

【国信海外·专题报告】

网易云音乐：年轻化的音乐社区

证券分析师：王学恒

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980514030002

证券分析师：谢琦

E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520080008

2021年7月14日

关键结论与投资建议

1. 在线音乐行业上游版权供给呈去中心化趋势；上游音乐人数量长期仍有翻倍空间。中游短视频有望加入音乐平台竞争。下游用户增长逐渐放缓，但付费意识提升。
2. 中国在线音乐市场呈现“腾讯音乐”和“网易云音乐”一超一强竞争格局，音乐平台本身已形成集合歌曲、视频、直播、K歌、社交等的泛音乐生态。两大音乐平台功能较趋同，在音乐衍生品类APP均有布局。
3. 网易云音乐社区属性强，网易云音乐Top30歌手榜中网易音乐人占比47%。社区帮助用户发现兴趣、激发共鸣，使强用户粘性成为平台主要“壁垒”；音乐人帮助平台打造“差异化”。
4. 网易云音乐社交娱乐驱动收入高速增长，付费用户数增速快；亏损主要来自高额内容费，目前净亏损率大幅收窄；费用率随着收入规模增长而下降。公司未上市，对标腾讯音乐，其MAU估值为39.8美元，可以为网易云音乐的估值提供一定的参考。

核心假设与逻辑

- 第一，独家版权逐渐放开，网易云音乐曲库有望持续丰富
- 第二，网易云音乐社区氛围、垂直用户的优势明显
- 第三，网易云音乐付费渗透率继续提升，直播业务继续驱动营收高增长

与市场预期不同之处

- 与国外相比，中国音乐版权市场集中度较低。2018年，全球音乐曲目近90%来自三大唱片公司，而中国有超50%曲目的版权分散在独立音乐人、工作室及其他唱片公司。目前，随着垂类音乐人崛起以及网红音乐的爆发，上游音乐供给端会进一步分散。

核心假设与逻辑主要风险

- 第一，购买音乐成本继续提高，音乐价格变动与盈利不确定风险
- 第二，短视频巨头发力，音乐赛道竞争格局恶化风险
- 第三，国内付费环境与海外存在较大差别，在线音乐付费渗透率不及预期风险

目录

■ 公司概况

- 收入构成及核心业务
- 历史沿革
- 股权结构及管理层

■ 业务分析

- 产业链分析
- 竞争格局

■ 财务分析

- 财务现状
- 盈利预测

■ 投资建议及风险提示

1.1 领先的在线音乐平台，打造社区属性音乐生活

- 网易云音乐成立于**2013**年，是国内最受年轻人喜爱的领先在线音乐平台之一。通过专注发现与分享音乐，依托独立音乐人、UGC内容，“云村”社区等，为用户打造具有社区属性的全新音乐生活。用户年轻化特点显著，2020年90后用户占比高达**89%**。
- 收入主要来自**在线音乐服务、社交娱乐服务及其他两大板块**。其中，在线音乐服务收入包含会员、广告、数字专辑和单曲销售、转授权。社交娱乐服务主要为直播服务，收入来自虚拟物品销售。2020年，在线音乐服务和社交娱乐服务及其他业务收入分别占比为**54%、46%**。

图：网易云音乐对年轻人吸引力强



图：网易云音乐UGC内容多

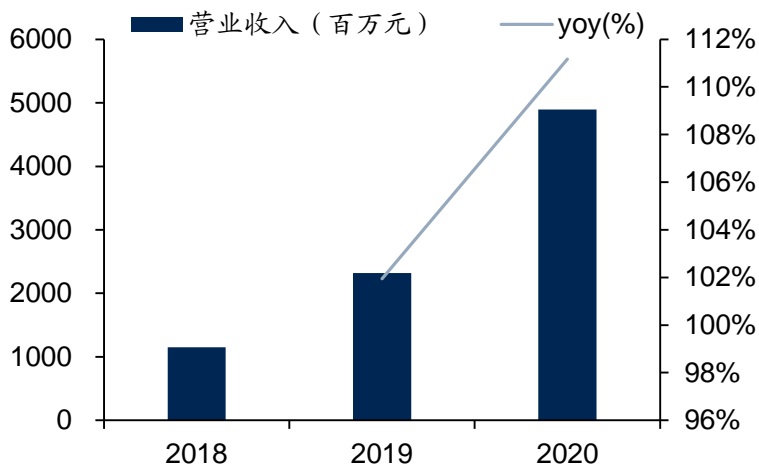


数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

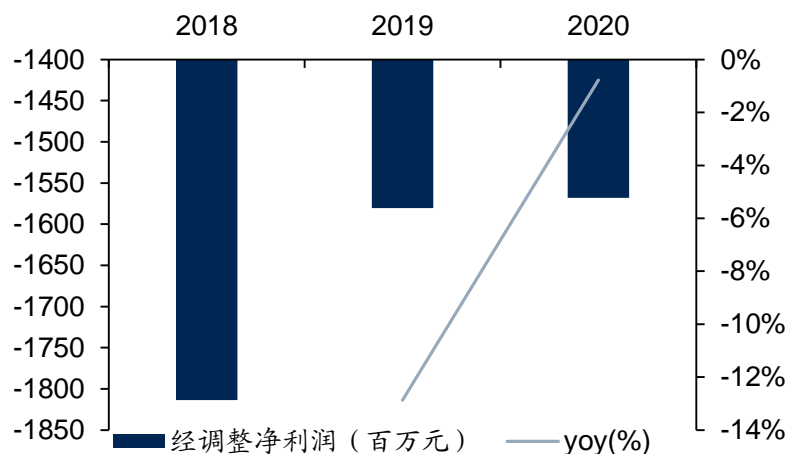
1.2 社交娱乐驱动收入高速增长，净亏损率收窄

- 营业收入：**高速增长，2020年+111%。在线音乐收入主要来自订阅付费，占在线音乐收入比逐年提升，2020年达61%。社交娱乐收入主要来自直播，直播收入占社交娱乐收入比重由2018年3%上升至2020年99%。
- 净利润：**调整后净亏损金额变动不大，但随着收入的增长，净亏损率由2018年-115%大幅收窄至2020年的-12%。

图：网易云营业收入高速增长



图：网易云音乐净亏损有收窄



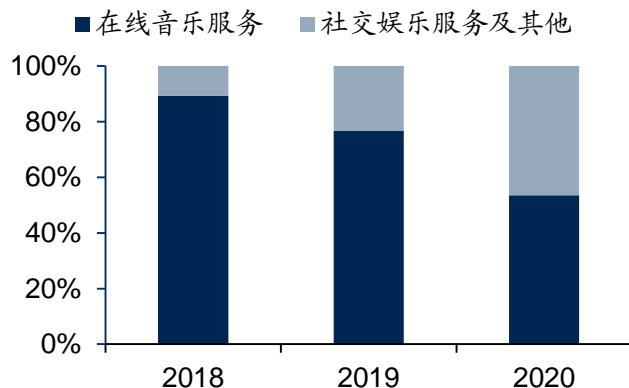
数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

1.3 与TME相比，网易云社交服务收入占比仍低

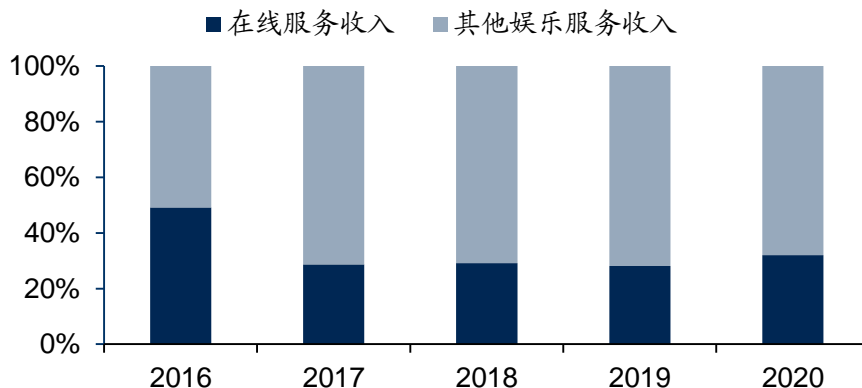
- **网易云音乐**：社交娱乐服务收入占比持续提升，2020年占总收入比为46%。
- **腾讯音乐（TME）**：近年来其他娱乐服务收入与在线音乐收入占比维持在7: 3左右。
- **腾讯音乐2018年上市**，业务模式相对成熟。目前收入逻辑为通过音乐内容吸引用户，靠直播等娱乐内容获得营收增长。我们预计，随着网易云音乐社交娱乐业务的高速发展，其收入占比将继续提高，有望驱动营收继续高增长。

