

数字音频产业商业模式之辨：流量、会员、版权

——传媒系列报告之24

2021年07月15日

看好/维持

传媒

行业报告

分析师	石伟晶 电话：021-25102907 邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
研究助理	辛迪 电话：010-66554013 邮箱：xindi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070074
研究助理	李美贤 电话：010-66554008 邮箱：limx_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070061

投资摘要：

国内 2C 互联网商业模式处于流量经济向会员经济转变中。美国流媒体公司商业模式基本都是会员经济，比如奈飞、Spotify、Roku、云游戏平台 Stadia，但是中国同类互联网企业则是流量经济，最重要经营指标是月活人数和用户时长。会员经济的优势在于用户留存付费率高，流量经济的优势在于用户获取转化率高。中国互联网流量经济建立的基础是过去 20 年的互联网用户红利。从动态的角度看，下一个是十年，商业模式的首要考虑因素正从用户获取逐渐向用户留存转变。因为国内新生代的互联网原住民具有较好的付费习惯，在移动互联网用户中的比例逐步提升。

UGC 是内容平台流量源泉，PUGC 影响力持续扩大。根据内容生产的专业水平，内容平台可以分为 PGC (professionally-generated content) 和 UGC (user-generated content)。UGC 的形式包括用户上传文字、图片、音频和视频作品，相比 PGC，UGC 提升了用户在平台中的互动性。在流量为王的商业模式中，UGC 模式相比 PGC 更具优势。随着红人经济的新兴发展，红人背后支持团队比肩专业机构，从而从 UGC 中分化出 PUGC 模式 (professional user-generated content)。PUGC 本质是 UGC 的人格属性赋能 PGC，相比 PGC，更为容易培育私域流量和增强用户粘性，同时兼具 PGC 高效高质量生产内容的特性。

数字音频 PGC 具有清晰变现模式。对于喜马拉雅 APP、网易云音乐 APP、腾讯音乐旗下 UGC 社区产品，UGC 社区具有较好的用户留存率以及汇聚流量的作用，但变现模式主要为直播虚拟礼物打赏，以及少部分广告。直播打赏变现模式缺陷在于依赖大 R 用户，随着用户规模扩大，付费率较难提升。PGC 内容相比 UGC 内容更易吸引用户付费，变现模式直接，且付费率存在提升空间。PGC 变现模式主要为会员模式及按需单次购买，会员模式更有利于维系平台与用户间的黏性以及减少用户付费决策数量。

对于数字音频平台而言，版权是 PGC 核心要素。音频 PGC 处于将文学作品、相声小品、影视作品搬运为音频作品的阶段，作品的影响力主要取决于 IP；作为对比，国内影视 PGC 已经从版权为王阶段进化为内容为王，制作和选品均具有重要商业价值。

投资策略：数字音频移动端流量规模保持稳定增长，物联网/车联网发展快速，有望成为数字音频流量重要增长点。评判内容平台投资价值，我们认为，商业模式稳定性优先于平台流量规模的成长性。理由是商业模式的稳定性意味着平台方与上下游产业要素合作与联系更为紧密，没有稳定的商业模式，平台流量的扩张或缺乏保障以及持续性。通过对数字音频典型公司的分析对比，内容平台商业模式稳定性体现为：(1) 平台 UGC 与 PGC 在流量和变现方面协同发展；(2) PGC 的版权方与平台话语权方面，平台体现渠道价值；(3) 相比一次买断模式，双方采用收益分成模式，合作关系更为紧密；(4) PGC 内容具有良好的会员订阅率。

相关标的：喜马拉雅、腾讯音乐、网易云音乐、思维造物。

风险提示：(1) 5G、IOT 等新技术新终端发展速度低于预期；(2) 互联网行业监管政策趋严；(3) 数字音频用户时长被短视频等产品挤占；(4) 版权方议价权过高；(5) 用户付费率提升不及预期。

目 录

1. 数字音频：移动端流量稳定增长，物联网/车联网端加速渗透.....	5
2. 喜马拉雅：在线音频内容平台	8
2.1 PGC 内容渗透率持续提升	9
2.2 IoT 成为独特用户来源.....	10
2.3 订阅和广告为主要变现模式	11
3. 思维造物：打造线上“知识付费”经济	13
3.1 在线课程、有声书、电子书构建 PGC 内容库.....	13
3.2 知识付费用户规模处于百万级	15
3.3 线上单品消费为主要变现模式	16
4. 网易云音乐：UGC 在线音乐平台.....	17
4.1 独立音乐占据平台主要播放量	17
4.2 用户群体年轻化	18
4.3 会员及直播为主要变现模式	18
5. 腾讯音乐：全赛道布局的在线音乐生态	19
5.1 内容库以音乐版权为基石	20
5.2 用户规模庞大	21
5.3 会员和直播为主要变现模式	21
6. 商业模式之辨：流量、会员、版权	22
6.1 国内 2C 互联网商业模式处于流量经济向会员经济转变中	22
6.2 UGC 是内容平台流量源泉，PUGC 影响力持续扩大.....	23
6.3 数字音频 PGC 具有清晰变现模式.....	25
6.4 版权是数字音频 PGC 核心要素.....	27
7. 投资策略.....	28
8. 风险提示.....	28
9. 相关报告汇总.....	29

插图目录

图 1：数字音频产业定义.....	5
图 2：数字音频行业用户规模.....	5
图 3：数字音频日活用户单日使用时长	5
图 4：2015-2020.6 头部数字音频应用流量规模（亿分钟）	6
图 5：2018-2025E 国内数字音频物联网/车联网端月活规模.....	6
图 6：2015-2021 短视频行业市场规模（亿元）	7
图 7：2015-2021 长视频行业市场规模（亿元）	7
图 8：2016-2021 在线音乐市场规模（亿元）	8
图 9：2016-2021 在线音频市场规模（亿元）	8
图 10：截至 2021 年 3 月底，喜马拉雅平台发展规模.....	8

图 11: 喜马拉雅注册月活用户规模.....	10
图 12: 喜马拉雅日活用户及日均使用时长.....	10
图 13: 喜马拉雅物联网产品和服务.....	11
图 14: 喜马拉雅注册用户代际分布 (2021.3).....	11
图 15: 喜马拉雅注册用户城市等级分布 (2021.3).....	11
图 16: 思维造物业务矩阵.....	13
图 17: 2018-2020 年思维造物在线课程数量.....	14
图 18: 2018-2020 年思维造物中短期/长期课程数量.....	14
图 19: 2018-2020 年听书上新数量.....	14
图 20: 2018-2020 年思维造物电子书上新数量.....	14
图 21: 网易云音乐平台用户规模及曲目数量.....	17
图 22: 网易云音乐月活用户规模.....	18
图 23: 网易云音乐用户画像.....	18
图 24: 腾讯音乐集团生态图.....	19
图 25: 腾讯音乐内容库构成.....	20
图 26: 腾讯音乐平台移动端用户规模.....	21
图 27: 中美数字音频互联网平台会员人数/付费人数对比.....	22
图 28: 2010 年国内互联网用户代际分布与 2020 年移动互联网用户代际分布对比.....	23
图 29: 基于内容生产专业水平的数字音频平台分类.....	23
图 30: 2015 年 1 月-2020 年 6 月, 喜马拉雅/QQ 音乐/全民 K 歌/网易云音乐用户使用时长 (亿分钟).....	24
图 31: 2015 年 1 月-2020 年 6 月, 喜马拉雅/QQ 音乐/全民 K 歌/网易云音乐月活用户规模 (百万人).....	24
图 32: 2018-2020 年喜马拉雅平台不同内容的收听时长分布.....	25
图 33: 喜马拉雅直播收入以及网易云音乐/腾讯音乐的社交娱乐收入 (亿元).....	26
图 34: 思维造物/喜马拉雅/腾讯音乐的 PGC 内容收入 (亿元).....	26
图 35: 喜马拉雅订阅业务与腾讯音乐在线音乐毛利率测算.....	28
图 36: 喜马拉雅与腾讯音乐版权预付款.....	28

表格目录

表 1: 喜马拉雅平台内容专辑数量及生产者数量.....	9
表 2: 喜马拉雅平台主要音频内容形式.....	10
表 3: 2018-2021Q1 喜马拉雅分业务营收.....	12
表 4: 2018-2021Q1 喜马拉雅营业成本构成.....	12
表 5: 2018-2020 年思维造物“得到”App 用户情况.....	15
表 6: 思维造物线下得到大学学员行业分布与职业分布.....	15
表 7: 思维造物线下得到大学学员年龄分布.....	16
表 8: 2018-2020 年思维造物主营业务收入 (亿元).....	16
表 9: 2018-2020 年思维造物线上知识服务收入构成 (亿元).....	16
表 10: 2018-2020 年思维造物线上知识服务成本 (亿元).....	17
表 11: 网易云音乐平台主要娱乐形式.....	18

表 12: 网易云音乐平台收入构成	19
表 13: 网易云音乐平台成本构成	19
表 14: 腾讯音乐集团产品矩阵	20
表 15: 腾讯音乐集团收入构成	21
表 16: 腾讯音乐营业成本构成	22
表 17: 思维造物创始人罗振宇举办的跨年演讲历年人数	24
表 18: 2019Q1-2021Q4 喜马拉雅月活用户及月均付费用户数	26
表 19: 2019Q1-2021Q4 腾讯音乐月活用户及月均付费用户数	27

1. 数字音频：移动端流量稳定增长，物联网/车联网端加速渗透

数字音频产业可以分为在线音频内容行业和在线音乐行业。在线音频内容平台通过互联网为用户提供有声读物、音频直播、音频播客等内容以及衍生社交服务；在线音乐平台通过互联网为用户提供音乐以及衍生社交等服务。目前国内头部在线音频内容平台有喜马拉雅 APP、懒人听书 APP、得到 APP 等；在线音乐平台主要有 QQ 音乐 APP、网易云音乐 APP、酷狗音乐 APP 等。

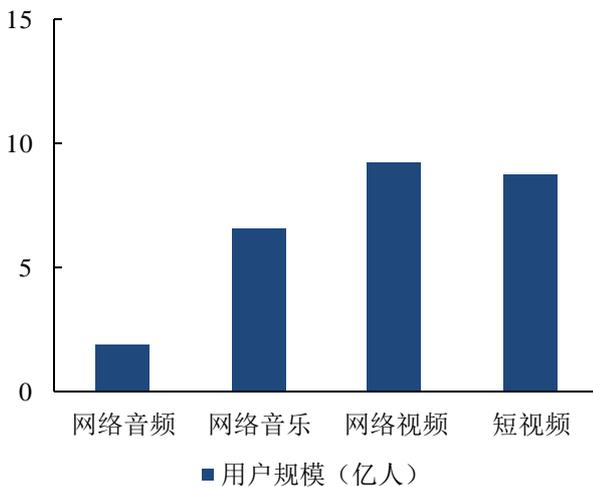
图 1：数字音频产业定义



资料来源：七麦，东兴证券研究所整理

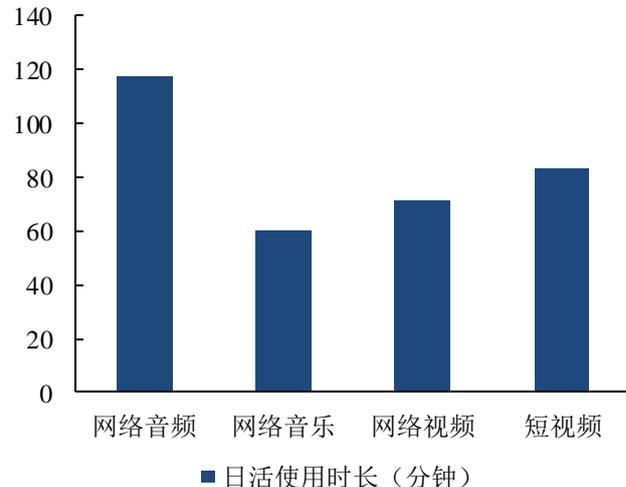
在线音频内容平台用户渗透率处于上升期，用户使用时长高于在线音乐平台。根据中国互联网络信息中心以及喜马拉雅招股书披露，2020 年，国内网民规模达 9.89 亿人，在线音频内容平台月活用户规模 1.86 亿人，日活用户单日使用时长 117.4 分钟；在线音乐用户规模 6.58 亿人，日活用户单日使用时长 59.9 分钟。

