

网易云音乐：年轻社区彰显成长机会， “云村”构筑核心壁垒

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 蒋梦晗 SAC执业证书编号：S1110519110001

联系人 曹睿



摘要

➤ 网易云音乐：以UGC内容为核心、深耕年轻用户的音乐平台

- **网易云音乐是为年轻人提供音乐内容的UGC社区。**网易云音乐成立于2013年，是国内领先的音乐内容平台，平台拥有超过23万名注册独立音乐人，2020年12月独立音乐人的音乐曲目占平台流媒体播放量的45%以上。作为中国最受年轻人欢迎的在线音乐平台之一，网易云音乐90后用户占比高达89%。
- **网易云音乐与其他音乐平台实现有机互补。**凭借稀缺的音乐资源和社区属性吸引了众多年轻用户同时安装多款音频产品满足其需求，2020年10月超过37.9%的用户安装超过两款音频软件。目前在头部音乐平台中只有网易云音乐拥有强社交属性的社区业务。

➤ 成长逻辑：年轻社区彰显成长机会，“云村”构筑核心壁垒

- **温暖的社区、稀缺的独立音乐人和参与感强的用户。**网易云音乐凭借音乐更容易唤起同龄用户之间的共鸣的特性打造了温暖、和谐的社区调性。网易云音乐扶持行业内稀缺的独立音乐人帮助其生产优质的音乐反哺用户和社区，而多样化的功能满足了用户的社交生产UGC的需求，进一步提升社区整体粘性。
- **年轻用户稳定增长，用户数有进一步增长空间。**网易云音乐长期通过针对性地营销活动触达年轻人的私域空间来降低营销成本。同时借助于音乐内容具有情感和共鸣的特殊属性，并通过准确的推送系统让不同偏好的用户进入了不同场景极大的减少了社区高速增长时常出现的矛盾，用户时长和留存行业领先，用户数有望进一步增长。
- **UGC生态下的良性循环，强调网易云音乐不可替代性。**目前独立音乐曲目占平台流媒体播放量45%以上，有超过48%的用户浏览“评论区”，生成超过20亿条UGC歌单，基本形成了UGC内容的良性生产循环。而音频社区由于具备了承担社区用户情感寄托的功能，在内容社区之中不可替代性最强。

➤ 收入测算

- **中性情况下，**预计MAU保持10%的增速，在线音乐付费率达到15%，非订阅收入保持20%增速，社交娱乐付费率达到0.3%，其他收入不变。2025年在线音乐服务预计收入87.77亿元，社交娱乐收入达57.46亿元。

风险提示：在线音乐服务用户付费率提升不及预期的风险，社交娱乐服务付费用户数增长不及预期的风险，版权成本持续增长的风险，行业监管趋严的风险，其他形式的互联网娱乐冲击造成的业务发展不及预期的风险。

1. 网易云音乐：以UGC内容为核心、深耕年轻用户的音乐平台

2. 行业格局：独家版权市场逐渐瓦解，“一超一强”竞争格局趋稳

3. 核心逻辑：年轻社区彰显成长机会，“云村”构筑核心壁垒

4. 可比公司估值和风险提示

1.1 网易云音乐：以UGC内容为核心、深耕年轻用户的音乐平台

- 网易云音乐成立于2013年，是国内领先的音乐内容平台。
- **独立音乐人方面：**截止2020年12月，平台拥有超过23万名注册独立音乐人，2020年12月独立音乐人的音乐曲目占平台流媒体播放量的45%以上。**UGC内容方面：**2021年2月有超过48%的用户在使用时浏览评论区，2020年12月25%的月活用户参与各种形式的UGC内容创作。
- 作为中国最受年轻人欢迎的在线音乐平台之一，网易云音乐90后用户占比高达89%。

图：网易云音乐首页和音乐播放界面



资料来源：网易云音乐APP，网易云音乐招股书，天风证券研究所

1.2 网易云音乐定位：年轻用户为主体的音频内容垂直社区

- 区别于传统音频平台：拥有大量的独立音乐资源和UGC内容，同时社区属性相对较强。
- 平台独特调性：社区互动频率高，音乐叠加文字使得用户更容易产生情感共鸣。
- 用户画像：90后年轻用户，社区参与度高且社交需求强烈。

图：主流音乐播放器属性分布图



1.3 网易云音乐发展历程：凭借“歌单”切入赛道，多次更新强调社区属性

- 网易云音乐从创立至今，逐渐从面向小众音乐发烧友的APP转变成针对年轻人的音频原创内容社区。
- 目前，网易云音乐的主要UGC内容以用户歌单、评论区留言、Mlog、二创音乐短视频为主。
- 随着用户数和UGC内容的增加，网易云音乐仍保持着建立之初温暖而充满情感共鸣的社区调性。

图：网易云音乐发展历程



资料来源：网易云音乐招股书，网易，腾讯，艾瑞网，新华网，界面新闻，天风证券研究所整理

1.4 网易云音乐特点：核心音乐业务独树一帜，直播业务增长迅猛

- **网易云音乐是其他版权音乐平台的有机互补：**凭借自身的音乐资源和社区属性吸引了众多年轻用户同时安装多款音频产品满足其需求，根据极数数据显示2020年10月**超过37.9%**的用户安装超过两款音频软件。
- **音频和视频直播拓展社交娱乐业务的边界：**网易云音乐通过音频和视频直播进一步为UGC创造更多机会，进一步拓展平台音乐衍生社交娱乐体验的边界；2020年网易云音乐社交娱乐服务及其他收入占比达到46.4%，占收入比增加23pct。
- **我们认为：**QQ音乐和酷我音乐虽然都形成了同网易云音乐类似的业务格局，但由于社区调性的差异，其社区和直播业务在形式上与网易云音乐依然相差较大，**在头部音乐平台中只有网易云音乐拥有强社交属性的社区业务。**

图：主流音频产品业务对比

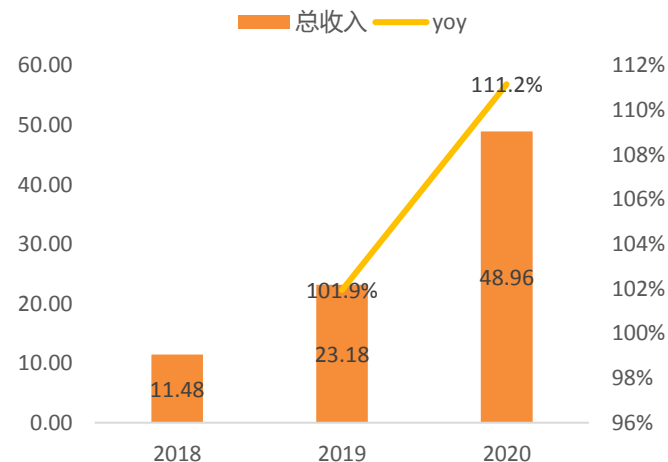
音频产品	核心音乐业务	社区业务	直播业务	社交业务	其他变现业务
网易云音乐	原创音乐为主	评论区、云村、电台	音视频+多人聊天	因乐交友+通讯录、微博好友引入	黑胶VIP+商城+电台+广告+演出票
QQ音乐	版权音乐为主	短视频、电台、弹幕、音乐号、广场、评论达人	音频+多人聊天	QQ、微信好友引入	绿钻VIP+数字专辑+粉丝打榜+广告+票务
酷狗音乐	版权音乐为主	酷狗号、短视频、电台	音视频+多人聊天	偶遇+音乐速配+K歌	VIP+商城+电台+广告+票务