图：网易云音乐收入



数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

图：腾讯音乐收入占比稳定

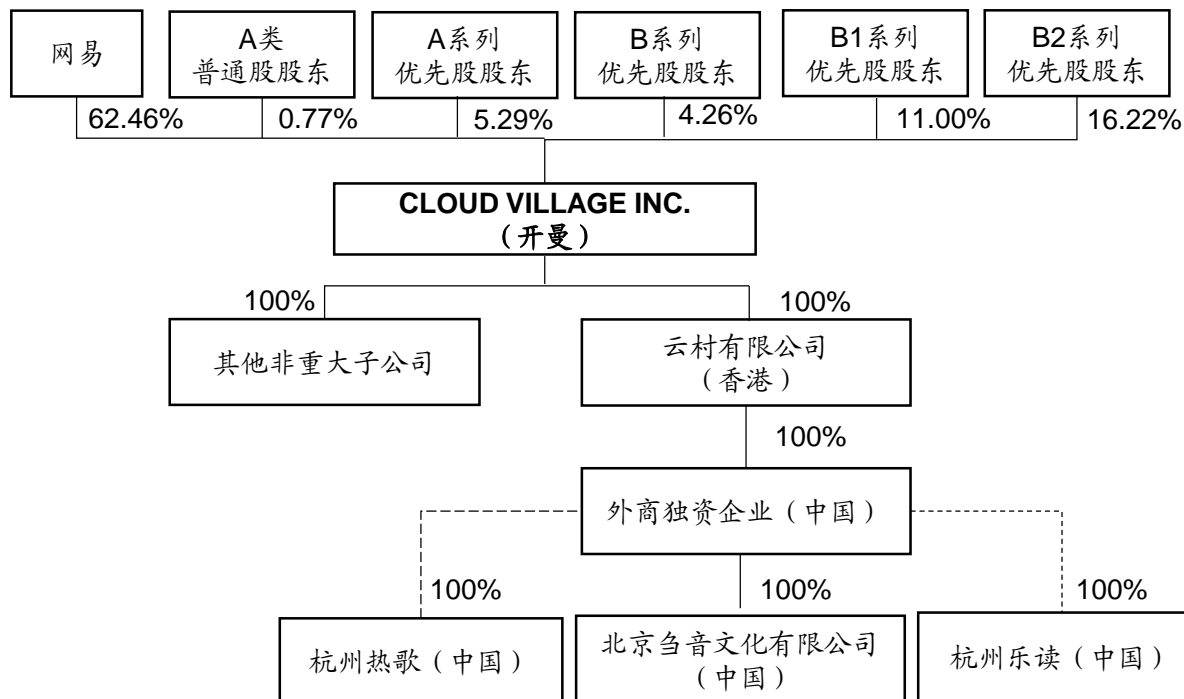


数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.1 网易控股，阿里巴巴、百度为其他股东

- 网易分拆CLOUD VILLAGE INC.于香港交易所独立上市。
- 网易掌握控制权，持股62.46%。阿里巴巴、云峰资本、百度为其他主要股东。股权相对集中，前五大股东持股占比89.88%。

图：网易云音乐公司股权架构



图：网易云音乐公司前五大股东

主要股份	持股比例	股份类别
网易	62.46%	B类普通股
阿里巴巴	10.81%	B2类优先股
云峰资本	5.41%	B2类优先股
百度	4.26%	B类优先股
泛大西洋投资	3.47%	B1类优先股
博裕资本	3.47%	B1类优先股

数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

2.2 丁磊亲自挂帅，管理层互联网经验丰富



■ **管理层组成：**公司上市后，董事会由3名执行董事、3名非执行董事、3名独立非执行董事组成。2021年网易云音乐高管团队有较大波动，原市场副总裁离职，原CEO任高级副总裁，现由丁磊掌管实际业务。

表：网易云音乐管理层及其履历

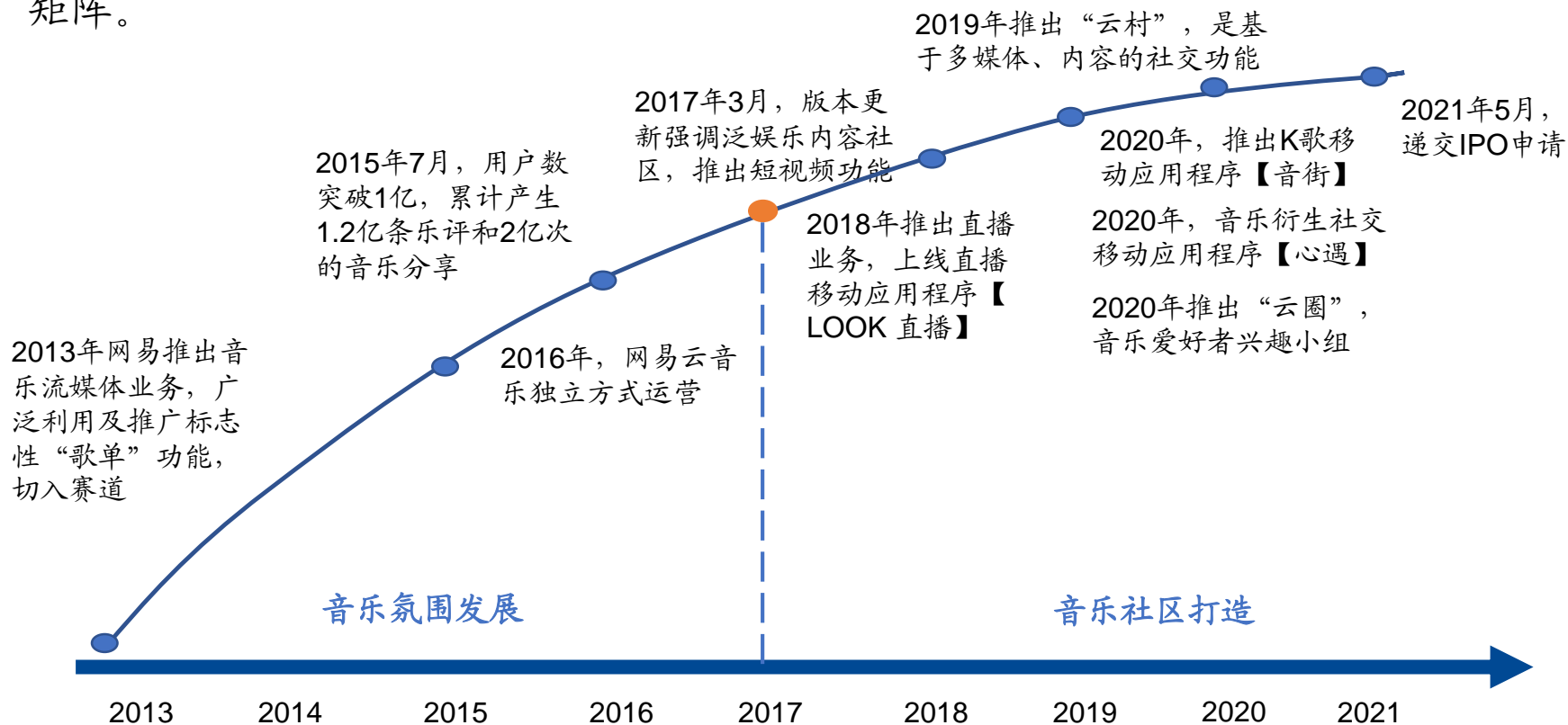
董事			
姓名	职位	加入时间	履历
丁磊	执行董事、主席、CEO	2016年2月	网易创始人，1999年7月网易成立起担任董事，自2005年起担任首席执行官。
李勇	执行董事、商业智能副总裁	2019年9月	2019年加入网易并担任网易考拉副总裁。加入网易前任腾讯控股高级技术专家。
王燕凤	执行董事、自制内容总监	2020年7月	2013-2015年任网易传媒高级编辑兼专栏作家。2015年起负责集团品牌宣传。
李日强	非执行董事、副总裁	2018年9月	2003年加入网易，在集团的营销、业务合作伙伴和开发部门担任一系列要职。
郑德伟	非执行董事	2021年5月	2005年7月加入网易，曾任首席销售官等。2019年起任网易游戏高级首席营销官。
俞峰	非执行董事	2021年5月	2006年3月加入阿里巴巴集团，目前为阿里巴巴淘宝电商内容业务部副总裁。
卢英杰	独立非执行董事	上市日期	1992年起于中国及新加坡摩托罗拉工作10年，担任财务总监等财务管理工作。
顾险峰	独立非执行董事	上市日期	2004年6月起任职美国石溪大学，并于2021年1月起担任教授。
许忠	独立非执行董事	上市日期	任意大利维罗那露天剧场首席指挥、上海歌剧院院长、苏州交响乐团首席指挥等。
高级管理团队（除执行董事外）			
朱一闻	高级副总裁	2012年7月	原网易云音乐CEO。2006年9月至2012年7月，担任网易一系列职位，包括技术工程师、技术总监和产品总监。
丁博	内容副总裁	2012年7月	内容主编和内容运营总监。2009年7月至2012年7月，担任网易传媒音乐中心主编
曹偲	技术副总裁	2012年7月	高级技术经理及技术总监。2008年7月至2012年7月担任网易高级开发工程师。
芦莉	财务副总裁	2018年5月	财务总监。2016年5月至2018年2月担任紫光西部数据有限公司首席财务官。

数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

2.3 历史沿革：标志性歌单切入，功能逐渐完善



- 公司在移动音乐领域起步较晚，以“歌单”功能切入该赛道。用户自创歌单，主打发现、分享，加上良好的“乐评”氛围，快速吸引“共鸣”年轻人。
- 凭借音乐氛围基础，2018年来重点打造内容社区建设，形成以网易云音乐为核心的产品矩阵。



数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

目录



■ 公司概况

- 收入构成及核心业务
- 历史沿革
- 股权结构及管理层

■ 业务分析

- 产业链分析
- 竞争格局

■ 财务分析

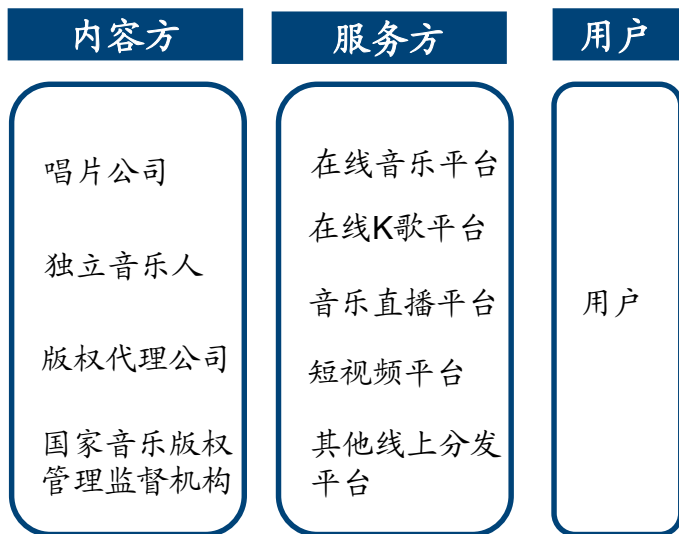
- 财务现状
- 盈利预测

■ 投资建议及风险提示

3.1 在线音乐平台处于产业链中游

- 在线音乐产业链主要分为内容方、服务方和用户三大部分。
- **资金流转：**中游音乐服务方需通过转授权或版权购买形式从上游内容提供商处获得版权，下游用户主要通过付费会员（含音乐包）、单曲购买、付费专辑的形式向中游音乐服务方付费。
- 根据艾瑞数据，2018年，我国C端数字音乐平台正版率已达到90%。

