

腾讯音乐带领数字音乐行业“向下突破”

作为国内最大的数字音乐娱乐集团，腾讯音乐旗下拥有 QQ 音乐、酷狗音乐及酷我音乐三大平台，并且还有全民 K 歌这一国内最大的音乐社交平台。截止 2018 年上半年，腾讯音乐旗下的 App 的月活跃用户总数超过 8 亿，意味着每个月有超过 60% 的中国人在使用腾讯音乐旗下的 App，平均每天使用超过 70 分钟，而在线音乐业务的付费率仅为 3.6% 左右。

市场对于公司的关注点更多集于其在线音乐服务业务付费率的提升，我们认为在未来几年付费率的提升确实会带来其业绩的改善，但却不能解决在线音乐平台的本质问题。音乐产品较长的生命周期使得其上游制作方通常不愿意卖断给平台方，而更多地以“计件付费”的方式进行版权授权。在此背景下在线音乐服务业务很难有规模效应，2017 年 Spotify 付费率达到 45%，但仍然处于亏损状态。而腾讯音乐却在 2016 年就已实现盈利。

相对于 Spotify 而言，腾讯音乐具有更好的下游业务开发，而这也是数字音乐平台发展的大势所趋。在国内音乐流媒体平台经历了一轮爆发性增长之后，行业内藏的隐患也逐浮现了出来，其中最主要的两项是行业收入增长的瓶颈和平台盈利能力的缺乏。在国外经验不适用的国内环境下，“向下突破”——即对音乐下游业务的数字化开发成为了行业进一步发展的突破口。

音乐下游业务的数字化其本质是互联网对传统音乐产业链的二次冲击，即在渠道端线上化过程基本完成后，消费端业务的线上化。消费端的线上化有助于音乐平台在扩大收入规模的同时提高议价能力，腾讯音乐第一个成功地凭借其下游业务实现盈利。

作为“向下突破”的排头兵，腾讯音乐目前主要在音乐直播、音乐社交以及 IP 产业链中的音乐部分有所布局。未来线上演唱会、歌手培养、音乐版权转售等方向也将成为数字音乐平台的重点发展方向。

风险提示

新业务不确定性大；短期版权成本过高；付费率低于提升低于预期等。

海外研究

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600-818

执业证书编号：S1440515080001

发布日期：2019 年 04 月 25 日

市场表现



相关研究报告

目录

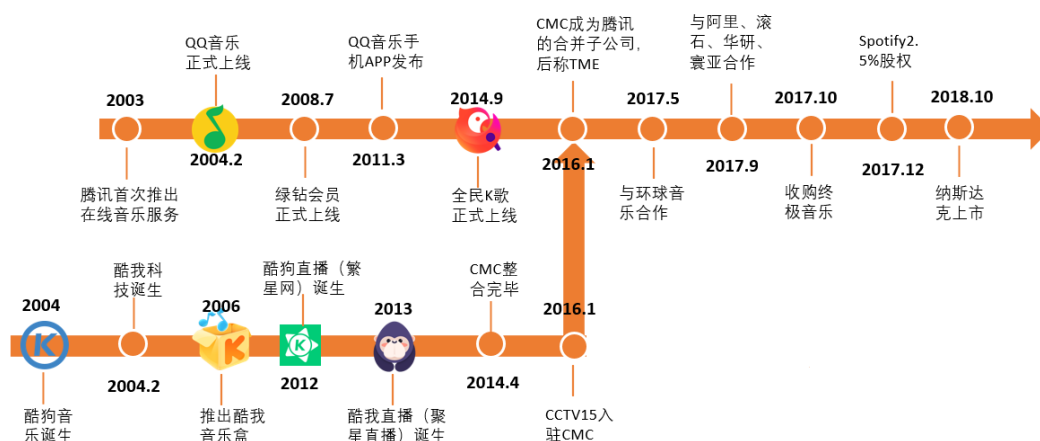
1.腾讯音乐娱乐集团成长史	1
1.1 腾讯音乐的发展历程	1
1.2 腾讯音乐的业务组成	3
1.3 腾讯音乐的经营数据分析	4
2.全球音乐行业回暖,国内数字音乐存在两大隐患.....	5
2.1 消失的 20 年? 产业变革带来新的上升周期.....	6
2.2 行业隐患之一: 数字音乐销售整体回暖, 但付费率增长低于预期.....	6
2.3 行业隐患之二: 上游版权成本居高不下, 平台盈利能力受到压制.....	11
3. “向下突破” 是破局之手	14
3.1 腾讯音乐靠下游业务成功盈利	14
3.2 互联网对传统音乐行业的冲击从渠道端开始.....	15
3.3 消费端的数字化是数字音乐行业的下一个发展重点.....	17
4.腾讯音乐对下游业务的三大开采点	19
4.1 开采点之一: 线上演艺	19
4.2 开采点之二: 音乐社交	21
4.3 开采点之三: IP 产业链中的音乐.....	23

1. 腾讯音乐娱乐集团成长史

1.1 腾讯音乐的发展历程

腾讯音乐娱乐集团（Tencent Music Entertainment Group，简称 TME）是目前中国最大的在线音乐娱乐平台，由中国音乐集团和 QQ 音乐整合而来。公司于 10 月 2 日正式递交赴美招股书，计划最高募资 10 亿美金。

图表 1：腾讯音乐娱乐集团发展历程



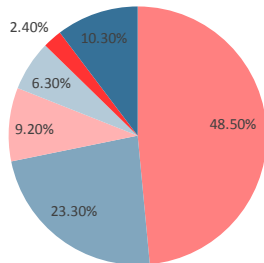
资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

21 世纪初期，我国数字音乐进入产业化发展阶段，对传统音乐产业中包括磁带、CD 等在内的实物形态音乐商品产生巨大冲击。2003 年，腾讯在其运营的社交网络 QQ 上首次推出在线音乐服务，是我国最早的在线音乐提供商之一，见证了中国在线音乐行业盗版横行、版权正版化、平台版权竞争和共享的全过程。依托腾讯 QQ 的庞大用户群，QQ 音乐发展迅速，2005 年 2 月，QQ 音乐作为腾讯旗下独立在线音乐服务品牌正式上线，并几乎同时开启收费式 VIP 服务。2008 年 7 月，绿钻服务正式推行，成为国内首家会员制音乐平台。2011 年 3 月，QQ 音乐手机 App 全国发布，iOS 荣获 App Store 年度金奖，至此，QQ 音乐形成了网页端、PC 段和手机端并行的格局。

2013 年 12 月起，QQ 音乐多家唱片公司进行数字版权联盟，推动音乐行业正版化进程。2014 年 9 月全民 K 歌上线，提供在线卡拉 OK 服务，与 QQ 音乐共享版权。同年年底，数字音乐专辑上线，销量达 700 万张。2015 年 9 月，QQ 音乐日活跃用户首次突破 1 亿，覆盖 8 亿用户群，平台内正版曲库超过 1500 万；10 月以“预付+分成”的方式与网易云音乐达成音乐版权转授权合作。2016 年 1 月，QQ 音乐持续推进版权共享计划，与酷狗、酷我音乐相互授权数量超过 100 万首。

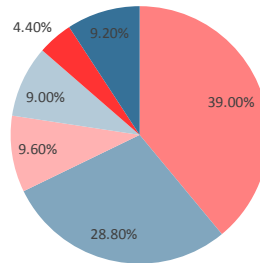
图表 2：2016 年合并成 TME 时 PC 端音乐用户市场份额

■QQ音乐 ■酷狗音乐 ■酷我音乐 ■网易云音乐 ■虾米音乐 ■其他



图表 3：2016 年合并成 TME 时移动端音乐用户市场份额

■QQ音乐 ■酷狗音乐 ■酷我音乐 ■网易云音乐 ■虾米音乐 ■其他

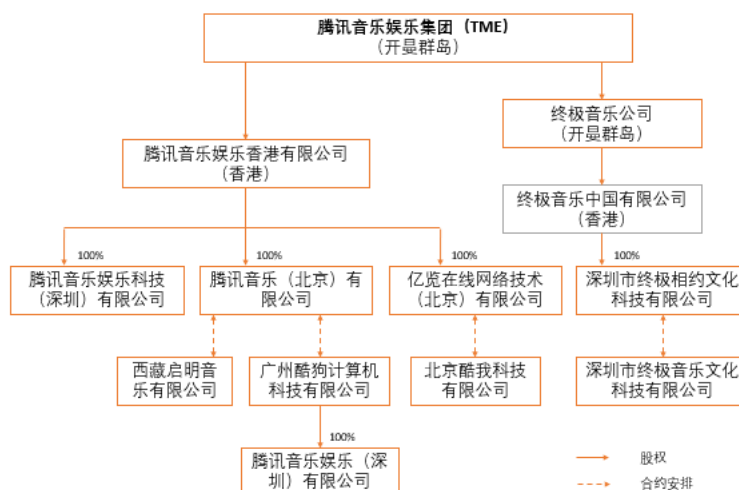


资料来源：DCCI 中国数字音乐用户调查，中信建投证券研究发展部 资料来源：DCCI 中国数字音乐用户调查，中信建投证券研究发展部

2004 年，国内第一个音乐网站——酷狗音乐诞生，吸引用户超千万；2008 年研发出酷狗音乐移动客户端 APP；2012 年酷狗内部孵化的全名造星平台酷狗直播（原名繁星网）上线，次年即推出知名歌手庄心妍，成为第一例互联网造星爆款。2005 年 8 月，酷我科技成立；2006 年底推出了拳头产品酷我音乐盒；2013 年，酷我直播上线。CMC 前身是 2012 年在开曼群岛注册成立的海域音乐，2014 年 4 月酷狗音乐和酷我音乐完成整合，加上三家版权公司（海域音乐、彩虹音乐和源泉音乐）旨在打造亚洲最大的音乐集团；2016 年 1 月，CCTV15 央视音乐频道入驻 CMC。同年 7 月，腾讯将其在中国的大部分网上音乐服务（包括 QQ 音乐和全民 K 歌）注入中国音乐集团（China Music Corporation，简称“CMC”），腾讯对 CMC 的持股比例从 15.8% 上升至 61.6%，CMC 成为腾讯的合并子公司；同年 12 月，CMC 更名为腾讯音乐娱乐集团（TME）。

2017 年 5 月，TME 与环球音乐达成版权战略合作；9 月与阿里音乐达成版权转授权合作，同时获得滚石、华研、寰亚等音乐版权；10 月，TME 收购了终极音乐 100% 股权，通过终极音乐为智能设备和汽车制造商提供内置音乐播放器开发服务；12 月 Spotify 与 TME 联合宣布股权投资，腾讯持有 Spotify 约 2.5% 的股权。2018 年 2 月，TME 与网易云音乐进一步推进版权转授权，双方互相授权 99% 的音乐版权；10 月，预计向华纳音乐集团和索尼音乐娱乐发行共计总对价为 2 亿美元的普通股。

