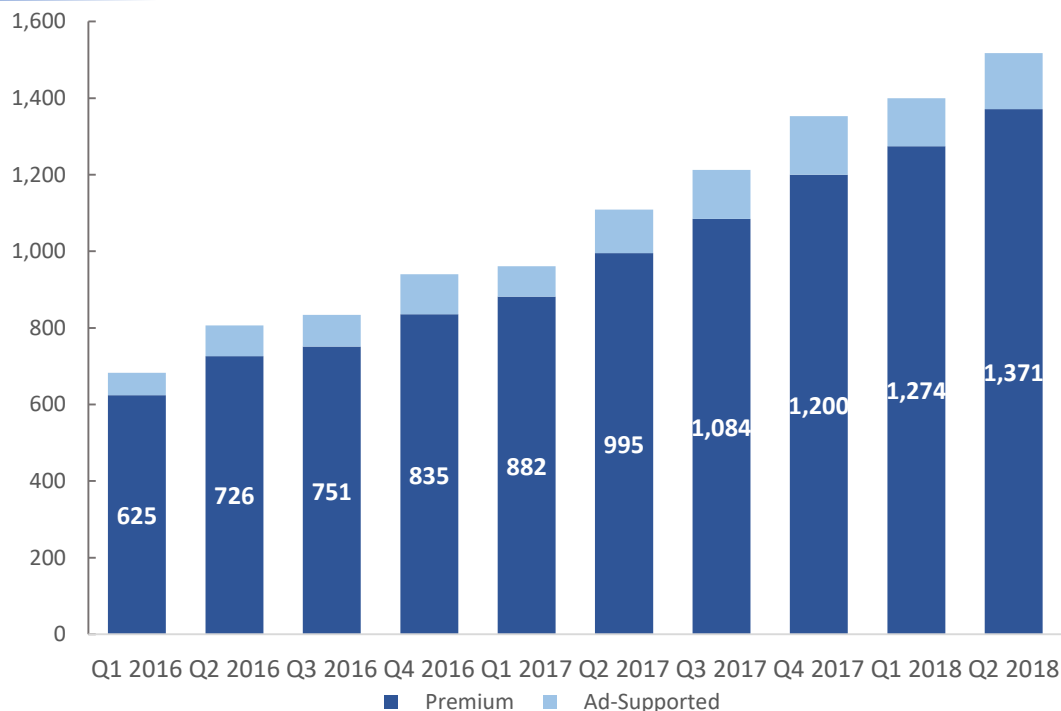
图表：抖音神曲在各平台播放量



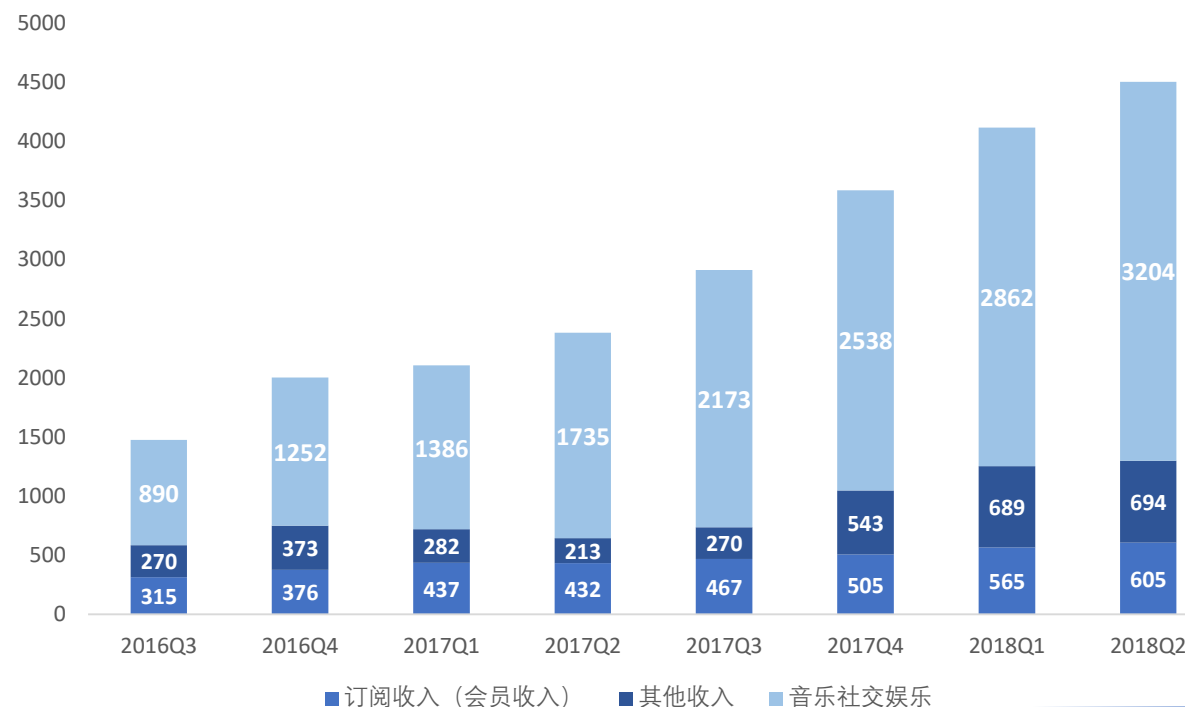
3.3 青出于蓝胜于蓝: 腾讯音乐 vs Spotify

- **腾讯音乐收入结构呈现多元化:** 2018Q2 TME音乐社交娱乐 (直播+K歌) 收入占比超过70%，为32亿元；在线音乐收入中，订阅服务实现收入6.05亿 (13.4%)，其他收入 (数字专辑、版权销售等) 实现收入6.94亿 (17%)
- **Spotify收入结构单一，完全依赖订阅用户:** Spotify 2018Q2 实现订阅收入13.71亿美元，占比高达91%，广告收入占比9%，业绩增长完全依赖订阅用户增长

图表: Spotify 收入拆分 (单位: 百万美元)



