

音乐行业深度研究报告

独家版权吸引用户入驻；直签音乐人控制厂牌溢价

推荐（维持）

□ **音乐行业发展历史：从实体唱片到数字音乐再到流媒体时代音乐上云**

音乐行业自 2015 年起，版权规范得到改善。行业正版化进程加速龙头公司聚拢用户、优化变现。而传输介质决定了版权维护的难易程度：2013 年后音乐上云，用户习惯从点对点传输下载改变为云端在线播放。传输主体（被起诉方）由上亿个体更迭为几个大平台。法律维权从不可能变得简单。2013 年之后大厂版权意识觉醒，轮番跑马圈地囤积音乐版权。目前主要剩下腾讯、网易、阿里三大玩家。

□ **行业格局：腾讯音乐凭借版权优势占据大众市场，网易、阿里开拓小而美市场**

目前腾讯音乐（TME）旗下拥有包括酷狗、酷我、QQ 音乐、全民 K 歌等产品，去除重合用户 MAU 为 8 亿；网易云 MAU 1.1 亿；阿里旗下虾米 MAU 0.2 亿。我们根据整理的的数据，将从**用户获取、留存表现、流量变现、成本变化**四个角度分析当前音乐行业竞争格局：

❖ **用户获取：独家内容吸引用户入驻；1%独家版权+原创音乐构筑流量护城河**

版权采买方面：腾讯拥有上游前三大唱片公司环球、索尼、华纳独家版权，构成巨大用户引力。2018 年初，在转授权新规出台后，腾讯保留独家版权的 1% 超 5 万首歌。根据我们数据分析，即使只有 1% 头部歌曲独家版权仍可以撬动 55% 的流量，形成内容壁垒，获得 8 亿用户。

直签音乐人方面：平台皆推出原创音乐计划，以求获得可控独家版权降低上游溢价。立足于原创歌手对于平台选择角度，歌手倾向选择高流量平台。腾讯坐拥 8 亿 MAU，用户基数最高；网易云音乐头部 30 位歌手中，导给旗下原创音乐人较 TME 占比更高，导量能力更强。

❖ **变现：TME 直播、K 歌打赏贡献 70% 营收；听歌会员付费率有较高成长空间**

TME 收入构成主要为直播、会员费、转授权、专辑、以及广告。
Q3 社交娱乐业务收入 35 亿，环比增长 9.4%，其中主要由直播贡献。TME 签约孵化优秀主播，付费率已接近可比秀场直播公司，直播付费率预期较为稳定；季度 ARPPU（付费用户平均付费）354 元相较可比公司欢聚时代 690 元仍有提升空间。

Q3 在线音乐业务收入 14.6 亿，环比增长 5%。其中，会员付费率 3.9%，正处于上升阶段，远低于 Spotify 46% 付费率，距离我们测算的 24% 付费率上限仍有较大潜力；月度会员费 ARPPU 在 8-9 元波动，预期较为稳定。

❖ **成本端：版权成本中期有抬升风险，长期有望重夺议价权；主播分成成本预期保持稳定占比**

版权成本方面，中期来看 TME 协议 19 年起需与上游三大唱片公司重新签约。网易、阿里并未放弃对于版权内容的争夺，或抬升版权价格。长期来看，数据显示今年以来头部歌曲中三大厂牌音源占比呈明显下降趋势，独立音乐人、TME 原创音乐人获得流量提升。平台自主导量能力的提升或能领其越过唱片公司直接签约更多歌手，长期有望重夺议价权。

分成成本方面，TME 头部主播贡献占比相对于 YY 等秀场直播平台占比更小，在签约费谈判层面，平台更加强势。TME 旗下直播平台给予主播 5:5 分成，相较主流 6:4 分成已然对主播更加友好，未来分成占比预期将较为稳定。

□ **风险提示：短视频带歌能力强大，抖音 2018 年 8 月推出新条约限定独家签约，或影响未来流量分布；版权大战未落幕，中期价格恐上涨。**

华创证券研究所

证券分析师：潘文韬

电话：021-20572578

邮箱：panwentao@hcyjs.com

执业编号：S0360518070003

联系人：李雨琪

电话：021-20572555

邮箱：liyuyi@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	54	1.52
总市值(亿元)	5,194.86	1.03
流通市值(亿元)	3,284.76	0.91

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现	8.88	-20.82	-35.22	
相对表现	10.02	-3.03	-11.66	



相关研究报告

《移动互联网服务行业报告：游戏行业重大点评：iOS 取消畅销榜，行业格局面临剧变》

2017-06-07

《移动互联网服务行业报告：人口红利渐弱，存量市场关注内容创新和优质服务》

2018-01-19

《直播行业深度研究报告：挖角大战终结，内容成本有望优化；用户主播粘性增强，平台马太效应突显》

2018-07-05

目 录

一、音乐行业核心变化：流媒体时代正版化实现；独家内容形成平台壁垒.....	8
逻辑 1：流媒体时代版权维权得以实现，从盗版原罪到正版时代内容为王.....	8
（一）第一阶段：1999-2003 年 磁带、CD 等实体仍为主导媒介.....	8
（二）第二阶段：2004-2012 年 数字音乐成为主导媒介，P2P 成为主流传输方式.....	9
1、P2P 传输使维权对象过于分散；法律底层不支持向搜索引擎维权.....	9
2、变现模式以彩铃为主，音乐人、唱片公司收益极少.....	10
（三）第三阶段：2013-至今 流媒体时代，音乐上云推动正版化进程.....	10
1、技术底层：音乐上云改变诉讼主体，版权追责得以落实.....	10
2、版权层面：各平台迅速反应，版权采购跑马圈地.....	10
2.1 海洋音乐集团一马当先，收编内容与平台.....	10
2.2 腾讯音乐发展.....	11
2.3 阿里音乐发展.....	12
2.4 网易云音乐发展.....	13
3、法律层面：最严政策出台.....	13
逻辑 2：音乐平台拥有垄断版权内容，吸引用户入驻.....	14
（一）海外版权集中管理，标准化售价，杜绝垄断.....	14
1、大陆法系：单一管理组织避免资源浪费.....	15
2、英美法系：两到三家管理组织竞争遏制高额许可费.....	15
（二）中国音乐著作权协会手握版权有限；平台拥有大量垄断版权.....	15
二、用户获取：独家内容吸引用户入驻；1%独家版权+原创音乐人构筑流量护城河.....	16
（一）PGC 版权内容：TME 1%独家头部版权撬动 55%歌曲流量.....	16
1、版权争夺战与法务诉讼从未止歇.....	17
2、转授权成版权之争安慰剂，1%核心曲目成竞争热点.....	17
3、影视综艺爆款，实现关联流量导入.....	20
（二）UGC 层面：签约原创音乐人提高内容可控性，降低版权获取成本.....	21
1、圈层文化增加独立音乐人数量，降低原创音乐门槛.....	21
2、原创计划绑定歌手，签约协议降低平台内容成本.....	23
2.1 坐拥 8 亿用户，变现方法多样；TME 强势吸引音乐人入驻.....	25
2.2 网易云音乐稳扎稳打，给予原创音乐人更多流量倾斜.....	26
3、歌曲众筹、主题活动、扶持计划火力全开；雄厚资本打造优秀歌曲.....	28
3.1 众筹模式开启粉丝经济花式玩法.....	28
3.2 重磅资源支持，平台加码扶持计划.....	28

三、用户留存：社区圈层差异提高用户粘性，网易云音乐多个活跃指标占优	29
(一) 差异化产品设计服务核心用户	29
(二) 抓住二次元、古风圈，网易云音乐多个粘性指标位列靠前	31
四、流量变现：直播、会员、广告，多重模式百花齐放	34
(一) TME：直播打赏贡献主要收入；会员付费率提升空间较大	34
1、在线音乐服务：会员付费率 3.92%，增长空间较大	35
1.1 在线音乐-会员收入：订阅不断增长，付费率与 Spotify 将有较大差距	36
1.2 在线音乐-专辑售卖：收入占比较小，粉丝经济引领数字专辑新玩法	39
1.3 在线音乐-广告业务：主要为开屏广告，曝光较为保守	42
2、社交娱乐服务：社交属性驱动用户付费，虚拟打赏变现流量价值	43
2.1 在线娱乐-直播业务：歌曲导流给予流量支持；立足交互性增强 ARPPU	45
主播层面：歌曲导流给予足够流量支持	45
立足于付费体验和交互玩法；版本迭代增强 ARPPU	47
2.2 在线娱乐-K 歌业务：打通熟人、陌生人社交关系；全民 K 歌后来居上	47
2.3 社交娱乐业务总体 MAU 与收入变化测算	49
(二) 网易云音乐：专辑销量全网领先，社区评论创造信息流广告价值	50
1、专辑售卖：用户基数虽小，专辑销量全平台领先	50
2、社区评论创造信息流广告价值	52
3、网易云音乐 MAU 测算：用户上限 1.91 亿，预计 2 年内达到天花板	53
五、TME 成本预期：主播分成成本占比稳定；版权成本中期或将抬升，长期有望重夺定价权	54
(一) 主播分成成本：头部主播流量更为分散，平台拥有较大签约费议价权	55
(二) 版权成本：多方竞价导致中期续约有提价趋势；三大厂牌流量占比下滑利于平台长期重夺定价权	56
六、财务状况	57
七、风险提示	60
(一) 短视频打歌能力火爆，流量支配权恐旁落	60
(二) 多平台角逐，恐持续堆高采买价格	61

图表目录

图表 1	国内音乐行业发展历程	8
图表 2	百度 MP3 搜索	9
图表 3	中国移动彩铃业务（现转型为咪咕音乐）	10
图表 4	酷狗、酷我、海洋合并	11
图表 5	腾讯音乐版权布局	11
图表 6	腾讯音乐产品	12
图表 7	阿里音乐版权布局	12
图表 8	网易云音乐版权布局	13
图表 9	2015 年主要版权政策	14
图表 10	音乐行业产业链	14
图表 11	德国（大陆法系）音乐表演权与机械复制权协会（GEMA）	15
图表 12	中国音乐著作权协会历年许可收入	16
图表 13	在线音乐平台竞争格局	16
图表 14	行业正版化进程	16
图表 15	主要平台间音乐版权诉讼事件	17
图表 16	当前版权状况	18
图表 17	版权转授	18
图表 18	网易云音乐版权现金支出（百万）	19
图表 19	QQ 音乐巅峰榜独家曲目表现	19
图表 20	软件用户流向	20
图表 21	音视频流媒体音乐播放时长占比	20
图表 22	《凉凉》QQ 音乐获得超过 10 万评论	21
图表 23	《凉凉》杨宗纬版全民 K 歌获得 76 万合唱	21
图表 24	作编曲“水墨流苏”接单价格	22
图表 25	录音棚接单	22
图表 26	2018 年 6 月在线音乐用户喜欢的音乐风格	22
图表 27	2017 年付费在线音乐用户偏好	22
图表 28	酷狗旗下 5sing 原创音乐基地	23
图表 29	腾讯音乐人	23
图表 30	国内主要音乐平台音乐人计划	24
图表 31	2018 年 9 月音乐平台 MAU 数据	25
图表 32	影响作品发展的主要因素	26

图表 33	最需要的线上平台支持类型.....	26
图表 34	QQ 音乐和网易云音乐歌手热度排行.....	26
图表 35	网易云音乐“云豆”可兑换特权.....	27
图表 36	5sing 歌曲众筹项目.....	28
图表 37	《腐草为萤》众筹.....	28
图表 38	主流在线音乐 APP 特色（部分）.....	29
图表 39	2017 年 7 月在线音乐 APP 用户年龄分布.....	29
图表 40	2017 年 7 月在线音乐 APP 用户地域分布.....	29
图表 41	虾米热门歌单.....	30
图表 42	虾米热门歌单.....	30
图表 43	网易云音乐 Electric Wizard 歌曲热评.....	30
图表 44	虾米音乐 Electric Wizard 歌曲热评.....	30
图表 45	网易云音乐与 bilibili、抖音重合人数.....	31
图表 46	2018 年 7 月主要音乐 APP 月度有效时长与人均使用时长.....	31
图表 47	主流音乐平台 DAU/MAU.....	32
图表 48	主流平台 7 日留存数据.....	32
图表 49	2018 年 9 月各音乐平台评论比（评论数/MAU）.....	33
图表 50	网易云音乐《侧脸》热评.....	34
图表 51	酷狗音乐《侧脸》热评.....	34
图表 52	TME 主营收入构成测算（百万）.....	35
图表 53	TME 在线音乐业务移动端 MAU 与 spotifyMAU.....	35
图表 54	TME 在线音乐服务 MAU 预测.....	36
图表 55	在线音乐服务收入情况.....	36
图表 56	TME 和 Spotify 付费会员情况对比.....	37
图表 57	spotify 和 AppleMusic 非会员情况.....	37
图表 58	QQ 音乐会员状况.....	37
图表 59	会员促销活动.....	38
图表 60	TME SPO 在线音乐会员季度 ARPPU 比较（元）.....	38
图表 61	中国网民月收入结构.....	39
图表 62	腾讯音乐会员订阅收入.....	39
图表 63	李宇春《流行》封面套装.....	40
图表 64	G.E.M 专辑“粉丝经济”案例.....	40
图表 65	QQ 音乐艺人专辑工会榜单.....	40
图表 66	QQ 音乐艺人专辑个人榜单.....	40

图表 67	2017 年 QQ 音乐数字专辑畅销榜.....	41
图表 68	2018 年 10 月第四周酷狗音乐数字专辑畅销榜.....	41
图表 69	TME 广告收入测算.....	43
图表 70	酷狗开屏广告.....	43
图表 71	QQ 音乐开屏广告.....	43
图表 72	社交娱乐服务及其他收入情况及增速.....	44
图表 73	社交娱乐业务及其他移动端 MAU 和总体付费情况.....	44
图表 74	在线音乐服务与社交娱乐业务月度 ARPPU 对比.....	45
图表 75	移动直播 MAU 变化趋势预测.....	45
图表 76	歌曲《后来》播放页面.....	46
图表 77	歌曲《后来》直播界面.....	46
图表 78	“直播+数字专辑”商业模式.....	46
图表 79	酷狗音乐迭代时间轴.....	47
图表 80	在线 K 歌市场 MAU 规模.....	48
图表 81	全民 K 歌与唱吧市场份额变化.....	48
图表 82	全民 K 歌 MAU 变化趋势预测.....	48
图表 83	全民 K 歌用户界面.....	49
图表 84	全民 K 歌好友界面.....	49
图表 85	全民 K 歌内容类型.....	49
图表 86	社交娱乐业务移动 MAU 变化趋势预测.....	50
图表 87	TME 社交娱乐收入情况预测.....	50
图表 88	2018 年网易云音乐数字专辑畅销榜（截至 12 月 1 日）.....	50
图表 89	2017 年全网上线数字专辑销量统计.....	51
图表 90	网易云评论曲广告.....	53
图表 91	网易云首页广告与开屏广告.....	53
图表 92	2018 年 6 月在线音乐用户喜欢的风格.....	54
图表 93	网易云音乐 MAU 数据.....	54
图表 94	TME 成本估测.....	54
图表 95	酷狗直播（酷我）明星榜月榜（酷狗按照收入排序）.....	55
图表 96	QQ 音乐巅峰周榜 TOP3 唱片公司歌曲数.....	57
图表 97	QQ 音乐巅峰周榜独立发行&音乐人歌曲数.....	57
图表 98	TME 收入情况.....	57
图表 99	Spotify 收入情况.....	57
图表 100	TME 在线音乐服务收入情况.....	58

图表 101	TME 和 Spotify 在线音乐服务收入构成.....	58
图表 102	TME 业务收入结构.....	58
图表 103	Spotify 收入结构.....	58
图表 104	TME 递延收入（百万）.....	58
图表 105	Spotify 递延收入（百万欧元）.....	58
图表 106	TME 营业成本及增速.....	59
图表 107	TME 毛利及毛利率.....	59
图表 108	Spotify 营业成本及增速.....	59
图表 109	Spotify 毛利及毛利率.....	59
图表 110	TME 营业费用情况.....	60
图表 111	Spotify 营业费用情况.....	60
图表 112	TME 净利润情况.....	60
图表 113	Spotify 净亏损情况.....	60
图表 114	在线音乐 APP2017 年热歌榜 TOP10.....	60
图表 115	音乐平台 MAU 变化趋势.....	61

一、音乐行业核心变化：流媒体时代正版化实现；独家内容形成平台壁垒

逻辑 1：流媒体时代版权维权得以实现，从盗版原罪到正版时代内容为王

音乐行业自 2015 起，版权规范得到改善。行业正版化进程加速龙头公司聚拢用户、优化变现。而传输介质决定了版权维护的难易程度：2013 年后音乐上云，用户习惯从 P2P（点对点）传输下载改变为云端在线播放。传输主体（被起诉方）由上亿个体更迭为几个大平台。法律维权从不可能变得简单。

中国数字音乐在 20 年的发展历程里经历了商业模式、播放技术以及法律政策等各方面的重大变革。

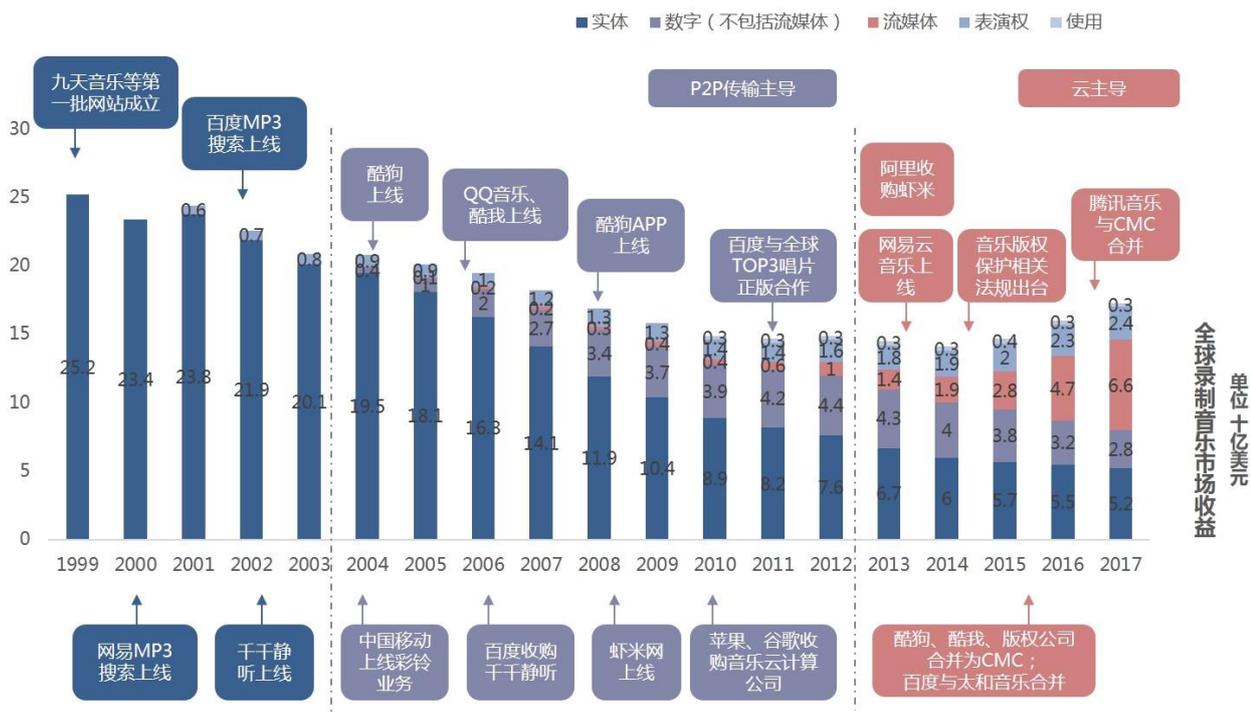
传输媒介上，中国经历了实体唱片到 P2P 传输的数字音乐时代再到音乐上云的流媒体时代变化。

打歌模式上，中国经历了春晚、彩铃、选秀、短视频的造星变革。

变现模式上，中国经历了实体购买、彩铃 VAS 付费、会员订阅+直播打赏等多重变现模式的转变。

数字音乐时代来临不仅打开了音乐免费试听的大门，同时也造成了盗版丛生的时代乱象。20 年的发展历程可以被划分为三个阶段：

图表 1 国内音乐行业发展历程



资料来源：华创证券整理

（一）第一阶段：1999-2003 年 磁带、CD 等实体仍为主导媒介

这一时期实体唱片市场依旧为主流，在线音乐开始起步，起步阶段各家纷纷布局音乐在线免费试听：

1999 年，九天音乐网诞生，标志着第一批数字音乐网站诞生；

2000 年，Sogua 网上线，提供多种音频格式歌曲的搜索、试听以及下载服务；

2001 年，百度 MP3 搜索上线。

诸多在线试听网站以及音乐搜索服务的诞生为用户带来极大的便利，极大推动了在线音乐的发展。但与此相伴的问题也十分明显：**数字音乐盗版猖獗和如何变现**。同时，**实体音乐受盗版影响销量也开始逐步下滑**。

（二）第二阶段：2004-2012 年 数字音乐成为主导媒介，P2P 成为主流传输方式

1、P2P 传输使维权对象过于分散；法律底层不支持向搜索引擎维权

早期的试听网站以及 MP3 搜索服务在版权问题上始终处于灰色地带，而随着 P2P（点对点）传输技术兴起，一些诸如 bt、迅雷、电驴以及 ex 酷狗、酷我等下载客户端受到了追捧。

ex 酷狗日均独立 IP 访问超过 500 万，同时在线最高 68 万，每天下载次数在 500 万次左右。对比百度 MP3 频道的日均 PV 也在 8000 万次以上，日均下载单曲数量 1000-1500 万次。

尽管该阶段版权方极力进行维权，但由于 P2P 传输模式使得维权对象过多且极度分散化，版权维护效果欠佳。

图表 2 百度 MP3 搜索



资料来源：百度

唱片公司曾多次起诉百度：作为中国最大的搜索平台，百度助长了盗版音乐传播。百度于其首页 MP3 搜索项中提供了众多指向第三方的未授权音乐文件的链接。**但最后均被判败诉。**

究其当时法律根本，百度均只提供指向其他网站中音乐的深层链接，而没有直接上传音乐，不涉及“直接侵权”。

对于“间接侵权”来讲，明知所链接的录音制品侵权应当至少具有以下两个条件：首先，明知所链接的哪一个具体的链接侵权；其次，明知所链接的歌曲侵犯了哪个主体的权利。

2011 年，三大唱片公司起诉百度案中，一审与之前类似的案件一样败诉。二审中，在法院的调解下双方最终达成了和解协议，并开始长期合作。百度率先宣布与世界三大唱片公司（索尼、华纳以及环球）达成合作协议，提供正版音乐试听和下载，上线百万正版音乐曲库的 ting，并在 2012 年将其更名为“百度音乐”。

尽管如此，老问题并没有得到解决：盗版音乐在小平台上仍然随处可见，可行的商业模式并没有形成。

2、变现模式以彩铃为主，音乐人、唱片公司收益极少

2003年5月中国移动推出首个彩铃业务，音乐消费开始由专辑消费转变为单曲消费，直接降低了音乐的消费成本和发行成本。歌手通过和运营商合作，来获得彩铃的下载分成。

以该时期的热曲《老鼠爱大米》为例，其单月最高下载超过600万，以2元一条计算单月收入1200万。该种模式下，运营商（渠道）掌握了较大话语权，传统唱片公司地位下降。每首彩铃的信息费从0.5~3元/首不等，双方5/5分成。此外，唱片公司拿到的5成还要拿出其中的7成出去给推广方（SP及专业推广公司），实际CP只有15%可以拿，而音乐人可以获得的收益更少。

