

传媒互联网行业

行业研究/深度报告

从腾讯音乐看国内在线音乐市场

——数字音乐深度报告之一

深度研究报告/传媒行业

2018年8月8日

报告摘要:

中国在线音乐市场持续增长，用户体量进入存量博弈

据比达咨询数据显示，中国数字音乐市场规模从 2013 年的 74.1 亿元，一直增长到 2017 年的 180 亿元，CAGR24.8%，预计市场将继续保持 25% 左右的增速，有望在 2020 年达到 350 亿元。根据 QuestMobile 数据，截止 2018 年 4 月，在线音乐用户规模已超 6.1 亿人，在线音乐应用行业用户的增长已经进入了一个瓶颈期。随着用户规模的增长速度放缓，在线音乐 APP 用户逐渐向头部应用集中。

腾讯音乐已占据在线音乐市场六成以上份额，版权众多拓宽护城河

在线音乐 APP 用户向头部应用集中，据前瞻产业研究院，酷狗音乐和 QQ 音乐 MAU 超过 2 亿，酷我音乐和网易云音乐在 1 亿左右，与其他 APP 逐步拉大差距。从 MAU、下载量、视听量和活跃设备多维度对比，腾讯音乐的市场份额均已大于六成，占据行业主导地位。腾讯音乐坐拥海外三大唱片公司环球索尼华纳的版权，加上丰富的华语音乐版权和热门综艺版权，拥有较宽的护城河。

海外流媒体音乐市场表现强劲，Spotify 持续亏损凸显腾讯音乐优秀

据国际唱片协会数据，2017 年全球全球录制音乐市场同比增长 8.1%，行业总收入达到 173 亿美元。流媒体的快速发展成为主动力，2014 年至 2017 年全球流媒体收入从 19 亿美元增长至 66 亿美元，CAGR51.4%。海外流媒体音乐主要有 Spotify 和 Apple Music，其中 Spotify 市占率 42%。Spotify 虽然在营业收入上远超腾讯音乐，但至今还未获得正盈利。腾讯音乐盈利规模不断扩大，前景可期。

投资建议

数字音乐可能是娱乐消费中少数形成垄断格局的子行业，建议投资者长期关注。

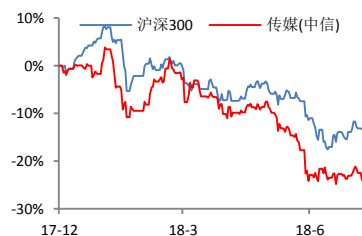
风险提示

行业增速不达预期；版权政策调整。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 胡琛

执业证号: S0100513070016

电话: (8610) 85127645

邮箱: huchen_yjs@mszq.com

研究助理: 武子皓

执业证号: S0100118010057

电话: (8621) 60876759

邮箱: wuzihao@mszq.com

目录

一、在线音乐行业介绍：进入存量竞争，用户是竞争关键.....	3
1.1 用户数进入存量博弈，寡头优势开始显现	3
1.2 在线音乐用户粘性稳定发展，仍存在一定的用户重合度.....	6
1.3 用户版权意识初步觉醒，商业变现时机已至	8
二、在线音乐行业中，腾讯音乐成为行业领导者.....	9
2.1 在线音乐 APP 用户向头部应用集中，已形成三个 MAU 过亿的应用.....	9
2.2 各大平台特色鲜明，腾讯音乐综合性较强	11
2.3 腾讯音乐版权资源丰富，竞争优势明显	12
2.4 多维数据对比彰显腾讯音乐霸主地位	13
2.5 低龄增量用户偏好 QQ 音乐，腾讯音乐市占率或将提高	15
三、行业领军者腾讯音乐多维度深度解读.....	16
3.1 腾讯音乐引领音乐潮流，拟融资 10 亿美金进行 IPO	16
3.2 QQ 音乐不断完善独家模式，腾讯音乐娱乐集团以 300 亿美金估值走上前台	17
3.3 腾讯音乐娱乐集团股权结构集中	17
3.4 集团营收结构呈现多样性，矩阵式布局打造生态链条.....	18
3.5 数字音乐平台成本主要来自于版权费用、管理运营成本.....	21
3.6 前景光明，公司业绩稳步上升	22
四、在线音乐海外发展：行业头部流媒体公司表现强劲.....	22
4.1 全球数字音乐占比高达 54%，海外流媒体音乐市场表现优异	22
4.2 ITUNES 改版 12 次，市场份额减至 20%~35%	24
4.3 SPOTIFY 付费用户数已达 7100 万，快速增长未转化直观利润	25
4.4 APPLE MUSIC 强势来袭，与 SPOTIFY 分庭抗礼	28
4.5 市场空间遭挤压，PANDORA 音乐上市以来亏损超 11 亿美元	30
4.6 全球音乐版权市场集中	32
五、投资建议	33
六、风险提示	33
插图目录	34
表格目录	35

一、在线音乐行业介绍：进入存量竞争，用户是竞争关键

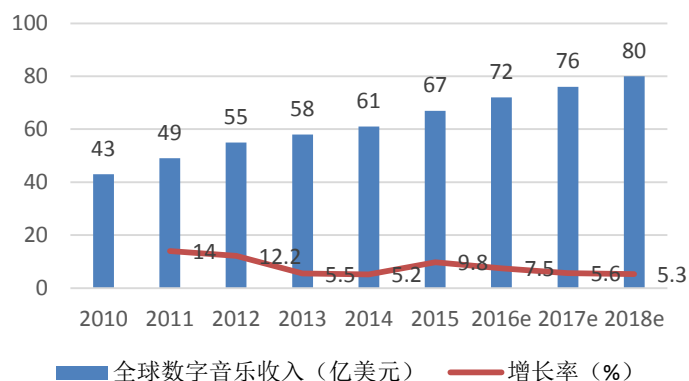
1.1 用户数进入存量博弈，寡头优势开始显现

流媒体音乐快速增长，带动数字音乐市场蓬勃发展。所谓流媒体是指采用流式传输的方式在 Internet 播放的媒体格式。商家通过一个视频传送服务器把节目当成数据包发出，传送到网络上，用户通过解压设备对这些数据进行解压，节目就会以发送前形式显示。网络上传输音频，主要有下载与流式传输两种方案。相比于下载需要经过数分钟完整下载歌曲，进而倾听歌曲，流式传输并不下载整个文件，只将开始部分内容存入内存，只需要经过几秒或十数秒的启动延迟，就可以享受到美妙的音乐。

根据 IFPI 和艾瑞的数据显示，2015 年全球数字音乐规模达到 67 亿美元，其中下载服务收入占比为 45%，流媒体服务收入占比达到 43%。虽然数字音乐中下载服务收入比去年下降了 10.5%，但受流媒体音乐 45.2% 增速的影响，数字音乐整体规模仍保持了 9.8% 的增长。受智能手机用户大规模增长、高品质音乐订阅服务增加以及相关乐迷向正版音乐服务迁移等的影响，流媒体收入将很快超过下载服务收入，成为数字音乐的主要收入来源。

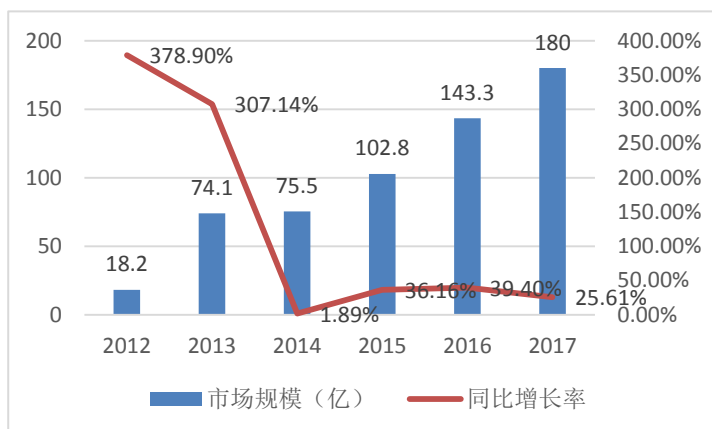
音乐版权保护，随着中国数字音乐市场的成长得到加强。自 2015 年 1 月起，国家接连颁布了多项保护著作权的政策法规，对版权保护力度不断加强，使得整个在线音乐市场越来越趋于规范，也加强了在线音乐竞争的壁垒。据比达咨询数据显示，中国数字音乐市场规模从 2013 年的 74.1 亿元，一直增长到 2017 年的 180 亿元，CAGR24.8%，预计市场将继续保持 25% 左右的增速，有望在 2020 年达到 350 亿元。2018 年 2 月份腾讯和网易在版权局的建议下承诺相互授权，网易云音乐花巨资拿下台湾华研国际的版权。2018 年 3 月 6 日，阿里音乐和网易云音乐达成互相转授权。

图 1：2010-2018 年全球数字音乐行业收入规模及预测



资料来源：IFPI、艾瑞研究院，民生证券研究院

图 2：2012-2017 年中国数字音乐市场规模及增长率



资料来源：比达咨询，民生证券研究院

表 1：版权相关政策法规情况

时间	政策法规	核心内容
1990 年 9 月	《著作权法》第一版	明确版权范围及相关著作人权力。
2002 年 8 月	《中华人民共和国著作权法实施条例》	明确了《著作权法》相关概念的界定及实施细节。
2004 年 12 月	《著作权集体管理条例》	明确著作权管理组织、权利人之间利益分配相关法规。
2009 年 5 月	《广播电台电视台录音制品支付报酬暂行办法》	明确广播电台播发录音制品的收费方法。
2012 年 3 月	《著作权法》修订版草案	将互联网、新媒体明确纳入法律保护范围；加大侵权惩处力度、细化相关仲裁程序；加大对于版权持有人相关收益保护。
2015 年 1 月	《深入实施国家知识产权战略行动计划 2014-2020》	明确提出“努力建设知识产权强国”的新目标；突出问题导向，抓住知识产权运用和保护两大关键进行重点部署。加强版权开发运营；加大版权侵权执法力度。
2015 年 4 月	《关于规范网络转载版权秩序的通知》	鼓励报刊单位和互联网媒体合法、诚信经营，推动建立健全版权合作机制，规范网络转载版权秩序。
2015 年 7 月	《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐的通知》	开展“剑网 2015”专项行动，责令未经授权网络音乐提供商停止服务。

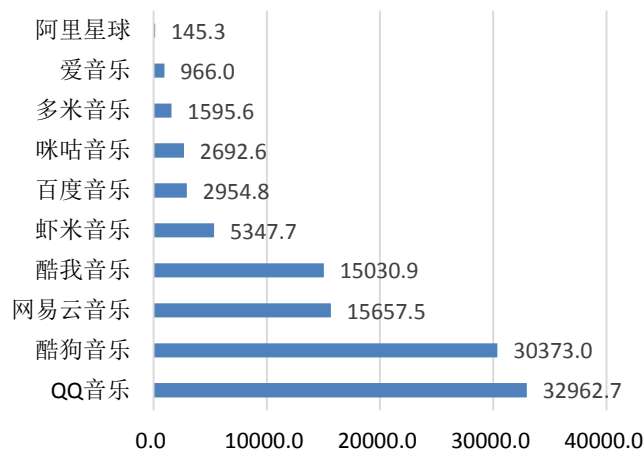
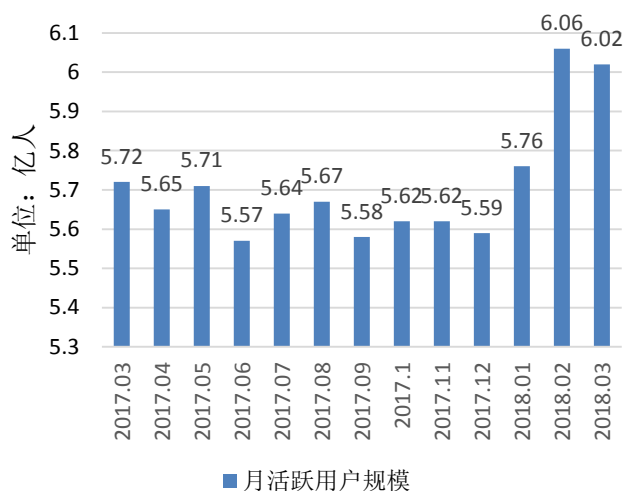
2015 年 11 月	《关于进一步加强和改进网络音乐内容管理工作的通知》	要求要建立网络音乐自审工作流程和责任制度，并严格按照文化部门统一制定的内容审核标准和规范，对拟提供的网络音乐产品进行内容审核，审核通过后方可上线经营。
2015 年 11 月	《关于加强互联网领域侵犯假冒行为治理的意见》	强化对网络文学、音乐、影视、游戏、动漫、软件及包含著作权的标准类作品等重点领域的检测监管，及时发现和查处网络非法转载等各类侵权盗版行为。用 3 年左右时间，有效遏制互联网领域侵权假冒行为。
2015 年 11 月	《中华人民共和国刑法修正案（九）》	增强对著作权保护的重要条款，明确了网络帮助侵权行为的刑事责任。
2015 年 11 月	《关于大力推进我国音乐产业发展的若干意见》	加强版权保护和市场监管。推动《著作权法》的第三次修订，加强对音乐作品特别是数字音乐作品的版权保护，严厉打击未经许可传播音乐作品的侵权盗版行为。
2017 年 10 月		国家版权局要求几大在线音乐平台购买音乐版权应当遵循公平合理原则、符合市场规律和国际惯例，不得哄抬价格、恶性竞价，避免采购独家版权。