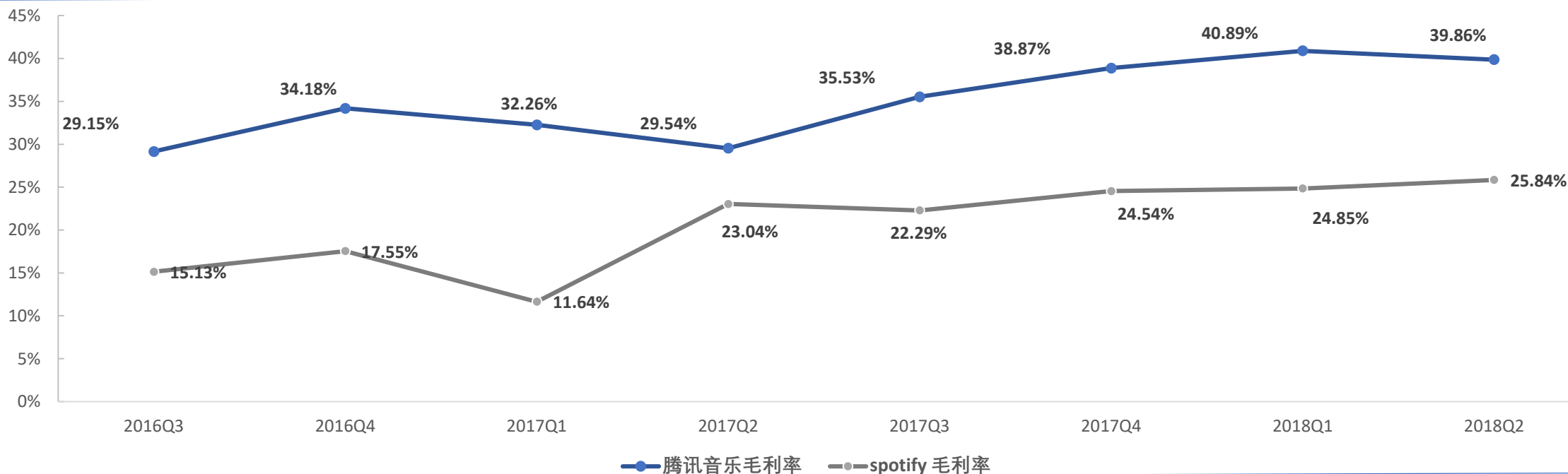
图表: 腾讯音乐收入拆分 (单位: 百万元)



3.3 TME vs Spotify: 竞争环境

- 根据公司财报，2018Q2 腾讯音乐毛利率为39.86%，显著高于 Spotify 2018Q2毛利率25.8%，**两者版权成本差异主要受竞争环境影响**
- **海外市场**：通过前几年的“并购整合”后，**头部唱片公司（华纳、环球、索尼）市占率超过85%，对于海外音乐平台具有极强的议价能力**，2018Q2 Spotify订阅业务成本（主要为版权成本）高达3.6亿美金，成本占比89%；
- **国内市场**：国内市场由于上游竞争格局分散，音乐平台和多家唱片公司签约，随着2018年3月“版权互授”协议达成，平台对上游单一唱片公司依赖较小，在版权分成和日后向上游市场切入更具优势

