

传媒互联网

音乐系列报告——从腾讯音乐看在线音乐平台的困境与价值

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

本篇报告的不同之处: 1) 估算了当前在线音乐付费规模及测算中期付费增长空间; 2) 量化在线音乐平台竞争格局; 3) 重点从内容供给端及渠道端分析造成在线音乐平台当前困境的原因, 并对未来发展趋势做出预判。

中国在线音乐用户基数超 5 亿但付费率偏低, 中期付费有 2 倍增长空间。 由于用户付费习惯尚未养成、盗版影响及国内平台免费的模式, 国内在线音乐付费市场规模较小。根据我们估算, 2017 年国内在线音乐平台付费规模仅约 30 亿元。随着政策对盗版打击力度的增强以及用户付费意识的提升, 未来音乐付费空间可期, 我们在仅考虑一二线发达城市的情况下, 测算得到国内中期音乐付费规模可达 95.2 亿元, 相对当前规模还有 2 倍增长空间。

平台竞争格局由分散走向集中, 腾讯系+网易云用户市场市占率超 94%。 从市场格局看, 国内音乐市场上游唱片公司相比国外较为分散, 且来源于唱片销售收入较少。中游分发渠道格局已相对集中, 从用户维度看, 腾讯音乐旗下酷狗、QQ 音乐、酷我三个平台和网易云音乐 18 年 9 月 MAU 分别为 3.54 亿、2.70 亿、1.32 亿和 1.13 亿, 总时长分别为 882 亿、368 亿、231 亿和 186 亿分钟, 市占率分别约为 50.2%、21.0%、13.1%和 10.6%, 合计市占率约 94.9%。无论是从 MAU 还是使用时长的维度看, 四个平台已经几乎垄断所有音乐用户。另外, 从版权维度看, 腾讯音乐手握近 90% 音乐独家版权。

低付费率下, 竞争使国内平台陷入囚徒困境。 由于国内音乐平台付费规模较小, 平台主要依赖其他流量变现方式(如广告、直播等)维持平台运营, 为吸引更多流量, 平台争相抢夺独家版权, 推高了版权成本, 高企的版权成本和较低的付费率又迫使平台更加依赖流量, 从而使任何一家平台都不敢擅自改变当前免费的服务模式, 以恐用户流失, 又使付费率难以提升。海外音乐平台付费规模较大, 平台与唱片公司以分成方式分享音乐订阅收益, 平台更多扮演渠道角色。但海外音乐平台也存在上游版权方更加强势、规模效应尚未体现等问题, 使得 Spotify 等平台也仍处于亏损中。

困境犹存, 但不掩长期价值, 国内在线音乐平台探索多元模式率先盈利, 相比海外平台, 以腾讯音乐为代表的国内平台音乐生态布局更为多元。 国内低付费收入倒逼在线音乐平台探索新的盈利模式, 根据腾讯音乐招股说明书披露, 腾讯音乐旗下三大平台由直播贡献超过 70% 的收入, 2018 年前三季度实现净利润 27.1 亿元, 同比增长 245%, 同期 Spotify 则亏损 5.2 亿欧元。其他音乐平台如网易云音乐内置商城销售音乐周边商品, 并于今年上线直播频道; 虾米音乐与阿里集团旗下其他板块形成协同, 用户购买 88Vip 即可享受阿里旗下所有产品(包括虾米音乐)的 Vip 服务。

投资建议: 整体来看, 音乐作为高使用频次的内容形式, 需求旺盛毋庸置疑。对于国内音乐平台未来增长驱动力, 一方面在音乐付费上, 考虑国内付费习惯、版权保护环境等, 我们认为付费率提升具备较大空间但并非一蹴而就, 更多在中长维度逐步实现; 另一方面在社交娱乐领域上, 平台继续吸引用户流量, 提升用户粘性同时, 在上游内容孵化、数字专辑推广、粉丝经济运营、用户互动娱乐等音乐娱乐模式上有持续探索变现模式空间。

我们看好国内在线音乐平台的长期价值, 其中腾讯音乐(TME)在用户流量、版权储备及生态布局上领先优势明显, 并且已实现盈利, 建议关注。

风险提示: 娱乐方式多样化对时间争夺超预期, 盗版打击力度低于预期, 付费增速低于预期。



内容目录

1. 音乐平台综述：技术推动流媒体成为音乐主要分发平台	5
2. 国内音乐平台历史：十余年曲折发展，格局初定.....	6
2.1. 发展历程：从盗版横行到版权大战，监管推动市场发展进程.....	6
2.2. 整合历程：CMC 和腾讯合并，市场格局收拢	7
3. 在线音乐市场规模：用户规模庞大，付费市场仍有空间	8
4. 在线音乐竞争格局：产业链上游分散，中游渠道一超多强.....	10
4.1. 上游：国内唱片公司相对分散，缺乏发行渠道独立音乐人生存困难.....	10
4.1.1. 唱片公司：海外三大主导产业链运行，国内唱片公司相对弱势.....	10
4.1.2. 独立音乐服务平台：海外专业分工已成熟，国内仍处于起步阶段	11
4.2. 中游：分发渠道已高度集中，以使用时长衡量 CR4 市占率高达 94.9%.....	14
4.2.1. 用户：腾讯音乐和网易云音乐已形成垄断.....	14
4.2.2. 版权：腾讯音乐依靠先发及流量优势独家代理超过 90%音乐版权	14
5. 平台痛点：竞价推高版权成本，多因素致平台陷入囚徒困境.....	16
6. 平台价值：产业链空白为平台提供众多待挖掘价值洼地	20
6.1. 多元化变现模式打开平台盈利空间	20
6.2. 版权付费大势所趋，付费率提升水到渠成.....	22
6.3. 国内音乐产业链上游分散为平台提供参与音乐生产的机会	24
7. 典型平台分析——腾讯音乐：以音乐导流，直播反哺	26
7.1. 产品矩阵：丰富产品构成完整的音乐生态，可实现流量充分循环	26
7.2. 盈利模式：直播为腾讯音乐贡献大部分收入，促使其实现率先盈利.....	27
7.3. 估值比较	28
8. 投资建议与风险提示.....	29

图表目录

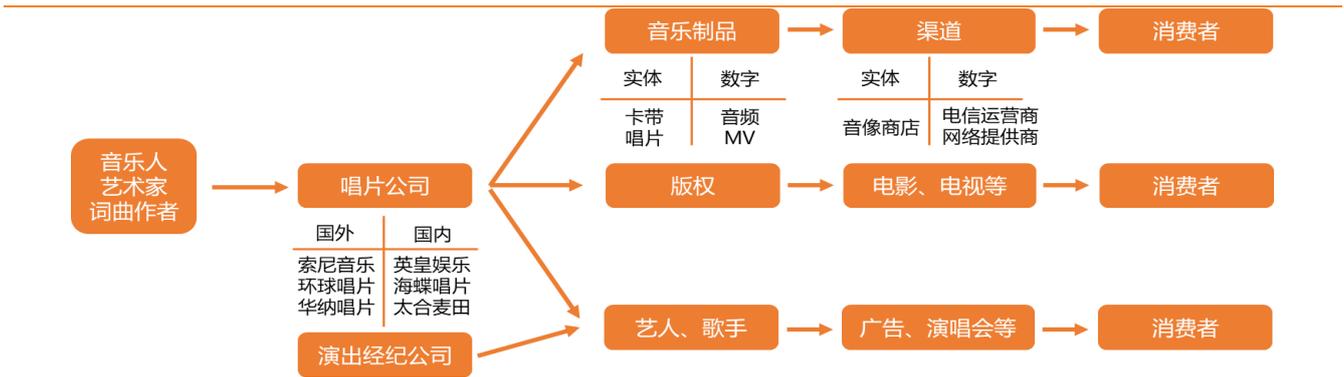
图 1: 音乐产业链示意图.....	5
图 2: 音乐载体的变迁.....	5
图 3: 2008-2017 年全球音乐产业收入 (亿美元).....	6
图 4: 全球典型音乐流媒体平台一览.....	6
图 5: 中国在线音乐行业发展历程.....	7
图 6: 5 家公司合并后的中国音乐集团构架.....	8
图 7: 腾讯音乐发展历程.....	8
图 8: 中国在线音乐用户数 (亿人).....	9
图 9: 2018 年 7 月泛娱乐相关行业活跃渗透率.....	9
图 10: 2015-2018Q3 年 Spotify 付费数及付费率变化.....	9
图 11: 2016-2018 年上半年腾讯音乐付费数及付费率变化.....	9
图 12: 环球、华纳和索尼三大唱片公司海外流媒体市场份额.....	10
图 13: 独立音乐相关企业涉及的形态分布数 (家).....	12
图 14: 独立音乐相关企业不同融资阶段数量分布 (家).....	12
图 15: 独立音乐人风格涉猎广泛.....	13
图 16: 国内独立音乐人成果展现不充分.....	13
图 17: 国内独立音乐人演出推广渠道缺乏.....	13
图 18: 2018 年 9 月在线音乐平台 MAU 排名.....	14
图 19: 2018 年 9 月在线音乐平台用户使用时长排名.....	14
图 20: 2016 年 1 月-2018 年 9 月 TOP5 在线音乐平台 MAU 变化 (亿).....	14
图 21: 当前国内在线音乐行业的非良性循环.....	17
图 22: 国内在线音乐平台面临的行业阶段和博弈矩阵.....	18
图 23: 环球音乐来自流媒体的收入情况.....	18
图 24: 国外在线音乐平台面临的行业阶段和博弈矩阵.....	19
图 25: 2017 年末 Spotify 的 MAU 分区域分布.....	19
图 26: Spotify 销售和市场推广费用及占收入比例 (亿欧元).....	20
图 27: Spotify 管理费用及占收入比例 (亿欧元).....	20
图 28: 中国在线音乐行业全景图.....	20
图 29: 腾讯音乐多元化变现的商业模式.....	21
图 30: 腾讯音乐分业务收入变化情况 (亿元).....	21
图 31: 2018 年前三季度腾讯音乐收入结构.....	21
图 32: 2017 年 Spotify 收入结构.....	22
图 33: Spotify 会员权限.....	22
图 34: Spotify 要求用户付费的部分场景.....	23
图 35: 网易云音乐独立音乐人数量 (万).....	25
图 36: 网易云音乐独立音乐人上传原创作品数量 (估算, 万首).....	25
图 37: 腾讯音乐产品矩阵.....	26
图 38: 2018 年 9 月在线音乐平台 MAU 排名.....	26
图 39: 2018 年 9 月在线音乐平台用户使用时长排名.....	26

图 40: 2018 年 9 月在线 K 歌平台 MAU 排名	27
图 41: 2018 年 9 月在线 K 歌平台用户使用时长排名	27
图 42: 腾讯音乐直播频道	27
图 43: 腾讯音乐营业收入增长情况 (亿元)	28
图 44: 腾讯音乐净利润增长情况 (亿元)	28
图 45: 腾讯音乐营业收入结构	28
表 1: 2018 年在线音乐行业付费规模测算 (亿元)	9
表 2: 国内部分活跃唱片公司情况	11
表 3: TuneCore 发行服务价格	12
表 4: 腾讯音乐独家版权情况	14
表 5: 腾讯音乐管理团队背景梳理	15
表 6: 在线音乐平台购买版权价格情况	16
表 7: 腾讯音乐变现场景	21
表 8: 中美两国在线音乐平台基本数据对比 (中国仅考虑一线、新一线及二线城市)	23
表 9: 中国在线音乐平台中期付费空间测算 (中国仅考虑一线、新一线及二线城市)	23
表 10: 各平台独立音乐人计划	24
表 11: 网易云音乐云上音乐节相关信息	25
表 12: 腾讯音乐与 Spotify 估值对比	29

1. 音乐平台综述：技术推动流媒体成为音乐主要分发平台

音乐产业链主要由内容提供商（音乐人、唱片公司等）、服务提供商（分发渠道、演出经纪等）、消费者三部分组成。产业的运行过程表现为：唱片公司组织词曲作者、歌手和专业制作团队打造出音乐产品，通过三条子产业链进行变现，包括：1）唱片产业链。音乐作品被制作成唱片母带、CD 等实体产品给音像发行商、或直接制作成数字音乐版本出售给数字音乐发行商，将音乐作品传递给消费者；2）版权产业链。唱片公司将音乐作品授权给电视台、广播等媒体渠道播出，通过收取版权费并与音乐人分成实现盈利；3）演出产业链。唱片公司与经纪公司合作为歌手举办演唱会、拍摄广告等实现收入。