图 2：数字音频行业用户规模



资料来源：中国互联网络信息中心，喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

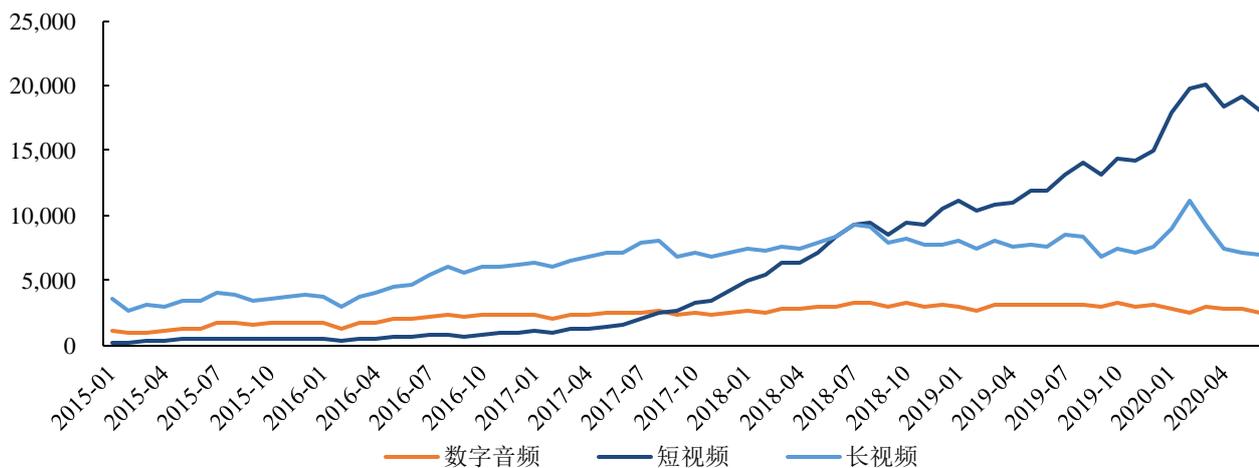
图 3：数字音频日活用户单日使用时长



资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

与长短视频争夺用户时长，数字音频移动端流量规模稳定增长。根据 Questmobile 数据，我们将数字音频流量规模与长视频以及短视频进行对比，可以看到，数字音频流量规模由 2015 年 1 月的 1070 亿分钟增长至 2020 年 6 月的 2517 亿分钟。2020 年 6 月，长视频流量规模是数字音频的 2.8 倍，短视频流量规模是数字音频的 7.2 倍。

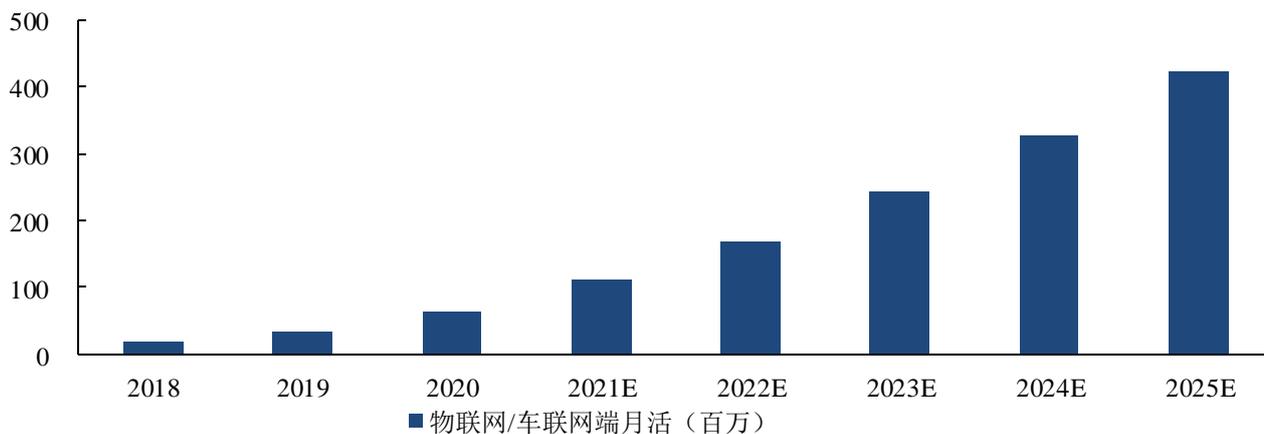
图 4：2015-2020.6 头部数字音频应用流量规模（亿分钟）



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

物联网/车联网有望驱动数字音频流量加速增长。根据喜马拉雅招股书披露，国内智能音箱的年度销售量由 2016 年不足 10 万台增长至 2020 年的 4000 万台；2020 年国内约 49% 的新车装有最新的物联网设备。因此，物联网/车联网的普及有望增加数字音频产品的应用场景。根据灼识咨询预测，数字音频物联网/车联网端月活规模 2020 年的 6500 万增长至 2025 年的 4.23 亿，年均复合增速达到 45.4%。

图 5：2018-2025E 国内数字音频物联网/车联网端月活规模

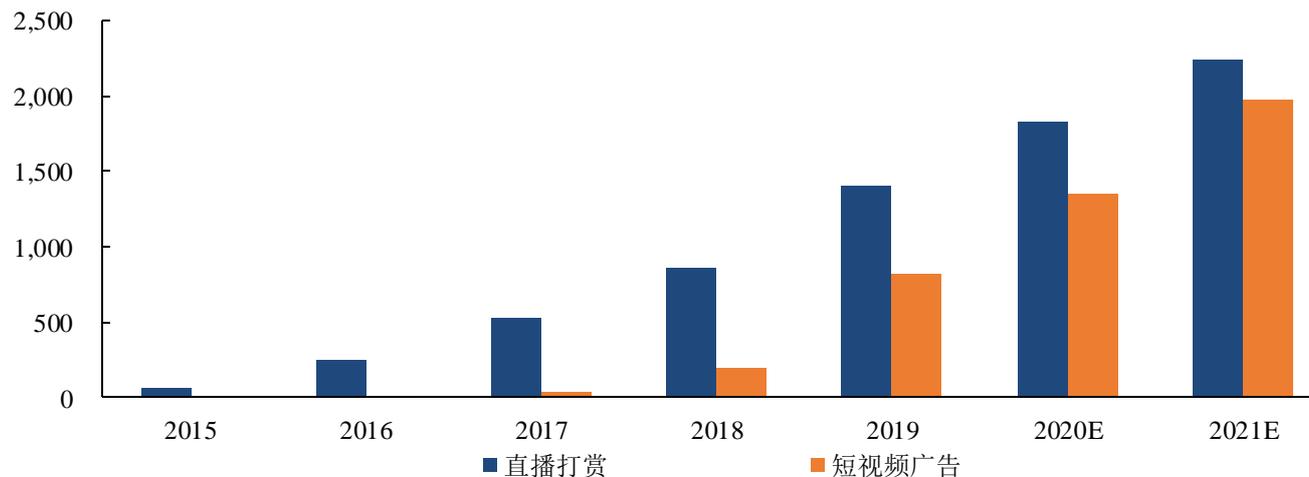


资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

数字音频市场规模约 250 亿元。一般而言，市场规模与流量规模呈现正相关性。经测算，长视频市场规模是数字音频的 5.6 倍，短视频市场规模是数字音频的 12 倍。

(1) 短视频市场规模超过 3000 亿元。短视频平台变现模式主要有短视频广告以及直播等，根据艾瑞数据，2020 年直播打赏市场规模 1826 亿元，短视频广告规模 1351 亿元。

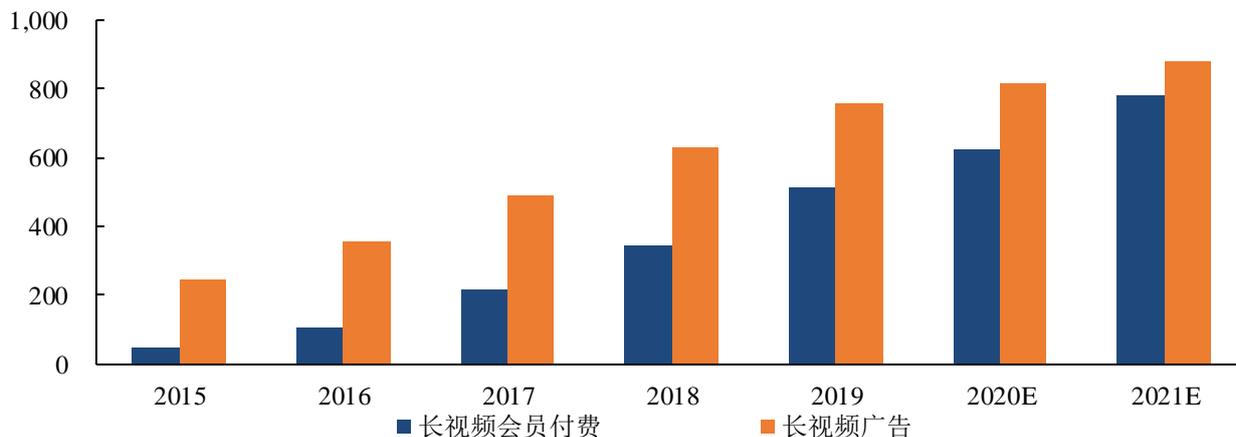
图 6：2015-2021 短视频行业市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

(2) 长视频市场规模约 1400 亿元。长视频平台变现模式主要有广告以及会员订阅等。根据易观数据统计，2020 年用户会员付费市场规模为 622 亿元，广告投放市场规模为 817 亿元。

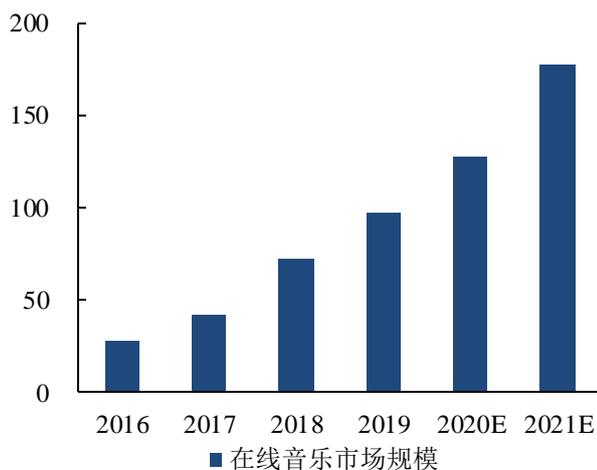
图 7：2015-2021 长视频行业市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