2008年后，3G时代来临，运营商也开始布局音乐3G下载业务，营收以下载收益为主。

图表3 中国移动彩铃业务（现转型为咪咕音乐）



资料来源：咪咕音乐

（三）第三阶段：2013-至今 流媒体时代，音乐上云推动正版化进程

这一阶段无论是在法律基础、商业模式以及播放技术上，行业都取得长足进步。

1、技术底层：音乐上云改变诉讼主体，版权追责得以落实

2013年，网易云音乐上线，音乐上云逐渐成为主流。云技术顺应了移动网络时代用户的使用需求，使得用户获取音乐的习惯从上亿个体P2P传输的下载播放，到头部几个平台的在线播放。这一用户行为的改变，对防盗版可行性起到了决定性作用。P2P传输情况下，对于千万首歌曲的版权保护需要落实在无数小平台甚至是个人传输行为上；上云时代，用户听歌行为落实到了几个头部平台，头部平台一旦侵权，其自身就成为被诉讼主体。打盗版对象从上亿个人到几个头部平台，版权监控就得以落实。

2、版权层面：各平台迅速反应，版权采购跑马圈地

2.1 海洋音乐集团一马当先，收编内容与平台

海洋音乐集团成立于2012年5月，由前新浪副总裁、新浪音乐负责人谢国民创办。谢国民为律师背景出身，让海洋音乐走出了一条与其他音乐平台不同的发展路径。海洋音乐抓住市场痛点，在唱片公司授权费低下又缺钱的情况下，与近百家唱片公司达成版权合作（包括环球、索尼、华纳、百代、海蝶、种子等），长期独家签约的音乐及版权代理公司有40多家，其中独家版权多达20余家，拥有正版歌曲数量近2000万首。

2013年12月，谢国民成功说服了酷我 CEO 雷鸣加入，并收编其他几家音乐版权代理商。2014年4月与酷狗（创始人谢正宇）完成换股合并，组成了新的中国音乐集团（CMC）。CMC 曾经于 2016 年寻求美股上市，然而最终以失败告终，最终投奔腾讯怀抱。

图表 4 酷狗、酷我、海洋合并



资料来源：凤凰网

2.2 腾讯音乐发展

2013 年，QQ 音乐也在正版音乐上开拓疆土，与华研国际音乐、相信音乐、杰威尔音乐等多家唱片公司达成合作，其正版曲库达到 1500 万首。并组建了网络音乐维权联盟，共同发力网络音乐正版化。维权联盟的成立预示着网络音乐正式进入“版权时代”。

QQ 音乐在 2015 年版权政策落地前夕，已早布局多家唱片公司独家版权，其中包括了世界三大唱片巨头之中的索尼和华纳，并拿下华语领域具有极高影响力的杰威尔。

图表 5 腾讯音乐版权布局

时间	进程
2014 年 11 月	腾讯 QQ 音乐与华纳音乐集团（WMG）达成战略合作协议，腾讯 QQ 音乐成为华纳在中国大陆地区互联网音乐平台的版权总代理合作方，双方将携手就艺人推广和音乐传播等相关业务开展深度合作。
2014 年 12 月	腾讯官方宣布与索尼达成战略合作关系，腾讯将成为索尼音乐在中国大陆的数字音乐音频内容战略合作及版权分销合作伙伴依据此项战略合作协议，腾讯旗下的数字音乐平台 QQ 音乐，将负责索尼音乐在中国大陆地区的数字音乐版权推广、管理及分销业务。
2015 年 5 月	周杰伦所属唱片公司杰威尔音乐有限公旗下 677 首音乐作品（含 MV）的独家授权归属腾讯科技（深圳）有限公司、深圳市腾讯计算机系统有限公司，合约期限为 2015 年 4 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日。
2016 年 7 月	腾讯与中国音乐集团合并数字音乐业务，腾讯音乐娱乐集团成立。海洋集团拥有大量的版权囤积，与近百家唱片公司达成版权合作，长期独家签约的音乐及版权代理公司有 40 多家，其中独家版权多达 20 余家，拥有正版歌曲数量近 2000 万首。
2016 年 9 月	索尼音乐娱乐公司和腾讯音乐娱乐有限公司宣布，双方成功续签中国大陆地区数字版权分销战略合作协议。此次协议为续签合约，QQ 音乐将帮助索尼将它旗下众多国内外歌手的歌曲推广给中国歌迷，包括 Michael Jackson, David Bowie, Beyoncé, Justin Timberlake, Sia, Usher, Calvin Harris, P!NK, Meghan Trainor, Kelly Clarkson, Avril Lavigne, One Direction, Fifth Harmony, ZAYN, Pitbull, Mark Ronson, the Chainsmokers 及 Alan Walker.
2017 年 5 月	腾讯音乐娱乐集团与环球音乐达成版权战略合作，签订中国大陆地区数字版权分销战略合作协议

时间	进程
2018年6月	浙江广播电视集团与腾讯音乐娱乐集团今日达成全新升级的三年战略合作。双方将进行优质综艺节目音频版权的独家合作以及在影视剧歌曲、原创音乐综艺合制等方面的合作进行探索。

资料来源：新浪，36kr，网易，腾讯网等，华创证券整理

中国音乐集团寻求 IPO 上市受挫后，2016 年选择与腾讯进行合作，成立腾讯音乐集团，合并后的双方凭借版权的垄断性优势成为行业内毫无疑问的领头羊。

图表 6 腾讯音乐产品



资料来源：腾讯音乐

2.3 阿里音乐发展

2012 年 11 月，阿里收购天天动听；2013 年 1 月，阿里收购虾米网。

2014 年 7 月，酷狗针对天天动听的侵权行为提起诉讼，直至 2015 年 2 月，由于天天动听的拖延并未正式开庭。

2014 年，阿里音乐与全球 TOP3 唱片公司合作，并获得相信、滚石、华研、寰亚等多家知名唱片公司独家版权。

2015 年 3 月，阿里整合虾米音乐和天天动听，并组建成为阿里音乐。

2015 年 5 月 26 日，阿里音乐旗下公司递交诉前禁令申请，称其耗费巨资从滚石音乐唱片公司获得的独家版权歌曲被酷狗盗播，涉案歌曲数量多达 260 首。

2015 年 6 月 25 日，广州酷狗计算机科技有限公司向广州市天河区人民法院提起诉讼，状告上海水渡石信息技术有限公司。酷狗称天天动听在网站上传播的 435 首音乐作品，侵犯了酷狗的网络信息传播权。

图表 7 阿里音乐版权布局

时间	进程
2015年4月16日	阿里音乐与香港寰亚娱乐联合对外宣布，阿里音乐正式获得寰亚唱片在中国大陆地区的独家正版音乐版权。
2016年2月11日	阿里音乐集团正式宣布，与韩国著名娱乐公司 S.M. ENTERTAINMENT 结成独家战略合作伙伴，阿里音乐与 S.M. 一起，展开中国国内的线上音乐流通、营销推广、MD 等业务合作。S.M. 打造了包括 BoA、东方神起、少女时代、super junior、SHINee、f(x)、EXO 等众多亚洲人气歌手。
2017年4月1日	阿里音乐与滚石唱片正式宣布续签独家音乐版权战略合作协议，全新的合作将从 2017 年的 4 月 1 日起生效。滚石唱片中包含着：资深老将如李宗盛、张艾嘉、周华健、潘越云、杜德伟、陈淑桦、林忆莲、辛晓琪、张信哲，中流砥柱的刘若英、五月天、光良、品冠、任贤齐、梁静茹、莫文蔚、万芳、羽·泉、张震岳、苏慧伦、MCHotDog、曹格，以及新生代的郁可唯、八三夭、孙盛希等。
2018年3月16日	阿里音乐正式宣布，与独立音乐数字版权代理机构 Merlin 达成战略合作协议。合作达成后，阿里音乐将在超 1800 万的海量曲库基础上，再度增添千万量级曲库，全力加速其在独立音乐领域的全球化布局。

资料来源：新浪，36kr，网易，腾讯网等，华创证券整理

2.4 网易云音乐发展

网易云音乐于 2013 年上线，差别于其他平台 P2P 传输形态，一开始就以云音乐在线播放逐渐吸引用户入驻。然而在版权领域布局上，网易云远远落后于其他主流平台，这造成网易云音乐在版权正版化时代下的困局。由于世界三大主流唱片公司以及华语重点版权已被各大平台获得，网易云音乐在版权领域布局主要针对细分领域，如日语歌、古风歌曲等，目前网易云已获得日本 AVEEX、国风米漫传媒等多家公司独家版权。近期网易云在版权领域布局不断，除了在 2017 年年底接连完成多起战略合作，在三月拿下华研国际独家版权，在华语音乐独家版权领域取得长足进展。

图表 8 网易云音乐版权布局

时间	进程
2017 年 2 月 27 日	网易云音乐与日本最大娱乐集团爱贝克思 (avex) 宣布达成独家音乐版权战略合作，网易云音乐已获得爱贝克思 (avex) 的日本音乐在中国大陆地区的全面授权，授权曲库包含了滨崎步、小事乐团 (Every Little Thing)、幸田来未、大冢爱、AAA、和乐器乐团等大批日本知名艺人的歌曲。
2017 年 11 月 26 日	网易云音乐与米漫传媒将在国风音乐的传播和推广方面共同携手，从线上到线下，从音乐到综艺，打造完美的音乐生态链。合作达成后，网易云音乐将获得米漫传媒旗下艺人的批量国风歌曲使用授权。
2017 年 12 月	网易云音乐与丰华唱片达成独家版权合作。丰华唱片前身为飞碟唱片，涉及艺人有张惠妹、张雨生、苏芮、黄舒骏、郑智化、林志颖、费翔、黄磊等，此外还包括了丰华影视合辑等。
2017 年 12 月 4 日	网易云音乐与全球领先的音乐服务公司 Kobalt Music 达成战略合作，网易云音乐成为 Kobalt 在中国大陆地区的数字音乐战略合作及版权分销合作伙伴。网易云音乐获得 Kobalt 多达 60 多万首的录音及词曲作品版权，包括了知名音乐人 (及其厂牌) Paul McCartney (MPL) 和 Max Martin (MXM)，其中 MXM 涉及的作品覆盖许多国际顶级艺人，如 Taylor Swift、Adele 和 Katy Perry 等。此外，网易云音乐还将获得由国际知名艺人演唱的作品，如 Justin Bieber, Crowded House, Miles Davis, Fleetwood Mac, Flume, Foo Fighters, Gotye, Lauv, Zayn Malik, Maroon 5, Stevie Nicks, Sinead O' Connor, Pet Shop Boys, 猫王, Lionel Richie, Ed Sheeran, Skrillex 等。这项合作协议的作品还覆盖了许多亚洲歌手，如薛之谦、A-Lin、张靓颖、蔡依林、曲婉婷、周笔畅，另外包括韩国知名音乐作品公司 EKKO Music，其覆盖的艺人包括 BIGBANG、EXO、F(X)、少女时代、Shinee 和 Super Junior 等。
2017 年 12 月 8 日	网易云音乐和天娱传媒宣布达成战略合作。在音乐版权合作方面，网易云音乐已获得天娱传媒旗下目前全量音乐曲库的授权，包含华晨宇、陈翔、白举纲、魏巡、养鸡 YOUNG-G 等大量天娱艺人演唱的歌曲，以及李宇春、周笔畅、谭维维、张杰等歌手在天娱时期演唱的歌曲。除了音乐版权上的合作，网易云音乐和天娱传媒还将在发掘音乐人、打造原生内容、探索新商业模式等方面开展更深层次的合作，共同拓展年轻消费市场。
2018 年 3 月	和华研国际达成大陆地区独家版权合作，除了版权方面的合作之外，网易云音乐还将与华研国际在华语音乐宣传推广、原创音乐人扶持培养方面，展开多样化的合作。
2018 年 9 月	与 NBC 环球娱乐日本有限公司达成版权战略合作协议，旗下拥有 fripSide、南条爱乃、やなぎなぎ、黑崎真音、浦岛坂田船等众多艺人的音乐版权。

资料来源：新浪，36kr，网易，腾讯网等，华创证券整理

3、法律层面：最严政策出台

2015 年中期国家版权局发布《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》，版权问题得到最严法令的约束。

图表 9 2015 年主要版权政策

政策文件名	主要内容
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	责令各网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品，并于 2015 年 7 月 31 日前将未经授权传播的音乐作品全部下线。对于在 2015 年 7 月 31 日以后仍继续传播未经授权音乐作品的网络音乐服务商，国家版权局将依法从严查处。
关于大力推动我国音乐产业发展的若干意见	实施项目带动战略；加大产业资金支持力度；推动行业组织建设；加强版权保护和市场监管

资料来源：新浪，华创证券

逻辑 2：音乐平台拥有垄断版权内容，吸引用户入驻

独家头部内容对于平台来说是吸引用户的关键因素。中国在内容层面与海外不同，平台存在大量垄断资源，成为其差异化竞争的一大壁垒。就垄断原因而言，究其根本在于中国音著协手握版权极少。

音乐产业链构成如下：

上游为内容提供商（CP）：具体包括唱片公司签约形式和独立音乐人。目前头部歌手、艺术家以及词曲作者仍以签约唱片公司为主，除此之外还存在独立音乐人群体，随着平台成熟，独立音乐人占比呈现高速增长态势。

中游为版权服务部门：主要为相关协会以及版权代理机构，在中国表现为中国音乐著作权协会等。音著协相较于海外版权管理机构来说手握版权较少，大多数独家版权控制于少数大平台手中。

下游为服务提供商（SP）：数字音乐在中国主要向腾讯、网易、阿里等互联网巨头旗下平台集中。

图表 10 音乐行业产业链



资料来源：Questmobile

（一）海外版权集中管理，标准化售价，杜绝垄断

由于发达国家市场起步早且发展较快，发达国家早在 20 世纪初已确立了明确的版权管理制度，即设立特定的著作权集体管理组织，对著作权进行集体管理，并辅以法律法规等做有效规约和限制。版权持有者将版权统一转移到著作权集体管理组织；如自行管理版权，创作方的版权管理难度、成本来讲都极高。

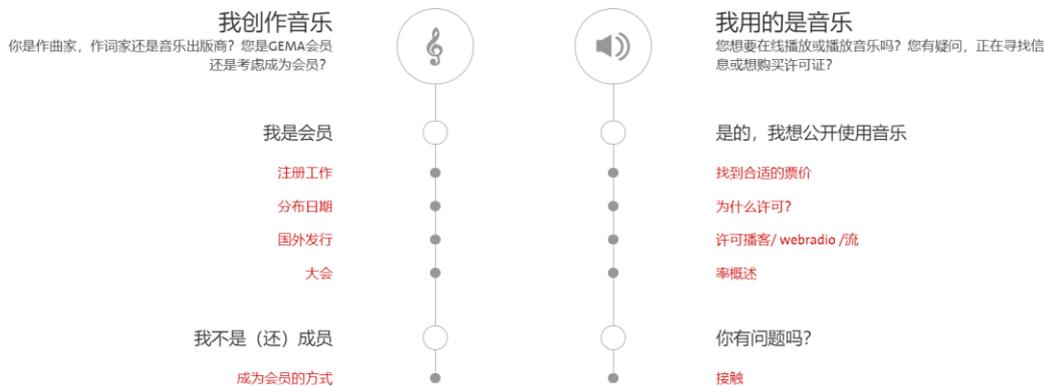
海外版权管理机构能有效帮助内容生产者清除盗版、获得收益，因而管理机构手上握有绝大部分音乐内容。同时，版权管理机构以标准价格售卖内容，平台只要支付标准价格便可获得所有音乐，因此不存在大幅垄断情况。

在组织设立上，大陆法系和英美法系又有所区别。大陆法系国家倾向于设立垄断性的著作权管理组织，通常由政府牵头，受法律以及社会的公开监督，单一组织可以有效地避免资源浪费，提高效率。英美法系国家则允许多个管理组织的存在，推崇市场竞争。

1、大陆法系：单一管理组织避免资源浪费

比如德国唱片版权主要交由 GEMA 管理,法国交由 SACEM 管理,日本交由 JASRAC 管理,我国香港地区交由 CASH 管理。

图表 11 德国（大陆法系）音乐表演权与机械复制权协会（GEMA）



资料来源：协会官网

2、英美法系：两到三家管理组织竞争遏制高额许可费

美国有三大著作权集体管理机构：美国作曲家、作家与出版者协会（ASCAP）、音乐广播公司（BMI）和欧洲戏剧作家和作曲家协会（SESAC）。其优点是有效遏制获得垄断地位的组织索取高额许可费的行为。

该类协会通常有以下特征：

- (1) 帮助版权持有者管理版权并获得收入
- (2) 自由退出和进入
- (3) 平等授权，版权使用者只需要和协会沟通。（和中国存在本质性差别）
- (4) 版权收费标准受专门机构监督且相对较低。多数国家会指定专门机构监督著作权集体管理组织的许可费标准，价格通常公开透明，相比之下，中国许可费则缺乏统一标准，需版权持有者（唱片公司、词曲作者）与在线音乐平台进行协商，价格缺乏透明度。

（二）中国音乐著作权协会手握版权有限；平台拥有大量垄断版权

尽管中国也有类似的著作权管理组织-中国音乐著作权协会，但其职能因为版权资源有限受到诸多限制。相比海外著作权集中在对应的集体管理组织中，目前中国的版权主要集中在在线音乐平台手中，其中腾讯音乐的版权曲库已占到了中国总曲库的 90%，且全球三大唱片公司的独家授权皆握在 TME 手中。

图表 12 中国音乐著作权协会历年许可收入



资料来源：协会官网

目前，平台竞争格局已经初步稳固，呈现出一超多强的竞争格局。“一超”为腾讯音乐集团，在与中国音乐集团合并后，无论是在版权数量、用户人数以及付费变现情况，都跃居国内行业首位，目前腾讯音乐集团下包括了酷狗音乐、QQ音乐、酷我音乐以及全民K歌等软件。“多强”包括网易云音乐、阿里音乐（虾米音乐）以及百度音乐。

图表 13 在线音乐平台竞争格局



资料来源：华创证券整理

二、用户获取：独家内容吸引用户入驻；1%独家版权+原创音乐人构筑流量护城河

PGC（Professional Generated Content，专业创作内容）层面：腾讯手握海量版权资源，在国家干预下转授权99%，剩余1%成为打造差异化产品的核心资源。

UGC层面：各平台布局原创音乐人计划，网易云音乐“导量意愿”最可能受到起步期音乐人青睐，但腾讯的巨大流量对已有一定名气的音乐人来说吸引力极大。

（一）PGC 版权内容：TME 1%独家头部版权撬动 55%歌曲流量

在2015年之前，由于大陆地区音乐版权相关政策支持与用户版权观念较弱，盗版音乐盛行于各大平台。原罪时期，在版权上各大平台差异较小，软件本身的产品设计成为影响用户数量的重要因素，在这期间，本身产品设计优质的网易云音乐，凭借优秀的推荐算法以及评论文化吸引了大批用户涌入，对原有的主流音乐平台QQ音乐、酷我音乐以及酷狗音乐产生巨大冲击。

图表 14 行业正版化进程

时间	事件
2013年12月	QQ音乐与多家唱片公司成立数字音乐版权联盟，推动行业正版化进程。

时间	事件
2015年7月	国家版权局发布《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》
2015年9月	国家版权局公布《著作权行政处罚实施办法（修订征求意见稿）》
2015年11月	国家版权局发出《关于规范网盘服务版权秩序的通知》。

资料来源：新浪，国家版权局，华创证券

政策的落地对在线音乐平台起大派迅速的规范作用。根据版权局的数据，16家直接提供内容的网络音乐服务商主动下线未经授权音乐作品220余万首。而在几家主流平台中，腾讯下线2.37万首、阿里音乐下线2.6万首、百度音乐下线64.2万首，网易云音乐下线642首。

但随着中国在线音乐版权政策落地以及“泰勒斯威夫特”事件，版权和付费观念逐渐在大陆地区快速普及，在此背景下，版权迅速成为各大在线音乐平台竞争用户的核心竞争力。平台仅仅凭借优质的用户体验和独特的社区文化吸引用户的难度不断加大，“情怀”不再成为用户选择在线音乐平台的原因，内容才决定了用户的去留。

1、版权争夺战与法务诉讼从未止歇

在版权政策落地之后，关于音乐版权的争议和诉讼不断发生，其中主要发生在头部音乐平台腾讯音乐和网易云音乐之间。在两家平台的版权竞争当中，由于腾讯音乐本身版权数量占据绝对优势，其主动诉讼数量要高于网易。

图表 15 主要平台间音乐版权诉讼事件

时间	事件双方	内容	诉讼结果
2014/11/01	腾讯起诉网易	腾讯方面起诉网易云音乐，后者平台上的623首网络音乐涉嫌侵权行为。	判决结果裁定，网易云音乐将相关作品做下架处理。
2017/08/08	腾讯起诉网易	腾讯音乐娱乐集团向深圳法院提起诉讼，同时暂停与网易云音乐部分内容转授权合作。（涉及曲目：《明日之子》）	腾讯撤诉，但相关音乐下架
2017/08/17	腾讯起诉网易	腾讯方面起诉网易云音乐，相关案例多达13宗，涉及200多首华语乐坛知名歌手的畅销歌曲。	腾讯撤诉，但相关音乐下架
2017/8/24	网易起诉腾讯	网易云音乐起诉腾讯音乐旗下酷我音乐。起诉原因因为酷我音乐未经网易云音乐授权在平台上提供网易云音乐独家享有版权的《欢乐颂2》影视原声歌曲。	相关歌曲下架
2017/8/30	网易起诉腾讯	网易云音乐起诉腾讯音乐，此次涉案歌曲为今年热播音乐综艺《跨界歌王(2017)》的歌曲	相关歌曲下架
2018/4/5	腾讯起诉网易	腾讯音乐起诉网易云音乐多次侵权，特别是与腾讯音乐就杰威尔音乐版权转授权合作期间屡次发生侵权及超出授权范围使用行为，因此2018年3月31日网易云版权转授权到期后，作为版权代理方腾讯音乐与杰威尔达成共识之后，暂停与网易云音乐的转授权合作洽谈。	相关歌曲下架

资料来源：新浪，36kr，网易，腾讯网等，华创证券整理

2、转授权成版权之争安慰剂，1%核心曲目成竞争热点

目前在音乐版权领域，独家版权方面已经基本形成四家并立的局面。其中腾讯音乐由于手持国际三大厂商版权以及并入中国音乐集团带来的大量独家版权，其版权数量在业内遥遥领先，**TME基本掌控90%的音乐版权**。在此格局下，网易和阿里也不断加大投入，寻求在细分领域寻求突破。

图表 16 当前版权状况

公司	华语	欧美	日韩
腾讯	杰威尔音乐、英皇娱乐、福茂唱片、乐华娱乐、梦响当然、华谊兄弟、少城时代、灿星文化、种子音乐、风华秋实、林曦哲音乐社、时代峻峰、王力宏工作室、李宇春工作室、孔雀廊唱片、天浩盛世、通力唱片、极韵文化、中国唱片公司等	环球音乐、华纳音乐、索尼音乐、UMG-Publishing、Sony/ATV、Warner/Chappell、Believe Digital、N/A	YG、CUBE、LEON、CJ、BUGS、JYP
阿里	滚石音乐、相信音乐、寰亚唱片、风潮音乐、偏北音乐	BMG、Cooking Vinyl、Merlin	SM
太合音乐	太合麦田、海蝶音乐、大石版权、滚石音乐、北京亚神音乐、兵马司唱片	The Orchard	N/A
网易云	华研国际、丰华、天娱、米漫传媒、瑞鸣唱片、无限星空、张信哲工作室	Kobait、spinnin's Record	AVEX、NBC