资料来源：网易云音乐招股书，网易云音乐APP，QQ音乐APP，酷狗音乐APP，天风证券研究所

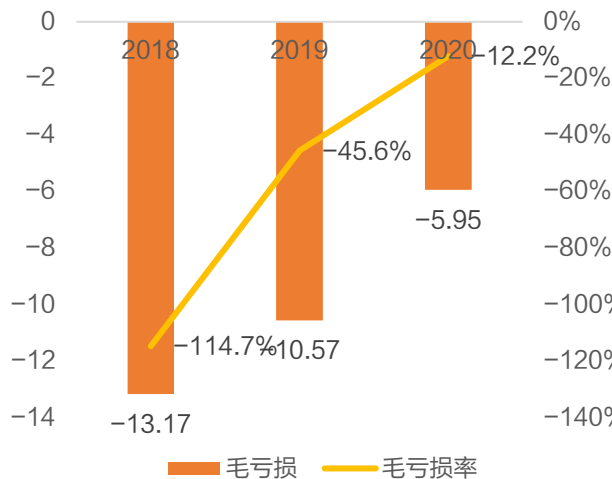
1.5 网易云音乐财务情况

- **营业收入：**整体收入逐年提升，增速稳中有增。2018-2020年公司主营业务收入分别为11.48亿元、23.18亿元和48.96亿元，2019和2020营收增速分别为101.9%和111.2%。
- **毛/净亏损：**公司毛亏损率和净亏损率逐年收窄。2018-2020年公司毛亏损分别为-13.17亿元、-10.57亿元和-5.95亿元，净亏损分别为-20.06亿元、-20.16亿元和-29.5亿元。
- **费用率：**各项费用率呈现稳步下降的趋势，研发费用降幅明显。2018-2020年销售费用率分别为11.1%、9.6%和6.7%；2018-2020年管理费用率分别为3.0%、2.4%和2.0%；2018-2020年研发费用率分别为23.2%、15.7%和11.8%。

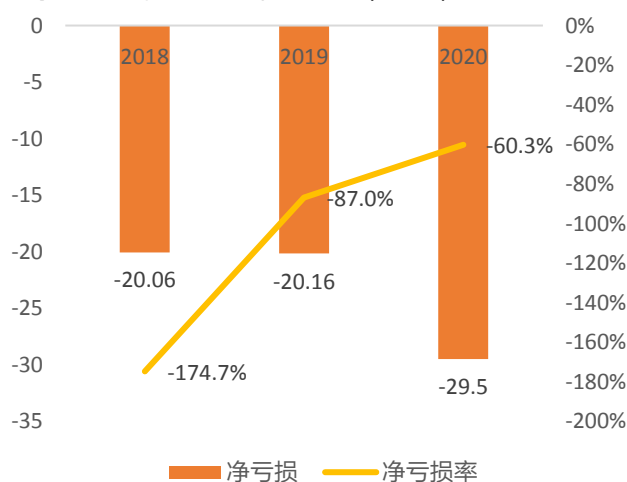
图：网易云音乐近三年营业收入变化（亿元）



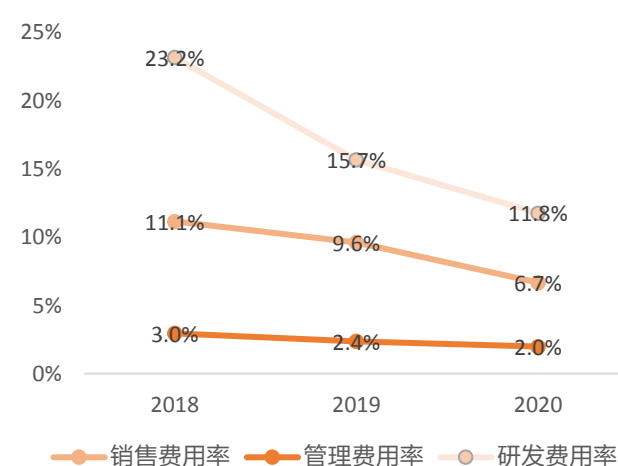
图：网易云音乐近三年毛亏损（亿元）和毛亏损率



图：网易云音乐近三年净亏损（亿元）和净亏损率



图：网易云音乐近三年费用率

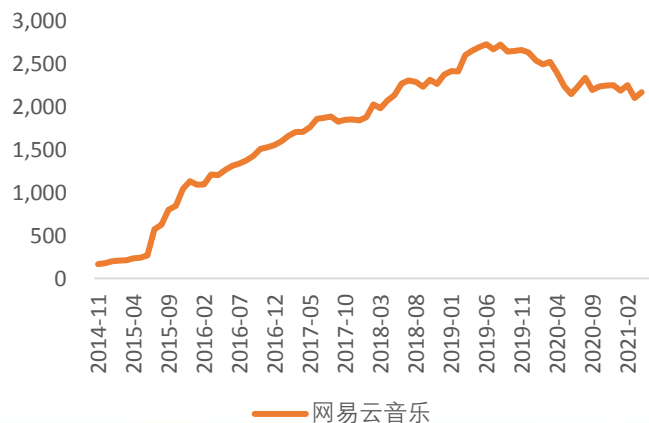


1.6 核心竞争力：温暖的社区、稀缺的独立音乐人和参与感强的用户

网易云音乐社区：年轻用户共建的温暖社区

- **年轻的用户**：根据Mob研究院的数据，网易云音乐在头部音频平台中**用户画像最年轻**，95后占比达到54.7%。
- **产生共鸣的社区**：音乐更容易唤起同龄用户之间的共鸣，网易云音乐由此打造了温暖、和谐的社区调性。
- **稀缺音乐资源**：扶持独立音乐人创作，截止2020年12月拥有超过23万名独立音乐人，同时平台约45%的流媒体播放来自独立音乐人。
- **洞察年轻人需求**：自创立以来多次通过对年轻人社交需求的精准投放H5形式的营销活动刷屏朋友圈。

图：网易云音乐月活用户（万）



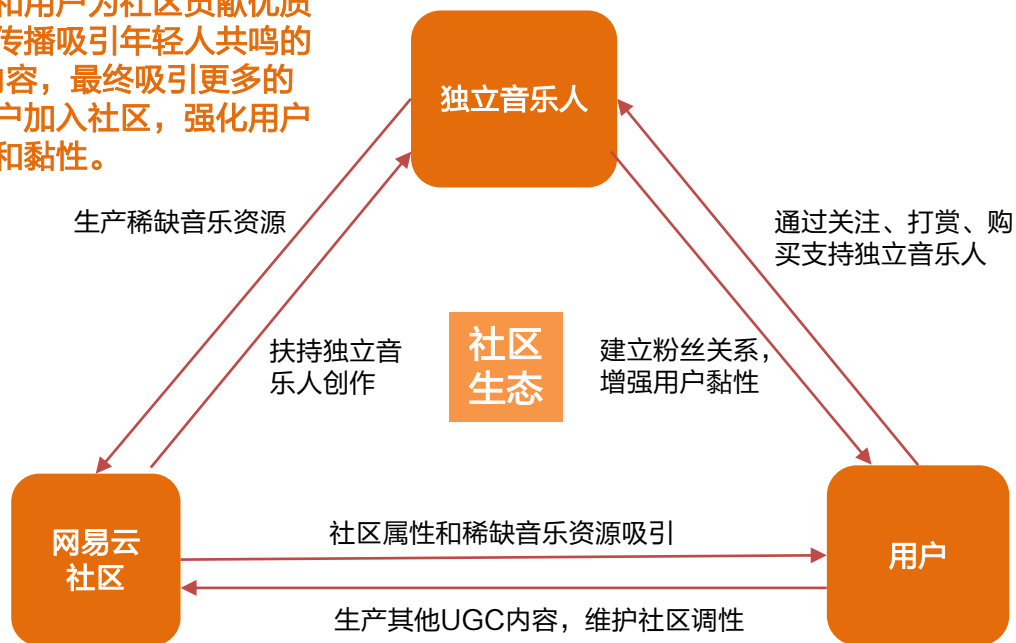
独立音乐人：平台扶持多年，反哺进行时

- **双向扶持**：受惠于社区和用户，独立音乐人可以在网易云音乐享受更多的资金、技术、流量的支持，以便于其创作更优质的音乐反哺社区。而优秀的独立音乐资源能够降低平台的内容成本，并吸引更多黏性高的优质粉丝，提升整体用户付费率。
- **粉丝关系提升黏性**：音乐人入驻社区可以使得更多的用户与其建立粉丝关系，提升平台用户的黏性和使用时长。

独立音乐人和用户为社区贡献优质内容，社区传播吸引年轻人共鸣的音乐UGC内容，最终吸引更多的优质年轻用户加入社区，强化用户的付费意愿和黏性。

用户：强社交需求的用户，多样的创作途径

- **社交需求强烈**：平台多样的功能满足了用户强烈的音乐社交需求，使得网易云音乐成为难以替代的平台。
- **乐于参与互动和创作**：通过“歌单”“评论区”等多种形式参与社区互动，在音乐共鸣中生产UGC内容；优质的UGC内容又通过平台进行扩散，吸引更多产生共鸣的年轻人。