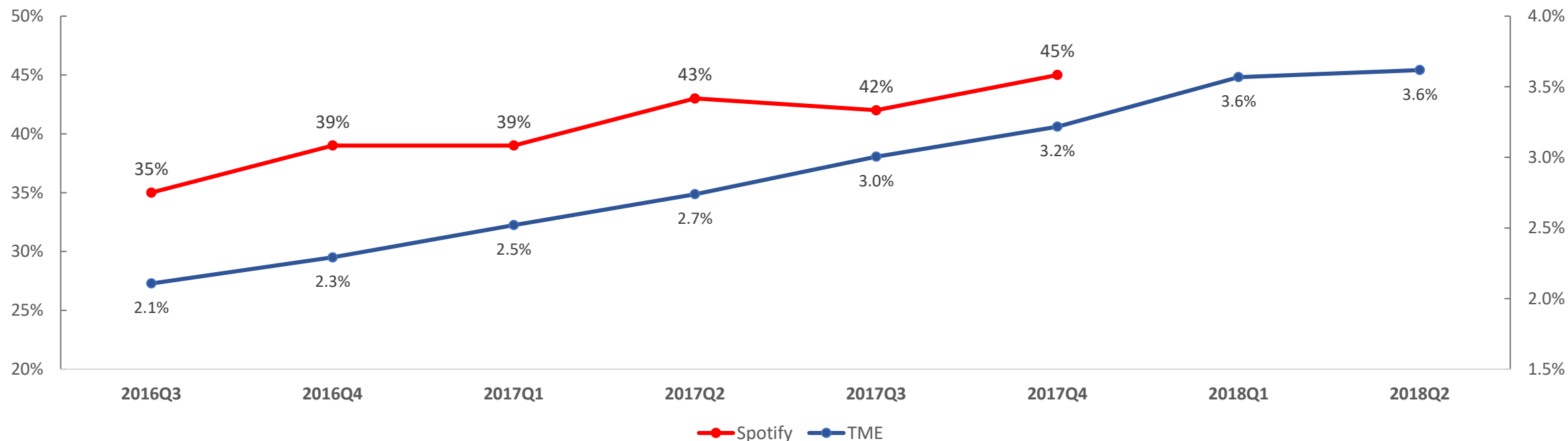
图表：腾讯音乐& Spotify 毛利（单位：%）



3.3 TME vs Spotify: 成长性

- Spotify 已经处于稳定发展阶段: 在高付费率的基础上, 通过增值服务的方式拓展更多用户为其核心战略
- 腾讯音乐付费率都处于在低阶向上爬坡阶段: 习惯和环境因素导致未来付费率提升空间有限
 - 1, 由于国内用户经历过“免费版权”的时期, 因此付费习惯尚处于培育期
 - 2, 目前国内音乐平台同质化竞争激烈, 若通过转变播放模式提升付费率, 必会导致用户流失

图表: Spotify & TME 单季度付费率对比 (单位: %)

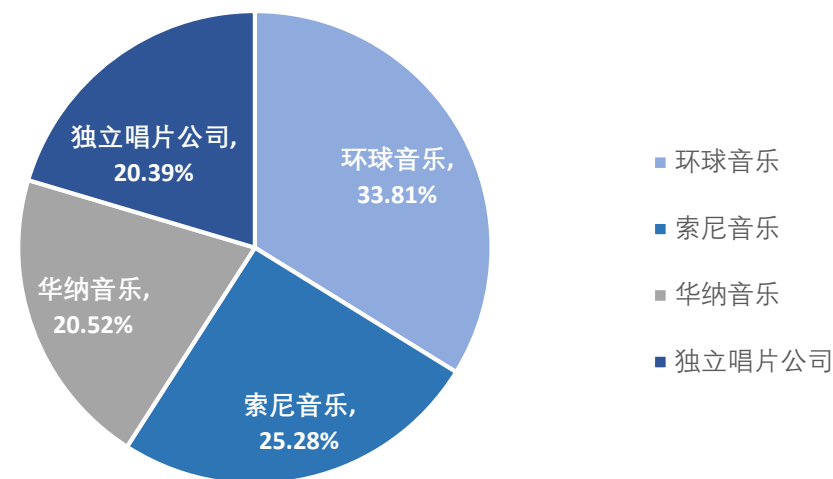


3.3 TME vs Spotify: 天时地利

- **发展趋势：切入上游为音乐平台必经之路**
- **核心目的：**Spotify 主打音乐订阅及增值服务，切入上游核心目的的为以低成本获得版权，降低版权分成比例，提升盈利；而腾讯音乐主要目的为“获得独家版权”，未来通过版权实现多元化变现
- **我们认为：**由于海外上游唱片公司议价能力过强，Spotify 在切入上游阶段阻碍较多，并且短期无法实现突破；相对而言，国内音乐上游市场格局尚未稳定，腾讯通过整合旗下四大音乐平台，叠加QQ&微信等社交软件，在营销和推广方面具有天然既定优势，未来有望直接联结音乐人和用户，跻身上游音乐市场可能性较强



