

# 互联网传媒

证券研究报告

2021年08月21日

## 腾讯音乐：加大对内容和生态建设投入，在线音乐付费用户数实现快速增长

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

冯翠婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

文浩

分析师

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《互联网传媒-行业专题研究:从社区团购到近场电商:角力高频消费,把握新零售长期趋势》 2021-08-16
- 2 《互联网传媒-行业深度研究:游戏行业:基本延续 18 年监管基调,无需过分担忧》 2021-07-31
- 3 《互联网传媒-行业点评:告别独家版权时代,在线音乐平台寻找下一个增长点》 2021-07-28

事件：2021年8月16日，腾讯音乐（TME.US）发布2021Q2业绩报告。2021Q2营业收入达80.1亿元，同比增长15.5%；营业费用16.8亿元，同比增长28.7%；净利润为8.71亿元人民币，归母净利润为8.27亿元人民币。

在线音乐服务收入占比持续提升，在线音乐付费用户数同比增长40.6%。在线音乐收入持续上升，21Q2达到29.50亿元，同比增长32.8%，主要系音乐订阅收入和广告收入增长。其中，在线音乐订阅收入17.9亿元人民币，同比增长36.3%。在线音乐MAU为6.23亿，同比下降4.3%，同比下降的主要原因是泛娱乐平台的休闲用户流失；季度环比变化中看到回升势头，环比增长1.3%。在线音乐付费用户达到6620万，同比增长40.6%；在线音乐付费用户增加530万，是自2016年以来最大的季度净增长。新用户占总用户比例为10.6%，分别高于20Q2的7.2%和2021Q1的9.9%。在线音乐付费率自19Q1稳步上升，21Q2达到10.6%，较上一季度增加0.7pct。

由于受直播监管和其他泛娱乐平台竞争影响，社交娱乐服务业务短期承压。社交服务及其他收入达50.58亿，环比下降0.3%，同比上升7.4%，主要受QQ音乐直播收入增长拉动；社交娱乐服务MAU为2.09亿，同比下降13.27%，环比下降6.7%。公司推出产品升级举措，以改善平台的视频化、社会化和社区建设功能，如全民K歌即将升级的在线卡拉OK室和虚拟直播流媒体室。2021Q2ARPPU为153.3元，社交娱乐服务付费用户数达1100万，同比下降12.7%，社交娱乐服务付费率为5.3%，较20Q2增长0.1pct，较21Q1增加0.3pct。

版权“破独”后更注重内容发展，扩大生态建设持续吸引用户。2021年7月24日，国家市场监督管理总局对腾讯音乐（TME.US）下发《行政处罚决定书》，责令30日内解除独家版权，停止高额预付金的版权费用支付方式等。我们认为版权“破独”后平台生态建设尤为重要。截至2021Q2，已经和腾讯合作共同制作20多首具有知名IP的游戏、电影等类别的歌曲；利用微信的社交网络来提高用户参与度和以音乐为中心的协作，用户可以用在QQ音乐上听的歌曲更新自己的微信状态。同时，用户可以通过选择腾讯音乐的音乐来定制自己的微信铃声。报告期内，独立音乐人数量同比实现三位数增长，公司将更加注重独立音乐人的发展，注重音乐人的培养及孵化。

持续深耕长音频，积极寻找下一增长点。2021年4月，腾讯音乐进行人事和组织结构的调整，从更换CEO到新设内容业务线和长音频业务线，对内容的自制、投资和宣发加大投入。截至2020年底，腾讯音乐长音频MAU规模突破1亿，2021Q1长音频MAU从去年同期的5.5%提升至20%，2021Q2长音频MAU同比增长超过90%。

投资要点：随着监管政策出台，处罚落地，腾讯音乐将着力内容发展，扩大生态建设吸引用户。一方面积极布局长音频，另一方面升级社交娱乐服务产品功能。我们认为，短期来看，腾讯音乐在线音乐服务收入持续上升，社交娱乐服务收入增速修复，看好公司在内容和生态建设的布局。长期来看，看好在线音乐付费率将持续提升，盈利能力将有所改善。

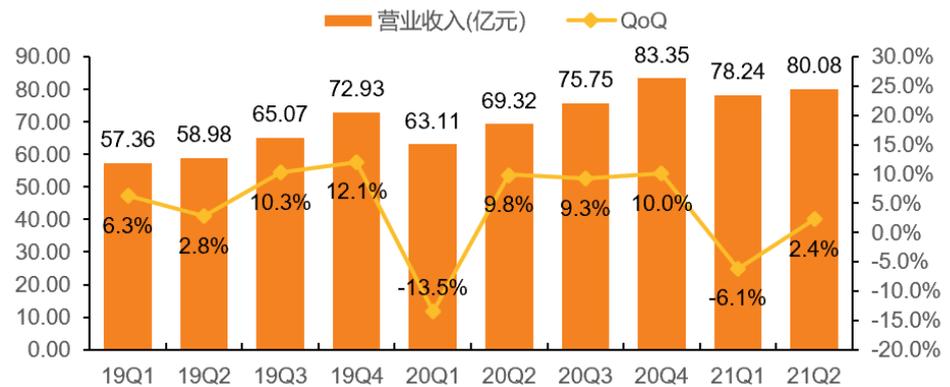
风险提示：用户增长及付费表现不及预期的风险；第三方授权变动导致内容成本上涨的风险；政策监督风险等

## 1. 财务数据

### 1.1. 收入

截至 2021 年 6 月 30 日的三个月总收入为 80.1 亿元人民币(12.4 亿美元),同比增长 15.5%,环比增长 2.4%,增长主要由在线音乐订阅付费收入增长和社交娱乐服务收入增长驱动。在线音乐订阅收入是 17.9 亿元人民币(合 2.77 亿美元),同比增长 36.3%。主要是由于在付费用户数量增加 40.6%。