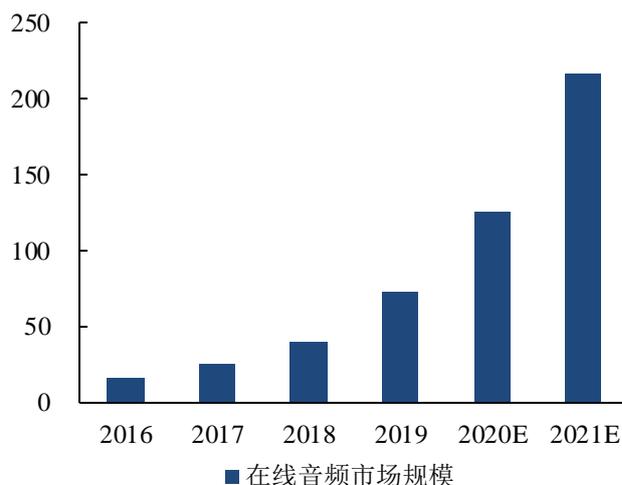
(3) 数字音频市场规模约 250 亿元。根据网易云音乐招股书以及喜马拉雅招股书披露，2020 年国内在线音乐市场规模约 128 亿元，变现方式主要包括会员订阅、数字专辑销售、广告及授权等；在线音频内容市场规模约 126 亿元，变现模式主要有广告、直播、会员订阅、付费课程等。

图 8：2016-2021 在线音乐市场规模（亿元）



资料来源：网易云音乐招股书，东兴证券研究所

图 9：2016-2021 在线音频市场规模（亿元）



资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

2. 喜马拉雅：在线音频内容平台

喜马拉雅是国内领先的在线音频内容平台。2021 年一季度，喜马拉雅平均月活用户规模 2.5 亿人，移动端日活用户日均时长 141 分钟。喜马拉雅平台开创基于音频的“耳朵经济”，内容创作者在平台上生产和分享内容、信息和娱乐等内容，并与用户互动。

图 10：截至 2021 年 3 月底，喜马拉雅平台发展规模

用户规模	用户参与度	内容丰富度
<ul style="list-style-type: none"> 2021Q1，整体月活 2.5 亿人 2021Q1，移动端月活 1.04 亿人 2020 年，移动端时长市占率 75% 	<ul style="list-style-type: none"> 2020 年，移动端日活日均时长 141 分钟 2021Q1，用户付费率 13.3% 2020 年，付费用户续费率 70.3% 	<ul style="list-style-type: none"> 2020 年，活跃内容生产者 520 万 2021Q1，内容库总时长超过 3900 年 2021Q1，收听时长前 100 的专辑内容独占率 71%

资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所整理

2.1 PGC 内容渗透率持续提升

喜马拉雅平台内容以 UGC 起家，PGC 内容渗透率持续提升。根据内容创作者专业能力，平台内容可以分为 PGC（专业生产内容）、PUGC（专业用户生产内容）、UGC（用户生产内容）三种模式。

- PGC 生产者主要包括传统出版商、网络文学平台、IP 持有者、名人和学者。喜马拉雅平台内部制作团队高度参与，并与 IP 合作伙伴签订长期独家版权协议；平台与相关的第三方 IP 合作伙伴通常对收益采用分成模式；
- PUGC 由专业内容创作者制作，如音频广播节目、有声读物和付费教育内容；平台与 PUGC 内容创作者通常对收益采用分成模式；
- UGC 主要为平台用户生产的内容。平台提供易于使用的音频内容创作工具，使创作人员能够随时随地录制、编辑和上传内容。

表1：喜马拉雅平台内容专辑数量及生产者数量

	2018	2019	2020
累计专辑数量（万）			
-PGC	1.07	2.14	3.25
-PUGC	1.39	2.27	3.44
-UGC	1162.97	1442.6	2057.37
累计内容生产者数量（万）			
-PGC	0.13	0.24	0.31
-PUGC	0.19	0.3	0.52
-UGC	652.8	833.62	1132.37
活跃内容生产者数量（万）			
-PGC	0.1	0.2	0.21
-PUGC	0.16	0.26	0.46
-UGC	284.5	373.94	514.99
收听时长分布			
-PGC	5.2%	11.3%	15.0%
-PUGC	29.8%	29.5%	33.1%
-UGC	65.0%	59.2%	51.9%

资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

喜马拉雅平台音频内容种类广泛。根据喜马拉雅招股书披露，截至 2021 年一季度，平台上共有超过 2.8 亿首音频曲目，涵盖 100 个种类，总计约 21 亿分钟。根据音频内容特点，平台内容可以分为有声读物、音频娱乐、播客、知识共享课程、音频直播等。平台增长最快的内容类型包括武侠、金融和投资、动漫和漫画、广播剧和教育等。

表2：喜马拉雅平台主要音频内容形式

音频形式	数量	细分品类	版权方	其他
有声读物	超过 450 万种图书	网文、文学作品等	网文平台、出版社等	国内最大的线上有声书平台
音频娱乐	超过 100 万张娱乐内容专辑	相声、评书等版权方	德云社、单天芳等公司或个人	-
播客	超过 700 万张内容专辑	职场发展、商业和金融、休闲、体育、育儿和科技等	自媒体	-
知识共享课程	超过 950 万张知识分享课程	自我修养, 金融, 艺术, 音乐和历史	大学、专家学者、培训机构	-
音频直播	-	-	流媒体、主持人、流行内容创作者	2017 年平台引入音频直播

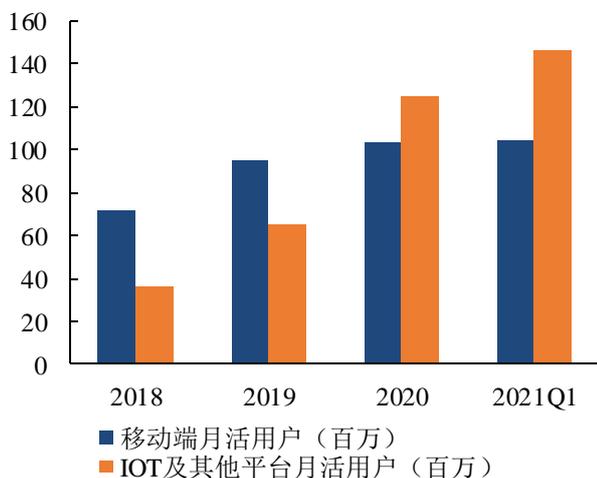
资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

2.2 IoT 成为独特用户来源

IoT 成为喜马拉雅独特用户来源。根据用户收听内容终端，喜马拉雅平台用户可以分为移动端用户及 IoT 用户。根据招股书披露，2021 年一季度，喜马拉雅平均月活 2.5 亿人，其中移动端 1.04 亿，IoT 和其他平台月活 1.46 亿。

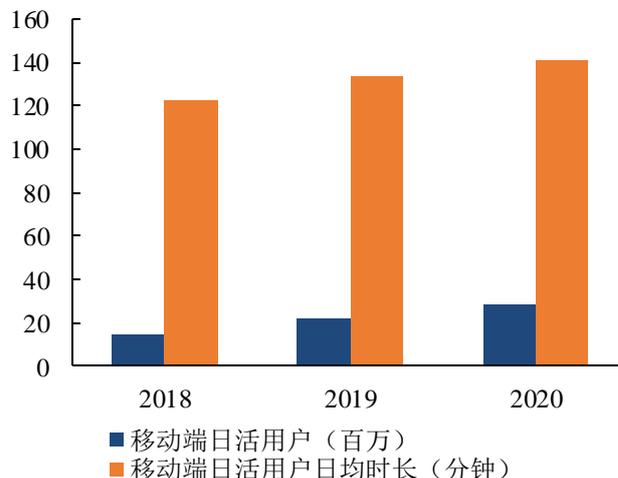
（注：IoT 指物联网，全称 Internet of Things。）

图 11：喜马拉雅注册月活用户规模



资料来源：喜马拉雅招股书，Questmobile，东兴证券研究所

图 12：喜马拉雅日活用户及日均使用时长



资料来源：喜马拉雅招股书，Questmobile，东兴证券研究所

物联网成为喜马拉雅用户重要使用场景。在拓展使用场景方面，喜马拉雅平台通过构建物联网服务平台，平台内容接触点从移动设备扩展到车载、家用智能设备和第三方平台。截至 2021 年一季度，平台每月 1.46 亿的物联网和其他平台 MAU，其中物联网和车载设备 MAU 为 4830 万，第三方应用 MAU 为 9770 万。

- 支持嵌入新闻媒体、在线文学和其他内容垂直领域的第三方移动应用产品，实现无缝访问和加载在线音频内容；

- 与特斯拉中国、奔驰、宝马、奥迪、吉利和比亚迪在内的 60 多家中国汽车制造商合作，通过预装设备提供车内音频内容。

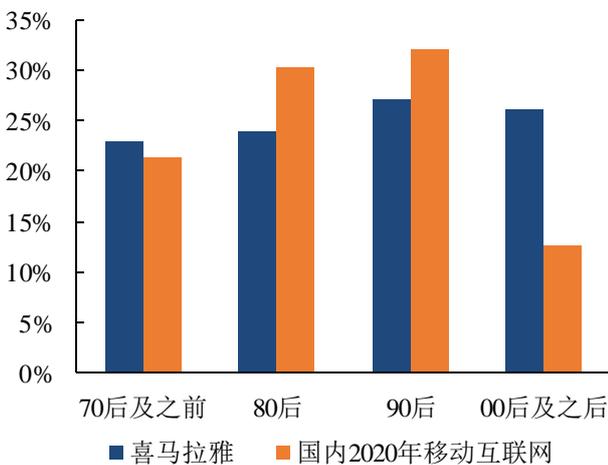
图 13：喜马拉雅物联网产品和服务



资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所整理

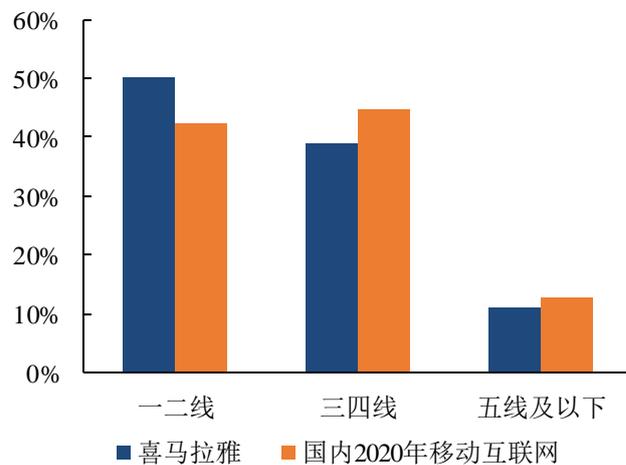
喜马拉雅用户群体呈现年轻化以及各线城市均衡渗透特征。根据喜马拉雅2021年3月底整体注册用户信息，其注册用户城市等级分布与国内移动互联网整体用户差异较小；在用户代际分布方面，喜马拉雅注册用户中24%为80后，27%为90后，26%为00后及之后出生的用户，而国内移动互联网整体用户中00后占比仅为13%。喜马拉雅年轻化用户占比较高的原因主要源于平台具有较多适合学生群体的教育内容产品。

