

市场数据(美元)

收盘价: 16.85 美元
 目标价: 23.50 美元
 总市值: 275 亿美元
 纳斯达克: 8123.29
 标普 500: 2932.47



不仅仅是音乐，也不仅仅是社交 开创三位一体的全新物种

主要财务指标(人民币)

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 18,985 | 25,583 | 33,059 | 40,078 |
| 同比增长 | 72.9% | 34.8% | 29.2% | 21.2% |
| 归母净利润(百万) | 1,833 | 4,617 | 6,253 | 8,155 |
| Non-IFRS 归母净利润(百万) | 4,175 | 5,518 | 7,311 | 9,383 |
| 同比增长 | 118.5% | 32.2% | 32.5% | 28.4% |
| Non-IFRS 每股收益(ADS) | 2.71 | 3.55 | 4.66 | 5.92 |
| Non-IFRS 市盈率(倍) | 41.66 | 31.84 | 24.27 | 19.10 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **腾讯音乐到底是什么？**市场主流观点认为：腾讯音乐的商业模式是直播和版权音乐的“两点一线”。我们的观点是：腾讯音乐构筑了复杂而稳固的“三位一体”：以直播和 K 歌满足音乐社交需求，以订阅业务满足核心音乐需求，以数字专辑和单曲等非订阅业务满足偶像粉丝需求。在移动互联网时代，音乐产业从“产品驱动”进化到“服务驱动”，我们不能片面地将直播等社交服务与音乐服务割裂开来，它们属于一个有机的生态系统。
- **腾讯音乐的护城河稳固、内部互补性强：**从 2016 年起，腾讯音乐就统一了中国在线音乐市场的大半壁江山，用户基数遥遥领先，仅有网易云音乐能对其构成局部威胁。公司拥有庞大的音乐版权库、与版权方关系良好，即使在监管部门限制独家授权的情况下，版权仍是重要的竞争壁垒。在腾讯音乐内部，QQ 音乐、酷狗、酷我三大应用的用户年龄层、地理位置构成了互补性，形成了良性竞争；全民 K 歌则是典型的音乐社交应用。
- **“粉丝经济”最大、最具潜力的弄潮儿：**腾讯音乐的战略布局都围绕着粉丝经济——酷狗直播每天通过各种榜单、活动创造网红，并且给予网红转型为专业歌手的机会；腾讯视频培养的毛不易、火箭少女 101 等偶像艺人均在 QQ 音乐独家发行数字专辑；鹿晗、李宇春、BigBang 等成名艺人都在腾讯音乐创造了专辑及单曲销量纪录。抖音的崛起不但没有分流腾讯音乐的用户，反而在用户活跃度和内容方面都为它注入了新的活力。

投资建议

- **递延收入势头良好、财务质量健康：**2018 年，公司营业收入增长 72.9%、递延收入增长 46.3%；递延收入主要包括已充值未消费的会员订阅、虚拟礼物等，是未来业绩的重要指针。公司现金流充裕、没有带息负债。
- **腾讯音乐将经历用户基数、付费率、ARPU 值的提升。**2019-21 年，我们预计社交娱乐收入的复合增速为 25.6%，订阅音乐收入的复合增速为 29.6%，非订阅音乐收入的复合增速为 38.0%。预计 2019-21 年公司营业收入增长 34.8%/29.2%/21.2%，扣非净利润增长 32.2%/32.5%/28.4%。
- **我们预计腾讯音乐 2019-21E Non-IFRS EPS 为 3.55/4.66/5.92 人民币，目前的估值相当于 24.3 倍 2020E Non-IFRS P/E。我们基于 1.2 倍远期 P/E/G (34 倍 2020E P/E) 得到目标价 23.50 美元，首次评级“买入”。**