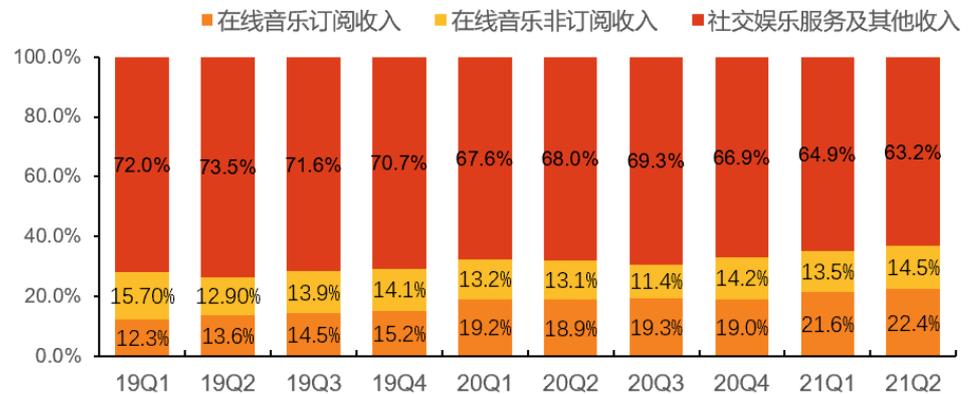
图 1: 腾讯音乐收入及同比增速 (19Q1-21Q2)



资料来源:公司公告,天风证券研究所

在线音乐服务收入在总收入占比继续保持增长态势,21Q2 占比 36.8%,较去年同期增加 4.8pct,较 Q1 增加 1.7pct,在线音乐服务收入中音乐订阅收入比例也稳定上升达到 22.4%,较 20 年同期增加 3.5pct。

图 2: 腾讯音乐收入业务收入分拆 (19Q1-21Q2)

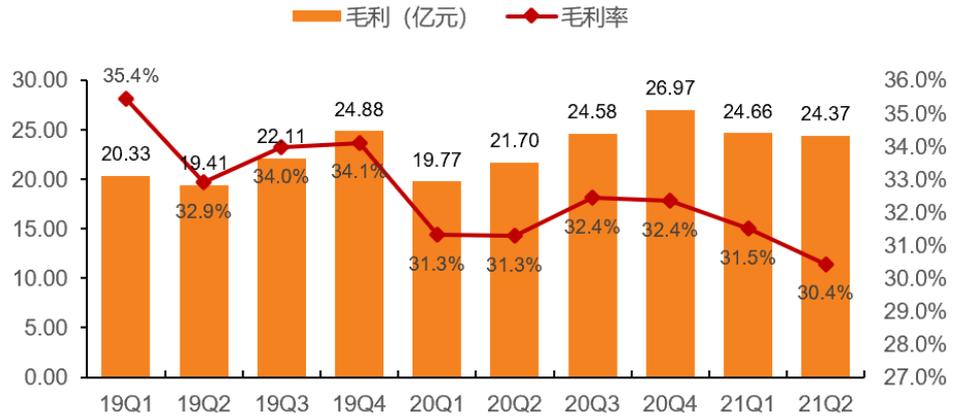


资料来源:公司公告,天风证券研究所

### 1.2. 毛利率

21Q2 毛利润从 2020Q2 的 21.7 亿元人民币增长到 24.4 亿元人民币(合 3.77 亿美元),增长 12.3%。2021Q2 的毛利率为 30.4%,而 2020Q1 为 31.3%。毛利率的小幅下降主要是由于版权和收入分成费用等相关的内容成本增加,以加强平台的竞争力。

图 3：腾讯音乐毛利及毛利率（19Q1-21Q2）



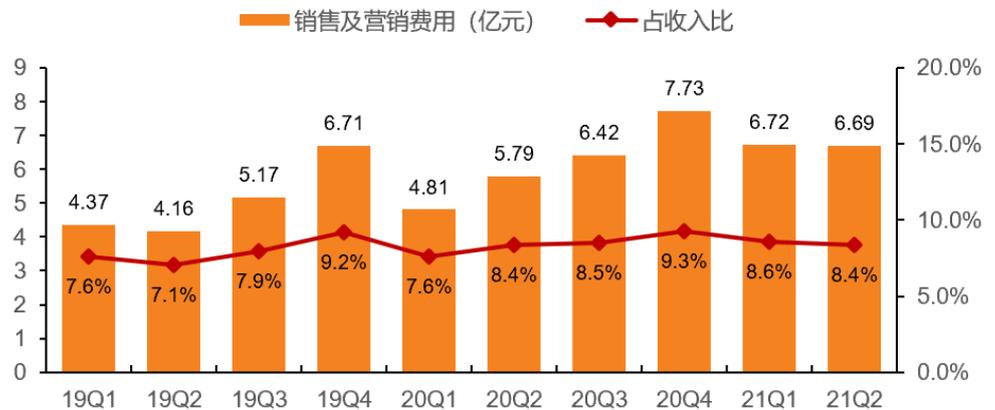
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 费用

21Q2 的营业费用从 2020Q2 的 13 亿元人民币增加到 16.8 亿元人民币(2.6 亿美元), 同比增长 28.7%；营业费用占总收入的比例从 2020Q2 的 18.8% 上升至 21Q2 的 20.9%。

21Q2 销售和营销费用为 6.69 亿元人民币(1.04 亿美元), 较 2020Q2 的 5.79 亿元人民币, 同比增长 15.5%。主要是为加强产品的竞争力而增加的促销支出以及更高的用户获取费用。

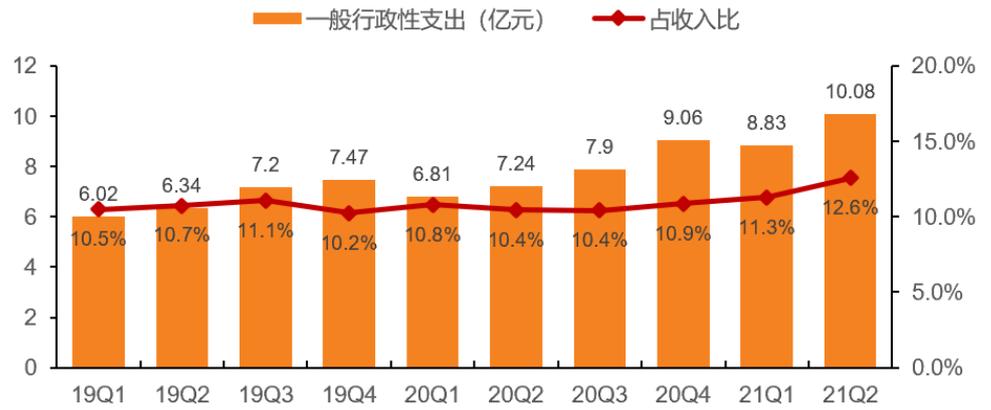
图 4：腾讯音乐销售和营销费用率（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