图：在线音乐产业链



图：在线音乐用户付费形式



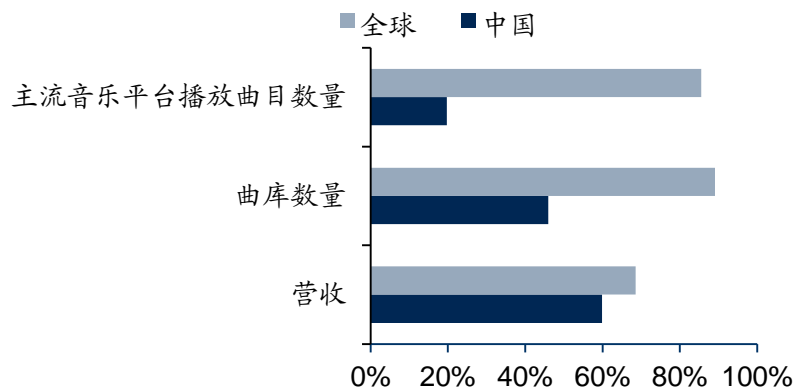
数据来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

数据来源：网易云音乐APP、国信证券经济研究所整理

3.2 上游版权方：供给呈现去中心化趋势

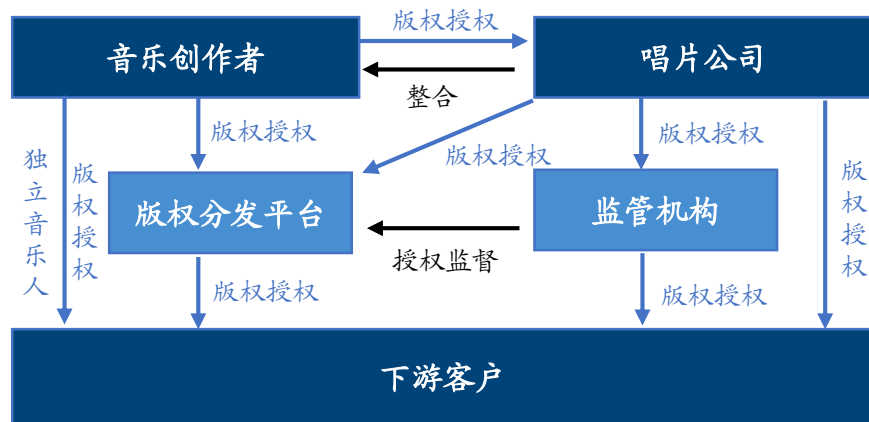
- 与海外相比，中国音乐版权市场集中度较低。根据艾瑞数据，2018年全球音乐曲目近90%来自三大唱片公司。而中国有超50%曲目的音乐版权分散在环球、索尼和华纳三大唱片公司以外的独立音乐人、工作室及其他唱片公司。主流音乐平台播放曲目中超80%来自三大唱片公司以外。
- 国内版权分发机制相对混乱，除版权服务商可提供版权外，唱片公司，独立音乐人也可直接向下游服务提供商授权。中国音乐内容供应开始呈现去中心化趋势，近两年音乐服务方靠自身互联网的實力整合上游产业链。在艺人收入与唱片公司版权收入不匹配下，传统的局势正在发生变化——比如音乐人可以绕过唱片公司，直接把作品上传至平台。

图：2018年三大唱片公司和全球市场份额对比



数据来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图：中国版权分发机制相对混乱



数据来源：艾瑞咨询、易观、国信证券经济研究所整理

3.2 版权竞争趋于柔和，独家版权时代逐渐结束

- 一味追求独家版权化会产生恶性竞争。2017年，广电总局表示各音乐平台购买音乐版权时避免独家签约。
- 目前，唱片公司选择与多家音乐平台合作。2020年腾讯音乐结束三大唱片公司独家版权时代；2021年，曾经授予网易云音乐独家版权的华研音乐与腾讯音乐合作。对于唱片公司来说，未来将重点集中在借助平台互联网基因与流量发掘更多衍生商业模式与歌曲价值。
- 我们认为，随着独家版权时代结束，深耕用户、提高用户价值，挖掘多元商业变现形式将成为重点。包括但不限于纵向深挖社区化平台内容，打造集合音乐、电台、直播等的娱乐社交生态，横向拓展产业链，增加如内容宣发、音乐内容孵化等变现渠道。

表：国内主要音乐平台2020年以来版权布局

网易云音乐发力补齐版权短板

- 补齐三大唱片公司版权：2020年，与华纳、环球音乐达成战略合作；2021年，与索尼音乐达成全新版权合作。
- 其他音乐版权布局：2020年以来在音乐版权上动作不断。扩展日系ACG音乐内容，上线众多音乐综艺音源，扩展国际曲库等。

腾讯音乐版权布局优化

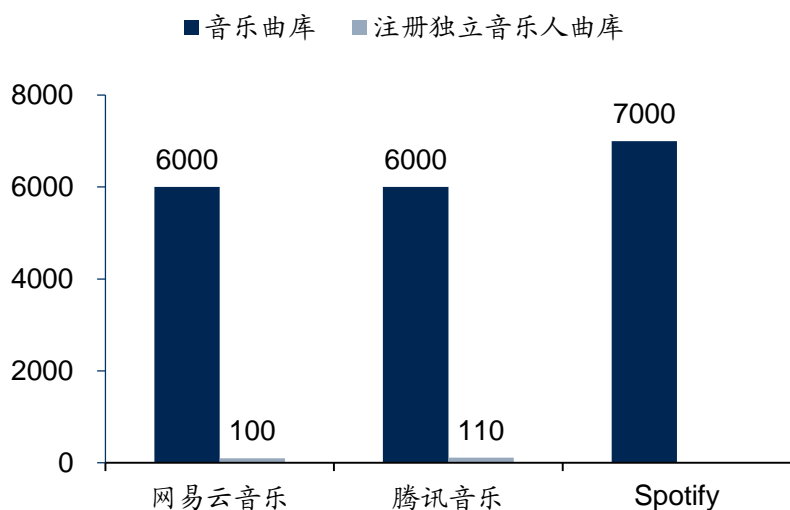
- 开放版权授权：2020年，与环球音乐独家版权合作到期后，允许其他平台购买环球音乐版权。
- 继续扩展音乐版图：2020以来，与日本老牌唱片公司Being、爱奇艺旗下经纪公司果然娱乐等达成合作。牵手索雅音乐、摩登天空等为原创音乐助力，并积极扩展小众领域音乐版权。

数据来源：易观、国信证券经济研究所整理

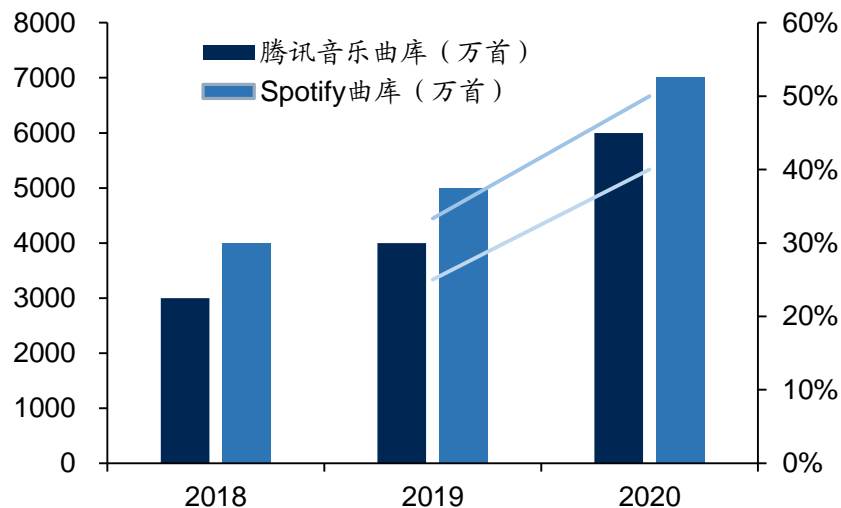
3.2 国内头部音乐平台曲库达6000万首

- 截止2020年12月，网易云音乐与腾讯音乐曲库数量相当，都为6000万首。与海外主流音乐平台Spotify7000万首曲库相比，有小幅差距。对比独立音乐人曲库，网易云音乐平台为100万首，腾讯音乐为110万首。
- 从腾讯音乐与Spotify曲库数量来看，近年来，国内外主流音乐平台曲库数量逐年增速扩张。

图：国内外主流音乐平台曲库数量比较（万首）



图：腾讯音乐与Spotify曲库量比较（万首）



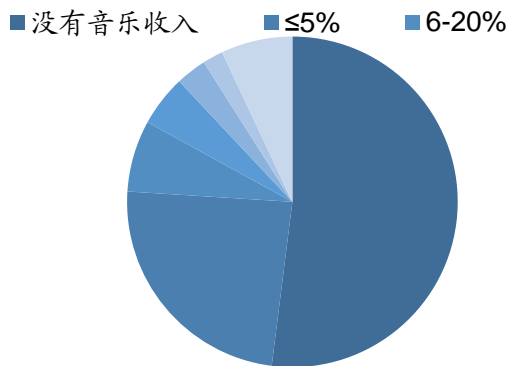
数据来源：网易云音乐招股书、腾讯音乐财报、Spotify财报、国信证券经济研究所整理