图 14：喜马拉雅注册用户代际分布（2021.3）



资料来源：喜马拉雅招股书，Questmobile，东兴证券研究所

图 15：喜马拉雅注册用户城市等级分布（2021.3）



资料来源：喜马拉雅招股书，Questmobile，东兴证券研究所

2.3 订阅和广告为主要变现模式

喜马拉雅变现模式多元化，具有较强的稳定性。根据用户群体层次，数字音频平台变现模式可以分为广告、订阅、直播、教育服务等，其中喜马拉雅开拓音频广告创收模式，具有较强的行业创新性。

- 广告：广告服务主要为展示广告，包括开屏广告、展示广告、音频广告以及品牌赞助广告。广告服务采用直接或通过第三方广告公司销售两种方式；
- 订阅：会员费为 25 元/月，268 元/年；儿童版会员费为 25 元/月，198 元/年；同时大部分产品也支持单次按需购买；
- 直播：向用户销售可消费的虚拟礼品，从流媒体直播服务中获得分成收入；
- 教育：平台上为不同的用户群体提供定制的深度教育产品，重点是针对 0-12 岁用户的基础学习计划、特定科目的训练营和职业培训，以及为企业提供工作场所和技能培训的培训计划。平台通常在内部或通过第三方合作开发教育服务；
- 其他创新产品及服务：IOT 设备及 IP 衍生作品销售，定制音频化服务、电子商务和音文本出版等。

表3：2018-2021Q1 喜马拉雅分业务营收

单位：亿元	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
总收入	14.76	26.77	40.50	6.99	11.55
增速	-	81%	51%	-	65%
订阅	6.44	12.40	17.53	3.94	5.16
增速	-	93%	41%	-	31%
广告	4.19	6.16	10.72	1.01	2.66
增速	-	47%	74%	-	164%
直播	3.16	6.18	7.18	1.47	1.90
增速	-	95%	16%	-	29%
教育服务	-	0.13	2.28	0.25	1.50
增速	-	-	1674%	-	495%
其他创新产品及服务	0.96	1.90	2.80	0.32	0.34
增速	-	97%	47%	-	7%

资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

喜马拉雅平台方与内容方采用收益分成模式，使得两者具有较深的合作紧密度。根据喜马拉雅招股书披露，平台营业成本主要包括收入分成费用、内容成本、支付手续费、IoT 硬件、带宽成本、工资和福利等。其中收入分成成本主要是按收入分成协议支付给 PGC 及 PUGC 方，内容成本主要是购买版权支付的费用。相比于购买版权，与上游内容方采取收益分成模式更有利于平台方与内容方形成合作粘性。

表4：2018-2021Q1 喜马拉雅营业成本构成

单位：亿元	2018	2019	2020	2020Q1	2021Q1
营业成本	8.29	15.11	20.65	4.38	5.90
占比营收	56%	56%	51%	63%	51%
收入分成成本	4.58	9.00	12.95	2.82	3.85
占比营收	31%	34%	32%	40%	33%
内容成本	1.23	1.81	2.52	0.48	0.70

占比营收	8%	7%	6%	7%	6%
支付手续费	0.91	1.51	1.70	0.41	0.42
占比营收	6%	6%	4%	6%	4%
IoT 硬件成本	0.58	1.34	1.16	0.10	0.25
占比营收	4%	5%	3%	1%	2%
带宽成本	0.51	0.75	1.13	0.24	0.28
占比营收	3%	3%	3%	3%	2%
工资及福利成本	0.35	0.50	0.92	0.27	0.33
占比营收	2%	2%	2%	4%	3%
其他成本	0.13	0.21	0.28	0.06	0.06
占比营收	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

3. 思维造物：打造线上“知识付费”经济

思维造物打造“知识付费”经济。在线上，公司通过得到 App、罗辑思维微信公众号等平台；在线下，通过“得到大学”、“时间的朋友”跨年演讲等形式，为学习者提供通识教育课程及技能培训服务。公司主要产品形式有在线音视频课程、听书、电子书、实体图书、线下课程及其他周边产品。

图 16：思维造物业务矩阵



资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所整理

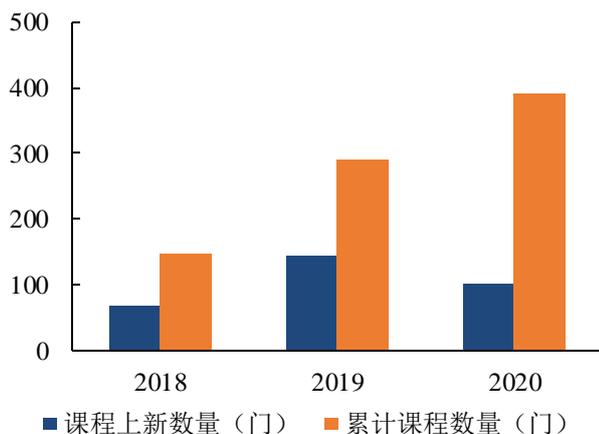
3.1 在线课程、有声书、电子书构建 PGC 内容库

得到 APP 以在线课程、有声书、电子书等 PGC 内容为主导。

(1) 2018-2020 年公司在线课程上新数量分别为 67 门、143 门、101 门；在线课程主要以中短期课程为主，长周期课程累计数量基本稳定，中短期课程累计数量及其所占比重呈上升趋势，2020 年中短期课程累计数量

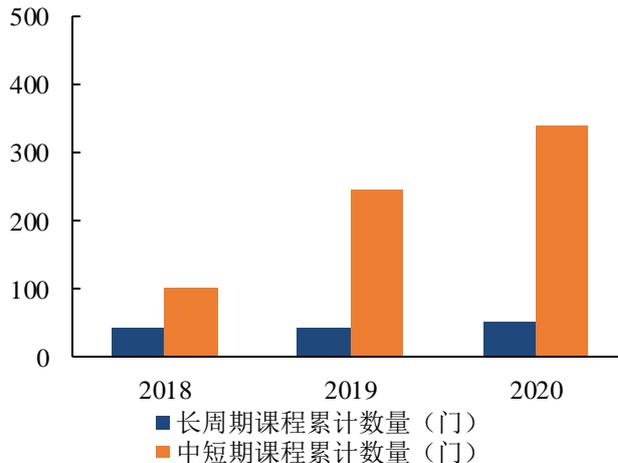
占比达到87%。

图 17：2018-2020 年思维造物在线课程数量



资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

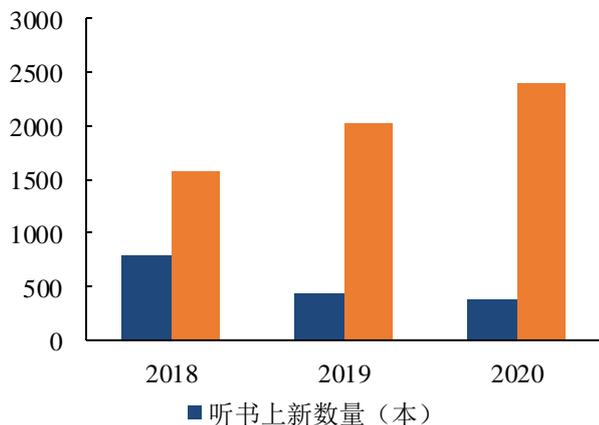
图 18：2018-2020 年思维造物中短期/长期课程数量



资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

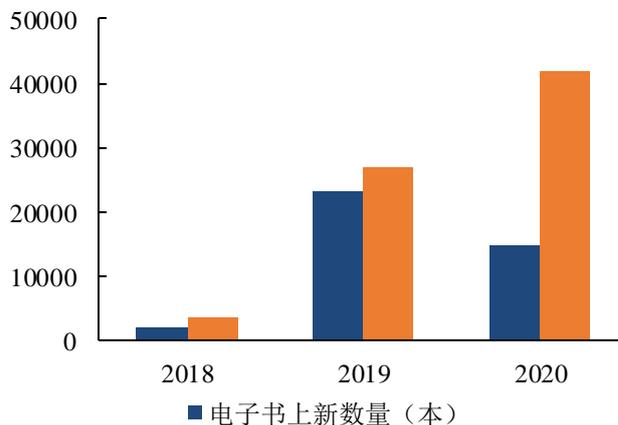
(2) 2018-2020年，公司有声书上新数量分别为800本、446本、386本；电子书上新数量分别为1991本、23350本、14821本。

图 19：2018-2020 年听书上新数量



资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

图 20：2018-2020 年思维造物电子书上新数量



资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

3.2 知识付费用户规模处于百万级

得到 APP 用户规模及付费规模显示知识付费经济处于新兴发展期。在罗振宇个人强 IP 效应以及罗振宇《罗辑思维》节目的影响力下，2018-2020 年得到 APP 的月活用户规模分别为 362 万、283 万、266 万，全年付费用户数 267 万、197 万、186 万，实现付费金额分别为 5.04 亿元、4.57 亿元、5.37 亿元。

表5：2018-2020 年思维造物“得到”App 用户情况

	2018 年	2019 年	2020 年
新增注册用户数 (万人)	681.37	397.50	456.46
平均月活用户 (万人)	362.25	282.92	266.16
平均日活用户 (万人)	77.58	68.25	64.49
平均单日使用时长 (分钟)	51.64	53.32	59.97
付费用户人均日均使用时长 (分钟)	57.45	58.39	65.31
非付费用户人均日均使用时长 (分钟)	35.63	42.06	42.94
付费用户数 (万人)	267.29	197.16	185.63
付费金额 (万元)	50,398.36	45,727.89	53,675.92
ARPPU (元/人/年)	189	232	289

资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

线下得到大学学员核心用户群体为企业高管和中层管理人员。截至 2020 年秋季班第 7 期，得到大学实现招生 9433 人。学员行业分布广泛。其中来自租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业，信息传输、软件和信息技术服务业的学员人数排名前三，这三类行业的学员占比约 48%；职业主要是来自多个行业的企业高管和中层管理人员，年龄以 31-40 岁为主，占比为 62.76%。

表6：思维造物线下得到大学学员行业分布与职业分布

行业分布	人数占比	职业分布	人数占比
租赁和商务服务业	19.63%	企业高管	38.10%
科学研究和技术服务业	15.09%	中层管理	29.69%
信息传输、软件和信息技术服务业	13.68%	公务员编制/事业编制/国企职工	5.99%
批发和零售业	10.60%	中层销售	4.46%
金融业	8.09%	教育从业者	3.06%
制造业	8.06%	法律从业者	2.78%
文化、体育和娱乐业	4.36%	企业基层	4.40%
教育	4.37%	中层运营	2.70%
房地产业	2.79%	产品经理	2.52%
公共管理、社会保障和社会组织	2.65%	中层研发	0.51%
其他行业	10.69%	其他	5.79%
合计	100.00%	合计	100.00%

资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

表7：思维造物线下得到大学学员年龄分布

得到大学学员的年龄分布	人数占比
20-30岁	19.86%
31-40岁	62.76%
41-50岁	16.07%
50岁以上	1.32%
合计	100.00%

资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

3.3 线上单品消费为主要变现模式

思维造物为用户提供线上知识产品、线下培训以及图书三种产品及服务。线上知识服务收入占主营业务收入的比重较高。2018-2020年，线上知识服务实现收入5.08亿元、4.12亿元、4.49亿元。