21Q2 的一般及行政费用为 10.1 亿元人民币(1.56 亿美元), 较 2020Q2 的 7.24 亿元人民币, 同比增长 39.2%。主要是由于公司增加研发投入, 以扩大其在产品和技术创新方面的竞争优势, 以及收购后的奖励、基于份额的补偿费用和收购懒人听书产生的无形资产摊销。

图 5：腾讯音乐一般行政性支出及费用率（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

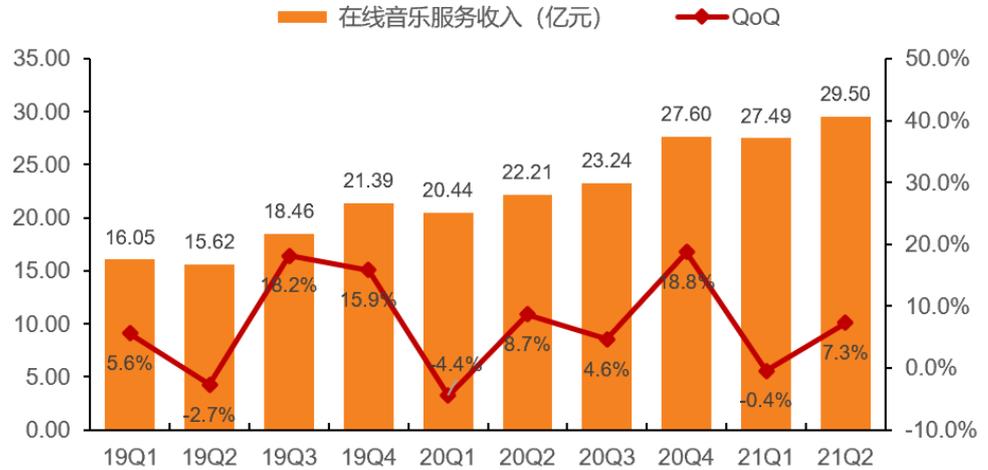
#### 1.4. 净利润

期内净利润为 8.71 亿元人民币(1.35 亿美元)，归属于股东的净利润为 8.27 亿元人民币(1.28 亿美元)。非国际财务报告准则净利润为 11.6 亿元人民币(1.8 亿美元)，归属于公司股权持有人的净利润为 11.2 亿元人民币(1.73 亿美元)。

## 2. 在线音乐服务

在线音乐收入不断上升，21Q2 达到 29.50 亿元，环比增长 7.3%。同比增长 32.8%。音乐订阅收入 17.9 亿元人民币(合 2.77 亿美元)，同比增长 36.3%。

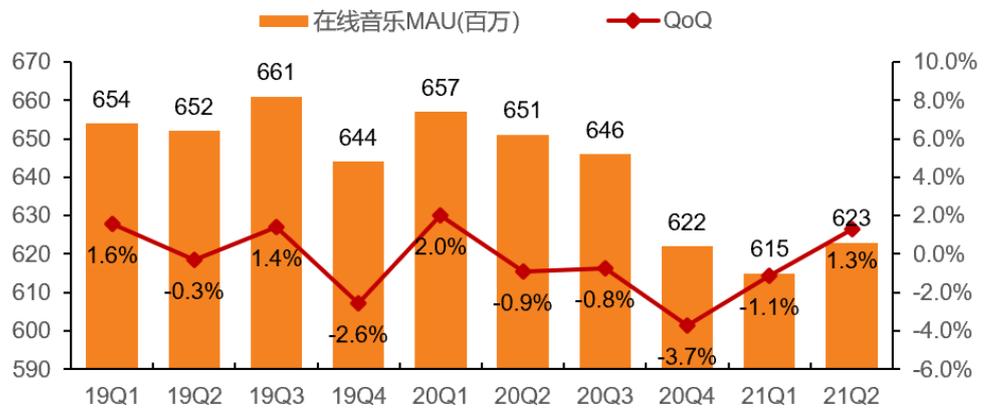
图 6：在线音乐服务收入（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在线音乐 MAU 为 6.23 亿，同比下降 4.3%，年度同比下降的主要原因是泛娱乐平台的休闲用户流失；季度环比变化中看到回升势头，环比增长 1.3%。

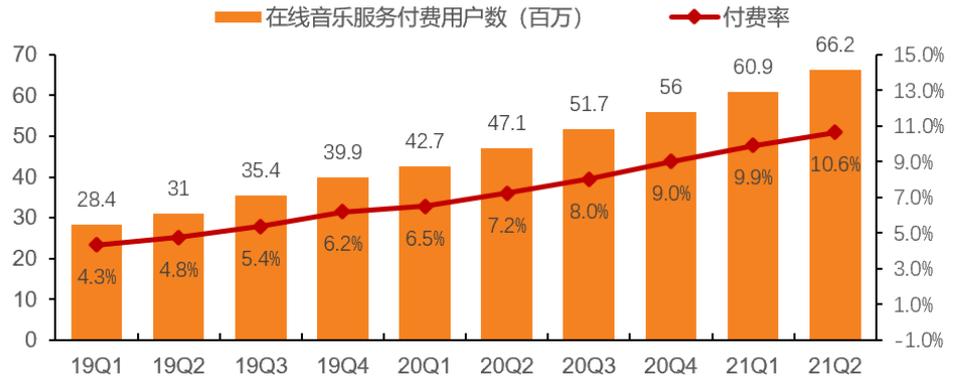
图 7：在线音乐业务 MAU（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在线音乐付费用户达到 6620 万，同比增长 40.6%；**在线音乐付费用户增加 530 万，这是自 2016 年以来最大的季度净增长**。新用户占总用户比例为 10.6%，分别高于 20Q2 的 7.2% 和 2021Q1 的 9.9%。付费率自 19Q1 稳步上升，21Q2 达到 10.6%，较上一季度增加 0.7pct。