风险因素：版权合作以及用户导流风险；内容监管风险；数据准确性差异

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
 peipei@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 腾讯音乐到底是什么？直播+版权音乐，还有呢？ | 5 |
| 腾讯音乐的模式不是“两点一线”，而是“三位一体” | 5 |
| 腾讯音乐算一家“音乐公司”吗？取决于你的视野 | 7 |
| 护城河：基于用户与版权规模优势的边界开拓潜力 | 9 |
| 腾讯音乐从诞生起就统一了在线音乐行业的大半壁江山 | 9 |
| 酷狗音乐与 QQ 音乐有较强的地域和年龄特征互补性 | 10 |
| 版权覆盖面影响用户留存，产业链深度合作十分必要 | 12 |
| 粉丝经济中的腾讯音乐，社交联动强劲 | 14 |
| 音乐人初始培养，打造差异化优势 | 14 |
| 以音乐为纽带的直播业务，是社交命题的一解 | 15 |
| 粉丝经济催生“繁星”主播上榜之路，表达与激励共进 | 17 |
| 短视频、K 歌与移动音乐的互补性强于替代性 | 21 |
| 财务指标分析 | 23 |
| 营收增速强劲，整体货币化情况向好 | 23 |
| 盈利能力突出，经营稳健 | 24 |
| 财务预测及估值 | 27 |
| 营业收入 | 27 |
| 营业成本 | 28 |
| 经营费用率 | 28 |
| 盈利预测与估值 | 29 |
| 风险提示 | 30 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 31 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------------------|----|
| 图表 1：腾讯音乐营业收入（人民币百万元），注意音乐收入的分类 | 5 |
| 图表 2：QQ 音乐历史上销售额最高的数字专辑（百万人民币） | 6 |
| 图表 3：腾讯音乐的“需求铁三角”：社交、音乐、粉丝经济 | 6 |
| 图表 4：音乐产业模式变迁史：播放、产品和服务 | 7 |
| 图表 5：腾讯音乐的“综合服务”模式：左为酷狗音乐，右为全民 K 歌 | 8 |
| 图表 6：腾讯音乐在内容端和渠道端都远远甩开了竞争对手 | 8 |
| 图表 7：腾讯音乐历史沿革 | 9 |
| 图表 8：2019 年 2 月移动音乐 App MAU（单位：亿） | 10 |
| 图表 9：2019 年 2 月移动音乐 App DAU（单位：万） | 10 |
| 图表 10：移动音乐 App 2017 年 10 月至 2019 年 2 月 MAU（单位：亿） | 10 |
| 图表 11：各移动音乐产品分区域分布 | 11 |
| 图表 12：各移动音乐产品在北京和上海用户权重 | 11 |
| 图表 13：各移动音乐产品分年龄层分布百度指数对比 | 11 |

| | |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 14: 2010 年至 2018 年在线音乐用户规模及渗透率..... | 12 |
| 图表 15: 2017 至 2018 全球智能音箱出货量 (万台) | 12 |
| 图表 16: 中国的版权音乐产业链..... | 12 |
| 图表 17: 腾讯音乐与网易云音乐版权对比..... | 13 |
| 图表 18: 音乐人群体结构图..... | 14 |
| 图表 19: 腾讯“创造营 2019”打造的部分男团歌手..... | 15 |
| 图表 20: 社交娱乐占腾讯音乐营业收入的比例..... | 15 |
| 图表 21: 腾讯音乐 MAU 分布 (单位: 百万) | 15 |
| 图表 22: 酷狗直播、酷我聚星和全民 K 歌历史直播收入流水 (亿元) | 16 |
| 图表 23: 2019 年 2 月直播 App MAU 排名 (单位: 万) | 16 |
| 图表 24: 2019 年 2 月直播 App DAU 排名 (单位: 万) | 16 |
| 图表 25: 酷狗直播 MAU 趋势 (单位: 万) | 17 |
| 图表 26: 全民 K 歌 MAU 趋势 (单位: 亿) | 17 |
| 图表 27: 酷狗直播学院“好声音特训营”..... | 17 |
| 图表 28: 酷狗直播 2018 年度盛典奖励..... | 18 |
| 图表 29: 酷狗直播与酷狗音乐打造的电子国风 SING 女团 | 19 |
| 图表 30: 酷我真声音奖励展示..... | 19 |
| 图表 31: 各直播平台与主播分成比例..... | 20 |
| 图表 32: 2018 年 11 月直播平台头部主播收入 (亿元) | 21 |
| 图表 33: 2018 年 11 月直播平台头部主播收入分布 | 21 |
| 图表 34: QQ 音乐热歌榜、抖音 DOU 听音乐榜, 全民 K 歌年龄榜交叉对比..... | 21 |
| 图表 35: QQ 音乐与抖音 MAU 环比增速 | 22 |
| 图表 36: QQ 音乐与抖音 MAU 环比增速 (相隔一期) | 22 |
| 图表 37: QQ 音乐与全民 K 歌 MAU 环比增速 | 22 |
| 图表 38: QQ 音乐与全民 K 歌 MAU 环比增速 | 22 |
| 图表 39: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 营收情况..... | 23 |
| 图表 40: 腾讯音乐 FY2015 至 FY2018 递延收入..... | 23 |
| 图表 41: 腾讯音乐 2016 年至 2018 年 MAU | 23 |
| 图表 42: 腾讯音乐 2016 年至 2018 年付费率..... | 23 |
| 图表 43: 腾讯音乐 2016 年至 2018 年月度 ARPU (元/人) | 24 |
| 图表 44: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 归母净利润 | 24 |
| 图表 45: 腾讯音乐 Non-IFRS 归母净利润 | 24 |
| 图表 46: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 Non-IFRS 归母净利润调整过程 | 24 |
| 图表 47: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 盈利能力..... | 25 |
| 图表 48: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 销售费用率和管理费用率..... | 25 |
| 图表 49: 腾讯音乐应收及应付账款周转天数..... | 26 |
| 图表 50: 腾讯音乐经营现金流..... | 26 |
| 图表 51: 腾讯音乐 FY2019 至 FY2021 收入预测关键指标..... | 27 |
| 图表 52: 腾讯音乐 FY2019 至 FY2021 成本预测关键指标..... | 28 |