图表 4：腾讯音乐娱乐集团组织架构



资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

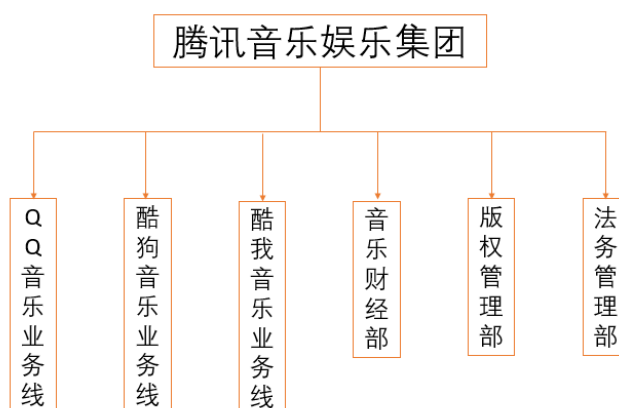
1.2 腾讯音乐的业务组成

高昂的版权成本是阻止音乐平台盈利的最大障碍。据 Spotify 招股书显示，2013 至今 5 年间 Spotify 的成本不断攀升，平均占其总收入的 80%到 90%，其中内容成本占总成本的 75%左右。国内的情形也不容乐观，网易 2018 年年报显示，2017 年网易“邮件及其他业务”所产生的信息成本为 9 亿人民币，相较于 2016 年的 2.66 亿增长了三倍以上，其中网易云音乐产生的版权成本为成本上涨的主要推动力。此外，据网易云音乐 2017 年官方宣称其花费 2000 万购买朴树新专辑《猎户星座》的独家播放权和售卖权，而专辑共卖出不到 17 万张，销售额不到 255 万元。

目前 TME 提供服务分为三大类，包括在线音乐（包括 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐）；在线卡拉 OK（全民 K 歌）社交社区；音乐直播平台（包括酷狗直播和酷我直播），均依托 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐三大主流音乐服务提供商存在。同时，集团下设音乐财经部、版权管理部和法务管理部，构成了腾讯音乐娱乐集团目前的组织架构，分别负责各个音乐产品业务的研发运营工作和集团相关事务管理工作。TME 的核心竞争力主要来自于强大的 AI 技术、广泛的数据和与控股股东腾讯的协同效应。

- 1) 在线音乐服务：包括 QQ 音乐，酷狗音乐和酷我音乐，分别侧重于不同的用户群，使用户能够以个性化的方式发现音乐和听音乐。QQ 音乐专注于流行艺术家和中国一线城市音乐爱好者，着力于促进粉丝和艺术家之间的互动，发展粉丝经济；酷狗音乐则面向低端市场，具有很高的用户渗透率；酷我音乐则专注于精选流派，如 DJ 混音或是儿童歌曲，在中国北方拥有庞大的用户群。在线音乐服务中提供广泛的音乐发现功能，包括音乐搜索和推荐，音乐排行榜，播放列表，官方音乐账号和数字唱片；收入主要来源于订阅和数字音乐销售，从 2017 年第二季度到 2018 年第二季度，付费用户数量从约 1660 万增长到 2330 万，支付率为 3.6%，仍有巨大的增长潜力，是中国第一家成功规模的公司
- 2) 在线卡拉 OK 社交社区：主要是全民 K 歌。让用户在家即能体会与朋友一起互动的乐趣，要求用用户通过微信或 QQ 进行注册和登录，旨在推动用户参与社交互动的特性。全民 K 歌提供多场景下的歌曲录制（包括与他人合唱）、用于共享的唱歌时间表、虚拟卡拉 OK 房、在线演唱团体和直播服务收入来源主要包括虚拟礼品销售和高级会员，用户可以向表演者发送虚拟礼物，提供了粉丝与表演者之间互动的有效渠道。
- 3) 以音乐为中心的直播服务：包括酷狗直播和酷我直播。用户可以在互动的环境中观看演唱会、音乐会、音乐综艺节目的现场直播等；也提供互动式的在线舞台，成为乐坛新星的孵化地。收入来源与上述 2) 中类似，2018 年第二季度中，此类用户群从去年同期 710 万增长到 950 万，支付率为 4.2%。

图表 5：腾讯音乐娱乐集团业务结构

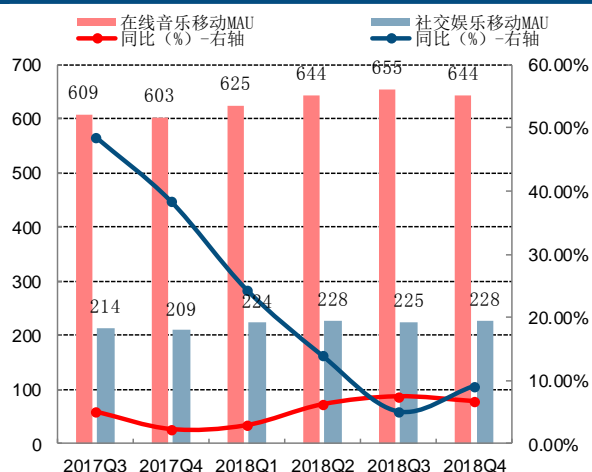


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

1.3 腾讯音乐的经营数据分析

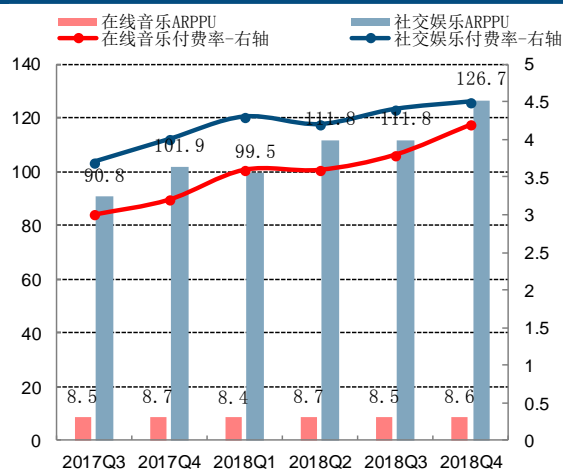
TME 背靠腾讯旗下社交两大社交平台（微信和 QQ）的庞大用户群，与控股股东腾讯具有明显的协同效应。截至 2018 年 6 月 30 日，TME 拥有最大的音乐内容库，包括来自 200 多个国内和国际音乐品牌的超过 2000 万首歌曲；TME 积极发展数据和技术支持，实现了依托客户群规模和参与度开发最符合用户偏好和增强用户体验的创新产品，着力打造多服务货币化格局，提升集团总收入。2018 年第二季度，QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌四个主要产品品牌均成为中国四大音乐移动应用程序，总 MAU 超过 6 亿，且每个活跃用户平均每天花费时间超过 70 分钟。近一年来，TME 总 MAU 存在小幅上升趋势，同比增长率稍有下降，未来上升空间较小；用户平均付费收入基本持平，但付费率处于较低水平，虽有小幅波动但基本呈现上涨趋势。

图表 6：MAU 变化



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表 7：付费率与平均付费收入

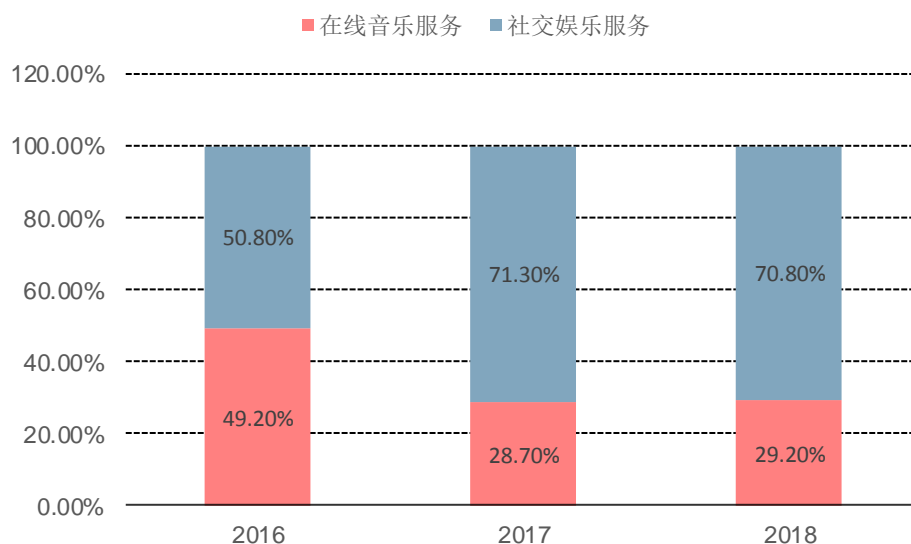


资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

TME 积极促进音乐货币化推进，目前收入来源主要来源于在线音乐服务和社交娱乐服务。前者主要包括：1) 付费音乐：为用户提供分段式收费服务：基本订阅套餐每月定价为 9 元，固定下载次数，无广告；高级会员每月 15 元，还包括额外的个性化应用主题，更多增强收听体验的音频设置，视频下载，无限播放列表存储以及更快的流媒体和下载速度；按需付费下载单个音乐专辑。2) 内容传播：将音乐内容以固定费率将其转授给其他

在线音乐平台。3) 广告：平台界面上各种尺寸和位置的行业标准横幅广告及开屏广告等。后者主要包括：1) 虚拟礼品的销售；2) 高级会员资格：更高的音轨分辨率和访问声乐教程的视频剪辑；3) 音乐相关商品的销售：酷狗 M1 耳机，智能扬声器，全民 K 歌卡拉 OK 麦克风和 Hi-Fi 系统等。

图表 8：2016 – 2018TME 收入来源组成变化



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中信建投证券研究发展部

2017 年至 2018 年，TME 收入结构无较大变化，但总量增长明显：2016 年度至 2017 年度 TME 收入由 43.61 亿上升至 109.81 亿元，同比增长 151.8%。其中在线音乐服务收入由二 21.44 亿上升至 31.49 亿元，同比增长 46.86%。主要来源于：1) 与 CMC 整合后扩大的付费用户群；2) 将音乐版权转授权给第三方而增加收入；3) 销售数码音乐单曲和专辑所带来的收入增加。2017 年在线音乐占 TME 整体收入约 30%，据调研了解，这其中约 14% 是会员订阅收入，剩余的由广告、版权转授和专辑售卖带来。

社会娱乐服务及其他收入由 22.17 亿元上升至 78.32 亿元，同比增长 253.3%。主要来源于：1) 收购 CMC 的直播业务，截至 2016 年 6 月 30 日止三个月约有 40 万付费用户，占我们目前流媒体直播的大部分服务项目；2) 全民 K 歌中引入社交网络功能后，用户群大幅增长，付费用户比率增加；3) 一部分音乐商品销售和其他音乐相关服务产生的收入。2018 年上半年，TME 收入由 2017 年上半年 44.85 亿增加至 86.19 亿，同比增长 92.2%。其中在线音乐服务收入由 13.64 亿增加至 25.53 亿，同比增长 87.2%，主要来源于支付率的上升和音乐版权转授权；社会娱乐服务及其他收入产生的收入由 31.21 亿元增加至 60.66 亿元，同比增长 94.4%，主要来源于：1) 全民 K 歌引入虚拟卡拉 OK 房和高级会员资格，用户平均付费收入上升；2) 表演者的数量和活动增加及直播内容质量提升，使用户购买虚拟礼品的意愿增强。2017 年社交娱乐占 TME 整体收入约 70%，，据调研了解，这其中约 50% 多是酷狗繁星带来的收入，30% 由全民 K 歌贡献，剩余 10% 来自于酷我。