资料来源：民生证券研究院整理

中国在线音乐市场持续增长，用户体量进入存量博弈。根据 QuestMobile 数据，截止 2018 年 3 月，在线音乐应用行业月活用户规模已经稳定在 6.02 亿以上，而依据 CNNIC 的数据，截至 2017 年 12 月中国互联网的普及率达到 55.8%，在线音乐应用行业用户的增长已经进入了一个瓶颈期。随着用户规模的增长速度放缓，在线音乐 APP 用户逐渐向头部应用集中，并且在经历了一系列并购后这一趋势更加明显。2017 年上半年，QQ、酷我、酷狗三家品牌音乐正式合并为腾讯音乐娱乐集团；阿里音乐收购线下演唱会票务平台大麦网试图打造“线上音乐 + 线下演唱会票务”的 O2O 模式；网易云音乐则宣布拆分为独立公司，并完成了 A 轮融资。这一系列的并购融资行为，使得国内在线音乐市场寡头化趋势愈加明显。

图 3：2017.3-2018.3 在线音乐 APP 行业月活跃度用户规模

图 4：2018 年 2 月在线音乐 APP 月活跃度用户规模（万）



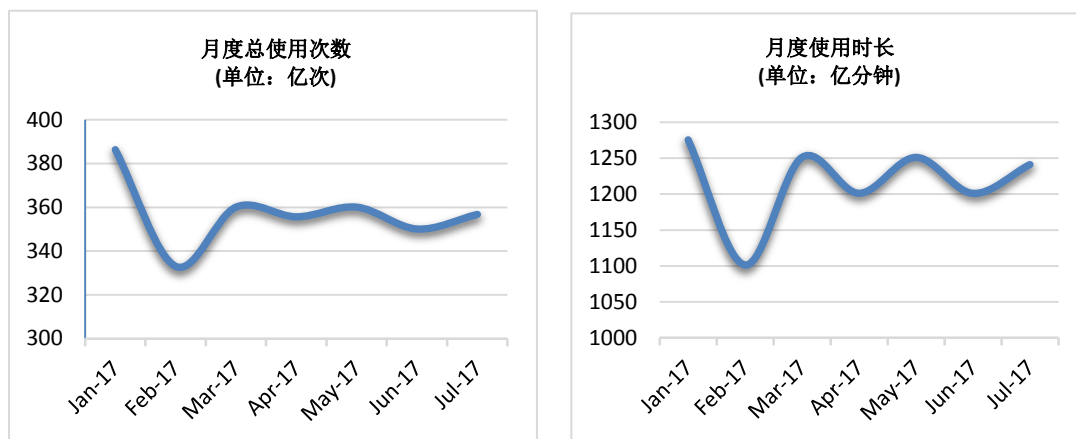
资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

1.2 在线音乐用户粘性稳定发展, 仍存在一定的用户重合度

在线音乐 APP 行业用户数据整体稳定, 用户使用次数和使用时长整体呈现稳定发展。从 2017 年 1-7 月的数据来看, 除了 2017 年用户受春节效应影响以外, 使得当月使用时长有所下降, 其他月份整体保持稳定, 用户平均使用 60 多次、每月使用 220 分钟, 接近四小时。

图 5: 2017 年 1-7 月在线音乐 APP 行业用户月度使用次数和时长



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

在线音乐头部 4 家应用借助用户规模的领先, 其月度总使用次数和使用时长数据也有相当的优势。从月人均单日使用次数、月人均单日使用时长构建的用户粘性竞争格局来看, 各平台之间的差距减小。QQ 音乐、网易云音乐在使用次数方面较优, 虾米音乐、酷狗音乐在使用时长方面表现较好, 酷我音乐的这两个指标都比较均衡, 综合来看, 这几家的用户粘性比较接近。

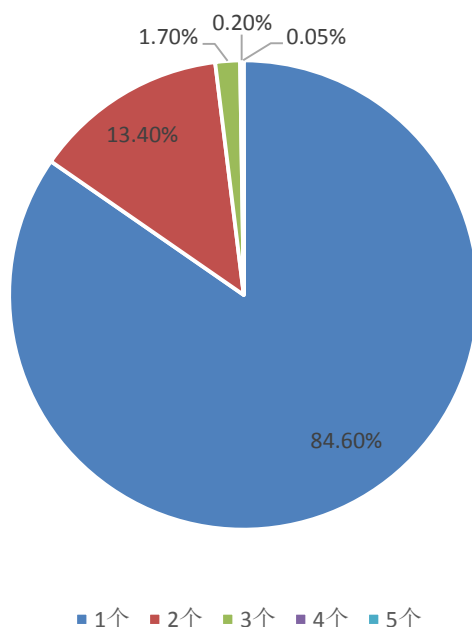
表 2: 2018 年 2 月主要数字音乐 App 用户平均餐次运行时长及启动次数

	用户平均单次运行时长 (分钟)	用户人均启动次数 (次)
咪咕音乐	5.3	2.3
多米音乐	3.4	2.9
百度音乐	3.6	2.0
酷我音乐	2.3	3.3
网易云音乐	4.2	3.7
QQ 音乐	2.8	2.3
虾米音乐	4.8	2.4
酷狗音乐	5.4	2.6

资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

单个在线音乐难以满足部分用户的音乐需求, 在线音乐 APP 存在重叠用户。虽然对于如今大部分用户来说, 单个在线音乐 APP 的曲库就已经基本满足其日常使用需求, 但是对于一部分用户来说一个音乐 APP 并不能包含所有音乐版权, 因此约有 15%, 接近 8000 多万的用户会使用多个音乐 APP。

图 6: 2017 年 7 月在线音乐 APP 行业用户同时使用在线音乐 APP 数量分布



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

对典型 APP 重合用户进行具体分析, 发现隶属于腾讯音乐娱乐集团的酷狗、酷我、QQ 音乐三大应用, 相互之间重合用户较少。三大应用虽有竞争, 但总体呈现出相辅相成的格局。

而与其相反，三大应用与网易音乐之间存在大量重合用户，其中仅 QQ 音乐与网易云音乐的重合用户就接近 1500 万。腾讯音乐旗下的三大应用与网易云音乐构成直接竞争。

表 3：酷狗、酷我、QQ 音乐独立用户数

独占用户比		独占用户比		重合用户数（万）
酷狗音乐	85.00%	酷狗音乐	96.40%	786
QQ 音乐	84.00%	网易云音乐	88.70%	
酷我音乐	85.00%			
			独占用户比	重合用户数（万）
	重合用户总量（万）	QQ 音乐	92.70%	1500
酷狗&酷我	1099.00	网易云音乐	78.50%	
酷狗&QQ	2661.00			
QQ&酷我	965.00			
酷狗&QQ&酷我	407.00			

资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

1.3 用户版权意识初步觉醒，商业变现时机已至

在线音乐平台商业变现时机已至。在线音乐市场用户增长速度逐步放缓，但在线用户已经具备较高的粘性，同时一系列并购下，行业寡头已然崛起。这一市场背景，正向我们传递这样一个信息，即在线音乐变现时机已至。目前中国在线音乐市场的商业模式，依旧处于摸索阶段，市场上的盈利模式主要可以分为三方面，其一是 B2B 模式，其二是 B2C 模式，最后是扶持原创音乐人模式。预计随着在线音乐产业的进一步发展，变现形式会日趋丰富、成熟，在线音乐行业也将走向成熟与可持续发展。

表 4：在线音乐盈利模式对比

在线音乐盈利模式	主要方式	具体盈利模式	典型平台
B2B 盈利模式	唱片公司授权	唱片公司将音乐歌曲卖给在线音乐服务商，服务商利用转授权等方式获取利润。	QQ 音乐
	广告收入	利用用户带来的流量，吸引商家投放广告，获得广告收入。	所有平台
	与游戏商和影视商合作	通过将游戏歌单或影视歌单放在音乐平台上，增长用户关注度。	QQ 音乐

B2C 盈利模式	数字专辑	通过提供高品质的 SQ 无损歌曲，借助在线购买的便捷性和实惠性，以及收听方式方便的特点，获取利润。	QQ 音乐
	单曲付费下载模式	免费收听，付费下载，主打情怀客户。	QQ 音乐、网易云音乐
	会员付费形式	购买会员，可以免费下载一定数量的歌曲，以及享受相关的音乐服务。	QQ 音乐、网易云音乐、虾米音乐
	付费免流量	通过与中国移动等运营商合作，推出在线听歌免流量的方式，对于喜欢在线听音乐的用户，具有较大吸引力。	网易云音乐
	在线直播	将音乐与歌手直播相结合，通过观众给直播歌手打赏获取收入，同时利用歌手直播也给平台带来巨大的流量	酷狗音乐
	O2O 演出门票	通过与音乐现场演出举办方积极合作，推广演出信息，协助用户购买门票，获取收入	QQ 音乐、网易云音乐
	衍生品销售	通过对音乐周边产品的售卖，获取利润回报	酷我音乐
扶持原创音乐人	扶持原创音乐人	通过对原创音乐人的扶持，为平台带来巨大的流量，同时使得模式向产业价值链的上游延伸。	腾讯音乐、网易云音乐、虾米音乐

资料来源：民生证券研究院整理

二、在线音乐行业中，腾讯音乐成为行业领导者

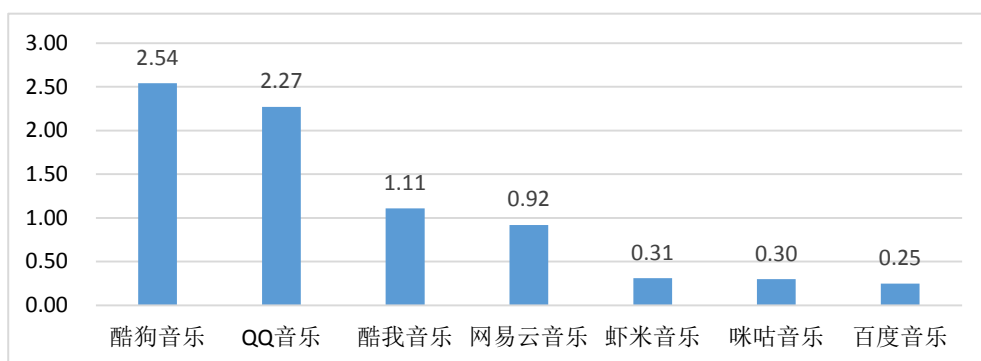
2.1 在线音乐 APP 用户向头部应用集中，已形成三个 MAU 过亿的应用

在线音乐 APP 用户向头部应用集中，据前瞻产业研究院，酷狗音乐和 QQ 音乐 MAU 超过 2 亿，酷我音乐和网易云音乐在 1 亿左右，与其他 APP 逐步拉大差距。对于内部资源的持

续整合仍是目前各家在线音乐平台的首要工作。经历连续并购之后，国内在线音乐市场寡头化趋势已经比较明显。

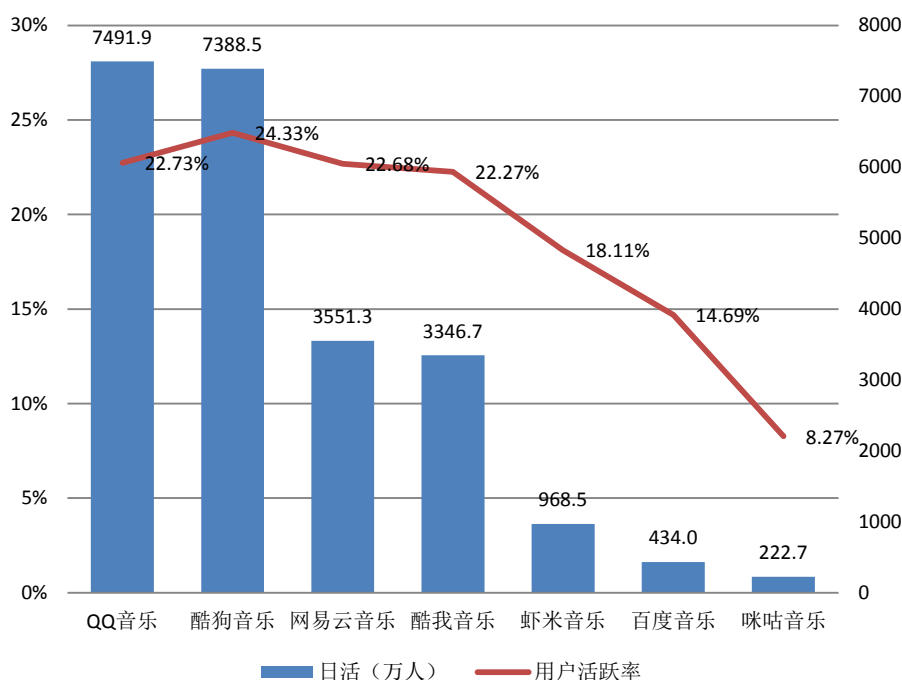
从用户粘性上来看，酷狗音乐、QQ 音乐、网易云音乐、酷我音乐的粘性较强，用户活跃率超过 20%，与其他音乐 APP 相比优势明显。我们认为可能是由于网易云音乐较强的品牌营销和塑造能力，锁定了一批较为忠诚的客户。在线音乐头部应用基于用户规模的优势，通过加强音乐内容、音乐平台的运营，以及产品上的创新能力，极大地提高了用户活跃度和粘性。