图表 53: 腾讯音乐 FY2019-2021 销售与管理费用预测.....29

图表 54: 腾讯音乐综合盈利预测.....29

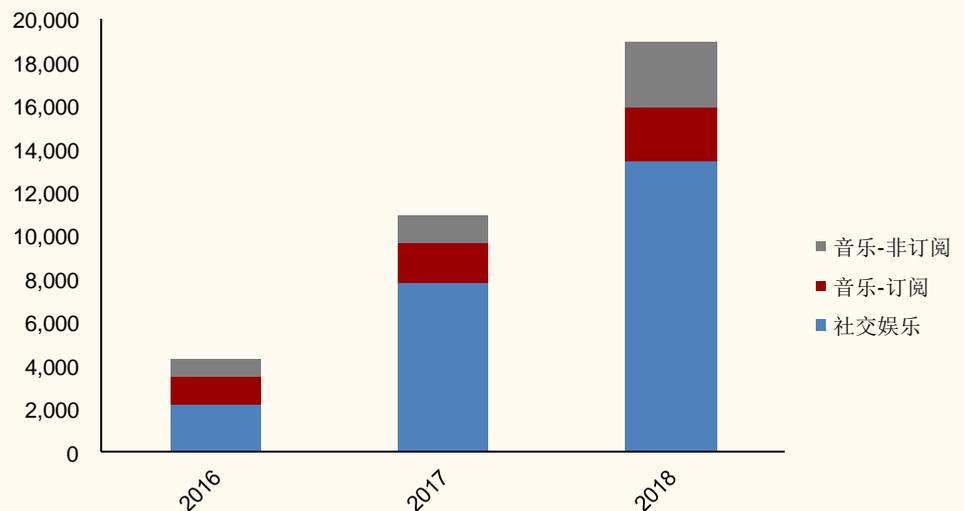
腾讯音乐到底是什么？直播+版权音乐，还有呢？

- 通过腾讯音乐的招股说明书和财报，我们很容易得出结论：这是一家以“直播+版权音乐”为商业模式的公司。其中，版权音乐贡献了大部分用户基数和用户时间，但是目前的收入贡献有限；直播的用户基数较小，但是 ARPU 很高，是目前的首要收入来源。真的是这样吗？我们不能犯“过度简化”的错误——对腾讯音乐的业务必须更加细致地拆分。

腾讯音乐的模式不是“两点一线”，而是“三位一体”

- 2016-18 年，腾讯音乐最大的营业收入一直是社交娱乐，我们估计其中大部分来自直播；其次是音乐，其中又分为“订阅”和“非订阅”。所谓订阅，就是用户付费购买包月的会员服务；所谓非订阅，包括数字专辑及单曲、版权分销、广告，我们估计其中绝大部分收入来自数字专辑及单曲销售。从 2018 年财报，我们可以看到：“非订阅”音乐收入是腾讯音乐各项收入中增长最快的，同比增长高达 132%，增速远远超过了“订阅”音乐收入（35%）和社交娱乐收入（72%）。