资料来源：新浪，36kr，网易，腾讯网等，华创证券整理

区别于其他行业，音乐领域的独家版权通常不代表独占。出于对自身利益的维护，国际大厂对版权独家代理通常会明确要求开放转授权机制，如果独家代理方不履行转授权义务，会导致违反合同以及到期无法续约的困境。同时政府为了防止音乐版权垄断也积极推动转授权模式在中国推广。目前已形成了各家平台独自寻求独家版权合作，再进行转授权的业务模式。

作为国内版权巨头，腾讯音乐已与网易云音乐、太合音乐、唱吧、映客、快手以及 Apple Music、Spotify、KKBOX 等十余家平台达成音乐版权转授权合作。其中主流音乐平台间的版权转授主要发生在网易云、腾讯以及阿里之间。

图表 17 版权转授

时间	转授双方	转授内容	转授涉及艺人
2015年10月	腾讯转授网易	腾讯 QQ 音乐将向网易云音乐转授 150 万首音乐版权。涉及包含环球、华纳、索尼全球三大在内 40 余个厂牌。	
2017年9月	腾讯转授阿里	腾讯音乐娱乐集团将独家代理的环球、华纳、索尼全球三大唱片公司与 YG 娱乐、杰威尔音乐、LOEN 等音乐版权资源转授至阿里音乐，曲库数量在百万级以上；阿里音乐独家代理的滚石、华研、相信、寰亚等音乐版权转授给了腾讯音乐娱乐。	阿里音乐获得：BIGBANG、周杰伦、李宇春、蔡依林、TFBOYS、苏打绿等 腾讯音乐获得：五月天、林宥嘉、田馥甄、李宗盛等
2018年2月	腾讯转授网易	双方授权的作品达到各自独家音乐数量 99% 以上，并商定长期合作，网易获得腾讯音乐独家代理的简单快乐、梦想当然、灿星文化、种子音乐、华谊音乐、韩国 CUBE 娱乐等厂牌资源	网易云获得：苏打绿、光良、汪峰、江美琪、苏运莹、姜育恒、戴佩妮、弦子、吴克群、泫雅、李荣浩、张靓颖、张碧晨、刘思涵、孙子涵等
2018年3月	阿里转授网易	网易云音乐将天娱、爱贝克思 (avex)、丰华、华研国际等优质音乐版权转授给阿里音乐；阿里音乐将滚石、S.M.、BMG 等优质音乐版权转授给网易云音乐。	阿里音乐获得：田馥甄、林宥嘉、SHE 等华研国际的艺人歌曲版权以及张惠妹、张雨生、华晨宇、张杰、滨崎步、幸田来未等艺人的音乐。 网易云：曹格、八三夭、孙盛希、刘若英、周华健、李宗盛、任贤齐、Super Junior、少女时代、EXO 等多位主流歌手

资料来源：新浪，36kr，网易，腾讯网等，华创证券整理

尽管版权转授在很大程度上解决了独家版权垄断局面的发生，但是实际上版权转授存在许多隐性规则。管理者对于版权转授的价格和数量无法进行限制，这使得独家版权代理方能够选择对自身尽可能有利的转授方式。

目前转授当中，各家主要以自身的独家版权来和对方进行转授互换，对于数量差异部分，需要补足差价，价格完全由独家代理方和被转授方进行协商，但由于早期激烈的市场竞争哄抬了音乐版权价格，故转授价格方面也必然随之增长，加大了被转授方的版权支出成本。

图表 18 网易云音乐版权现金支出（百万）

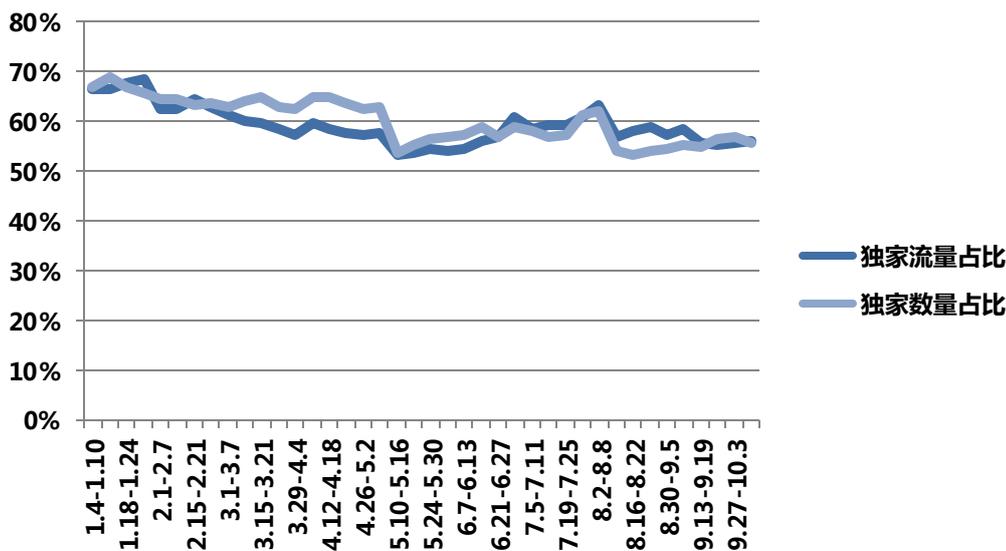


资料来源：公司公告，华创证券

转授模式更为重要的关注点是 1% 的核心曲目。目前网易云音乐和腾讯音乐集团已于今年 2 月达成了双方独家版权 99% 的转授合作，作为劣势方，网易云音乐在音乐数量上的困境得到极大缓解。但剩下的 1% 未转授曲目将成为各自不可逾越的壁垒。目前腾讯音乐旗下版权数量超过 2000 万首，独家音乐版权数量据估计大约在 500 万首，即 1% 的独家大约在 5 万首左右，已经占据相当大的数量。

根据数据显示，QQ 音乐 2018 年每周热歌 TOP300 榜单变化来看，虽然转授权使得 QQ 音乐独家占比下滑，但时至转授权完成的今日，独家内容在流量和数量占比上均超过 50%。

图表 19 QQ 音乐巅峰榜独家曲目表现



资料来源：QQ 音乐，华创证券

剩下的 1% 当中最为代表性的即为华语天王周杰伦的曲目，其歌曲评论数共有两首入围网易云音乐评论量 TOP10，这直接决定了大批的周杰伦歌迷只能选择腾讯音乐平台。而在 2017 年 8 月的版权纷争中，尽管网易云音乐仅被下架

1%的曲目，但直接导致了当红明星版权下架，如 TFboys、鹿晗、张艺兴等超人气明星。

而通过三月份的软件用户流向也可以看出，网易云音乐三月份用户主要流向腾讯系音乐软件，而 QQ 音乐的流失用户则有一半流入同一集团下的酷狗音乐。

图表 20 软件用户流向



资料来源: Questmobile

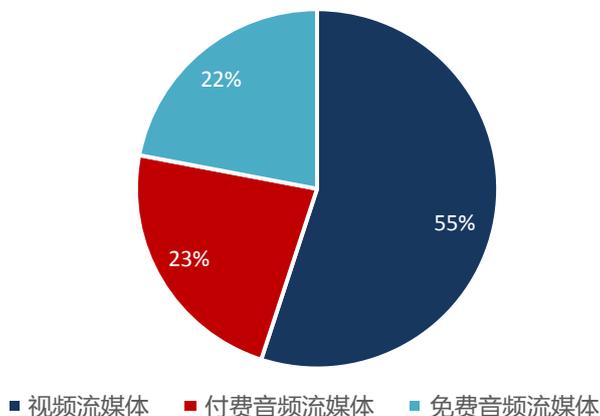
版权转授模式在一定程度上给非腾讯系平台缓解了燃眉之急，但是一方面，独家版权数量的缺失导致非腾讯系音乐平台在转授权谈判中处于不利地位，另一方面，1%的核心曲目已经足够腾讯音乐集团构建自身的竞争壁垒。腾讯音乐在版权领域仍然遥遥领先于其他平台。

3、影视综艺爆款，实现关联流量导入

视频（综艺节目、影视、短视频、直播等）是用户获取新音乐的重要途径，影视综艺与相关歌曲产生 IP 联动效应，成为热度驱动力之一；从 IP 维度来看，腾讯音乐集团背靠阅文海量 IP 储备，与腾讯视频影视、综艺歌曲版权形成配合，更胜一筹。

IFPI《2018 全球音乐报告》显示，以 Youtube 为代表的视频流媒体占据了按需音乐流媒体一半以上的播放时长，表明视频流媒体在音乐传播上的价值越发凸显。

图表 21 音视频流媒体音乐播放时长占比



资料来源: IFPI, 华创证券

影视歌曲霸榜，带动相关音乐应用热度。热播剧《三生三世十里桃花》的歌曲《凉凉》，一经上线便在 QQ 音乐“巅峰榜·热歌”获得 6 周冠军，在酷狗音乐 TOP500 排行榜获得 14 周冠军；2018 年音乐平台上最火的《体面》，作为电影《前任 3：再见前任》的插曲，上半年在 QQ 音乐热歌榜上一共获得了 8 周冠军，登上酷我音乐热歌榜榜首，在台湾 KKBOX 更是完成了 19 周连冠。

图表 22 《凉凉》QQ 音乐获得超过 10 万评论



资料来源：QQ 音乐，华创证券

图表 23 《凉凉》杨宗纬版全民 K 歌获得 76 万合唱



资料来源：全民 K 歌，华创证券

综艺选手借节目热度引流，进驻音乐平台发展粉丝经济。2017 年热播综艺《明日之子》第一季音频仅在 QQ 音乐的收听量就达到 22 亿，收听人数超过 1.5 亿，其中仅毛不易一首《消愁》就贡献了 5.5 亿播放量；2018 年经由播放量超过 50 亿的综艺《创造 101》出道的“火箭少女 101”首张专辑《撞》在 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐同步发行，从 8 月 18 日首发截至 9 月 22 日在 QQ 音乐共售出 175 万张，按照 10.1 元/张售价计算，共带来至少 1768 万元收入。

从造血能力与造星能力上讲，腾讯音乐集团具有明显优势。腾讯旗下阅文集团囊括海量 IP 储备，无论是影视化、游戏化都能够与音频联动；腾讯视频至 2018 年中已有 7400 万付费会员，位居行业第一，具备流量基础，综艺方面 2017 年《明日之子》、2018 年《创造 101》均居于播放量排行榜首位，影视方面独播剧《扶摇》、《如懿传》、《沙海》等播放量均在 50 亿以上，具有打造爆款的实力；TME 内部联动获取独家版权，同样近水楼台。

（二）UGC 层面：签约原创音乐人提高内容可控性，降低版权获取成本

版权大战进入下半场，各大平台开始以深耕原创音乐方式降低内容成本，同时绕开版权壁垒打造新生独家内容。各平台原创音乐人计划主要包括引入入驻歌手+主题化活动征集原创歌曲两部分。

1、圈层文化增加独立音乐人数量，降低原创音乐门槛

降低音乐制作门槛是平台发展 UGC 的基本条件。曾经，音乐创作具有较高门槛，需要有专业设备及专业技术支持，用户自发创作门槛较高，使得 UGC 歌曲体量受限。随着“圈层经济”兴起，音乐制作门槛正在大幅降低。即使歌手不具备后期等技能，只要对音乐有爱好，就可以花费非常少量的资金寻求音乐同好社团的外包服务。这也使得独立音乐人数量呈大幅增长趋势。

原创音乐人往往身兼多项技能，编曲、后期能独立完成。演唱设备如声卡、麦克风等同样分为多个档次，最低仅需千元上下。草根歌手录音往往在家中就可以完成，如果选择租用本地录音棚往往能打包录制与后期，视地域、质量不同在几百元级别至几万元级别波动。

即使歌手不具备编曲、后期能力依然可以选择外包服务，作曲/编曲收费按配器、技法分多个档次，最低档次仅需千元上下；后期制作同样价格多样，几十元到几万元不等。

图表 24 作编曲“水墨流苏”接单价格

套餐一	经济合算型	套餐二	优质精细型
600-1000	有基本和弦，无技法	1500-3000	有复杂和弦、技法
弦乐不做精修表情		弦乐精修表情	
粗略分轨		精细分轨	
完成度较低		完成度较高	
自娱自乐，业余兴趣		网络发行，商业专辑	

资料来源：微博

图表 25 录音棚接单

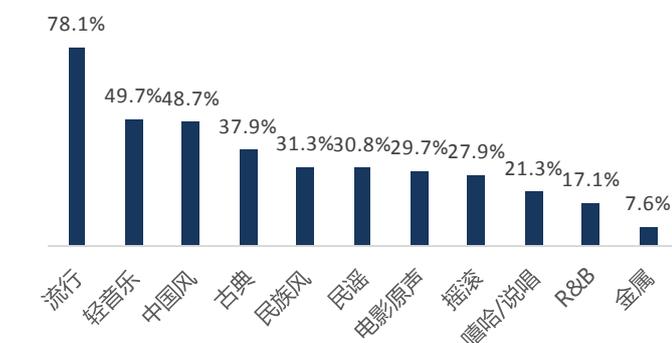
承接歌曲录制，音乐制作，音频后期制作
录音棚业务：歌曲录制、租棚配音、租棚拍摄、录音，音频后期制作
视频制作：个人MV拍摄，企业MV拍摄等
音乐制作：作词、作曲、编曲、录音、后期制作，个人原创歌曲制作
配音：游戏配音、动画配音、课件配音、广告配音，店铺宣传语配音



资料来源：微博

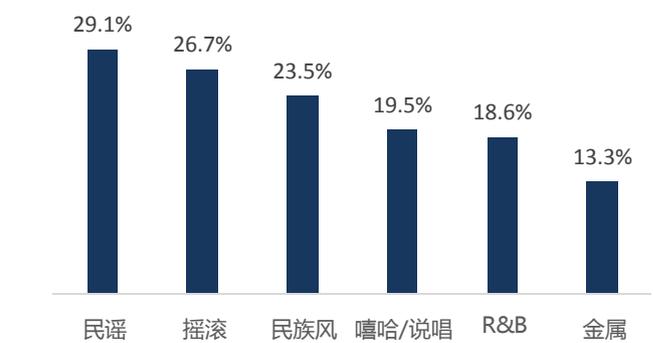
目前，原创音乐人基数最大的圈层主要为古风圈和民谣圈。从受众层面而言，在线音乐用户对多元化音乐风格接受良好，具备发展“圈层音乐文化”的市场条件。Questmobile 显示，喜欢中国风的用户占 48.7%，民谣、摇滚、说唱风格爱好者占比也在 20% 以上，与原创音乐人主要风格契合，在线音乐付费用户也多愿意为民谣、摇滚等类型买单。

图表 26 2018 年 6 月在线音乐用户喜欢的音乐风格



资料来源：Questmobile, 华创证券

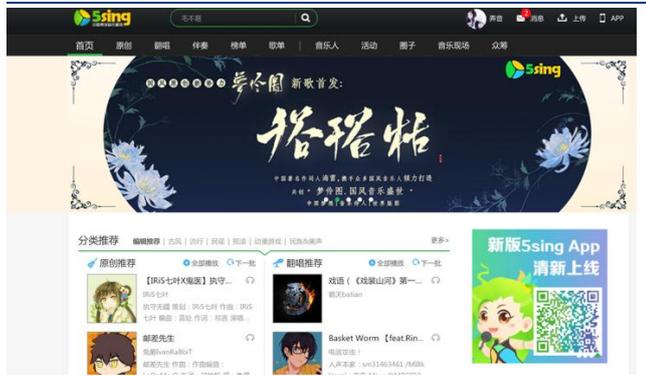
图表 27 2017 年付费在线音乐用户偏好



资料来源：艾瑞咨询, 华创证券

TME 旗下的 5sing 是中国最大的原创音乐基地。5Sing 于 2004 年 9 月上线，2014 年 7 月被酷狗收购。其音乐风格以国风、ACG 为主。2015 年 5Sing 注册用户超过 3,000 万，其中原创艺人超过 20 万，每日新增上传歌曲 15000 首，其中原创歌曲超过 2000 首。原创翻唱伴奏内容曲库超过 1000 万首，其中原创作品超过 100 万首。用户可以在上面分享伴奏、翻唱、原创作品。许多现如今热门国风歌手都是从 5sing 起家，例如双笙、银临、Sing 女团等。

图表 28 酷狗旗下 5sing 原创音乐基地



资料来源: 5sing

2、原创计划绑定歌手，签约协议降低平台内容成本

一味寻求版权采买，使得平台方版权成本水涨船高。对于可控独家内容的渴求使得所有平台都在发展 UGC 音乐。

对在线音乐平台来说，培养发展音乐人不仅能够以内容吸引用户，更能降低版权成本。目前，腾讯、网易云音乐、虾米、太合等多个平台均开通音乐人后台，用户可通过提交原创作品申请成为音乐人并获得一定收益；协议中均规定平台有权无偿使用音乐人在平台上发布的作品。

图表 29 腾讯音乐人



资料来源: QQ 音乐, 华创证券

因此平台争相发展音乐人进驻，能够获得以下优势：

首先，将音乐人尽可能纳入自己的监测体系，一旦优质音乐人出现，即可第一时间寻求合作，快人一步；

其次，即使该音乐人走红后离开平台，根据入驻时签订的协议，平台依然保有使用其此前发布的作品的权利，从而节省一笔版权费用。

目前，各大音乐平台均有开设音乐人管理后台，推出音乐人扶持计划，如虾米音乐“寻光计划”2014 年推出的程璧，虾米主页被 11.2 万人收藏，2018 年 5 月新歌《山之茶》3 个月累计播放量 126 万。

图表 30 国内主要音乐平台音乐人计划

平台	计划	时间	亮点	成果	主要音乐人
网易云音乐	石头计划	2016 年 11 月	专辑投资计划、演出计划、赞赏计划、音乐人培训计划、音乐人周边计划、音乐人指数体系以及推广计划	第一季 49 首单曲，10 张合辑，首张合辑《四页景》获得 2.9 万收藏	红白色乐队、张三弥、棱镜乐队等
网易云音乐	原创音乐人扶持计划	2016 年 11 月	自助式作品管理、多维度曝光、丰富变现方式		陈粒、李志、好妹妹、排骨教主、鬼卞、陈壹千、周深、曾惜、广东雨神、双笙、银临、墨明棋妙等
网易云音乐	云梯计划	2018 年 5 月	音乐人广告分成、短视频现金激励、自主数字专辑售卖、虚拟货币云豆兑换推广流量包等		
腾讯 (QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌、酷狗直播、5sing)	原创音乐人扶持计划	2017 年 7 月	作品发行、宣传推广、数据管理、作品收益、演出支持、版权管理与权利维护、教育培训		花粥、陈鸿宇、简弘亦、万妮达、徐秉龙、鹿先森乐队、程璧、尧十三、秘密行动、双笙、银临、墨明棋妙等
腾讯 (QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌、酷狗直播、5sing)	原力计划	2018 年 4 月	Studio Concert (录音室演唱会) 和 live 选拔模式，20 强可获得后期持续培养与曝光如全国巡演、跨年演出等	超过 4000 首投稿、600 万次播放	莉莉童、宋黛霆、赵政豪、宿羽阳、愚青等
虾米音乐	寻光计划	2014 年	录音制作、MV 拍摄、唱片宣发、巡演补贴等	第一季 16 张唱片、15 部 MV 实现 4 亿试听量与播放量，获“华语音乐传媒大奖、华语金曲奖、迷笛摇滚、豆瓣阿比鹿”等提名；第二期 10 组音乐人粉丝数增幅达 800-1900%。	西楼、程璧、鲸鱼马戏团、金玟岐、邱比等
豆瓣音乐	金羊毛计划	2015 年	在全球 239 个国家，包括 Apple Music 中国区在内的全球近百家音乐平台上线；播放即收入，每千次播放 1 元		花粥、腰乐队、卜小可、李慧洋、李久驰等
全民 K 歌	星途计划	2017 年 11 月	优胜者签约后享受专业明星包装、歌曲量身定制、	190 万名海选歌手，160 万首参赛曲目，	天舞、阿拂 (柳采彤)、颜彦等

平台	计划	时间	亮点	成果	主要音乐人
			单曲宣传发行、持续收益等一系列权益	80 万人在线观看决赛直播	
酷狗音乐	直播成长基金	2017 年 10 月	底薪保障，唱作人在普通主播基础上增加 1000 元直播津贴，金牌唱作人可增多 2000 元		

资料来源：网易云音乐人，虾米音乐人，腾讯音乐人，酷狗音乐人等，华创证券整理

对音乐人来说，选择进驻平台时都希望获得的曝光量最大化，有两种考虑：

一方面是选择用户基数庞大的平台，如 QQ 音乐、酷狗音乐；另一方面是选择与自身音乐风格契合的平台，垂直化有利于获得更加精准和专业的听众，如民谣、国风、ACG 方向的网易云音乐、5sing 等。

2.1 坐拥 8 亿用户，变现方法多样；TME 强势吸引音乐人入驻

2018 年 5 月，腾讯音乐人平台自 2017 年 7 月上线以来，总申请原创音乐人人数达 4 万，总上传作品数 11 万，全平台月播放量达 10 亿次。根据 Appannie 数据，按照 MAU，可将主流音乐平台划分为三个梯队：

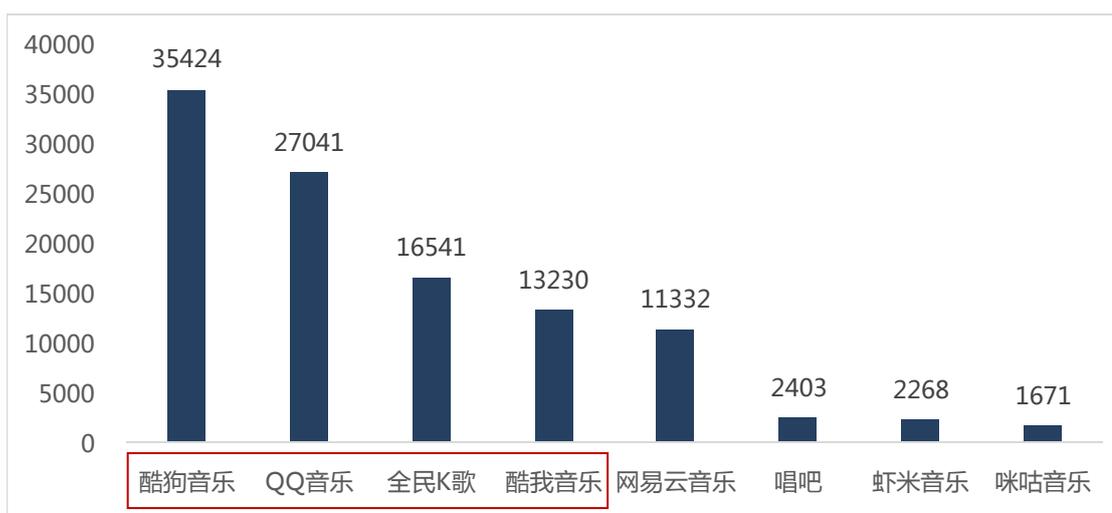
第一梯队（MAU 2 亿以上）：酷狗音乐、QQ 音乐

第二梯队（MAU 1 亿以上）：全民 K 歌、酷我音乐、网易云音乐

第三梯队（MAU 1 亿以下）：虾米音乐、唱吧、咪咕等

腾讯 2017 年 7 月公布的音乐人扶持计划中重点强调了旗下六大产品联动，音乐人在开放平台上注册即可一次性入驻到酷狗音乐、QQ 音乐、酷狗、酷我、5Sing、全民 K 歌等渠道。按照月度独立设备数计算，六大产品共去重用户 MAU 达 8 亿，曝光量极为可观。