目录

1. 网易云音乐：以UGC内容为核心、深耕年轻用户的音乐平台

2. 行业格局：独家版权市场逐渐瓦解，“一超一强”竞争格局趋稳

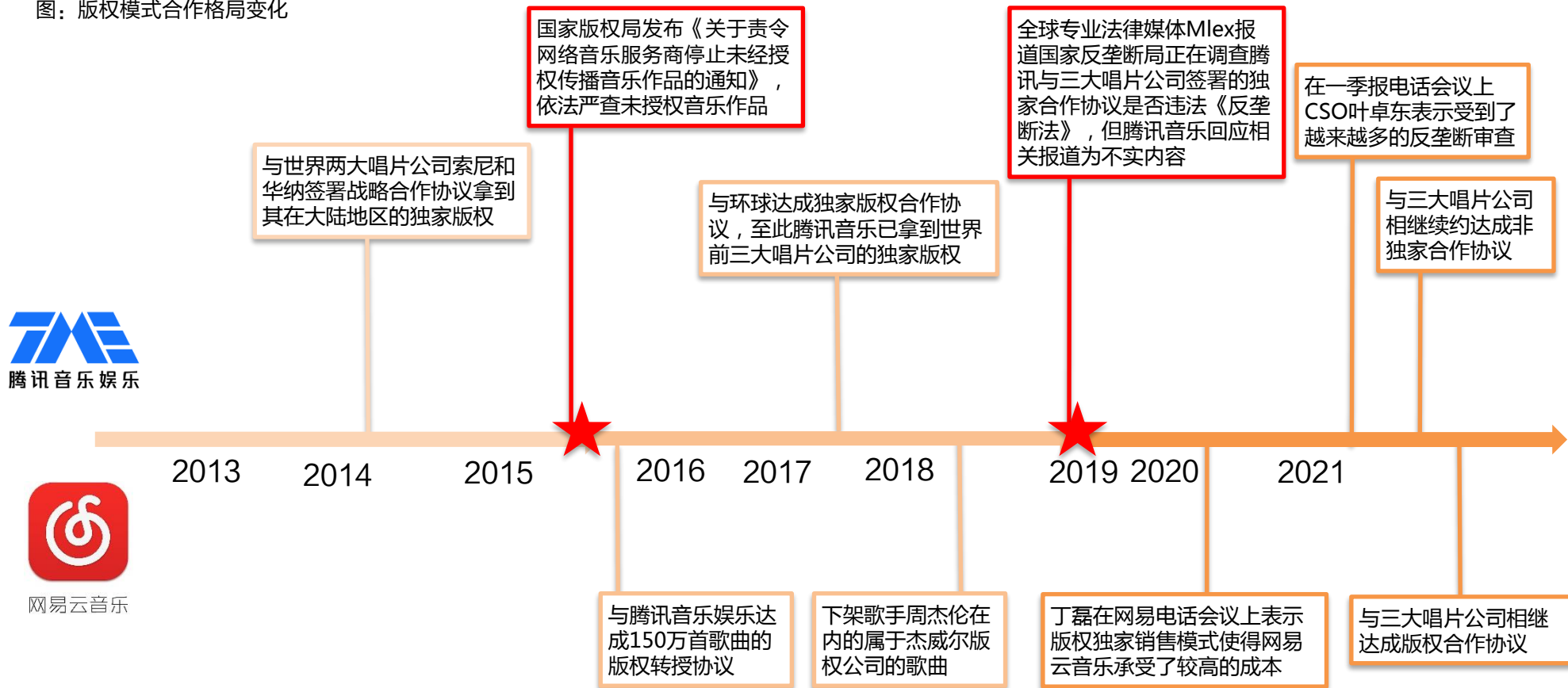
3. 核心逻辑：年轻社区彰显成长机会，“云村”构筑核心壁垒

4. 可比公司估值和风险提示

2.1 音乐版权市场环境：独家授权模式宣告终结，竞争格局逐渐清晰

我们认为：目前音乐版权市场格局逐渐清晰，独家授权模式在反垄断的大背景下已逐渐开始瓦解；自网易云音乐与三大唱片公司达成合作协议之后，腾讯音乐娱乐的独家版权竞争优势逐渐削弱；但音乐版权行业仍具备较高的竞争壁垒，腾讯音乐娱乐和网易云音乐“一超一强”的竞争格局愈加稳定。

图：版权模式合作格局变化



2.2 在线音乐产业格局：中游短视频平台发力，上游话语权逐渐减弱

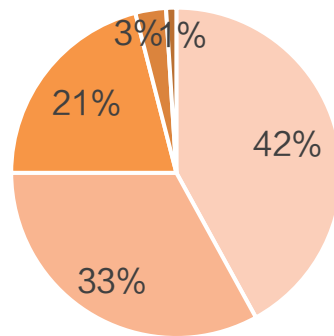
- **在线音乐产业格局：**由独立音乐人、唱片公司、独立版权代理等组成版权上游，授权中游线上分发平台向下游用户受众传播。根据国际音乐版权代理商论坛的数据，预计2019年全球音乐版权代理商总营收将达到50亿欧元，其中三大唱片公司收入占比达57.6%，独立音乐版权代理商占比达27%。
- **从版权收入渠道来看：**电视广播是版权代理最重要的收入来源，占比达42%；数字音乐贡献了21%的版权收入。
- **从版权收入类型来看：**表演权允许授权方用各种手段公开播送或加工音乐作品，占比达80%。而只允许被授权方复制传播作品的复制权占比达16%

图：在线音乐产业格局图



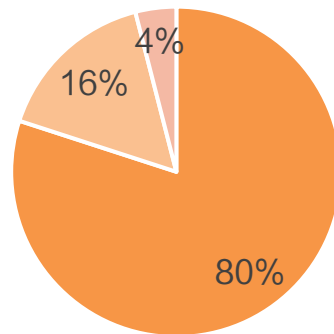
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所整理

图：2020 年全球版权收入渠道来源占比图



■ 电视广播 ■ 现场和背景音乐 ■ 数字音乐 ■ 私人复制 ■ 其他

图：2020年全球版权收入类型占比图



■ 表演权 ■ 复制权 ■ 其他

资料来源：音乐财经，天风证券研究所整理

2.3 在线音乐竞争格局：“一超一强”趋于稳定，综艺版权各有侧重

- **在线音乐竞争格局：**形成了以腾讯音乐娱乐和网易云音乐代表的“一超一强”竞争格局：**腾讯音乐娱乐**通过丰富的产品矩阵在产业链中游布局，满足全年龄段用户的多样需求。**网易云音乐**通过悉心经营音乐社区并辅以直播和短视频业务，成功扎根年轻用户。
- **从独家音乐版权和综艺版权获取情况看：**目前除周杰伦、华晨宇外双方在音乐版权上重叠度较高；综艺版权双方各有千秋，**腾讯音乐娱乐**重点掌握头部选秀节目版权，而**网易云音乐**偏好专业音乐节目版权。

表：2020年网易云音乐和腾讯音乐娱乐集团关键数据对比

	网易云音乐	腾讯音乐娱乐集团
总收入 (亿元)	48.96	291.53
在线音乐MAU (亿人)	1.81	6.57
在线音乐付费率	8.9%	7.7%
在线音乐ARPU (元)	8.4	9.4

资料来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐娱乐集团年报，天风证券研究所整理
注：以上数据截止2020年底