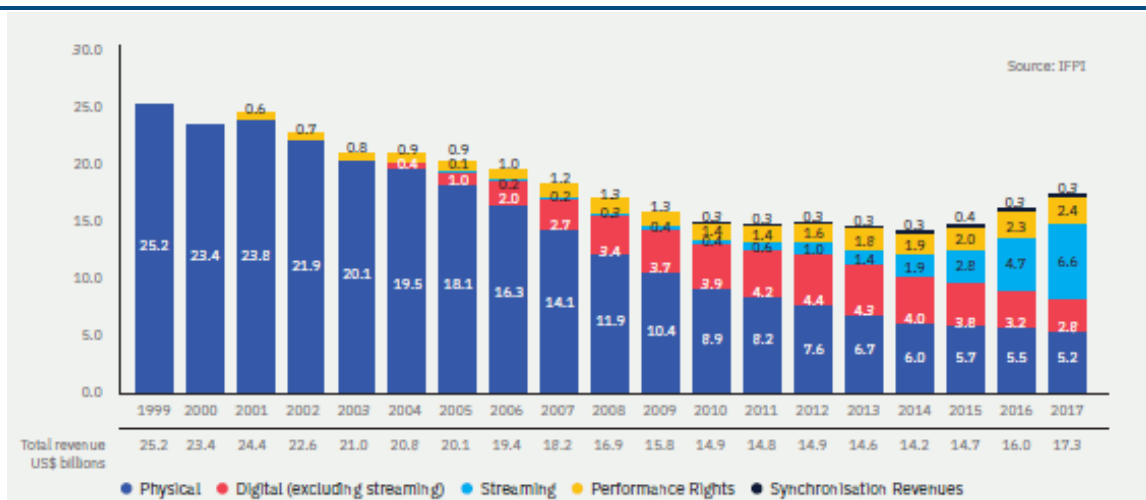
2. 全球音乐行业回暖,国内数字音乐存在两大隐患

在互联网技术的冲击下，大量传统行业都经历了一轮“毁灭式”的革新，以音乐和影视为代表的传媒行业无疑是个中翘楚。自 15 年起，数字音乐的蓬勃发展重塑了我国风中残烛般的传统音乐行业。随着人们从增长的狂热中渐渐冷静下来，行业内部的各种问题也将慢慢显现出来。其中，行业前进过程中最主要的两大“隐患”分别是收入增长空间有限和盈利能力的缺乏。

2.1 消失的 20 年？产业变革带来新的上升周期

技术的变革会使得全球音乐产业受到冲击，而整体规模会进入短暂的下跌，随后在新技术的带领下再创新高。根据 IFPI 数据库统计，1999 年是全球音乐产业的历史最高峰。1999 年以来，音乐行业在数字音乐的冲击下进入了下行通道，直到 2015 年才恢复稳定增长。

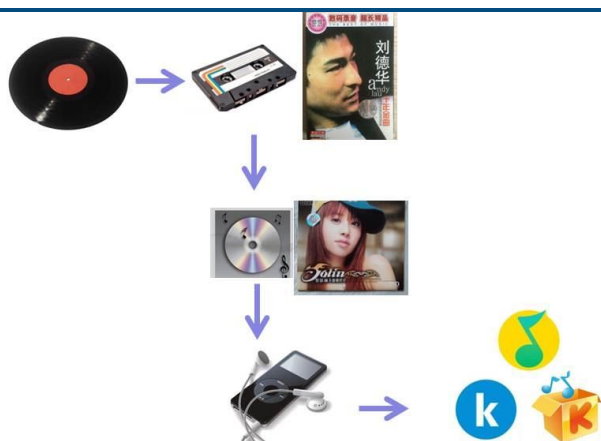
图表 9：1999-2017 年全球音乐行业规模（十亿 美元）



资料来源：IFPI，中信建投证券研究发展部

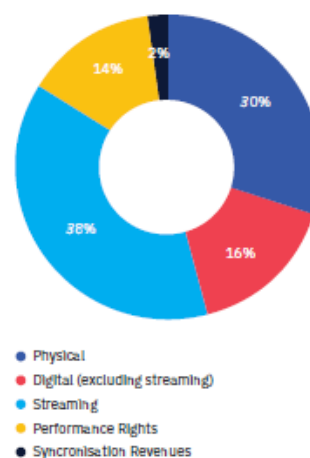
这与上世纪 70 年代磁带替代唱片时非常相似，但是随后在内容获取门槛降低、用户基数大量扩张的带动下，必然会创造新的行业规模。我们预计，2021 年左右音乐行业整体规模将超过 1999 年 250 亿美元的历史峰值。从微观层面也能看到音乐行业回暖的迹象，刘德华在 2000 年到 2006 年之间平均每张专辑全亚洲总销量在 95 万张左右，陈奕迅 2017 年发行的三张数字专辑平均在内地主流音乐平台上的总销量为每张 65 万张左右。在两位歌手当期影响力差不多的情况下，这一数据说明国内音乐行业处于回暖期，并且已然回到了零几年的状态。

图表 10：技术创新推动音乐行业演变



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表 11：2017 年全球音乐行业收入结构



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

2.2 行业隐患之一：数字音乐销售整体回暖，但付费率增长低于预期

典型的音乐流媒体平台的主要收入来源为音乐销售和广告两大块，其中音乐销售收入指以音乐内容的贩卖而获得的收入，主要以订阅费或会员费的形式体现。

根据国外两大主流音乐流媒体平台 Spotify 和 Pandora 发布的数据显示，订阅费用和广告产生的收入占了总收入的九成以上。而两家公司两种收入比重不同的原因在于：Spotify 由于其独特的产品设计和在全球市场的霸主地位造就了 40% 以上的高付费率，因此其订阅费用占比更高；Pandora 本质上是一家广播公司，相较于一般的音乐流媒体平台其广告营收能力更强，且其付费率仅为 8%，因此其广告收入占主导。

图表 12：Spotify 和 Pandora 收入组成（单位：亿欧元）

	Spotify			Pandora		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
订阅收入	17.44	26.57	36.74	2.21	2.26	3.16
广告收入	1.96	2.95	4.16	9.33	10.72	10.74
票务服务收入	/	/	/	0.10	0.87	0.76
总收入	19.40	29.52	40.90	11.64	13.85	14.67

资料来源：Spotify 招股说明书，Pandora 年报，中信建投证券研究发展部

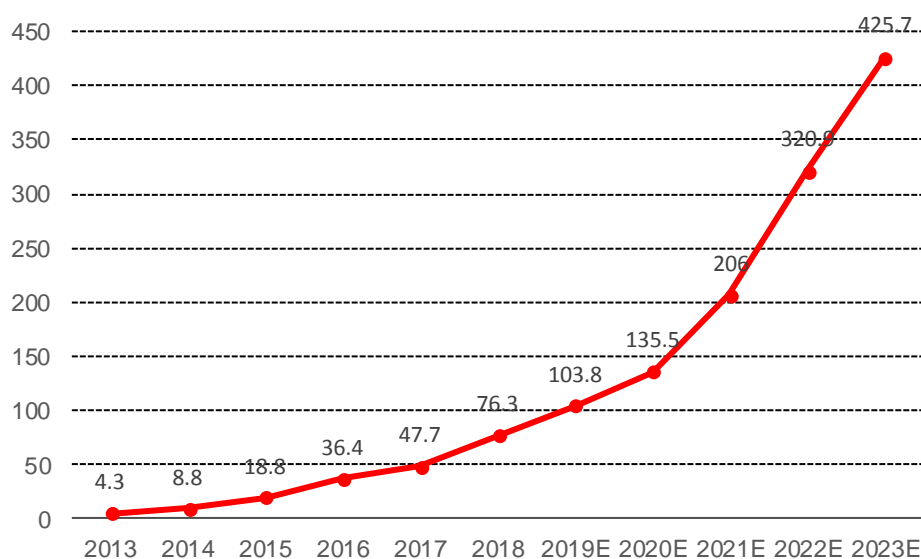
国内音乐平台的收入结构与 Spotify 类似，订阅收入占比过半。据腾讯音乐招股书显示，中国音乐集团（酷狗和酷我被腾讯音乐合并前所在公司）2016 年上半年音乐销售所得收入为 3.79 亿人民币，同期广告收入仅为 9000 万人民币，不到音乐销售收入的 1/6。国内音乐平台广告收入规模较小的原因主要在于音乐流媒体本身与广告的兼容性较差：在一般情况下，用户使用音乐平台收听音乐时视线并不会关注平台本身，往往是闭眼收听或边听歌边做其他活动，这使得平台上的广告效果以及转化率十分有限。

数字专辑和数字单曲是中国的特色，但我们认为其由于规模有限且波动性很大，不足以作为音乐平台的核心收入来源，与订阅收入相提并论。一方面，据腾讯音乐招股书所披露的数据显示，2017 年腾讯音乐的订阅费收入为 1.84 亿人民币，占总音乐销售收入 3.15 亿的 58.4%，剩余的 41.6% 中包括数字单曲和专辑的销售、转授权收入、广告收入以及音乐相关的外设及周边贩卖所获得的收入，可见数字单曲及专辑的销售整体规模与订阅费收入之间存在一定的差距；另一方面，同样据腾讯音乐招股书显示，数字专辑和单曲的销售额与音乐市场上的“热点”密切相关，当知名艺人推出新作品或其他“热点”出现时，数字专辑和单曲的销量会急速上升，并随着“热点”的冷却而逐渐下降。因此，对于纯粹以数字音乐销售为主的音乐平台而言，数字专辑和单曲的销售其波动性很强且极大程度上依赖于音乐内容创作方，不适合作为音乐平台的收入支撑。

■ 数字音乐销量整体回暖，用户消费意愿显著增强，但平台付费率增长不及预期

宏观层面上，跟据腾讯音乐招股书及艾瑞咨询发布的数据显示，自 2013 年至 2017 年，中国数字音乐销售市场的年复合增长率为 82.1%，2017 年总规模为 47.7 亿元，是 2013 年的十一倍。