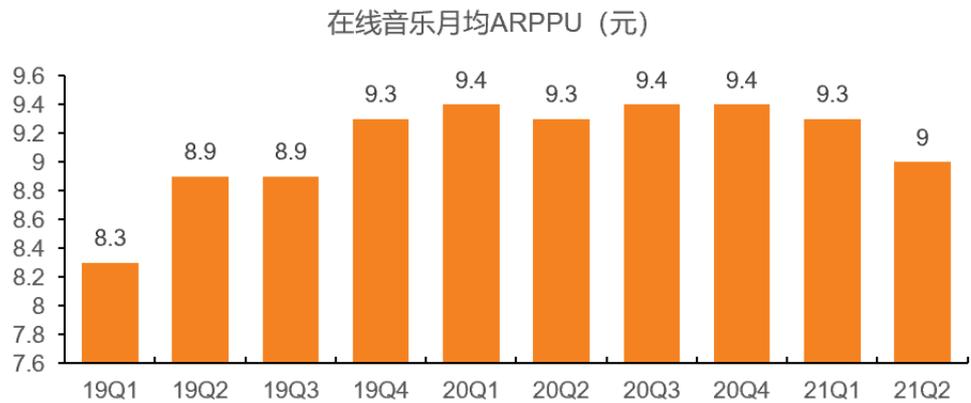
图 8：在线音乐业务付费用户数与付费率（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

21Q2ARPPU 为 9.0 元，较上个季度下降 0.3 元。ARPPU 的下降主要是由于本季度的额外促销活动，带来的收入下降由付费用户的大幅增加所抵消。

图 9：在线音乐业务月均 ARPPU（19Q1-21Q2）

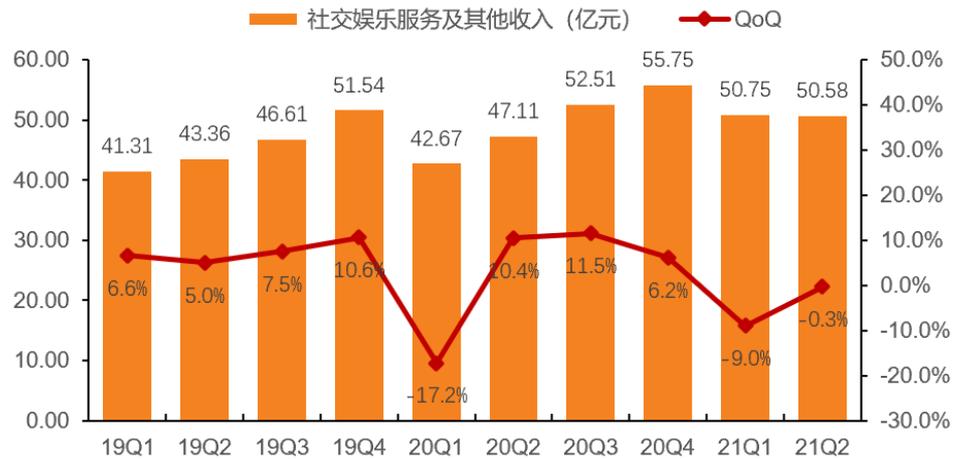


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 社交娱乐服务及其他

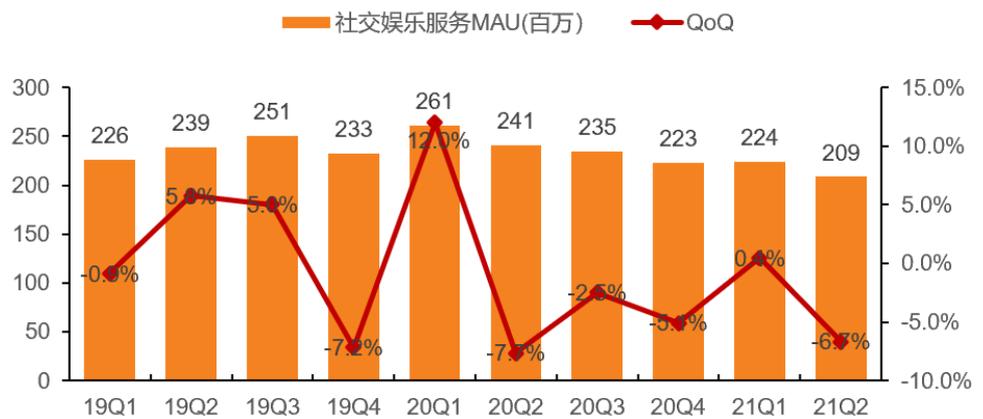
社交服务及其他收入达 50.58 亿，环比下降 0.3%，同比上升 7.4%。社交娱乐服务 MAU 为 2.09 亿，MAU 同比下降 13.27%，环比下降 6.7%，**原因为与其他泛娱乐平台竞争加剧**。为应对不断变化的环境，公司最近推出产品升级和举措，以改善平台的视频化、社会化和社区建设功能，如全民 K 歌即将升级的在线卡拉 ok 室和虚拟直播流媒体室。

图 10：社交娱乐业务收入（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：社交娱乐业务 MAU（19Q1-21Q2）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

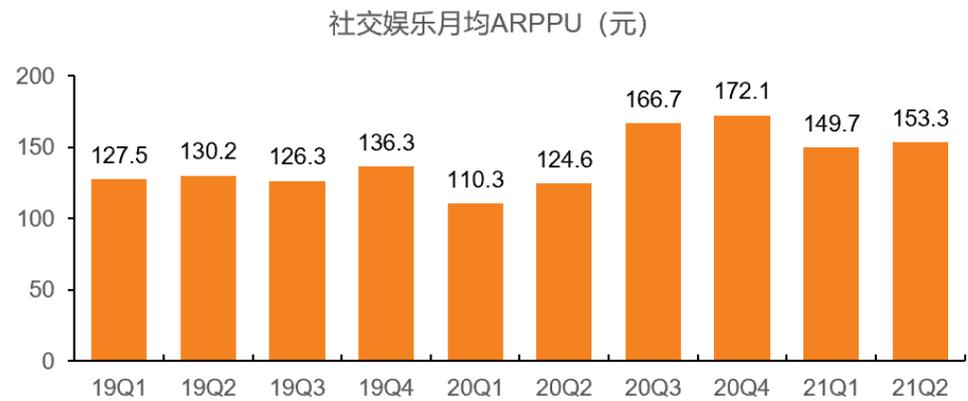
社交娱乐业务付费率稳定在 5% 左右，21Q2 付费用户数达 1100 万，付费率为 5.3%，较 20Q2 增长 0.1pct，较 21Q1 增加 0.3pct。