表：网易云音乐和腾讯音乐娱乐集团主要产品矩阵

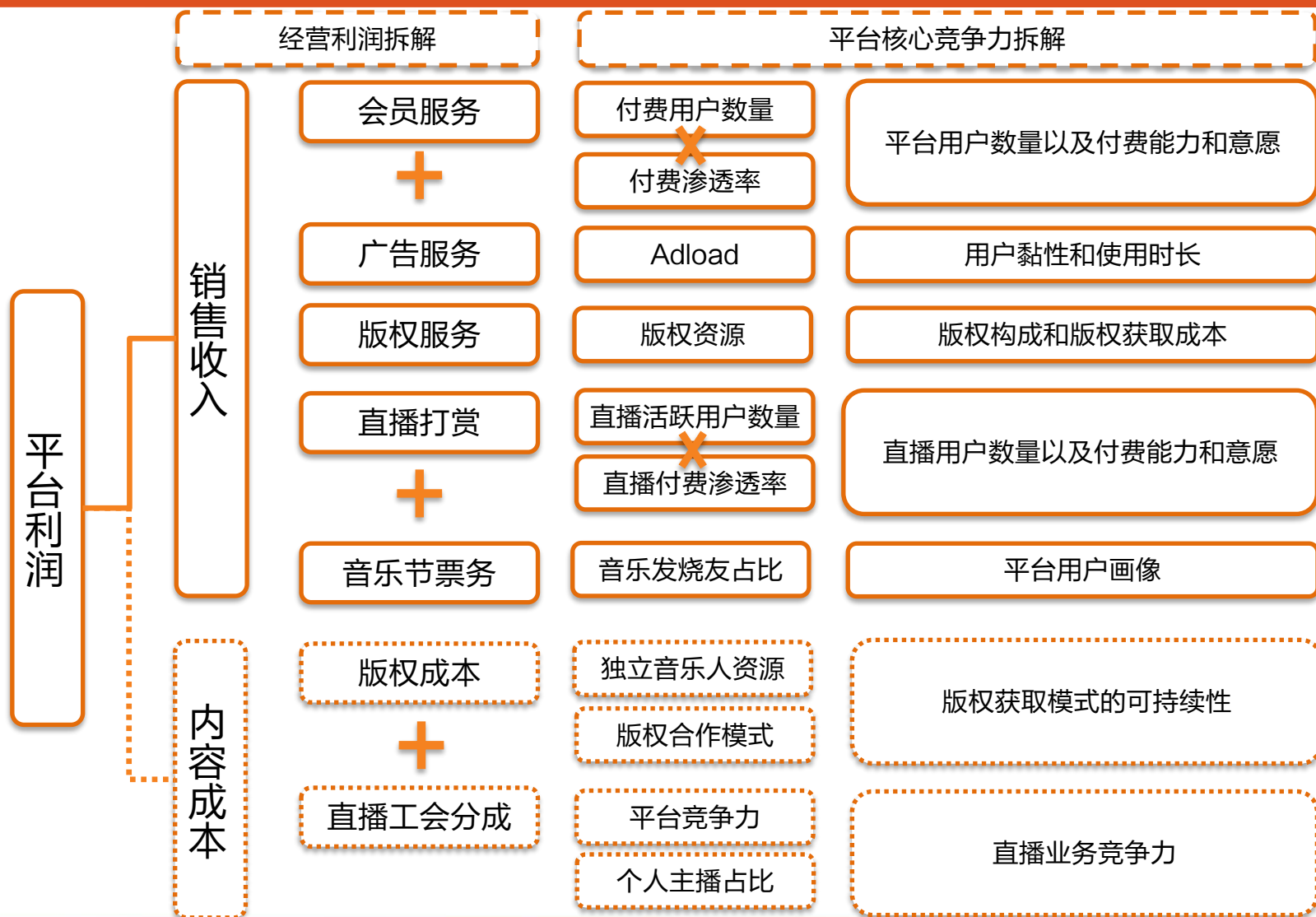
	网易云音乐	腾讯音乐娱乐集团
主要产品矩阵	 	   

表：2019年至今部分音乐版权独家和综艺版权获取情况

网易云音乐	腾讯音乐娱乐集团
天娱传媒（旗下歌手华晨宇、李斯丹妮）	杰威尔音乐（旗下歌手周杰伦）
哇唧唧哇（旗下歌手毛不易、周震南）	青春有你2
歌手·当打之年	中国新说唱2019
我们的乐队	歌手2019
身临其境3	创造营2019
亲爱的客栈3	乐队的夏天
声入人心	王牌对王牌5
朋友们请听好	中国好声音2019
一键倾心	吐槽大会4
嗨唱转起来	声入人心2

资料来源：界面新闻，新音乐产业观察，TechWeb，天风证券研究所整理

2.4 音频平台主要核心竞争力拆解



目录

1. 网易云音乐：以UGC内容为核心、深耕年轻用户的音乐平台

2. 行业格局：独家版权市场逐渐瓦解，“一超一强”竞争格局趋稳

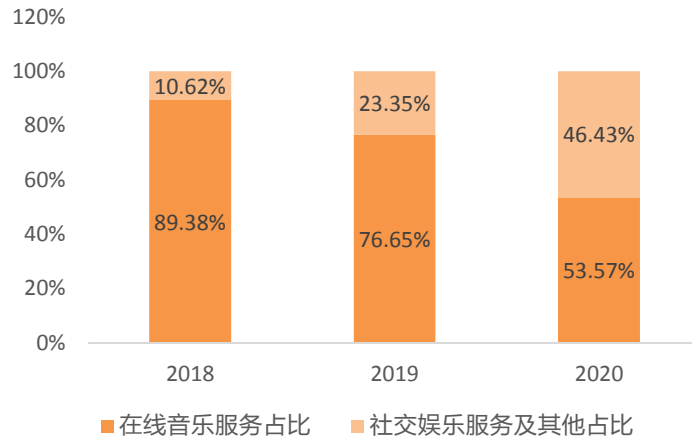
3. 核心逻辑：年轻社区彰显成长机会，“云村”构筑核心壁垒

4. 可比公司估值和风险提示

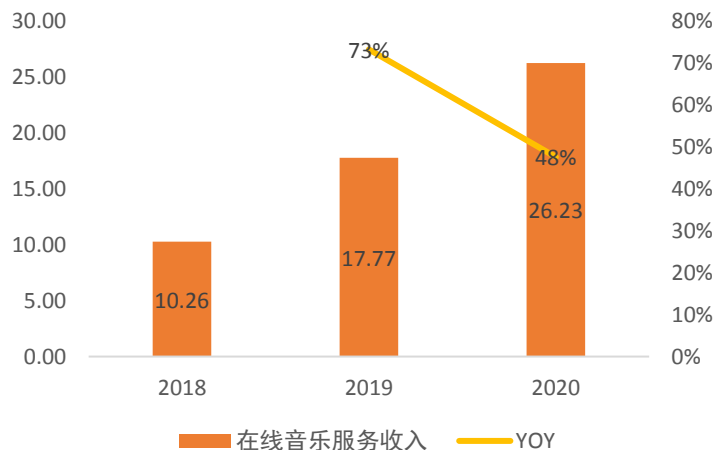
3.1 网易云音乐变现模式：在线音乐业务+社交娱乐服务双驱动

- 网易云收入由在线音乐业务和社交娱乐服务及其他组成。
- 18-20年公司在线音乐服务收入分别为10.26亿/17.77亿/26.23亿元；社交娱乐服务及其他收入分别为1.22亿/5.41亿/22.73亿元。
- 由于社交娱乐服务收入增速迅猛，2020年占比已达46.43%。