图表：2017全球唱片公司格局（单位：%）



未来：重建内容本位，构筑全新音乐生态链

4.1 腾讯音乐生态闭环

■ 布局音乐产业链：未来竞争维度将不再是音乐平台之间竞争，而是上升至整个音乐视频娱乐生态链的竞争

- 短期：k歌+直播
- 中期：订阅
- 长期：培养独立音乐人+ 多场景社交娱乐变现

图表：腾讯音乐生态闭环



4.1 后版权时代竞争，加码上游成主流

- 各个主流音乐平台都不断地有资本的介入，在线音乐行业盈利困难的大背景下，**资本的拼杀似乎成为各音乐平台竞争的必要前提**
- 已有唱片公司版权的争夺几近尘埃落定，**平台更多地将资本用于扶持原创音乐，我们认为，未来发展趋势是渠道往内容延展，内容方尝试做渠道**，各音乐平台都拥有重塑整个音乐产业链的野心

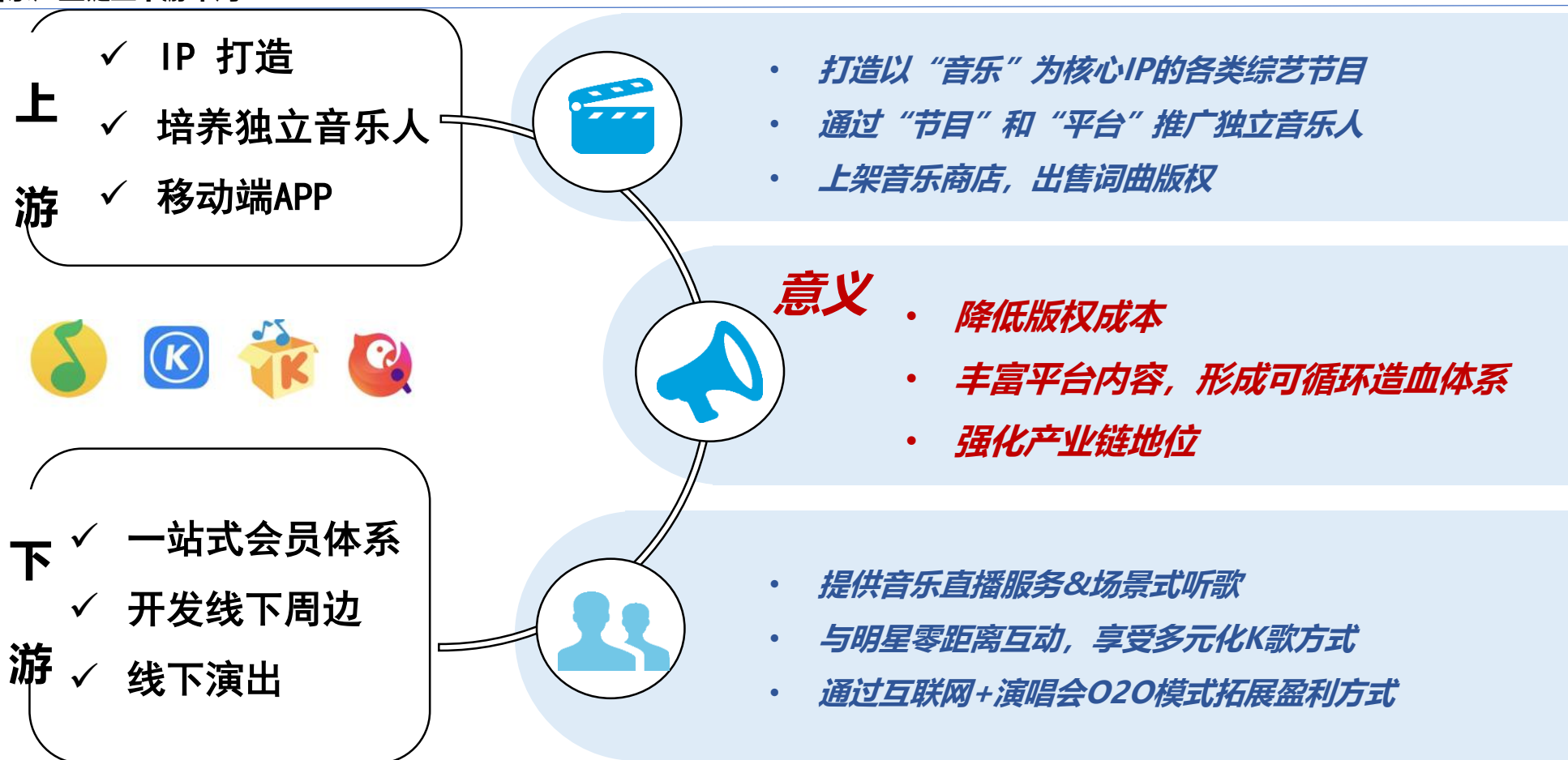
图表：腾讯音乐和网易云音乐发展历程对比



4.2 构建音乐生态链：上下游联动，完善产业链闭环

➢ 平台逐步提供音乐制作、发行、推广、销售、粉丝运营维护等一系列服务，为未来商业变现打开想象空间

图表：腾讯音乐产业链上下游布局



4.3 后版权时代来临，行业竞争开启下半场

4.2.1 版权护城河弱化

- 近三年音乐版权的竞争进入白热化状态，但随着18年“版权共享”政策实行，未来版权将会向着流通和共享的趋势发展，各平台的“独立音乐人计划”重要性将大幅提升，音乐作品传播渠道广泛，上游唱片公司掌控力削弱
- 未来，独立音乐人与音乐平台崛起，上游版权储备将越来越分散，对于平台而言，未来“平台和上游制作公司”联通将成为未来发展方向

图表：各平台音乐人培养计划

腾讯——“原创音乐人扶持计划”

虾米——“寻光计划”

网易——“石头计划”

百度——“伴星计划”

豆瓣音乐——“金羊毛计划”

新浪微博——“音乐红人计划”

图表：截止2017年2月6日，网易云音乐上《无法长大》数字专辑销量破15万张



赵雷《无法长大》

¥ 16 / 张

已售出158830张



- 赵雷的《成都》于2016年10月24日在网易云音乐上线后，其音乐人指数就出现了峰值，数字专辑《无法长大》上线24小时销售即超过5万张，创下了独立音乐数字专辑售卖速度的新纪录。在赵雷《歌手》节目播出前，销量已超过15万张，加上其他音乐平台的销量，全网销量已达20万张，成为当时首张销量超过20万张的独立音乐数字专辑。

4.3 后版权时代来临，“粉丝经济”大行其道