图 12: 社交娱乐业务付费用户数与付费率 (19Q1-21Q2)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 社交娱乐业务月均 ARPPU (19Q1-21Q2)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4. 在线音乐行业政策梳理

表 1: 2015-2021 在线音乐行业政策梳理表

时间	政策内容
2015 年 7 月	2015 年 7 月 8 日, 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》, 依法严查未授权音乐作品
2015 年 11 月	2015 年 11 月 17 日, 广电总局出台《关于大力推进我国音乐产业发展的若干意见》, 鼓励建设大型、权威的音乐信息服务和交流平台, 推进全国性的音乐数据统计平台、音乐版权交易及监管平台建设
2018 年 2 月	在国家版权局的积极协调推动下, 腾讯音乐、网易云音乐及阿里音乐逐步达成版权合作, 各平台相互授权 99% 以上的音乐版权, 剩余的 1% 作为各平台竞争的核心内容。当年 3 月, 在阿里音乐、腾讯音乐、网易云版权互授后, 在线音乐三大平台版权曲库得以打通
2021 年 2 月	国务院反垄断委员会出台《关于平台经济领域的反垄断指南》, 国内互联网领域反垄断执法及企业合规的大幕已经渐次拉开
2021 年 2 月	国家七部门联合发布《关于加强网络直播规范管理工作指导意见》, 其中强调网络直播平台要针对不同类别级别的网络主播账号在单场打赏总额、直播热度等方面合理设限, 要对单个虚拟消费品、单次打赏额度合理设置上限, 对单日打赏额度累计触发相应阈值的用户进行消费提醒, 必要时设置打赏冷静期和延时到账期
2021 年 7 月	2021 年 7 月 24 日, 国家市场监督管理总局对腾讯音乐 (TME.US) 下发《行政处罚决定书》, 责令 30 日内解除独家版权, 停止高额预付金的版权费用支付方式等

资料来源: 国家版权局网、国家新闻出版署、中国政府网、国家市场监督管理总局官网、新华网、天风证券研究所

## 5. 附录-会议纪要

### （董事会执行主席彭迦信）

**行政处罚：**将继续按照所有监管要求加强我们的运营，推动创新，并履行我们的社会责任。根据版权责任排他性的要求，我们将在运营上专注于内容和平台的双轮驱动，为用户提供高质量的产品和服务，并促进创新。

**内容建设：深化与数百家音乐公司的合作伙伴关系：**以新的要求扩大我们的授权内容覆盖范围，并努力通过我们多方面的产品组合为超过 6 亿音乐用户提供更多更好的内容。我们很高兴地报告，我们一直在不同的音乐垂直领域不断取得突破，包括新的热门歌曲、中国古代风格、嘻哈以及游戏、电影、电视节目和综艺节目的音乐，这表现在歌曲的全面覆盖，特别是嘻哈综艺节目的全面覆盖。我们还通过扩大与领先内容提供商的合作来提高我们在年轻一代中的形象，这些提供商的节目包括中国古代风格或说唱歌手联盟。这导致年轻用户的用户参与度不断提高。在提供受版权保护的音樂的同时，我们还与上游价值链、艺术家和其他合作伙伴密切合作，以创造和制作更具差异化的内容。例如，我们开始与腾讯在多个业务领域广泛合作。在过去的几个季度中，我们与著名艺术家合作，制作超过 2000 个游戏、电影、文学和漫画类别的排行榜冠军。

**独立音乐人方面：**我们最近还参与一部广受好评的中国热门电影《悬崖之下》的电影歌曲联合制作。从创作电影歌曲本身，到利用我们的人才库培养著名演员来演唱这首歌，我们很高兴能够为这个获奖项目做出贡献。我也很高兴分享我们在培养和提升独立音乐人方面的进展。2021 年第二季度，通过腾讯音乐人计划，我们的独立音乐人名单实现三位数的同比增长，他们的歌曲流显示出同比和季度环比的持续增长。考虑到公司结构良好的财务激励机制，音乐人将我们视为可靠的合作伙伴，其中首次包括作词人和歌曲作者的收入分享机制。同时，我们基于区块链技术开创加强版权保护的先河，帮助独立音乐人维护版权，而不会给他们带来经济负担。

**TME 直播方面：**在线部分，我们每月为顶级艺术家举办音乐会，包括新的互动货币化功能，如票务、贵宾特权和商品，为在线现场表演创造整体和更沉浸式的用户体验。线下方面，TME 直播正在扩大其足迹，计划与腾讯音乐人平台和当地旅游业合作，推出线下活动，包括在北京和上海等重点城市的日常直播演出。我们还与 Pla-house 合作，组织每周一次的室内音乐节，将线下派对体验与丰富的在线功能相融合。

### （CEO 梁柱）

大家好。自从我在 4 月份成为首席执行官以来，我的重点一直是扩大我们平台的竞争力，并通过视频化、社会化和社区建设找到更好地为用户服务的新方法。过去几个月，我们在这方面取得良好进展。

**视频化：**酷狗音乐继续丰富嵌入式、流媒体页面，我们很高兴看到它在 DAU 的渗透率逐季度增长。QQ 音乐刚刚在 8 月份推出一个以沉浸式体验为特色的新版本。随着用户案例的扩大和内容的多样化，我们预计这些努力将增加视频浏览量和用户在我们平台上花费的时间。

### 平台建设：

（1）升级 QQ 音乐中的同步列表功能，以鼓励朋友之间的互动。

（2）推出“星球”，它通过目标匹配更有效地将具有共同音乐品味的用户联系起来，以激发陌生人之间的联系。

（3）升级网上卡拉 OK 厅，让网上的东西更有趣，更吸引人。新版本将提供更广泛场景的在线演唱体验，包括从独唱和二重唱到小型和大型团体的不同聚会规模，以及满足不同需求，如按需演唱、随叫随到、演唱练习、房间 PK 和跨房间活动。