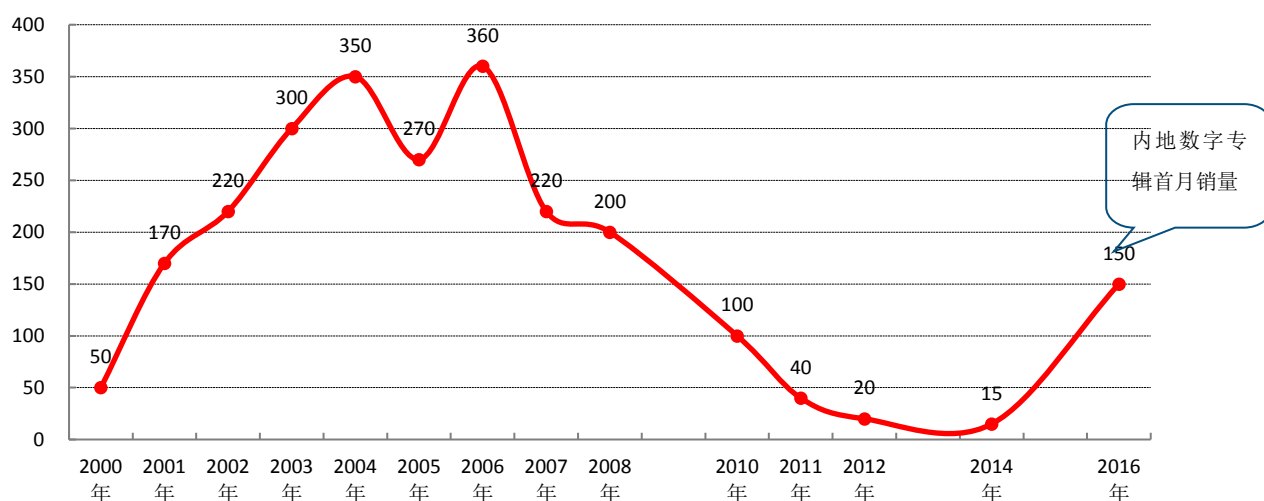
图表 13：2013-2023 年中国数字音乐销售收入规模及预测（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

另一方面，我们以专辑销售量作为用户消费意愿的衡量指标，以周杰伦的专辑销售量为例，巅峰时期专辑全亚洲范围内年销量平均在 300 万张左右，随着巅峰期过去和互联网盗版的冲击，其专辑全亚洲年销量到 2014 年狂跌至 15 万张。2016 年年中，周杰伦最新专辑《周杰伦的床边故事》以数字专辑的形式在内地主流音乐平台发售，其销量在一个月之内便突破了 150 万张，基本达到 07、08 年的水准。

图表 14：周杰伦历年专辑全亚洲销量统计（单位：万张）



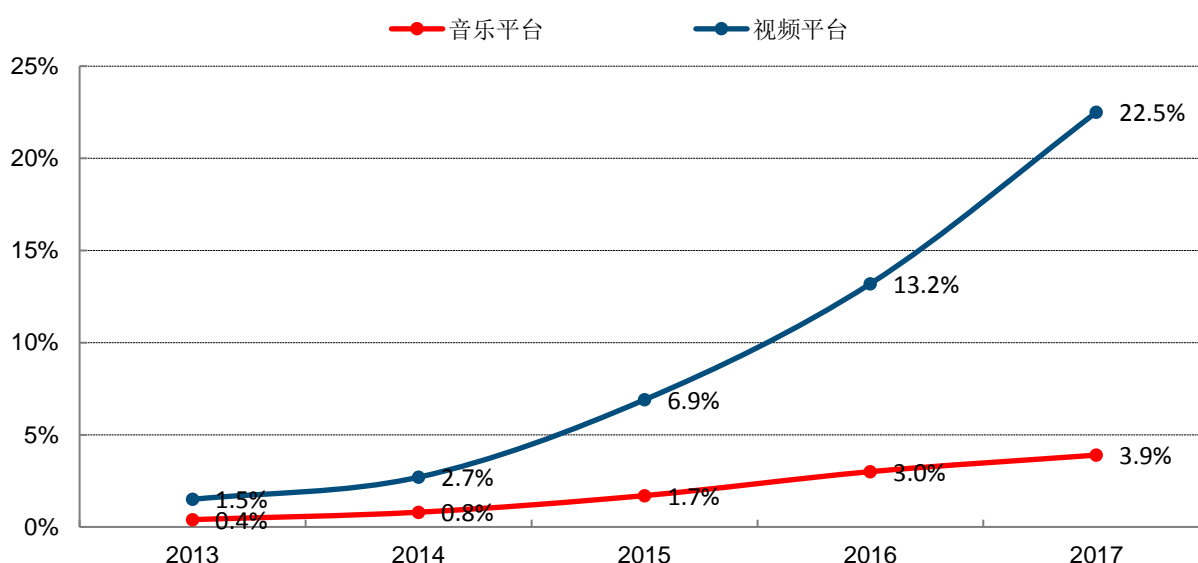
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

从另一个角度看，据悉，刘德华在 2000 年到 2006 年之间平均每张专辑全亚洲总销量在 95 万张左右，而据艾瑞咨询统计，陈奕迅 2017 年发行的三张数字专辑平均在内地主流音乐平台上的总销量为每张 65 万张左右，两名歌手市场号召力接近的情况下，专辑销量差异并不算大。近年来专辑销量的回暖表明目前我国音乐用户的消费意愿已经恢复至互联网盗版冲击的初期，相比前几年有了巨大的提升。

对于音乐平台而言，音乐销售收入=用户数×付费率×客单价。跟据腾讯音乐招股书披露的数据，其旗下三款音乐流媒体平台独立 MAU 超过 8 亿，基本与国内网民数量持平，表明目前国内音乐流媒体平台用户增长已基本达到上限，同时音乐流媒体平台多采用包月和包年制，客单价基本固定，因此数字音乐销售收入的增长更多地依赖付费率的提升。

不幸的是，我国音乐流媒体平台用户付费率的提升并没有想象中的显著：据腾讯音乐招股书和艾瑞咨询发布的数据显示，我国音乐平台用户付费率的增长显著低于同期视频平台用户付费率的增速且其差距有逐渐拉大之势，2017 年我国视频网站付费率已经达到音乐平台的五倍以上。用户付费率增长缓慢直接限制了我国的数字音乐销售规模。

图表 15：2013 年至 2017 年中国音乐平台和视频平台用户付费率对比



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

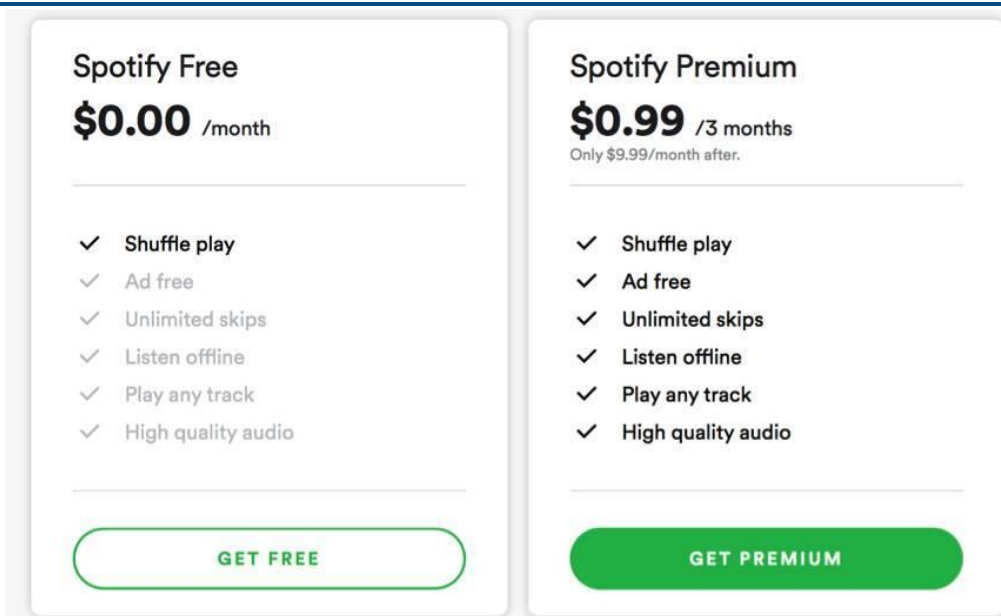
■ Spotify 模式的不可复制性

国内音乐平台的付费率与国外相比也存在很大的差距。据腾讯音乐招股书显示，目前腾讯音乐的音乐销售业务用户付费率为 3.6%，同期国外音乐流媒体 Pandora 付费率达到了 8%，Spotify 的付费率更是超过了 40%。我们认为，国外音乐流媒体之所以付费率普遍高于国内音乐平台，其关键点在于平台服务内容本身的差异：大量国内音乐平台免费提供的服务在国外音乐流媒体上均需付费订阅后才能享受。

我们以 Spotify 的订阅服务与 QQ 音乐的绿钻会员进行对比，可以看见，例如点歌、随意切歌、离线收听等核心功能在 Spotify 上均需订阅付费才能使用，在免费模式下用户只能随机播放音乐，切歌的次数受到限制，且不能将音乐从播放列表中删除。不仅如此，Spotify 会在免费用户听完 3-5 首歌后插播 15 秒的广告，相比于国内平台的贴片广告，插播广告对用户体验的破坏更为明显。即便如此，Spotify 仍然被视为国外“免费音乐”的代表，国外其他音乐平台例如 Pandora 对免费用户有着更强的限制，部分平台如 Apple Music 只对免费用户提供三个月的试用期，试用期过后必须付费订阅才能使用。相比之下以 QQ 音乐为代表的几乎所有国内音乐平台均免费向用户提供了几乎所有音乐流媒体的核心服务，而其会员的增值服务仅为高品质试听和下载、免广告、特权

标识等相对边缘的服务，对用户而言价值并没有那么明显。

图表 16: Spotify 免费模式与付费模式功能对比



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表 17: QQ 音乐绿钻会员特权

■ 绿钻部分等级特权

<ul style="list-style-type: none"> · 音乐特权 (不含付费音乐) 	<ul style="list-style-type: none"> · 演唱会特权 	<ul style="list-style-type: none"> · 身份特权
<ul style="list-style-type: none"> 特权功能与名称 HQ(高品质)音乐试听 批量下载 HQ(高品质)音乐分享 设置QQ空间背景音乐数里(首) 赠送好友QQ空间背景音乐数里(首/月) 点歌到QQ群(首/日) 点送MV 上传本地音乐(M) 超大云歌单(首) 下载历史漫游 自动下载 	<ul style="list-style-type: none"> 特权功能与名称 QQ音乐首唱会 QQ音乐大牌在线 QQ音乐尊享音乐会 票务特权 	<ul style="list-style-type: none"> 特权功能与名称 尊贵标识 专属QQ音乐客户端皮肤 客户端听歌免广告 MV观看免广告 新版抢先体验
<ul style="list-style-type: none"> · 游戏特权 	<ul style="list-style-type: none"> 特权功能与名称 领特权礼包 新游戏尝鲜 	