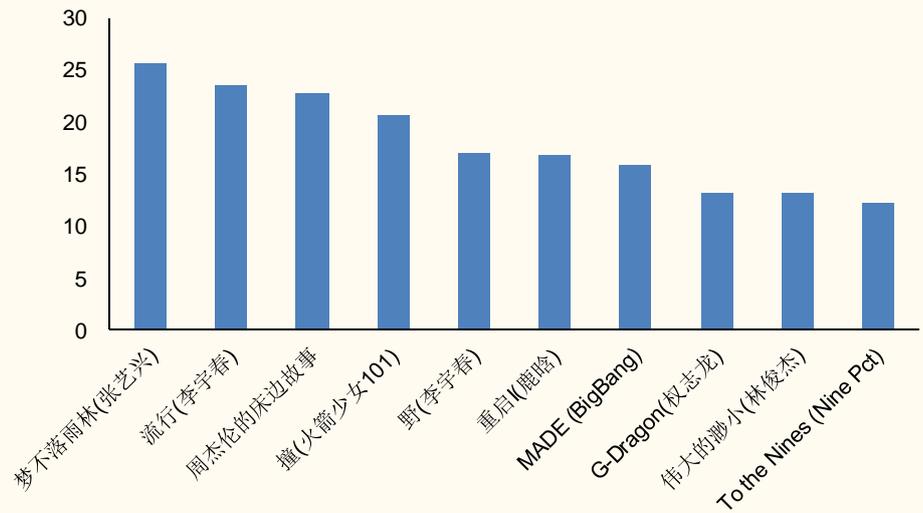
图表 1：腾讯音乐营业收入（人民币百万元），注意音乐收入的分类



来源：公司年报，国金证券研究所

- “非订阅”与“订阅”音乐收入有什么区别吗？区别很大！首先，“订阅”服务收取的是月费或年费，ARPU 较低而且缺乏弹性——目前 QQ 音乐的“绿钻”会员价仅为每月 18 元（自动续费 12 元），“付费音乐包”仅为每月 8 元，我们预计未来提升的空间不大。其次，从网络视频行业的经验看，按照时间收费的会员制是一种效率较低的变现模式，依赖付费会员的三大视频平台迄今无一实现盈利；阅文集团在网络文学领域实现盈利，几乎完全依靠“按阅读字数付费”而非按月付费。最后，从内容产业链的角度看，按月付费的会员模式，切断了从用户端到内容端的直接反馈，使得优质内容生产者无法得到足够的激励，不利于内容质量的提升。
- 腾讯音乐的数字专辑和单曲是一门非常赚钱的生意，其赚钱效率远超传统唱片行业，也超过了许多其他内容行业。以 QQ 音乐为例，历史上最卖座的数字专辑是张艺兴的《梦不落雨林》，销售额高达 2567 万元；李宇春的《流行》、周杰伦的《周杰伦的床边故事》、火箭少女 101 的《撞》销售额均突破 2000 万人民币。2019 年 1-4 月，QQ 音乐已经出现了 6 张销量超过 100 万张的数字专辑；在传统唱片行业，销量 100 万张已经是罕见的“白金级”。事实上，早在 2015 年 9 月，QQ 音乐与鹿晗合作的数字专辑《Reloaded I》就创下了销量破百万的纪录（总销量 340 万）。

图表 2: QQ 音乐历史上销售额最高的数字专辑 (百万人民币)