图 1：音乐产业链示意图

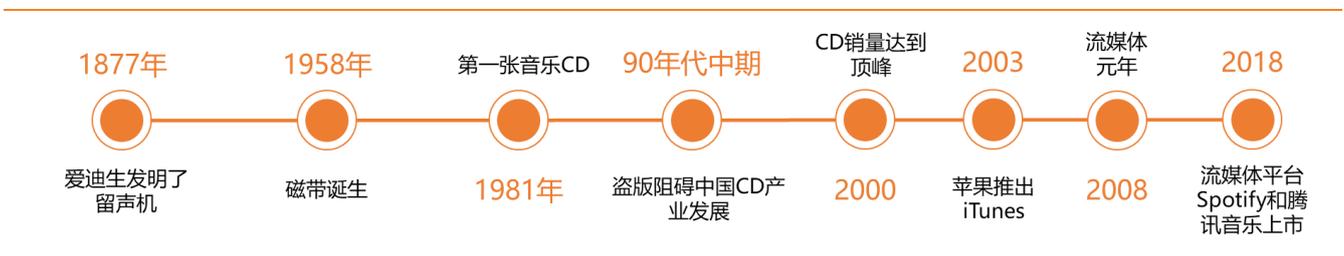


资料来源：腾讯研究院，天风证券研究所

技术进步推动音乐分发渠道不断发生变革，移动互联网时代下，流媒体已经成为最主要的音乐分发渠道。

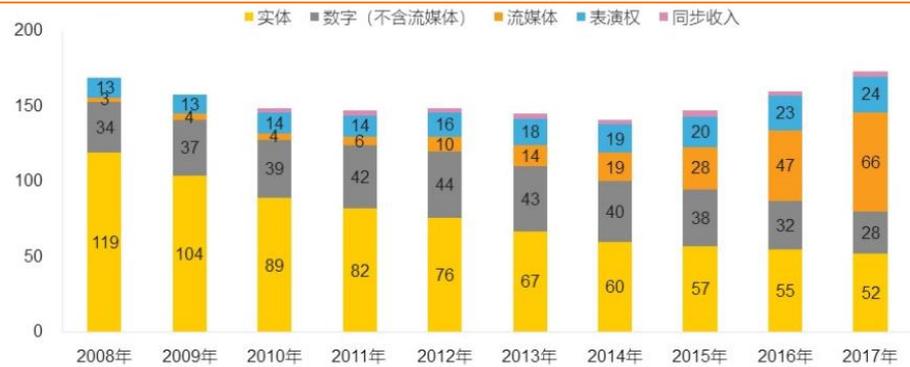
从音乐分发渠道变革历程看，当前的音乐产业形态在 20 世纪中期初步成型，当时成本更低的晶体管收音机、彩色电视机、卡带式录音机等新型电子产品取代老式的胶片和唱片机成为音乐的主要传播媒介，音乐消费的成本大幅降低，普及率提升。80 年代初期第一张音乐 CD 出现，2000 年 CD 销量达到顶峰，销售额峰值达 374 亿美元。21 世纪后，互联网的出现，尤其是移动互联网的普及使流媒体平台成为了音乐的一种新的分发渠道，并逐步替代实体唱片成为最重要的音乐载体形式，2017 年全球音乐产业收入约 38%来自流媒体。

图 2：音乐载体的变迁



资料来源：腾讯研究院，天风证券研究所

图 3：2008-2017 年全球音乐产业收入（亿美元）



资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

从当前主流音乐流媒体平台看，海外以 Spotify、Apple music、Pandora 等为代表，各平台拥有不同的产品功能和盈利模式。订阅付费和广告是海外音乐流媒体平台的典型盈利模式，订阅付费模式下，用户每月支付一定费用，可以无限制听音乐，并享受一系列增值服务，这种盈利模式以 Spotify 为代表；广告模式下，平台通过不断提高广告转化率，向 B 端广告主收费获得收入，这种模式以网络电台 Pandora 为代表。

国内音乐流媒体平台以酷狗音乐、酷我音乐、QQ 音乐、网易云音乐和虾米音乐等为代表，其功能和盈利模式差异较小。国内音乐流媒体平台均为用户提供免费的音乐服务和额外的付费增值服务，此外，平台还可以依靠庞大的流量为其他业务导流，如酷狗音乐、酷我音乐为直播业务导流。

图 4：全球典型音乐流媒体平台一览

海外			国内				
							
Spotify	Pandora	Apple music	虾米音乐	酷狗音乐	酷我音乐	QQ 音乐	网易云音乐
主要收入来源							
付费为主	广告为主	付费	付费为主	音乐+直播多元化盈利模式			
平台特点							
免费点播，付费可享受免广告、离线播放等增值服务	在线音乐电台，受版权限制少，自动化音乐推荐服务	三个月使用期后必须付费	与阿里大文娱协同，88Vip 可享受受虾米会员服务	听歌、电台、直播、游戏、硬件等多元发展	打造高品质音乐形象，发展电台、秀场等差异化内容	海量高品质音乐，一站式优质音乐资源服务平台	突出个性化和社交功能

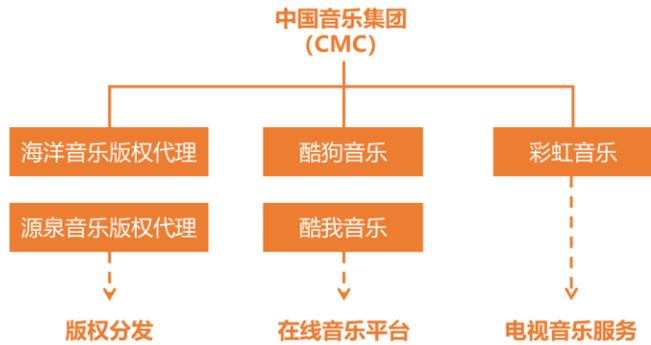
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 国内音乐平台历史：十余年曲折发展，格局初定

2.1. 发展历程：从盗版横行到版权大战，监管推动市场发展进程

国内在线音乐历史开始于 2002 年百度上线 MP3 业务为用户免费提供音乐下载服务，紧接着各大在线音乐平台相继成立，包括 2003 年成立的酷狗音乐、2005 年成立的 QQ 音乐和酷我音乐、2006 年成立的虾米音乐和 2008 年成立的天天动听等；这一时期由于版权不够规范，平台鲜少向上游支付音乐版权费用，所有的音乐用户均能免费听甚至将歌曲下载到本地，因而平台只能依靠广告、游戏等方式实现流量变现。

图 6：5 家公司合并后的中国音乐集团构架



资料来源：TechWeb，天风证券研究所

2016 年海洋音乐谋求美股 IPO 未果，7 月与腾讯在线音乐业务合并设立腾讯音乐娱乐集团 (TME)，音乐巨头版图再次扩大。

腾讯音乐成立后，形成了以“在线音乐+音乐直播+在线 K 歌”的产品矩阵，并不断通过并购、合作的方式获取音乐资源，如 2017 年收购数字音乐内容及服务整合商爱听卓乐，同年与国际第一大在线音乐平台 Spotify 达成换股协议，根据 Spotify 最新公告，腾讯当前持有 Spotify 股权比例为 9.07%，而根据腾讯音乐招股说明书，Spotify 持有腾讯音乐发行前 9.1% 的股权；此外，2018 年 10 月腾讯音乐向国际唱片巨头华纳和索尼发行股份，两者合计持有腾讯音乐发行前总股本的 2.2%。

图 7：腾讯音乐发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：CMC 为海洋音乐创始人谢国民设立的离岸公司，为海洋音乐控股股东

3. 在线音乐市场规模：用户规模庞大，付费市场仍有空间

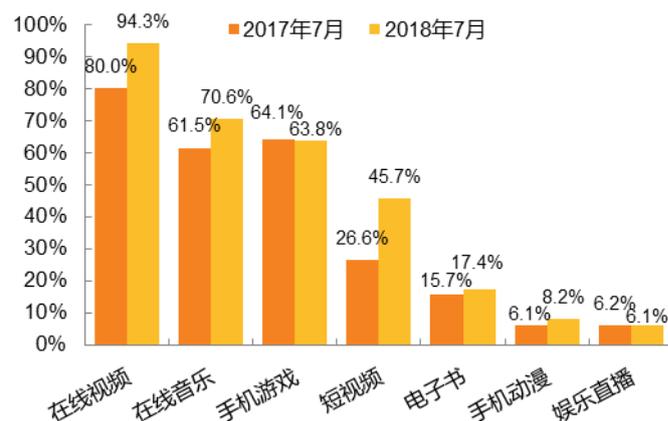
在线音乐是互联网用户需求频次最高的娱乐形式之一。根据 CNNIC 发布的《2018 年第 42 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2018 年上半年中国在线音乐用户数达 5.55 亿人，相比 2017 年底增加了 6.7%。2018 年 7 月，在线音乐用户活跃渗透率达 70.6%，同比提升了 9.1 个百分点，在所有泛娱乐行业中，活跃渗透率仅次于在线视频。

图 8：中国在线音乐用户数（亿人）



资料来源：CNNIC，天风证券研究所

图 9：2018 年 7 月泛娱乐相关行业活跃渗透率



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

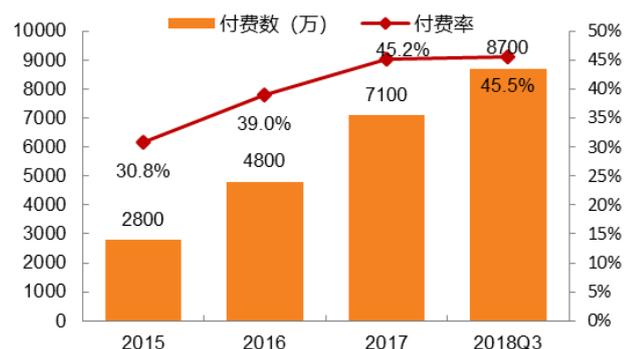
虽然在线音乐平台拥有庞大的用户基础，但由于国内用户付费环境仍在起步，且平台在上线之初即采用免费模式，导致用户付费习惯培养进程推进较慢。

当前国内在线音乐平台仍然为用户提供免费的音乐服务，仅少部分付费歌曲不能免费收听，而针对付费会员，平台更多的是提供额外增值服务，如下载歌曲、更高音质等，在这种情况下，国内音乐付费率大幅低于海外。

根据腾讯音乐招股说明书，截至 2018 年三季度末腾讯音乐旗下三大平台付费用户数 2490 万，若假设腾讯音乐付费用户市占率在 78%-86% 范围内，则国内音乐订阅用户数约 2895-3192 万，付费率为 5.2%-5.8%，远低于 Spotify 单平台付费率 45.5%。

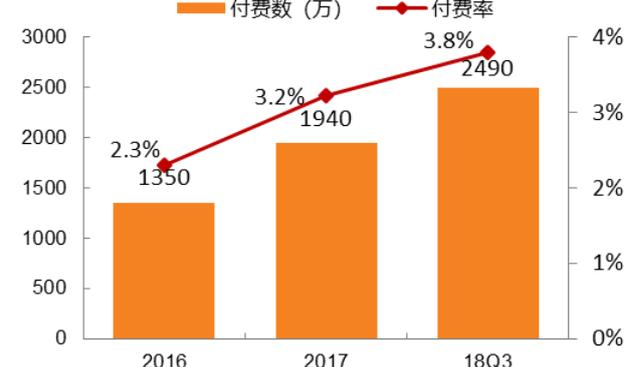
若再假设单用户在线音乐付费 (ARPU) 100-112 元 (腾讯音乐 2017 年 ARPU 为 106 元)，则国内在线音乐付费规模仅为 29.0-35.8 亿元，相对庞大的用户基础，付费规模仍有较大提升空间。

图 10：2015-2018Q3 年 Spotify 付费数及付费率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2016-2018 年上半年腾讯音乐付费数及付费率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：2018 年在线音乐行业付费规模测算（亿元）

ARPU/TME 用户市占率	78%	80%	82%	84%	86%
100	31.9	31.1	30.4	29.6	29.0
103	32.9	32.1	31.3	30.5	29.8
106	33.8	33.0	32.2	31.4	30.7
109	34.8	33.9	33.1	32.3	31.6
112	35.8	34.9	34.0	33.2	32.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 在线音乐竞争格局：产业链上游分散，中游渠道一超多强