数据来源：腾讯音乐财报、Spotify财报、国信证券经济研究所整理

3.3 上游音乐人：职业音乐人为少数，收益仍是问题

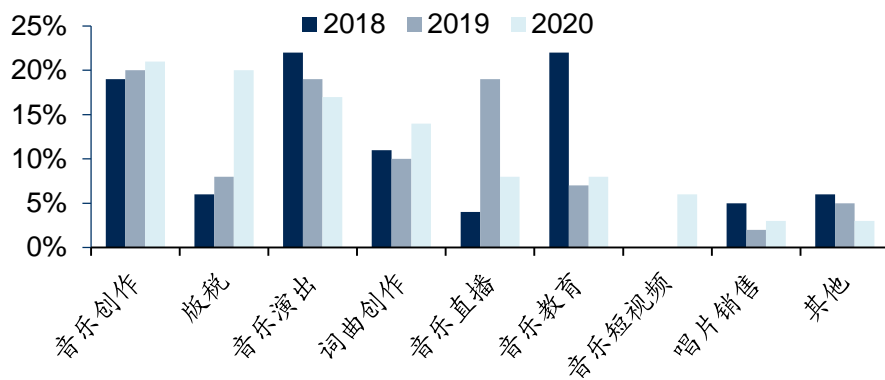
- **数量：**音乐创作成本与收入不成正比，导致音乐人职业参与度不高。根据中国传媒大学报告，2020年，全职音乐人仅一成，43%音乐人为学生。2019年，音乐平台粉丝五万以上音乐人仅7%，55%音乐人粉丝数在500人以内。流行、民谣、古风成首选。
- **收益：**2020年，52%音乐人仍没有收入，但54%音乐人表示收入有所提升。音乐人版税收入大幅提升，同比+150%。音乐平台正从传播、收入方面影响音乐人，激励音乐人进行创作。随着音乐正版化步入正轨，音乐平台开始关注按实际播放量、广告等为音乐人发放收入，并帮助音乐人获得更多资源，激励其参加平台活动。2020年，91%音乐人已入驻音乐平台，并且79.6%音乐人已在平台发布音乐作品。在有收入团体中，75%获得过数字音乐收益，其中19%数字音乐收入较2019年大幅上涨50%。

图：2020年中国音乐人音乐收入在总收入中占比（%）



数据来源：中国传媒大学《2020年中国音乐人报告》、国信证券经济研究所整理

图：2018-2020年中国音乐人收入来源占比（%）

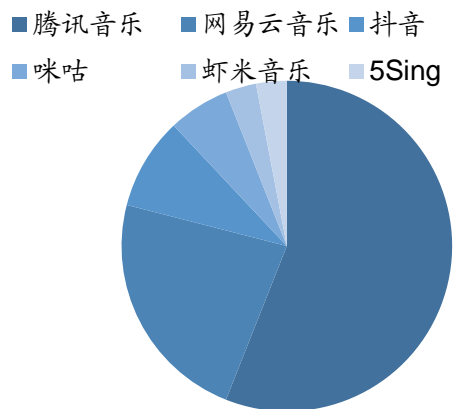


数据来源：中国传媒大学《2020年中国音乐人报告》、国信证券经济研究所整理

3.3 对音乐人而言，腾讯音乐与网易云各有优势

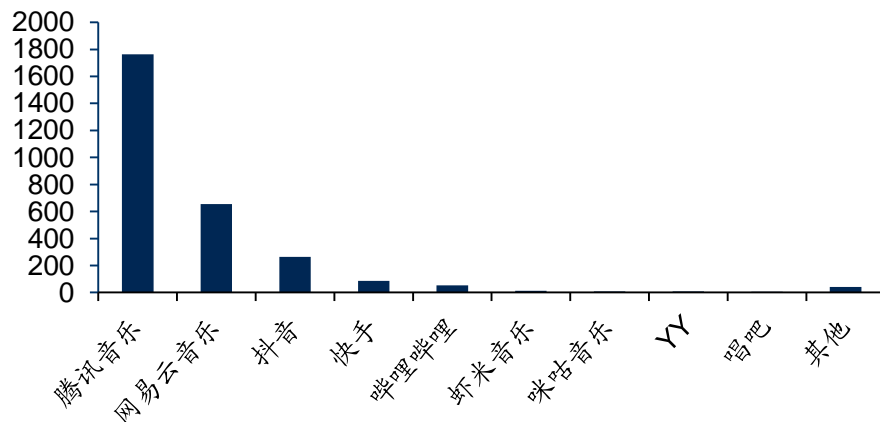
- 音乐人选择平台主要关注推广效果及流量。根据中国传媒大学报告，2020年，平均1位音乐人入驻了2.6个音乐平台。2019年，头部音乐人（粉丝五万人以上）中，有61%签约网易云音乐，81%选择腾讯音乐，仅20%头部音乐人选择签署独家协议。
- 腾讯强于服务及综合实力：2019年，56%音乐人在腾讯平台上传作品最多，推广满意度最高。选择腾讯原因是由于推广能力、业内口碑、版权协议等。
- 网易云强于精准：2019年，23%音乐人在网易云平台上传作品最多。选择网易云原因：1.网易云听众喜好与自身风格匹配，便于形成用户粘性。2.社区活跃，更易垂类用户推广，得到反馈。可通过用户推荐，打包推荐（每日推荐、歌单组合等）增加曝光率。

图：2019年音乐人平台选择偏好占比（%）



数据来源：中国传媒大学《2019年中国音乐人报告》、国信证券经济研究所整理

图：2020年音乐人对音乐平台推广能力认可度（人次）

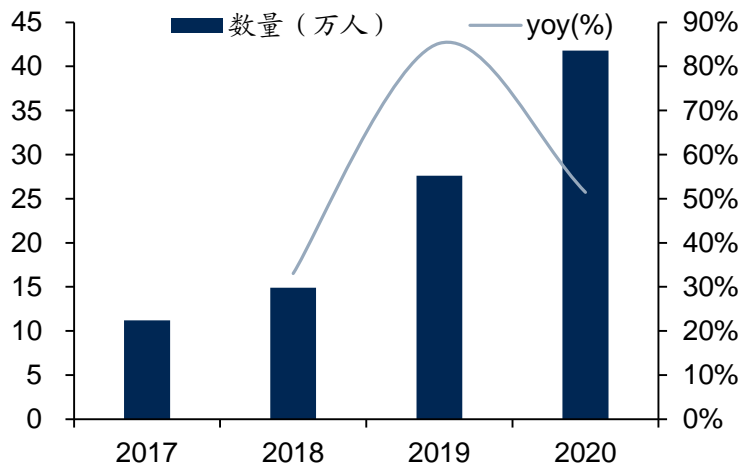


数据来源：中国传媒大学《2020年中国音乐人报告》、国信证券经济研究所整理

3.3 远期独立音乐人数量仍有翻倍空间

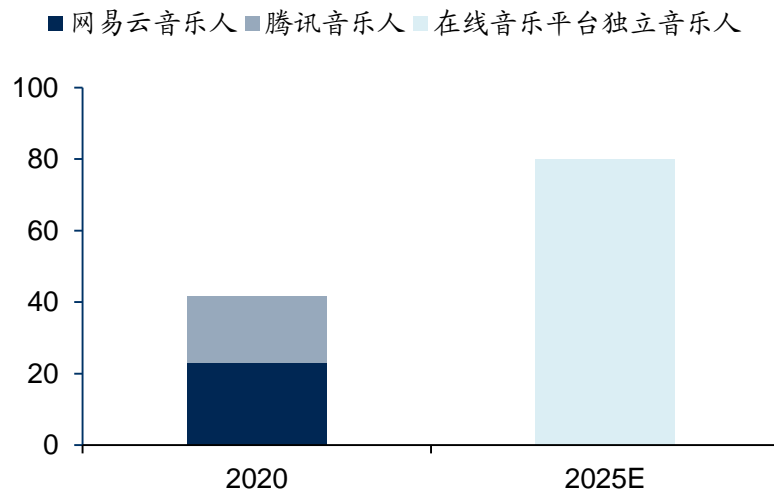
- 根据Fastdata数据，2017以来，中国入驻线上音乐平台的音乐人数量高速增长。截至2020年10月，入驻在线上音乐平台音乐人数量达41.8万，CAGR达55%。
- 根据网易云音乐招股书预测，中国独立音乐人数量有望在2025年翻倍。我们认为，独立音乐人的核心不在于供给，而在于让音乐人找到合适的变现模式，从而保障整个产业链的持续繁荣。

表：中国入驻在线音乐平台音乐人数量（万人）



数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

表：中国在线音乐平台独立音乐人数量（万人）
预计2025年翻倍



数据来源：网易云音乐招股书、腾讯音乐人2020年度报告、国信证券经济研究所整理

3.3 网易云音乐Top30歌手榜，网易音乐人占比47%



■ 网易云通过培养独立音乐人以及锁定部分头部歌手版权方式，形成平台独特调性。

■ 在“网易云音乐Top30华语歌手”（截至2021.7.4）中，网易音乐人占比为47%。从音乐风格来看，网易音乐人民谣风格居多，说唱风格音乐人有上升趋势。在“2021年网易云音乐数字专辑销量Top20”的歌手，网易音乐人有2人，有独家发售50%。独家发售包含网易云音乐人，华语头部歌手华晨宇，日韩头部歌手BTS、IU等。