图表 31 2018 年 9 月音乐平台 MAU 数据



资料来源：Appannie，华创证券

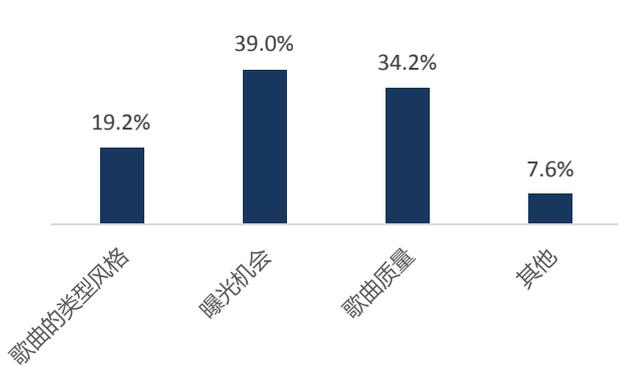
对于已经积攒一定人气的音乐人来说，腾讯产品矩阵联动附带的巨大流量极具吸引力，无论在流量还是变现。以酷狗直播为例，底薪制度及唱作人补贴也给了音乐人一定的生活保障，而音乐人自身的粉丝基础令其“进可攻退可守”

——“进”可以寻求机会获得平台推荐，在有粉丝基础的情况下扩大规模相比籍籍无名的音乐人更容易很多；“退”可凭借粉丝基础以津贴保障生活，不似无名音乐人会面临直播无人观看的窘迫。因此，对已经有粉丝基础的音乐人来说，腾讯平台是更好的选择。

2.2 网易云音乐稳扎稳打，给予原创音乐人更多流量倾斜

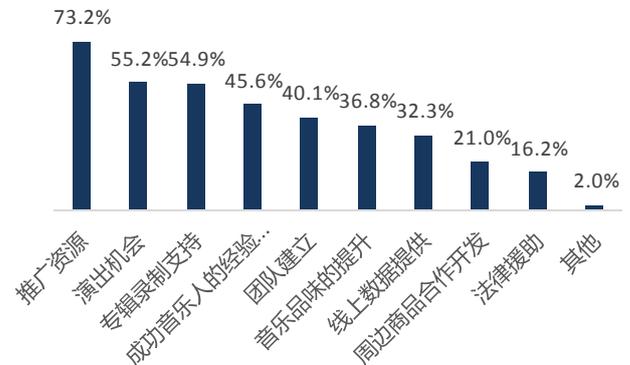
2018年1月，网易云音乐注册的独立音乐人超过5万人，同比增长达100%以上，上传原创音乐作品超过100万首。网易云音乐2016年《独立音乐人生存现状报告》中，39%的音乐人认为曝光机会是影响作品发展的最主要原因，73.2%认为最需要得到的支持是推广资源。腾讯音乐人计划中尽管强调了海量曝光资源，但只有被官方发现，才有得到推荐的机会；而只有积攒到一定的人气，才有可能被官方发掘。网易云音乐的推荐算法经常在歌单中推送小众音乐人的作品，曲库利用率达80%，同样增加了曝光率。

图表 32 影响作品发展的主要因素



资料来源：网易云音乐，华创证券

图表 33 最需要的线上平台支持类型



资料来源：网易云音乐，华创证券

从导量意愿或能力角度考虑，网易给予旗下音乐人足够的流量曝光：

QQ音乐歌手前30位当中有4位腾讯音乐人，前100位当中有16位腾讯音乐人，可见腾讯音乐人主要分布在前100位当中中后段。

网易歌手热度排行中，榜单前30位，有18位歌手属于网易音乐人计划，且关注数均位于高位

图表 34 QQ音乐和网易云音乐歌手热度排行

QQ音乐				网易云音乐			
热度排行	歌手名称	是否腾讯音乐人	关注数(万)	热度排行	歌手名称	是否网易音乐人	关注数(万)
1	薛之谦	否	1267.2	1	花粥	是	170.3
2	邓紫棋	否	745.8	2	李荣浩	否	122.3
3	李荣浩	否	483.2	3	陈粒	是	204
4	周杰伦	否	1258.4	4	薛之谦	否	423.2
5	毛不易	否	291.9	5	陈奕迅	否	
6	林俊杰	否	945.1	6	邓紫棋	否	103.5
7	庄心妍	否	391.7	7	房东的猫	是	116.5
8	白小白	是	68	8	林俊杰	否	
9	胡66	否	51.3	9	毛不易	否	84.5
10	半阳	否	36.5	10	徐秉龙	是	83.7

QQ 音乐				网易云音乐			
热度排行	歌手名称	是否腾讯音乐人	关注数(万)	热度排行	歌手名称	是否网易音乐人	关注数(万)
11	陈奕迅	否	1125	11	林宥嘉	否	88.4
12	Alan Walker	否	462.7	12	蔡健雅	否	71.5
13	王俊凯	否	314.4	13	任然	是	67.5
14	黑龙	否	17.2	14	华晨宇	否	108
15	于文文	否	65.5	15	金玟岐	是	90.5
16	简弘亦	是	44.9	16	许嵩	否	147.5
17	Olly Murs	否	29	17	沈以诚	是	44.4
18	张杰	否	1186.1	18	田馥甄	否	59.5
19	王力宏	否	345.4	19	赵雷	是	118.4
20	鹿晗	否	835.8	20	谢春花	是	97.1
21	许嵩	否	836.7	21	双笙	是	197.6
22	叶洛洛	是	49.1	22	陈鸿宇	是	77.6
23	火箭少女 101	否	21.1	23	刘瑞琦	是	54.5
24	杨宗纬	否	177.2	24	银临	是	69.6
25	周笔畅	否	97.6	25	李志	是	202.4
26	赵雷	是	134.6	26	艾热	是	17.5
27	莫文蔚	否	148.7	27	满舒克	是	51
28	陈粒	否	181.1	28	莫文蔚	否	
29	Big Bang	否	1204.8	29	音阙诗听	是	51.3
30	Beyond	否	347	30	徐梦圆	是	167.4

资料来源：网易云音乐，QQ 音乐，华创证券整理（2018 年 9 月 30 日数据）

相比之下，网易云音乐“云梯计划”更加适合起步期音乐人。网易云入驻音乐人可选择独家或非独家签约，从而获得虚拟货币“云豆”，授权的歌曲越多、授权时间越长，歌曲热度越高，可以获得的云豆总量就越多；云豆可以用来兑换特权，如搜索推荐、推广流量包、定向私信推送等。也就是说，只要多发作品，就能获得云豆；云豆换来推广资源，提升歌曲热度，形成良性循环，一步一步向上攀升。

图表 35 网易云音乐“云豆”可兑换特权

特权列表（每年的1月1日所有特权的已用次数将重置）		如何获取更多的云豆？	
 黑胶VIP12个月 350 云豆 云豆不足	 推广流量包 500 云豆/万流量 云豆不足	 定向推送私信 700 云豆 须成为签约音乐人	 动态粉丝头条 100 云豆 云豆不足
 搜索推荐 300 云豆 须成为签约音乐人	 云音乐官方微博推荐 即将开放	 客户端首页banner位 即将开放	 动态直通车 即将开放

资料来源：网易云音乐

网易云音乐开通签约功能，音乐人可选择“独家授权3年+非独家授权2年”或“非独家授权3年”两种选项。为了尽可能扩大自己的作品的人气，多数原创音乐人选择在各个平台都开设账号；当积攒到一定人气，唱片公司、平台相继发出独家签约邀请的时候，再从中选择条件更加优厚的平台。

因此，对起步期音乐人来说，开通网易原创音乐人是不错的选择：稳扎稳打的推广方式让旗下音乐人更容易出头，也让平台自身更容易发现优质音乐人。

值得注意的是，需要使用云豆兑换推广资源的条款规定“授权方应当在不晚于第三方音乐平台上传24小时内将授权作品上传至网易云音乐平台”，也就杜绝了三年内音乐人转投其他平台独家签约的可能，但网易仍然面临其他平台非独家签约的竞争和音乐人三年期满后转投其他平台独家签约的风险。

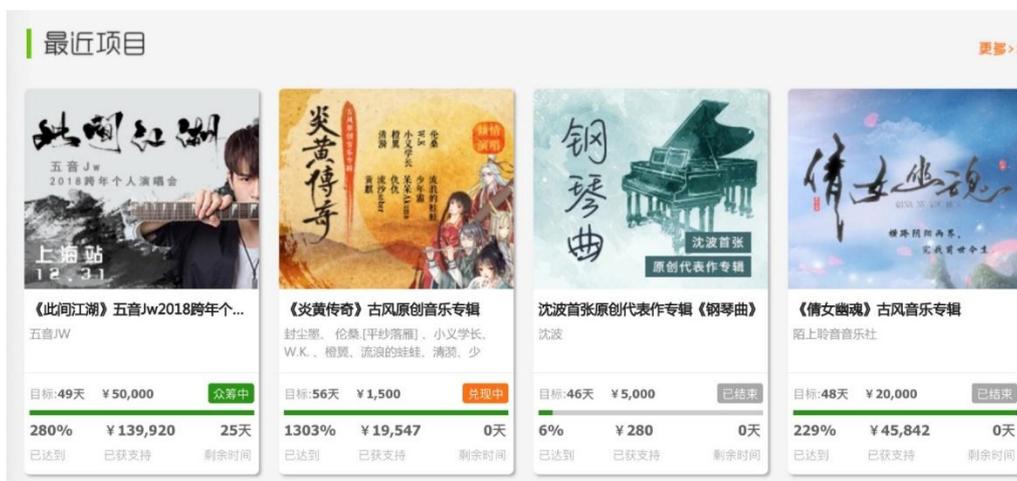
3、歌曲众筹、主题活动、扶持计划火力全开；雄厚资本打造优秀歌曲

3.1 众筹模式开启粉丝经济花式玩法

众筹模式主要依赖粉丝经济，腾讯音乐旗下5sing深谙此道。“觅得浮生半日闲”的古风朗诵音乐会的在10分钟内售出了12万元的门票，主要是为举办音乐会众筹资金。

此外，5sing众筹平台上音乐人可以不断发起众筹项目，为歌曲发行获得粉丝资金支持。例如“汐音社”的《人间词话》古风专辑在15年筹集资金近百万，银临等人气歌手在13年早期也曾在5sing发起众筹。

图表 36 5sing 歌曲众筹项目



资料来源：5sing

图表 37 《腐草为萤》众筹



资料来源：5sing

3.2 重磅资源支持，平台加码扶持计划

近两年各个音乐平台提供了越来越多的扶持计划来征集原创歌曲，比较大的有网易“石头计划”、虾米“寻光计划”、全民K歌“星图计划”以及腾讯“原力计划”。正是因为版权采买越来越贵，平台为打造原创歌手提供了巨大资金、资源支持。以腾讯为例，原力计划为入围前20强的选手会有李泉、谷粟、Nick Pyo等一线制作人编曲；倪方来、董音、陈迪、张恋歌等《我是歌手》级音乐人伴奏和声；鹿晗、吴亦凡、张碧晨录音的TTL录音棚开studio concert；胡彦斌、谭维维等人在棚里监听；最后的冠军带到美国交给Justin Gray（李宇春《流行》制作人）做专辑。

三、用户留存：社区圈层差异提高用户粘性，网易云音乐多个活跃指标占优

差异化圈层社区主打各自核心用户，例如网易云音乐，拥有日本 Avex、中国米漫传媒版权，圈住 ACG 二次元以及国风用户；虾米因路径依赖在古典、爵士等小众音乐圈层占优。圈层社区和大众平台在用户基数上会有较大差异，然而圈层社区在用户粘性方面具有较大优势。志同道合的用户更愿意与同好在社区发表观点，且用户具有较高粘性。

（一）差异化产品设计服务核心用户

目前在线音乐 APP 各有特色，瞄准不同用户群体。如酷狗音乐 slogan“就是歌多”突出版权优势，网易云音乐 slogan“音乐的力量”主打情感型评论分享，虾米音乐 slogan“听见不同”突出小众定位等。

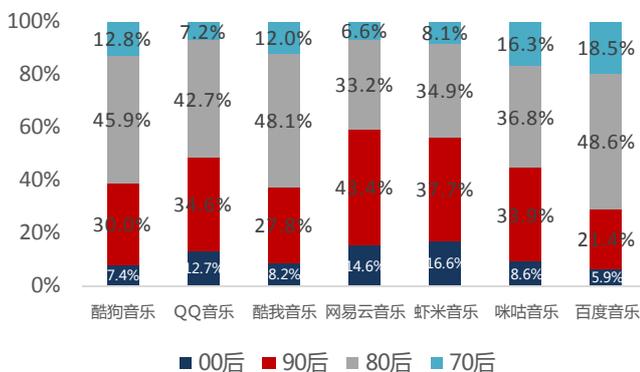
图表 38 主流在线音乐 APP 特色（部分）

名称	Slogan	特色
QQ 音乐	听我想听的音乐	首创为你推荐，外加个性化巅峰榜、关注歌手专辑精选推送，打造专属个性化音乐应用
酷狗音乐	就是歌多	用户分享高品质音乐生活，百万歌曲库免费下载
酷我音乐	好音质用酷我	无损音质、母带音频库，“蝰蛇音效”展现歌曲最佳效果
网易云音乐	音乐的力量	依托专业音乐人、好友推荐及社交功能，在线音乐服务主打歌单、个性推荐、电台等，专注于发现及分享
百度音乐	听到极致	搜歌、下载一键直达，简单操作，每周独家首发明星大碟
虾米音乐	听见不同	猜你喜欢与个性推荐，打造最了解用户音乐品位的客户端
咪咕音乐	放肆听，趣玩乐	彩铃、振铃功能

资料来源：QQ 音乐，酷狗音乐，网易云音乐，百度音乐，虾米音乐，咪咕音乐，华创证券

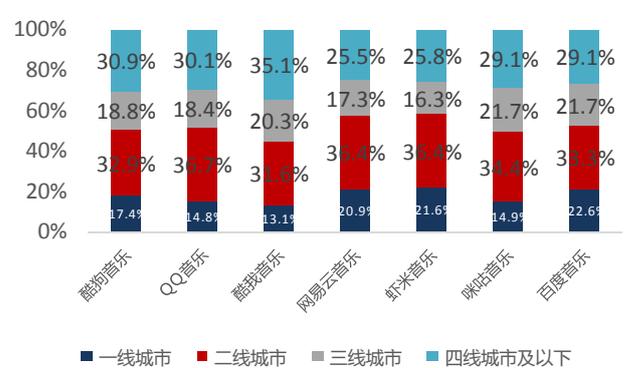
用户画像与年度音乐榜单同样表明产品差异造成的分化已经形成。从年龄分布来说，虾米音乐、网易云音乐用户 90 后、00 后比例较高，更加张扬个性、追求潮流；PC 时代就存在的酷狗音乐、QQ 音乐、酷我音乐、百度音乐等 80 后用户比例更高，相对更加成熟。从城市分布来看，网易云音乐、虾米音乐的一、二线城市用户占比较高。酷我音乐、咪咕音乐的用户下沉较显著。以上表明，各大音乐 APP 已初步圈定各自核心用户，同样也已确定了各自的主打战略，行业竞争进入以差异化和用户体验为主的存量竞争时代。

图表 39 2017 年 7 月在线音乐 APP 用户年龄分布



资料来源：Questmobile，华创证券

图表 40 2017 年 7 月在线音乐 APP 用户地域分布



资料来源：Questmobile，华创证券

虾米主要抓住一波古典、爵士、民谣大拿。早期圈内核心用户就用虾米做歌单分享，路径依赖使得用户驻留虾米至今。

图表 41 虾米热门歌单



资料来源：虾米

图表 42 虾米热门歌单



资料来源：虾米

网易和虾米评论质量都较高，而高质量评论可分为两类：一类以情感动人，例如网易云音乐，一类以专业性强的乐评为主，例如虾米音乐。显然前者的受众范围比前者大很多。尽管同样因为文艺气息等原因被分类为“小众”，但依然比音乐技法旋律点评更容易被更大范围的用户所接受。

图表 43 网易云音乐 Electric Wizard 歌曲热评



资料来源：网易云音乐

图表 44 虾米音乐 Electric Wizard 歌曲热评

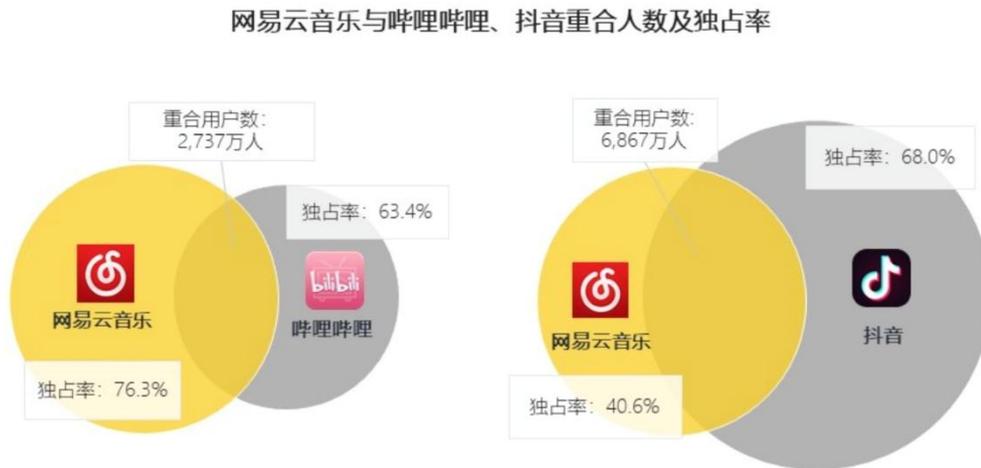


资料来源：虾米音乐

(二) 抓住二次元、古风圈，网易云音乐多个粘性指标位列靠前

从版权获取上来看，网易获得日本最大的版权方 Avex 独家授权，拿下二次元市场，其用户于 B 站重合度最高；另一方面网易获得最大国风唱片公司米漫传媒授权，吃掉一部分中国风用户市场。

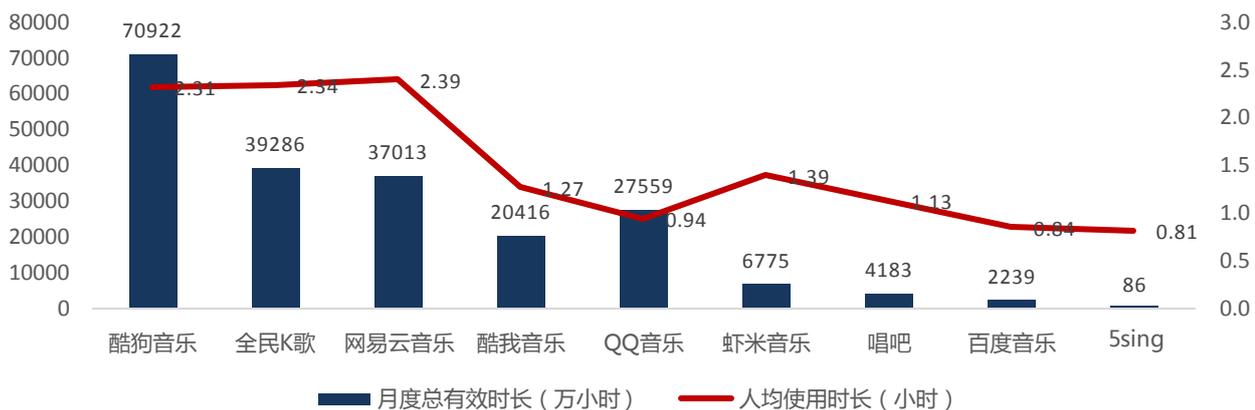
图表 45 网易云音乐与 bilibili、抖音重合人数



资料来源: Questmobile, 华创证券

根据艾瑞数据，网易云音乐人均使用时长 2.39 小时，全网第一。根据网易云音乐由于口碑在外，用户听歌时会主动翻看评论区寻找高质量评论，无形中增加了使用时长和互动频率，同时形成了对“云村”的文化认同。全民 K 歌位列其次，主要由于录制歌曲需要消耗大量用户时长，增加用户于平台逗留时间。酷狗音乐与其不相上下，主要由于听歌期间酷狗会将用户向直播导流，播放歌曲时会显示正在直播此曲的主播，这一做法也延长用户逗留时长。

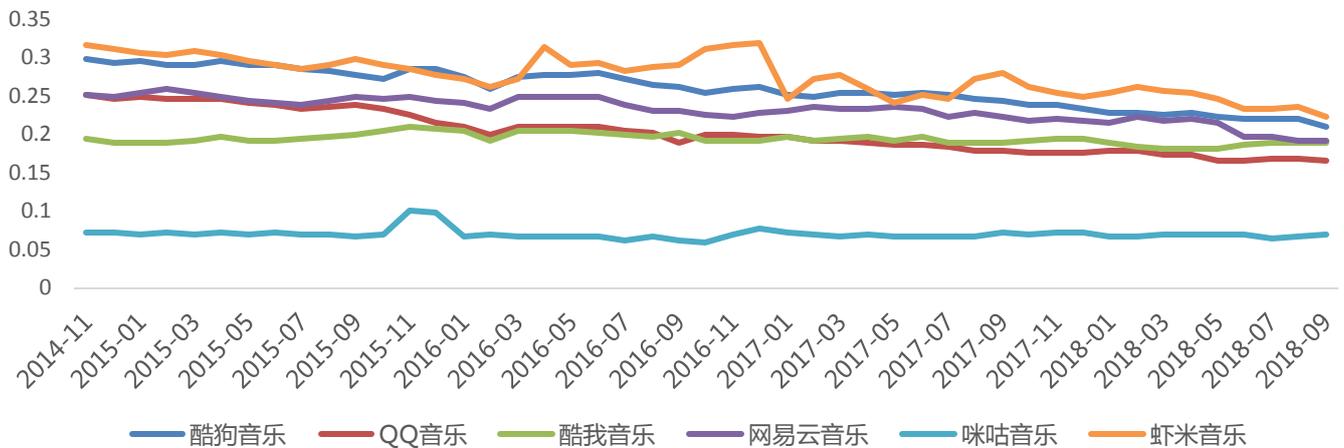
图表 46 2018 年 7 月主要音乐 APP 月度有效时长与人均使用时长



资料来源: 艾瑞数据, 华创证券

从音乐平台 DAU/MAU 指标来看，位列前三的为虾米、酷狗、网易云。虾米虽然用户基数较少，但留存下来较多真心热爱音乐的核心用户，风格偏向古典、爵士、民谣。

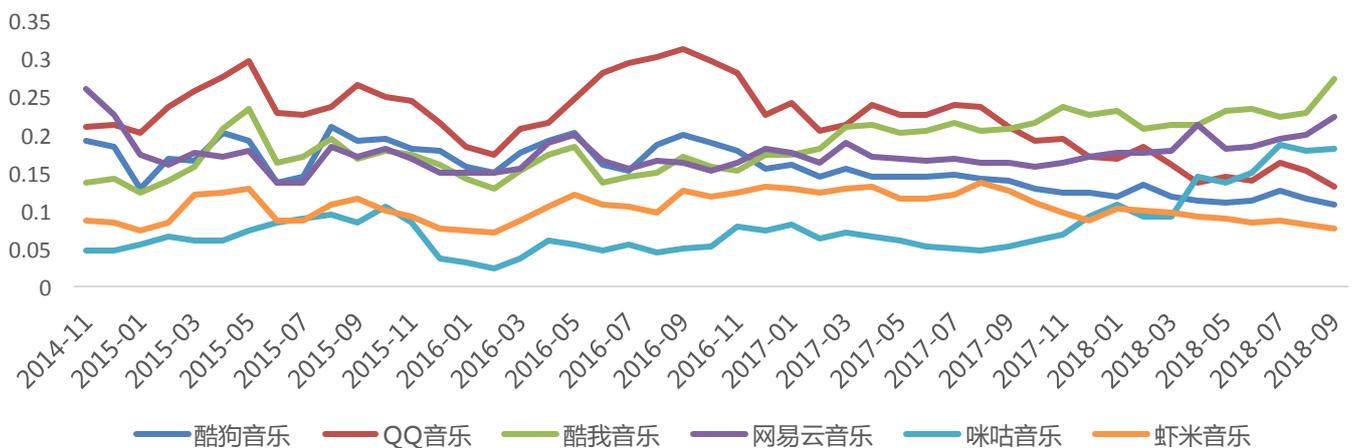
图表 47 主流音乐平台 DAU/MAU



资料来源: APPannie, 华创证券

从 7 日留存和 30 日留存数据来看, 酷我、网易云、咪咕位列前三。背靠中国移动的咪咕音乐获得大量免费流量。试图下载咪咕 APP 的用户主要倾向于使用免费流量数据, 一旦安装在短期内留存普遍位于较高水平。