4.1. 上游：国内唱片公司相对分散，缺乏发行渠道独立音乐人生存困难

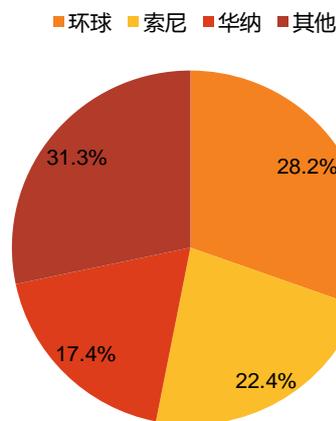
4.1.1. 唱片公司：海外三大主导产业链运行，国内唱片公司相对弱势

音乐产业上游内容提供商以唱片公司为核心，同时包括部分独立厂牌和独立音乐人。唱片公司负责制作专业的音像产品，然后以实体或数字唱片、版权和演出三条线实现变现。通常来说，只有最头部的歌手有机会签约唱片公司。

音乐消费的特点使音乐内容库相对视频内容库更强调完整性。由于单曲消费时间远远短于单个视频的消费时间，因而音乐用户会相比视频用户更希望在同一个平台上找到想听的所有歌曲，这便意味着音乐版权方拥有更大的曲库会有更强的议价能力。国际上，三大唱片公司历史悠久，积累了庞大的曲库，强者恒强，使其在产业链上占据主导地位。海外音乐工业起步较早，三大唱片公司中索尼的唱片业务起源于 1888 年，华纳 1929 年开始开展音乐业务，环球唱片成立于 1930 年，均已经历近百年甚至超过百年的发展，积累了大量音乐内容，如索尼音乐曲库数量超过 300 万首。庞大的内容库使这几家唱片公司在与渠道的谈判中处于强势地位。这种强议价能力也促使新的音乐人更愿意与大唱片公司签约以获得更好的宣传推广资源，从而进一步扩大了唱片公司内容库，根据音乐财经提供的数据，三大唱片公司流媒体市场份额超过 70%。

面对强势内容方，海外在线音乐平台在与上游的谈判中的议价能力较弱，这也是 Spotify 虽然有较高付费率，但长期处于亏损的主要原因之一。

图 12：环球、华纳和索尼三大唱片公司海外流媒体市场份额



资料来源：音乐财经，天风证券研究所

再看国内音乐市场，唱片公司在音乐内容制作领域起步较晚。CD 在 20 世纪 80 年代开始进入中国，80 年代中期到 90 年代末 CD 短暂辉煌，在这一时期中国涌现了数百家音像出版单位、数万家音乐正版 CD 销售商，同时国外大牌唱片公司如滚石、华纳唱片等开始进入内地，这一时期国内音乐产业盛极一时。

但国内长期盗版的环境使唱片公司发展缓慢，而随着互联网的兴起，流媒体对传统唱片也产生较大冲击，使得国内始终未形成规模较大的唱片公司，当前国内较活跃的唱片公司大多为原成立于海外或港台的唱片公司，如三大之外的滚石唱片、华研国际、福茂唱片和种子音乐均为中国台湾地区唱片公司，英皇为中国香港地区唱片公司。

国内唱片市场发展时间较短，积累不深，存量内容较少且分布较分散。庞大的曲库需要时间沉淀和积累，例如：若一个唱片公司旗下有 10 个艺人，按照每个艺人每两年发一张专辑，每张专辑 12 首歌计算，经过十年，唱片公司曲库也仅 1200 首歌。根据音著协披露，

截至 2017 年底，DIVA 数据库记录作品数目约为 825 万首，其中香港协会登记作品约 709 万首，马来西亚协会登记作品约 52 万首，台湾协会登记作品约 20 万首，印尼协会登记作品约 3 万首，中国音著协登记作品数约 41 万首。DIVA 数据库为中国音著协与香港作曲家及作词家协会合作共同开发的音乐作品版权信息管理系统，拥有包括中国大陆、中国香港、中国台湾、马来西亚和印度尼西亚 5 个国家和地区的音乐作品版权数据资源。可见整个华语曲库数相比较与 Apple Music 曲库数 4500 万首差距仍然较大。整体曲库数量上，国内唱片公司除三大唱片外，估算曲库数均在 1 万首上下。

因而可以预见国内的在线音乐平台来自上游的压力相对国外在线音乐平台更小，有望具备更强议价能力。

表 2：国内部分活跃唱片公司情况

序号	唱片公司	介绍
1	环球音乐	1912 年成立，是全世界最大的唱片公司，隶属法国维旺迪集团。1999 年进入香港市场，2004 年正式开始内地娱乐事业的拓展，当前旗下华语歌手包括张学友、谭咏麟、陈慧琳、陈奕迅、萨顶顶、孙燕姿等
2	索尼音乐	为索尼公司旗下音乐事业群，索尼唱片于 90 年代初在台北成立了新力哥伦比亚音乐进驻华语乐坛。2001 年，索尼音乐与上海协和集团、上海锦文投资合资成立新索音乐，并于 2002 年初开始运营。当前旗下华语歌手包括杨丞琳、萧亚轩、罗志祥、崔健、黄绮珊等
3	华纳音乐	原隶属于时代华纳集团，90 年代中后期并购台湾著名本土唱片公司飞碟唱片而进入华语市场，2000 年，华纳与麦田音乐达成合作开始主攻内地市场，该合作于 2004 年结束，当前旗下华语歌手包括林俊杰、萧敬腾、蔡依林、李荣浩、潘玮柏等
4	滚石唱片	由段钟沂、段钟潭兄弟于 1980 年所创建的第一家台湾唱片公司，旗下魔岩唱片曾是 1990 年代初期在中国大陆最具影响力的唱片品牌。当前旗下华语歌手包括周华健、张震岳、李宗盛等
5	华研国际	成立于 2000 年初，是台湾本土最大的唱片公司之一。华研国际音乐旗下艺人在中国大陆的唱片是由金牌大风（华纳子品牌）代理发行。当前旗下华语歌手包括田馥甄、炎亚纶、信、林宥嘉等
6	英皇娱乐	1999 年 9 月成立于香港，当前旗下歌手包括谢霆锋、容祖儿、古巨基、方中信等
7	福茂唱片	福茂唱片成立于 1961 年，总部位于台北，曾为环球音乐（前身为宝丽金唱片）旗下子公司之一。至 2002 年，正式退出环球音乐旗下，成为独立唱片公司。主要歌手包括范玮琪、庾澄庆等
8	华谊兄弟	前身为 1999 年成立的战图音乐，主要歌手包括陈楚生、姚贝娜、何洁等
9	海蝶音乐	于 1986 年成立于新加坡，旗下歌手包括陈洁仪、许嵩、薛之谦、蔡淳佳等
10	种子音乐	成立于 1995 年，是台湾历史最久的第一大音乐品牌。曾为 EMI 旗下品牌，后独立成为专业音乐公司并发展为种子音乐集团。旗下歌手包括阿杜、罗大佑、陶喆、品冠等

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.1.2. 独立音乐服务平台：海外专业分工已成熟，国内仍处于起步阶段

除唱片公司签约的少部分头部歌手之外，音乐市场还有更多数的独立音乐人，一般来说广义的独立音乐是为了与传统大唱片公司商业运作出来的主流音乐相区分而提出的相对概念。国际上通常来说，只要是不属于或受控于三大唱片公司的唱片厂牌均被认为是独立厂牌，这些公司较三大唱片公司来说能为旗下音乐人带来更多艺术创作的自由，表现出高度多元化和碎片化。

除独立厂牌之外，还存在着部分数字分销商，如自助式数字音乐分销商 TuneCore 和 CD baby。以 TuneCore 为例，音乐人和版权方仅需按单曲或专辑向 TuneCore 缴纳一定数额的年费，TuneCore 便会帮助他们将作品上架至 Spotify、Apple Music 和 Amazon Music 等流媒体平台，且音乐人可以获得 100% 的版权以及销售收入，此外，TuneCore 还为音乐人提供版权代理和其他音乐人服务项目，2017 年 6 月，TuneCore 宣布平台音乐人歌曲下载和流媒体营收累计已经超过 10 亿美元，2016 年其在全美的音频媒体市场份额已经接近 5%，海外版图遍及英国、澳大利亚、日本、加拿大、德国、法国和意大利。

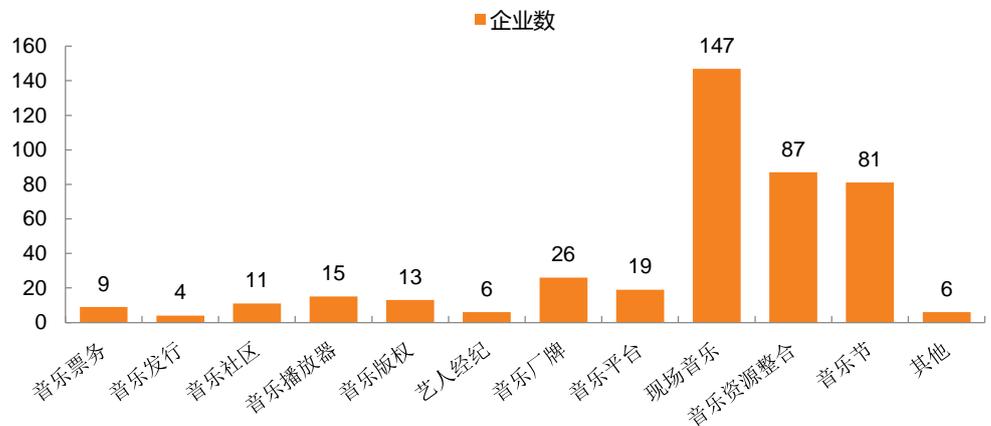
表 3: TuneCore 发行服务价格

发行数量 (张/首)	专辑	单曲
1	\$29.90	\$9.99
5	\$134.95	\$44.95
10	\$263.91	\$87.91
20	\$515.82	\$171.82

资料来源: TuneCore 官网, 天风证券研究所

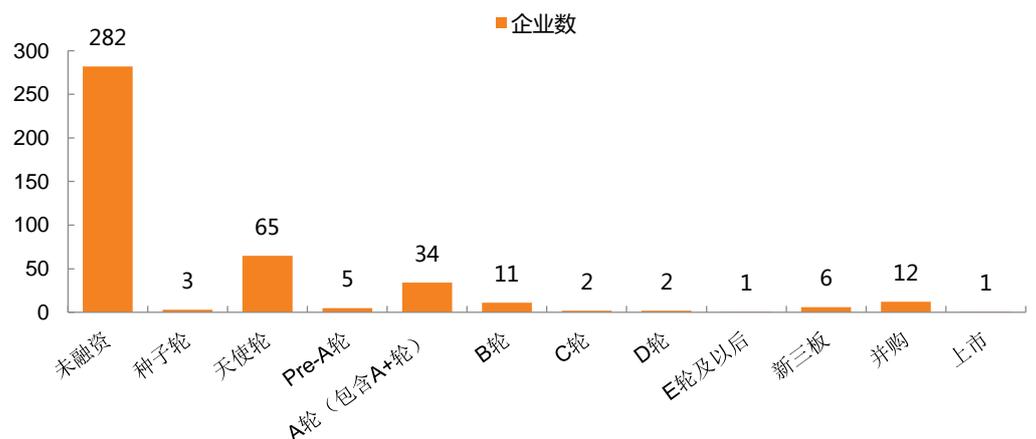
相比国外成熟的商业运作模式, 国内针对独立音乐企业服务起步较晚, 发展处于初级阶段。根据鲸准数据库收录, 截至 2018 年 2 月, 我国共有 424 家独立音乐相关企业成立, 这些企业以从事现场音乐、音乐资源整合、音乐节为主, 且大多企业处于发展的早期阶段, 从融资情况看, 424 家企业中 66.5% 未获得过任何投资, A 轮及 A 轮之前的有 289 家, 占比超过 90%。

图 13: 独立音乐相关企业涉及的形态分布数 (家)



资料来源: 36 氪, 鲸准数据库, 天风证券研究所

图 14: 独立音乐相关企业不同融资阶段数量分布 (家)

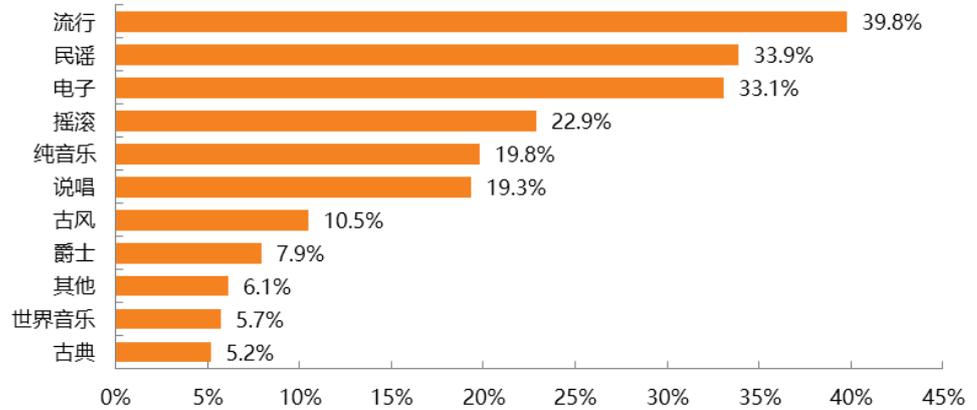


资料来源: 36 氪, 鲸准数据库, 天风证券研究所

企业服务的不完善, 使国内独立音乐人缺乏发行渠道, 境况艰难。网易云曾于 2016 年发布《中国独立音乐人生存状况报告》揭示了当前国内独立音乐人的生存现状, 保守估计国内独立音乐人数量超过 10 万, 这个群体音乐风格涉猎广泛, 不再单以摇滚为主。但由于当前国内独立音乐人缺少类似 CD baby 一类的推广、发行渠道, 成果展示并不充分, 根据