表8：2018-2020年思维造物主营业务收入（亿元）

	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上知识服务	5.08	68.74%	4.12	66.26%	4.49	66.89%
线下知识服务	0.73	9.95%	1.15	18.53%	1.47	21.94%
电商业务	1.04	14.03%	0.86	13.85%	0.66	9.85%
其他	0.54	7.28%	0.08	1.36%	0.09	1.32%
合计	7.38	100.00%	6.22	100.00%	6.71	100.00%

资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

思维造物课程为主要收入来源，付费模式以单品消费为主。根据用户付费方式，思维造物线上知识服务变现模式可以分为一次性付费的单品消费模式和一段时间内享受课程内容服务的会员订阅模式。根据公司招股书披露数据，用户对思维造物课程偏向采用单品消费模式，对听书和电子书偏向采用会员模式。

表9：2018-2020年思维造物线上知识服务收入构成（亿元）

	类型	2018年		2019年		2020年	
		收入金额	占比	收入金额	占比	收入金额	占比
课程	单品消费模式	1.86	38%	2.38	59%	2.51	58%
	会员模式	1.91	39%	0.58	14%	0.67	15%
听书	单品消费模式	0.07	1%	0.04	1%	0.02	0%
	会员模式	0.91	18%	0.85	21%	0.80	18%
电子书	单品消费模式	0.17	3%	0.15	4%	0.05	1%
	会员模式	0.00	0%	0.01	0%	0.27	6%
合计		4.91	100.00%	4.00	100.00%	4.31	100.00%

资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

思维造物与课程签约讲师采用收益分成模式，使得两者具有较深的合作紧密度。2018-2020年，线上知识服务业务产品分成款分别为2.07亿元、1.55亿元、1.59亿元，占比线上知识业务收入的比例分别为42%、39%、37%。

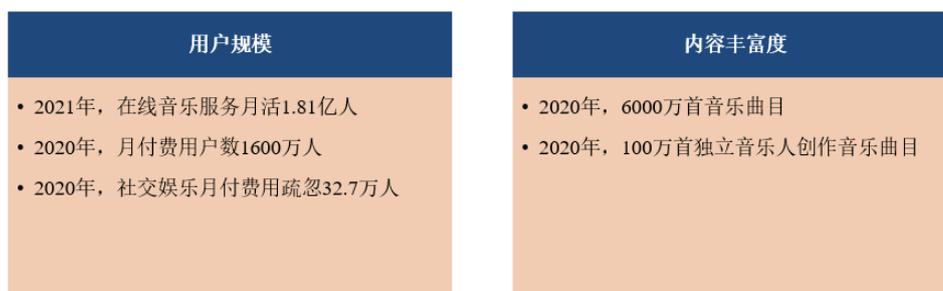
表10：2018-2020年思维造物线上知识服务成本（亿元）

业务线	成本项	2018年度		2019年度		2020年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
线上知识服务业务	产品分成款	2.07	70.83%	1.55	70.95%	1.59	71.59%
	稿酬及劳务费	0.24	8.18%	0.08	3.45%	0.09	4.12%
	职工薪酬	0.39	13.48%	0.35	16.05%	0.31	13.73%
	IT服务	0.18	6.18%	0.15	6.94%	0.17	7.75%
	其他	0.04	1.32%	0.06	2.61%	0.06	2.82%
	合计	2.92	100.00%	2.19	100.00%	2.22	100.00%

资料来源：思维造物招股书，东兴证券研究所

4. 网易云音乐：UGC 在线音乐平台

网易云音乐是国内领先的UGC在线音乐平台。2020年底，网易云音乐平台拥有约6000万首音乐曲目，在线音乐服务月活跃用户数1.81亿。根据灼识咨询报告，平台也是国内最大的独立音乐人在线孵化器，平台注册的独立音乐人超过23万名，制作音乐曲目100万首。平台用户在音乐衍生内容（UGC）方面较为活跃，包括歌单、意见、评论、短视频、播客、K歌表演及音视频直播活动。

图 21：网易云音乐平台用户规模及曲目数量


资料来源：网易云音乐招股书、东兴证券研究所整理

4.1 独立音乐占据平台主要播放量

独立音乐占据平台主要播放量。网易云音乐平台在音乐版权库方面不占优势。平台通过扶持独立音乐作品以及个性化推荐方式满足用户听歌需求，截至2020年12月底，注册独立音乐人的音乐曲目占平台所有音乐流媒体播放量的45%以上。在音乐播放基础功能上，平台衍生开发K歌、音乐娱乐视频、播客以及直播等功能。根据招股书披露，2021年2月，48%的网易云音乐平台的听歌用户浏览评论区。

表11：网易云音乐平台主要娱乐形式

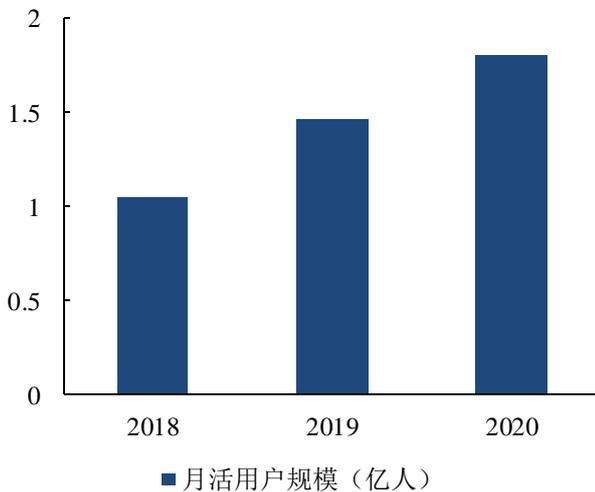
一级功能	娱乐形式	经营指标
音乐播放	听歌	截至2020年12月底,注册独立音乐人的音乐曲目占平台所有音乐流媒体播放量的45%以上;每10次音乐播放中有2.8次来自平台每日推荐、私人FM、私人雷达等个性化推荐;
K歌	唱歌	-
云村	观看音乐等娱乐视频	-
播客	音乐故事、翻唱音乐、解读音乐、脱口秀等主题和话题	-
直播	音频和视频形式互动	-

资料来源：网易云音乐招股书、东兴证券研究所

4.2 用户群体年轻化

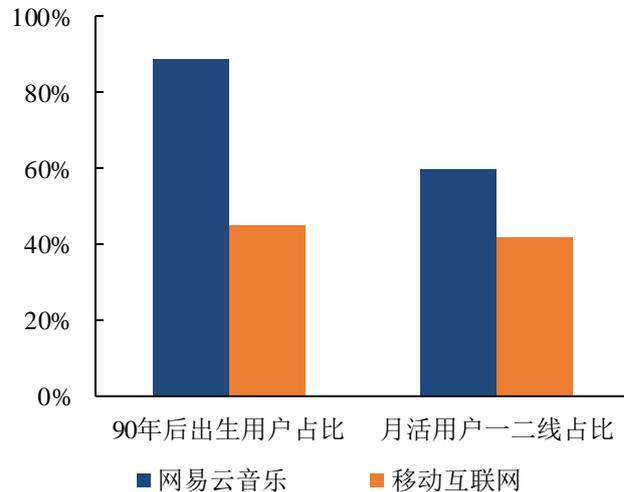
网易云音乐用户具有明显年轻化特征。根据网易云音乐招股书披露,平台月活用户规模由2018年的1.05亿,增长至2019年的1.47亿,以及2020年的1.81亿。与国内移动互联网整体用户相比,网易云音乐90后及之后的用户占比达到89%,一二线城市的用户占比60%。

图 22：网易云音乐月活用户规模



资料来源：网易云音乐招股书, Questmobile, 东兴证券研究所

图 23：网易云音乐用户画像



资料来源：网易云音乐招股书, Questmobile, 东兴证券研究所

4.3 会员及直播为主要变现模式

网易云音乐变现模式以会员服务和直播为主。公司变现主要有会员、广告、转授权以及直播等。根据公司招股书披露,2020年公司在线音乐服务收入26.23亿元,其中会员服务16.13亿元,广告及转授权收入10.10亿元;社交娱乐服务及其他实现收入22.73亿元,主要为直播用户打赏贡献。

表12：网易云音乐平台收入构成

单位：亿元	2018	2019	2020
在线音乐服务	10.26	17.77	26.23
会员服务	4.49	9.60	16.13
广告、转授权	5.77	8.17	10.10
社交娱乐服务及其他	1.22	5.41	22.73

资料来源：网易云音乐招股书，东兴证券研究所

网易云音乐需要向合作方支付较高的内容成本。2018-2020年，公司内容服务成本分别为19.71亿元、28.53亿元、47.87亿元。内容服务成本包括向音乐厂牌、独立音乐人及其他版权合作伙伴支付的内容授权费及向直播表演者及其直播公会支付的收入分成费。

表13：网易云音乐平台成本构成

单位：亿元	2018	2019	2020
内容服务成本（利润表项目）	19.71	28.53	47.87
其他成本（利润表项目）	4.94	5.22	7.03
内容许可费（资产负债表项目）	16.32	18.37	22.57

资料来源：网易云音乐招股书，东兴证券研究所

5. 腾讯音乐：全赛道布局的在线音乐生态

腾讯音乐是国内最大的在线音乐娱乐平台。公司旗下QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民K歌等四款音乐应用产品的月活数处于国内音乐赛道前5名。根据公司财报披露，2020年腾讯音乐旗下产品共拥有在线音乐月活用户6.44亿，社交娱乐月活用户2.40亿。腾讯音乐旗下应用产品包括在线音乐、在线卡拉OK和以音乐为中心的直播以及长音频等，满足用户发现、聆听、唱歌、观看、表演和社交等需求，以及可供用户在产品中分享、喜欢、评论、关注和虚拟礼物等社交互动。

图 24：腾讯音乐集团生态图


资料来源：腾讯音乐年报，东兴证券研究所整理

腾讯音乐在数字音频领域布局网络音乐、K歌、音乐直播、长音频等四大赛道。QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐定位差异化，提供在线音乐服务，满足用户听歌需求；全民K歌是国内用户数最大的K歌平台；酷狗直播、酷我直播是满足用户在线观看音乐表演、音乐会、音乐综艺节目等需求的直播平台；在长音频赛道，腾讯音乐推出酷我畅听以及收购懒人听书等应用产品，提供有声读物、相声小品、播客和其他广播节目。

表14：腾讯音乐集团产品矩阵

内容类型	应用产品	产品特征
网络音乐	QQ音乐	重点覆盖流行音乐歌手以及高线城市的年轻音乐粉丝，发展以音乐歌手为中心的音乐粉丝经济
	酷狗音乐	用户群体广泛，在高线城市和低线城市均有很高的渗透率
	酷我音乐	聚焦特定的音乐流派和类型
K歌	全民K歌	在线卡拉OK 社交社区
音乐直播	酷狗直播、酷我直播	提供音乐表演、音乐会、音乐综艺节目的流媒体直播
长音频	懒人听书、酷我畅听	提供有声读物、相声小品、播客和其他广播节目

资料来源：腾讯音乐年报、东兴证券研究所

5.1 内容库以音乐版权为基石

腾讯音乐通过四种方式扩充平台音乐内容库。1) 向国内外数百家唱片公司购买版权，形成庞大的音乐版权库，截至2020年12月31日，腾讯音乐储备音乐曲目超过6000万首，涵盖多种音乐类型，包括流行音乐、摇滚音乐、独立音乐、嘻哈音乐、R&B音乐、古典音乐、爵士乐和各种语言的电子音乐，包括普通话、粤语、英语、韩语和日语；2) 加强覆盖年轻音乐用户喜好的音乐类型，如J-POP、K-POP、ACG、EDM、古风等；3) 挖掘和培养新生代的独立音乐人和原创作品，截至2021年一季度，腾讯音乐平台注册的独立音乐人数量超过20万；4) 加强投资上游音乐制作环节，举办在线音乐会和音乐直播等活动。