图表 48 主流平台 7 日留存数据



资料来源: 华创证券整理

可以看出, 无论从人均使用时长、DAU/MAU 指标、还是留存数据角度来看, 网易云音乐皆位于行业头部。网易云凭借“走心”歌单与评论区打造良好社区文化, 用户数量从 2014 年 12 月的 5500 万攀升到 2015 年 7 月的 1 亿, 2016 年 7 月达到 2 亿, 2017 年 4 月突破 3 亿大关, 2017 年 11 月已达到 4 亿。

此外, 根据数据显示, 网易云音乐、酷狗音乐的歌曲评论数/MAU 指标同样居于头部。以 QQ 音乐评论数排名前 30 的歌曲在酷狗音乐、酷我音乐与网易云音乐中搜索并记录评论数, 按照评论数/MAU 数量计算评论比, 算得总值跟酷狗相近, 位于第一; 数量来看网易云音乐在 30 首歌中 20 首评论比第一。

图表 49 2018 年 9 月各音乐平台评论比 (评论数/MAU)

歌曲名称	歌手	QQ 音乐	网易云音乐	酷狗音乐	酷我音乐	网易云音乐评论比是否第一
肆无忌惮	薛之谦	7.17	11.55	3.12	0.20	是
刚好遇见你	李玉刚	5.77	26.26	22.40	2.40	是
广东爱情故事	广东雨神	3.65	1.53	17.90	0.73	否
追光者《夏至未至》电视剧插曲	岑宁儿	3.47	24.13	11.08	0.59	是
离人愁	李袁杰	3.28	24.33	16.14	1.22	是
暧昧	薛之谦	3.27	33.26	5.53	0.50	是
纸短情长 (完整版)	烟把儿乐队	2.89	20.95	26.63	0.62	否
9420	麦小兜	2.61	6.15	31.62	1.31	否
可不可以	张紫豪	2.50	24.79	11.49	0.21	是
BINGBIAN 病变 (女声版)	鞠文娴	2.50	3.40	28.26	0.34	否
后来《后来的我们》电影彩蛋歌曲	刘若英	2.36	14.09	0.14	0.04	是
白羊	徐秉龙	2.24	17.68	17.33	0.26	否
如约而至	许嵩	2.24	3.32	0.60	0.11	是
那是你离开了北京的生活	薛之谦	2.21	10.79	2.01	0.14	是
我乐意 QQ 炫舞系列主题曲	许嵩	2.11	6.00	1.21	0.16	是
PLANET	ラムジ (Lambsey)	2.04	13.76	17.27	0.78	否
摩天大楼	薛之谦	2.04	8.83	2.58	0.32	是
123 我爱你	新乐尘符	2.00	6.47	77.67	0.83	否
像风一样	薛之谦	1.93	17.17	2.27	0.12	是
最好	薛之谦	1.91	11.43	5.41	0.21	是
卡路里《西虹市首富》电影插曲	火箭少女 101	1.90	6.61	6.35	0.44	是
我们不一样《这就是街舞》第八期背景音乐	大壮	1.78	9.13	6.35	1.11	是
演员	薛之谦	1.76	9.13	15.28	1.36	否
云烟成雨《我是江小白》动画片尾曲	房东的猫	1.67	15.24	8.62	0.26	是
Victory	Two Steps From Hell	1.63	23.91	7.15	0.22	是
动物世界	薛之谦	1.60	16.16	3.29	0.39	是

歌曲名称	歌手	QQ 音乐	网易云音乐	酷狗音乐	酷我音乐	网易云音乐评论比是否第一
醉赤壁《赤壁 Online》网游主题曲	林俊杰	1.57	10.53	12.56	0.42	否
最后我们没在一起	白小白	1.56	3.45	10.73	0.30	否
Sakura Tears	Snigellin	1.50	7.43	0.03	0.06	是
合计		73.14	387.47	371.00	15.65	是

资料来源: Appannie, QQ 音乐, 酷狗音乐, 酷我音乐, 网易云音乐, 华创证券整理

但从评论质量角度, 网易云音乐可以说超越酷狗, 酷狗平台存在高比例的和音乐无关的评论。

图表 50 网易云音乐《侧脸》热评



资料来源: 网易云音乐

图表 51 酷狗音乐《侧脸》热评



资料来源: 酷狗音乐

四、流量变现: 直播、会员、广告, 多重模式百花齐放

(一) TME: 直播打赏贡献主要收入; 会员付费率提升空间较大

根据公司公告对音乐业务的划分, 音乐行业收入来源主要分为两种: (1) 在线音乐服务: 主要包括会员付费、数字专辑、版权转授以及广告等。(2) 社交娱乐服务: 主要包括酷狗、酷我直播; 全民 K 歌收入。

不难发现, 2017Q3 之前, 主要包括音乐直播在内的社交娱乐业务占比不断提升。而我们预计未来在线音乐业务对于 TME 收入增长贡献有望超过直播业务。

图表 52 TME 主营收入构成测算（百万）

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
总收入	1475	2001	2105	2380	2910	3586	4116	4503	4969
在线音乐服务收入	585	749	719	645	737	1048	1254	1299	1463
会员收入	315	376	437	432	467	505	565	605	635
其他	270	373	282	213	270	543	689	694	828
专辑售卖 E	75	75	75	75	75	75	75	75	75
广告 E	90	113	95	96	96	116	102	115	120
转授权及其他 E	105	185	112	42	99	352	512	504	633
社交娱乐服务及其他收入	890	1252	1386	1735	2173	2538	2862	3204	3506
在线音乐收入占比	39.66%	37.43%	34.16%	27.10%	25.33%	29.22%	30.47%	28.85%	29.44%

资料来源：公司公告，华创证券

1、在线音乐服务：会员付费率 3.92%，增长空间较大

在线音乐服务主要收入来源即为会员订阅、数字专辑、版权转授以及广告。腾讯音乐 2018 年 Q2 在线音乐服务移动端 MAU 达 6.44 亿（TME 在线音乐服务移动端 MAU 是指特定时期内旗下音乐产品，如 QQ 音乐、酷狗音乐以及酷我音乐 MAU 加总，相同设备重复登陆产品未去重）。而海外巨头 Spotify 这一指标仅为 1.8 亿。

图表 53 TME 在线音乐业务移动端 MAU 与 spotify MAU



资料来源：公司公告，华创证券

在线音乐方面，除了音乐播放用户，全民 K 歌、酷狗酷我直播等用户显示出的音乐娱乐需求，具备向腾讯系三大产品 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐转移的潜力，因此在线音乐业务 MAU 上限为全部未去重 MAU，即 8 亿为腾讯移动非去重 MAU 潜在天花板，目前距天花板尚有 1.24 倍空间。按照目前在线音乐三大产品 MAU 平稳缓慢增长的趋势，到 2019 年中，在线音乐服务 MAU 将达到 6.7 亿，后期按照缓慢导入趋势测算，2023 年将达到天花板。

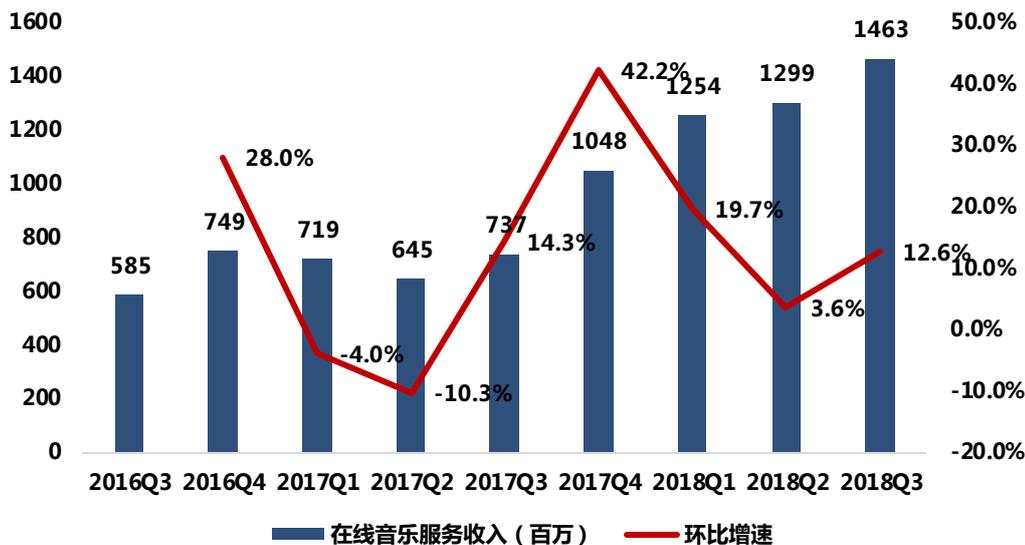
图表 54 TME 在线音乐服务 MAU 预测



资料来源: TME 招股书, 华创证券预测

受益于用户基数和付费情况持续改善, 2018Q3 TME 在线音乐服务实现收入 14.63 亿, 同比增长 98.5%。从收入结构来看, 在线音乐服务收入占比由 2017Q3 最低点的 25.3% 上升到 2018Q3 的 29.4%, 是未来收入增量的重要组成。

图表 55 在线音乐服务收入情况



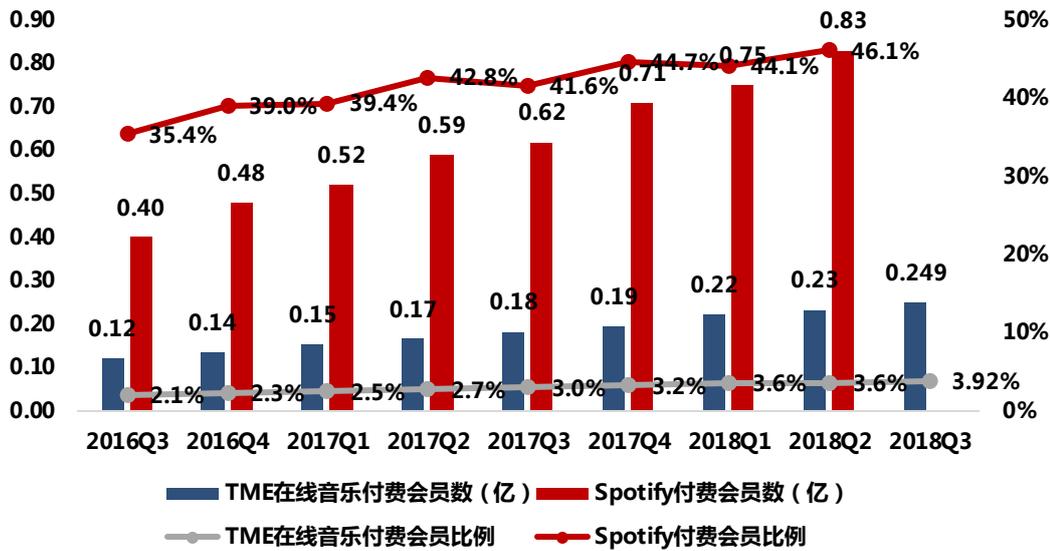
资料来源: 公司公告, 华创证券

1.1 在线音乐-会员收入: 订阅不断增长, 付费率与 Spotify 将有较大差距

在会员订阅方面, 旗下音乐平台是国内会员订阅业务的开端者之一, 早在 2008 年, QQ 音乐就已开通绿钻服务。随着后续正版化推进和付费情况改善, 会员业务发展走向成熟。

TMEQ2 付费用户数达 2330 万, 付费比例为 3.6%, 保持稳步增长。(在线音乐付费用户数是指该季度每月最后一天会员权益保持活跃状态的用户数的平均值, 不包括只购买数字单曲或专辑的用户)但这一数据与 Spotify46.1%的占比仍有很大差距。

图表 56 TME 和 Spotify 付费会员情况对比



资料来源：公司公告，华创证券

Spotify 如此高的付费率，是以大幅降低免费用户使用体验为前提的：非会员在体验上受到一定限制，如平均播放 5-6 首歌后会有一次 30 秒左右的广告。考虑到其竞争对手 AppleMusic 则是只服务于订阅用户，其免费+硬广告策略才存在生产空间。

而腾讯音乐在中国的竞争格局则在很长一段时间不允许他们这样操作：免费用户存在很大转投其他免费音乐的可能，只能依赖增强更多会员特权，以及慢慢培养付费习惯来逐渐引导付费。

图表 57 spotify 和 AppleMusic 非会员情况

	Spotify	AppleMusic
非会员	广告、无法离线收听、低质音乐、曲库限制	不提供免费服务

资料来源：Appmusic, Spotify, 华创证券

目前 TME 平台会员享有高品质音乐收听/下载、软件个性主题、尊贵图标等一系列特权。绿钻会员与普通会员区别为，除了下载之外还有 QQ 空间音乐、获得明星问候语、游戏礼包等特权。此外，一些粉丝见面会活动的参与条件就是绿钻会员。

图表 58 QQ 音乐会员状况

会员种类	绿钻豪华版	付费音乐包
价格	连续包月：11.4 元/月；一个月：9.9 元；3 个月：45 元；12 个月：180 元	连续包月：7.6 元/月；一个月：8 元；3 个月：24 元；12 个月：88 元
特权	千万付费曲库、付费歌曲下载、无损音质、免广告、百变播放器、个性主题皮肤、个性弹幕、歌词海报字体、专享 DTS 音效	千万付费曲库、付费歌曲下载、无损音质、免广告

资料来源：QQ 音乐，华创证券

此外，公司积极推广各种促销活动来推动订阅量提升，如一元升级绿钻豪华版、年费补齐等活动。

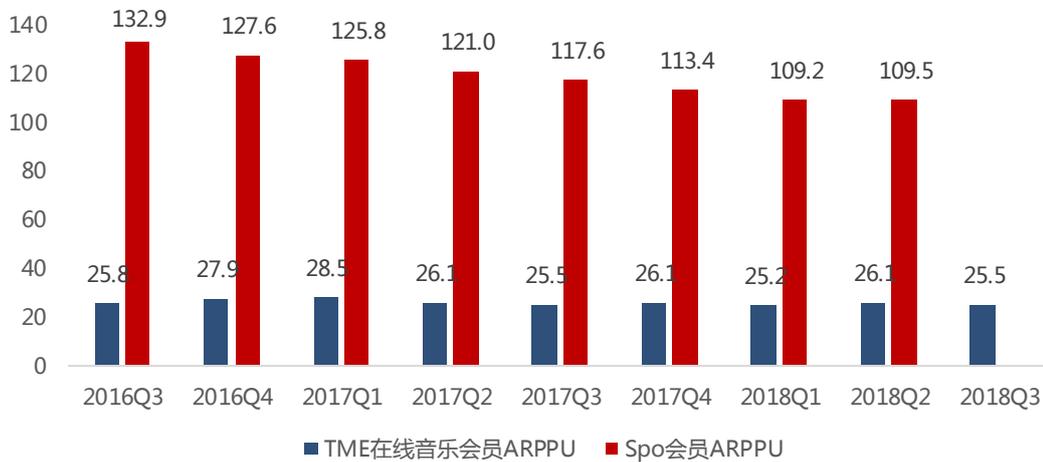
图表 59 会员促销活动



资料来源: QQ 音乐

在不断改善用户付费进程中, TME 没有过度强调提升单用户价值。在会员订阅上可以看出, TME 重心在于不断提高用户付费人数, 而月度 ARPPU 基本维持在 8-9 元之间。Spotify ARPPU 则在持续下滑, 同样利用低价策略导入更多付费用户来培育用户习惯。

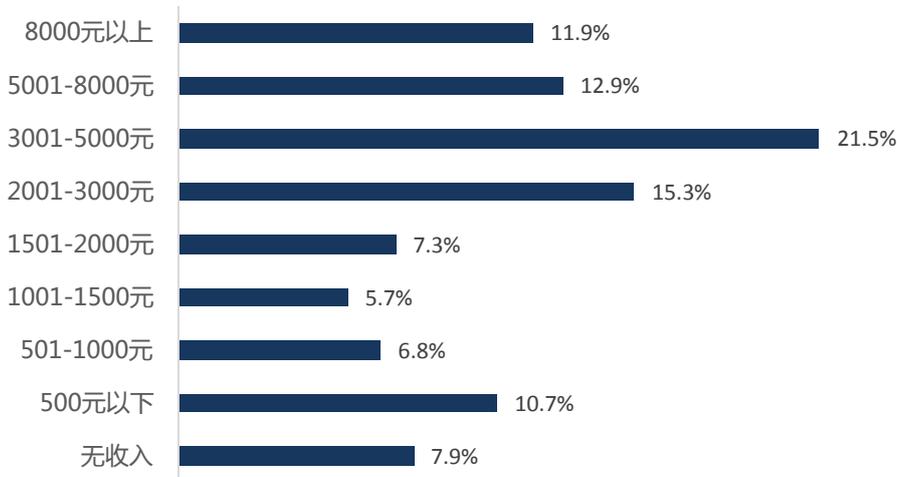
图表 60 TME SPO 在线音乐会员季度 ARPPU 比较 (元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

中商产业研究院研究显示, 根据国际经验, 人均 GDP 达到一万美元时, 文化产业会进入高速发展时期。人均 GDP 一万美元折合人民币约为月收入 5000 元, 则可以以月收入 5000 元以上的用户群体作为付费会员目标空间群体。CNNIC 数据显示, 中国网民月收入 5000 元以上的比例约为 24.8%。则以前文在线音乐上限 MAU8 亿计算, 付费会员数上限约为 $8 \text{亿} \times 24.8\% = 1.98 \text{亿}$ 。根据 8.3 元/月的 ARPPU 测算, 会员付费空间上限为 $1.98 \times 8.3 \times 12 = 197.2 \text{亿元}$ 。

图表 61 中国网民月收入结构



资料来源: CNNIC, 华创证券

按照付费会员率平稳慢速增长, 以及 ARPPU 稳定趋势预测, 2018 年订阅会员收入 24.34 亿元, 2019 年约为 30.4 亿元。

图表 62 腾讯音乐会员订阅收入



资料来源: TME 招股书, 华创证券

1.2 在线音乐-专辑售卖: 收入占比较小, 粉丝经济引领数字专辑新玩法

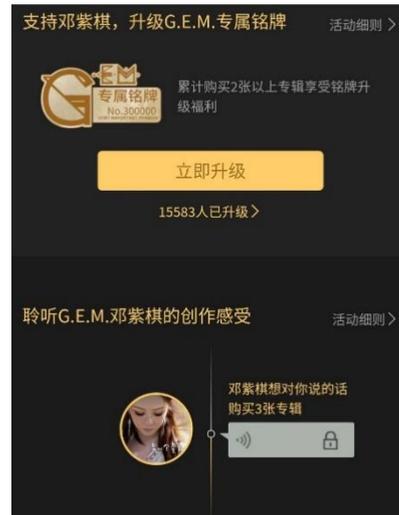
粉丝经济带来新玩法, 平台深度挖掘偶像商业价值。QQ 音乐深度挖掘粉丝经济带来的效益, 成功实现了粉丝关系维系和商业创收双重效果。业内最成功的案例之一即为 QQ 音乐和李宇春的合作, QQ 音乐针对李宇春新专辑《流行》, 开发六套专辑封面, 在 6 天预售期内每天为粉丝解锁一张“新专辑”, 在封面玩法下粉丝具有极大的驱动力收集不同封面的多张专辑, 单个用户对单张专辑的付费增加。类似玩法同样出现在 G.E.M 新专辑上, 直接促进了粉丝多次购买, 其中个人购买榜最高高达 5000 张。在围绕粉丝经济的营销下, 平台付费和粉丝粘性都得到了有效提升。

图表 63 李宇春《流行》封面套装



资料来源: QQ 音乐

图表 64 G.E.M 专辑“粉丝经济”案例



资料来源: QQ 音乐

除了同艺人与唱片公司进行合作之外, 平台本身也为粉丝经济提供温床。在艺人数字专辑购买界面, 用户能够看到相关的艺人公会, 用户需要购买专辑才能进入公会, 个人和工会对于专辑的购买数量会实时披露。作为粉丝聚集地, 公会带来的社交归属感以及公会间的竞争属性能够进一步刺激用户付费。

图表 65 QQ 音乐艺人专辑工会榜单



资料来源: QQ 音乐

图表 66 QQ 音乐艺人专辑个人榜单



资料来源: QQ 音乐

TME 数字单曲销售方面, 2017 年 QQ 音乐共发行数字专辑 110 张, 数字单曲/专辑售卖排行榜前 20 位销售额达到 1.5 亿元; 根据二八分化原理, QQ 音乐 2017 年专辑收入约在 2 亿元, 加上酷狗酷我销量全年约为 3 亿元。一个季度千万量级, 对比 18Q3 总收入 50 亿来说占比较小。

就 2018 年来看, 截至 12 月 1 日, 前 20 位销售额达到 1 亿元, 预计全年收入与 2017 年持平, 占总收入比例较微。

图表 67 2017 年 QQ 音乐数字专辑畅销榜

排名	2017	数量(万张/首)	价格	收入	2018	数量(万张/首)	价格	收入
1	流行	116.78	20	2335.6	梦不落雨林	82.62	27	2230.74
2	reputation	988.31	2	1976.62	撞	197.86	10.1	1998.386
3	kwon Ji Yong	131.30	10	1313	To the nines	47.06	20	941.2
4	伟大的渺小	60.44	20	1208.8	我是你的	172.79	3	518.37
5	sheep	66.70	15	1000.5	antares	30.51	16	488.16
6	6	189.93	5	949.65	Flower road	156.57	3	469.71
7	I	149.82	5	749.1	Kamikaze	198.64	2	397.28
8	venture	125.39	5	626.95	我们在中场相遇	13.76	20	275.2
9	imagination	119.74	5	598.7	未	30.17	9	271.53
10	love yourself 承 'Her'	24.83	18	446.94	画外音	173.49	2	346.98
11	C'mon in	19.39	20	387.8	宝贝	110.76	2	221.52
12	Evolve	199.12	2	398.24	The great seungri	12.1	18	217.8
13	跳舞的梵谷	190.95	2	381.9	Bloom	102.82	2	205.64
14	winter special gift	56.66	5	283.3	流星花园	224.51	2	449.02
15	You never walk alone	22.82	12	273.84	另一个童话	72.61	2	145.22
16	A. I. 爱	14.96	18	269.28	重命名	12.63	12	151.56
17	White night	16.48	16	263.68	Power of destiny	5.44	25	136
18	红蓝药丸	260.21	2	520.42	未 2	15.09	9	135.81
19	Revival	222.75	2	445.5	语音便笺	144.25	2	288.5
20	猎场原声带	46.64	5	233.2	温暖	42.37	3	127.11
总计				14663.02	总计			10015.736