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

以 Spotify 为代表的国外音乐流媒体平台以削弱免费用户的体验成功获得了较高的付费率，然而毫无疑问这种模式在现在的中国并不可行：在国内免费提供音乐核心服务的氛围之下，若有哪一家音乐平台身先士卒开始对免费用户进行如此高程度的限制，势必会造成大量的用户流失，最终总收入不升反降。因此，仿照 Spotify 模式以提高平台用户付费率的路在中国无法走通。

总体而言，国内数字音乐销售市场在用户数和客单价相对固定的现状下，付费率的提升又十分有限，市场

增长空间并不乐观。

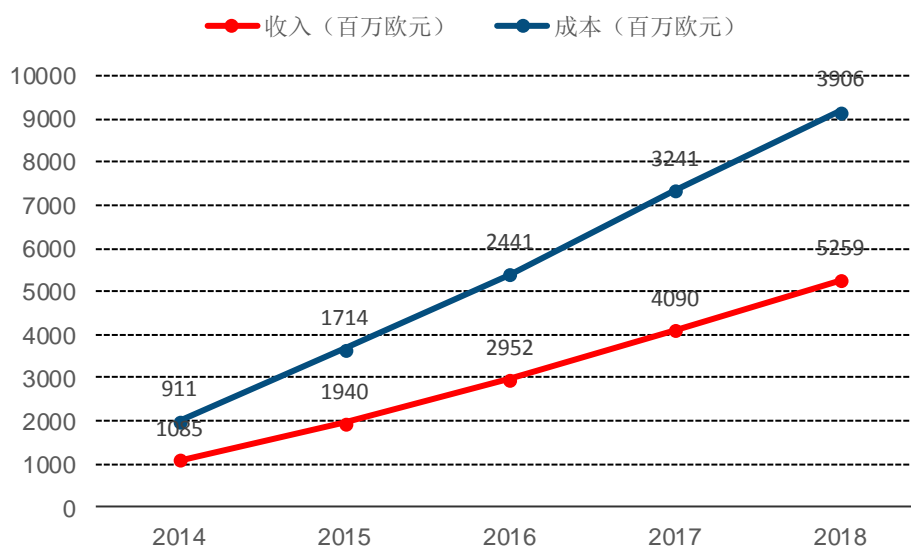
2.3 行业隐患之二：上游版权成本居高不下，平台盈利能力受到压制

付费率低并增长缓慢，是较为显眼的问题，但在线音乐业务更大的问题是上游成本高企。高昂的版权成本是阻止音乐平台盈利的最大障碍。据 Spotify 招股书显示，2013 至今 5 年间 Spotify 的成本不断攀升，平均占其总收入的 80% 到 90%，其中内容成本占总成本的 75% 左右。国内的情形也不容乐观，网易 2018 年年报显示，2017 年网易“邮件及其他业务”所产生的信息成本为 9 亿人民币，相较于 2016 年的 2.66 亿增长了三倍以上，其中网易云音乐产生的版权成本为成本上涨的主要推动力。此外，据网易云音乐 2017 年官方宣称其花费 2000 万购买朴树新专辑《猎户星座》的独家播放权和售卖权，而专辑共卖出不到 17 万张，销售额不到 255 万元。

■ 音乐流媒体平台的“规模效应”并不存在

通常，互联网企业的盈利依赖于规模效应的实现：先投入高固定成本获取用户，当用户规模扩大至一定阈值之后，企业议价能力和互联网低边际成本的特性得以显现，其收入增长的速度会大于成本增长的速度，促使利润率不断提高。然而对于音乐流媒体平台而言，其规模效应并不明显。以 Spotify 为例，作为国际市场上规模最大的音乐流媒体，Spotify 随着收入规模的增加，其成本仍几乎保持匀速上涨，这说明与一般的互联网企业不同，Spotify 每新增加一元收入会同时带来相当数量的成本，而高边际成本意味着 Spotify 所享受到的规模效应十分有限。音乐流媒体平台规模效应的不显著其主要原因在于：上游内容端的高议价能力和数字音乐行业“计件付费”的版税机制。

图表 18：Spotify 收入和成本状况

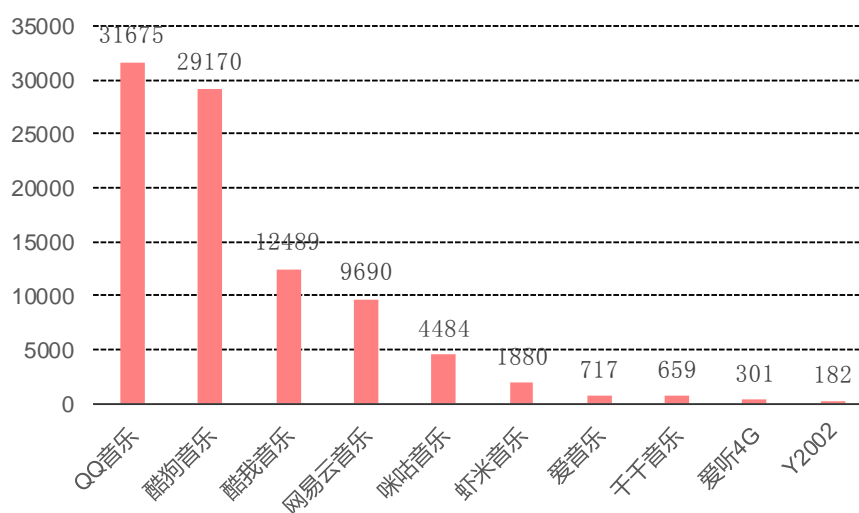


资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

典型音乐流媒体平台所提供的服务非常类似，内容端更换合作平台的转换成本几乎为零；另一方面，由于音乐及艺人产品具有高粘性的特点，通常用户更多地是追随艺人而非音乐平台，因此音乐平台想要锁住用户就必须掌握足够的内容资源。因此，音乐流媒体平台对上游内容端的议价能力相当有限，即便平台已经获得了相当程度的市场地位，只要头部艺人出逃至其他平台，其市场占有率便将大幅下降，这极大程度地削弱了平台

市场地位对于内容成本的压制作用。例如，在 2016 年年中合并了中国音乐公司（原海洋音乐集团）后，腾讯音乐旗下平台一直占据移动音乐 App 用户量前三名，三家加起来占整个市场用户量的 80% 以上，同时 Spotify 在国外也占据了相当程度的市场，两家平台的市场地位十分可观，但它们所支付的版税负担并未因此而减轻多少。

图表 19：2018 年第四季度移动音乐 App 活跃用户量排名（单位：万人）



资料来源：易观智库，中信建投证券研究发展部

而阻碍平台规模效应显现的另一重要因素就是音乐行业“计件付费”的版税机制。据 2014 年年末流出的 Spotify 与索尼唱片公司的私密合同显示，Spotify 每年提前支付给索尼唱片数额不等的“低保”，最多的有 1750 万美元，最少的也有 900 万美元。与此同时，在 Spotify 上用户每播放一首歌曲，唱片公司会抽取歌曲播放带来收入的 70% 作为版税（大约为 6 美分到 8 美分），若唱片公司年内应抽的版税总额高于 Spotify 预付的“低保”，则 Spotify 需要支付差额；但若版税总额低于“低保”，唱片公司则并不需要退回差价。我们已经知道音乐流媒体最大的成本开销便是版税的支付，而“计件付费”的版税机制导致版税的总额会随着用户数量的增多而成比例地上升。据 Spotify 招股书显示，Spotify 近年来推动成本走高的最主要的因素便是用户的增长带来版税及运营成本增加，进一步印证了 Spotify 边际成本居高不下的现状。

国内音乐流媒体平台的情况也大体相同。据腾讯音乐的招股书显示，腾讯音乐与唱片公司签订的版权合同与 Spotify 十分相似，采用“最低保证许可费+收益分享”的模式支付版税，不过具体数据并未披露。

■ 头部艺人“独立化”的趋势抑制音乐平台向上整合的能力

在高额版权成本的重负之下，国内主流音乐平台意图通过向上游内容端的整合来规避高昂的版权开支，阿里收购太合麦田就是代表，但效果欠佳。还有平台纷纷提出“寻找原创音乐人”的相关计划。且不论寻找到的独立音乐人中真正能为平台带来的价值有多少，由于音乐人或多或少具有一些艺术家的特质，他们排斥过度的商业化，希望对自己的音乐能有绝对的掌控权，同时也为了避免唱片公司的高额抽成，大量音乐人成名之后往往会离开之前的唱片公司，开设自己独立的工作室或公司，仅将唱片的发行权外售。

图表 20：知名歌手独立工作室/公司统计

歌手	独立工作室/公司
罗大佑	音乐工厂
周杰伦	杰威尔
陶喆	伟大文化
林俊杰	JFJ 圣所
王力宏	王力宏工作室
五月天/梁静茹	相信音乐
李宇春	“疯狂”工作室
孙燕姿	Make Music
蔡依林	凌时差
蔡健雅	天涯音乐
那英	那英工作室
汪峰	汪峰工作室
戴佩妮	妮乐佛
汪苏泷/徐良	大象无形音乐

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

头部艺人在经济和艺术的双重考虑之下，往往选择自己持有唱片的版权和经纪权，唱片公司只能拿到头部艺人的唱片发行权以及未成名艺人的唱片版权和经纪权。唱片公司尚且如此，议价能力更弱的数字音乐平台向上游整合的能力可见一斑。因此向上游整合的作用十分有限，并不能在根本上降低内容成本，降低版权成本的关键始终是要提高平台本身在产业链中的议价能力。

目前音乐流媒体平台潜在的问题在于：对外收入增长空间有限，对内版权成本居高不下。以版权成本的高攀为代表，这些潜在的问题近年来已经有了爆发的征兆，为了实现进一步的发展，音乐平台需要在困局之中找到出口。

3. “向下突破”是破局之手

3.1 腾讯音乐靠下游业务成功盈利

腾讯音乐与其他音乐流媒体平台最大的不同之处，在于它拥有庞大的下游资源——除了发育不良的阿里音乐之外，腾讯音乐是目前仅有的具有跨产业链资源的音乐流媒体平台，而对下游资源的集聚和开发正是突破音乐平台困局的点睛之笔。

腾讯音乐是目前国内第一个，可能也会是唯一一个成功盈利的音乐流媒体平台。鉴于腾讯音乐于 2016 年年中合并了中国音乐集团，因此其 2016 年上半年及之前的财务数据与 2016 年下半年之后的数据之间没有可比性。由腾讯音乐招股书披露的数据显示，2017 年腾讯音乐的总收入为 109.81 亿元，其中超过 70% 由其下游业务产生，显现出下游业务的巨大空间。

图表 21：2017 年-2018 年腾讯音乐娱乐集团收入与成本状况（单位：亿元）

	2017 年年度	2017 年上半年	2018 年上半年
数字音乐销售	31.49	13.64	25.53
社交娱乐及其他	78.32	31.21	60.66
总收入	109.81	44.85	86.19
内容及内容分发成本	61.42	26.39	44.99
其他	10.29	4.64	6.42
总成本	71.71	31.03	51.41