表：网易云音乐Top30华语歌手概况（截至2021.7.4）表：网易云音乐2021年Top20数字专辑（截至2021.7.4）

歌手	风格	网易音乐人	歌手	风格	网易音乐人	专辑名称	歌手	网易音乐人	独家
1 薛之谦	流行	否	16 花粥	民谣	是	Justice	Justin Bieber		
2 林俊杰	流行	否	17 陈粒	民谣、流行	是	IU 5th Album 'LILAC'	IU		是
3 陈奕迅	流行	否	18 徐秉龙	流行	是	幼鸟指南	毛不易		
4 隔壁老樊	民谣、流行	是	19 NINEONE#	说唱	是	Fearless	Taylor Swift		
5 颜人中	流行	是	20 莫文蔚	流行	否	冀西南林路行	万能青年旅店	是	是
6 毛不易	流行	否	21 Lil Ghost小鬼	说唱	否	风的使者	理塘丁真	是	是
7 房东的猫	民谣	是	22 周深	流行	否	新世界 New World	华晨宇		是
8 沈以诚	民谣	是	23 汪苏泷	流行	否	和自己对话	林俊杰		
9 李荣浩	流行	否	24 张杰	流行	否	Like You Do 如你	林俊杰		
10 许嵩	流行	否	25 马思唯	说唱	否	Folklore	Taylor Swift		
11 G.E.M.邓紫棋	流行	否	26 一只榴莲	流行	是	Epik High is Here 上	Epik High		是
12 法老	说唱	是	27 Beyond	流行	否	evermore(delux version)	Taylor Swift		
13 姜云升	说唱	是	28 任然	流行	是	BE	BTS		是
14 华晨宇	流行	否	29 音阙诗听	古风	是	Positions (Delux)	Ariana Grande		
15 郭顶	流行	否	30 阿肆	流行	是	年轮说	杨丞琳		
						幸存者	林俊杰		
						The Chaos Chapter: FREEZE	TOMORROW × TOGETHER		是
						2+0+2+1+3+1+1=10 years 10 songs	RADWIMPS		是
						Man on the Moon	N.Flying		是
						LOVE YOURSELF 結 'Answer'	BTS		是

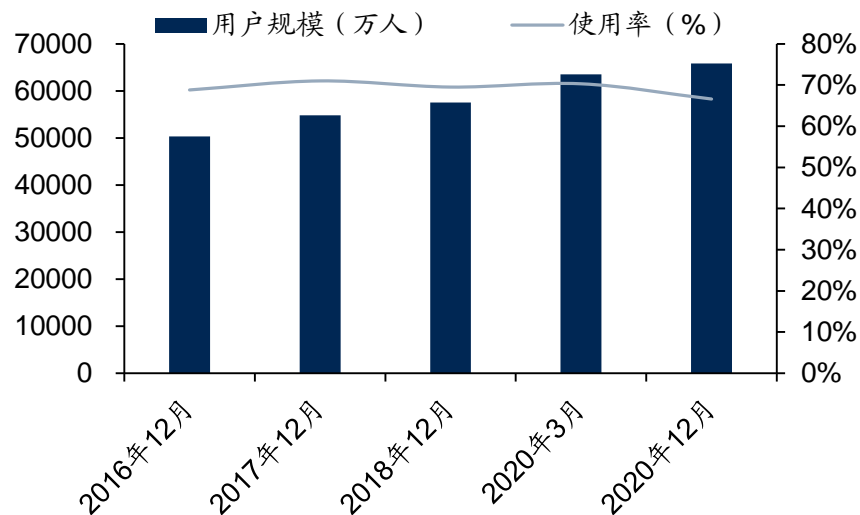
数据来源：网易云音乐APP、国信证券经济研究所整理

数据来源：网易云音乐APP、国信证券经济研究所整理

3.3 下游：用户增长进入平台期，版权付费意识提升

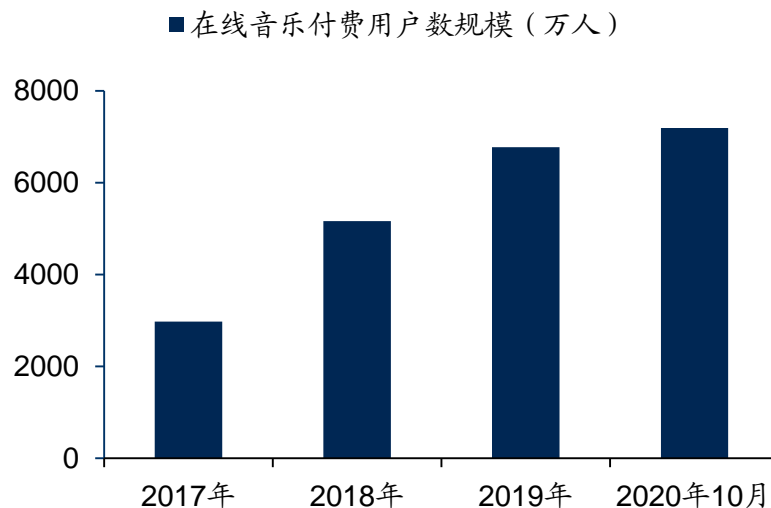
- **在线音乐已进入平台期：**截至2020年12月，我国在线音乐用户规模达6.58亿，占整体网民的66.6%，2020年用户增速约3.6%，整体用户数增长已进入平台期。
- **用户付费意识增强，2020年付费用户超7000万。**根据艾瑞数据，近80%的用户支持音乐正版化。

图：2016年12月-2020年12月网络音乐用户规模及使用率



数据来源：CNNIC、国信证券经济研究所整理

图：在线音乐付费用户规模不断提升

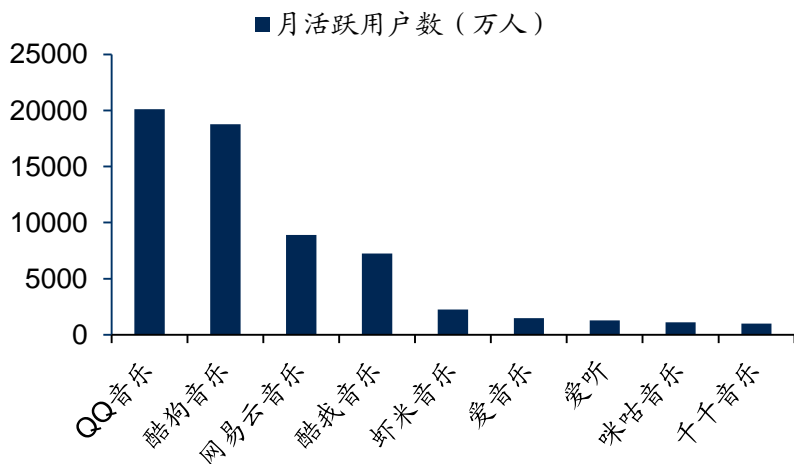


数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

3.3 竞争格局：一超一强，集中度仍在提升

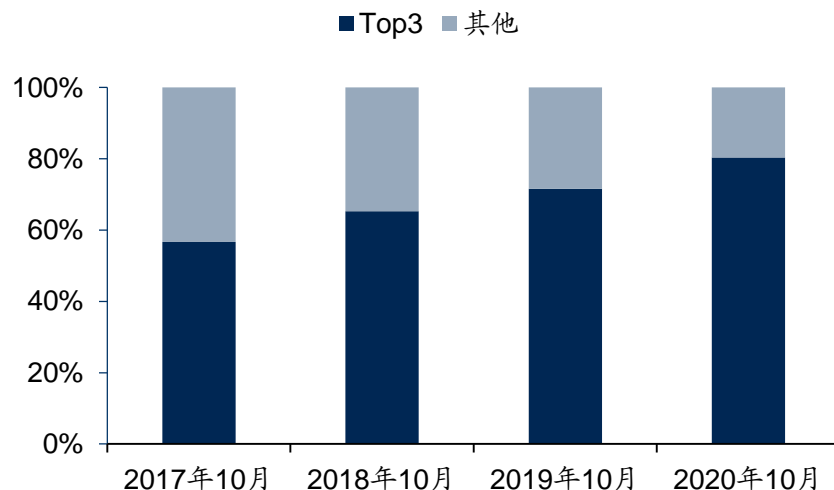
- 中国在线音乐市场“一超一强”格局显著，腾讯音乐一家独大，网易云音乐居于第二。2016年7月，腾讯将旗下的QQ音乐业务与中国音乐集团（CMC）进行合并成立新的音乐集团——腾讯音乐娱乐集团。CMC旗下包含酷狗音乐、酷我音乐等。
- 马太效应尽显，头部音乐平台正快速抢食中小平台用户的时间。根据Fastdata数据，TOP3在线音乐APP使用总时长中占比逐年提升，2017年10月占比仅56.7%，2020年10月占比提升至80.4%。2018年以来，多米音乐、天天动听、虾米音乐等平台陆续下架。

图：2020年10月中国在线音乐APP月活跃用户



数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

图：Top3音乐APP使用总时长占比(%)



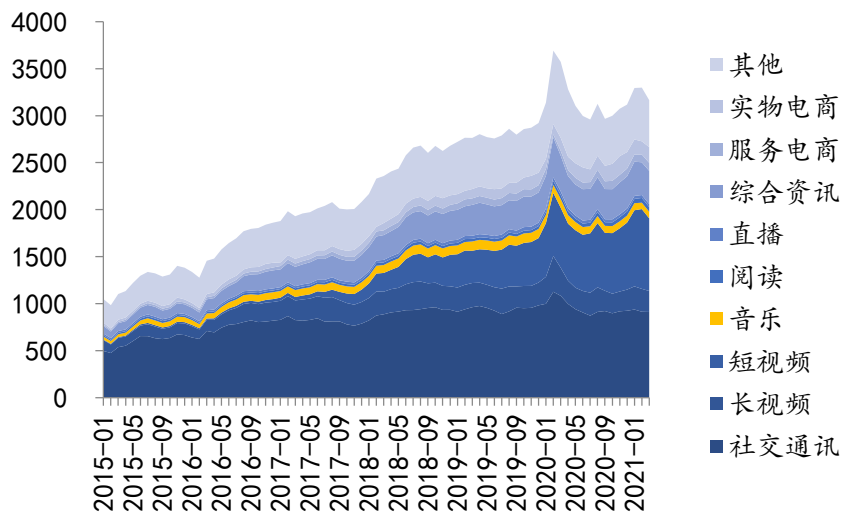
数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

3.3 竞争格局：短视频发力，成为重要音乐推广方式之一



- 在线音乐平台使用时长受短视频挤压，用户使用时长有所下降。音乐内容服务方包含在线音乐平台、K歌平台、直播平台、短视频平台等。2020年10月，在线音乐平台使用时长大幅下降的用户中，对短视频的使用月时长环比+72.9%。
- 短视频利用“视频+音乐”打造爆款，创造需求，且受到音乐人的欢迎。根据Fastdata数据，短视频成除音乐平台外的主要音乐作品推广方式。2020年，近80%音乐人推广作品选择短视频平台。