资料来源: QQ 音乐, 华创证券

另外, 酷狗音乐方面, 根据 2018 年 10 月第四周周榜前 20 位销售额总计 57 万元, 同期 QQ 音乐周榜 top20 销量 103 万, 预计酷狗音乐数字专辑收入 1 亿元左右。

图表 68 2018 年 10 月第四周酷狗音乐数字专辑畅销榜

排名	名称	数量(张/首)	价格	本周收入	总销量	总收入	发行时间
1	梦不落雨林	11700	27	315,900	47,758	1,289,466	2018.10.19
2	毒苹果	21400	7	74,900	35,182	123,137	2018.10.26

排名	名称	数量(张/首)	价格	本周收入	总销量	总收入	发行时间
3	撞	2424	10.1	24,482	42,308	427,311	2018.08.18
4	我是你的	6636	3	19,908	101,591	304,773	2018.10.03
5	红蓝药丸	8831	2	17,662	442,921	885,842	2017.11.03
6	Kamikaze	7758	2	15,516	173,373	346,746	2018.08.31
7	1989	671	19	12,749	160,553	3,050,507	2014.10.27
8	reputation	8162	2	16,324	1,059,732	2,119,464	2017.11.10
9	未	1101	9	9,909	36,790	331,110	2018.10.12
10	武动乾坤原声带	5808	2	11,616	173,384	346,768	2018.08.07
11	追梦人	377	20	7,540	1,636	32,720	2018.10.17
12	伟大的渺小	348	20	6,960	63,990	1,279,800	2017.12.28
13	Bloom	3133	2	6,266	74,902	149,804	2018.08.31
14	Sheep	403	15	6,045	167,322	2,509,830	2017.10.17
15	流星花园	4439	2	8,878	670,946	1,341,892	2018.07.23
16	让我留在你身边	2330	2	4,660	646,122	1,292,244	2016.11.08
17	敦煌定若远	3377	2	6,754	139,600	279,200	2018.08.31
18	偷故事的人	177	15	2,655	19,592	293,880	2017.12.12
19	Sweetener	1478	2	2,956	52,626	105,252	2018.08.17
20	一吻不定情	206	10	2,058	1,608	16,077	2018.09.27
总计			573738			16,525,823	

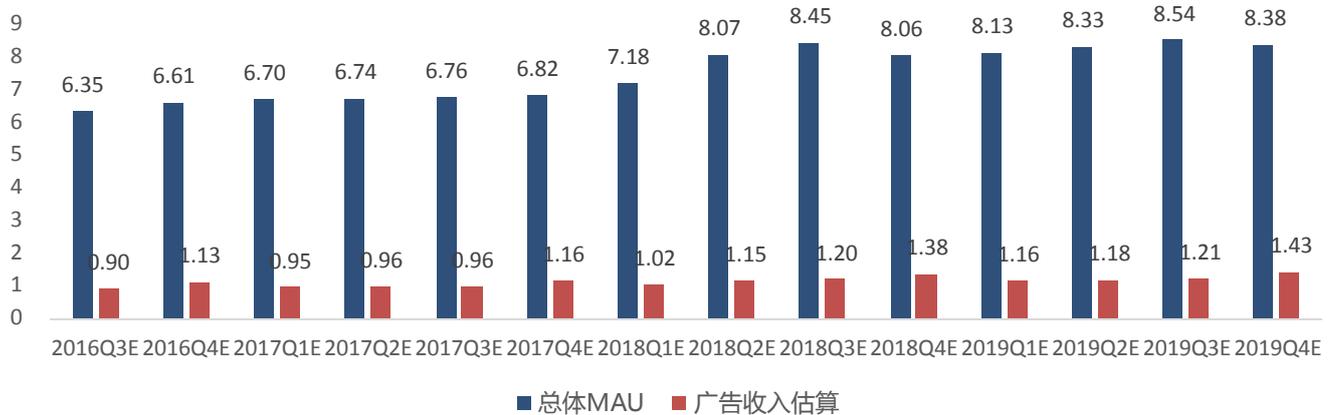
资料来源：酷狗音乐，华创证券

酷我音乐体量相对较小，周榜榜首专辑张艺兴的《梦不落雨林》在 QQ 音乐总销售达到 76 万张，在酷我音乐总销量仅为 7559 张；榜眼专辑邓紫棋《毒苹果》在 QQ 音乐销量 33 万，在酷我总销量仅为 2583 张。酷我数据仅有 QQ 音乐的 1% 左右。

1.3 在线音乐-广告业务：主要为开屏广告，曝光较为保守

根据 TME 招股书，2016 年 1 月-6 月 CMC（包括酷狗、酷我平台）广告收入仅为 0.9 亿元。Appannie 数据显示，当时酷狗+酷我总体 MAU 在 3 亿量级，我们根据 TME 当前 MAU 情况以及广告单价周期性变化情况测算 TME 季度广告收入在 1 亿量级。

图表 69 TME 广告收入测算



资料来源: Appannie, 华创证券测算

在广告变现上, TME 极为保守。最明显的广告即为开屏广告, 且酷狗开屏广告主要用于酷狗直播话题宣传, 广告主广告比率极小。

图表 70 酷狗开屏广告



资料来源: 酷狗

图表 71 QQ 音乐开屏广告

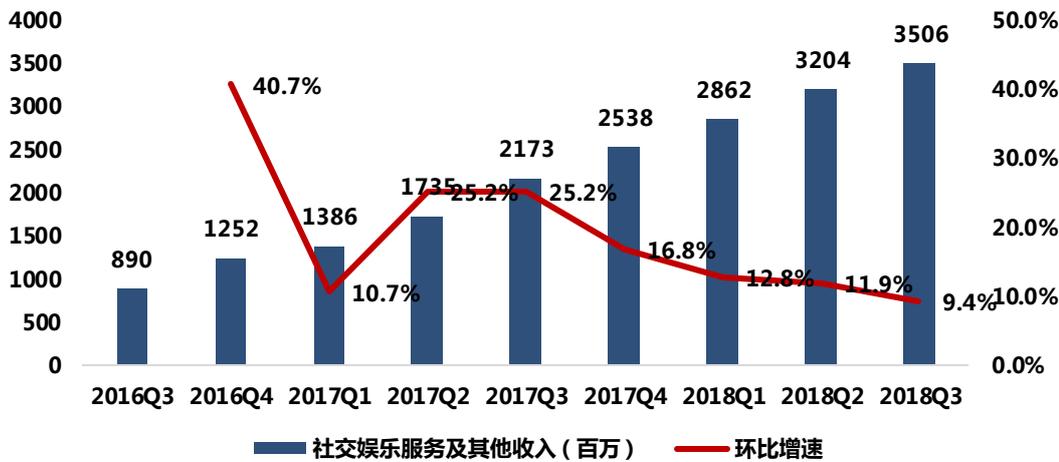


资料来源: QQ 音乐

2、社交娱乐服务: 社交属性驱动用户付费, 虚拟打赏变现流量价值

TME 社交娱乐业务当前贡献 70% 的收入, 主要包括直播、卡拉 ok 以及相关衍生品, 其中直播业务和在线卡拉 OK 主要依赖于用户打赏。2018 年 Q3 社交娱乐服务及其他业务实现收入 35 亿, 是同期在线音乐服务收入的 2.4 倍, 同比增长 61%。

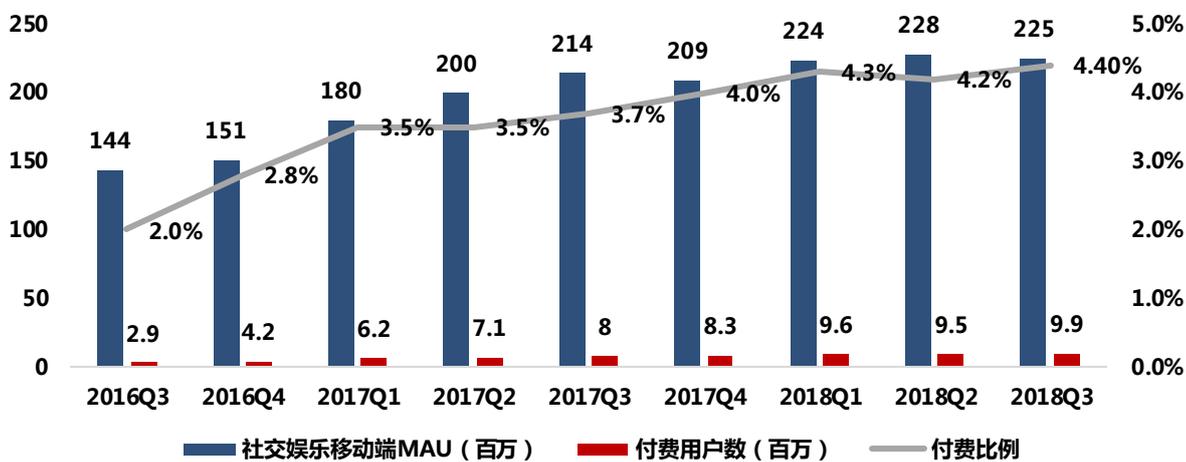
图表 72 社交娱乐服务及其他收入情况及增速



资料来源：公司公告，华创证券

社交娱乐业务 MAU 保持稳定的增长, 2018 年 Q3 移动端 MAU 高达 2.25 亿, 付费人数达到 990 万, 付费率为 4.4%, 而秀场直播可比公司稳定期付费率约在 10%。但考虑到, 社交娱乐业务 MAU 基数中已包括全民 K 歌唱 K 用户, 实际直播业务付费率或接近 10%。直播业务付费率提升空间不大, 但全民 K 歌付费率存在提升空间。(社交娱乐业务及其他的移动端 MAU 定义为特定期限内旗下社交娱乐服务产品(酷狗直播、全民 K 歌、酷我直播、酷狗和酷我音乐的直播服务)移动端 MAU 加总, 相同设备或账户重复登陆产品未去重; 社交娱乐及其他付费用户数是指该季度至少进行过一次付费的用户, 包括会员及赠送虚拟礼物)

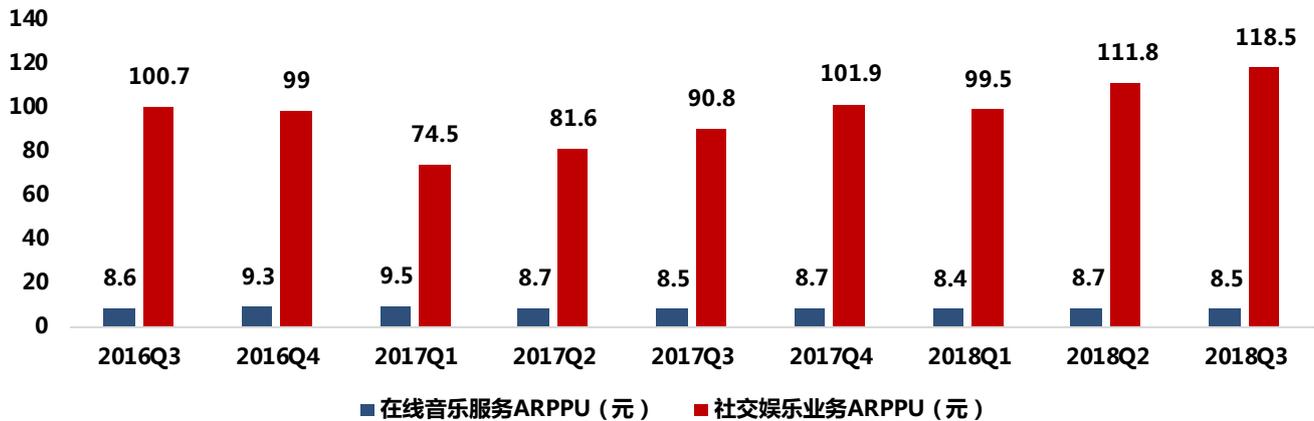
图表 73 社交娱乐业务及其他移动端 MAU 和总体付费情况



资料来源：公司公告，华创证券

社交娱乐业务月度 ARPPU 由 2017 年 Q1 的 74.5 元增长到 2018 年 Q3 的 118.5 元, 一个季度 ARPPU 为 355.5 元, 可比公司陌陌 ARPPU 为 616 元/季度; 欢聚时代 ARPPU 为 690 元/季度。虽然 ARPPU 数据同样因为全民 K 歌会员费较低原因被拉低, 但这一数据与可比公司相比仍具有一定增长空间。(计算在线音乐服务 ARPPU 的收入为月平均会员订阅收入, 即不包括数字专辑、广告及其他收入, 而在线音乐付费用户数是指该季度每月最后一天会员权益保持有效状态的用户数的平均值, 不包括只购买数字单曲或专辑的用户)

图表 74 在线音乐服务与社交娱乐业务月度 ARPPU 对比



资料来源：公司公告，华创证券

2.1 在线娱乐-直播业务：歌曲导流给予流量支持；立足交互性增强 ARPPU

酷狗直播成立于 2012 年，成立初期即从事在线演艺业务，后于直播风口兴起后切入移动端，从直播内容来看，酷狗直播归属于秀场直播。传统秀场直播在才艺之外通常还涉及部分灰色内容，但酷狗直播本身的专业性使其关于内容问题的顾虑较少，正如其本身定位一样-“一个真正唱歌的直播平台”。观众打赏更多基于歌手歌曲本身。

浓厚的音乐属性聚集真正的音乐爱好者，打造专业性音乐直播平台。酷狗直播将其直播内容分为推荐、热门、新秀、好声音、乐器、组合以及 DJ 等。每个分类都具备明显不同的音乐属性。

根据非去重移动社交娱乐业务 MAU 数据 2.28 亿，以及全民 K 歌数据 1.49 亿，可以推测 Q2 酷狗、酷我直播业务移动 MAU 为 2.28 亿-1.49 亿=7900 万。

直播市场经历 2015 年起由 PC 端向移动端转移，流量红利已逐渐消耗完毕；但 TME 直播业务主要为酷狗内置直播，随着在线音乐用户增长，存在导流可能。假设酷狗、酷我音乐新用户能够按现有比例被导流到直播，预计 2023 年直播业务达到移动 MAU 上限为 1.05 亿。

图表 75 移动直播 MAU 变化趋势预测



资料来源：APP Annie，TME 招股书，华创证券预测

主播层面：歌曲导流给予足够流量支持

通过腾讯音乐人认证的歌手，或者酷狗直播认证的歌手（2 首原创单曲）如果在酷狗签约直播可以获得底薪，待遇

是由基本工资+礼物兑换组成的，而基本工资由礼物收入多少和直播时长决定的。直播津贴是在普通主播的基础上增加，如果是唱作人（5首以上原创歌曲，每月直播22小时下限要求），多加1000元的补贴，如果是金牌唱作人（10首以上原创歌曲，每月直播16小时下限要求），会多2000元的补贴。新主播有60天新秀期，在新秀区展示；也可以请用户点击帮忙推广直播。在中国多数草根音乐人每月收入低于1000元的境况下，酷狗、酷我直播造星之路无疑大力推动原创音乐人的基数。

酷狗音乐本身内嵌直播界面，为直播内容提供有效导流。酷狗基于本身的分析和推荐技术，会在用户使用在线音乐服务时实时推送相关歌曲的直播，精准实现用户导流。

图表 76 歌曲《后来》播放页面 图表 77 歌曲《后来》直播界面



资料来源：酷狗音乐



资料来源：酷狗音乐

且由于酷狗背靠腾讯音乐，与诸多唱片厂商存在战略合作关系，直播平台为旗下主播提供了优质的上升渠道。酷狗直播先后设立音乐产业孵化基地、酷狗直播成长基金、酷狗校园音乐基地等，帮助新人歌手完成直播-累计粉丝-音乐专辑制作发行-商演、推广等一系列流程。目前最为成功的案例即为华语歌手庄心妍。2018年4月，庄心妍在酷狗发布数字专辑，上线半月销量超50万。

图表 78 “直播+数字专辑”商业模式



资料来源：音乐直播行业白皮书

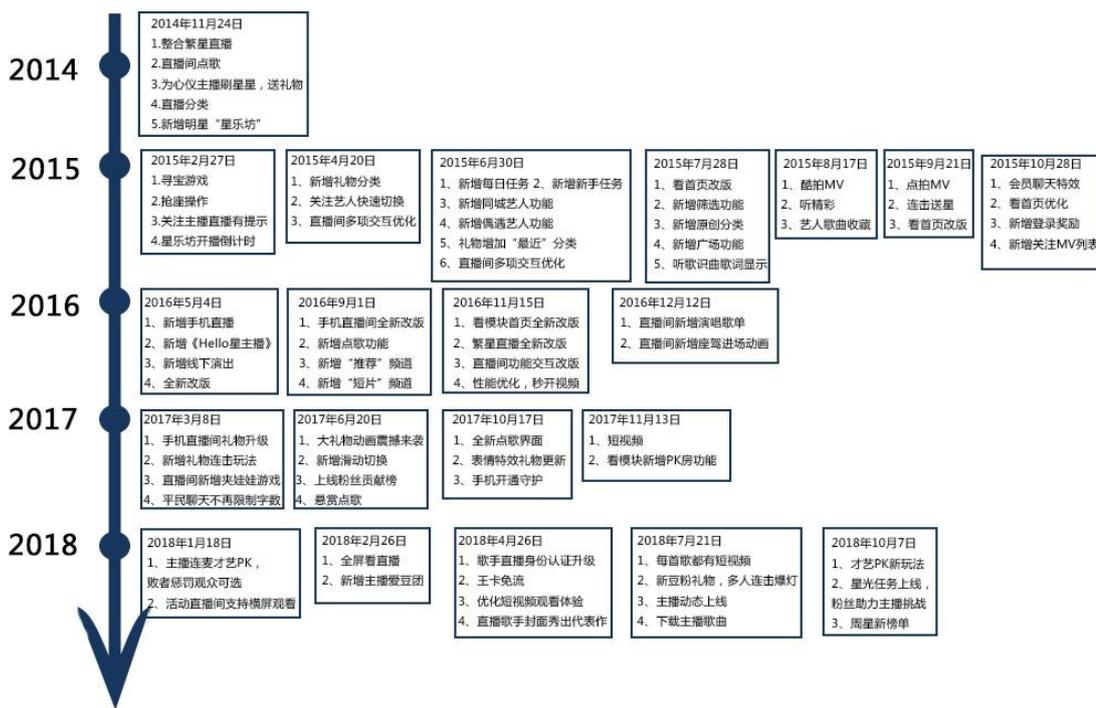
根据公开资料显示，酷狗直播2017年为295位直播歌手发行了702张付费数字专辑，营收达到2.2亿元，并预计2018年于数字专辑领域实现5亿收入。以蒋雪儿为例：2017年9月首次尝试数字专辑付费时，在《不是你的唯一》新歌首唱会直播当晚，90分钟专辑就卖出了2万张，总计直播间卖出5万张；专辑又卖出3.5万张，堪比主流歌手。

立足于付费体验和交互玩法；版本迭代增强 ARPPU

自 2016 年 Q3 以来，直播区经历多次重大迭代：

2016 年 9 月：直播间增加点歌功能，提升用户体验；2017 年 6 月：主播资料页上线粉丝贡献榜，看看谁是刷榜狂人；
2017 年 10 月：悬赏点歌，享受主播一对一的专属服务；2017 年 11 月：增加 PK 房功能；2018 年 7 月：下载主播歌曲，好音乐享不停；
2018 年 10 月：星光任务上线，粉丝助力主播挑战；周星新榜单，人气帮你冲榜

图表 79 酷狗音乐迭代时间轴



资料来源：七麦数据，华创证券

直播业务迭代始终围绕两个方面进行，其一是用户的付费体验，例如礼物动画、座驾进场动画等。其二是交互，例如增加 PK 玩法、挖宝等多种具备高度交互性的直播玩法，能够有效捕捉长尾付费用户。跟随着产品迭代，社交娱乐业务的 MAU 和付费用户数保持稳定的增长，而相应的单付费用户付费也呈现稳步提升的趋势。

2.2 在线娱乐-K 歌业务：打通熟人、陌生人社交关系；全民 K 歌后来居上

根据 APP Annie 显示 2018 年 Q2 全民 K 歌平均 MAU 约为 1.49 亿。全民 K 歌 2014 年凭借微信/QQ 社交联动强势进入在线 K 歌市场，目前唱 K 类产品运营已较为成熟。

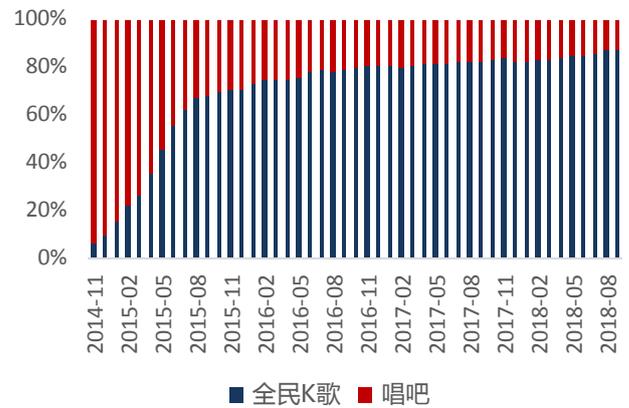
全民 K 歌和唱吧占有中国绝大部分 K 歌 APP 市场，根据二者加总 MAU 发现，2015 年至 2017 年初为唱歌 app 市场高速增长阶段。观察发现到 2017Q4 市场合计 MAU 出现首次下滑，2017-2018 呈现周期性波动。且 2018 年以来全民 K 歌开始侵蚀唱吧市场份额，进入存量用户竞争阶段。

图表 80 在线 K 歌市场 MAU 规模



资料来源: APP Annie, 华创证券

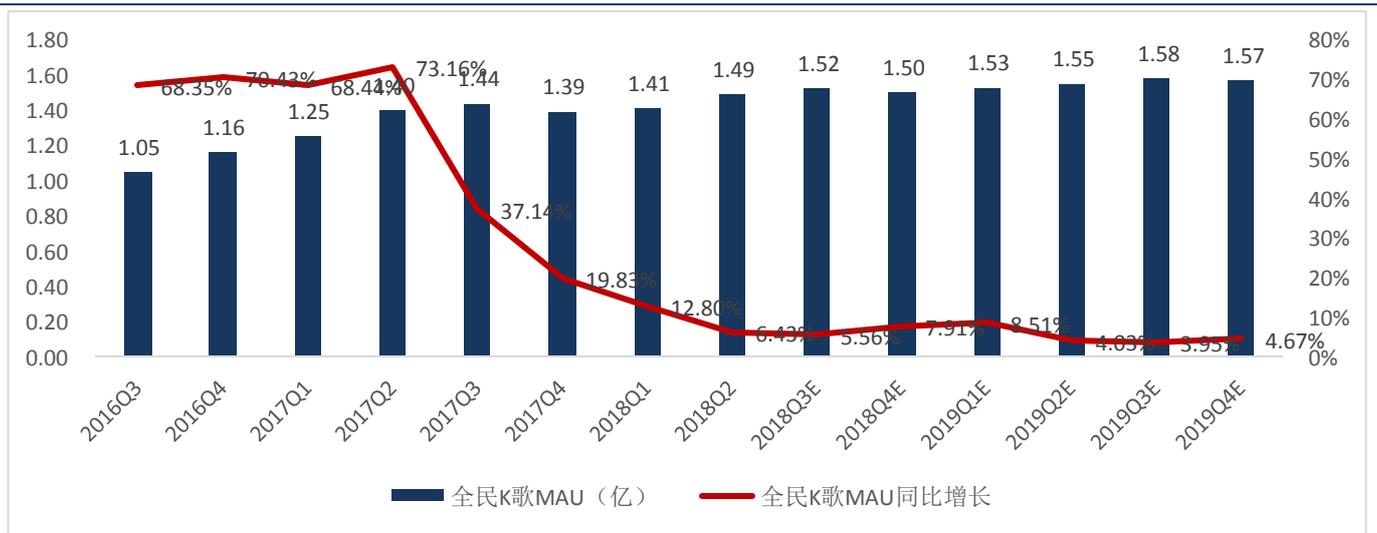
图表 81 全民 K 歌与唱吧市场份额变化



资料来源: APP Annie, 华创证券

因此, 可以以当前市场合计 MAU1.94 亿作为全民 K 歌天花板, 并以侵蚀唱吧等中长尾 APP 用户为前提。预期 2022 年达到上限。

图表 82 全民 K 歌 MAU 变化趋势预测



资料来源: App annie, 华创证券预测

在线卡拉 OK 业务领域, 全民 K 歌进一步强化了 TME 的社交属性。同其他腾讯系产品类似, 全民 K 歌使用 QQ 或微信账号登陆, 而对于具备高度社交性的在线卡拉 ok 内容能够通过相应的分享获得较大的活跃度。凭借 QQ/微信的账户优势, 全民 K 歌能够实现在线的好友互动, 并在微信好友发布歌曲时弹出提醒。