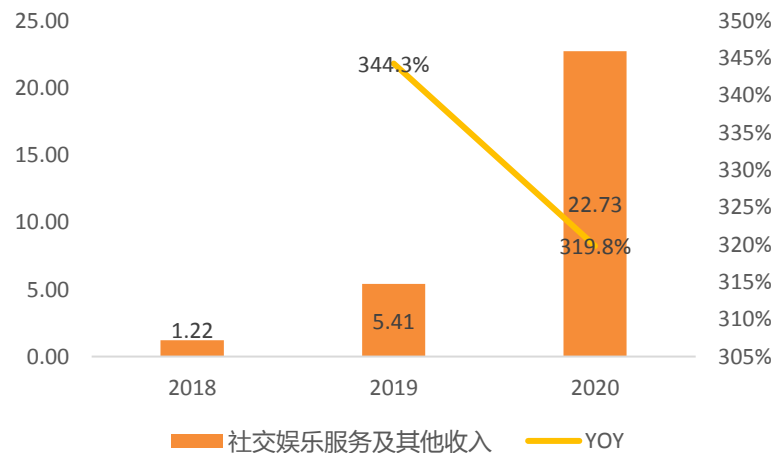
图：2018-2020 年网易云音乐收入占比变化



图：2018-2020 年网易云音乐在线音乐收入变化（亿元）



图：2018-2020 年网易云音乐社交娱乐服务及其他收入变化（亿元）



资料来源：网易云音乐招股书，天风证券研究所

3.1 变现模式之一：在线音乐业务增速稳健，付费率仍有提升空间

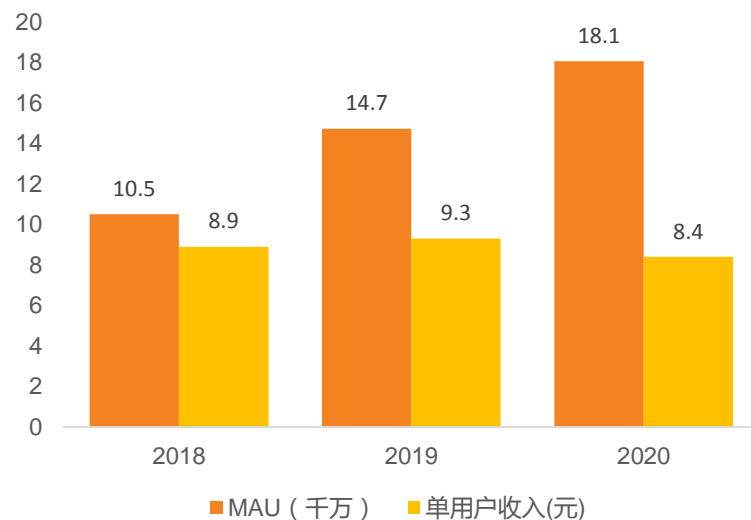
- 网易云音乐为用户提供**订阅服务**，享受高质量的音乐。基本会员服务为每月8元，同时公司也提供每月18元的“黑胶会员”可以享受各种音效音频、历史每日推荐等额外的特权内容。
- 综合来看在线音乐业务增速稳健，未来付费率有较大提升空间。2020年在线音乐业务MAU同比增速22.62%达到**1.8亿**，付费MAU人数达到1600万人。单用户收入有所下降，由2019年的9.3元下降至**8.4元**，系公司参与联合会员制度。得益于公司良性的内容生产循环吸引了更多有消费意愿和能力的用户，付费率由2018年的4.00%增长至2020年的**8.86%**。

图：网易云音乐会员服务介绍



资料来源：网易云音乐招股书，天风证券研究所

图：2018-2020年网易云音乐在线音乐业务收入情况



资料来源：网易云音乐招股书，天风证券研究所

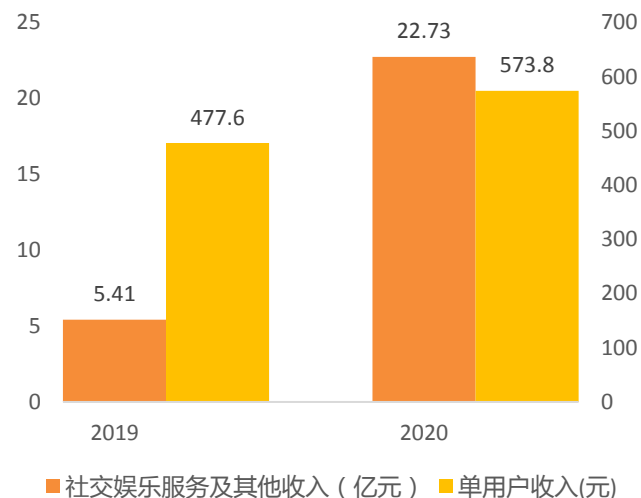
3.1 变现模式之二：直播业务增长迅猛，依托社区属性打造高成长变现途径

- 网易云音乐主要通过鼓励用户在直播中购买虚拟礼物和开通直播相关的会员变现。
- 2020年在直播业务收入22.73亿，占总收入的46.40%。自2018年公司开展直播业务以来，社交娱乐服务收入和付费MAU高速增长：2020年社交娱乐付费MAU共计32.7万人，同比增长256.7%，对平台用户的付费渗透率0.2%；单用户收入由2019年的477.6元增长到2020年573.8元。
- 我们认为直播业务增长的主要驱动力在于：Look直播作为首家为音乐表演者设置直播专属版面的直播平台，帮助音乐人更好的通过直播与社区大量用户画像重合的音乐重度用户进行连接，将从付费率和ARPU值两方面同步提高平台整体的变现效率。

图：网易云音乐直播业务介绍



图：2018-2020年网易云音乐社交娱乐服务及其他业务收入情况



资料来源：网易云音乐APP，网易云音乐招股书，天风证券研究所

3.2 网易云音乐核心增长因素拆解：年轻用户+内容社区

网易云音乐付费率和用户数持续提升的核心驱动因素有：

➤ **年轻用户：平台深谙年轻用户营销之道，依靠稀缺音乐资源提升长期付费率**

1. 用户数：自诞生之日起，网易云音乐主要通过口碑相传和超低成本的破圈营销提升用户数。
2. 付费率：随着用户年龄自然增长和稀缺音乐资源的进一步破圈，付费率有望进一步提升。

➤ **内容社区：UGC内容生态和垂直社区属性双驱动**

1. 用户数：通过PUGC（音乐资源）和UGC（歌单、评论区等）两方面吸引更多的潜在新用户。
2. 付费率：参与感相比其他垂直社区更加去中心化，有助于提升用户的主人翁意识并提升付费率。

综上所述我们认为：1）平台以低成本的营销方式和较好的社区口碑打开市场，依靠其较为稀缺的音乐资源不断吸引年轻用户，且能保证在不牺牲社区调性的前提下达到用户数的稳步增长。

2）在UGC生态下的独立音乐人和用户都受益于与其自身创作意愿和社交需求的满足并形成了内容供给端的良性循环；与此同时社区为独立音乐人和用户提供了强烈的归属感和参与感，有利于长期付费率的提升。

3.2 核心驱动因素之一：年轻人是平台核心竞争力，驱动用户数和付费率双增长

- 年轻人付费意愿相对较强：目前网易云音乐用户**超过89%的活跃用户是90后**，而90后和00后年龄段占在线娱乐音乐市场50%。随着年轻用户付费能力的提升，我们预计公司在线音乐服务付费率有望在2025年提升至15%。
- 低成本营销破圈有助于提升用户数和渗透率：网易云音乐低成本H5营销在朋友圈广泛传播，在私域流量愈显珍贵和稀缺的今天，网易云音乐却依然能凭借低成本的营销方式屡次破圈，占领年轻人的私域空间。2020年网易云音乐销售费用率为6.7%，低于腾讯音乐娱乐和Spotify的同期销售费用率8.5%和13.1%。
- 主要营销活动举例：
 - 年度听歌报告：通过为用户生成个性化的听歌报告吸引用户转发，设计精美的主题和插图深受用户喜爱。
 - 杭州音乐评论专列：挑选85条热门评论展示在杭州地铁站和地铁上，该营销活动被评为2018年金瞳奖金奖及全场大奖。
 - 周期性H5营销：主要通过与音乐相关的交互设计为用户提供极具个人属性的报告。