（4）我们还将推出全民 K 歌虚拟直播室，提供元宇宙与直播相结合的全新娱乐体验。未来，我们将元宇宙直播拓展到更多使用案例，提供更丰富的互动机会和更具想象力的虚拟

现实体验。

### 腾讯生态合作：

第二季度，公司深化与微信视频账号的合作。这是我们重要的一步，一是在微信视频账号下丰富两个 TME 平台的音乐视频内容；二是利用微信扩大我们的推广能力，并在第一优先域流量和互动中向 TME 平台分配视频流量，以增加未来的货币化空间。作为第一步，最近 QQ 音乐首次与微信视频账号联手，并在由知名音乐人和品牌参与的在线活动“优雅夏日直播”上亮相。我们的下一步将是通过音乐人来加强和用户之间的互动，这反过来将改善我们每个平台上的音乐内容互动。

我们进一步利用微信的社交网络来提高用户参与度和以音乐为中心的协作。首先，QQ 音乐推出一项新功能，用户可以用正在听的歌曲更新自己的微信状态，让分享更有活力和乐趣。其次，用户现在可以通过选择腾讯音乐的音乐来定制自己的微信铃声。第三，通过利用微信翻译的 AI 技术，QQ 音乐现在支持将英文歌曲高质量翻译成中文。我们还在与腾讯视频合作，以增强视频内容的曝光度。

长音频是对我们的音乐产品和内容组合的有效补充，并增加用户参与度。在第二季度，我们重组这个业务部门，以进一步简化我们的双管齐下的产品战略。我们继续丰富我们的授权内容和加速播客内容多样化。作为 NBA 中国的官方战略、音乐合作伙伴，我们努力培育 NBA 播客生态系统，吸引广大体育爱好者寻找新的、有创意的方式来欣赏体育内容。随着这一改进，第二季度长音频 MAU 同比增长超过 90%。作为行业领先的创新者之一，我们推出基于区块链技术的 NFT 数字网站平台。我们将寻求为活跃用户提供更多工具，扩大曝光度，并释放货币化机会。

### （CSO 叶卓东）

第二季度在线音乐 MAU 为 6.23 亿。尽管一些临时用户的流失导致同比下降，但 MAU 在连续的基础上略有上升。在用户参与度方面，核心音乐用户对我们的平台的参与度有所提高，用户总时间逐年增加，季度与季度相比也有所增加。

此外，与订阅前相比，付费用户在订阅我们的服务后，在我们的平台上变得更加活跃，这意味着，随着我们付费用户基础的增长，这不仅提高我们的整体货币化水平，而且来自这一核心用户群体的平台参与度也有所提高。我们继续将服务范围扩展到物联网市场。因此，我们的物联网 MAU 在第二季度实现 43% 的同比增长。物联网作为一种新的音乐内容消费渠道，增强我们在用户日常生活中更广泛的使用案例中，向更广泛的受众有效铺开和推广新音乐内容的能力，使我们的服务更加无处不在，为用户带来更多便利。我们很高兴地报告，我们在线音乐服务的增长势头持续到第二季度。由于有效的营销和在将高质量音乐内容添加到订阅计划中的持续进展，我们在线音乐服务的付费订户数量增长至 6620 万，本季度付费订户净增加额达到创纪录的 530 万。我们的付费用户比例在第二季度增长到 10.6%，高于去年同期的 7.2%。与去年同期相比，用户保留率继续提高，每个付费用户的平均收入保持健康，反映出用户越来越愿意为高质量的音乐内容付费。

广告收入在第二季度实现强劲的同业增长。广告收入受益于来自各种行业的不断扩大的广告商群体、同比增加广告库存和 eCPM，以及优化的应用显示。然而，第二季度的增长低于我们的预期，因为他们受到关于应用启动闪屏广告的监管指导的影响，以改善用户体验。我们将继续改善我们的应用程序的用户体验，以遵守指南，并将投资新的广告格式，以满足不同广告商的需求。谈到我们的在线音乐产品，我们在多方面的产品组合中进一步完善产品定位。例如，我们进一步提升 QQ 音乐作为年轻时尚品牌的形象。首先，我们继续增加流行和新潮的内容，以满足年轻一代对中国古代风格音乐、嘻哈和 ACG 流派以及综艺节目中的音乐的需求。二是通过校内竞赛、毕业典礼等线上线下活动，深入学校和大学校园。值得注意的是，2021 年 QQ 音乐毕业音乐会激发近 5 亿的社会热议。第三，我们的同步收听、扑通星球等新功能将进一步提升用户间的互动。

**社交娱乐服务：**由于与其他泛娱乐平台的竞争加剧，MAU 和付费用户都出现环比下降。对此，罗斯早些时候阐述我们加强竞争力的重点领域，我们期待在未来分享更多进展。对于全民 K 歌来说，在第二季度，我们还采用技术，包括沉浸式合唱伴奏音效来模拟大型毕业典礼，以及多维评分系统来增强我们的录制工具。这些改进带来更愉快的用户体验，同时录制歌曲，这反过来又刺激用户参与度的提高。对于我们的直播服务，在日益激烈的竞争中，我们将稳步接受最新的行业指导，并继续坚定地致力于为我们的用户和表演者促进健康和可持续的生态系统。在这方面，我们在第二季度继续取得进展，QQ 音乐的直播和类别扩展为我们的努力增添动力。随着一个专门的标签推动 QQ 音乐的额外流量，QQ 音乐的直播记录稳定的增长，并有望在 2021 年下半年进一步扩大规模。

**在品类拓展方面，酷狗直播继续扩大在中国古装品类的曝光度，仅第二季度就推出 33 场主题活动。**我们直播的一大亮点是，我们推出首个跨平台直播活动，以挖掘整个 TME 直播平台的运营协同效应。今年 6 月，酷狗直播和全民 K 歌联合举办首次跨平台比赛，让直播流表演者更广泛地接触两个平台，也是挖掘新观众群体的有效途径，有效提升两个平台的活力。这为活动期间的参与主机带来显著更高的收入，吸引更多付费用户参与，以及更多首次付费用户首次发送虚拟礼物。展望未来，我们计划将成功的活动复制成新的跨平台机会。

### (CFO 胡敏)

2021Q2 的总收入为 80.1 亿元，同比增长 16%，主要受在线音乐服务中音乐订阅和广告业务的强劲增长推动。在线音乐收入本季度增长 3 亿元，同比增长 33%；音乐订阅业务继续快速增长达到 18 亿元，同比增长 36%。二季度付费用户数为 6620 万，同比增长 41%。主要受益于公司持续改进产品内容。月 ARPU 为 9 元，相比在去年同期为 9.3 元。公司通过提供更有效的促销活动来推动付费用户的快速增长。