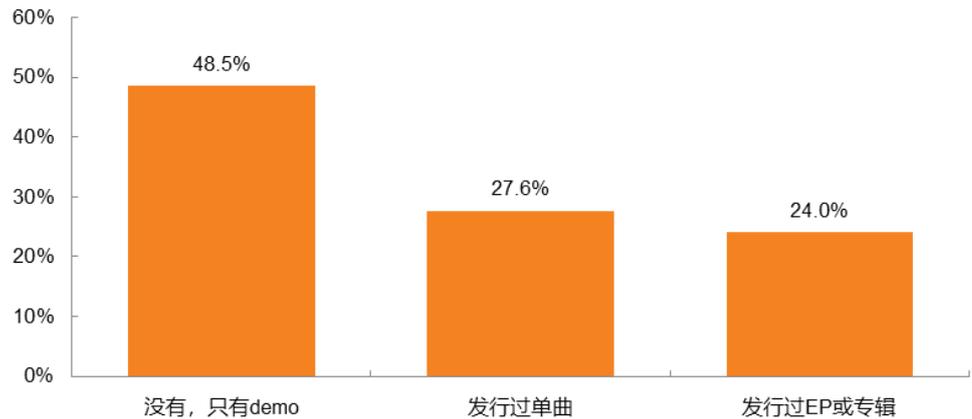
报告显示的数据，国内独立音乐人的音乐推广渠道以朋友圈、微博等非专业渠道为主，发过单曲或专辑的音乐人占比仅约一半，而发行过专辑的人数不足 1/4。同时，音乐人收入情况也较差，月均收入过万比例仅 4.4%，月均收入在 1000 元以下的比例占 68%。

图 15：独立音乐人风格涉猎广泛



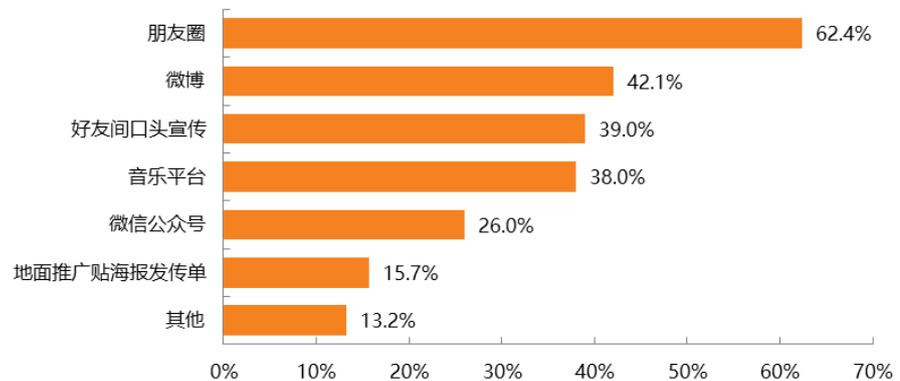
资料来源：网易云《中国独立音乐人生存状况报告》，天风证券研究所

图 16：国内独立音乐人成果展现不充分



资料来源：网易云《中国独立音乐人生存状况报告》，天风证券研究所

图 17：国内独立音乐人演出推广渠道缺乏



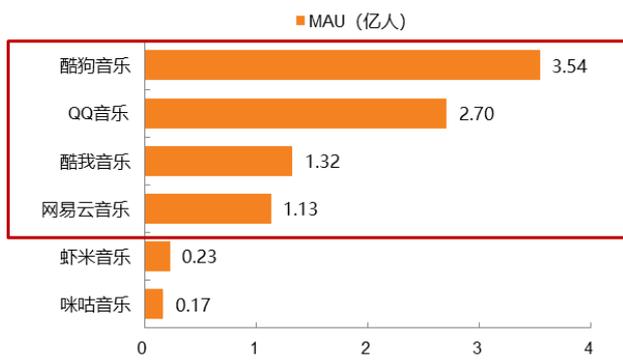
资料来源：网易云《中国独立音乐人生存状况报告》，天风证券研究所

4.2. 中游：分发渠道已高度集中，以使用时长衡量 CR4 市占率高达 94.9%

4.2.1. 用户：腾讯音乐和网易云音乐已形成垄断

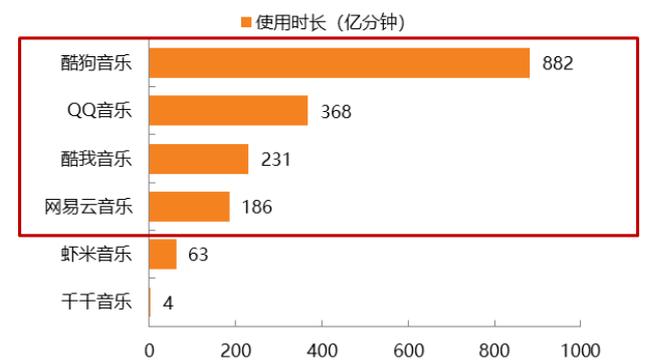
根据 Questmobile 数据显示,2018 年 9 月国内在线音乐平台活跃用户数和使用总时长排名前四分别为酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐和网易云音乐,MAU 分别为 3.54 亿、2.70 亿、1.32 亿和 1.13 亿,对应渗透率分别为 63.8%、48.6%、23.8%和 20.4%,此外从使用时长看,四大平台 9 月使用总时长分别为 882 亿、368 亿、231 亿和 186 亿分钟,市占率分别约为 50.2%、21.0%、13.1%和 10.6%,CR4 市占率约 94.9%。无论是从 MAU 维度还是使用时长的维度看,四个平台已经几乎垄断所有音乐用户。

图 18：2018 年 9 月在线音乐平台 MAU 排名



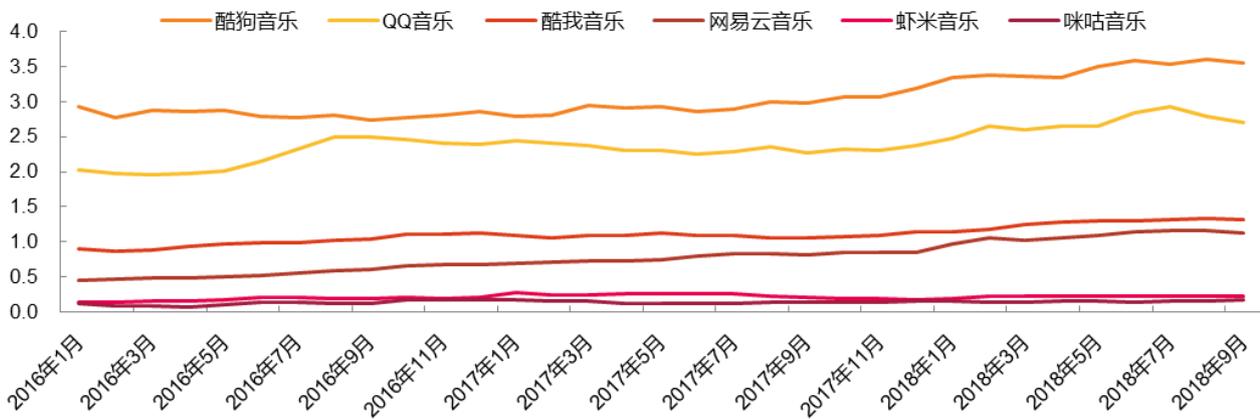
资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

图 19：2018 年 9 月在线音乐平台用户使用时长排名



资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

图 20：2016 年 1 月-2018 年 9 月 TOP5 在线音乐平台 MAU 变化 (亿)



资料来源：Questmobile, 天风证券研究所

4.2.2. 版权：腾讯音乐依靠先发及流量优势独家代理超过 90% 音乐版权

根据腾讯音乐招股说明书,当前腾讯音乐的曲库拥有来自超过 200 家国内外唱片公司的超过 2000 万首歌曲,包括索尼、环球、华纳、帝王娱乐、中国唱片集团等,且腾讯音乐拥有这些歌曲绝大部分的独家版权。

表 4：腾讯音乐独家版权情况

来源类型	版权方
唱片版权	环球、索尼、华纳三大唱片公司独家合作伙伴,杰威尔音乐、英皇娱乐、福茂唱片、灿星文化、王力宏工作室、李宇春工作室,以及 YG、CUBE 等;
综艺版权	《中国有嘻哈》、《中国新歌声》、《梦想的声音》、《中国好歌曲》、《歌手》、《中国好声音》等;

合唱团版权 彩虹室内合唱团、狮子合唱团、Glee Cast、Oasis、Globe 等；

资料来源：易观，天风证券研究所

腾讯音乐版权优势，源于其团队优势，腾讯音乐管理团队几乎囊括了在线音乐所有元老级人物，如：

- 腾讯音乐联席总裁谢振宇和副总裁陈琳琳均为中国最早的在线音乐平台之一酷狗音乐的创始人；
- 联席总裁谢国民于 1999 年起就职于新浪，后任新浪副总裁、新浪音乐总经理，于 2012 年创建音乐版权公司海洋音乐；
- 侯德洋 2007 年加入腾讯，后主管 QQ 音乐相关事务；
- 吴伟林为原诺基亚音乐版权相关事务负责人，后加入腾讯音乐负责版权管理工作；
- 潘才俊 2005-2013 年间曾担任诺基亚大中国区音乐服务总监，后创建大中华区领先的音乐服务整合商爱听卓乐。

表 5：腾讯音乐管理团队背景梳理

姓名	职务	介绍
汤道生	董事会主席	1994 年获得美国密歇根大学计算机工程学士学位，1997 年获得斯坦福大学电子工程硕士学位；1997-2005 年间先后就职于甲骨文和 Sendmail 软件公司；2005 年加入腾讯，担任系统架构师；2008 年起全面负责社交互联网业务平台的研究与开发工作，以及增值服务的管理工作；2018 年 9 月起担任新成立的云与智慧产业事业群总裁。
彭迦信	首席执行官	毕业于加拿大滑铁卢大学，获学士学位；2008 年前，任职于电讯盈科等多家上市电讯、互联网和媒体集团；2008 年初，加入腾讯，涉及业务包括网络游戏、电商和社交网络等； 2014 年起，担任 QQ 音乐的负责人；现任腾讯音乐 CEO。
谢振宇	联席总裁	毕业于中山大学，获得计算机科学学士学位；1998-2001 年，在招商银行股份有限公司担任高级技术工程师； 2001 年创建专业音乐搜索引擎搜刮音乐网；2004 年创办酷狗公司，担任酷狗音乐 CEO；2016 年 7 月至今，担任腾讯音乐娱乐集团联席总裁，负责酷狗音乐业务线全面业务和管理工作。
谢国民	联席总裁	毕业于北京大学，获得法学学位； 1999 年起，就职于新浪，曾任新浪副总裁、新浪音乐总经理；2012 年创立海洋音乐，先后合并了酷我、酷狗、彩虹音乐和源泉音乐；2016 年至今任腾讯音乐联席总裁，负责酷我音乐业务线全面业务和管理工作。
胡敏	首席财务官	曾担任华为内部审计部门主管，是澳大利亚注册会计师协会、中国注册会计师协会(CICPA)和注册内部审计师(CIA)的成员；2007 年加入腾讯，曾任腾讯集团财务总监；2016 年至今，担任腾讯音乐首席财务官，负责财务管理工作。
叶卓东	首席战略官	毕业于澳洲昆士兰大学，获得学士学位；2007 年起，就职于高盛；2015 起担任百度副总裁，曾担任百度搜索部门首席财务官并主管百度投资、并购业务；同时 2015-2017 年，担任携程董事会成员；目前担任腾讯音乐首席战略官，负责战略发展、并购、投资、投资者关系和资本市场活动相关事项。
陈琳琳	副总裁	中山大学 EMBA，酷狗创始成员之一（与谢振宇为夫妻关系），曾担任酷狗 COO；2017 年至今，担任腾讯音乐娱乐集团副总裁，协助管理酷狗音乐业务线。
侯德洋	副总裁	西北大学凯洛格管理学院 EMBA；2007 年前，就职于甲骨文公司； 2007 年加入腾讯，曾担任社交网络业务数字音乐部门总经理；2016 年起担任 QQ 音乐总经理；目前担任腾讯音乐娱乐集团副总裁，负责 QQ 音乐业务线全面业务和管理工作。
史力学	副总裁	清华大学机械工程学士学位；1998-2007 年，先后在 IBM（中国）和 SAS 担任区域销售经理；2008-2012 年，担任腾讯网络媒体事业群总经理助理； 2012 年加入腾讯音乐，当前担任腾讯音乐副总裁，协助管理酷我音乐业务线。
吴伟林	副总裁	南加州大学工商管理学士学位；