图：网易云年度听歌报告



图：杭州地铁评论专列



图：病毒式H5营销案例（主导色/荣格心理原型测试）



资料来源：网易云音乐招股书，网易云音乐APP，腾讯音乐娱乐年报，Spotify年报，天风证券研究所

3.2 核心驱动因素之一：看好网易云音乐社区长期健康且和谐的增长

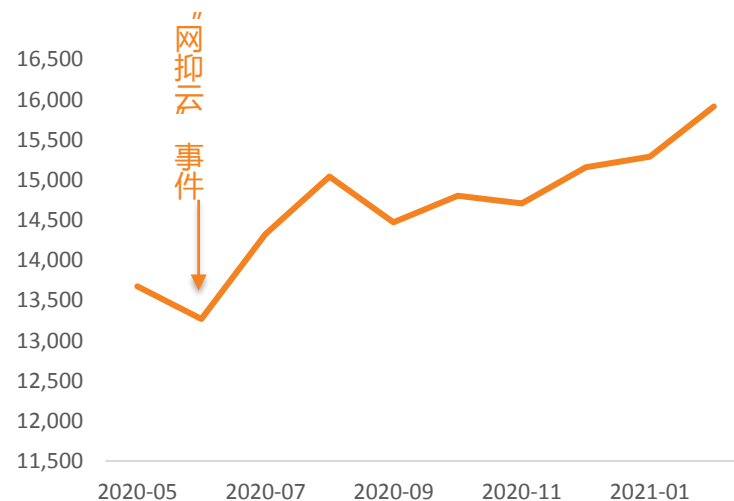
- **教科书般的矛盾解决：**对于社区矛盾事件，用户和平台都以较为和谐的方式化解，凸显社区长期价值
 - 2020年6月，多方网络平台开始指责网易云音乐为“网抑云”：音乐评论区的抑郁情绪发言过多，使得看到评论的人也容易陷入抑郁或有人无病呻吟编造虚假评论以博取关注和同情。
 - **用户：**开始使用相对积极阳光的评论反制抑郁评论，把“网抑云”变为“网愈云”。
 - **平台：**启动“云村评论治愈计划”，邀请心理专家和志愿者入驻提供心理咨询服务，并升级用户公约治理虚假评论。
- **垂直内容社区用户的高速增长往往会面临较为尖锐的社区矛盾：**垂直社区的用户增长通常是以牺牲社区初期和谐的氛围为代价，B站和知乎都面临过类似的事件并受到严重影响。而网易云音乐借助于音乐内容具有情感和共鸣的特殊属性，并通过突出的推送系统让不同偏好的用户进入了不同的场景从而减少了社区矛盾的产生。

图：垂类社区主要矛盾事件一览

垂类社区	矛盾事件	事件主要参与方	矛盾激烈程度	事件处理结果
知乎	“魏则西”事件	6个知乎大V，平台粉丝共计超过60万	相关矛盾话题霸榜多天	大V封号
B站	“无职转生”事件	LexBurner，动漫区头部UP主，平台粉丝近千万	矛盾延伸到微博、豆瓣、知乎	UP主封号，相关动漫下架
网易云音乐	“网抑云”事件	多方平台用户	平台未出现激烈的矛盾	“云村评论治愈计划”

资料来源：知乎，B站，网易云音乐，观察者网，新京报，新浪，天风证券研究所

图：“网抑云”事件发生后日活用户数变化



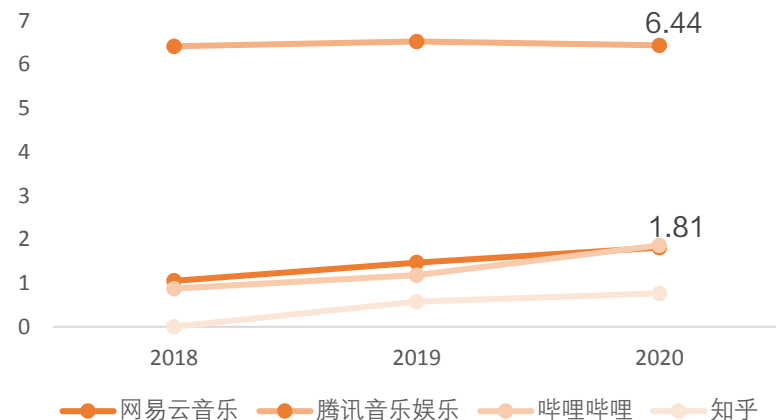
资料来源：QuestMobile数据库，天风证券研究所

3.3 网易云音乐关键数据：留存率时长超行业平均，用户数提升空间较大

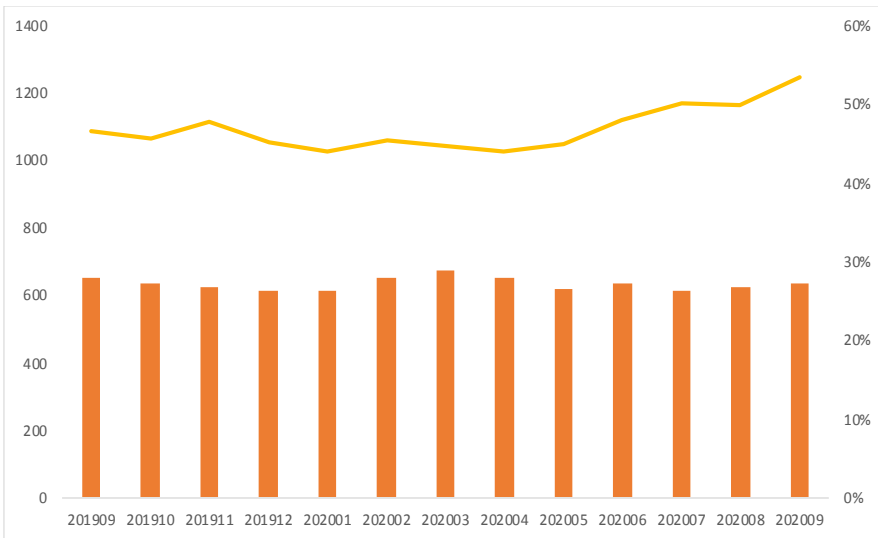
从MAU/DAU/留存率来看：

- 网易云音乐2020年MAU达1.81亿人，与其他垂类社区MAU相比差距较小，但与腾讯音乐娱乐相比仍有增长空间。
- 网易云音乐2020年DAU使用时长超过76分钟，平均使用时长超过39.2分钟，强于行业平均水平17.4分钟。
- 从下载量和留存率看：网易云音乐月下载量超过600万，月均留存率46.8%，高于行业平均水平29.5%

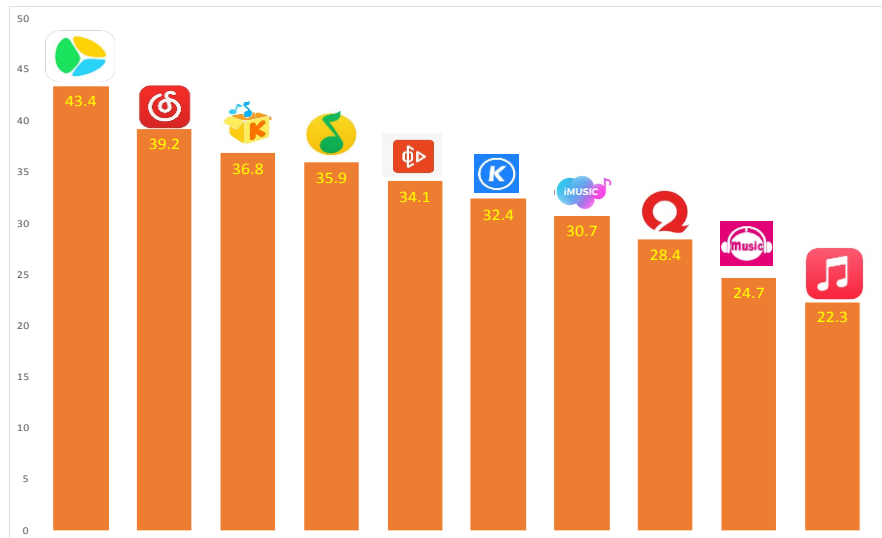
图：垂类社区MAU（亿）对比



图：网易云音乐下载量（万）和月留存率



图：2020年1月-10月主流音频APP单日使用时长（分钟）



3.4 核心驱动因素之二：UGC生态下的良性循环，高参与度有望提升付费率

网易云音乐UGC生态的良性循环

- **独立音乐人**：通过平台扶持生产高质量的音乐反哺社区，目前独立音乐曲目占平台流媒体播放量45%以上。
- **用户**：通过音乐曲目下的“评论区”、可分享的“歌单”和音乐社区“云村”参与UGC内容的创作。据统计2021年2月有超过48%的用户浏览“评论区”，2020年12月有25%的用户参与任意形式UGC内容的创作，2020年度平台共生成超过20亿条UGC歌单。
- 在独立音乐人生产稀缺音乐资源和用户主动参与内容创作的良性循环下，网易云音乐的用户更愿意把自己称之为“村民”来标榜自己在社区寻找到的归属感和参与感，而这样的氛围有利于平台长期付费率的提升。