图 7：2018 年 Q1 在线音乐 APP 月活跃度用户规模（亿）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图 8：2018 年 2 月主要在线音乐 APP 日活用户数及用户活跃率



资料来源：比达咨询，民生证券研究院

2.2 各大平台特色鲜明，腾讯音乐综合性较强

国内各大数字音乐平台特色差异化。腾讯音乐旗下 3 大平台，即 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐，综合性较强，注重多元化发展，提供多种特色服务。QQ 音乐旨在打造综合性音乐生态，是最早进行正版化音乐布局，也是第一个宣布盈利的音乐平台。酷狗同样重视多元发展，酷我重视打造高品质音乐形象，二者直播业务为主要特色之一。网易云音乐着重发展音乐社交平台与原创音乐平台，也可为用户提供更为精准的个性化音乐推荐。虾米音乐是阿里音乐旗下音乐平台，同样注重原创音乐资源，是国内首家推出离线模式听歌的音乐平台。百度音乐重视发展音乐社交性，曾是国内发展最早、规模最大的数字音乐平台。

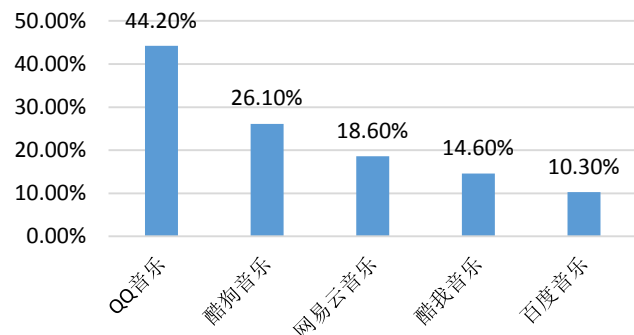
腾讯音乐会员价格虽高，但月活人数、付费人数较高。据各大音乐平台官网数据显示，腾讯旗下音乐平台付费会员费用大致为 15 元/月，而行业竞争者价格相对较低，8-10 元/月。虽然腾讯音乐会员价格较高，但是月活人数、付费人数相对较多。根据 DCCI 数据，截至 2018 年 Q2，QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐月活人数已分别达 32962.7 万人、30373 万人、15030.9 万人，领先于其他音乐 APP。据 DCCI 数据，在 2016-2017 年付费购买音乐内容选择的用户中，有 44.2% 用户选择付费购买 QQ 音乐会员，多于市场其余竞争者。

表 5：六大主流 APP 对比分析

	腾讯音乐			网易云音乐	虾米音乐	百度音乐
	QQ 音乐	酷狗音乐	酷我音乐			
定位	围绕听、看、玩、唱打造音乐生态	听歌、电台、直播、游戏、硬件等多元发展	打造高品质音乐形象	发现与分享的音乐社交平台	打造最了解用户音乐品味的手机音乐客户端	集影视音畅听、音乐社交、明星活动、音乐周边于一身的中国音乐门户
特色服务	数字专辑、演唱会 O2O、音乐综艺、Qplay、DTS 音效	直播	直播	精准个性化推荐	无限播放	智能音效匹配
会员价格	15 元/月	15 元/月	15 元/月	8 元/月	10 元/月	10 元/月
实力背景	最早进行正版化音乐布局，拥有丰富的唱片公司、综艺节目 IP 资源，也是第一个宣布盈利的音乐平台	国内最早音乐播放器之一，有多项国际领先技术	国内最早音乐播放器之一	主打发现与分享，近年发展较快	国内首家推出离线模式听歌的音乐平台	曾是国内发展最早、规模最大的数字音乐平台
2018 年 Q2 月活人数	32962.7 万人	30373.0 万人	15030.9 万人	15657.5 万人	5347.7 万人	2954.8 万人

资料来源：DCCI：2016-2017 年中国数字音乐平台价值研究报告，运营商世界网、民生证券研究院

图 9：中国用户 2016-2017 年付费购买音乐内容选择的音乐平台



资料来源：DCCI 数字音乐研究报告，民生证券研究院

2.3 腾讯音乐版权资源丰富，竞争优势明显

腾讯音乐版权资源丰富。腾讯音乐娱乐集团华语版权资源有包括杰威尔音乐、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、王力宏工作室、李宇春工作室等。欧美资源包括环球音乐、华纳音乐、索尼音乐。日韩资源有 YG、CUBE、LOEN、CJ、BUGS 等。2014 年至 2016 年，腾讯音乐旗下 QQ 音乐同国内热门音乐综艺节目平台进行合作，包括我是歌手、中国梦之声、中国好声音、跨界歌王等热门节目。腾讯音乐丰富的版权资源将满足使用者多种听歌需求，有利于腾讯音乐提升竞争优势。

腾讯音乐行业内竞争对手合作版权资源相对较少。阿里音乐华语资源版权有滚石音乐、相信音乐、华研音乐、寰亚唱片等；欧美资源有 BMG-贝图斯曼；日韩资源有 SM。网易云音乐拥有天娱传媒、Kobalt Music、KKbox、日本爱贝克思等资源。市场其他竞争对手，如千千音乐（原百度音乐）、咪咕音乐、多米音乐等音乐平台版权资源更加匮乏。相对匮乏的音乐资源将使腾讯音乐业内竞争对手优势减少，因而未来市场格局将有利于腾讯音乐。

表 6：2014-2016 年国内音乐综艺节目平台合作情况

年份	节目名称	音乐平台
2014	我是歌手（第二季）	QQ 音乐
	中国梦之声（第二季）	QQ 音乐
	中国好歌曲（第一季）	多平台
	中国好声音（第三季）	阿里音乐
	最美和声（第二季）	QQ 音乐
2015	我是歌手（第三季）	QQ 音乐
	中国好歌曲（第二季）	QQ 音乐

	中国好声音（第四季）	QQ 音乐
	蒙面歌王	海洋音乐
	最美和声（第三季）	阿里音乐
	中国之星	QQ 音乐
	唱游天下	QQ 音乐
	隐藏的歌手	QQ 音乐/海洋音乐
2016	我是歌手（第四季）	多平台
	中国好歌曲（第三季）	QQ 音乐
	我想和你唱	海洋音乐
	跨界歌王	QQ 音乐
	谁是大歌神	QQ 音乐
	2016 好声音	QQ 音乐

资料来源：Enbase 艺恩娱乐决策智库，民生证券研究院

腾讯音乐通过版权合作扩大资源版图。2017 年 9 月，腾讯音乐与阿里音乐版权合作。腾讯音乐将独家代理的环球、华纳、索尼全球三大唱片公司与 YG 娱乐、杰威尔音乐、LOEN 等版权资源转授至阿里音乐，同时，阿里音乐将独家代理的滚石、华研、相信、寰亚等音乐版权也转授给了腾讯音乐。版权资源合作将扩大腾讯音乐资源版图，有助于提高使用者满意度。

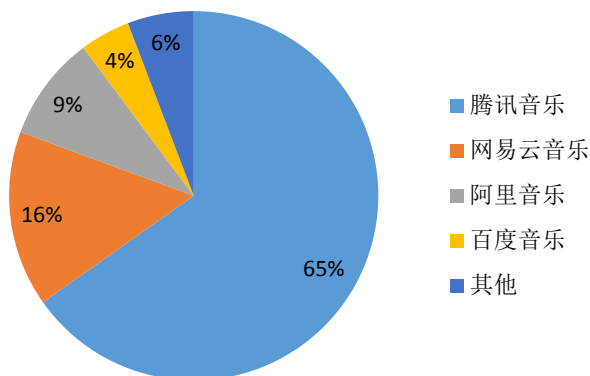
腾讯音乐通过“原创音乐人扶持计划”吸收原创音乐资源。2017 年，腾讯音乐推出“原创音乐人计划”，通过旗下含 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐在内的六大平台推广原创音乐，旨在打造一个覆盖范围最广、内容最全面、最大化解解决音乐人及用户需求的原创音乐开放平台。据腾讯音乐方面数据显示，腾讯音乐人平台已吸引 4 万以上原创音乐人入驻，总上传作品数 11 万，全平台月播放量达 10 亿次。

2.4 多维数据对比彰显腾讯音乐霸主地位

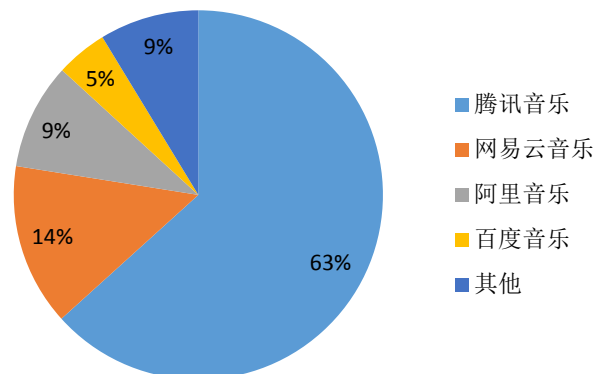
腾讯音乐已占据在线音乐市场六成以上份额。2017 年在线音乐平台下载量市场份额中，腾讯音乐具有绝对优势，以 65% 的市场份额领先于其他竞争者。2017 年在线试听市场份额中，腾讯音乐市场份额仍在 60% 以上，远远超出市场其余竞争者。

图 10：2017 年在线音乐平台下载量市场份额

图 11：2017 年在线音乐平台在线试听量市场份额



资料来源：比达咨询，民生证券研究院

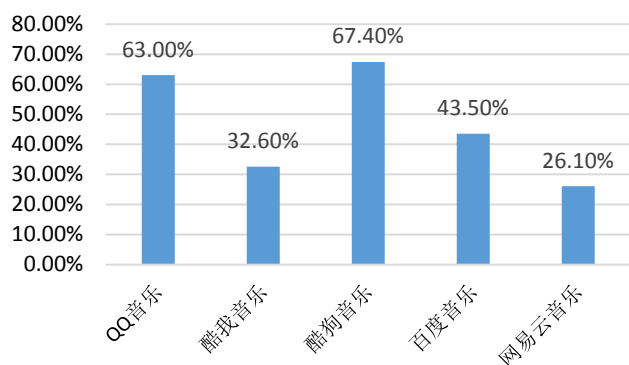


资料来源：比达咨询，民生证券研究院

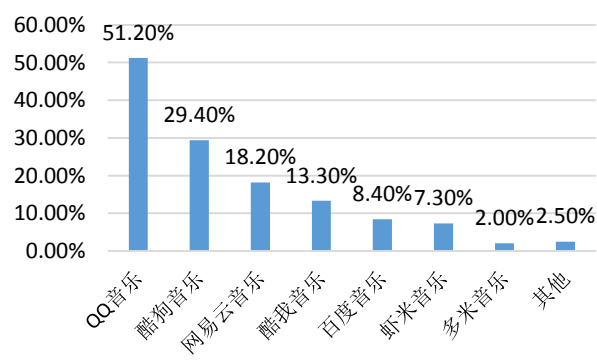
酷狗音乐、QQ 音乐均覆盖 6 成以上的听歌场景，远高于其他平台。百度音乐覆盖近 40% 听歌场景，而网易云音乐仅覆盖 26% 的场景。据 DCCI 数字音乐研究报告，中国用户对 QQ 音乐推广活动的关注度较高，超过 50%，网易云音乐、百度音乐等竞争者呈明显劣势。

图 12: 2016-2017 年中国主流数字音乐平台场景渗透对比

图 13: 2016-2017 年中国用户对数字音乐相关推广活动关注度



资料来源：DCCI 数字音乐研究报告，民生证券研究院

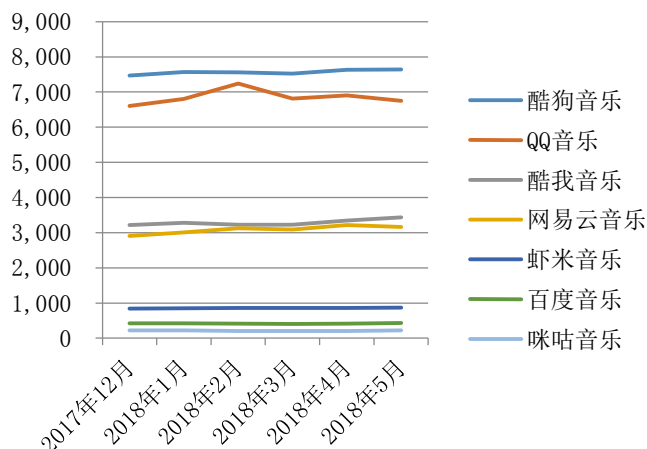


资料来源：DCCI 数字音乐研究报告，民生证券研究院

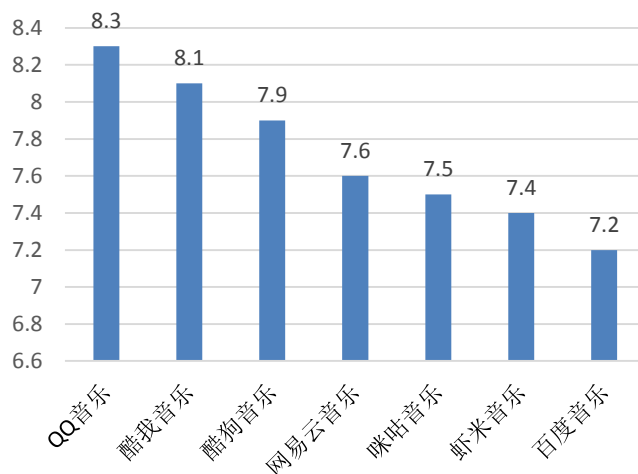
日均独立设备数在行业中领先。2017 年 12 月至 2018 年 5 月，各网络音乐平台日均独立设备数变化较为稳定。酷狗音乐保持第一，QQ 音乐略少于其数量，保持第二，远高于其余平台。用户满意度方面，QQ 音乐与酷狗音乐仍优势明显，较高的满意度有利于腾讯音乐保持业内领先地位。