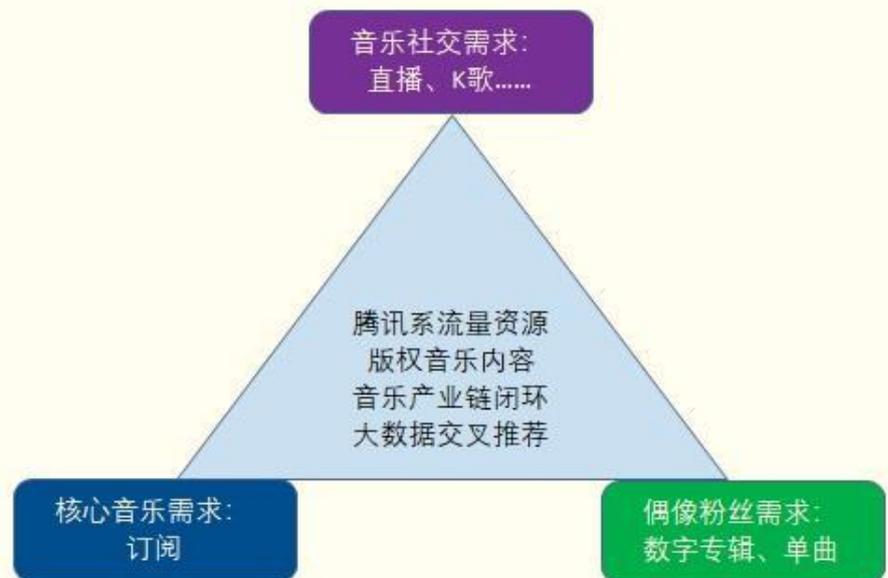


来源: QQ 音乐畅销榜, 国金证券研究所

注: 以上没有包括 Taylor Swift 的两张数字专辑, 因为 QQ 音乐只公布了它们的单曲销量。

- 我们认为, “非订阅”和“订阅”音乐服务满足的用户需求是不一样的: 前者主要满足偶像粉丝的“追星逐梦”需求, 后者主要满足一般音乐消费者的核心音乐需求; 以上两个群体也会有重叠。当一个音乐迷想听经典流行音乐、小众创作音乐或高品质古典音乐时, 他会选择订阅会员服务; 当他想给偶像打 Call、送偶像上榜时, 会选择购买数字专辑或单曲。我们将在后续章节详细讨论腾讯音乐的“偶像粉丝经济”模式。
- 综上所述, 腾讯音乐的商业模式是一个“铁三角”: 通过直播、K 歌等服务, 满足用户的音乐社交需求; 通过订阅会员服务, 满足用户的核心音乐需求; 通过数字专辑和单曲销售, 满足用户的偶像粉丝需求。在这个铁三角中, 音乐社交需求的收入爆发最早、当前 ARPU 最高; 核心音乐需求的收入增长最平缓、但是也是最稳定; 偶像粉丝需求的收入和 ARPU 介于前两者之间, 目前仍处于发展初期。在“铁三角”之下, 是“腾讯系”强大的流量资源、庞大的版权音乐库、音乐产业链闭环和大数据交叉推荐能力。

图表 3: 腾讯音乐的“需求铁三角”: 社交、音乐、粉丝经济



来源: 国金证券研究所绘制

腾讯音乐算一家“音乐公司”吗？取决于你的视野

- 无论如何，腾讯音乐 2018 年营业收入的 70% 来自社交娱乐，尤其是直播。看到以上数据，投资者肯定会产生怀疑：这是一家“音乐公司”吗？还是一家打着在线音乐旗号的直播公司？在市场主流观点里，“在线音乐”是方兴未艾的市场，可以予以高估值；“直播”则是成熟的夕阳市场，估值上限不高。这是在研究公司的过程中必须解答的首要问题。
- 我们的答案是，随着技术和消费模式的变迁，“音乐行业”的范围在扩大。腾讯音乐踩准了行业发展的脉络，进行了前瞻性、革命性的布局。回首过去五十年，华语音乐的产业模式经历了三个阶段：1990 年代以前，是依赖收音机、闭路广播的“播放模式”，用户是免费听歌，但是对播放内容没有任何控制力。1990-2010 年代，是依赖唱片、录音带、CD 的“产品模式”，用户付费习惯逐渐养成，音乐作品的货币化能力大幅提升；但是，由于盗版屡禁不止，加上人均收入偏低，市场潜力并未彻底爆发。2010 年代以来，随着移动互联网的崛起，基于移动 App 和流媒体技术的“服务模式”成为市场主流——音乐不再是独立的“产品”，而是综合性、个性化、交叉销售的服务；它既包括专辑、单曲，也包括短视频、FM 和直播。