资料来源：腾讯音乐招股书，中信建投证券研究发展部

腾讯音乐的内容成本主要包括支付给唱片公司及音乐人的版权成本、直播业务中给主播的礼物提成及这些业务所带来的宽带费等分发成本。2017 年腾讯音乐的内容成本占其总收入的比例为 55.9%，2018 年上半年这一数据进一步降低至 52.2%，相对而言 Spotify 于 2017 年的内容成本占总收入的比例为 78.06%，可见腾讯音乐的版权负担要显著轻于国外同类平台 Spotify。

其原因一方面在于**数字音乐下游业务能显著增强对音乐版权的利用效率**：具有广阔下游市场的腾讯音乐在高价购得版权之后，不仅能在音乐平台上进行播放和贩售，还能在诸多下游业务（例如线上 K 歌、短视频、直播等）中对同一版权进行多次使用，高昂的版权成本在被多个下游业务共同分担之后其占收入的比例会显著降低，进而减轻音乐平台的版权负担；另一方面，**数字音乐下游业务还能直接产生优质音乐内容**：下游业务具有制造“热点”的能力，例如年中大火的腾讯现象级音乐综艺《创造 101》以及由酷狗直播出道成名的新兴歌手庄心妍均给腾讯音乐创造了大量业务，相应的内容成本相比直接向唱片公司购买版权而言要低廉许多。

数字音乐下游业务相比于音乐销售的另一大优势在于：**用户在下游业务的消费意愿要显著高于音乐销售业务**。据腾讯音乐招股书和 Spotify 招股书披露的数据显示，2016 年第三季度到 2017 年年底 Spotify 的 ARPPU（平均单位付费用户收入）约在 44 元左右，同期腾讯音乐的音乐销售业务 ARPPU 约在 8.8 元，与 Spotify 的差距十分明显，然而其下游业务的客单价在 90 元左右且在 2018 年上半年一直保持在 100 元附近。这表明国内数字音乐下游业务用户消费意愿很高，市场空间十分广阔。

图表 22：2016 年 9 月-2017 年腾讯音乐与 Spotify 付费用户客单价对比（单位：元，人民币与欧元按 1:8 计算）

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
Spotify-音乐销售	46.1	48.0	43.7	44.2	40.5	41.9
腾讯音乐-音乐销售	8.6	9.3	9.5	8.7	8.5	8.7
腾讯音乐-社交娱乐	100.7	99.0	74.5	81.6	90.8	101.9

资料来源：腾讯音乐招股书，Spotify 招股书，中信建投证券研究发展部

3.2 互联网对传统音乐行业的冲击从渠道端开始

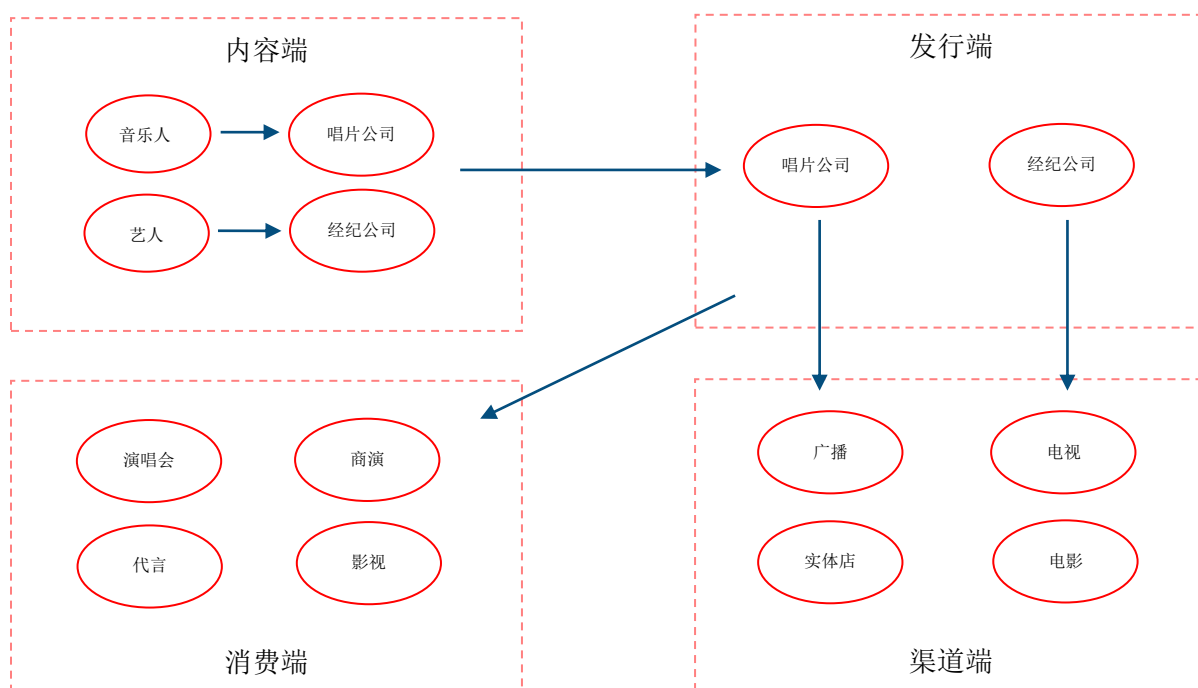
我们认为，**向下游发展是数字音乐行业发展的必然趋势，其实是数字音乐对传统音乐产业链的二次冲击。**

传统音乐产业链自上而下可分为内容、发行、渠道、消费四个部分，音乐人和艺人提供音乐和艺人产品，唱片公司和经纪公司同时履行唱片制作/艺人培养以及唱片/艺人的宣发这两项工作，唱片和艺人通过广播电视等媒体渠道向大众曝光，同时通过演唱会、商演、代言等活动进行二次消费。

在数字音乐产业链中，音乐流媒体平台扮演了渠道端的地位。我们认为，**数字音乐对传统音乐产业链的冲击可以归纳为两个方面：一是渠道端的线上化，二是消费端的数字化。**互联网对传统音乐产业链的改造从渠道端开始，目前线上流量的占比越来越大，说明渠道端的数字化改造已经卓有成效。互联网冲击传统产业链的第二步重点在于对消费端的改造，以数字媒体为载体的音乐/艺人二次消费产业如网络综艺、在线 K 歌等在近年的发展程度有目共睹。

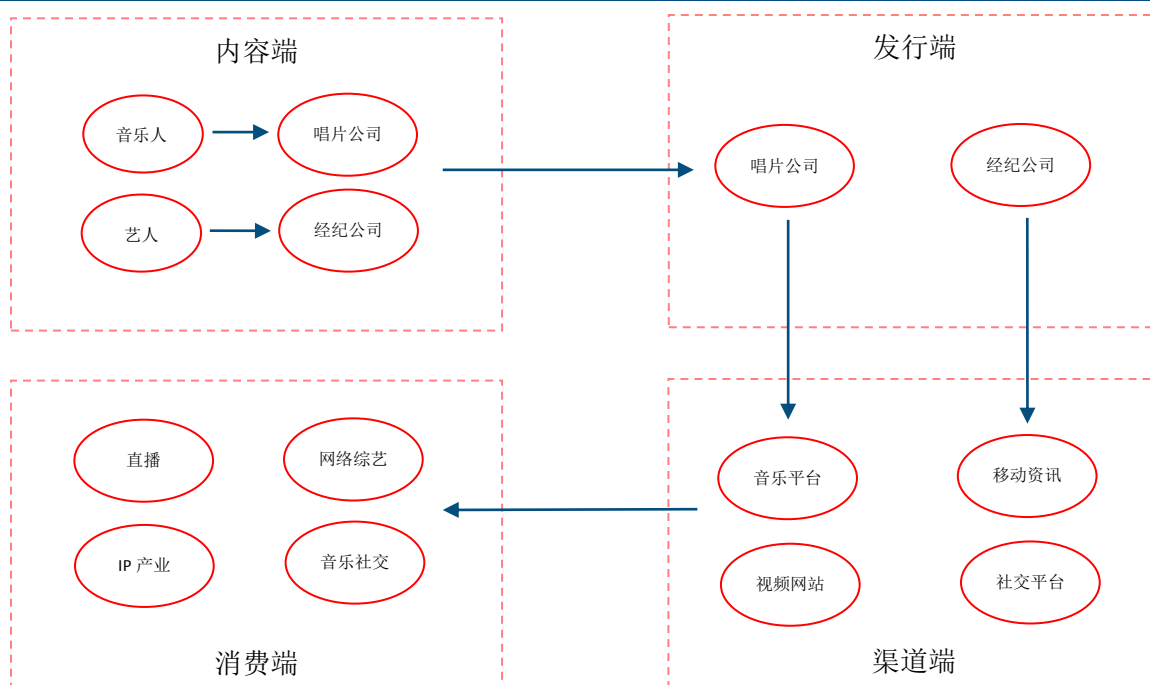
在传统音乐产业链中，代表发行端的唱片公司与经纪公司是绝对的核心。由于其上游的音乐人和艺人与下游的各类媒体和商业合作方均呈现出比较零散的分布格局，而唱片公司和经纪公司作为相对集中的中介，对上游而言它掌握了下游的资源，对下游而言它掌握了上游的产品，自然具有很高的议价能力。而在数字媒体产业链中，渠道端被整合，其分布不再零散，且消费端内新出现的产业几乎都要以渠道端的数字媒体为载体才能进行。随着渠道端的“集中”，发行端“集中”的意义便被不断削弱，因此我们认为随着传统音乐产业链数字化的进程不断深入，仅行使发行功能的唱片公司和经纪公司将会慢慢走向没落，其发行功能将会被内容端和渠道端所平分。

图表 23：传统音乐产业链示意图



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 24：数字音乐产业链示意图



资料来源：中信建投证券研究发展部

唱片公司日渐式微的趋势为发行端的没落提供了一个佐证：近几年来国内外唱片公司都出现了一定程度的“整合潮”，国际上传统的五大唱片公司——华纳、EMI、BMG、环球和索尼目前合并成三家（华纳、环球、索

尼)，同时以环球的“Spiralfrog”为代表，各大唱片公司纷纷推出了自己的在线音乐服务欲与主流音乐流媒体竞争，目前这些在线音乐服务已了无音讯。大陆最大的两家唱片公司——太合音乐和麦田音乐也在发展不景气时选择合并，号称太合麦田，合并几年之后，太合麦田总裁宋柯公然宣布“唱片公司已经没有存在的必要性”，称“从今以后，太麦将不再签约任何歌手”，太合麦田正式转型成为音乐版权管理公司和数字音乐发行平台，目前被阿里收购。

3.3 消费端的数字化是数字音乐行业的下一个发展重点

音乐平台为了提高对上游的议价能力，其核心任务在于将唱片公司和经纪公司完全“踢出市场”，即实现数字音乐产业链对传统产业链的替换，并以此成为资源聚集的平台，享受市场地位带来的竞争优势。而为了实现数字音乐产业链对传统产业链的替换，就需要加强数字音乐产业链对艺人的价值。