**广告业务：同比增长强劲，但这低于公司预期，因为开屏广告受到监管机构为保护用户体验的新指导意见的负面影响。**广告收入同比增长主要是因为公司加强与腾讯的合作，并提供更丰富的广告解决方案。为减轻新政策的影响，公司正探索新的广告形式例如弹出，翻转页和其他创新产品以满足广告客户的需求，但这依旧需要时间。

**社交服务及其他收入：**社交服务及其他收入为 51 亿元，同比增长 7%，主要受到 QQ 音乐直播收入的增长。但依旧面临着来自其他娱乐平台的竞争。QQ 音乐正努力保持现有的状态，并吸引新的功能提高竞争力，逐渐从音乐平台转向直播平台。公司不断尝试更多样化的付费选择以保持稳定的社交娱乐收入。**全民 K 歌推动公司年度收入的增长，然而由于卡拉 OK 业务也受到监管机构发布的新指导方针的负面影响，预计未来收入增速将放缓。**2021 年第二季度的毛利率为 30.4%，有小幅下降，原因是为加强平台的完整性而提高微信收入分成比例，同时增加对新产品和内容的投资，如长音频。

### Q&A 部分

**Q：最近的监管罚款，是否会导致订阅量因付费用户转化难度增大下降？公司是否已经有应对措施？**

A：7 月底，市场监管总局发布《处罚决定书》，要求腾讯及其关联公司须在决定发布之日起三十日内解除与上游版权方已达成的或变相达成的独家版权协议或其他排他性协议。收到处罚后，腾讯音乐立即按照要求整改，遵守相关规定。虽然这项决议将会对腾讯音乐的音乐业务产生影响，但是目前平台上可用的所有音乐将继续提供给用户。腾讯音乐会依照监管要求进一步加强运营，促进音乐艺术家及整个音乐产业的良性发展。

在我看来，TME 的核心竞争力之一是吸引用户付费策略。TME 不仅仅是音乐平台，同时也一直在培育自有内容系统，这个系统在长期健康发展中为用户创造价值。TME 一定会严谨细致遵守监管部门相关规定，虽然这些规定确实对我们的运营有一定影响，但是我认为对于订阅量的影响不大。正如财报展示的，我认为 TME 始终保持一个很好的增长势头。因为我们的用户已经看到公司为用户提供的高质量的音乐内容并愿意为此付费。因此，我有信心在线音乐服务将继续保持良性健康发展，同时公司将继续对外拓展，与其他行业的伙伴建立合作。特别是在内容创造端 TME 不仅仅是内容生产的上游企业，还要做组织越来越多的在线和离线音乐会的下游企业。这不是一个普通的想法，我们将会持续创新为在线参与用户提供独特体验。基于上面的这些政策，我相信 TME 将会在很长的时间内保持付费用户增长。其次，TME 现在正在和腾讯视频会员包月计划合作，腾讯视频会员作为最大的内容会员服务，目前与其联动已经取得很好的结果，将会对未来腾讯音乐会员订阅服务有积极的正向影响。

**Q：所有付费内容中具有独家版权的内容大致占比，未来比例将会如何变化？由于公司具有吸引力的音乐版权减少，公司是否会考虑在拉新方面花费更多？目前 TME 的拉新成本为多少？是否会增加折扣去吸引新用户？**

A：关于付费内容中独家版权占比，我们从未披露过各种类型内容的确切占比。独家内容仅作为会员订阅计划的一部分，会员订阅计划中还有很多非独家的内容。其次，TME 培育的音乐人作品所占比例稳步上升。随着越来越多的音乐人加入腾讯音乐平台，我们承诺会始终支持该平台的发展，同时 TME 会持续挖掘优质音乐人并和他们一起合作创造更好的音乐，这将为我们在内容创造领域带来许多新机会。

对于订阅服务的影响，首先用户已经逐渐接受订阅音乐服务，订阅服务是整个行业中共同存在的。从监管政策的角度，我们认为监管机构同样希望促进整个行业的良性发展，并拥有一个可以长期可执行的付费模型。因此，我们将会继续致力于通过五大平台，提供高品质的音乐产品和服务给用户。随着 TME 增加越来越多的高品质内容，无论是版权内容还是合作开发，或者是自我培育的，订阅内容，订阅服务包所含有的高质量内容不断增加，将会促进用户规模不断扩大。从财报可以看到，在线音乐付费用户数为 2016 年以来最大季度净增长，同时用户留存率也在不断提高。

关于音乐人计划，我认为我们已经做的很好。通过 4 年的努力，我们已经取得突出的成果。TME 音乐人计划的成果不仅仅为平台带来更多优质歌曲，更重要的是它为音乐人和音乐创作者带来真正的价值，如 IP 版权保护。TME 也为音乐家打造一个公开的音乐分发和注册平台，帮助他们解决法律问题。除此以外，我们还致力于帮助一些音乐家和顶尖的制作人合作。我们的最终的目的是创造出高品质的音乐。其次，我们一直努力为音乐家创造价值，希望他们的努力有所收获。TME 不断完善收入分成和奖励体系，让年轻一代的音乐家可以持续通过我们平台谋生。最后，关于 TMElive，包括在线音乐会和离线活动，以及播客等。我相信 TME LIVE 是 TME 与其他平台相比的关键竞争优势。

关于平台获取新用户上，从两方面看。一方面，我们目前已经形成多矩阵布局，如酷狗，酷我，QQ 音乐以及最新的波点音乐，酷狗大字版，酷我概念版等，分别布局老年和音乐消费高端用户，形成全覆盖效应。另一方面，在最大的 QQ 音乐和酷狗平台上，我们致力于挖掘视频、社区和社交三部分（即偏重对 PGC 和 UGC 内容的挖掘）。最近，酷狗新发布心动模式，允许普通用户之间互动；而 QQ 音乐也会继续在互通视频画中画方面强化，形成独有优势用以拉新。