图：网易云音乐歌单功能



图：现象级评论区



图：网易云音乐云村功能



资料来源：网易云音乐招股书，网易云音乐APP，天风证券研究所

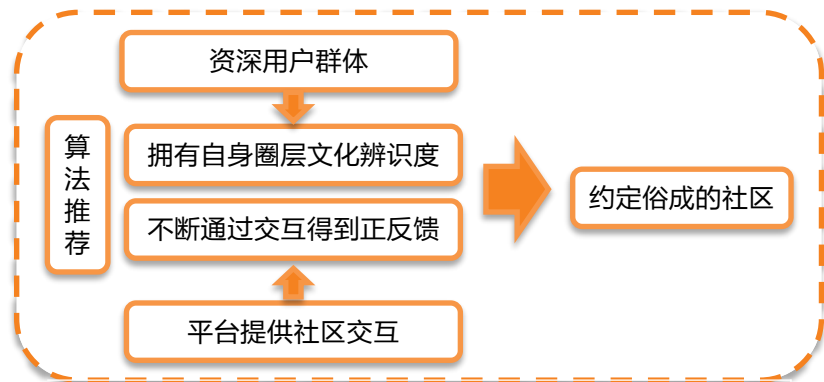
3.4 核心驱动因素之二：独立音乐人渗透其他平台，不可替代性重新强调社区价值。

- 从网易云音乐和QQ音乐一周热歌榜单TOP20的歌手属性看：1) 目前独立音乐人在两个平台的普及度都较高，传统流行音乐歌手占比较少；2) QQ音乐榜单中有40%的歌手是网易云音乐人。
- 我们认为，社区属性之所以具有较高价值在于其本身的用户群体和社区调性具有不可替代性：社区的诞生由1) 相关资深用户群体；2) 强社区属性的交互设计；3) 算法推荐系统组成并最终形成约定俗成的社区。音频社区由于具备了承担社区用户情感寄托的功能，在不同内容社区之中不可替代性最强。因此其他音频平台无论是通过引入类似的社区交互设计或吸引相关的用户群体都较难使自己重新成为约定俗称的社区。在这样的背景下，网易云音乐对于独立音乐人的吸引力将会强于其他平台，也有利于积累独立音乐资源吸引粉丝形成良性循环。

图：网易云音乐和QQ音乐一周（6月19日）热歌榜单TOP20歌手

网易云热歌榜单Top20	是否为网易云音乐人	qq音乐热歌榜单Top20	是否为网易云音乐人
林达浪/h3R3	是	是七叔呢	是
Copy/BT07-PZ	是	姚六一	是
姜小呢	是	虎二	是
Lil Ghost小鬼	否	莫叫姐姐	否
莫文蔚	否	你的上好佳	否
李润祺	是	戴羽彤	否
一支榴莲	是	阿肆	是
姚六一	是	张远	否
椅子不够酷	是	周杰伦	否
买辣椒也用券	是	安苏羽/傅梦彤	否
路飞文	是	路飞文	是
法老	是	王赫野	是
满舒克	是	程jajia	否
郭顶	否	周杰伦	否
颜人中	是	任然	否
Lil Jet	是	尹昔眠	否
队长	是	是七叔呢	是
虎二	是	刘至佳	是
C.HOPE	是	街道办GDC	否
蓝心羽	是	亦伊	否

图：内容社区形成条件



图：内容社区替代性比较

	文字社区	视频社区	音频社区
资深用户群体	易	中	难
社区的交互设计	易	中	难
算法推荐	易	难	难

3.5 网易云音乐在线音乐服务2025年收入预测

➤ 在线音乐服务收入预测（=MAU*在线音乐付费率*ARPU+非订阅收入）

1. MAU：随着版权格局的进一步开放和较为和谐的社区用户数增长，参考Spotify和腾讯音乐娱乐在线音乐服务用户数2020年平均27.3%和-1.38%的增速，我们认为网易云音乐的用户数有望在中性情况下保持8%的增速。
2. 付费率：随着年轻用户的付费能力增长，我们预计网易云音乐的在线音乐服务付费率有望向长视频平台看齐。
3. ARPU：因公司参与联合会员制度，预计公司长期ARPU值将保持在9元左右。
4. 非订阅收入：非订阅收入有望保持往年增速，且受益于版权格局的优化，变化乐观情况下收入增速有望达到25%。

- 基本情景分析：MAU保持8%的增速，且付费率达到15%。非订阅收入保持20%的增速达到25.36亿元，此情景下网易云音乐2025年在线音乐服务预计收入68.45亿元
- 乐观情景分析：MAU保持10%的增速，且付费率达到18%。非订阅收入保持25%的增速达到31.11亿，在此情景下网易云音乐2025年在线音乐服务预计收入87.86亿元
- 悲观情景分析：MAU保持6%的增速，且付费率仅达12%。非订阅收入保持15%的增速达到20.50亿，在此情景下网易云音乐2025年在线音乐服务预计收入51.86亿元

资料来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐娱乐2020年年报，Spotify2020年年报，爱奇艺2020年年报，CNNIC，天风证券研究所。

3.5 网易云音乐社交娱乐服务2025年收入预测

➤ 社交娱乐服务及其他收入预测（=付费MAU*ARPU+其他收入）

1. 付费MAU：随着直播行业的高速增长，并参考同类社交娱乐服务产品的付费率，我们认为乐观情况下网易云音乐的相关业务有望达到0.5%的付费率水平。

2. ARPU：随着公司拓展社交娱乐服务的变现途径，我们认为其ARPU值有望在2025年保持在600元左右。

- 基本情景分析：MAU保持8%的增速，且付费率达到0.3%，在此情景下预计网易云音乐2025年社交娱乐及其他收入达57.67亿元。
- 乐观情景分析：MAU保持10%的增速，且付费率达到0.5%，在此情景下预计网易云音乐2025年社交娱乐及其他收入达114.09亿元。
- 悲观情景分析：MAU保持6%的增速，且付费率达到0.2%，在此情景下预计网易云音乐2025年社交娱乐及其他收入达33.54亿元。

资料来源：网易云音乐招股书，Spotify2020年年报，蓝城兄弟2020年年报，MOMO年报，Soul招股书，CNNIC，天风证券研究所。

3.5 网易云音乐2025年板块收入预测

在线音乐板块

	2018	2019	2020	2025E (中性)	2025E (乐观)	2025E (悲观)
在线音乐总收入 (亿元)	10.26	17.77	26.23	68.45	87.86	51.86
-订阅收入 (亿元)	4.47	9.66	16.04	43.09	56.76	31.36
MAU (亿)	1.05	1.47	1.81	2.66	2.92	2.42
月ARPU值 (元)	8.9	9.3	8.4	9	9	9
付费率	4%	5.9%	8.9%	15%	18%	12%
-非订阅收入 (亿元)	5.79	8.11	10.19	25.36	31.1	20.5
非订阅收入 CAGR	-	-	-	20%	25%	15%

社交娱乐板块

	2018	2019	2020	2025E (中性)	2025E (乐观)	2025E (悲观)
社交娱乐总收入 (亿元)	1.22	5.41	22.73	57.67	114.09	33.54
-社交娱乐收入 (亿元)	0.039	5.26	22.52	57.46	113.88	33.33
MAU (亿)	1.05	1.47	1.81	2.66	2.92	2.42
付费MAU (万)	0.58	9.17	32.71	79.8	146	48.4
月ARPU值 (元)	-	478	574	600	650	573.9
付费率	-	0.10%	0.20%	0.30%	0.50%	0.20%

资料来源：网易云音乐招股书，天风证券研究所。

目录

1. 网易云音乐：以UGC内容为核心、深耕年轻用户的音乐平台

2. 行业格局：独家版权市场逐渐瓦解，“一超一强”竞争格局趋稳

3. 核心逻辑：年轻社区彰显成长机会，“云村”构筑核心壁垒

4. 可比公司估值和风险提示

4.1 相关可比公司与估值

- 网易云音乐估值考量的主要因素有：1) 在线音乐服务MAU以及付费率的增速；2) 社交娱乐服务业务的增速；
- 预计网易云音乐主营业务为在线音乐业务和社交娱乐服务，因此我们选取音乐流媒体代表公司腾讯音乐娱乐和Spotify作为可比公司：2021年行业平均PS为5倍，2022年行业平均PS为4倍。公司作为具有代表性的音乐流媒体社区，与头部公司在用户数和付费率上相比均有较大提升空间。