图 25：腾讯音乐内容库构成

- 与国内外唱片公司合作



- 覆盖年轻用户群体流行音乐



- 孵化独立音乐制作人



- 加强自制内容

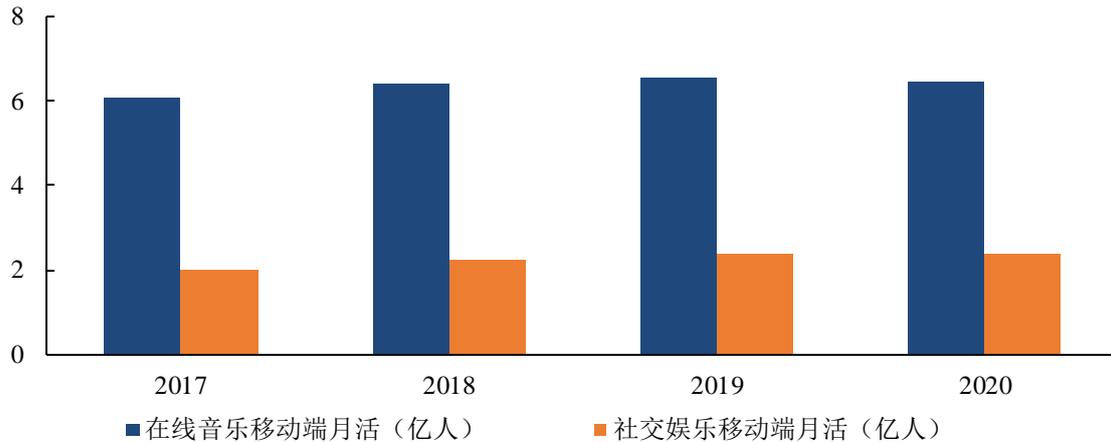


资料来源：腾讯音乐年报、东兴证券研究所整理

5.2 用户规模庞大

腾讯音乐用户规模庞大。根据公司年报披露，截至2020年底，QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐等产品的在线音乐移动端合计月活用户6.44亿，全民K歌等产品的社交娱乐移动端合计月活用户2.4亿。另外，截至2021年一季度，腾讯音乐在电视等IOT设备的月活用户达到6900万。

图 26：腾讯音乐平台移动端用户规模



资料来源：腾讯音乐年报、东兴证券研究所整理

5.3 会员和直播为主要变现模式

腾讯音乐变现模式主要包括在线音乐服务及社交娱乐服务等。其中在线音乐业务收入主要可分为订阅收入和非订阅收入（数字音乐销售、转授权、广告等）；社交娱乐服务收入包括在线K歌和音乐直播业务中虚拟礼物的销售以及在线K歌和音乐直播的高级会员订阅、硬件销售等。根据公司年报披露，2020年腾讯音乐在线音乐服务收入93.49亿元，其中订阅收入55.72亿元，非订阅收入37.77亿元；社交娱乐服务及其他收入198.04亿元。

表15：腾讯音乐集团收入构成

单位：亿元	2018	2019	2020
在线音乐服务	55.36	71.52	93.49
订阅	25.01	35.59	55.72
非订阅	30.35	35.93	37.77
社交娱乐服务及其他	134.49	182.82	198.04

资料来源：腾讯音乐年报、东兴证券研究所

腾讯音乐需要向音乐唱片等机构支付大额版权费。根据公司财报披露，2020年公司营业成本198.51亿元，其中服务成本174.78亿元，其他成本23.78亿元。其中服务成本主要为向音乐唱片等机构支付的版税，以及在在线卡拉OK和直播平台上与公会或表演者的收入分成；其他成本包括广告代理费、渠道费、无形资产摊销、人员工资福利等。

表16：腾讯音乐营业成本构成

单位：亿元	2018	2019	2020
服务成本	103.23	149.67	174.78
其他成本	13.85	17.94	23.73

资料来源：腾讯音乐，东兴证券研究所

6. 商业模式之辨：流量、会员、版权

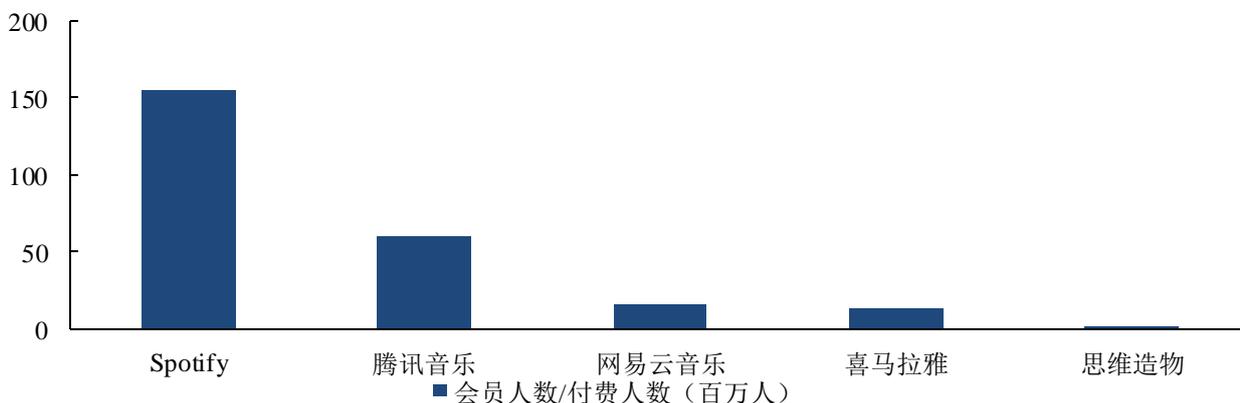
6.1 国内 2C 互联网商业模式处于流量经济向会员经济转变中

当前国内 2C 互联网商业模式遵循流量为王。美国流媒体公司商业模式基本都是会员经济，比如奈飞、Spotify、Roku、云游戏平台 Stadia，但是中国同类互联网企业则是流量经济，最重要经营指标是月活人数和用户时长。

注 1：2020 年美国 Spotify 的会员订阅人数 1.55 亿，月活用户 3.45 亿，市值约 500 亿美元（2021 年 7 月 12 日）；2021 年一季度腾讯音乐在线音乐业务月活 6.15 亿，付费人数 0.61 亿，市值约 218 亿美元（2021 年 7 月 12 日）；

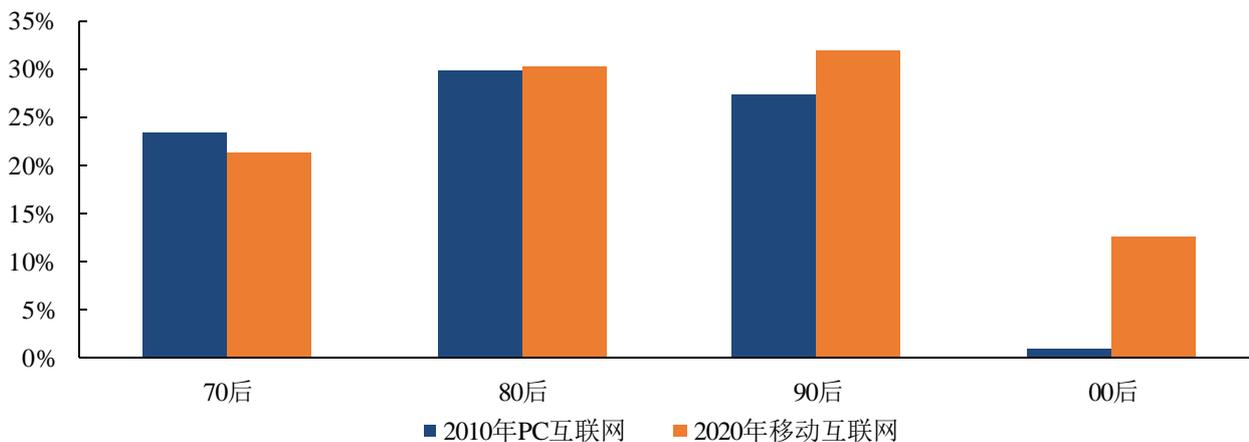
注 2：2020 年网易云音乐在线音乐服务月付费用户 1600 万；2021 年一季度喜马拉雅月付费用户 1390 万；2020 年思维造物付费用户 186 万。

图 27：中美数字音频互联网平台会员人数/付费人数对比



资料来源：思维造物/网易云音乐及喜马拉雅招股书，腾讯音乐年报，东兴证券研究所

用户红利决定流量为王。从用户获取、用户变现、用户留存作为切入点，会员经济的优势在于用户留存付费率高，流量经济的优势在于用户获取转化率高。中国互联网流量经济建立的基础是过去 20 年的互联网用户红利。从动态的角度看，下一个是十年，商业模式的首要考虑因素正从用户获取逐渐向用户留存转变。因为国内新生代的互联网原住民具有较好的付费习惯，在移动互联网用户中的比例逐步提升，国内 2C 互联网商业模式将处于流量经济向会员经济转变中。

图 28：2010 年国内互联网用户代际分布与 2020 年移动互联网用户代际分布对比


资料来源：CNNIC, Questmobile, 东兴证券研究所

6.2 UGC 是内容平台流量源泉，PUGC 影响力持续扩大

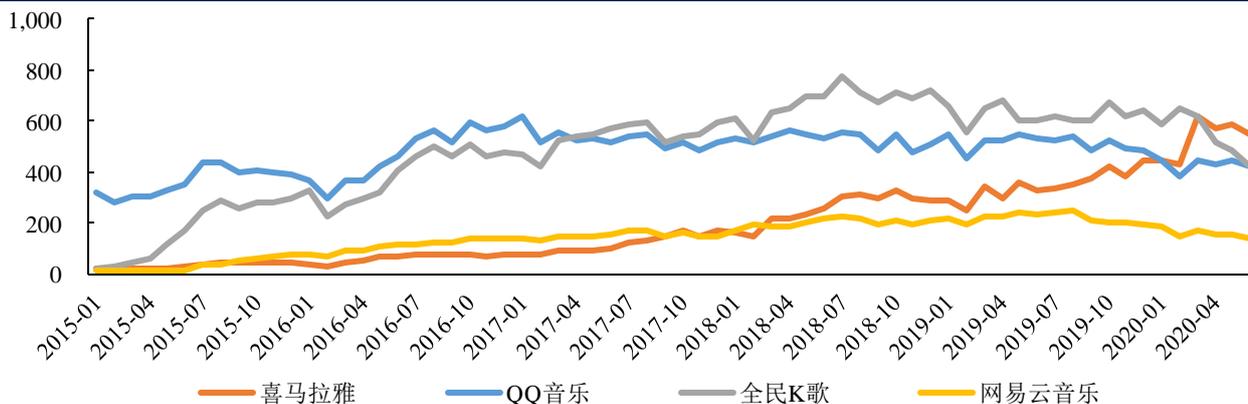
UGC 是内容平台的流量源泉。根据内容生产的专业水平，内容平台可以分为 PGC (professionally-generated content) 和 UGC (user-generated content)。UGC 的形式包括用户上传文字、图片、音频和视频作品，相比 PGC，UGC 提升了用户在平台中的互动性。在流量为王的商业模式中，UGC 模式相比 PGC 更具优势。以数字音频领域为例，网易云音乐的 UGC 属性使其在腾讯音乐一家独大局面下快速成长；喜马拉雅以 UGC 模式起家，最终超越行业众多竞争对手，成为行业领头羊。