图 14: 2017-2018 年各大 APP 活跃设备数对比（万台）

图 15: 2018Q1 中国手机音乐客户端用户满意度调查



资料来源：艾瑞研究院，民生证券研究院



资料来源：中国新闻网，民生证券研究院

2.5 低龄增量用户偏好 QQ 音乐，腾讯音乐市占率或将提高

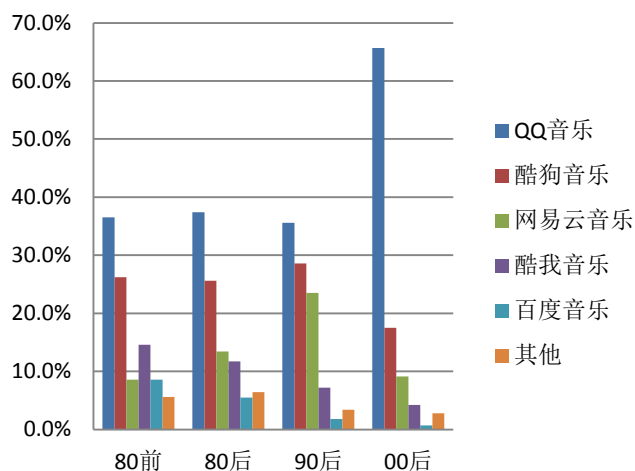
00 后人群偏好 QQ 音乐比例远超其余 APP，未来增量用户视角来看腾讯音乐市占率有望继续提高。据《DCCI: 2016-2017 年中国数字音乐平台价值研究报告》，00 后用户喜爱 QQ 音乐的比例超过 60%。若将 12 岁定义为“可进行自主娱乐消费”的年龄，意味着未来在线音乐市场中，年龄达到 12 岁的增量用户中选择腾讯音乐的用户更多，市占率有望继续提升。

QQ 音乐通过多种形式吸引 00 后客户群体，海量个性皮肤、歌词海报可供选择，充分满足了 00 后的表达欲望；丰富种类曲风，海量歌曲曲库，满足 00 后多元化听歌需求；跨界合作娱乐 IP，网罗热播剧集 OST，更加符合 00 后音乐口味。

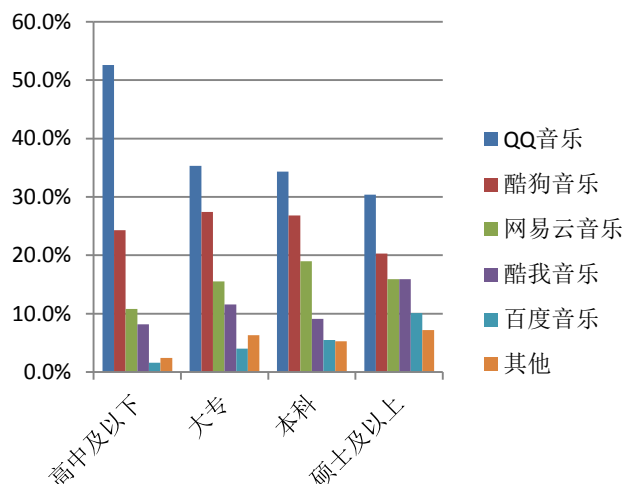
网易云音乐受高学历、高收入人群用户青睐。虽然 QQ 音乐在绝对数上领先，但是数据显示用户学历越高（本科、硕士及以上）、收入越高，喜爱网易云音乐的比例越高。高收入人群使用腾讯音乐也相对较多，随着人均收入的提高、高收入人群的增多，腾讯音乐或将占据更多市场份额，有利于形成行业垄断，提升定价能力。

图 16: 2016-2017 年中国用户最常使用的数字音乐平台 (年龄)

图 17: 2016-2017 年中国用户最常使用的数字音乐平台 (学历)

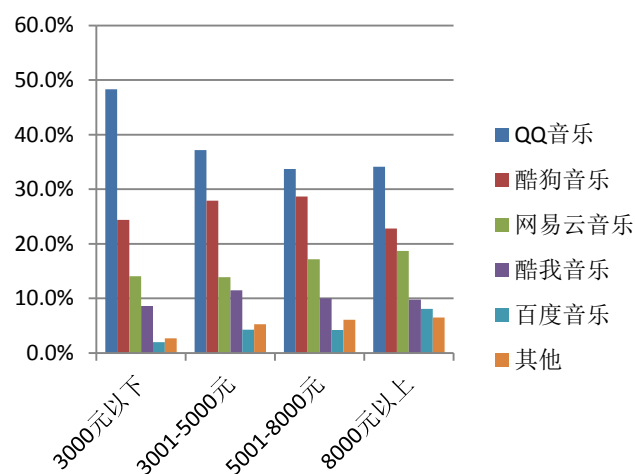


资料来源：DCCI：2016-2017 年中国数字音乐平台价值研究报告，民生证券研究院



资料来源：DCCI：2016-2017 年中国数字音乐平台价值研究报告，民生证券研究院

图 18：2016-2017 年中国用户最常使用的数字音乐平台



资料来源：DCCI：2016-2017 年中国数字音乐平台价值研究报告，民生证券研究院

三、行业领军者腾讯音乐多维度深度解读

3.1 腾讯音乐引领音乐潮流，拟融资 10 亿美元进行 IPO

QQ 音乐一直以来是全国各方面领先的音乐平台。QQ 音乐的推出时间为 2005 年 2 月 2 日，是腾讯公司推出的互联网领域的正版数字音乐服务的网络平台，向广大用户提供方便流畅的在线音乐和丰富多彩的音乐社区服务。2016 年 7 月 15 日，腾讯把旗下的 QQ 音乐业务与旗下包括酷我、酷狗两家企业的中国音乐集团进行合并，通过资产置换股权成为新的音乐集团之

大股东，为上市打下基石。据 4 月 18 日胡润研究院发布《2018 第一季度胡润大中华区独角兽指数》，首季度大中华区新发现 33 家独角兽企业中，腾讯音乐以 1500 亿元人民币的估值领先，计划 2018 年融资 10 亿美金进行 IPO。

表 7：腾讯音乐信息简介

公司名称	腾讯音乐娱乐集团
所属行业	文化娱乐
第一大股东	腾讯
掌门人	汤道生
总部	深圳
部分投资机构	红杉资本

资料来源：独角兽指数，民生证券研究院

表 8：2018 第一季度胡润大中华区独角兽指数排行榜（亿元）

	企业名称	企业估值范围
1	蚂蚁金服	4000+
2	滴滴出行	3000+
2	小米	3000+
4	新美大	2000+
4	今日头条	2000+
6	腾讯音乐	1500+

资料来源：胡润研究院，民生证券研究院

3.2 QQ 音乐不断完善独家模式，腾讯音乐娱乐集团以 300 亿美金估值走上前台

QQ 音乐在线用户数突破 100 万。QQ 音乐正式成立于 2003 年，2007 年进行全新改版，采用播放工具+音乐库的产品结构，为 QQ 音乐提供海量音乐搜索。2007 年 9 月，QQ 音乐在线用户数突破 100 万，是其取得重大突破的时刻，标志着 QQ 音乐进入了一个良好的开始。

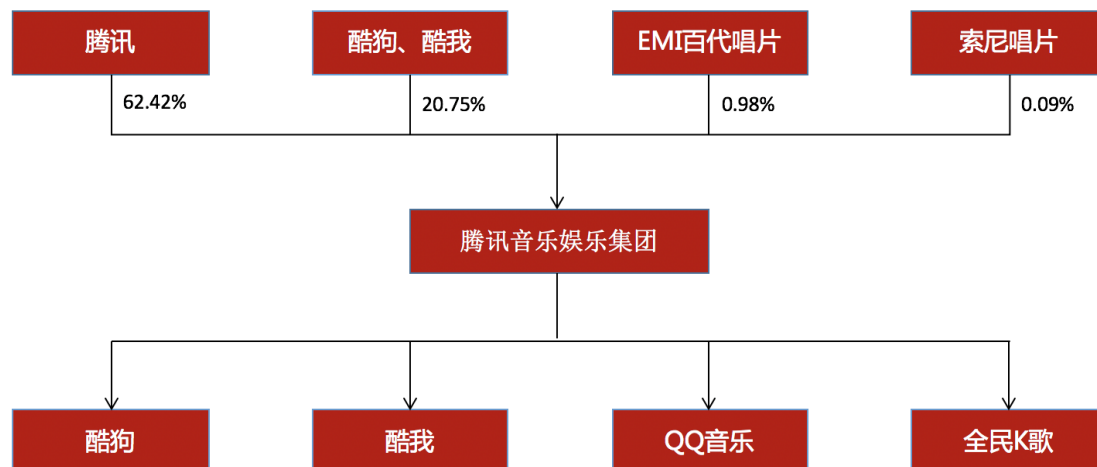
QQ 音乐不断完善独家模式，欲实现利益最大化。在内容上，QQ 音乐先后与华纳音乐、韩国 YG 娱乐、索尼音乐等国际知名公司达成独家版权战略合作，与《我是歌手》《中国好歌曲》《中国梦之声》《最美和声》等国内多档标杆性音乐栏目达成独家合作。此外，QQ 音乐不断丰富“绿钻”营收体系之外的音乐增值内容，致力于开展独家线下活动，建立音乐线上线下产业合作（O2O）生态圈，提供更为多元化的音乐服务。

腾讯音乐集团正式整合 QQ 音乐、酷狗音乐以及酷我音乐，公司估值已达 300 亿美元。2016 年，QQ 音乐与中国音乐集团合并为腾讯音乐娱乐集团，并于 2017 年与中国音乐集团整合成立新音乐集团，更名为腾讯音乐娱乐集团。腾讯音乐娱乐集团已聘请高盛、摩根斯坦利及美银美林，为今年年底赴美上市做准备，公司的估值已达 300 亿美元。

3.3 腾讯音乐娱乐集团股权结构集中

腾讯音乐股权相对集中，股权结构较为清晰。截止 2016 年 12 月 31 日，腾讯集团的总股本为 2,545,234,662 股，其中腾讯作为腾讯音乐娱乐集团的大股东，持股 62.42%，酷狗、酷我等创始股东持股为 20.75%，EMI 百代唱片持股 0.98%，索尼唱片持股为 0.09%，另有一些基金持股。公司股权的相对集中，股权结构的清晰，为腾讯音乐未来上市奠定了坚实的基础。

图 19：腾讯音乐股东持股明细（截至 2016 年 12 月 31 日）

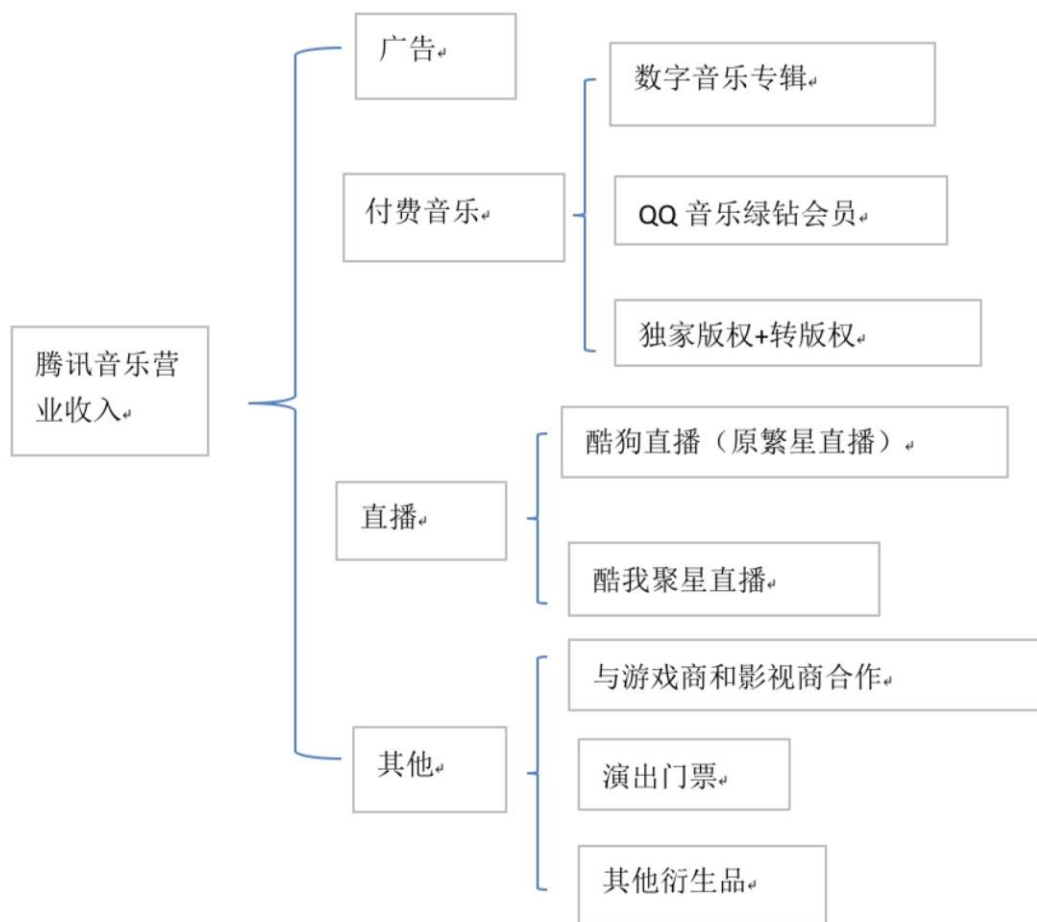


资料来源：民生证券研究院整理

3.4 集团营收结构呈现多样性，矩阵式布局打造生态链条

直播收入是腾讯音乐的重要营收来源。腾讯音乐主要收入来源包括旗下三大音乐播放平台：QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐以及全民 K 歌所提供的直播、付费音乐和广告业务。据雷帝网报道，截至 2017 年 3 月，腾讯音乐数字专辑销售额已达 12 亿、付费会员达 20 亿，QQ 音乐付费绿钻用户累计达 1.2 亿人。