图：主流音乐平台的总时长有所降低

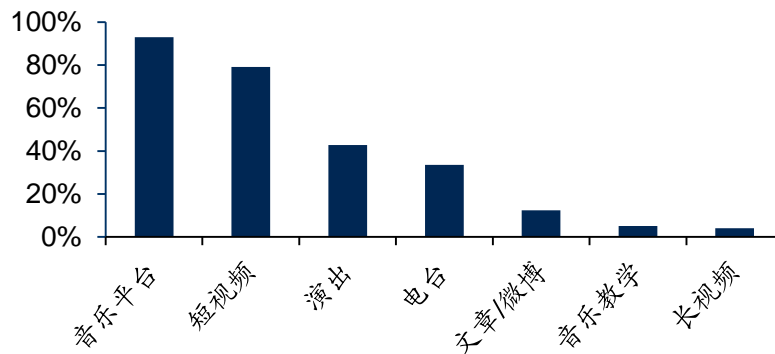


图：短视频平台时间黑洞特征显著

2020年9月在线音乐使用时长环比下降>50%的用户群体

视频应用时长+72.9%
手机游戏应用时长+12.6%

图：2020年音乐人选择音乐作品传播推广方式 (%)



数据来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

3.4 音乐平台内容丰富度高，功能较趋同

- 目前音乐平台本身已成为集音乐、视频、直播、K歌、社交广场等为一体的泛音乐APP。业务场景丰富，头部音乐平台具备功能基本相同。
- 网易云音乐平台内容向音乐人倾斜，比如在视频、直播、播客等中，给音乐人专栏。相比腾讯音乐资源丰富，网易云音乐更乐意依靠自身音乐人与平台用户创造资源，比如在视频中包含村民生活、热评故事等，播客中借云村疗愈师在线抚慰用户心灵等。

表：主要音乐平台主要功能及其特点

	歌曲	视频	直播	播客	K歌	广场
网易云音乐	每日推荐+私人FM+排行榜+歌单	挖掘音乐人、注重用户自我展示、独家出品	音视频+多人聊天；会标明音乐类别、唱将/新人、网易云歌手等	音乐+情感+有声剧场+资讯+云村红人。有治愈内容，如助眠解压、疗愈所	K歌房+聊天室	云村
QQ音乐	个性/音乐电台+每日30首歌+歌手库+排行榜+分类歌单	独家资源丰富，如TME live、大牌直播等	音视频+多人聊天；有附近、交友等功能	有声书+资讯+脱口秀、音乐主理人等。内容品类较为丰富	需跳转全民K歌	扑通
酷狗音乐	猜你喜欢+每日推荐+排行榜+歌单广场	生活化，如舞蹈、搞笑视频、儿童	视频为主，颜值主播多	主要为听书，包含儿童内容	K歌房+聊天室	我的-圈子

数据来源：网易云音乐，腾讯音乐，国信证券经济研究所整理

3.4 矩阵产品布局完善，腾讯与网易侧重点略有不同

- 网易云音乐与腾讯音乐在音乐衍生品均有布局，网易云音乐发展较晚。网易云2018年起发力音乐衍生产品。而腾讯音乐旗下直播平台“酷狗直播”，K歌平台“全民K歌”分别于2012年、2014年上线，已成为各自领域头部玩家。
- 比较来看，腾讯音乐产品矩阵更加丰富，网易云音乐重视社交类音乐衍生品打造。在交友方面，网易云分别推出语音直播互动交友产品“声波”以及陌生人创新社交产品“心遇”。腾讯音乐则在B2B音乐播放与长音频领域布局，释放耳朵经济。

图：网易云音乐与腾讯音乐产品矩阵以及上线时间对比

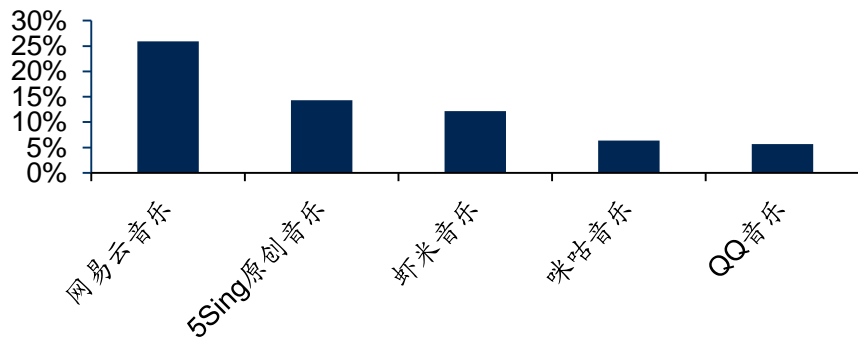
	 网易云音乐	 腾讯音乐
在线音乐平台	网易云音乐（2013）	QQ音乐（2005）、酷狗音乐（2004）、酷我音乐（2005）
直播平台	Look直播（2018）	酷狗直播（2012）、酷我聚星（2016）
K歌平台	音街（2020）	全民K歌（2014）
音乐衍生社交	声波（2019）、心遇（2020）	
B2B内置音乐播放器		爱听卓乐（2014）
长音频		懒人畅听（2021）

数据来源：腾讯音乐、网易云音乐、国信证券经济研究所整理

3.5 壁垒：社区发现兴趣、激发共鸣，增加客户留存

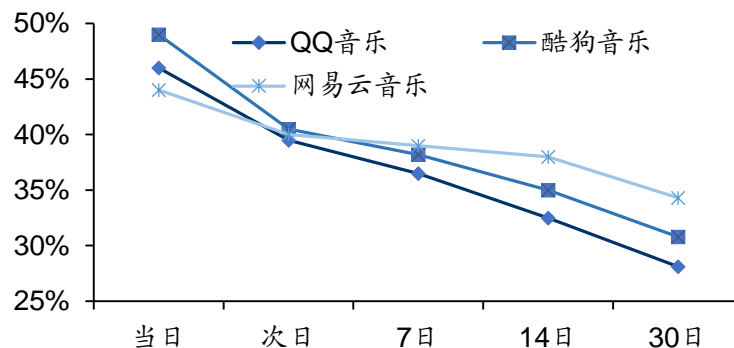
- UGC内容：通过“评论区”、可分享“歌单”等，持续输出丰富的原创优质内容。
- 云村与云圈：为音乐人、音乐爱好者提供交流互动平台与兴趣小组。
- 网易云音乐形成“歌曲/UGC内容-互动-兴趣小组”的社交链路。一方面，培养并增强用户兴趣，形成“培养用户-需求用户-购买”的付费机制。另一方面，形成基于兴趣的差异化“用户标签”，为各种品味用户找到“共鸣”，增加客户留存率。根据Fastdata数据，网易云音乐用户社区参与度最高。截至2020年10月，网易云音乐用户社区参与度达到25.9%，QQ音乐为5.7%。头部音乐APP中，网易云的头部音乐版权稍弱于竞对，用户的首日安装留存率最低，但7日后留存率最高，反应出良好的用户粘性。我们认为，随着网易云音乐版权逐步补全，社区壁垒将进一步体现。

图：音乐平台用户社区参与度（%）



数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理
(截至2020年10月)

图：用户主要音乐APP安装留存率（%）

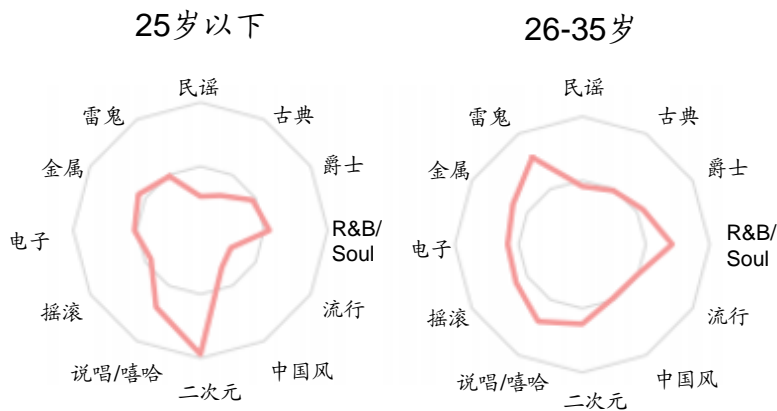


数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理
(截至2020年10月)

3.5 借独立音乐人迎合多元化口味，打造差异化优势

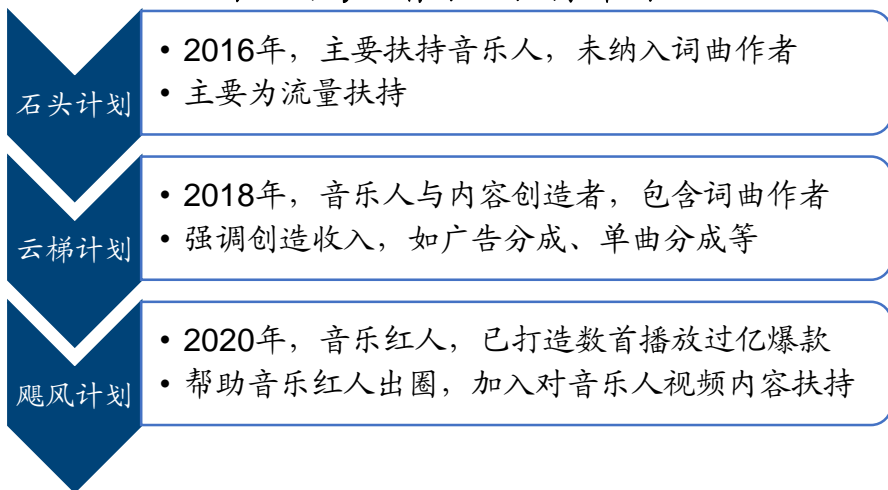
- 迎合年轻人多元化、小众品味是未来发展趋势。年轻人成为音乐平台主力军。根据艾瑞咨询，25岁以下用户偏好二次元与说唱/嘻哈；26-35岁的用户曲风偏好多样化，涉及类型分布更均匀。独立音乐人可以帮助平台留存特定音乐人听众群体，拓宽长尾用户价值，满足多元化需求。
- 网易云的音乐人独特资源形成平台差异化竞争优势。根据网易云音乐招股书，截至2020年12月，中国在线音乐平台独立音乐人约42万，网易云音乐独立音乐人超23万，成为中国最大的独立音乐人孵化器。独立音乐人歌曲数量只占网易云音乐曲库的1.67%，但播放量占到总播放量的45%以上。