图 29：基于内容生产专业水平的数字音频平台分类


资料来源：七麦，东兴证券研究所整理

(1) 根据 Questmobile 数据，2015 年 1 月-2020 年 6 月，QQ 音乐平台的移动端用户总时长由 322 亿分钟增长至 418 亿分钟；喜马拉雅平台的移动端用户总时长由 17 亿分钟增长至 544 亿分钟；全民 K 歌平台的移动端用户总时长由 24 亿分钟增长至 424 亿分钟；网易云音乐平台的移动端用户总时长由 11 亿分钟增长至 138 亿分钟；

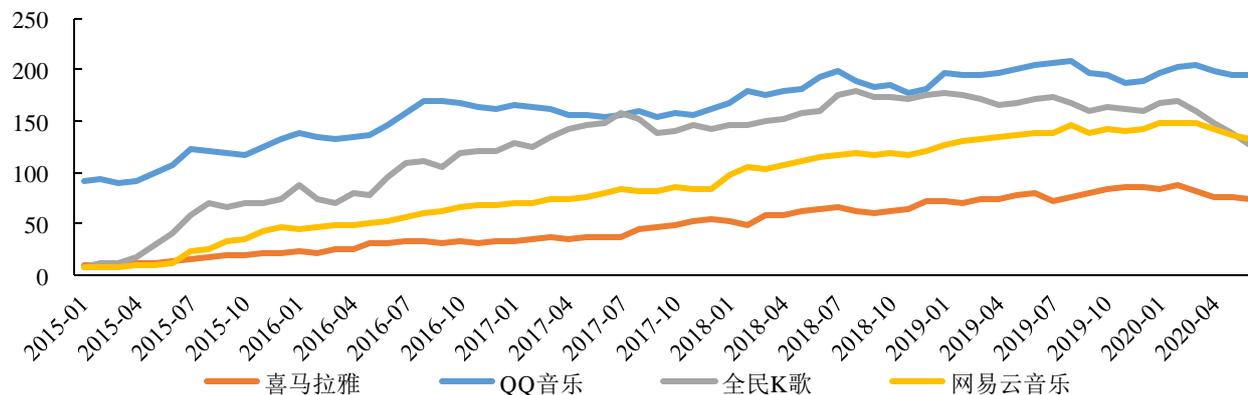
图 30：2015 年 1 月-2020 年 6 月，喜马拉雅/QQ 音乐/全民 K 歌/网易云音乐用户使用时长（亿分钟）



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

(2) 根据 Questmobile 数据，2015 年 1 月-2020 年 6 月，QQ 音乐平台的移动端月活用户由 0.92 亿增长至 1.94 亿；喜马拉雅平台的移动端月活用户 0.09 亿增长至 0.74 亿；全民 K 歌平台的移动端月活用户由 0.07 亿增长至 1.27 亿；网易云音乐平台的移动端月活用户由 0.08 亿增长至 1.33 亿。

图 31：2015 年 1 月-2020 年 6 月，喜马拉雅/QQ 音乐/全民 K 歌/网易云音乐月活用户规模（百万人）



资料来源：Questmobile，东兴证券研究所

PUGC 模式从 UGC 分化出，影响力持续扩大。随着红人经济的新兴发展，红人背后支持团队比肩专业机构，从而从 UGC 中分化出 PUGC 模式（professional user-generated content）。PUGC 本质是 UGC 的人格属性赋能 PGC，相比 PGC，更为容易培育私域流量和增强用户粘性，同时兼具 PGC 高效高质量的生产内容的特性。目前 PUGC 模式已经在众多内容细分赛道普及，影响力将持续扩大。

(1) **思维造物商业模式本质是创业者 IP 赋能专业内容生产机构。**思维造物通过罗振宇个人较强的 IP 效应以及罗振宇《逻辑思维》节目的影响力，为得到 APP 导流，实现有声读物、课程等专业内容品类的线上销售。

表 17：思维造物创始人罗振宇举办的跨年演讲历年人数

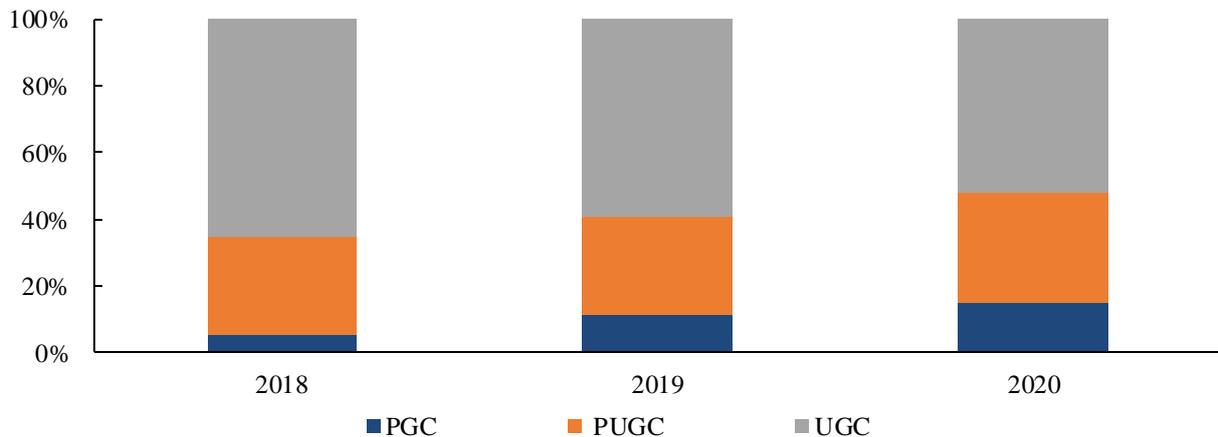
	2017 年跨年演讲	2018 年跨年演讲	2019 年跨年演讲	2020 年跨年演讲
举办地	梅赛德斯-奔驰文化中心	深圳春茧体育馆	东方体育中心体育馆	武汉光谷国际网球中心

场馆报批容纳人数	9,222	8,002	10,766	7,030
场馆上座人数 (不含赠票)	5,922	5,781	7,838	3,161
上座率 (不包含赠票)	64.22%	72.24%	72.80%	44.96%
门票单价 (元/人)	1,578	1,657	1,636	1,566

资料来源：思维造物招股书、东兴证券研究所

(2) 喜马拉雅处于由 UGC 向 PUGC、PGC 发展的动态进化进程。根据喜马拉雅招股书披露，平台 PGC 内容的收听时长比例从 2018 年的 5.2% 提升至 2020 年的 15.0%。

图 32：2018-2020 年喜马拉雅平台不同内容的收听时长分布



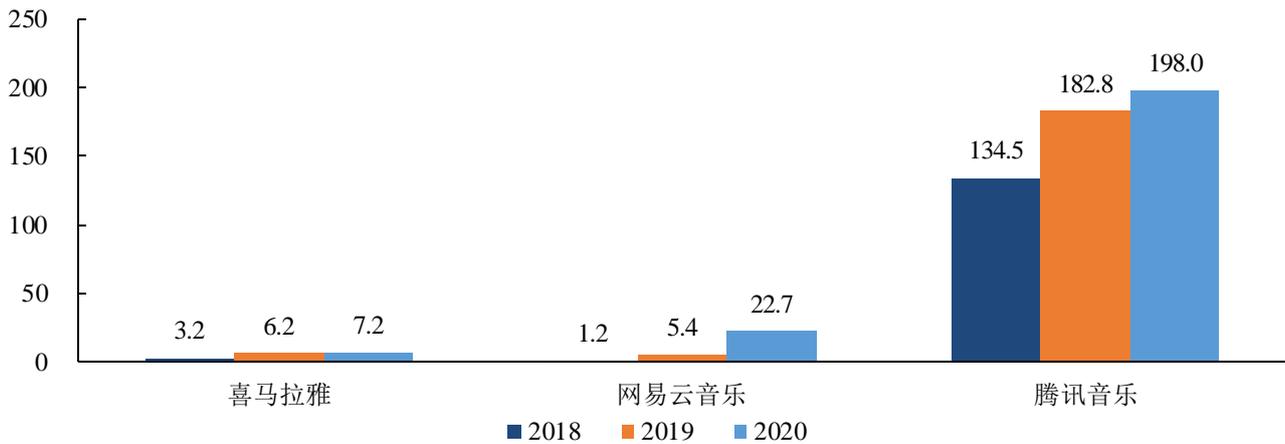
资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

6.3 数字音频 PGC 具有清晰变现模式

数字音频 UGC 社区变现模式依赖直播打赏。对于喜马拉雅 APP、网易云音乐 APP、腾讯音乐旗下 UGC 社区产品，UGC 社区具有较好的用户留存率以及汇聚流量的作用，但变现模式主要为直播虚拟礼物打赏，以及少部分广告。直播打赏变现模式缺陷在于依赖大 R 用户，随着用户规模扩大，付费率较难提升。

- 腾讯音乐社交娱乐业务收入主要来自直播和卡拉 OK 中虚拟礼物。2020 年，腾讯音乐社交娱乐业务收入 198.0 亿元，月活用户 2.4 亿，付费率 4.9%，月 ARPPU 为 141 元；
- 网易云音乐社交娱乐业务收入主要来自直播。2020 年，网易云音乐社交娱乐收入 22.7 亿元，付费用户数 32.7 万，月 ARPPU 为 574 元；
- 2020 年，喜马拉雅直播收入 7.2 亿元，直播业务月均活跃用户 340 万。

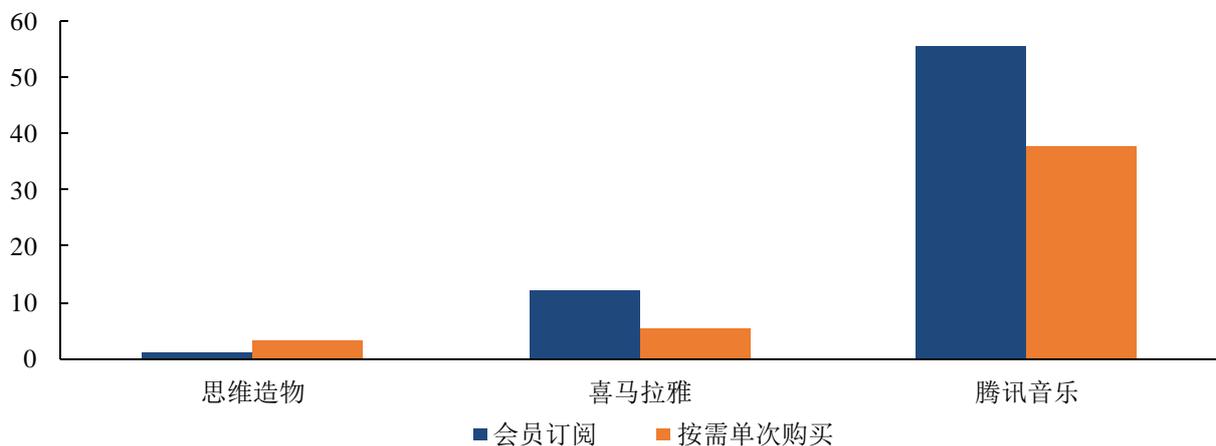
图 33：喜马拉雅直播收入以及网易云音乐/腾讯音乐的社交娱乐收入（亿元）



资料来源：网易云音乐及喜马拉雅招股书，腾讯音乐年报，东兴证券研究所

数字音频 PGC 内容具有清晰变现模式。对比思维造物、喜马拉雅和腾讯音乐，PGC 内容相比 UGC 内容更易吸引用户付费，变现模式直接，且付费率存在提升空间。PGC 变现模式主要为会员模式及按需单次购买，会员模式更有利于维系平台与用户间的黏性以及减少用户付费决策数量。