内容端艺人对唱片公司和经纪公司最大的两个需求是流量获取渠道和流量变现方式。在互联网的冲击下，线上流量变得越发重要，网综/网剧的影响力已经不输传统电视综艺/戏剧，明星直播和明星社交发展得如火如荼，我们可以很明显地感受到广播和电视的存在感越来越低，这代表着艺人的第一个需求——对获得流量的渠道的需求已经在很大程度上实现了线上化。

在传统音乐产业链中，专辑往往被称为歌手“最贵的名片”，专辑的销售向来都不是音乐产业链的变现方式。据信息时报报道，在互联网盗版尚未普及的 2004 年，唱片热卖 350 万张的台湾地区收入第一的歌手周杰伦其唱片版税收入仅为 750 万新台币，约占总收入 2.1 亿新台币的 1/28，而代言、商演、演唱会等消费端业务才是音乐产业链最主要的变现手段。目前尽管线上流量的重要性在不断提高，艺人对流量的变现却仍然以线下活动为主：据台湾苹果娱乐新闻的调查，2017 年台湾歌手个人收入前五名主要的收入包括数字版税、演唱会、商演、代言以及综艺和电影的录制等部分。

图表 25：2017 年台湾歌手收入排行榜 Top5（单位：人民币）

歌手	综艺	代言	商演	演唱会	电影	电影主题曲	数字版税	总计
周杰伦	2700 万	8700 万	600 万	8300 万	无	无	无	2.18 亿
王力宏	3800 万	7200 万	2200 万	无	4000 万	无	2200 万	1.95 亿
萧敬腾	3100 万	2000 万	8100 万	无	1200 万	1900 万	无	1.63 亿
潘玮柏	8600 万	600 万	4750 万	无	无	无	无	1.40 亿
蔡依林	无	5700 万	3300 万	无	无	无	无	9000 万

资料来源：台湾苹果娱乐新闻，中信建投证券研究发展部

其中，王力宏是榜单内唯一在 2017 年推出新专辑的歌手，其数字版税收入是所有组成部分中占比最低的一项，而综艺、代言、商演、演唱会和电影等消费端业务才是为歌手创造收入的主要途径，而这些业务除了综艺之外，其余基本上都以线下为主。这表明目前数字音乐产业链还不足以帮助艺人将其流量变现，因此艺人对传统音乐产业链的依存度仍然很高，唱片公司和经纪公司仍具有很大话语权，这便是音乐平台的市场地位受到压制的根本原因。

若消费端业务能像渠道端一样实现线下向线上的转化，传统音乐产业将被数字音乐所取代，失去了下游资源的唱片公司和经纪公司将逐渐没落，以音乐平台为代表的渠道端将接手“集中”的优势，其对上游内容端的

议价能力便会大大提升，这样才能从根本上减轻音乐平台的版税负担，提高平台的盈利能力。同时，很多新出现的线上消费端业务都以音乐平台作为载体进行，因此消费端的开发也能为平台创造新的收入增长点。因此我们认为，在渠道端的线上化基本完成之后，将流量变现的过程数字化，即消费端的数字化，是数字音乐行业发展的下一个重点。

4. 腾讯音乐对下游业务的三大开采点

产业链整合是消费端数字化的有效手段。除了垂死挣扎的阿里音乐之外，腾讯音乐是目前仅有的实现了产业链整合，并积极向下游布局的音乐平台。腾讯音乐在目前对下游业务的布局中，最主要的三大开采点为：线上演艺、音乐社交以及音乐与 IP 产业链的结合。

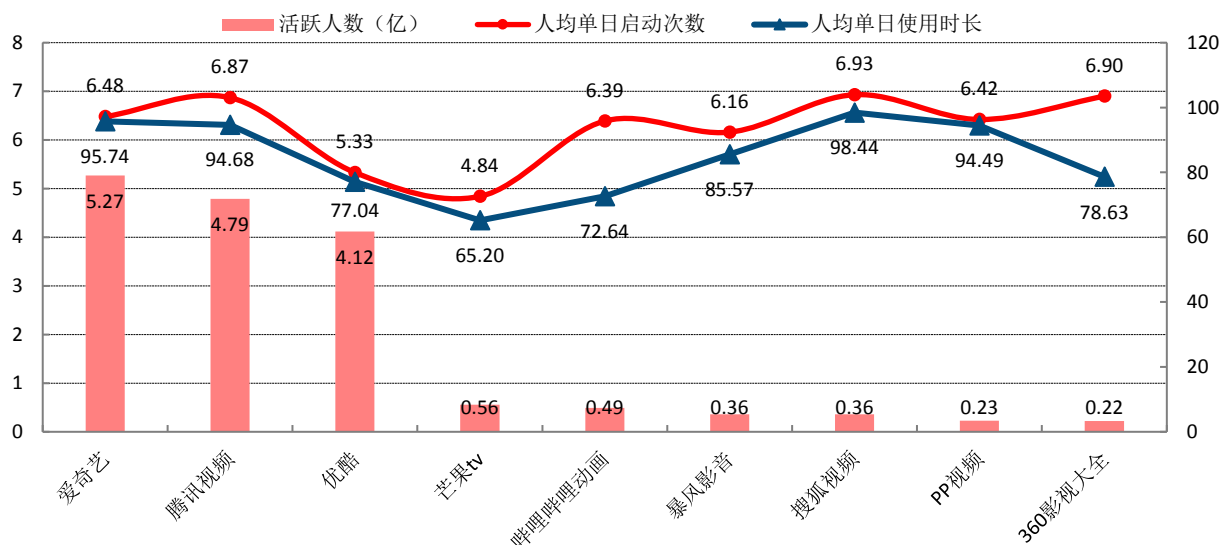
4.1 开采点之一：线上演艺

线上演艺是消费端业务中目前发展得最为完善的一块，其中包括综艺、影视、线上演唱会、直播和短视频等内容。

■ 网络综艺和明星直播成为艺人演艺活动的新窗口

视频网站是线上综艺和影视的基础，腾讯旗下的腾讯视频发展良好，2018 年 3 月活跃用户数为 4.79 亿，排名第二仅次于爱奇艺，且与第三名优酷的差距正在逐步拉大。

图表 26：2018 年 3 月移动视频 App 活跃用户规模 Top10

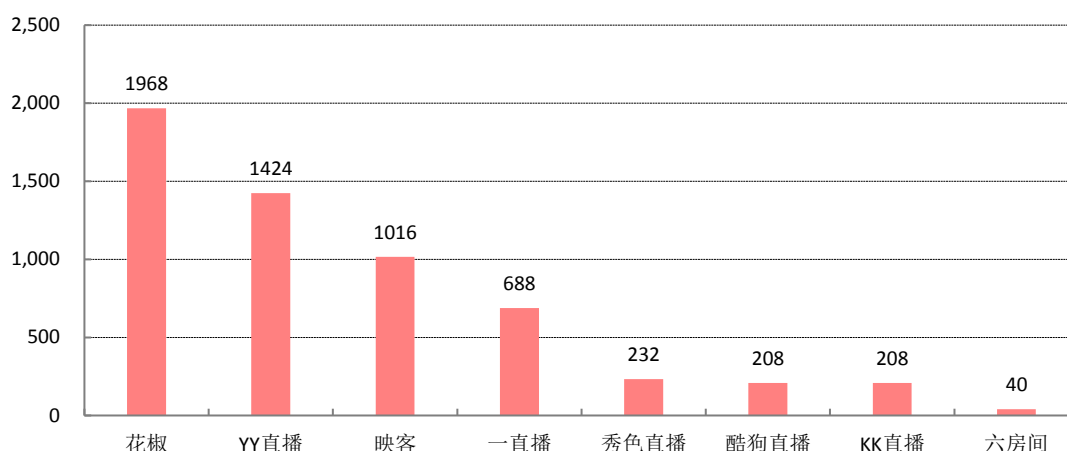


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

当下国内秀场直播市场还未定型，2018 年 6 月用户规模最高的秀场直播 App 为花椒，用户规模不到 2000 万人，腾讯音乐旗下的酷狗直播排名第六，用户规模为 208 万人，且酷狗直播是上榜 App 中唯一以演唱会和音乐现场为主打内容的直播平台。从绝对值上看排名前 8 的 App 之间差距并不大，头部效应还未出现，说明市场整体还有很大的发展空间，企业间竞争还很激烈。

除直播业务之外，“造星”也是酷狗直播和酷我直播的重要使命：酷狗直播和酷我直播会不断发掘有潜力的歌手，为他们制作数字单曲和专辑并利用腾讯音乐平台进行推广，一个典型的例子便是 90 后歌手庄心妍，她在酷狗直播平台上成名并在直播数月后便发行了首张数字专辑，一个月内销量便突破 100 万张，至今在酷狗音乐平台上累计超过 430 万粉丝，“造星”的成功会极大地推动包括酷狗直播和酷我直播在内的整个腾讯音乐娱乐集团的业务发展。

图表 27：2018 年 6 月秀场直播 App 用户规模 Top8（单位：万人）



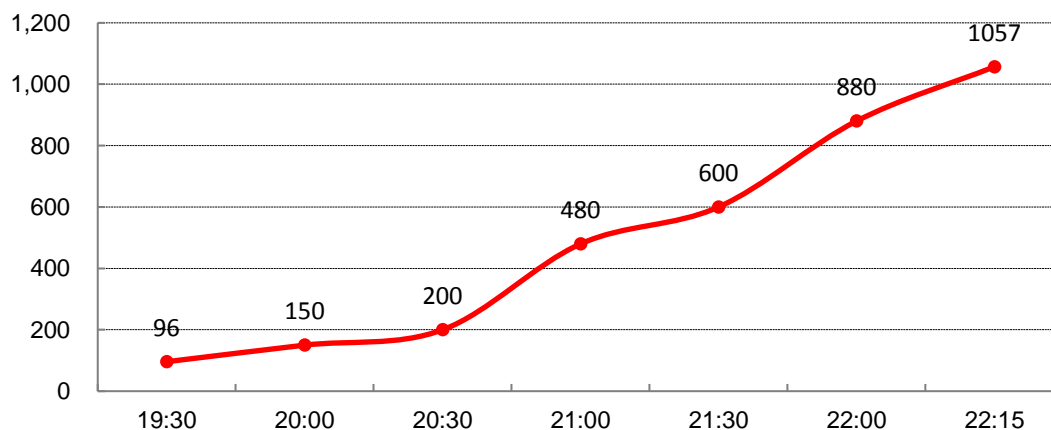
资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

以视频网站为载体的网络综艺/影视与以直播平台为载体的明星直播已经成为明星演艺活动的新窗口，由腾讯音乐联合出品的现象级综艺《创造 101》和《明日之子》便是最好的证明。2017 年腾讯音乐借由《明日之子》狂揽 13 亿流量，音乐作品仅在 QQ 音乐的收听量就达到 22 亿，收听人数超过 1.5 亿；而今年的《创造 101》更让腾讯赚得盆满钵满。与此同时，由于公司资源往往被头部艺人掌握，很多中下部的艺人将演艺的重心放在直播和社交平台上，借此经营流量，直播平台从观众送礼物的金额中抽成 50% 左右。