图：音乐平台年轻用户曲风偏好



数据来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图：网易云音乐人扶持计划



数据来源：网易云音乐、国信证券经济研究所整理

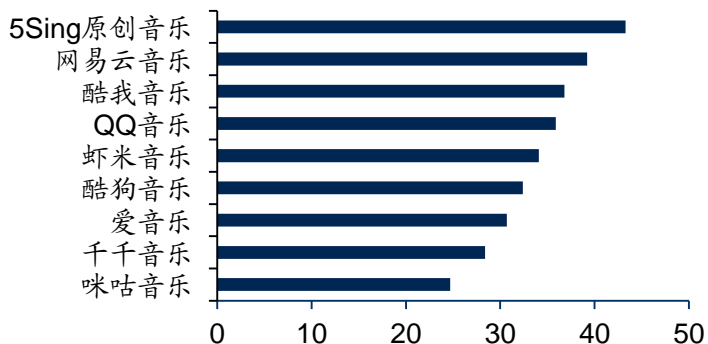
3.5 用户与音乐人双边正向，拓宽平台变现内容



- 网易云用户的调性和社区反馈持续吸引音乐人，音乐人持续输出音乐作品持续吸引粉丝，形成用户和音乐人粘性，对平台建设起双边正向作用。根据Fastdata数据，2020年1-10月，网易云音乐用户使用日均时长为39.2分钟，位列主要音乐APP第二名，第一名为5Sing原创音乐平台。根据网易云音乐APP统计，网易云音乐Top20华语歌手中，相对于其他歌手，网易音乐人粉丝加入云圈（歌手圈子）比例较高，并且粉丝数较少（两百万左右）的网易音乐人粉丝入圈基本过半，最高达90%，呈现较强互动性。
- 网易云音乐形成以音乐人为核心的多元变现内容。借助音乐人拓宽横向生态链，向前可形成平台独特资源（版权），向后可参与音乐宣发、粉丝运营、线下音乐节等。纵向帮助拓宽泛音乐生品类，直播、MLOG等。

表：网易云音乐Top20华语歌手粉丝活跃概况（截至2021.7.4）

图：2020年1-10月主要音乐APP用户日均使用时长（分钟）



网易音乐人			非网易音乐人		
歌手	粉丝数（万人）	云圈/粉丝数（%）	歌手	粉丝数（万人）	云圈/粉丝数（%）
隔壁老樊	835.8	22%	薛之谦	1259.2	32%
颜人中	289.5	51%	林俊杰	540.7	2%
房东的猫	318.8	23%	陈奕迅	520.1	2%
沈以诚	275.4	36%	毛不易	616.5	35%
法老	199	67%	李荣浩	592	30%
姜云升	222.9	90%	许嵩	484.4	32%
花粥	604.5	10%	邓紫棋	631.5	25%
陈粒	453	16%	华晨宇	662.8	43%
徐秉龙	231.6	28%	郭顶	159.3	44%
NINEONE#	196.9	53%	莫文蔚	111.1	1%

数据来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

数据来源：网易云音乐APP、国信证券经济研究所整理

目录



■ 公司概况

- 收入构成及核心业务
- 历史沿革
- 股权结构及管理层

■ 业务分析

- 产业链分析
- 竞争格局

■ 财务分析

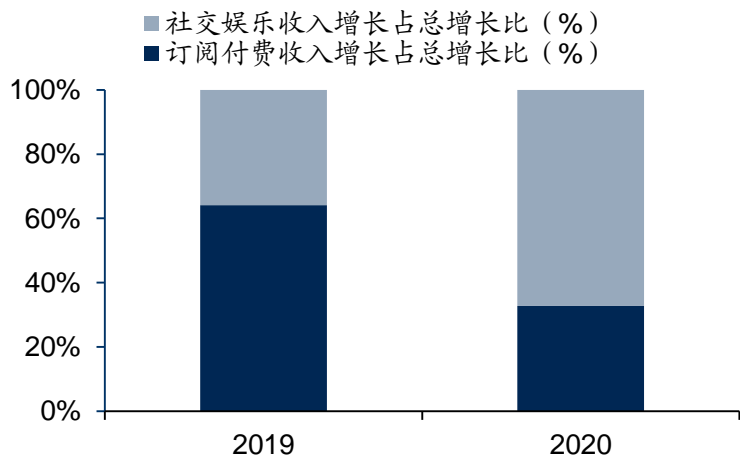
- 财务现状
- 盈利预测

■ 投资建议及风险提示

4.1 收入驱动力：社交娱乐贡献较大增量，付费用户数增速较快

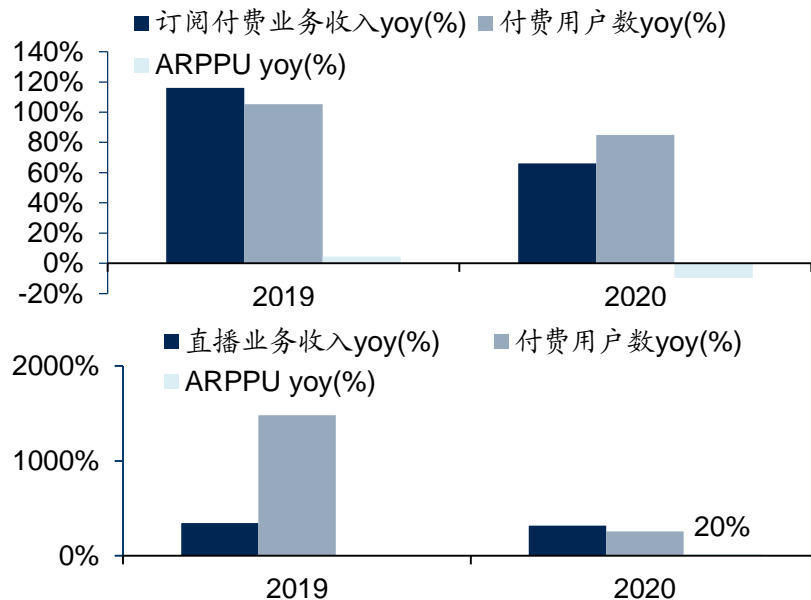
- 收入增速及构成：** 订阅付费及社交娱乐收入均处于高速增长状态。其中，社交娱乐收入增速贡献了更高的增量。2020年，订阅付费及社交娱乐收入增速分别为66%及320%。在2020年的收入增量中，社交娱乐的贡献达到了67%。
- 增长驱动力拆解：** 主要系两大业务付费用户数的提升。订阅付费及社交娱乐两大业务收入增长都主要由付费用户数增长所驱动。2020年，网易云订阅服务的付费用户数同比增长85%，社交娱乐付费用户数同比增长257%。

图：网易云收入增长主要来自社交娱乐动



数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

图：增长驱动主要来自付费用户快速增长



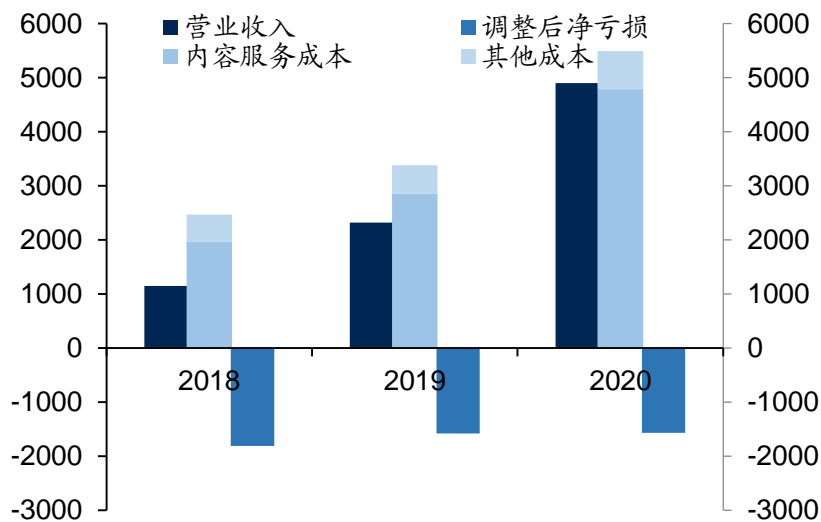
数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

4.2 净利润：亏损率显著收窄，亏损来自于高额内容费



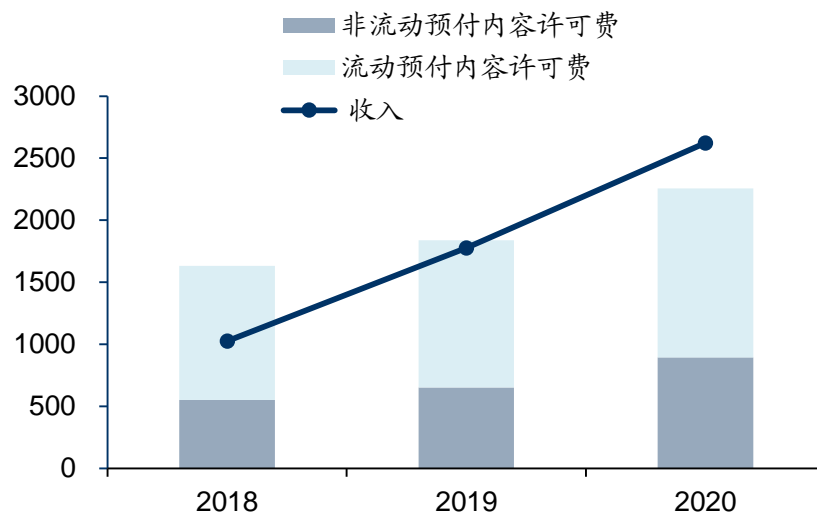
- **净利润**：2020年，网易云音乐实现调整后的净亏损为15.68亿元，净亏损率为32%，较2019年收窄36pct，主要系社交娱乐收入高速增长。
- **亏损原因分析**：音乐内容成本持续高企。拆解网易云音乐的利润结构后，我们发现，其亏损的主要原因来自于较高的内容成本。2020年，网易云音乐的毛亏率为12%，亏损主要原因来自于较高的内容服务成本，2020年其预付内容许可费总额高达22.57亿元。