潘才俊 副总裁

在加入腾讯之前，曾在诺基亚负责音乐版权事务；
2011 年加入腾讯，参与 QQ 音乐相关业务，后担任 QQ 音乐总经理；
现任腾讯音乐副总裁，负责版权管理工作。
 伦敦大学东方与非洲研究学院日本研究学士学位，克兰菲尔德大学市场管理硕士学位；
 2005-2013 年，曾担任诺基亚娱乐服务高级总监、诺基亚大中国区音乐服务总监；
2014 年，创立爱听卓乐任 CEO；
2017 年起任腾讯音乐副总裁，负责爱听卓乐相关事务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

管理团队在多年的从业经历中，已与上游各大唱片公司已建立长期友好合作关系，为腾讯音乐版权攻城略地奠定基础。海洋音乐创始人谢国民从 1999 年开始就职于新浪，曾任新浪音乐总经理，法律背景出身的谢国民在国内音乐盗版盛行时期就看到了版权的重要性，在唱片公司授权费较低且有资金需求时，以低价签下了包括海蝶音乐、天浩盛世等在内的国内头部唱片公司的长期独家代理版权，同时还与华纳、环球、索尼、百代国际唱片巨头保持着独家词曲版权合作关系。此外，腾讯音乐负责版权管理工作的副总裁吴伟林曾负责诺基亚音乐版权相关事务，在诺基亚时期吴伟林就已与华纳、索尼等唱片巨头熟识，在腾讯音乐签下三大唱片独家代理版权的过程中起到了重要推动作用。

5. 平台痛点：竞价推高版权成本，多因素致平台陷入囚徒困境

平台为吸引用户抢夺独家版权，推动版权价格日益攀升。国内在线音乐平台从产品功能上讲对用户而言差异并不明显，因而平台只能通过曲库差异竞争，近两年版权价格上升明显，以华研国际版权为例，华研国际曲库数量约 2000 万首，拥有艺人包括 SHE、飞儿乐队、林宥嘉等，2015 年虾米音乐以 2000 万的价格获得华研国际三年独家代理权，但 2018 年合约到期后，网易云将版权价抬升至 5 亿元，版权价格上升速度较快，且绝对数额较大。

表 6：在线音乐平台购买版权价格情况

时间	在线音乐平台	版权方	签约费
2015 年	虾米音乐	华研国际	2000 万/年
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	朴树	2000 万元/年
2018 年	网易云	华研国际	5 亿元/年

资料来源：新浪财经，天风证券研究所

高企的版权价格和较低的付费率使得平台在音乐付费业务盈利受限。以腾讯音乐为例做简单测算：2017 年腾讯音乐以 3.5 亿美元+1 亿美元股权的代价获得环球音乐独家版权。假设该版权有效期为 3 年，以汇率 1:6.90 计算，腾讯音乐就环球音乐曲库年均成本 6.21 亿元，若再假设环球版权成本占总版权成本的 1/3，则腾讯音乐年均版权成本高达 31.05 亿元，而腾讯音乐 2018 年前三季度付费收入仅 18.1 亿元。

总结来看，我们对比国内外在线音乐平台的发展有三点发现：

- 1) 平台与上游：**国内外音乐平台均承担着高昂的版权费用。对国外在线音乐平台而言，由于上游版权方集中度高，而平台格局分散，使平台在产业链中的话语权较弱，上游通常能获得较高的分成比例。国内虽然上游唱片公司分散，平台高度集中，平台仍然支付着高昂的版权费用；
- 2) 平台间的竞争：**国内音乐平台始终在试图通过合并或高价获取独家版权等方式确立垄断地位，争取对上下游更强的话语权。但国外同时存在着多家市占率相当的在线音乐平台为用户提供音乐服务，差异化更多体现在产品功能之间；
- 3) 平台对下游：**国内在线音乐平台持续为用户提供着免费的音乐服务，而国外音乐平台

大多不提供免费音乐服务，且并未出现通过为用户免费提供服务以促进用户增长的情况。

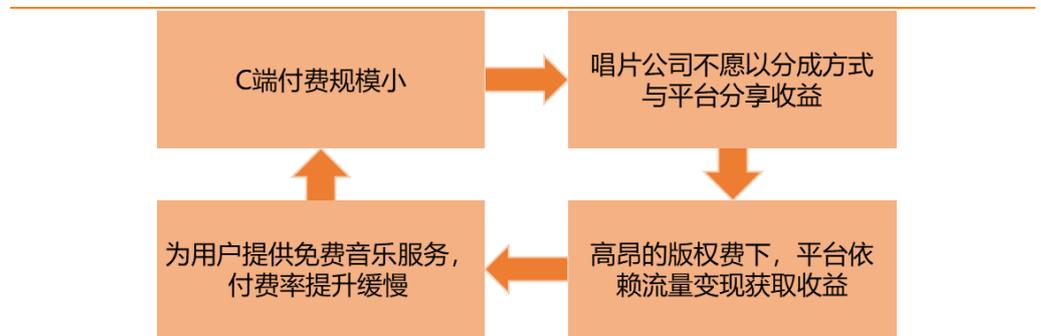
分析可见，国内音乐平台当前处于这样一种非良性循环之中：

首先，由于国内长期处于盗版的环境中，唱片公司收入更多来自于歌手的演出、广告代言等，虽然随着在线音乐平台的兴起以及版权逐步规范化，唱片公司似乎多了一条音乐变现途径，但由于音乐平台订阅服务规模较小，若唱片公司以分成方式与渠道分享收益，唱片公司在较长一段时间里能获得的收入微乎其微，因而唱片公司没有动力与平台以分成方式分享收益。

而在没有反垄断政策约束的情况下，平台在以固定成本获取共享版权和独家版权之间，愿意支付一定的溢价获得独家版权，以拥有更多主动性。平台间竞价将独家版权成本推到一个相对收入而言较高的水平（绝对数额仍然较低），成本的上升又迫使平台寻求新的盈利来源，即通过用户的流量变现。在这种情况下，任何一家平台都不敢擅自改变当前的免费服务模式，以恐用户流失。

最后，造成了整个行业付费率提升缓慢。

图 21：当前国内在线音乐行业的非良性循环

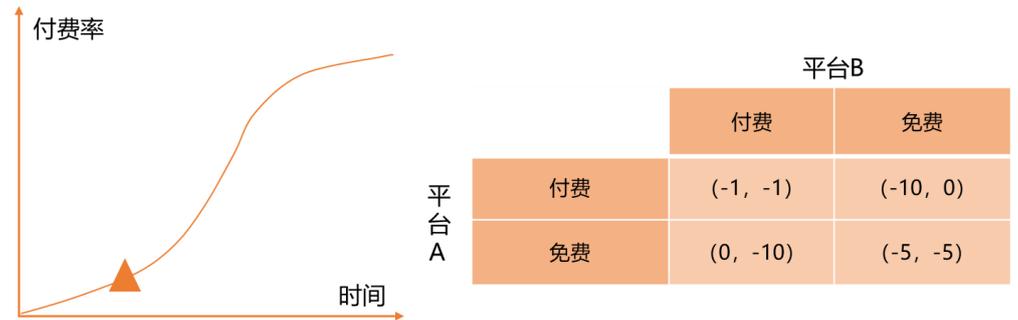


资料来源：天风证券研究所绘制

将问题抽象化后发现，国内音乐平台当前面临如下的博弈矩阵，市场存在多个在线音乐平台，假设为平台 A 和 B，A 在用户量等方面暂时领先 B，并且平台 A 和 B 均为用户提供着免费的音乐服务，由于行业整体付费率低，若单一依赖付费收入，平台将都处于亏损中，因而平台寻求其他流量变现方式以实现盈利。如果平台 A 开始选择收费的模式，而平台 B 仍然选择免费的模式，那 A 的用户势必会流失一部分到 B，致使 A 不可能贸然首先开始付费模式。

同时，由于平台 A 和 B 发展进程不同，两者经营目标也可能不同，对领先的平台 A 而言，希望行业合作将服务改为付费模式，增加付费收入，但对 B 而言，用户仍有较大的增长空间，用户高速增长过程中融资也相对顺畅，因而平台间不同的经营目标造成了平台之间难以形成合作。此外，平台 A 在版权和流量方面均领先于 B，若 B 贸然选择合作，也会使平台陷入困境。

图 22：国内在线音乐平台面临的行业阶段和博弈矩阵



资料来源：天风证券研究所绘制

相比国内，国外平台已进入相对成熟阶段。国外音乐市场版权长期以来管理相对严格，对音乐平台使用音乐版权的成本相对国内平台更高。录制音乐（实体唱片、流媒体等）收入一直是海外唱片公司的主要收入来源，环球音乐 2017 年约 80% 的收入来自录制音乐。到了流媒体时代，每年流媒体平台需要支付高额的版权费用给唱片公司，以 2017 年为例，三大之一的环球音乐营业收入中来自流媒体平台的收入为 19.71 亿欧元（约 154 亿人民币），索尼音乐营业收入中来自流媒体平台的收入为 1974 亿日元（约 120 亿人民币），而国际第一大流媒体平台 Spotify 营业收入仅 40.9 亿欧元（约 319 亿人民币），若按 52% 的分成比例计算，2017 年 Spotify 支付给所有唱片公司版权费用合计约 20.3 亿欧元（约 158 亿人民币）。可见由于海外唱片收入规模较大，仅从经营角度讲，单一平台也不太可能试图通过获取独家版权以实现垄断。

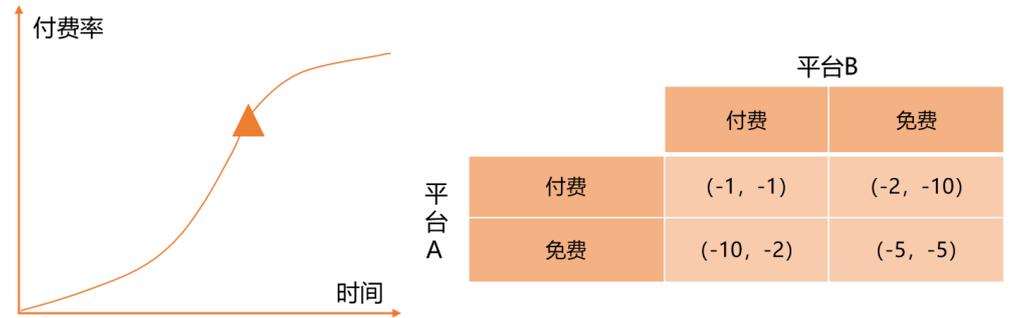
图 23：环球音乐来自流媒体的收入情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

因而海外流媒体平台均仅为用户提供付费服务，付费率也较高，付费收入为平台主要收入来源，平台与唱片公司以分成方式分享音乐订阅收益，平台更多扮演渠道角色。唱片公司按音乐播放量或播放时长计算分账收入，因而虽然国外音乐平台也处于亏损中，但任意平台没有动力改变盈利模式。

图 24：国外在线音乐平台面临的行业阶段和博弈矩阵



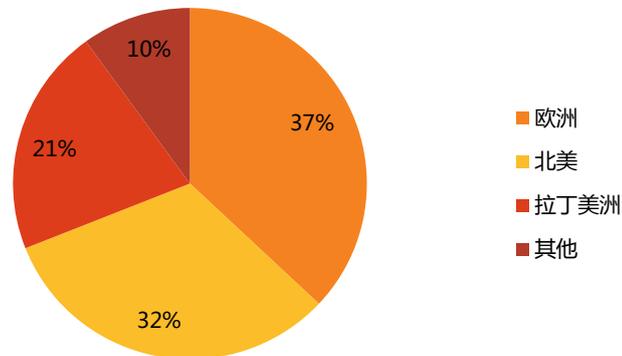
资料来源：天风证券研究所绘制

分析至此，我们可能会有一个疑问，若说国内在线音乐平台处于非良性循环中，那海外的模式就是良性循环吗？那为什么 Spotify 仍旧亏损的？

我们认为 Spotify 当前亏损除了上文提及的来自上游唱片公司的高额版权分成成本外，还有一个重要原因是，Spotify 是一家总部在瑞士的公司，但用户却面向整个国际市场的，用户分布较为分散，2017 年末 Spotify 在欧洲、北美、拉丁美洲的 MAU 占比分别为 37.0%、32.0%和 21.0%，这会造成公司销售费用和管理费用较高，2017 年公司销售费用和管理费用分别高达 5.67 亿欧元和 2.64 亿欧元，占收入比例分别为 13.86%和 6.45%，合计占收入比高达 20.3%。