图表 83 全民 K 歌用户界面



资料来源：全民 K 歌，公司公告，华创证券

全民 K 歌主要收入来源同样为虚拟礼物销售，且付费内容更加多元化，包括歌曲演唱、直播、短视频、MV、歌房以及歌单等，原创内容基本都设有相应的付费点。并且，在付费设计上，全民 K 歌属于双向付费，内容创作者和内容接收者都具备付费意愿。对于内容创作者，其可选择为自身歌曲添加多样特效使内容更具吸引力。对于内容接收者，则可选择赠送虚拟礼物给内容创作者。

在社区构建上，软件自动识别 QQ 或者微信账户的好友，同时包含附近用户推荐，兼具熟人社交和陌生人社交两种属性。

图表 84 全民 K 歌好友界面



资料来源：全民 K 歌

图表 85 全民 K 歌内容类型

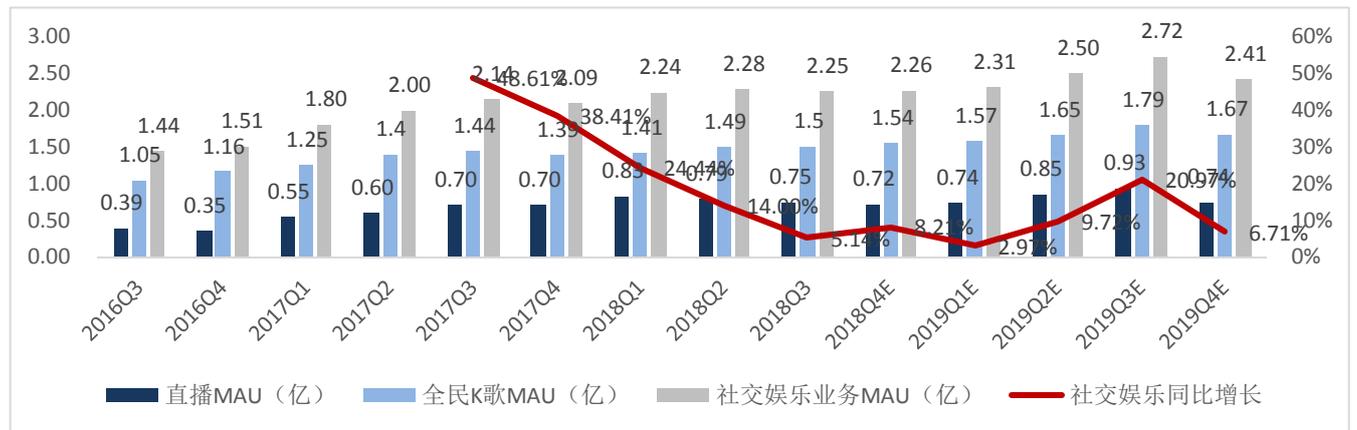


资料来源：全民 K 歌

2.3 社交娱乐业务总体 MAU 与收入变化测算

全民 K 歌 MAU 值+酷狗、酷我移动直播 MAU 值为社交娱乐业务非去重移动 MAU 值，预计 2023 年达到峰值 2.99 亿。

图表 86 社交娱乐业务移动 MAU 变化趋势预测

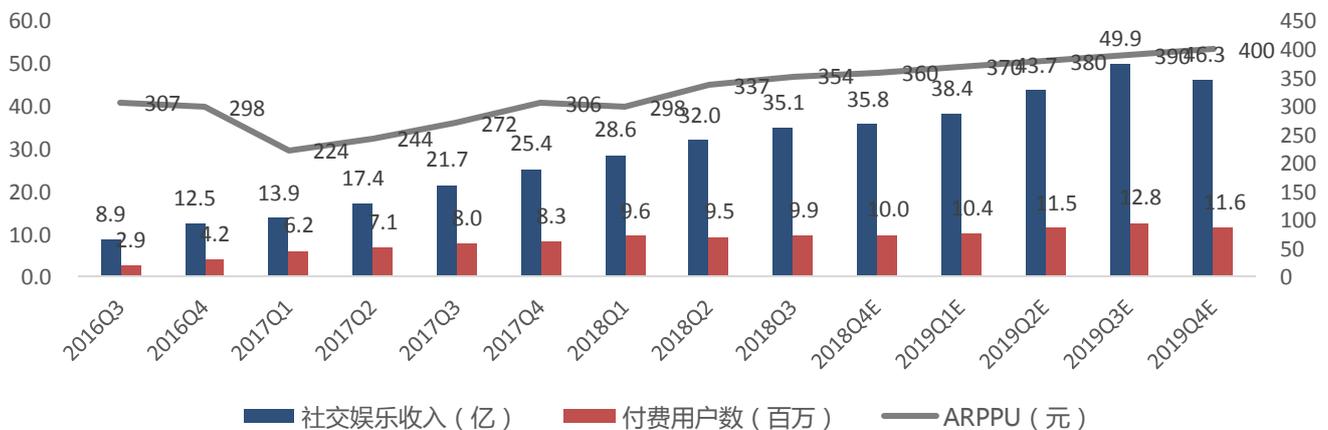


资料来源: App Annie, TME 招股书, 华创证券预测

社交娱乐及其他收入方面, 由于酷狗、酷我直播及全民 K 歌可以归入秀场类型, 秀场直播发展较为成熟的 YY、陌陌直播业务付费用户比例约 10%, 则可以以 10%作为付费率上限。

前文测算社交娱乐业务 MAU 上限为全民 K 歌 MAU 上限 1.94 亿+直播业务 MAU 上限 1.05 万=2.99 亿, 则付费用户最高可达到 2990 万人, 截至 2018 年 6 月社交娱乐付费用户为 950 万人, 距离天花板尚有 2 倍空间。

图表 87 TME 社交娱乐收入情况预测



资料来源: TME 招股书, 华创证券预测

(二) 网易云音乐: 专辑销量全网领先, 社区评论创造信息流广告价值

1、专辑售卖: 用户基数虽小, 专辑销量全平台领先

网易云音乐于 2018 年迎头赶上, 截至 12 月 1 日, 前 20 位销售收入为 1.5 亿元, 高于 QQ 音乐 1 亿元, 榜首收入同样达到 2200 万量级。

图表 88 2018 年网易云音乐数字专辑畅销榜 (截至 12 月 1 日)

排名	2018	数量 (首)	价格	收入 (万)
1	平凡的一天	10996719	2	2199.34

排名	2018	数量(首)	价格	收入(万)
2	Reputation	8642584	2	1728.52
3	1989	7492131	2	1498.43
4	love yourself 结 'answer'	6171623	2	1234.32
5	I'm here	6971496	2	1394.30
6	Hard Road	5329689	2	1065.94
7	Revival	3748854	2	749.77
8	新大陆	3381856	2	676.37
9	The first I	3184844	2	636.97
10	love yourself 转 'Tear'	3065884	2	613.18
11	Kamikaze	2605434	2	521.09
12	Red pill blues	2279087	2	455.82
13	伟大的渺小	2266753	2	453.35
14	跳舞的梵谷	1811458	2	362.29
15	Evolve	1729621	2	345.92
16	C'mon in	1568242	2	313.65
17	Queen	1405242	2	281.05
18	Voicenotes	1360223	2	272.04
19	Bloom	1266426	2	253.29
20	ANTI	1214950	2	242.99
总计				15298.52

资料来源：网易云音乐，华创证券

从另一个角度而言，2017 年全年截至 11 月 21 日，在全网同步发行的 20 张数字专辑中，网易云音乐有 13 张销售量居首。

图表 89 2017 年全网上线数字专辑销量统计

发行时间	歌手及专辑名称	网易云音乐	QQ 音乐	酷狗音乐	酷我音乐	虾米音乐	备注
2017 年 3 月 3 日	Ed Sheeran 《÷ (Deluxe)》	44394 张	116960 张	61861 张	4151 张		网易云音乐晚上线 2 个月
2017 年 3 月 29 日	陈楚生&SPY.C 《侦探 C》	63748 首	53704 首		3510 首		
2017 年 4 月 7 日	好妹妹《实名制》	84122 张	14145 张	31813 张			
2017 年 5 月 16 日	李志《李志、电	68207 张	2732 张				

发行时间	歌手及专辑名称	网易云音乐	QQ 音乐	酷狗音乐	酷我音乐	虾米音乐	备注
	声与音乐》						
2017 年 5 月 18 日	陈奕迅《放&披风》	239799 张	384541 张	354897 张	9964 张	29327 张	
2017 年 5 月 19 日	刘瑞琦《晚安,琦》	138077 首	142498 首	37122 首	4520 首		
2017 年 5 月 31 日	谢春花《知非》	33843 张	11640 张	2182 张	1352 首		
2017 年 6 月 9 日	Katy Perry《Witness》	727562 首	682443 首	340210 首	12678 首	69720 首	
2017 年 6 月 16 日	Lorde《Meiodrama》	343405 首	339860 首	17721 首	2377 首	38429 首	虾米音乐晚预售 2 个半月
2017 年 6 月 19 日	Faye 飞《小太空》	6166 张	4523 张	1256 张	142 首		
2017 年 6 月 23 日	Imagine Dragons《Evolve》	63201 张	52281 张	4610 张	367 张	3094 张	网易云音乐晚预售 40 天
2017 年 7 月 6 日	旅行团《永远都会在》	5750 张	1022 张	254 张	175 张		QQ 音乐晚预售 1 周
2017 年 7 月 21 日	Lana Del Rey《Lust For Life》	639177 首	336190 首	25072 首	2850 首	69916 首	
2017 年 8 月 4 日	陈奕迅《海胆&谁来剪月光》	226628 张	279778 张	346669 张	4927 张	23942 张	
2017 年 8 月 23 日	林俊杰《丹宁执着》	18433 张	294234 张	42264 张	6551 张		网易云音乐晚上线 1 个月
2017 年 10 月 9 日	陈奕迅《c'ome in~》	126112 张	137861 张	19808 张	2406 张	10760 张	
2017 年 11 月 3 日	Sam Smith《The Thrill of it All》	599461 首	402318 首	22226 首	3517 首	41681 首	
2017 年 11 月 3 日	Maroon 5《Red Pill Blues》	1295420 首	1165201 首	79383 首	8628 首	39744 首	
2017 年 11 月 9 日	孙燕姿《跳舞的梵谷》	1236683 首	1059666 首	108961 首	69874 首	292851 首	网易云音乐晚预售 1 周
2017 年 11 月 10 日	Taylor Swift《Reputation》	4192659 首	4491521 首	319932 首	50529 首	277351 首	

资料来源：新音乐产业观察，华创证券

2、社区评论创造信息流广告价值

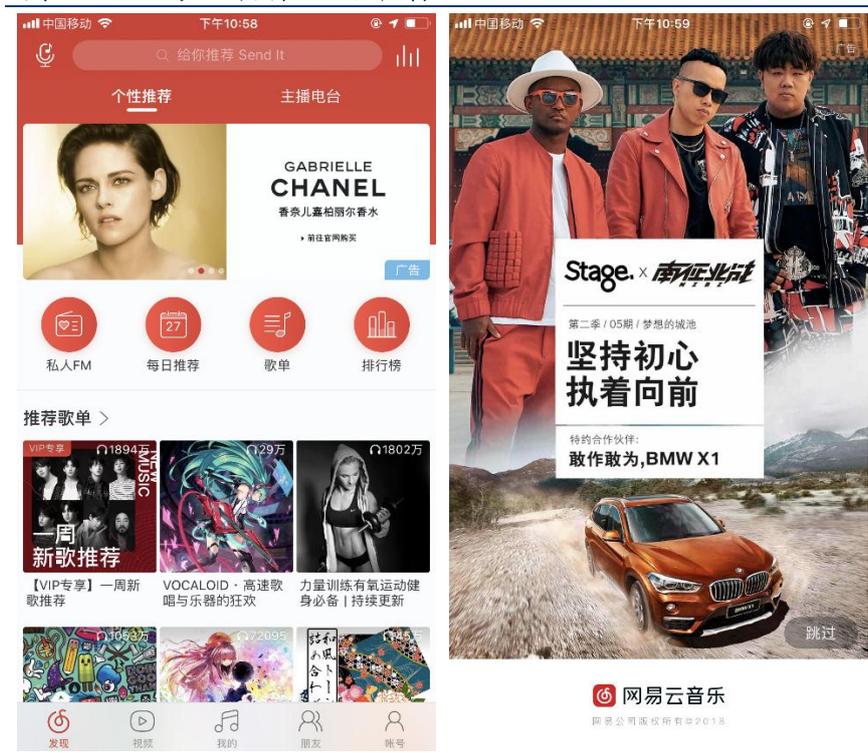
广告层面，独特的评论社区文化使得网易云创造出新玩法。除了目前主流的广告形式有开屏广告、首页广告，强社区文化使得评论区成为信息流广告的良好展示点。网易云音乐的评论数量和质量均在行业类处于领先地位，因此用户在听歌的同时通常有浏览评论区习惯，增加了广告的曝光率和点击率。

图表 90 网易云评论曲广告



资料来源：网易云音乐

图表 91 网易云首页广告与开屏广告



资料来源：网易云音乐

3、网易云音乐 MAU 测算：用户上限 1.91 亿，预计 2 年内达到天花板

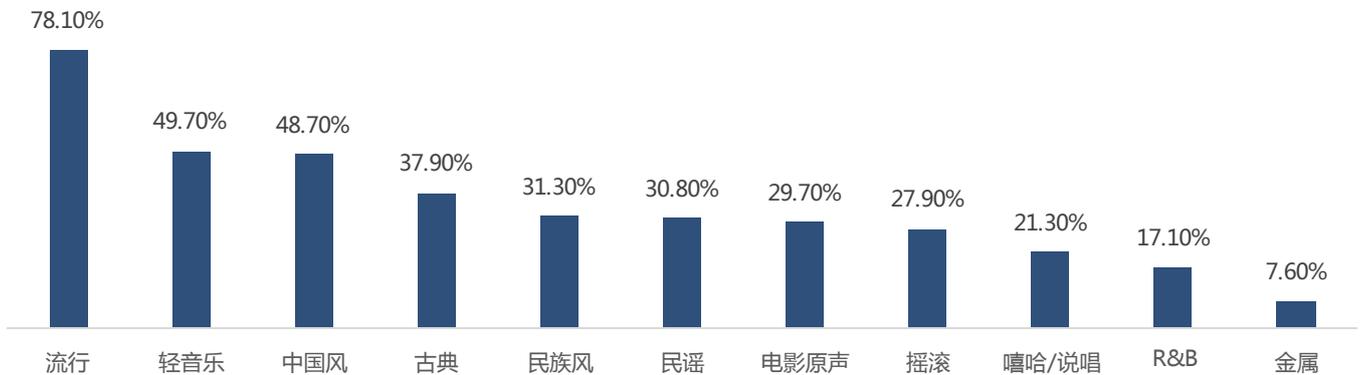
维持良性社区氛围必然要求参与互动的用户数量有一定限度，否则将导致内容质量下滑、用户体验下降，继而丧失社区调性与核心竞争力之一。网易云音乐作为主打差异化细分市场与“品位”的音乐社区，版权上主要有日本 Avex 独家授权，吸引一波 ACG 粉丝；同时拥有最大国风唱片公司米漫传媒版权，吸引国风爱好者。我们计算其 MAU 上限为 1.91 亿。

核心逻辑：

根据艾瑞数据，网易云音乐用户年龄分布呈年轻化，30 岁以下用户占比 69.34%。我们选取互联网 30 岁以下用户作为网易云音乐的可获取用户基数。截至 2018 年 6 月，微信 MAU 已达到 10.57 亿，由于微信的普及性可将其作为基数，根据艾瑞数据显示，其中 30 岁以下用户占比总计 53.2%，则年轻用户基数为 5.6 亿。

同时，由于网易云音乐音乐定位更接近 ACG+国风。根据 Questmobile 数据，“中国风”偏好占比 48.7%。

图表 92 2018 年 6 月在线音乐用户喜欢的风格



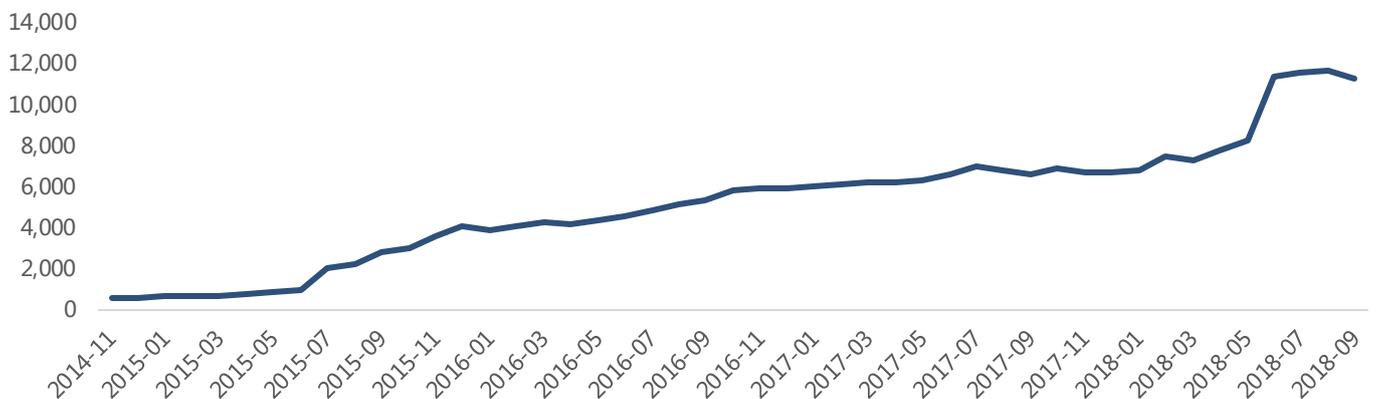
资料来源: Questmobile, 华创证券

由此, 计算方式为:

网易云音乐 MAU 上限 = 微信 MAU 规模(网民基数) * 30 岁以下用户比例 * 国风偏好用户比例 = 10.58 亿 * 53.2% * 48.7% = 2.74 亿。

根据 Appannie 显示, 网易云音乐 2018 年 9 月 MAU 为 1.13 亿, 同比增长 70%, 则目前网易云音乐 MAU 距离天花板尚有 1.42 倍空间。按照 50% 的未来增长率估算, 预计 2.5 年达到上限。

图表 93 网易云音乐 MAU 数据



资料来源: Appannie, 华创证券

五、TME 成本预期: 主播分成成本占比稳定; 版权成本中期或将抬升, 长期有望重夺定价权

通过对 TME 营业成本进行拆分估算, 可以发现前期随着直播业务快速增长, 收入分成成本占比稳固提升。版权成本占比前期有所下滑, 主要因上游版权 2-3 年一签, 头部 CP 协议歌曲单价较为稳定。随着直播业务收入贡献增长, 财务比率有所优化。

图表 94 TME 成本估测

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业成本	1045	1317	1426	1677	1876	2192	2433	2708	3006
服务成本	888	1119	1213	1425	1616	1887	2129	2370	2651

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
占比	85.0%	85.0%	85.1%	85.0%	86.1%	86.1%	87.5%	87.5%	88.2%
YOY					81.9%	68.6%	75.5%	66.2%	64.1%
收入分成	445	626	693	868	1087	1269	1431	1602	1753
占比	42.6%	47.5%	48.6%	51.7%	57.9%	57.9%	58.8%	59.2%	58.3%
YOY					144.2%	102.7%	106.5%	84.7%	61.3%
版权及宽带	443	493	520	558	529	618	698	768	898
占比	42.4%	37.5%	36.5%	33.3%	28.2%	28.2%	28.7%	28.4%	29.9%
YOY					19.4%	25.3%	34.2%	37.6%	69.7%
宽带	44	60	63	71	87	108	123	135	149
版权	399	433	457	487	442	511	574	633	749
其他成本	167	211	213	251	261	305	304	338	355
占比	11.3%	16.0%	14.9%	15.0%	13.9%	13.9%	12.5%	12.5%	11.8%
YOY					56.0%	44.6%	42.7%	34.6%	36.1%

资料来源：TME 招股书，华创证券

（一）主播分成成本：头部主播流量更为分散，平台拥有较大签约费议价权

从收入分成来看，目前酷狗、酷我等直播分成比例为 55 分成，平台占比低于主流直播平台的六四分成。在分成成本上，具有一定可预见性。其中头部主播流量、收入占比对于签约费定价有一定影响，头部主播低贡献占比有利于提升平台议价能力。

从流量集中度来看：TME 旗下头部主播流量较低。

酷狗收入榜前列的主播关注数在几十万水平体量，其中最多关注数为 93 万；

而酷我音乐收入榜前列主播关注数大约在 3-4 万左右；

相比之下，斗鱼、虎牙以及 YY 等主流直播平台头部音乐主播的关注数基本均在百万以上。

从收入集中度来看：TME 旗下头部主播收入贡献占比较低。

通过对酷狗和酷我收入榜单前二十收入进行加总，得出前二十主播单季度贡献大约在 1.3 亿左右，而 2018Q3 社交娱乐业务及其他的收入体量为 35 亿，去除全民 K 歌我们测算约为 22.5 亿。其占比仅为 5.7%，相比 YY2017 年前二十主播收入占比的 18% 较为分散。

图表 95 酷狗直播（酷我）明星榜月榜（酷狗按照收入排序）

排名	名称（酷狗）	收入	关注数	名称（酷我）	收入	关注数
1	申屠恩典	5876907.44	319802	热舞 Kitty 最温柔 (690690)	421,486	13265
2	暖小兮	4188040.62	135078	航辰 - 好声音婷儿 (2100)	693,455	18632
3	黑墨	3714295.19	354104	二伊谢家人陪伴(29999)	390,561	6787
4	王子	3232544.14	911775	@洋洋@(6999)	645,035	96561
5	ke 乐乐副院长	2949441.28	322575	小醒晚上家族活动	639,601	56038