可比公司估值表

		最新市值 (亿, 美元)	MAU (亿, 最新一期公告)	单用户价值 (美元)	营业收入 (亿, 美元)	营业收入YOY (2021E)	PS (X, 2021)	PS (X, 2022)
音乐	腾讯音乐娱乐集团	263.53	6.44	40.9	45.65	19.1%	5.00	4.18
流媒体	Spotify	453.52	3.56	127.4	95.92	18.3%	4.2	3.49
垂直社	哔哩哔哩	411.42	2.23	184.5	18.79	-	-	-
区	知乎	53.95	0.75	63.5	2.12	-	-	-
	平均	295.61	3.93	101.03			4.6	3.83

资料来源：Bloomberg，公司公告，天风证券研究所，市值截至2021年6月9日。

注：美元汇率取6.39元。

4.2 风险提示

- 在线音乐服务因其他形式的互联网娱乐冲击造成的用户付费率提升不及预期的风险
- 社交娱乐服务因其他直播平台推出更有吸引力的内容而造成的付费用户数增长不及预期的风险
- 随着独家版权逐渐开放，公司版权的采买成本持续增长造成利润降低的风险
- 直播行业监管政策趋严，导致社交娱乐业务用户增长和付费率不及预期的风险

附1：公司股权架构和管理层

- 公司前三大股东持股比例为78.68%，网易为第一大股东持股62.46%，股权结构稳健。
- 丁磊作为网易创始人担任公司首席执行官与董事会主席。其他董事互联网从业经历深厚，背景多元。

公司主要股东持股情况

公司股东	持股比例	股份类别
网易	62.46%	B类普通股
淘宝中国	10.81%	B2类普通股
Novel Entertainment (云锋基金背景)	5.41%	B2类普通股
百度	4.26%	B类优先股

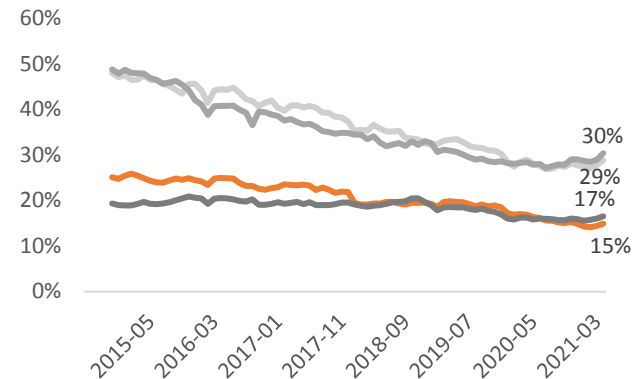
公司管理层情况

姓名	职位	加入时间	履历
丁磊	执行董事、首席、CEO	2016年2月	丁先生为网易创始人，自1999年7月网易成立起担任董事，自2005年11月起担任首席执行官。
李勇	执行董事、商业智能副总裁	2019年9月	李先生于2019年4月加入网易并担任网易考拉的副总裁。加入本公司之前李先生担任腾讯控股有限公司的高级技术专家。
王燕凤	执行董事、自制内容总监	2020年7月	王女士自2020年7月起是本公司的自制内容总监之一，并于2015年起负责集团的品牌传播。
李日强	非执行董事、副总裁	2018年9月	李先生现担任网易副总裁。李先生于2003年首次加入网易，并先后在集团的营销、业务合作伙伴和开发部门担任一系列要职。
郑德伟	非执行董事	2021年5月	郑先生于2005年7月加入网易，在游戏推广部工作至2009年7月，自2009年8月起至2012年8月担任游戏市场部销售总监
俞峰	非执行董事	2021年5月	俞先生于2006年3月加入阿里巴巴集团，目前于阿里巴巴集团控股有限公司的淘宝电商内容业务部担任副总裁。
卢英杰	独立非执行董事	上市日期	卢先生自1992年起于中国及新加坡的摩托罗拉任职超过10年，担任财务总监等多个财务管理职位。
顾险峰	独立非执行董事	上市日期	顾先生自2004年6月起任职于美国石溪大学，并自2021年1月起担任教授。
许忠	独立非执行董事	上市日期	许先生曾获得多项国际钢琴比赛奖项，包括1988年西班牙玛利亚·卡那尔斯国际钢琴赛冠军、1991年日本滨松国际钢琴比赛季军等

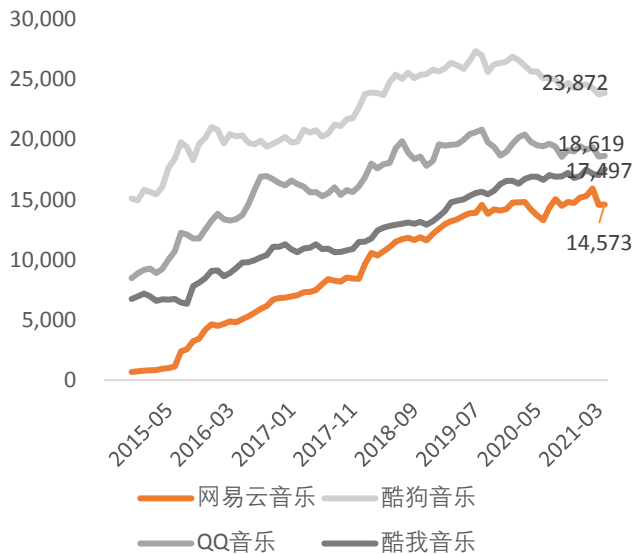
附2：网易云音乐Questmobile主要用户数据

- 从DAU和MAU看：2021年4月，网易云音乐MAU为1.46亿元，DAU为2168万，均低于其他三款主流音频软件。但从增长趋势看，网易云音乐的增长更为稳健，相较于其他APP用户数波动更少。
- 从单日使用时长看：2021年4月网易云音乐用户平均使用时长为18.2分钟。
- 从DAU/MAU看：网易云音乐的激活率为15%，与酷我音乐处于同一水平。

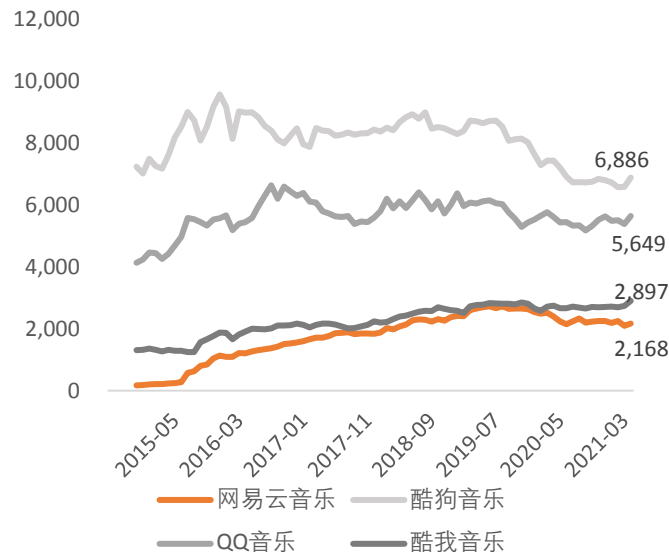
图：网易云音乐DAU/MAU



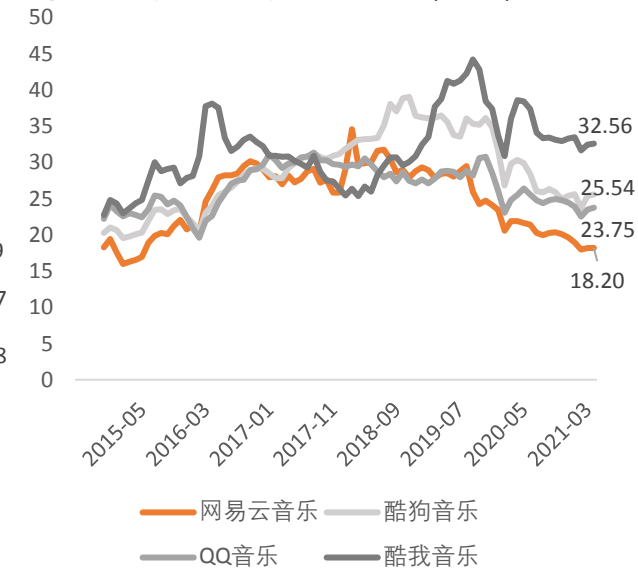
图：网易云音乐MAU (万人)



图：网易云音乐DAU (万人)



图：网易云音乐用户单日使用时长 (分钟)



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，相对同期沪深300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，相对同期沪深300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

THANKS