图 20：腾讯音乐收入结构



资料来源：民生证券研究院整理

酷狗打造特色音乐直播平台，保障优质流量。不同于传统直播平台依靠头部大主播引流，赚取打赏、礼物费用，酷狗直播近年在大力推广其数字专辑业务，完成从原创音乐版权、音乐直播到数字专辑发行的优质内容产业链的构建。根据凤凰网科技数据，酷狗直播在 2017 年已帮助 295 位入驻的直播歌手发行 702 张付费音乐专辑，创下了 2.2 亿元的营收，并且在 2018 年计划实现 5 亿数字专辑收入。酷狗直播的营收离不开头部大主播的贡献，这些直播歌手在酷狗直播上的收入来源最主要的是礼物打赏。目前酷狗直播平台与主播的分成比是 6: 4，头部大主播蒋雪儿在直播 90 分钟内就创造 17.8 万元的专辑销售额，方雨晨的直播营收间已达 60 万元/月，赵蕾蕾于 2017 年 7 月就实现了 65 万元的数字专辑销售额。

酷狗直播未来增长空间巨大。参看同行业上市公司虎牙直播数据，截至 2018 年 Q1，月活跃用户数是 9290 万人，是酷狗直播的 2.32 倍。其注册用户却少于酷狗直播，只有 2 亿，而酷狗直播的注册用户数高达 3.5 亿，为酷狗直播未来提高月活打下基础。

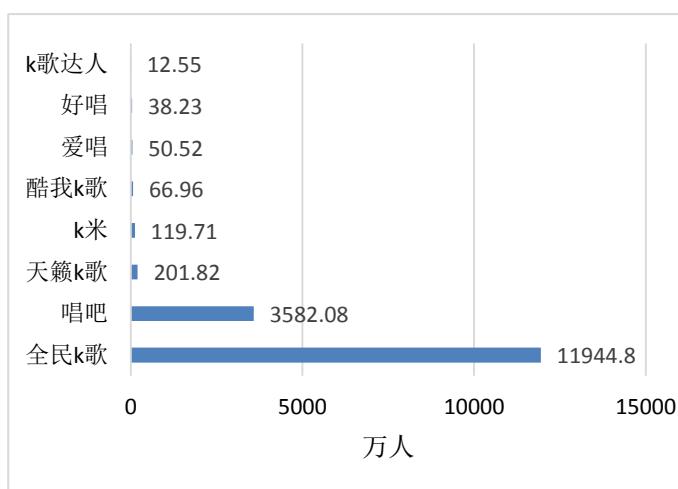
表 9：2018Q1 酷狗直播对标虎牙直播（万人）

对标虎牙	月活跃用户规模	注册用户数	付费用户数	月活跃主播	注册主播数
虎牙直播	9290	20000	340	66	
酷狗直播	4000	35000			

资料来源: wind 数据库, 音乐财经, 民生证券研究院

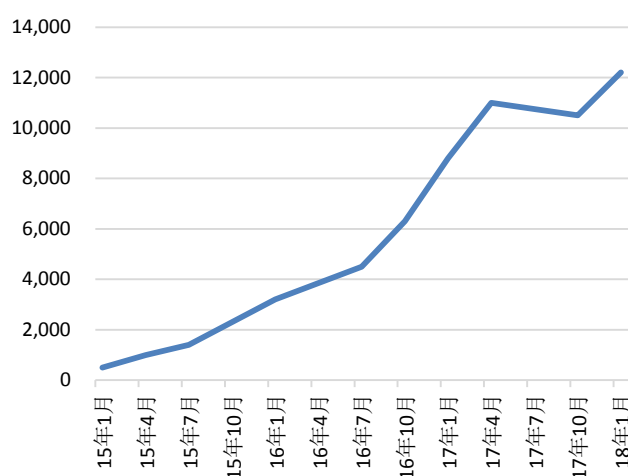
全民 K 歌领跑 K 歌类 APP 月活用户数。据搜狐科技数据, 全民 K 歌目前拥有 4.6 亿注册用户, 75% 的用户月度留存率。根据易观千帆数据, 2017 年 12 月移动 K 歌类 APP 月活跃用户数方面, 全民 K 歌以 11944.8 万人的月活跃用户数排名第一, 唱吧以 3582.08 万人的月活跃用户数紧随第二。根据易观千帆指数, 2018 年 2 月全民 K 歌 APP 月活规模已达 12585.8 万, 启动次数 484530.02 万次, 使用时长 47904.24 万小时。从 APP 月活跃用户数及月活规模看, 全民 K 歌都处于行业领先地位。

图 21: 2017 年 12 月主要移动 K 歌类 APP 月活跃用户数



资料来源: 易观千帆, 民生证券研究院

图 22: 全民 K 歌 2015 年 1 月-2018 年 2 月活跃人数趋势 (万人)



资料来源: 易观千帆, 民生证券研究院

全民 K 歌通过直播业务多元化创收。根据时代财经数据, 直播间每次近 3 分钟的斗歌, 以粉丝礼物打赏决定胜负, 礼物总价值超过 10 万 K 币 (全民 K 歌虚拟货币), 折合人民币为 1 万元。根据平台与主播 7:3 比例分成, 全民 K 歌在其中可以拿到 7000 元。全民 K 歌还在直播中挖掘并签约人气歌手, 为其进行定位包装, 发行数字专辑, 进而实现内容付费。此外, 全民 K 歌还可以在增值服务、网络广告、硬件增值方面通过多元化的方式获取收入。

表 10: 全民 K 歌盈利方式

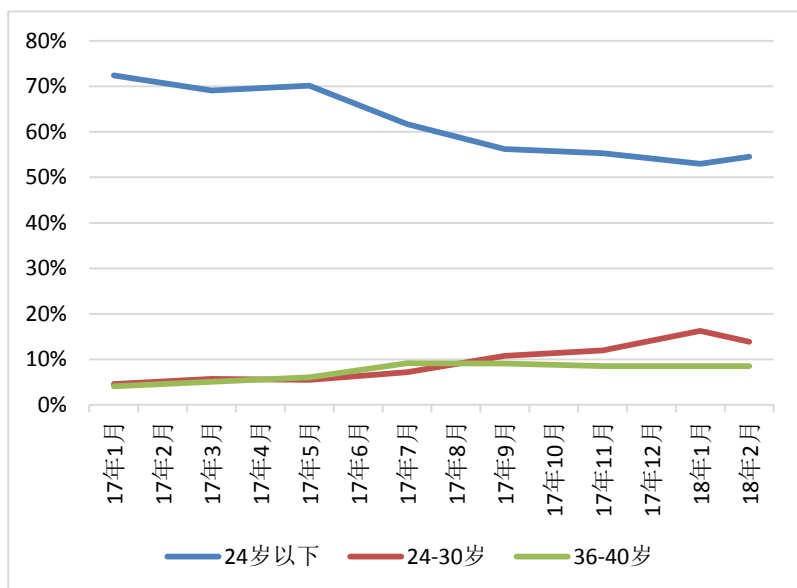
	直播收入	虚拟物品	网络广告	会员商城	线下 KTV	硬件增值	流量包服务
全民 K 歌	✓	✓	✓				

资料来源: 民生证券研究院整理

全民 K 歌用户年龄层上浮, 年龄结构趋向均衡。根据易观千帆数据, 截至 2018 年 2 月, 全民 K 歌 24 岁以下用户占比 54.5%, 24 岁到 30 岁用户占比为 13.9%, 而 36 到 40 岁用户占比仅为 8.5%。虽然目前年轻人所占比例超过 50%, 年轻人群是全民 K 歌的主要使用群体, 但从用户年龄分布趋势上看, 24 岁以下年轻群体从 2017 年 1 月的 72.4% 下降到 2018 年 2 月的 54.5%, 而 24 岁到 30 岁的年龄段占比则增加了 9.3%, 36 岁到 40 岁的年龄段占比增长了 4.4%。

在伴随用户成长的基础上，全民 K 歌的用户年龄层逐渐上浮且趋于均衡，24 岁到 30 岁年龄群体是全民 K 歌未来主要潜在目标群体。

图 23：2017 年 1 月-2018 年 2 月全民 K 歌用户年龄分布趋势



资料来源：易观千帆，民生证券研究院

全民 K 歌最大的核心优势在于 QQ 和微信所积累的社交沉淀，这意味着全民 K 歌可以维持较高的用户黏性，用户可以随手把翻唱歌曲丢进各种群，求点赞、送花、送礼品。清晰的商业模式使全民 K 歌具备强大的核心竞争力，未来的发展也势必更有前景。

3.5 数字音乐平台成本主要来自于版权费用、管理运营成本

版权费用主要以三种方式计算。以 QQ 音乐为例，一般而言，QQ 音乐会以广告和绿钻的收入总和为基数，并按照唱片公司所占每月用户试听和下载份额与之分账。除此之外，QQ 音乐对唱片公司过去一年在曲库里的市场份额进行评估，并根据过去一年的分成比例对唱片公司支付保底金。QQ 音乐也会通过一笔购入买断的方式购买版权。

版权费用高昂，部分平台难以支付。根据北京商报，腾讯已收购了 23 家独家版权，费用高达十几亿元。2015 年，某一个国内新型唱片公司曾与一家平台达成独家版权协议，300 首歌曲版权费高达 2000 万元，大约六七万元一首。据运营商世界网，2017 年 5 月，腾讯以 3.5 亿美元现金加 1 亿美元股权的价格获得环球音乐独家版权。据百略网，网易云音乐花费 2000 万元获得朴树单张专辑的独家版权。多米音乐无力支付高额版权费用，2018 年 2 月宣布停运，无限期停止音乐服务。

管理运营成本也是数字音乐平台主要成本之一。以 QQ 音乐为例，QQ 音乐由于其用户数量大、曲库数量多、业务内容丰富且需求量较大，管理和运营这样一个同时在线人数超过 1000 万、曲库数量超过 100 万且基本囊括了所有音乐类型的产品的成本较高，远远高于一般网络音

乐平台。

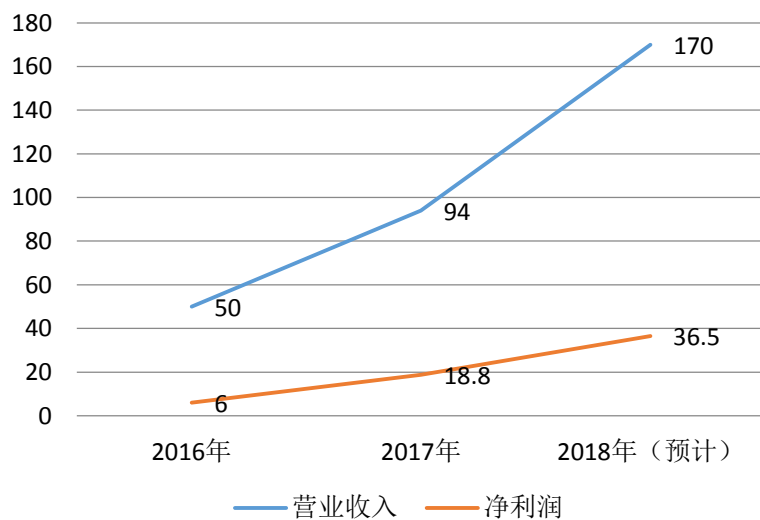
营销费用未来或将提高。据中国产业信息网，中国大陆智能手机出货量呈下降趋势，这意味着移动互联网红利迎来终结，市场开始从增量市场变为存量市场，新用户获取将会变难、营销费用或将提高。

3.6 前景光明，公司业绩稳步上升

腾讯音乐占据在线音乐行业领先地位。腾讯音乐占据在线音乐市场主要地位。随着 2015 年 7 月，国家发布《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》使得在线音乐版权得到前所未有的关注。并且这一政策的出台也加速了在线音乐市场的并购风潮，促使 2016 年 QQ 音乐与中国音乐集团进行合并，成立腾讯音乐娱乐集团，至此酷狗、酷我、QQ 音乐三大播放器归为一家。