基于以上音乐服务，我们期待在未来季度将持续保持稳定增长。我们会平衡促销和订阅用户增长率，因此，在接下来的两个季度，我们期待订阅数量会有更好的表现。

#### Q：毛利下降的原因以及未来变化？

A：第一，收入分成比将会继续增长，同时对于新产品的投资也会继续增加，如长音频的投资。第二，社交娱乐的收入被低估。通常来讲，社交娱乐毛利率更高，但是总营收从社交转向音乐也会对毛利造成不利影响。第三，对于非排他性版权政策，在短期内，我们认为不会对我们的成本结构造成显著影响，因为整个行业都需要时间来适应运营机制的变化，因此短期内我们的成本结构将保持稳定。预计在下个季度毛利仍将持续承压。

在 2021 年全年收入展望，我们期待总营收年增长率接近 10%，在线音乐收入年增长接近 30%。一方面，在线音乐收入持续稳定增长，另一方面，由于直播疲软以及利润再投资等，社交娱乐收入将与去年持平。在线音乐订阅收入预计将继续保持强劲增长，付费用户净增长额继续保持每季度 400 至 500 万；另一方面，收入增长率预计将低于预计由于刚实施的监管政策。在社交娱乐方面，由于宏观经济对用户消费行为的影响，即：与短视频平台的竞争和直播业务运营政策调整使其内容，打赏等符合监管要求，将不利于社交娱乐收入增长。总而言之，下半年利润将会持续承压，带来收入分成上成本压力随之上升，同时利润在投资也会影响社交娱乐收入增长。

#### Q：长期业务发展趋势？净利润是否受到税率调整的影响？应用程序及广告业务中关于数据保护和隐私？

A：在数据保护方面，TME 致力于遵守数据隐私和数据保护相关监管要求，并且将继续改进运营体制符合监管要求。长期来看，尽管部分业务短期表现疲软与直播业务相关，但是我们对直播业务长期发展仍然看好。此外，由于我们在内容方面继续建立最丰富的内容体系，涵盖音乐及音频产品，因此，第一，我们将继续扩大和平台打造的音乐人的合作扩展我们自有内容库；第二，将会和上游内容合作伙伴合作，共同打造或独立生产具有差异化的内容。第三，我们会继续推动自有音乐的发展；第四，深化和腾讯系如：腾讯视频、腾讯游戏、阅文在内容制作领域的合作，更好发掘现在 IP 的全部价值。事实上，我们已经在游戏，电影，文学，喜剧和 IP 等与知名音乐人如邓紫棋，易烱千玺等合作完成 2000 首热门歌曲。如：大热电影《悬崖之上》主题曲也是由 TME 打造的。

我认为 TME 要打造的是一个全面的内容体系，在平台内，需要加强在音乐、音频和社交上的核心竞争力。第一，可视化方面，即 QQ 音乐的画中画功能；第二，深化和微视合作；第三，强调社交和社区打造，如 QQ 音乐打造的扑通社区，将具有相同音乐品味的用户聚集在一起；第四，开发新功能允许用户用音乐更新微信状态，加强和微信在社交方面的合作。其次，长音频对音乐用户而言是一种重要补充内容和服务。我们已经看到，提供长音频内容给用户，确实帮助增加用户对平台的粘性和增加总使用时间，提供越来越多优质的有吸引力的内容，逐渐成为 TME 与其他平台相比的差异竞争优势。最后，我认为，TME 始终坚定实施多品牌多产品战略。在 TME 产品组合中，每个产品都有其独特的市场定位，专注独特的用户细分市场，并在该市场中占据主导。未来，我们将继续加强跨平台的运营协同效应及研发效率。

关于税率，我认为实际税率将会始终保持稳定，因为在申请获批前，我们并未将电子商务公司相关税率计入实际税率中，因此不会对我们的净利润产生影响。

**Q：监管政策的影响？社交 ARPPU 方面的表现？**

A：第一，根据监管要求，我们将会和合作伙伴在版权合同上对于排他性的条款进行修改在一个月内，关于此的细节将会在之后特定时间详细谈论。其次，对于一些合作伙伴和其他平台签署独家合约，我们承诺会将其重新引入我们的平台，为用户不断扩充内容库。除，版权内容，我们也在不断发展自有产品和合作产品库，无论是从商业的角度还是盈利的角度，我认为自有产品都会拥有更高的毛利，从而有助于降低内容成本。

第二，关于社交 ARPPU，我认为在未来季度将持续承压。因为我们预计监管政策将会持续趋严，我们已经调整相关政策和运营方式使得该业务可以在未来合规发展。我们预计，未来如果可以增加社交娱乐平台用户数，如将唱吧在线卡拉 ok 室等。因此，存在很多方法可以用来增加社交娱乐方面的收入。同时，加强平台间的合作，如：酷狗直播，酷我直播等，从而增收。因此，我们相信明年，我们的社交娱乐方面的收入将会表现良好，收入稳定并有小幅度增加。

在整个平台中，酷狗直播的 ARPPU 值高，而全民 k 歌相对较低，因为部分用户数属于轻度用户，目前我们正在打造直播中台，让酷狗直播的优势扩散到酷我直播和全民 k 歌，从而提升整体 ARPPU，而对于全民 k 歌而言最主要的仍是提高用户规模而非 ARPPU 值，但是中台的搭建有助于将好的直播业务发展经验拓展到全平台使用。其次，上半年，我们开展三平台间跨服 pk（主播 pk 模式），这个是全行业独有的。9 月份，我们会新推出一个真正的三大平台间主播 pk 活动，属于行业首创，我们认为在一定程度上可以提高主播积极性，从而推动 ARPPU 提升。

**Q：是否公司正在失去社交娱乐业务的用户？之前关于 2021 年全年社交娱乐营收稳定的预测，是否下半年营收将会下降，哪些因素会导致营收下降？**

A：从社交娱乐角度看，我们的直播和全民 K 歌活跃用户数都在下降，主要原因是其他泛娱乐平台的竞争，如：短视频。为应对不断变化的竞争环境，我们最近推出产品升级举措，用以改善平台在视频，社交以及社区建设上的功能从而留住用户。

关于影响营收的不利因素，主要是宏观政策对消费行为的影响，特别是与短视频的竞争。其次，我们已经进行保守调整，使我们的直播业务符合行业日趋严格的监管方向。但是我们正在通过很多措施来尽量减轻这些影响，但是需要时间。

业绩电话会官方链接：<https://ir.tencentmusic.com/index.php?s=19&item=19>

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 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

## 天风证券研究

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