- “粉丝经济”为核心驱动：目前周边商品销售（会员付费、秀场主播、演唱会推广、周边产品销售等）已经成为音乐平台和艺人的重要收入来源之一，“粉丝”的情感溢价为重要的驱动力；目前，腾讯音乐参与打造各类音乐综艺《创造101》，《明日之子》等，培养新秀音乐艺人，主要为进一步为旗下各平台造血，未来在降低外部版权购买成本的同时，希望借助热门艺人和综艺节目的“流量效应”，进一步吸引用户

图表：“由你音乐榜”打榜机制

榜单记分项	类别	权重占比
播放指数	音源完整播放、MV完整播放	45%
传播指数	音源分享、MV分享	10%
喜好度	收藏次数、下载次数	15%
销量指数	数专销量	10%
人气指数	官网点赞数、直播点赞数	20%

图表：腾讯音乐“内容自制”体系打造差异化



- **平台同质化竞争加剧：**音乐平台同业竞争风险加大，在版权和用户争夺方面竞争激烈，平台对于版权购买投入资金较大，可能对未来业绩释放造成不利影响。
- **行业竞争格局：**公司业务范围覆盖广泛（在线音乐、社交服务等），涉及众多行业，竞争对手众多，行业竞争格局不稳定，新技术、新模式及新对手的出现都有可能改变市场竞争格局。
- **政策监管风险提升：**互联网和音乐娱乐行业监管的要求提升，对于流媒体直播博主和用户等监管问题有可能影响公司业务发展；同时，公司关于完整版权许可的获取同样具有政策风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本腾讯”）的客户使用。本腾讯不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本腾讯不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的腾讯所发行的证券并进行交易，还可能为这些腾讯提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本腾讯分析师认为可靠且已公开的信息，本腾讯力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本腾讯可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本腾讯所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

腾讯网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园