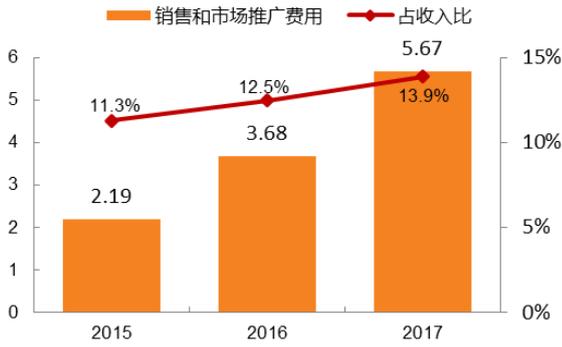
而国内在线音乐平台面向的是一个纵深较深的单一市场，在费用控制方面更具优势，因而在同一收入规模上，国内在线音乐平台的规模效应将更明显。

图 25：2017 年末 Spotify 的 MAU 分区域分布



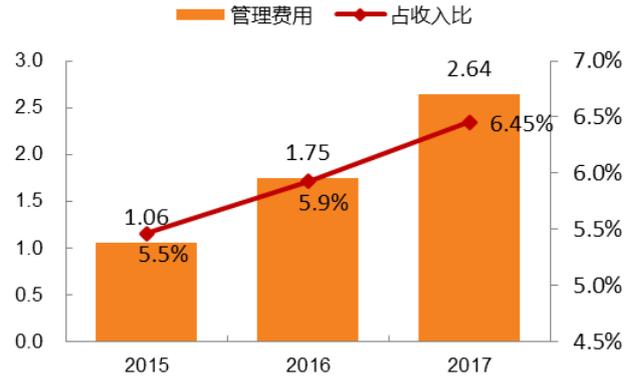
资料来源：公司公告，天风证券研究所绘制

图 26: Spotify 销售和市场营销费用及占收入比例 (亿欧元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 27: Spotify 管理费用及占收入比例 (亿欧元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

6. 平台价值: 产业链空白为平台提供众多待挖掘价值洼地

6.1. 多元化变现模式打开平台盈利空间

国内音乐平台从传统单一盈利模式到多元化变现模式的探索期大致可以分为两个阶段:

第一阶段是 2010 年之前, 平台主要依靠广告、游戏等流量变现方式获取收入。早期百度上线 MP3 业务, 到后来的酷狗音乐、酷我音乐, 为用户提供服务的目的主要是争夺流量, 进而通过广告等传统互联网流量变现方式实现变现, 但仅能维持收支平衡。

第二阶段是 2010 年之后, 平台迫于高额成本寻找新的收入来源。2010 年后国内版权意识逐渐加强, 有关音乐版权的诉讼数量逐渐增加, 这为平台带来了额外的支出, 在线音乐平台开始积极探索新的盈利模式。而与此同时, 直播开始兴起, “秀场”模式与音乐的天然契合为在线音乐平台的盈利模式提供了新的思路, 各大在线音乐平台纷纷上线自己的直播频道, 如 2013 年酷狗音乐孵化出酷狗直播, 2014 年多米音乐内部孵化出“蜜 Live”等, 直播开始逐渐成为音乐平台重要收入来源。

经过十余年的探索, 相比国外流媒体仅依靠付费和广告的较为单一的变现方式, 国内在线音乐平台已围绕音乐探索出了较为丰富的用户场景, 为多元化变现提供可能。国内在线音乐平台围绕用户需求, 开发出了集听、唱、看、玩为一体的产品和服务, 潜在变现方式除了传统的广告等线上变现方式, 还纳入了付费下载、收听、流量包、会员、数字专辑购买等方式, 并横向延伸至音乐直播、在线 K 歌等领域, 纵向扩展至音乐票务、线下实体演出、版权分销和衍生品销售等。

图 28: 中国在线音乐行业全景图



资料来源: 沙利文研究院, 天风证券研究所

以腾讯音乐为例，腾讯音乐致力于为 C 端用户提供围绕音乐的“听、唱、看、玩”服务以获得收入。腾讯音乐通过与上游唱片公司或独立音乐人合作获取优质音乐内容版权，腾讯音乐为唱片公司（华纳、索尼和环球）独家合作伙伴、拥有国内顶级唱片公司英皇娱乐、福茂唱片等的独家版权，此外，腾讯音乐还拥有《中国有嘻哈》等音乐综艺独家版权、彩虹室内合唱团等合唱团版权。获取版权后，腾讯音乐通过旗下三大在线音乐平台（QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐）、在线 K 歌平台（全民 K 歌）以及两大直播平台（酷狗直播和酷我聚星）为 C 端用户提供“听、唱、看、玩”的一站式音乐相关服务。

图 29：腾讯音乐多元化变现的商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

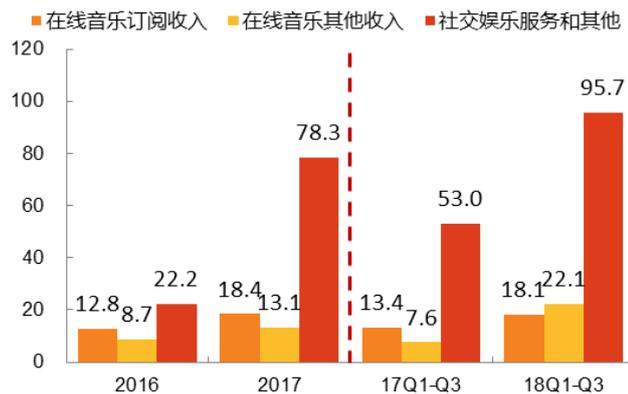
丰富的产品矩阵为多元化用户付费场景打开收入空间。腾讯音乐的收入来源主要以 C 端付费为主，包括音乐订阅收入、数字专辑/单曲销售收入、直播打赏等；B 端的音乐版权分销和广告收入占比较小。

表 7：腾讯音乐变现场景

模式	类型
TO C	订阅付费：包括在线音乐平台 VIP 会员和全面 K 歌 VIP 会员
	数字专辑/单曲销售：针对部分数字专辑/单曲，包括会员在内的用户仍需要购买收听
	直播打赏：在线音乐平台内设直播频道
	周边产品销售：耳机、音响等
	线下音乐会门票：如为独立音乐人举办音乐会
TO B	流量包：与运营商合作，推出在线听歌免流量
	广告：开屏广告、信息流广告等
	版权分销 导流：为电商、游戏等导流

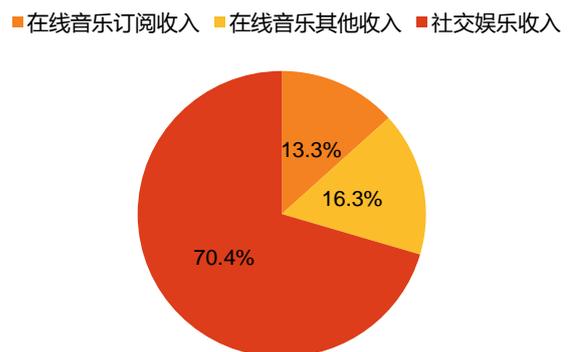
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：腾讯音乐分业务收入变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

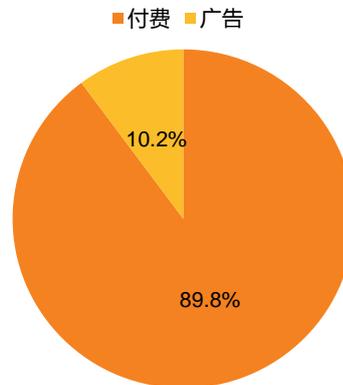
图 31：2018 年前三季度腾讯音乐收入结构



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

而国际音乐流媒体平台以 Spotify 为代表,收入主要来源于订阅收入,另外有少部分广告。Spotify 2017 年营业收入有近 90%来自用户订阅收入,仅 10.2%来自广告收入,由于 Spotify 与唱片公司签约以分成方式支付版权费用,分成比例约 52%,分成收入基数由用户收听时长占比确定,因而 Spotify 没有独家版权,进而没有版权分销收入,同时也不存在单独的数字专辑销售收入。

图 32: 2017 年 Spotify 收入结构



资料来源:公司公告,天风证券研究所

6.2. 版权付费大势所趋, 付费率提升水到渠成

2017 年国内在线音乐付费率约在 5%左右,相比 Spotify 44.65%的付费率差距较大。从产品形态看,国内音乐平台付费与免费用户体验差异较小可能是付费率提升缓慢的重要原因。以 Spotify 与 QQ 音乐为例,两个平台的定位均是为用户提供以主动搜索为主的音乐服务,但 Spotify 仅对免费会员提供带广告的随机播放,而按月付费的会员才能享受完整的服务,包含离线收听、免广告、无限次切歌、可播放任何歌曲和高品质音效等。

图 33: Spotify 会员权限

免费会员	付费会员
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 随机播放 没有广告 无限次切换歌曲 离线收听 可播放任何歌曲 高品质音效 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 随机播放 ✓ 没有广告 ✓ 无限次切换歌曲 ✓ 离线收听 ✓ 可播放任何歌曲 ✓ 高品质音效

资料来源:Spotify 官网,天风证券研究所

具体来看:

1) Spotify 会对用户设置 30 天试用期。在一个月的包月会员试用中,用户可以自行建立音乐合集,下载歌曲离线试用,同时 Spotify 每天还会根据用户品味和习惯推荐 20 张专辑,在这 30 天中用户可以充分体验付费模式的便利,而试用期后用户只能收听在线音乐,前后强大的落差便会激发用户的付费意愿。

2) 关键性功能的差异。作为一个免费用户同样可以建立自己的播放列表,而歌曲一旦加入,随机播放列表就再也不会将其剔除。在随机播放的歌曲中如果用户想听某一特定歌曲时,系统就会提示用户升级为付费会员。或者当用户想跳过歌曲间隙插播的广告、聆听更高品质的音乐和将音乐离线下载至手机时,页面上均会出现“Unlock Premium”的字眼,

用户如果想获得更加顺滑的使用体验，便会选择付费。

图 34：Spotify 要求用户付费的部分场景



资料来源：Spotify 官网，天风证券研究所

反观 QQ 音乐，免费用户与付费用户之间体验差距较小。QQ 音乐为付费会员提供的更多是增值服务，如更好的音质、下载音乐到本地以及收听和下载极少部分付费音乐。但对大多数用户而言，对这些额外服务的需求较小，难以刺激付费意愿。

而究其根本，原因在于，在音乐平台上线之初，由于版权不够规范，音乐平台均免费为用户提供盗版音乐服务，平台不用支付昂贵的版权费，同时通过广告等不直接向用户收费的方式实现变现。造成了国内的音乐用户已经习惯享受免费的音乐服务，若一次性改变产品设计，将极大损害用户体验，造成用户流失。但当前国内在线音乐平台已高度集中，叠加年轻用户崛起带来付费习惯成熟，在线音乐平台将逐渐拥有建立规则的能力，循序渐进改变产品功能，从而逐渐提升付费率。

我们从中期维度简要测算国内在线音乐平台付费空间：

表 8：中美两国在线音乐平台基本数据对比（中国仅考虑一线、新一线及二线城市）

	美国	中国（估算）
人口数	3.26 亿	4.31 亿
人均 GDP	5.95 万美元/年	10.20 万/年
付费用户数	3500 万	3044 万
付费率（付费用户数/人口数）	10.7%	7.1%
付费收入	41 亿美元	32.4 亿元
ARPU（付费收入/付费用户数）	117 美元/年	106 元/年
ARPU 占人均 GDP 比重	0.20%	0.10%