图：亏损主要来自较高的内容服务成本



数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

图：2020年收入首次覆盖内容服务成本



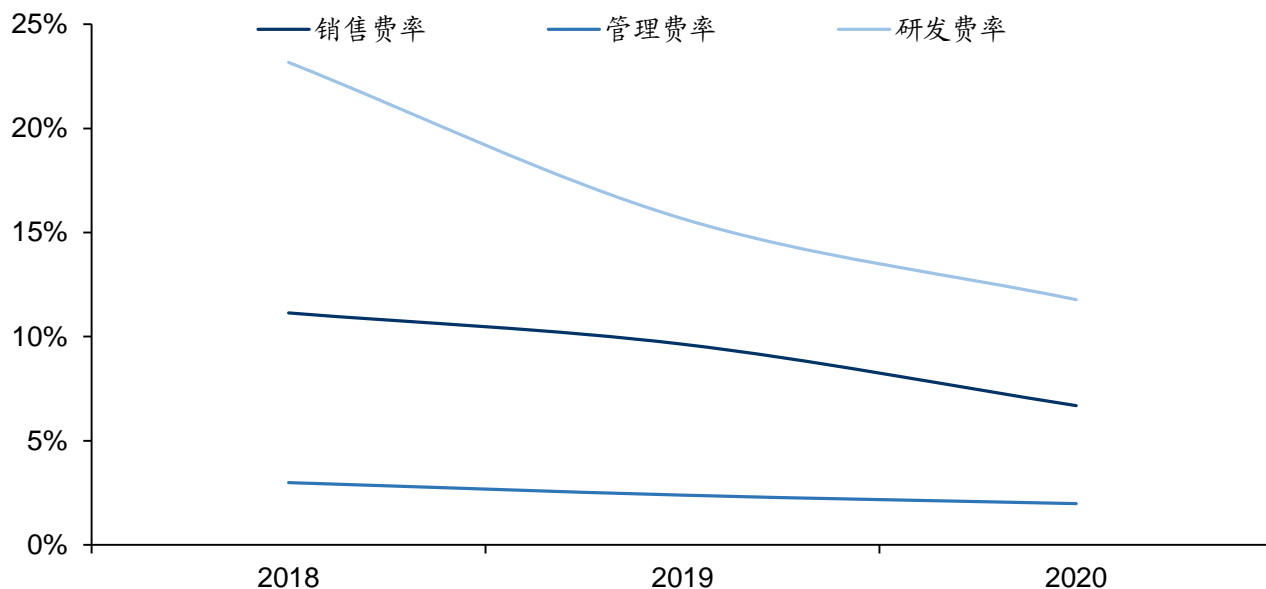
数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

4.3 费用率：随收入规模增长而下降，销售费率健康



- 费用率：2020年网易云音乐合计费用率为20.4%，同比降低7.3pct，主要系销售费率及研发费率各降低3pct及3.9pct。网易云音乐的销售费率表现健康，2020年仅为7pct，我们推测与其独特的调性及音乐行业的发展阶段有关。

图：网易云音乐费率整体下降



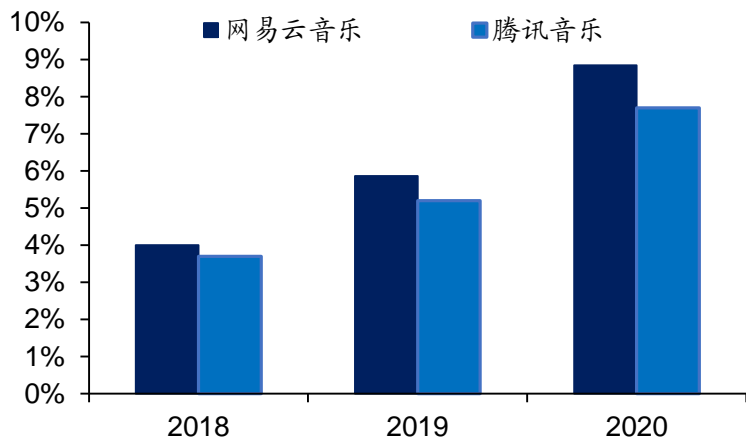
数据来源：网易云音乐招股书、国信证券经济研究所整理

4.4 核心指标：音乐付费渗透率与TME几乎持平



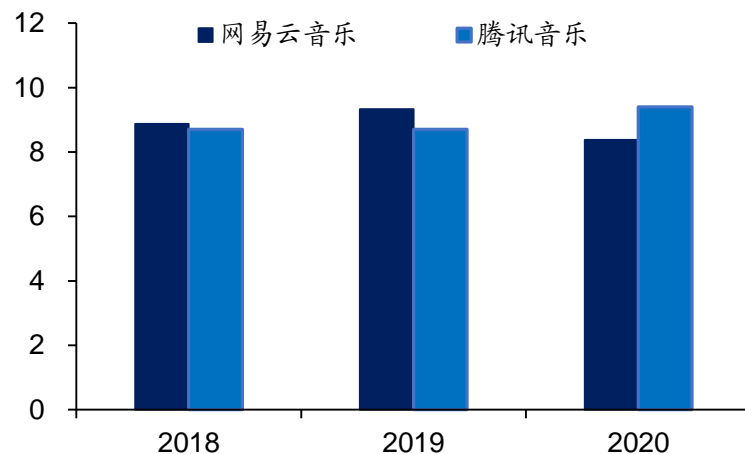
- **音乐订阅服务的付费渗透率**：以MAU口径计算，2020年，网易云音乐与腾讯音乐的付费渗透率分别为8.8%及7.7%，几乎处于持平的状态；2020年网易云音乐付费渗透率提升较快，增量为2.9pct。2020年网易云及腾讯音乐的月度ARPPU分别为8.4元及9.4元，网易云在音乐付费的ARPPU上低于腾讯音乐，我们推测与网易云音乐在2020年加入88VIP会员有关。

图：网易云音乐与腾讯音乐付费渗透率（%）对比



数据来源：网易云音乐招股书、腾讯音乐娱乐集团财报、国信证券经济研究所整理

图：网易云音乐与腾讯音乐ARPPU(元)对比



数据来源：网易云音乐招股书、腾讯音乐财报、国信证券经济研究所整理

4.4 核心指标：直播业务付费渗透率及ARPPU



- 2020年，网易云音乐直播业务ARPPU为573.8元，属于合理水平：2020年，网易云音乐社交及娱乐的ARPPU介于秀场直播和游戏直播之间，增速为20%。
- 值得注意的是，2020年，腾讯音乐社交及娱乐的ARPPU仅为141元，我们推测主要原因为，腾讯音乐社交及娱乐业务中包含了较多的全民K歌付费用户，与网易云音乐的社交娱乐直播存在结构上的差异。由此，不能简单认为网易云的直播ARPPU显著高于腾讯音乐。

图：各直播平台月度ARPPU(元)情况

	2018	2019	2020
网易云音乐		477.6	573.8
TME	114.4	131.3	141.1
快手	48	53.6	56.6
B站		89.0	105.3

数据来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

4.5 估值讨论

- **估值探讨：**我们认为，中外的在线音乐付费环境、商业模式、竞争格局相差较大，Spotify可以为国内在线音乐的未来发展路径提供一定的参考，但网易云音乐最具对标意义的平台仍然是腾讯音乐，二者在付费环境、商业模式上一致性较高。
- **自然，两大平台各具优势：**
 - 1) **网易云音乐强在社区氛围、垂直用户和推荐能力：**90后用户占比约为89%，月活用户中，一二线城市用户占比超过60%，2021年12月，28%的播放量来自于平台推荐
 - 2) **腾讯音乐强在生态及产品矩阵：**入局较早，全产业链布局，且全民K歌表现不俗
 - 3) **网易云音乐起步较晚，MAU增速高于腾讯音乐**
- **截至2021年7月，腾讯音乐单MAU估值为39.8美元，可以为网易云音乐的估值提供一定的参考**

图：网易云音乐可比公司估值情况

相对估值	公司名称	股票代码	营业收入-2020	营收增速-2020	当前市值 (亿美元)	PS-2020	MAU-2020	单MAU估值	单MAU收入
音乐平台	腾讯音乐	TME.N	44.68	14.6	218.0	4.9	6.44	33.9	6.94
	Spotify	SPOT.N	96.92	16.5	499.9	5.2	3.45	144.9	28.09
长视频平台	爱奇艺	IQ.O	45.53	2.5	103.4	2.3	5.74	18.0	7.93
垂直社区	知乎	ZH.N	2.07	101.7	59.1	28.5	0.69	86.2	3.03
	哔哩哔哩	BILI.O	18.39	77.0	394.8	21.5	2.02	195.5	9.10
	网易云音乐			111			1.81		

数据来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

目录

- 风险提示

- **音乐版权价格变动的风险：**随着独家版权的开放，公司购买音乐版权成本可能持续提升
- **音乐赛道竞争格局恶化的风险：**在线音乐行业的竞争不止于音乐App，近年来短视频赛道对音乐赛道的时长造成了一定的冲击。若短视频巨头发力该领域，可能造成竞争格局的恶化
- **盈利不确定的风险：**公司尚未实现盈利，若版权成本持续上升，可能造成利润率降低的风险
- **在线音乐付费渗透率提升不及预期的风险：**国内的虚拟产品付费环境与海外存在着较大的差别，可能存在付费渗透率提升不及预期的风险

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW

LOCAL WISDOM