营收与净利润逐年增长，业绩大幅提升。根据 21 世纪网显示，经历过合并之后的腾讯音乐，其 2016 年营业收入近 50 亿元，其净利润近 6 亿元；2017 年其营业收入超过 94 亿元，净利润超过 18.8 亿元；预计 2018 年其营业收入将超过 170 亿元，净利润达到 36.5 亿元。QQ 音乐与中国音乐集团的合并，使得腾讯音乐娱乐集团在在线音乐市场中拥有相当程度的优势，未来腾讯音乐的业绩有望不断创新高。

图 24：2016-2018 年腾讯音乐营收及净利润趋势（亿元）



资料来源：民生证券研究院整理

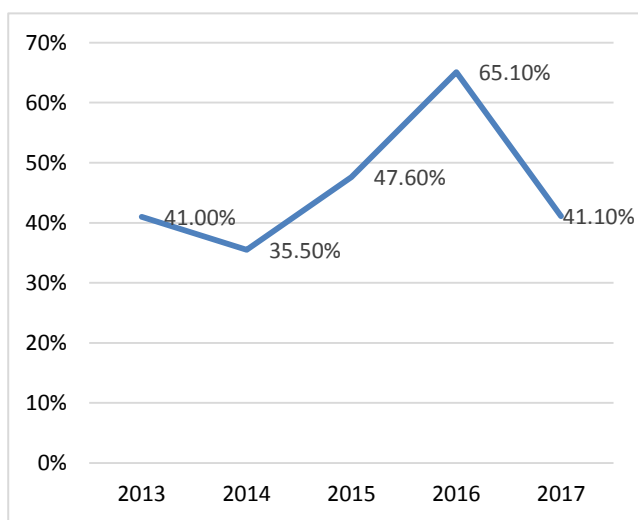
四、在线音乐海外发展：行业头部流媒体公司表现强劲

4.1 全球数字音乐占比高达 54%，海外流媒体音乐市场表现优异

全球数字音乐市场发展强劲，流媒体音乐成为领头军。根据国际唱片协会（IFPI）发布的

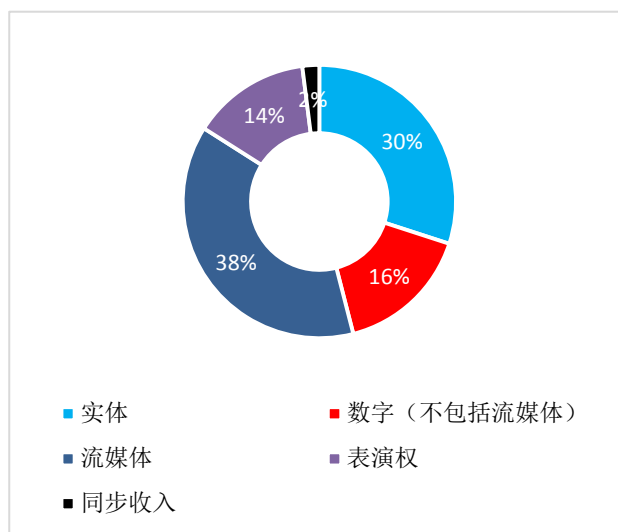
《2018 全球音乐报告》，2017 年全球全球录制音乐市场同比增长 8.1%，行业总收入达到 173 亿美元；其中，流媒体收入同比增长 41.1%，首次成为最大收入来源。受益于音乐用户对流媒体的推崇，尤其是对付费订阅类音频流媒体的普遍支持，2017 年数字收入在全球录制音乐市场总收入中的占比高达 54%，这也是数字收入首次占比达到总收入的一半以上。在整体数字音乐部分，44.8% 的数字音乐收益，来自于流媒体的付费订阅，30.1% 的收益来自于单曲 / 专辑下载，仅仅 6.6% 的收益来自于流媒体广告。

图 25：2013-2017 年流媒体的同比增长统计



资料来源：国际唱片协会，民生证券研究院

图 26：2017 年全球录制音乐收入的细分



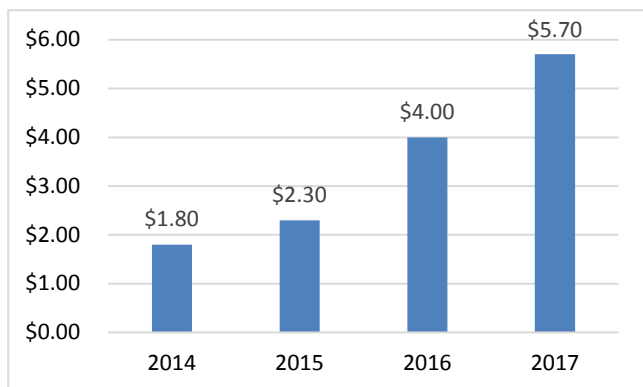
资料来源：国际唱片协会，民生证券研究院

腾讯音乐对接国际巨头，欲跻身全球音乐主力市场。腾讯音乐娱乐已手握多家唱片公司的独家版权，包括华纳、索尼、JVR、福茂、YG 等，平台正版曲库超 1500 万首。QQ 音乐在 2017 年 9 月的“Music Matters”音乐论坛中，作为唯一受邀内地数字音乐平台参与其中，与华纳、索尼等唱片公司探讨数字音乐产业的现状和变革。某种程度上看出，腾讯音乐娱乐是第一个把中国数字音乐带到了国际舞台上。另一方面之所以这些国际音乐权威盛会向它抛出橄榄枝，也源于国际市场也嗅到了国内数字音乐市场的巨大蛋糕与潜质。当然，这也是中国数字音乐产业开始跻身全球音乐主力市场的信号。

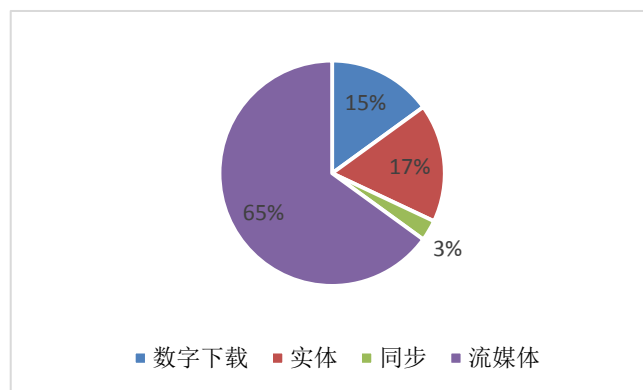
欧美市场占据流媒体优势，新兴市场极具潜力。以美国为例，根据中国互联网数据咨询中心数据，流媒体音乐平台的收入占整体行业收入的 65%，实体和数字下载带来的收入分别占比 17% 和 15%，Spotify 和苹果主宰的线上付费流媒体业务的收入同比增长 63% 至 41 亿美元，成为行业主要收入来源。2017 年，北美地区仍是流媒体市场的主导者，其数字收入占总收入的四分之三 (75%)，流媒体增长了 49.8%。欧洲地区，德国、英国和法国的流媒体收入均有所增长（分别为 46.2%、41.1% 和 24.1%）。亚洲区域，印度、韩国和菲律宾等流媒体收入分别增长 60.8%、47.0% 和 24.3%，这些新兴市场发展空间巨大。

图 27：2014-2017 年美国流媒体音乐收入情况 (\$ billion)

图 28：2017 年美国音乐行业收入统计



资料来源：中国互联网数据资讯中心，民生证券研究院



资料来源：中国互联网数据资讯中心，民生证券研究院

图 29：2017 年十大音乐市场

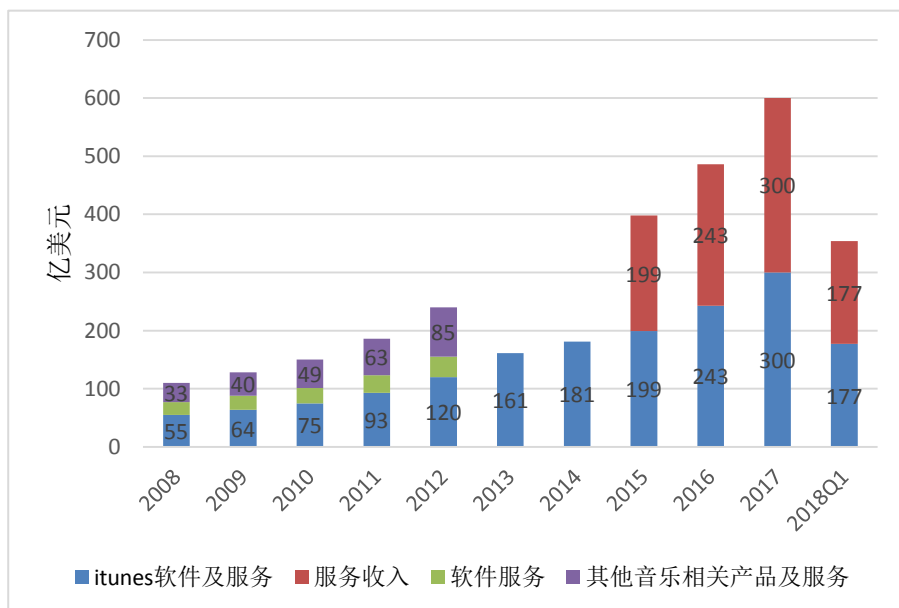

资料来源：国际唱片协会，民生证券研究院

4.2 iTunes 改版 12 次，市场份额减至 20%~35%

iTunes 是早年美国市场的领先者。截至目前，iTunes 从技术到音乐质量上不断改版了 12 次。2003 年，iTunes 率先采取单曲付费下载模式，并由苹果公司向唱片公司支付版费，再向消费者收取每首 99 美分的下载费用，此种模式实现了唱片公司、音乐商店和消费者三赢的局面。根据美国市场研究公司 NPD 的数据，截至 2008 年，iTunes 销售额已达 33.4 亿美元，相比 2006 年增加 8.4 亿美元，成为全美排名第一的娱乐“八音盒”。2008 年全美购买音乐的消费者中，87% 都曾使用过 iTunes 下载音乐。

iTunes 市场份额不断缩减。据华尔街日报数据，iTunes 在 2017 年的市场份额已减少到 20%~35% 之间，而在 2012 年市场份额却超 50%。根据 wind 相关数据，由 iTunes 软件及服务所带来的营业收入由 2008 年的 33 亿美元增长到 2012 年的 85 亿美元，但自 2012 年以后，这一项并未产生任何营业收入。

图 30：2008-2018Q1 苹果公司主营构成

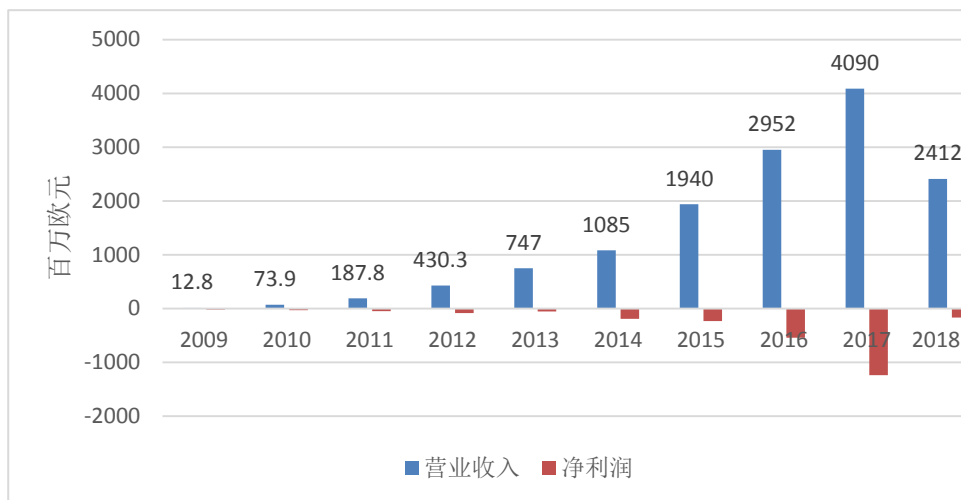


资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 Spotify 付费用户数已达 7100 万，快速增长未转化直观利润

Spotify 在两年内融资 8500 多万美元，2011 年与 Facebook 达成正式合作。Spotify 在 2006-2008 年短短两年时间内，为 A、B 两轮融资筹集到 8500 多万美元资金，并将早期大部分资金投入高级人才招聘中。2011 年，Spotify 先后与美国一些最大的品牌包括可口可乐、摩托罗拉、雪碧在内的公司进行合作，利用合作伙伴的流量使得品牌知名度大幅提升；同年，Spotify 与 Facebook 达成正式合作关系，成为 Facebook 的官方音乐播放器。根据雷锋网数据显示，达成合作后 4 天内，Spotify 新增用户就达 100 万，足以看出 Facebook 对 Spotify 吸引新用户至关重要。

图 31：2009-2018Q1 Spotify 营收及净利润数据



资料来源: wind, 民生证券研究院

据 Yahoo Finance, 截至 2017 年底, Spotify 的付费用户数已达 7100 万。作为全球最大的点播订阅流媒体服务, Spotify 从 2008 年在瑞典成立以来就一直快速发展, 率先抢占了音乐流媒体这一赛道。在营业收入上, Spotify 的营业收入在近三年都领先于腾讯音乐。据 yahoo finance, 2018 年 Spotify 的预计营业收入就达到了 442 亿人民币, 远超腾讯音乐的 170 亿人民币。