■ O2O 演唱会逐渐盛行

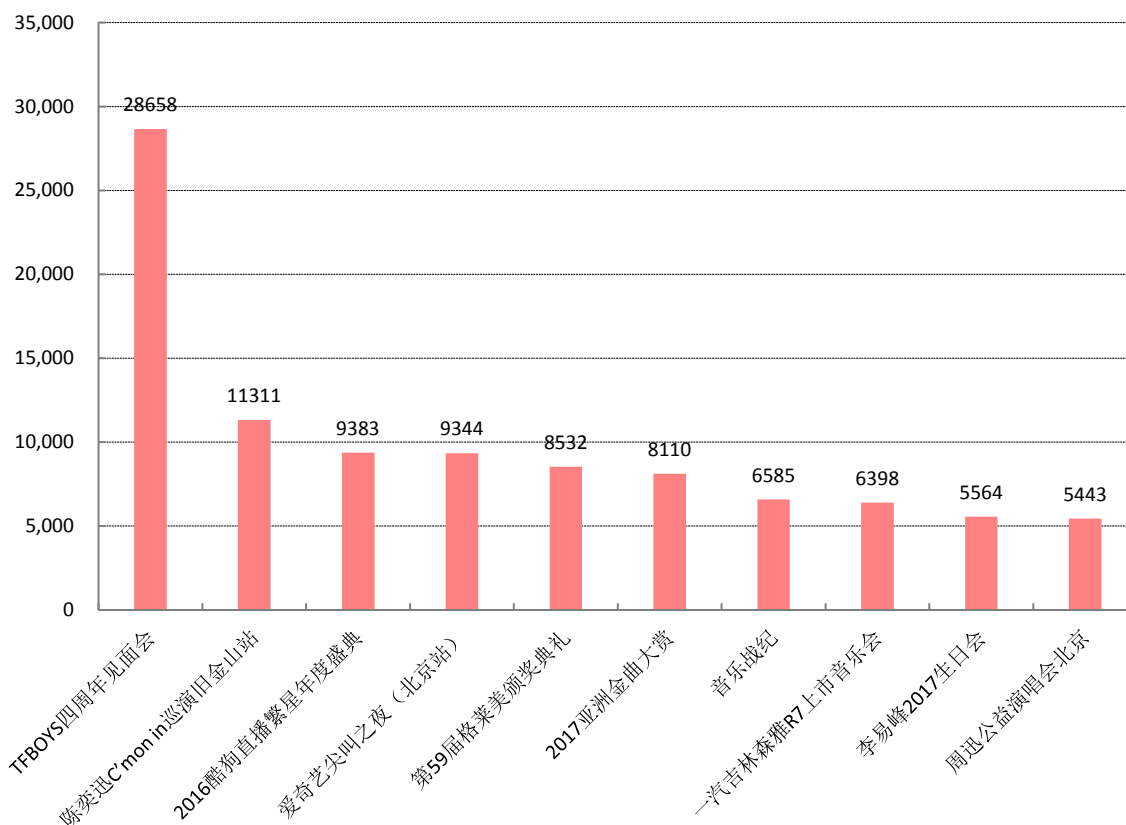
2014 年 8 月 2 日，歌手汪峰将在“鸟巢”体育场开唱，在中国首次运用了“现场演出+付费直播”的全新商业模式。目前线上演唱会市场上，腾讯旗下的 Live Music 是行业绝对的老大：据艺恩咨询发布的数据显示，2017 年线上演唱会点击量前十名中，除了爱奇艺推出的爱奇艺尖叫之夜的北京之外，其余均由腾讯 Live Music 推出，累计共计 9.5 亿人次观看；在腾讯于 2018 年 1 月 14 日举办的《炙·2018 潮音发布夜》线上演唱会中，直播最高点时有超过 1000 万名观众同时收看。

图表 28：《炙·2018 潮音发布夜》直播在线人数趋势（单位：万人）



资料来源：艺恩咨询，中信建投证券研究发展部

图表 29：2017 年线上演唱会累计观看量排行榜（单位：万次）



资料来源：艺恩咨询，中信建投证券研究发展部

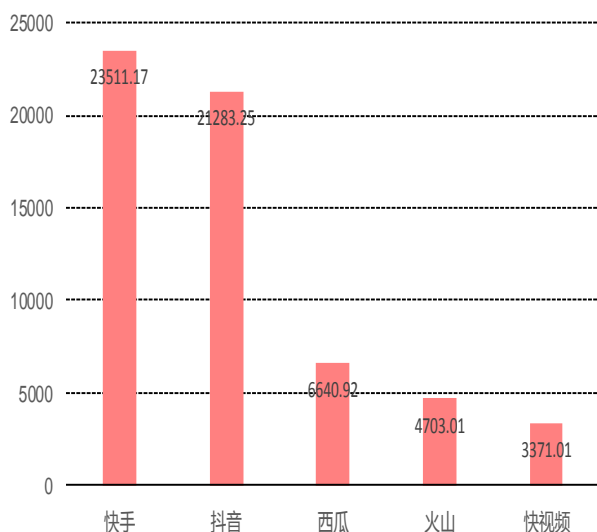
线上演唱会以价格低廉，收看便利，沉浸性较低等特点成为现场演唱会的一个重要补充。目前线上演唱会仍属于拓张市场的阶段，存在免费和收费两种模式，收费模式下通常每张门票价格在 20-30 元不等。线上演唱会发展空间很大，2017 年华晨宇“火星”演唱会线上营收已超过 8300 万，未来随着线上演唱会的不断推进，预计市场会有百亿以上的空间。

4.2 开采点之二：音乐社交

音乐之所以与社交具有很好的契合度，主要是音乐本身浓郁的感情色彩以及其天生的 UGC 特质使然：社交的本质在于建立人与人之间的感情联结，而流行音乐本身门槛低、创造性强且内涵的感情浓厚的特征非常适合充当社交的工具，用户在相互之间对作品进行分享和点评的过程之中很容易就能形成感情上的联系。

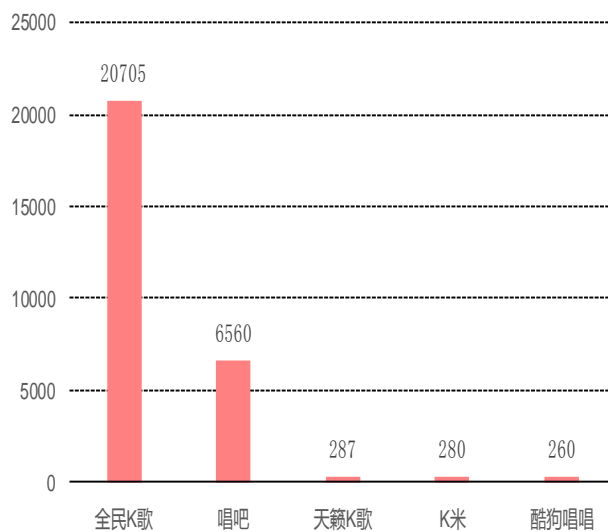
目前较为普及的音乐社交包括以全民 K 歌为代表的线上 K 歌、以快手和抖音为代表的短视频和以网易云音乐为代表的音乐社区。其中，腾讯音乐旗下的全民 K 歌和腾讯领投的快手均是对应领域的龙头企业，且与第二名的差距正不断拉大。

图表 30：2018 年 10 月短视频活跃用户 Top5（单位：万）



资料来源：中商情报网，中信建投证券研究发展部

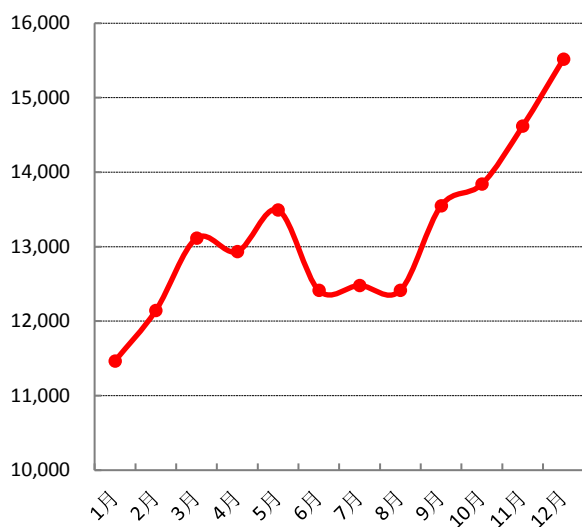
图表 31：2018 年 3 季度移动 K 歌活跃用户 Top5（单位：万）



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

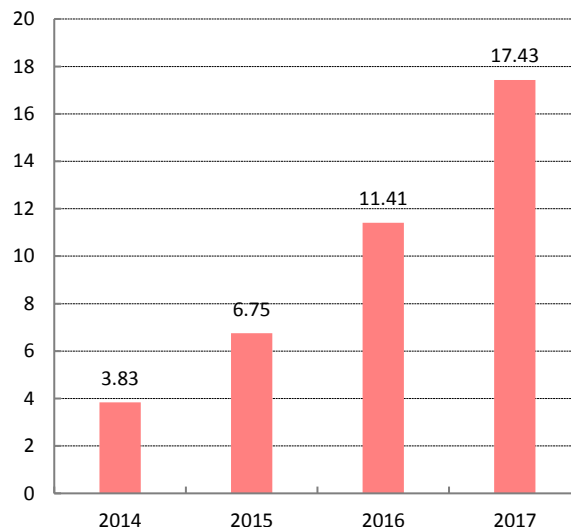
广告和用户打赏是音乐社交类业务的主要收入来源。以线上 K 歌为例，由易观发布的数据显示，2017 年在线 K 歌市场用户规模平均在 1.3 亿左右，收入在 17.43 亿左右。

图表 32：2017 年中国移动 K 歌市场用户规模（单位：万人）



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

图表 33：历年中国移动 K 歌市场收入规模（单位：亿元）



资料来源：易观，中信建投证券研究发展部

腾讯音乐在短视频和在线 K 歌市场上最大的优势在于其拥有大量的音乐版权。一方面，腾讯音乐旗下的全民 K 歌可以直接共享公司版权，极大地减轻了其内容成本，盈利能力相应提高了不少；而另一方面，没有版权支持的在线 K 歌和短视频 App 则需要从腾讯音乐处购买音乐的转授权才能使用歌曲，这进一步提高了腾讯音乐的收入和利润。

分析师介绍

陈萌：中信建投海外前瞻研究首席分析师，中信建投中小市值首席分析师。从事中小市值研究5年，理学金融复合背景，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015年“新财富”中小市值研究第三名、2016年“新财富”中小市值研究入围奖。

报告贡献人

孙晓磊 18811432273 sunxiaolei@csc.com.cn

刘凯 18611509840 liukaizgs@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859