图 34：思维造物/喜马拉雅/腾讯音乐的 PGC 内容收入（亿元）



资料来源：网易云音乐及喜马拉雅招股书，腾讯音乐年报，东兴证券研究所

(1) 喜马拉雅 PGC 内容付费特征：会员订阅驱动用户付费率稳步提升；2020 年四季度，移动端用户付费率提升至 12.2%，付费用户月 ARPPU 13.55 元；

表 18：2019Q1-2021Q4 喜马拉雅月活用户及月均付费用户数

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
订阅收入-会员及按需购买（百万元）	237	285	317	401	394	402	445	512
移动端月活（百万人）	76.2	78.1	80.0	94.9	103.0	101.1	101.2	103.6
移动端月均付费用户（百万人）	3.2	4.6	5.3	7.1	8.2	9.1	10.4	12.6

移动端月均会员用户（百万人）	2.4	3.8	4.6	6.3	7.5	8.5	9.8	12.0
移动端用户付费率	4.3%	5.9%	6.7%	7.5%	7.9%	9.0%	10.2%	12.2%
移动端会员订阅率	3.1%	4.9%	5.7%	6.7%	7.3%	8.4%	9.7%	11.6%
付费用户月 ARPPU（元）	24.72	20.66	19.93	18.82	16.01	14.72	14.26	13.55

资料来源：喜马拉雅招股书，东兴证券研究所

（2）腾讯音乐 PGC 内容付费特征：会员订阅及按需单次购买驱动用户付费率稳步提升；2020 年四季度，移动端用户付费率提升至 9.0%，付费用户月 ARPPU 16.43 元。

表19：2019Q1-2021Q4 腾讯音乐月活用户及月均付费用户数

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
在线音乐业务（百万元）	1,605	1,562	1,846	2,139	2,044	2,221	2,324	2,760
-订阅付费收入（百万元）	707	798	942	1,113	1,204	1,314	1,460	1,579
-非订阅收入（百万元）	898	764	904	1,026	840	907	864	1,181
月活用户数（百万人）	660	646	656	644	657	654	646	622
在线音乐付费用户数（百万人）	28.4	31	35.4	39.9	42.7	47.1	51.7	56.0
移动端在线音乐用户付费率	4.3%	4.8%	5.4%	6.2%	6.5%	7.2%	8.0%	9.0%
付费用户月 ARPPU（元）	18.84	16.80	17.38	17.87	15.96	15.72	14.98	16.43

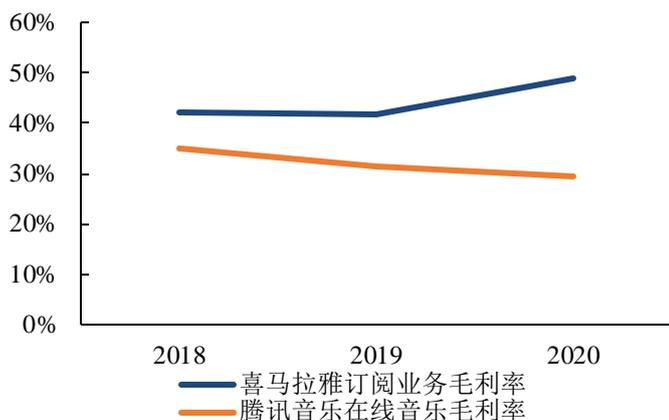
资料来源：腾讯音乐年报，东兴证券研究所

6.4 版权是数字音频 PGC 核心要素

对于数字音频平台而言，版权是 PGC 核心要素。音频 PGC 处于将文学作品、相声小品、影视作品搬运为音频作品的阶段，作品的影响力主要取决于 IP；作为对比，国内影视 PGC 已经从版权为王阶段进化为内容为王，制作和选品均具有重要的商业价值。从毛利率及付费方式看，喜马拉雅订阅业务的毛利率明显高于腾讯音乐，且喜马拉雅历年预付版权金较少，而腾讯音乐需要提前支付给唱片公司版权金。

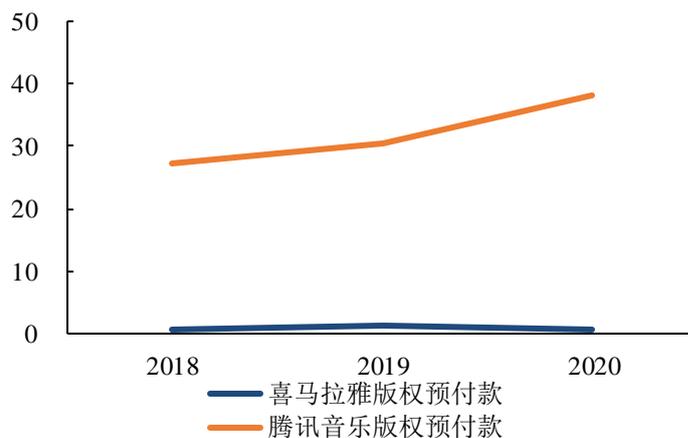
注：官方招股书及财报没有直接披露喜马拉雅订阅业务与腾讯音乐在线业务毛利率，本篇报告通过剔除直播业务收入和分成成本方式，测算各自业务毛利率

图 35：喜马拉雅订阅业务与腾讯音乐在线音乐毛利率测算



资料来源：喜马拉雅招股书，腾讯音乐年报，东兴证券研究所

图 36：喜马拉雅与腾讯音乐版权预付款



资料来源：喜马拉雅招股书，腾讯音乐年报，东兴证券研究所

7. 投资策略

投资策略：数字音频移动端流量规模保持稳定增长，物联网/车联网发展快速，有望成为数字音频流量重要增长点。评判内容平台投资价值，我们认为，商业模式稳定性优先于平台流量规模的成长性。理由是商业模式的稳定性意味着平台方与上下游产业要素合作与联系更为紧密，没有稳定的商业模式，平台流量的扩张或缺乏保障以及持续性。通过对数字音频典型公司的分析对比，内容平台商业模式稳定性体现为：

- (1) 平台 UGC 与 PGC 在流量和变现方面协同发展；
- (2) PGC 的版权方与平台话语权方面，平台体现渠道价值；
- (3) 相比一次买断模式，双方采用收益分成模式，合作关系更为紧密；
- (4) PGC 内容具有良好的会员订阅率。

相关标的：喜马拉雅、腾讯音乐、网易云音乐、思维造物。

8. 风险提示

- (1) 5G、IOT 等新技术新终端发展速度低于预期；
- (2) 互联网行业监管政策趋严；
- (3) 数字音频用户时长被短视频等产品挤占；
- (4) 版权方议价权过高；
- (5) 用户付费率提升不及预期。

9. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	短视频行业报告系列之 3：快手达人播，抖音品牌播，共击十万亿增量市场	2021-05-09
行业深度报告	长视频行业：TVB 兴衰 50 年对国内长视频平台的启示	2021-04-02
行业深度报告	游戏行业：短视频买量渠道崛起，游戏研发商乘势而上	2021-02-04
公司深度报告	传媒系列报告之 20-快手科技：格局确立，电商冲锋	2021-01-21
行业深度报告	优质内容主导长短视频格局，商业化创新提升互联网平台价值	2021-01-14
行业深度报告	长视频：爱奇艺提价能否成功？	2021-01-07
行业深度报告	优质内容主导长短视频格局变化，商业化创新提升互联网平台价值-2021 年传媒行业年度策略报告	2020-12-23
公司深度报告	传媒系列报告之 19-快手科技：社交筑垒，百亿冲锋	2020-12-19
公司深度报告	传媒系列报告之 18-分众传媒：新模式，新估值	2020-10-29
公司深度报告	传媒系列报告之 17-芒果超媒如何进化？	2020-10-20
行业深度报告	传媒系列报告之 16-金融科技行业报告：蚂蚁集团支付业务三个维度领先腾讯财付通	2020-09-14
公司普通报告	中国出版（601949）：出版主营经营稳健，下半年预计持续向好	2020-08-31
公司普通报告	掌阅科技（603533）：丰富应用产品业态，开拓多元变现模式	2020-08-30
公司普通报告	分众传媒（002027.SZ）：楼宇媒体业务迅速恢复，危机处理能力值得高估值	2020-08-23
公司普通报告	吉比特（603444.SH）：《问道》成压舱石，新品开花结果	2020-08-18
行业深度报告	传媒系列报告之 15-短视频行业报告：视频号为何能迅速突破“快抖”封锁	2020-08-25
公司深度报告	传媒系列报告之 14-字节跳动：征途是星辰大海，坚守全球化愿景	2020-08-07
公司深度报告	传媒系列报告之 13-中国出版：百年商务印书馆价值几何	2020-07-27
公司深度报告	传媒系列报告之 12-爱奇艺：中国奈飞，盈利不难	2020-07-20
公司深度报告	传媒系列报告之 11-掌阅科技：卡位长音频赛道，稀缺性助推估值	2020-07-02
公司深度报告	传媒系列报告之 10-腾讯控股（0700.HK）：微信生态孕育庞大广告市场	2020-06-17
公司深度报告	传媒系列报告之 9- 网易游戏：520 产品发布会展现年轻化战略	2020-06-03
行业深度报告	传媒系列报告之 8-网红经济商业模式合集：模式创新驱动 MCN 提升变现规模与效率	2020-05-26
公司深度报告	传媒系列报告之 7-分众传媒（002027）：主营走出最难时刻，竞争格局压制估值	2020-05-17
行业深度报告	传媒系列报告之 6-网红经济：渐具马太效应，平台占据优势	2020-05-10
行业深度报告	传媒系列报告之 5-出版产业：互联网催生新业态，新业态带来新活力	2020-05-08
公司深度报告	传媒系列报告之 4-掌阅科技：精细化运营内容与流量，打造第二增长曲线	2020-04-25
行业深度报告	传媒系列报告之 3-中国云游戏商业模式在哪里	2020-02-21
公司深度报告	传媒系列报告之 2-光线传媒（300251）：艺术科技结合体，估值对标皮克斯	2019-12-13
行业深度报告	传媒系列报告之 1-电视游戏行业深度报告：旧娱乐，新风尚，大市场	2019-11-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

石伟晶

传媒行业高级分析师，上海交通大学工学硕士。5年证券从业经验，2018年加入东兴证券研究所。2019年新浪金麒麟传媒行业新锐分析师。对网络游戏、长短视频、网文、互联网广告等行业有深入研究。重点覆盖：腾讯控股、网易、字节跳动、快手科技、爱奇艺、芒果超媒、分众传媒、光线传媒、吉比特、掌阅科技。

研究助理简介

辛迪

中央财经大学经济统计学硕士，本科毕业于中央财经大学金融数学专业，2019年加入东兴证券研究所。主要研究领域为长视频、户外媒体、移动阅读。

李美贤

中国人民大学硕士，2019年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526