资料来源：国家统计局，快易数据，RIAA，天风证券研究所；中国部分仅考虑一线、新一线以及二线城市

根据快易数据以及美国唱片业协会（RIAA）提供数据，2017 年，美国总人口 3.26 亿人，人均 GDP5.95 亿美元，音乐流媒体平台订阅用户数约 3500 万人，对应付费率 10.7%，订阅收入 41 亿美元，人均付费 117 美元，人均付费占人均 GDP 比例为 0.2%，若假设国内当前付费用户数全部来自发达的一线、新一线以及二线城市，且中期付费率的提升依然依靠一线、新一线以及二线城市居民，2017 年一线、新一线以及二线城市常住人口 4.31 亿人，人均 GDP10.20 亿元，若假设人均 GDP 以每年 6% 的速度增长，5 年后付费率提升至与美国相当的水平，人均付费占人均 GDP 比例提升至当前中国和美国水平中枢，则流媒体平台付费规模达 95.2 亿元，对比当前付费规模还有近 2 倍空间。

表 9：中国在线音乐平台中期付费空间测算（中国仅考虑一线、新一线及二线城市）

	2018 年，估算	中期预测
人口数	4.31 亿	4.31 亿

人均 GDP	10.20 万/年	13.65 万/年
付费用户数	3044 万	4629 万
付费率 (付费用户数/人口数)	7.1%	10.7%
付费收入	32.4 亿元	95.2 亿元
ARPU (付费收入/付费用户数)	106 元/年	206 元/年
ARPU 占人均 GDP 比重	0.10%	0.15%

资料来源：国家统计局，RIAA，天风证券研究所；中国部分仅考虑一线、新一线以及二线城市

6.3. 国内音乐产业链上游分散为平台提供参与音乐生产的机会

发行渠道的长期缺失，使国内独立音乐人开发程度较低。在美国，虽然三大唱片公司占据较大的市场份额，但仍存在部分音乐内容发行商可以为独立音乐人提供专业的发行渠道，以 CD Baby 为例，独立音乐人仅需为一张专辑付 69 美元的固定费用即可通过 CD Baby 全球发行自制专辑，CD Baby 与 Apple Music、Spotify、Paradisa 等音乐平台均保持着合作关系。根据《全球独立音乐市场报告》，2016 年全球独立厂牌实现营收 56 亿美元，占全球唱片市场的 37.6%。随着在线音乐平台的兴起，腾讯音乐、网易云音乐和虾米均发布了独立音乐人计划，未来中国在线音乐平台有望承担起独立音乐人价值挖掘的功能。

表 10：各平台独立音乐人计划

发布时间	平台	名称	介绍
2013 年	虾米音乐	虾米音乐人	音乐人本人申请，可享有如下服务：拥有独立域名，进入虾米曲库；自主管理主页；作品定价出售；丰富专业的推广与统计工具；推广及合作机会
2014 年	虾米音乐	寻光计划	虾米对平台内独立音乐人的扶持计划，通过评选的方式，为获胜的音乐人提供唱片全案资助，包括但不限于：唱片制作、唱片宣发、MV 拍摄、演出资助、全面曝光。2014 年“寻光计划”第一季开启，为 13 位音乐人推出了专辑，总共产生了 16 张唱片、15 部 MV、50 场演出。活动期间累计获得近 4 亿音乐试听与 MV 视频播放量。
2015 年	QQ 音乐	新生力量计划	打造一站式“造星梦工厂”，定位各大唱片公司新人，通过线下现场演出（如校园行、首唱会、年度盛典等），线上互动直播、全民公投，联动腾讯大平台资源推广。致力于打造 O2O 音乐平台，主要内容有酷 K KTV 与 Linda Live。用户在酷 K 演唱的歌曲可现场录音并上传到酷狗云端的专区，更可以通过朋友及粉丝的投票角逐“酷 K 唱将榜”。Linda live 除了可现场观看演出，还是一个视频直播平台；发起“团购艺人”概念，根据线上用户的票选和投资，将多数用户最喜欢的艺人邀请到 Linda live 进行表演。
2015 年	酷狗音乐	星梦工程·造星计划	主打有网络基因的素人歌手，给与 30 万元梦想基金（入驻后平台粉丝达到 10 万），协助发行音乐专辑，联合酷狗、酷我、彩虹音乐、5sing 的资源全方位推广，提供常态现场演出机会。
2015 年	网易云音乐	理想音乐人扶持计划	通过音乐人（及作品）征集、选手故事（及作品）展播、线上票选等方式，评选发掘独具梦想、最具才华的理想音乐人。脱颖而出的前三名理想音乐人，将获得“明星导师+理想基金+音乐推广资源+音乐分享会”的专属理想激励，并将在后续获得网易云音乐提供的长线推广支持。
2015 年	QQ 音乐	“众创+音乐”平台开放策略	意在打造从作品发掘、推广到发行的直通车，为独立音乐人及优质原创音乐作品提供创作环境、作品发行、宣传推广、版权管理/保护、用户聚集、粉丝培养、互动娱乐、线下演出、粉丝运营等全方位开放服务。
2016 年	网易云音乐	网易云音乐音乐人指数	针对独立音乐人推出的综合指标，以作品播放量、用户听歌行为、粉丝质量、音乐人的社区活跃度等维度综合计算得分，以此来决定未来 90 天内享有的资源和权限。
2016 年	网易云音乐	石头计划	投入 2 亿资金规模，从推广资源、专辑投资、演出机会、赞赏开通、音乐培训、音乐人周边、音乐人指数体系等七大方面对独立音乐人进行全方位支持。
2017 年	百度音乐	伴星计划	面向全平台征集原创音乐作品，从中甄选出优质音乐人，由百度音乐人为其提供包括海外录音、数字音乐全球发行、独家宣传推广、演出统筹执行在内的一系列音乐人服务。
2017 年	虾米音乐	寻光计划 II—寻找未曝光少年	寻光计划升级版，强调发掘代表独立音乐未来的年轻人，寻找方向更多锁定在电子和嘻哈上，音乐人将由用户决定，开启“全民寻光模式”，同时也将引入由资深乐迷组成的“寻广伯乐”和业界人士组成的“专业评审”双评委团。（虾米官网、界面）
2017 年	腾讯音乐	腾讯音乐人计划	打造一个覆盖面最广、内容最全面、最大化解决音乐人及用户需求的原创平台，将

	乐		通过作品发行、宣传推广、数据管理、演出支持、作品收益、版权管理与权利保护以及教育培训七重服务，全产业链帮助、支持原创音乐人。
2017年	网易云音乐	网易云音乐人沙龙第一季	在杭州举行，以“如何让自己的音乐被更多人听到”为话题，邀请到网易云音乐高层、业界大咖、知名音乐人，同网易云音乐人做面对面交流，还准备了云谣 LIVE 音乐之夜。
2018年	网易云音乐	云梯计划	针对音乐人和原创视频作者的扶持计划，内容包括音乐人广告分成、短视频现金激励、自助数字专辑售卖和虚拟货币云豆四项内容，将其串连成一个闭环生态。

资料来源：艺恩咨询，艾瑞咨询，搜狐，环球，中青在线，腾讯音乐，网易云音乐，虾米音乐，天风证券研究所

以网易云的音乐人计划为例，网易云音乐人计划开始于 2015 年，网易云先后发布了“理想音乐人扶持计划”、“网易云音乐音乐人指数”、“石头计划”等支持独立音乐人的发展。

音乐人可自由申请入驻，不同的签约方式对应不同的权利和义务。当前网易云音乐官网有独立音乐人专区，所有音乐人均可以以个人名义通过网易云官网申请成为网易云的音乐人，经审核通过后，音乐人可入驻网易云，上传作品获得收益；此外，音乐人还可以选择成为网易云的签约独家或非独家音乐人，当音乐人成为网易云的（非）独家音乐人，则他拥有完整授权权利的歌曲、以及未来上传并拥有完整授权权利的歌曲，都将在约定期限内为网易云音乐的（非）独家歌曲。签约音乐人将在网易云音乐平台获得更多的权益，包括收益以及推广资源等，同时独家音乐人又会比非独家音乐人获得更多的收益及推广资源。

网易云音乐人的收益种类丰富，包括会员包、数字专辑、赞赏、广告分成、云豆等。其中，会员包是音乐人将作品列入网易云音乐的付费作品，根据作品的使用量按期获得会员订阅费的分成收益；数字专辑是指直接将音乐人的专辑以数字内容形式售卖，售卖期结束后音乐人可以获得扣除平台运营费后的分成收入。

截至 2018 年 9 月，网易云入驻独立音乐人数量已经超过 7 万人，估算上传原创音乐数量约 140 万首。

图 35：网易云音乐独立音乐人数量（万）



资料来源：网易云，天风证券研究所

图 36：网易云音乐独立音乐人上传原创作品数量（估算，万首）



资料来源：网易云，天风证券研究所

除线上推广外，网易云音乐还会为音乐人提供 Livehouse、音乐节、体育馆等不同层级的演出舞台。如今年网易云推出的泰安云上音乐节，音乐节嘉宾赵钶、徐秉龙、安子与九妹、房东的猫、谢春花、刘昊霖等人均是网易云音乐长期高评论音乐人。而徐梦圆则是中国原创音乐人中电音的代表人物，在网音云音乐粉丝量达 120 万。另外，鬼卞和张思源则是嘻哈界的人气王。网易云的音乐节为原创音乐人提供了展示舞台。

表 11：网易云音乐云上音乐节相关信息

时间	2018年4月30日-5月1日
地点	山东泰安市的天颐湖公园

票价 单日 150 元,双日套票 260 元;现场票价单日 180 元,双日套票 360 元

演出嘉宾 赵钶、徐秉龙、安子与九妹、房东的猫、谢春花、刘昊霖、鬼卞、张思源等

资料来源: 网易云音乐, 天风证券研究所

7. 典型平台分析——腾讯音乐：以音乐导流，直播反哺

作为国内最大的音乐平台，腾讯音乐已于 12 月 3 日更新招股说明书，拟募集资金 10.66 亿-12.3 亿美元，估值 220 亿-250 亿美元，拟于 12 月 12 日正式挂牌交易，届时腾讯音乐将成为国内第一个单独上市的在线音乐平台。

7.1. 产品矩阵：丰富产品构成完整的音乐生态，可实现流量充分循环

腾讯音乐可以通过旗下包括源泉音乐在内的版权代理公司获得唱片公司的音乐版权，还可以和腾讯旗下腾讯视频合作获得综艺类音乐版权，同时，QQ 音乐也发布了独立音乐人计划以获得原创音乐版权；三大在线音乐平台（酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐）拥有海量用户，分发内容的同时也为在线 K 歌平台（全面 K 歌）和两个娱乐直播平台（酷狗直播和酷我聚星）导流，而同时，三大类平台也为独立音乐人提供推广渠道。腾讯音乐布局已完全覆盖整个音乐产业链，形成了完整的音乐生产、推广和分销生态。

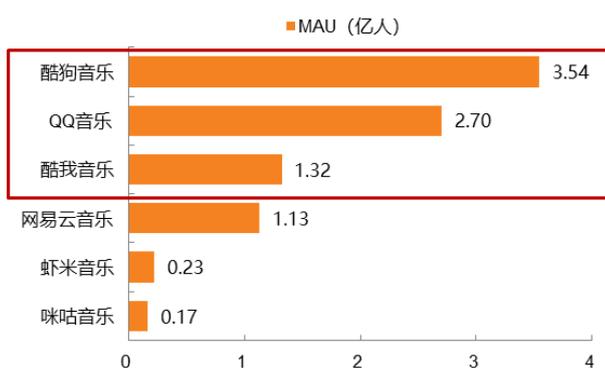
图 37：腾讯音乐产品矩阵



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

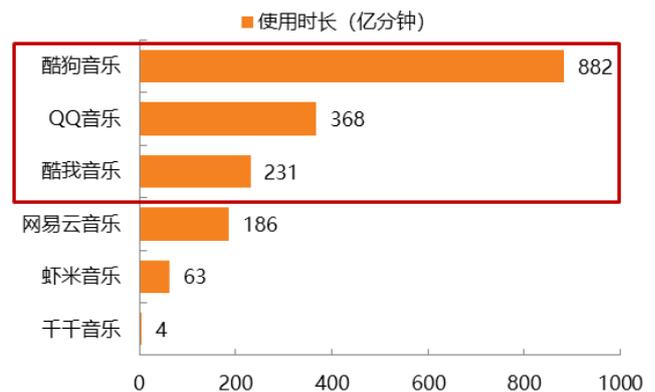
腾讯音乐旗下三大在线音乐平台，酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐不论以 MAU 还是使用时长看，均排名行业前三，2018 年 9 月三大平台 MAU 分别为 3.54 亿、2.7 亿和 1.32 亿，使用时长分别为 882 亿分钟、368 亿分钟和 231 亿分钟，酷狗音乐单平台用户渗透率达 63.8%，而三大平台使用时长合计占所有音乐 APP 使用时长的比例超过 80%。