排名	名称 (酷狗)	收入	关注数	名称 (酷我)	收入	关注数
				(520555)		
6	梦回忆 ai 家亿	1608233.29	249215	葳蕤二宝儿自生光 (101010)	282,363	4387
7	joy Y 宝	1571247.73	312575	雁贺二姨夫升嗣王 (600007)	294,425	29371
8	上海滩之贾总	1484574.32	107872	三少	248,531	36385
9	兔子牙	1471085.82	814908	我是星星(999666)	594,632	29908
10	孙老师 Sunny	1444193.35	67225	庄梦蝶, 唱唱唱歌 (233333)	260,980	30830
11	柚茶 cc 一 1314	1434221.56	389000	小千城.2345(2345)	301,102	45180
12	XH 天晴 66667777	1273192.41	228000	KK 打滚求接生(9188)	326,611	2782
13	cherry 璐璐	1139010.8	931000	欣欣儿唱情歌(2525)	155,197	13333
14	郑晓填	1136591.55	243000	音域 纳兰依依 (67888)	181,274	20721
15	丁当老师 V 古筝	1012385.24	386000	笑新歌^都不如你 ^(2020)	344,381	13837
16	Q 祁星儿感谢家人	866324.52	105000	玉玲儿周六休息 (9910)	172,728	22238
17	YR 阮小乖四点播	842120.86	159000	月亮女王 777(677777)	199,707	17844
18	舞蹈女神诺涵	826885.38	160000	聆听 95@粥粥(9955)	254,468	30335
19	陈钟	797927.89	386000	慧宝修网晚点播 (689968)	200,456	10099
20	丹姐一生病了	790059.69	319802	MK-风筝误(712712)	108,273	43073

资料来源: 酷狗直播, 酷我直播, 华创证券

(二) 版权成本: 多方竞价导致中期续约有提价趋势; 三大厂牌流量占比下滑利于平台长期重夺定价权

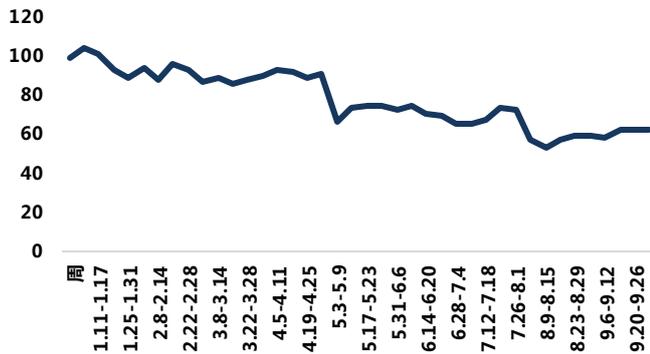
音乐平台上游内容供应方中, 全球 TOP3 唱片公司——环球、索尼、华纳在全球市占率约为 70%, 在中国市占率约为 20~30%。合约签订周期约为 2~3 年。中期来看, 2019 年开始上游三大唱片公司旧合约陆续到期, 或有提价趋势。2018 年 3 月, 阿里华研国际版权到期, 前次采购价格约为 2000 万, 本次网易以 1.7 亿价格获得华研国际独家版权。这一趋势表明 TME 竞争对手并未有放弃趋势, 仍然会在后期竞争内容版权。

长期来看, 平台对于流量控制能力增强将有利于平台直签音乐人, 将议价权从头部唱片公司手中夺回。

我们通过对每周 QQ 音乐巅峰榜的上游 CP 方歌曲数进行了分析, 发现上游 TOP3 唱片公司 (索尼、环球和华纳) 的影响力自 2018 年初以来呈现明显下滑的趋势。2018 年初, TOP3 音源在最热 300 首歌中约占 110 首左右; 近期而言, 数量占比下滑到 60 首, 流量近乎腰斩。

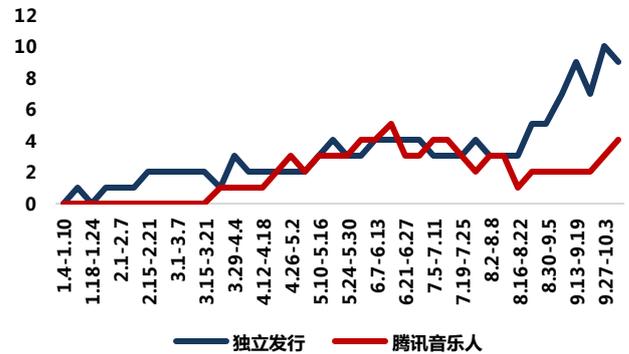
另一方面, 在 QQ 音乐热歌榜单中占比而独立发行以及腾讯音乐人项目相关的音乐作品数量不断增加。随着音乐平台对于独立歌手和签约音乐人扶持力度加大, 歌手越来越倾向于绕过唱片公司发布作品, 远期来看这一问题有望得到控制。

图表 96 QQ 音乐巅峰周榜 TOP3 唱片公司歌曲数



资料来源: QQ 音乐, 华创证券

图表 97 QQ 音乐巅峰周榜独立发行&音乐人歌曲数

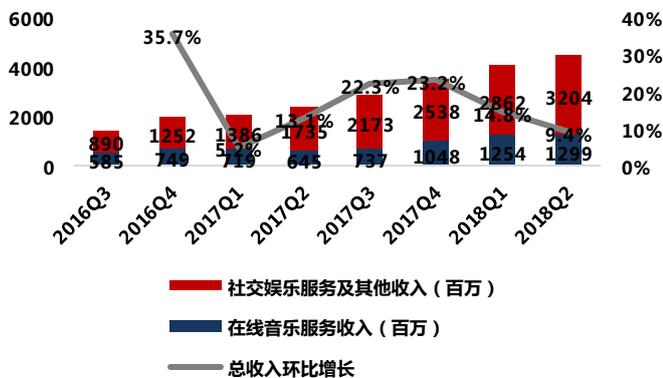


资料来源: QQ 音乐, 华创证券

六、财务状况

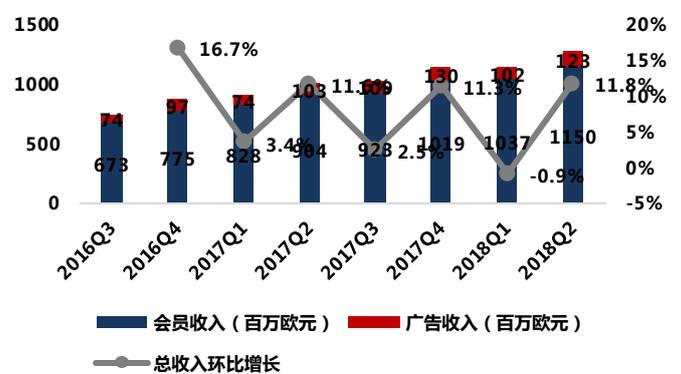
腾讯音乐 Q2 实现收入 32.04 亿元, 同比增长 84.7%, 环比增长 9.4%。2018H1 实现收入 86.19 亿元, 同比增长 92.2%, 环比增长 32.7%。相比腾讯, Spotify 凭借全球市场份额优势在会员订阅上实现有效创收, 2018Q2 实现总营收 12.73 亿欧元, 环比增长 11.8%。从收入体量来看, 目前两大巨头仍存在一定差距。

图表 98 TME 收入情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

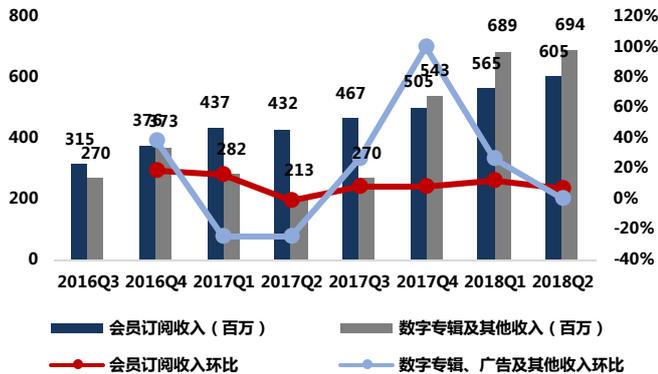
图表 99 Spotify 收入情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

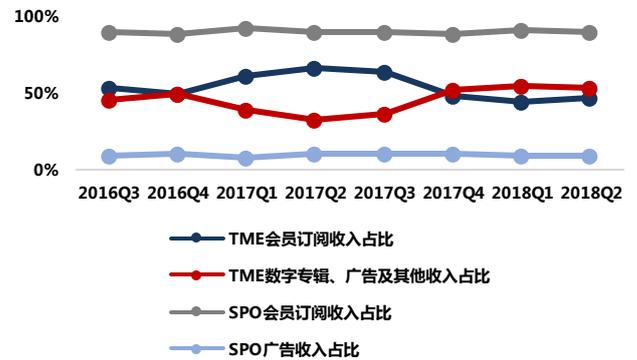
TME 在线音乐服务当中, 会员订阅收入比重逐步降低, 优质运营带来的专辑付费以及广告业务拓展使得其他收入来源占比超过 50%。相比之下, Spotify 受益于海外良好的付费环境以及优异的体验, 主要以会员收益为收入主体,

图表 100 TME 在线音乐服务收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

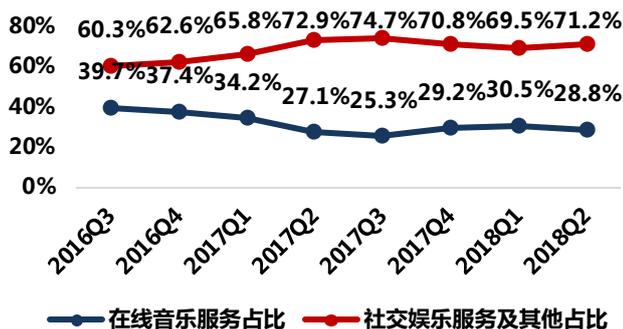
图表 101 TME 和 Spotify 在线音乐服务收入构成



资料来源：公司公告，华创证券

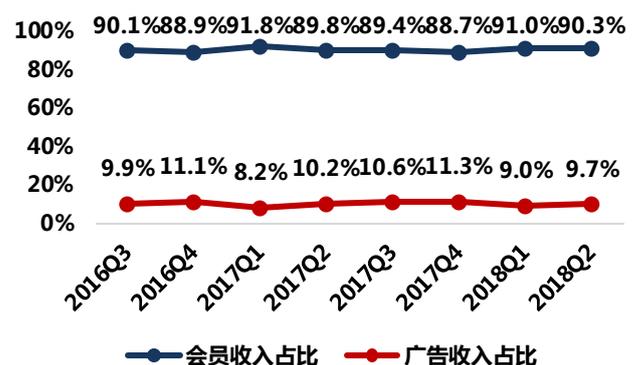
从收入占比来看，TME 社交娱乐服务及其他重要性日渐提升。社交娱乐服务及其他收入占比由 2016Q1 的 60.3% 提升到 2018 年 Q2 的 71.2%。对于 Spotify 而言，其在线音乐服务是其唯一收入来源，目前尚未切入其他盈利模式，在在线音乐服务中，以会员订阅创收为主，占比高达 90%，广告收入目前占比较小，免费用户价值未得到最大发掘。

图表 102 TME 业务收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

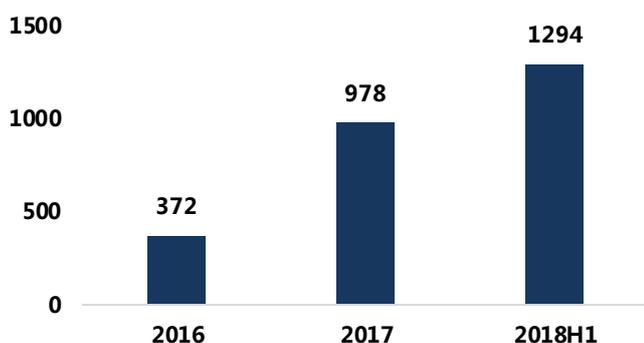
图表 103 Spotify 收入结构



资料来源：公司公告，华创证券

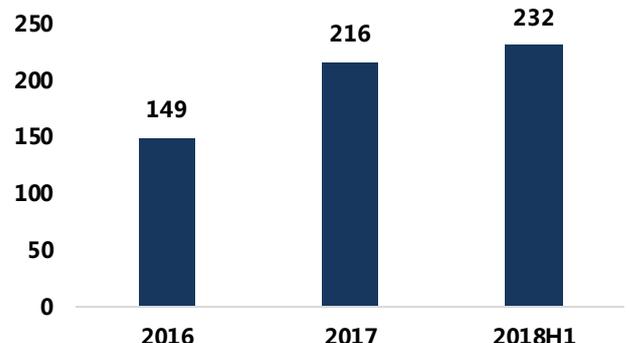
从递延收入来看，TME 今年来由于直播和会员的快速增长，递延收入方面增速较快，由 2016 年末的 3.72 亿元上升到 2018H1 的 12.94 亿元。

图表 104 TME 递延收入 (百万)



资料来源：公司公告，华创证券

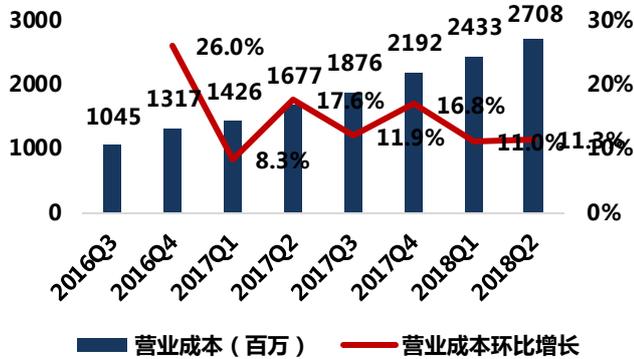
图表 105 Spotify 递延收入 (百万欧元)



资料来源：公司公告，华创证券

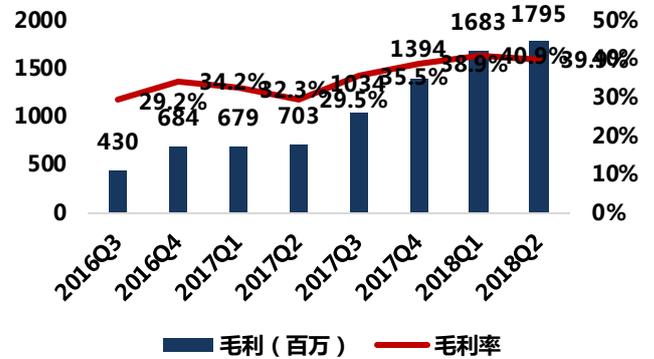
TME 成本不断优化，毛利率稳步上升。2016Q3TME 毛利率为 29.2%，至 2018Q2 毛利率增长至 39.9%。2018Q2 毛利增长至 17.95 亿元，同比增长 155.3%，环比增长 6.7%。

图表 106 TME 营业成本及增速



资料来源：公司公告，华创证券

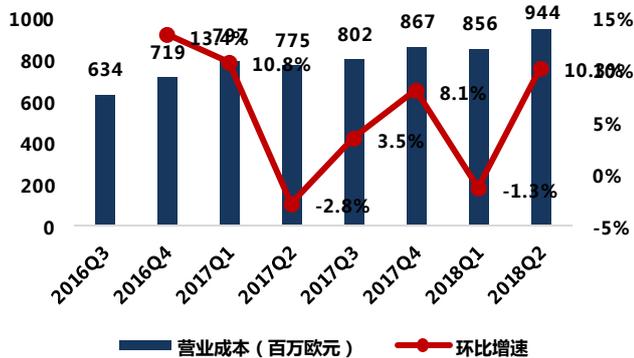
图表 107 TME 毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

相比之下，Spotify 的成本控制表现较差，毛利率缓慢上升，但 2018Q2 仍仅为 25.8%，相比 TME 的 39.9% 存在一定差距，毛利率的差异也与本身业务结构的差异有关。

图表 108 Spotify 营业成本及增速



资料来源：公司公告，华创证券

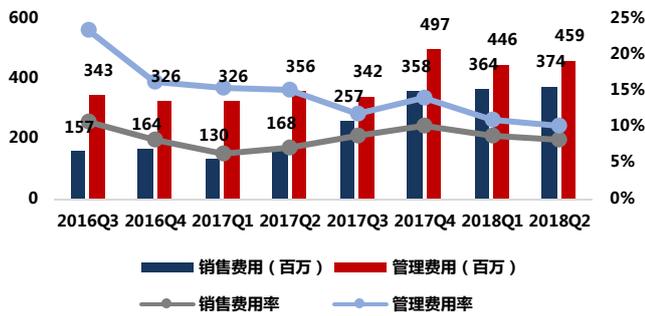
图表 109 Spotify 毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

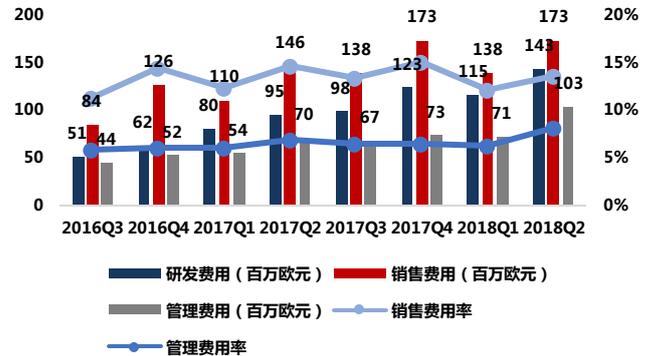
TME 销售费用率略有下降，管理费用大幅优化（公司销售费用包括推广平台的广告费、销售人员工资福利以及无形资产摊销，管理费用包括高管以及研发人员的薪资福利、研发团队相关设备租金及折旧、专业服务费用、无形资产摊销以及其他）。TME 销售费用率由 2016Q3 的 10.6% 下降至 2018Q2 的 8.3%，管理费用率由 2016Q3 的 23.3% 下降至 2018Q2 的 10.2%。从体量上，2018Q2 销售费用 3.74 亿元，同比增长 122.6%，环比增长 2.7%；2018Q2 管理费用 4.59 亿元，同比增长 28.9%，环比增长 2.9%。相比之下，Spotify 的费用控制较差，销售费用率超过 10%，而管理费用和研发费用率合计则接近 20%。

图表 110 TME 营业费用情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 111 Spotify 营业费用情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

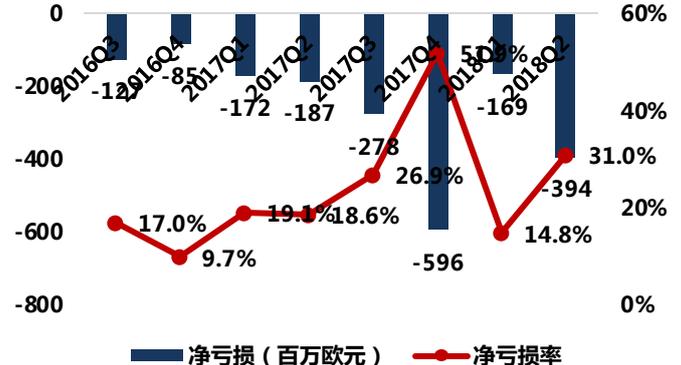
由于收入的高速增长伴随着成本率和费用率持续优化, TME 利润情况不断改善。公司二季度利润率达到 20.1%, 相比 2016Q3 增长 23.2 个百分点。2018Q2 实现净利润 9.03 亿元, 同比增长 380.3%, 环比增长 7.5%。相较之下, 由于 Spotify 本身毛利情况就弱于 TME, 且在费用控制上表现相对不佳, 到目前仍未实现盈利, 2018Q2 实现净亏损 3.94 亿欧元。

图表 112 TME 净利润情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 113 Spotify 净亏损情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

七、风险提示

(一) 短视频打歌能力火爆, 流量支配权恐旁落

抖音成年度流行风向标, 从年度播放量 TOP10 音乐榜单来看, “抖音神曲”影响力极大, 如《9420》、《Time》、《Panama》、《80000》等, 网易云音乐 TOP10 中 8 首歌在抖音获得百万次以上播放, 其中《9420》、《文爱》两首为抖音音乐人原创。根据抖音 DAU 爆发趋势来看, 2018 年及未来一到两年, 短视频音乐将对在线音乐 APP 流量产生极大影响。

图表 114 在线音乐 APP2017 年热歌榜 TOP10

酷狗音乐	QQ 音乐	网易云音乐	虾米音乐
我们不一样-大壮	Nothing to lose-易烊千玺	背过手-薛之谦	我们不一样-大壮
拥抱着你离去-张	80000-巴音汗	80000-巴音汗	追光者-岑宁儿

酷狗音乐	QQ 音乐	网易云音乐	虾米音乐
北北			
成都-赵雷	远走高飞-金志文	追光者-岑宁儿	远走高飞-金志文
远走高飞-金志文	骆驼-薛之谦	7538-KT/长气制作/Chiu Chiu	带你去旅行-校长
凉凉-杨宗纬/张碧晨	文爱-CG、贺敬轩	文爱-CG、贺敬轩	刚好遇见你-李玉刚
带你去旅行-校长	9420-麦小兜	红昭愿-音阙诗听	消愁-毛不易
80000-巴音汗	请记住我-毛不易	9420-麦小兜	成都-赵雷
最美情侣-白小白	Faded-lan Walker / Iselin Solheim	想把你留在这里-TizzyT	像我这样的人-毛不易
追光者-岑宁儿	Victoria-G.E.M 邓紫棋	Time-MKJ	OKAY-王嘉尔
消愁-毛不易	凉凉-杨宗纬/张碧晨	Panama-Matteo	小幸运-田馥甄

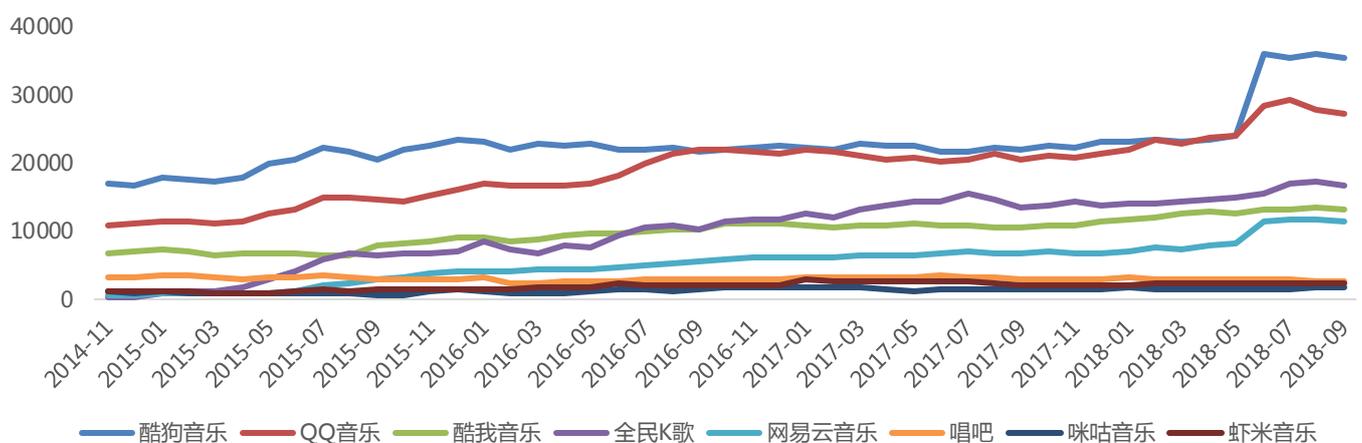
资料来源：比达咨询，华创证券

根据抖音音乐人 8 月 21 日最新协议，抖音音乐人上传作品必须为原创，且独家授权给抖音及头条系平台，不得授权给抖音相同或类似的其他任何平台或公司。音乐平台未来能否持续获取这些大流量网红热歌版权存在不确定性。

（二）多平台角逐，恐持续堆高采买价格

多平台流量均处于上升阶段，且皆未有放弃业务倾向。2018 年 3 月阿里音乐旗下华研版权到期后，网易强势与其角逐。版权价格自 2000 万增长至 1.7 亿。可以预见平台方持有的版权到期后均存在提价、独家版权流失风险。

图表 115 音乐平台 MAU 变化趋势



资料来源：Appannie，华创证券

传媒组团队介绍

分析师：肖丽荣

北京大学管理学硕士，香港大学经济学硕士。曾任职于中信证券。2016 年加入华创证券研究所。

分析师：潘文韬

同济大学经济学硕士。曾任职于国金证券。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李雨琪

美国波士顿大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

助理研究员：徐呈隽

复旦大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500