Spotify 2016-2017 年连续两年亏损严重, 版权费、营销费用是其主要成本支出。根据万得数据库, 2015 年 Spotify 营收 19.4 亿欧元, 但亏损达 2.3 亿欧元。根据搜狐数据显示, 2015 年 Spotify 仅支付给唱片公司的音乐版权授权费就占了总收入的 85%, 过重的版权费是 Spotify 亏损的主要原因。2016 年 Spotify 的营业收入已达 29.52 亿欧元, 同比增长 52.16%, 但 2016 年却继续亏损达 5.39 亿欧元。搜狐数据显示, 2016 年 Spotify 在全球的营销支出达 4.63 亿美元, 占其总支出的大头。根据百家号数据, 2017 年 Spotify 的运营成本显著增长, 主要是由于融资成本从 2016 年的 3.36 亿欧元增加到了 2017 年的 9.74 亿欧元, 这项巨大的支出使得 Spotify 净亏损严重。虽然 2016-2017 年该公司接连亏损两年, 但随着规模效应的凸显, 在 2018Q1 公司已经显著减少亏损, 有望进入获利期。

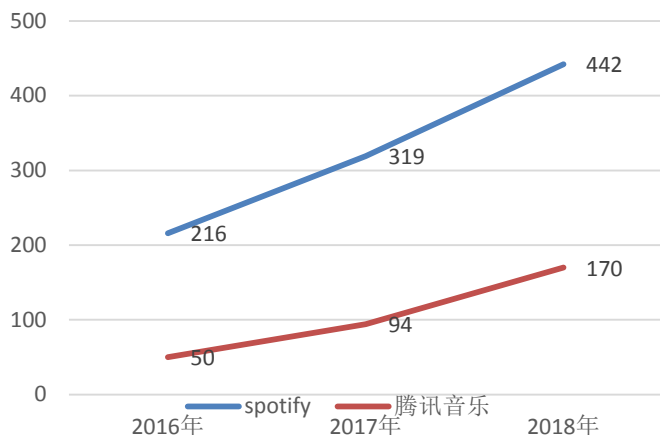
图 32: 2015-2018H1 Spotify 财务数据

财务数据	来源：wind				
单位：EUR in thousands					
利润表数据	2018.6.30(中报)	2018.3.31 (季报)	2017.12.31	2016.12.31	2015.12.31
营业总收入	2,412,000	1,139,000	4,090,000	2,952,000	1,940,000
营业总支出	2,543,000	1,180,000	4,468,000	3,301,000	2,175,000
营业成本	1,800,000	856,000	3,241,000	2,551,000	1,714,000
营业开支	743,000	324,000	1,227,000	750,000	461,000
净利润	-563,000	-169,000	-1,235,000	-539,000	-230,000
资产负债表数据					
流动资产	2,058,000	1,938,000	1,898,000	1,909,000	871,000
非流动资产	1,302,000	1,264,000	1,209,000	191,000	180,000
总资产	3,360,000	3,202,000	3,107,000	2,100,000	1,051,000
流动负债	2,280,000	1,948,000	1,860,000	1,220,000	798,000
非流动负债	81,000	1,093,000	1,009,000	1,120,000	24,000
总负债	2,361,000	3,041,000	2,869,000	2,340,000	822,000
股东权益	999,000	161,000	238,000	-240,000	229,000
现金流量表数据					
净利润	-563,000	-169,000	-1,235,000	-539,000	-230,000
加：折旧与摊销	17,000	11,000	54,000	38,000	30,000
营运资本变动	184,000	91,000	420,000	300,000	175,000
其他非现金调整	476,000	151,000	940,000	302,000	-13,000
经营性现金流CFO	114,000	84,000	179,000	101,000	-38,000
出售固定资产收到的现金		1,000			
减：资本性支出	11,000	8,000	46,000	30,000	49,000
投资减少	881,000	430,000	1,080,000	609,000	0
减：投资增加	715,000	271,000	1,386,000	-1,398,000	1,000
其他投资活动产生的现金流量净额	-33,000	-13,000	-83,000	-8,000	-17,000
投资性现金流CFI	122,000	139,000	-435,000	-827,000	-67,000
债务增加				861,000	
减：债务减少			4,000	5,000	4,000
股本增加	100,000	43,000	29,000	33,000	480,000
减：股本减少					
支付的股利合计					
其他筹资活动产生的现金流量净额	-2000		9,000	27,000	
融资性现金流CFF	98000	43,000	34,000	916,000	476,000
现金净流量：					
汇率变动影响	-1000	-10,000	-56,000	-32,000	20,000
现金及现金等价物增加额	333000	256,000	-278,000	158,000	391,000

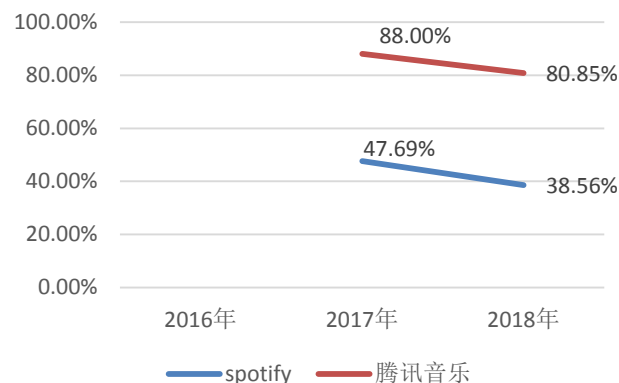
资料来源：wind，民生证券研究院

图 33: 2016-2018 年 Spotify 与腾讯音乐营业收入对比(亿人民币)

图 34: 2016-2018 年 Spotify 与腾讯音乐营业收入增速对比



资料来源: Yahoo Finance, 民生证券研究院



资料来源: Yahoo Finance, 民生证券研究院

4.4 Apple Music 强势来袭，与 Spotify 分庭抗礼

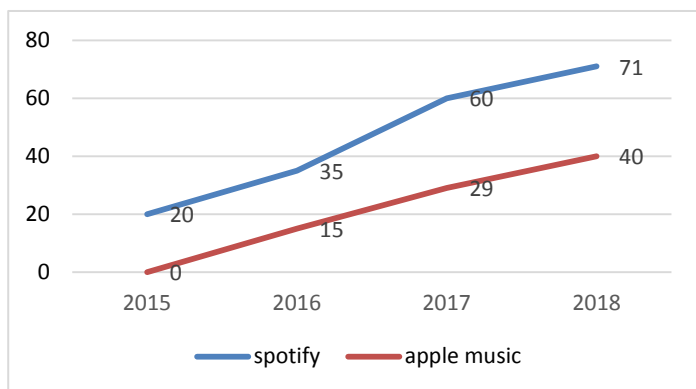
Apple Music 稳居市场第二，欲与 Spotify 瓜分市场份额。2015 年 Apple Music 向流媒体转型，原因是放弃下载而改用流媒体的听众越来越多，流媒体播放业务在 2014 年的营收是 18.7 亿美元，首次超越了 CD 唱片的销售额。2016 年 Apple Music 稳定在订阅流媒体市场第二名的位置，并凭着强大的独家资源和 Spotify 分庭抗礼。从 Apple Music 和 Spotify 付费用户的数据对比上可以看出，2015 年 Apple Music 起步，到 2016 年已迅猛增加了 1500 万，是 2015 年 spotify 用户数的四分之三（75%）。苹果公司雄厚的资金支持在很大程度上缓解了 Apple Music 在盈利问题上的压力。2017 年 9 月，苹果公司宣布 Apple Music 订阅用户数正式突破 1700 万；根据搜狐科技数据，2018 年 4 月，Apple Music 订阅用户数突破 4000 万；从 2015 年上线以来能够在如此短时间内达到这一数字，足见增长迅速。价格方面，截止 2018H1，spotify 与 apple music 对于个人订户都是 9.9 美元每月，对于六人内的家庭订户都是 14.99 美元每月，对于学生订户都是 4.99 美元每月。

表 11: Spotify 与 Apple Music 订阅价格对比

	个人订户	家庭订户	学生订户
Spotify	\$9.9/月	\$14.99/月	\$4.99/月
Apple music	\$9.9/月	\$14.99/月	\$4.99/月

资料来源: 9to5mac, 民生证券研究院

图 35: 2015-2018 年 Spotify 与 Apple Music 付费用户数对比 (m)



资料来源: statista, 民生证券研究院

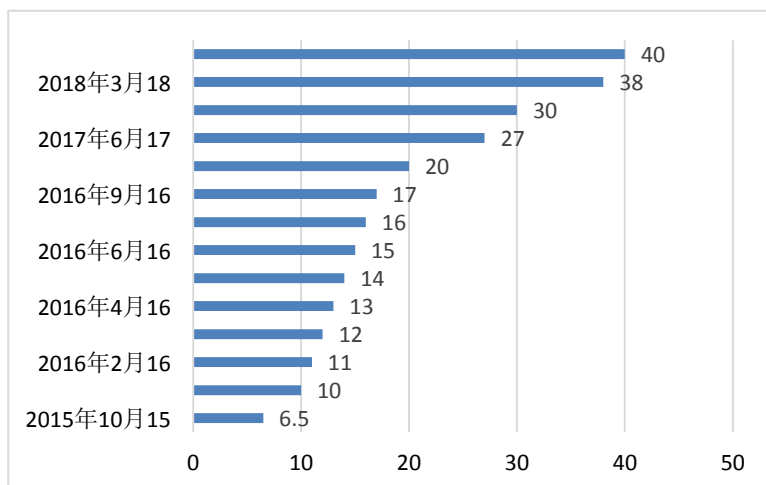
图 36: Spotify 与 Apple Music 发展历程对比



资料来源: 民生证券研究院整理

Apple Music 与免费音乐平台竞争, 付费用户数快速增长至 4000 万。根据 statista 相关数据显示, Apple Music 全球付费用户数猛增, 由 2015 年 10 月统计的 650 万付费用户数增加到目前的 4000 万付费用户数。在 2017 年, Apple Music 的付费用户数就远超腾讯音乐 2100 万。

图 37: 2015-2018 年 Apple Music 全球付费用户数据统计 (m)



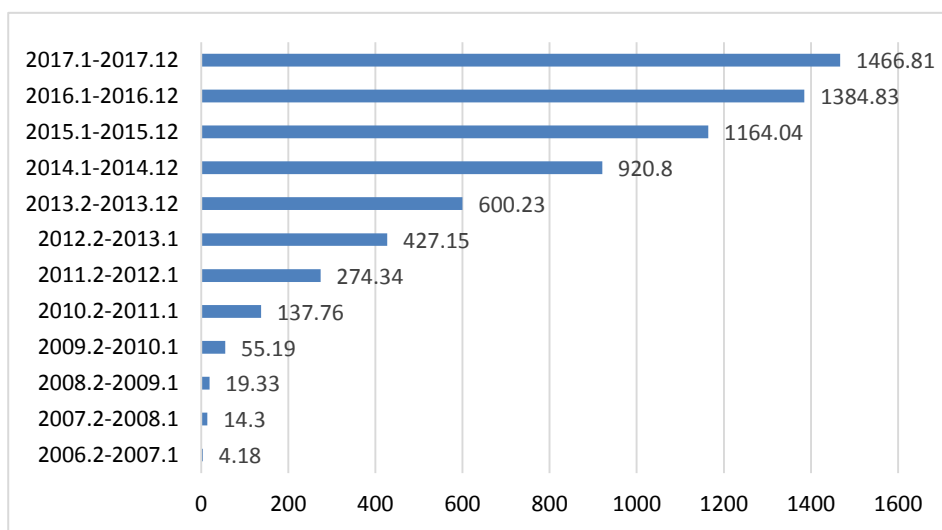
资料来源: statista, 民生证券研究院

4.5 市场空间遭挤压, Pandora 音乐上市以来亏损超 11 亿美元

2000 年, Pandora 正式上线, 服务分为带广告的免费模式和无广告的付费模式, 但都不支持点播。精准的个性化推荐电台和简洁易用的用户体验迅速为其吸引了大批用户, Pandora 于 2012 年 11 月成功上市。但是上市以来, 其在营业收入增加的同时也持续陷入亏损。