图 38：2018 年 9 月在线音乐平台 MAU 排名



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

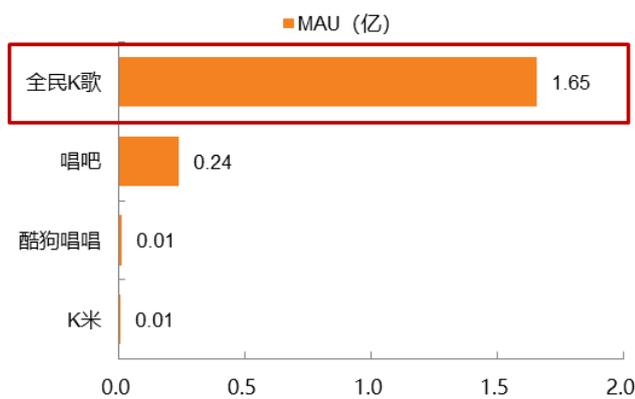
图 39：2018 年 9 月在线音乐平台用户使用时长排名



资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

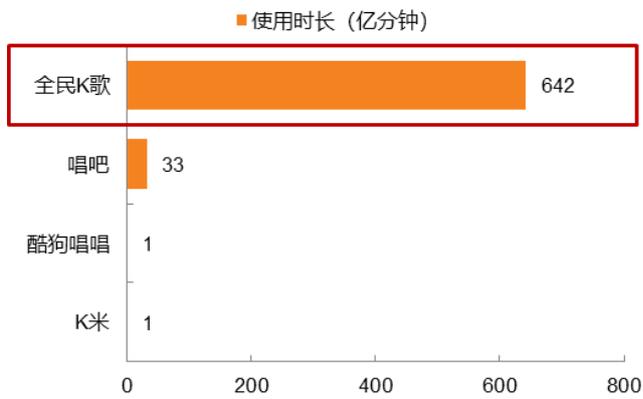
旗下全民K歌在线K歌时长一家独大，9月MAU为1.65亿人，远超第二名的唱吧（MAU为2400万），用户时长达642亿分钟，占有在线K歌APP使用时长的比例超过90%。

图 40：2018 年 9 月在线 K 歌平台 MAU 排名



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 41：2018 年 9 月在线 K 歌平台用户使用时长排名



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

高流量产品为高变现业务导流。腾讯音乐旗下四大高流量平台（酷狗音乐、酷我音乐、QQ音乐和全民K歌）与围绕音乐开展的秀场直播用户重合度较高，且直播的变现效率更高，因而四大平台内均内置直播频道，提升流量的整体变现效率。

图 42：腾讯音乐直播频道

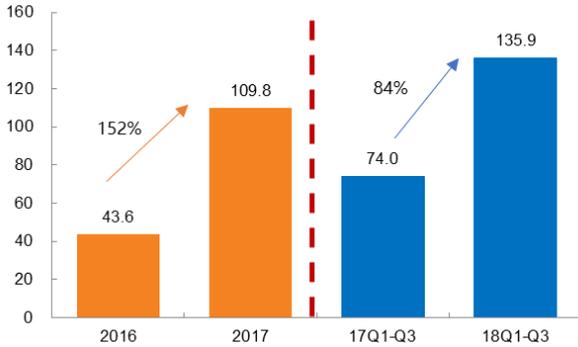


资料来源：QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐，全民 K 歌，天风证券研究所

7.2. 盈利模式：直播为腾讯音乐贡献大部分收入，促使其实现率先盈利

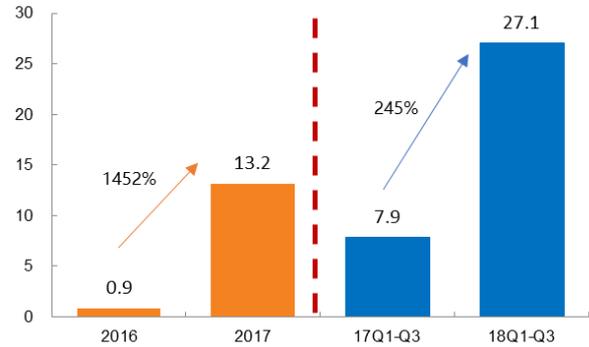
腾讯音乐营收净利均处于高速增长期。腾讯音乐 2017 年和 2018 年前三季度分别实现营业收入 109.8 亿元和 135.9 亿元，分别同比增长 152%和 84%；实现净利润 13.2 亿元和 27.1 亿元，分别同比增长 1452%和 245%，由于 CMC 于 2016 年 7 月并表，2017 年同比增速参考意义较小，但从 2018 年前三季度收入和增速看，腾讯音乐当前处于高速增长阶段。

图 43: 腾讯音乐营业收入增长情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

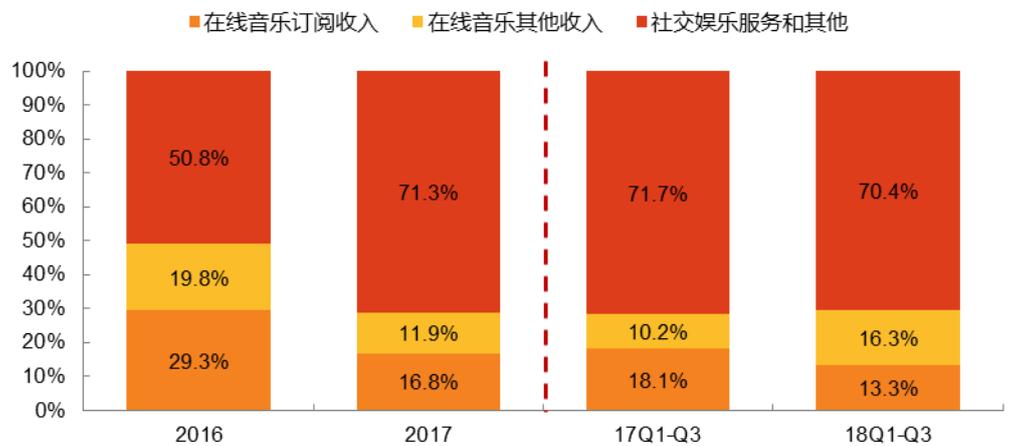
图 44: 腾讯音乐净利润增长情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

拆分收入结构看, 社交娱乐业务为腾讯音乐贡献 70% 以上营收。腾讯音乐收入主要来源于在线音乐服务和社交娱乐服务及其他。2017 年和 2018 年前三季度腾讯音乐在线音乐业务实现收入 31.49 亿元和 40.2 亿元, 占收入比分别为 28.7% 和 29.6%; 其中, 2017 年和 2018 年前三季度腾讯音乐在线音乐订阅收入分别为 18.4 亿元和 18.1 亿元, 占收入比分别为 16.8% 和 13.3%。另外, 社交娱乐服务及其他包括直播、在线 K 歌、音乐相关产品销售等, 2017 年和 2018 年前三季度腾讯音乐社交娱乐业务实现收入 78.32 亿元和 95.7 亿元, 占收入比分别为 71.3% 和 70.4%。

图 45: 腾讯音乐营业收入结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

我们认为短期内, 社交娱乐收入仍会是腾讯音乐的主要收入来源, 并支撑平台盈利。中期在线音乐收入, 包括在线音乐订阅收入和数字专辑销售收入的增长将成为平台收入增长的核心驱动力。

7.3. 估值比较

12 月 12 日, 腾讯音乐确定 IPO 定价 13 美元/ADS, 位于原发行价格区间下线, 估值为 213 亿美元, 将于北京时间 12 月 12 日晚正式上市交易。截至 2018 年三季度末腾讯音乐旗下产品未去重 MAU 为 8.8 亿, 对应单 MAU 市值为 24.2 美元; 音乐和直播付费用户数共计 3480 万, 对应单付费用户市值 612 美元; TTM 营业收入和净利润分别为 172 亿元和 32.4 亿元, 对应 P/S 8.5 倍, 对应 P/E 45.1 倍。

Spotify 为首个独立上市音乐流媒体平台，Spotify 当前市值 233 亿美元，截至 2018 年三季度末全球 MAU1.91 亿，对应单 MAU 市值 122 美元，全球付费用户数 8700 万，单付费用户市值 267 美元，TTM 营业收入和净利润分别为 49.1 亿欧元和亏损 11.16 亿欧元，对应 P/S 4.2 倍。由于 Spotify 仍然处于亏损状态，而腾讯音乐已实现盈利，且具备更多元变现渠道空间，因而享受一定的估值溢价较为合理。

表 12：腾讯音乐与 Spotify 估值对比

	Spotify	腾讯音乐
当前市值/上市估值	233 亿美元	213 亿美元
MAU (未去重)	1.9 亿	8.8 亿
单 MAU 市值	122 美元	24 美元
付费用户数	8700 万	3480 万
单付费用户市值	267 美元	612 美元
收入 (TTM)	49.1 亿欧元	171.7 亿元
P/S	4.2	8.5
净利润 (TTM)	-11.2 亿欧元	32.4 亿元
P/E	-	45.1

资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：汇率取 1 美元=0.8828 欧元，1 美元=6.8662 人民币

8. 投资建议与风险提示

国在线音乐用户基数超 5 亿但付费率偏低，中期付费有 2 倍增长空间。由于用户付费习惯尚未养成、盗版影响及国内平台免费的模式，国内在线音乐付费市场规模较小。根据我们估算，2017 年国内在线音乐平台付费规模仅约 30 亿元。随着政策对盗版打击力度的增强以及用户付费意识的提升，未来音乐付费空间可期，我们在仅考虑一二线发达城市的情况下，测算得到国内中期音乐付费规模可达 95.2 亿元，相对当前规模还有 2 倍增长空间。

平台竞争格局由分散走向集中，腾讯系+网易云用户市场市占率超 94%。从市场格局看，国内音乐市场上游唱片公司相比国外较为分散，且来源于唱片销售收入较少。中游分发渠道格局已相对集中，从用户维度看，腾讯音乐旗下酷狗、QQ 音乐、酷我三个平台和网易云音乐 18 年 9 月 MAU 分别为 3.54 亿、2.70 亿、1.32 亿和 1.13 亿，总时长分别为 882 亿、368 亿、231 亿和 186 亿分钟，市占率分别约为 50.2%、21.0%、13.1%和 10.6%，合计市占率约 94.9%。无论是从 MAU 还是使用时长的维度看，四个平台已经几乎垄断所有音乐用户。另外，从版权维度看，腾讯音乐手握近 90%音乐独家版权。

低付费率下，竞争使国内平台陷入囚徒困境。由于国内音乐平台付费规模较小，平台主要依赖其他流量变现方式（如广告、直播等）维持平台运营，为吸引更多流量，平台争相抢夺独家版权，推高了版权成本，高企的版权成本和较低的付费率又迫使平台更加依赖流量，从而使任何一家平台都不敢妄自改变当前免费的服务模式，以恐用户流失，又使付费率难以提升。海外音乐平台付费规模较大，平台与唱片公司以分成方式分享音乐订阅收益，平台更多扮演渠道角色。但海外音乐平台也存在上游版权方更加强势、规模效应尚未体现等问题，使得 Spotify 等平台也仍处于亏损中。

困境犹存，但不掩长期价值，国内在线音乐平台探索多元模式率先盈利，相比海外平台，以腾讯音乐为代表的国内平台音乐生态布局更为多元。国内低付费收入倒逼在线音乐平台探索新的盈利模式，根据腾讯音乐招股说明书披露，腾讯音乐旗下三大平台由直播贡献超过 70%的收入，2018 年前三季度实现净利润 27.1 亿元，同比增长 245%，同期 Spotify 则亏损 5.2 亿欧元。其他音乐平台如网易云音乐内置商城销售音乐周边商品，并于今年上线直播频道；虾米音乐与阿里集团旗下其他板块形成协同，用户购买 88Vip 即可享受阿里旗下所有产品（包括虾米音乐）的 Vip 服务。

投资建议：整体来看，音乐作为高使用频次的内容形式，需求旺盛毋庸置疑。对于国内音

乐平台未来增长驱动力，一方面在音乐付费上，考虑国内付费习惯、版权保护环境等，我们认为付费率提升具备较大空间但并非一蹴而就，更多在中长维度逐步实现；另一方面在社交娱乐领域上，平台继续吸引用户流量，提升用户粘性同时，在上游内容孵化、数字专辑推广、粉丝经济运营、用户互动娱乐等音乐娱乐模式上有持续探索变现模式空间。

我们看好国内在线音乐平台的长期价值，其中腾讯音乐（TME）在用户流量、版权储备及生态布局上领先优势明显，并且已实现盈利，建议关注。

风险提示：娱乐方式多样化对时间争夺超预期，盗版打击力度低于预期，付费增速低于预期。

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/或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/或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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com