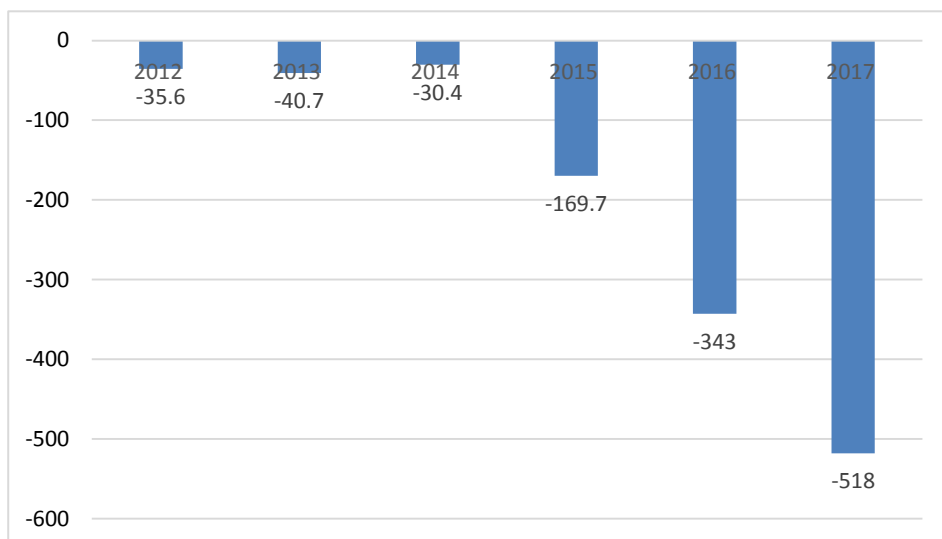
Pandora 营业收入递增, 但未能将其变为稳固收入来源。根据 statista 对 pandora 音乐的营业收入统计显示, 近几年 pandora 音乐的营业收入迅猛增加, 由 2006 年的 418 万美元快速增长到了 2017 年的 146,681 万美元。如此可观的数据却未能给 pandora 音乐带来丰厚的利润, Pandora 2017 年第一季度的净亏损就达到了 1.323 亿美元, 比去年同期的 1.151 亿美元增加了 15%。根据亿欧和 WIND 数据显示, 2012 年至 2017 年已累计亏损超过 11 亿美元。在 Spotify 和 Apple Music 等后来者的步步紧逼下, Pandora 音乐的用户也在不断被蚕食, 2018Q1 达到三年来的最低水平。另外, Pandora 未来要支付给音乐版权内容商的最低预付保底费就高达 6.86 亿美元, 其中 2.786 亿美元必须在 2017 年上缴, 对 Pandora 来说无疑是雪上加霜。

图 38: 2006-2017 年 Pandora 音乐营业收入统计 (百万美元)



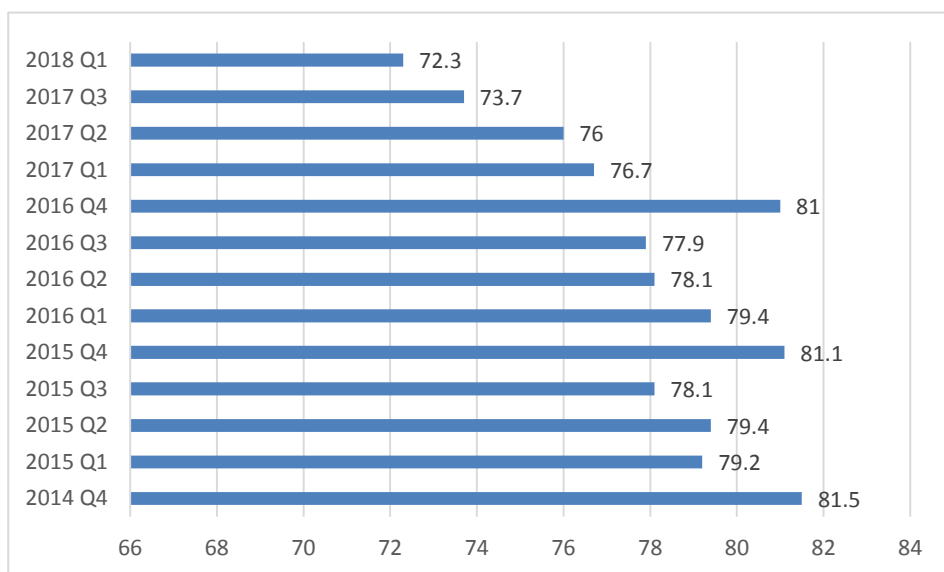
资料来源: statista, 民生证券研究院

图 39: 2012-2017 年 Pandora 音乐亏损统计 (百万美元)



资料来源: 亿欧, wind, 民生证券研究院

图 40: 2014Q4-2018Q1 年 Pandora 月活跃用户规模 (百万人)



资料来源：亿欧，WIND，民生证券研究院

Pandora 音乐持续亏损，一直未得到资本市场的认可，其所遇到的瓶颈有两点。

第一，公司发展战略忽略付费用户带来的巨大收益。流媒体业务主要包括线上付费流媒体业务和广告支持的流媒体业务，线上付费流媒体以 Spotify 和 Apple Music 为主，2017 年收入达到 41 亿美元，同比增长 63%；而广告支持的流媒体业务收入仅为 6.59 亿美元，同比增长 35%。而 Pandora 首席执行官 Lynch 在上周的采访中曾强调，公司的发展重心并不是放在自己的订阅音乐业务上，而是决定加大对于依靠广告盈利的在线电台服务的投入。免费音乐服务是公司的核心业务，公司着意通过增加使用服务的人数来推动广告营收的增加。然而反观 Spotify，Apple Music 等其他流媒体平台，其活跃用户数量连年增长，付费用户构成了他们销售额里重要的一部分。如 Spotify 的付费用户于 2017 年末达到 7100 万，同比增长 46%，占到其月活跃用户数的 44.65%。同期 Apple Music 的付费用户数也达到了 4000 万。

第二，其产品自身功能的限制带来的月活跃用户数量下降。根据公司的调查，用户拒绝继续使用 Pandora 多是因为他们无法按照自己的想法播放特定的歌曲或专辑。公司的免费音频服务可以让用户根据某些特定的歌创建电台，但是他们无法直接播放一首歌。Pandora 的月活跃用户规模近三年来持续下降，从 2014Q4 的 8150 万用户，至 2018Q1 降至 7230 万。在 2017 年 12 月份，潘多拉上线了一个专门为解决此问题的新功能。用户现在可以按照自己的想法聆听任何一首歌，但是他们必须先看完一段 15 秒的视频广告。

4.6 全球音乐版权市场集中

国内方面，版权市场发展走向正版化、共享化。政策上加大力度打击盗版音乐，推动我国数字音乐的正版化和原创版权培育进程。2015 年以前我国数字音乐盗版情况严重；2015 年，国家版权局要求网络服务商于 7 月 31 日前下线未经授权传播的音乐作品，同时推出了一系列政策规范音乐版权。各大平台由此加大对于版权的购买力度，腾讯音乐先后获得全球三大唱片公司索尼、华纳、环球版权；阿里音乐获得华研、寰亚等版权；太合音乐获得滚石、海蝶、大石等版权。2017 年 10 月，国家版权局要求几大在线音乐平台购买音乐版权应当遵循公平合

理原则、符合市场规律和国际惯例，不得哄抬价格、恶性竞价，避免采购独家版权

自 15 年起，腾讯音乐、网易云音乐和阿里音乐先后进行了转授权。2015 年 10 月，QQ 音乐与网易云音乐转授 150 万首音乐版权；由于网易云音乐违规使用版权，2018 年 4 月起腾讯音乐与网易云音乐暂停转授权；2018 年 3 月 6 日，阿里音乐与网易云音乐共同对外宣布，双方达成音乐版权互相转授权的合作。一方面，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；另一方面，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。腾讯音乐、网易云音乐、阿里音乐、百度音乐等主要平台开始进行差异化、个性化的网络版权布局；涉足音乐原创，通过培育原创音乐人，参与音乐节目制作等方式培育自有版权。

国际方面，音乐版权市场呈现出集中趋势。第一，行业头部公司不惜斥重金为自己的版权库扩容，如 Spotify 累计支付版权超过 80 亿欧元，拥有超过 3500 万曲库，为其建立个性化的良好体验提供了坚实的基础；第二，版权大鳄们彼此的合作和争斗不绝，音乐版权总体来说都集中在极少数公司手上，市场正在并仍将持续整合，“一超多强”格局凸显。2018 年 5 月，索尼音乐计划收购 EMI，届时它将成为全球最大音乐版权代理商。腾讯音乐已拥有环球、华纳、索尼三大唱片公司的独家资源，与网易云音乐、阿里音乐等陆续达成转授权合作。

在美国版权法的语境下，通常意义上能够被人们听到的“音乐作品”实际上由两个部分构成。以海外音乐版权三巨头索尼，华纳和环球为首的头部公司垄断版权，因此上游拥有更大的议价定价权。

表 12：音乐作品构成（根据美国版权法）

作品类型	词曲作品	录音作品
定义	音乐的词曲，由歌词与谱曲共同构成，词曲作者分别是歌词版权与谱曲版权的权利人。	歌手对音乐词曲作品进行演唱表演并由唱片公司对词曲的演唱录制、固定在物理介质如唱片、磁带、数字格式文件上的表现形式。
理论权利人	制作唱片的唱片公司与演唱歌曲的歌手	
实际权利人	唱片公司（歌手会将其享有的权利让与之）	

资料来源：《美国版权法》，民生证券研究院

五、投资建议

数字音乐可能是娱乐消费中少数形成垄断格局的子行业，建议投资者长期关注。

六、风险提示

行业增速不达预期；版权政策调整。

插图目录

图 1: 2010-2018 年全球数字音乐行业收入规模及预测	3
图 2: 2012-2017 年中国数字音乐市场规模及增长率	3
图 3: 2017.3-2018.3 在线音乐 APP 行业月活跃度用户规模	5
图 4: 2018 年 2 月在线音乐 APP 月活跃度用户规模 (万)	5
图 5: 2017 年 1-7 月在线音乐 APP 行业用户月度使用次数和时长	6
图 6: 2017 年 7 月在线音乐 APP 行业用户同时使用在线音乐 APP 数量分布	7
图 7: 2018 年 Q1 在线音乐 APP 月活跃度用户规模 (亿)	10
图 8: 2018 年 2 月主要在线音乐 APP 日活用户数及用户活跃率	10
图 9: 中国用户 2016-2017 年付费购买音乐内容选择的音乐平台	12
图 10: 2017 年在线音乐平台下载量市场份额	13
图 11: 2017 年在线音乐平台在线试听量市场份额	13
图 12: 2016-2017 年中国主流数字音乐平台场景渗透对比	14
图 13: 2016-2017 年中国用户对数字音乐相关推广活动关注度	14
图 14: 2017-2018 年各大 APP 活跃设备数对比 (万台)	14
图 15: 2018Q1 中国手机音乐客户端用户满意度调查	14
图 16: 2016-2017 年中国用户最常使用的数字音乐平台 (年龄)	15
图 17: 2016-2017 年中国用户最常使用的数字音乐平台 (学历)	15
图 18: 2016-2017 年中国用户最常使用的数字音乐平台	16
图 19: 腾讯音乐股东持股明细 (截至 2016 年 12 月 31 日)	18
图 20: 腾讯音乐收入结构	18
图 21: 2017 年 12 月主要移动 K 歌类 APP 月活跃用户数	20
图 22: 全民 K 歌 2015 年 1 月-2018 年 2 月活跃人数趋势 (万人)	20
图 23: 2017 年 1 月-2018 年 2 月全民 K 歌用户年龄分布趋势	21
图 24: 2016-2018 年腾讯音乐营收及净利润趋势 (亿元)	22
图 25: 2013-2017 年流媒体的同比增长统计	23
图 26: 2017 年全球录制音乐收入的细分	23
图 27: 2014-2017 年美国流媒体音乐收入情况 (\$ billion)	23
图 28: 2017 年美国音乐行业收入统计	23
图 29: 2017 年十大音乐市场	24
图 30: 2008-2018Q1 苹果公司主营构成	25
图 31: 2009-2018Q1 Spotify 营收及净利润数据	25
图 32: 2015-2018H1 Spotify 财务数据	26
图 33: 2016-2018 年 Spotify 与腾讯音乐营业收入对比 (亿人民币)	27
图 34: 2016-2018 年 Spotify 与腾讯音乐营业收入增速对比	27
图 35: 2015-2018 年 Spotify 与 Apple Music 付费用户数对比 (m)	28
图 36: Spotify 与 Apple Music 发展历程对比	29
图 37: 2015-2018 年 Apple Music 全球付费用户数据统计 (m)	29
图 38: 2006-2017 年 Pandora 音乐营业收入统计 (百万美元)	30
图 39: 2012-2017 年 Pandora 音乐亏损统计 (百万美元)	31
图 40: 2014Q4-2018Q1 年 Pandora 月活跃用户规模 (百万人)	31

表格目录

表 1: 版权相关政策法规情况	4
表 2: 2018 年 2 月主要数字音乐 App 用户平均餐次运行时长及启动次数	6
表 3: 酷狗、酷我、QQ 音乐独立用户数	8
表 4: 在线音乐盈利模式对比	8
表 5: 六大主流 APP 对比分析	11
表 6: 2014-2016 年国内音乐综艺节目平台合作情况	12
表 7: 腾讯音乐信息简介	17
表 8: 2018 第一季度胡润大中华区独角兽指数排行榜 (亿元)	17
表 9: 2018Q1 酷狗直播对标虎牙直播 (万人)	19
表 10: 全民 K 歌盈利方式	20
表 11: Spotify 与 Apple Music 订阅价格对比	28
表 12: 音乐作品构成 (根据美国版权法)	33

分析师简介

胡琛，传媒互联网组长，对外经济与贸易大学金融学硕士，2011年7月加入民生证券至今，具有多年传媒互联网行业研究经验。

研究助理简介

武子皓，传媒行业研究助理，悉尼大学金融硕士，西安交通大学管理学学士，专注于影视娱乐传媒，2017年11月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可

向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。