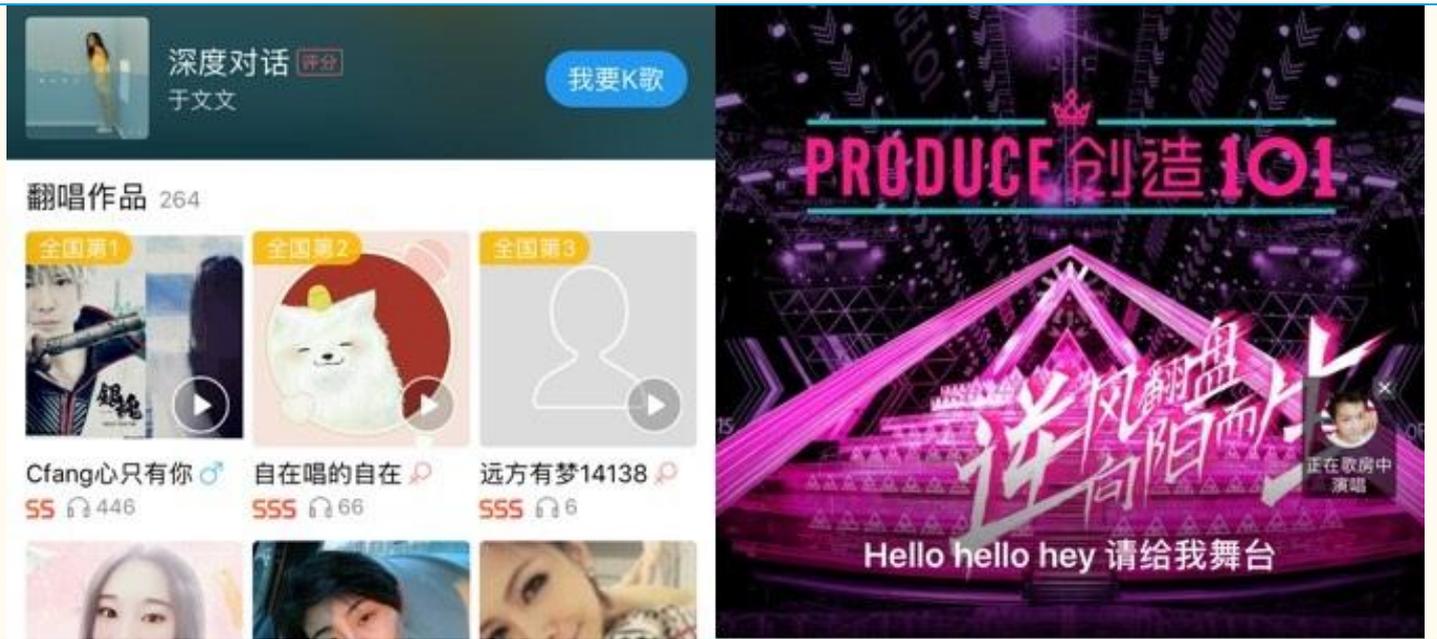
图表 4：音乐产业模式变迁史：播放、产品和服务



来源：国金证券研究所绘制

- 让我们用实际案例解释腾讯音乐的“服务模式”。在酷狗音乐的首页，打开任何一首热门歌曲，用户可以选择关注该歌手、查看 MV 和写真，还可以查看网友基于这首歌制作的短视频、直播节目，甚至可以现场制作自己的短视频并上传。所以，酷狗音乐是一个以听歌功能为核心，横跨直播、短视频、微博等多种功能的综合性音乐服务平台。全民 K 歌也是如此：在用户 K 歌或听朋友 K 歌的过程中，可以跳转到正在直播这首歌的主播房间，还可以观看别人录制的 MV 短视频，甚至“一键生成”自己的 MV 并上传。所以，全民 K 歌也是一个以唱 K 功能为核心，横跨直播、短视频、社交等多种功能的综合性音乐服务平台。腾讯音乐的订阅、数字专辑、直播等变现渠道不是孤立的，而是水乳交融、具备协同性的。
- 问题在于，为何腾讯音乐的竞争对手不能实现类似的“服务模式”？一言以蔽之：竞争对手不具备这样的先天条件。要实现“服务模式”，必须建立一个完整的音乐生态系统：在上游，要具备丰富的版权内容库，最好还能自我创造内容；在中游，要具备强大的产品开发和运营能力；在下游，要拥有庞大的、黏性较高的用户池。事实上，腾讯音乐的任何竞争对手，最多也只能在以上三条当中做到一条。

图表 5：腾讯音乐的“综合服务”模式：左为酷狗音乐，右为全民 K 歌



来源：国金证券研究所绘制

- 现阶段，腾讯音乐的主要变现模式是直播，但是它的绝大部分直播内容是基于音乐的，流量分配模式也是基于音乐的。因此，腾讯音乐不是“披着音乐外衣的直播平台”，而是“具备直播功能的音乐平台”。在历史上，这种商业模式的变迁很常见：以游戏行业为例，2000 年以前几乎是单机买断制的天下，2000 年代的网游流行时间付费制，2010 年代的主流又变成了内购付费制。我们不能武断地认为直播付费不属于音乐行业。
- 此时此刻，腾讯音乐旗下的四大应用——QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌，已经在内容端和渠道端都远远甩开了竞争对手。网易云音乐是市面上唯一能对腾讯音乐构成一些威胁的竞品；虾米音乐（隶属于阿里巴巴）、咪咕音乐（隶属于中国移动）的规模完全无法与腾讯音乐相提并论。这种竞争格局会改变吗？不会。我们将在下文详细论证。

图表 6：腾讯音乐在内容端和渠道端都远远甩开了竞争对手



来源：国金证券研究所绘制

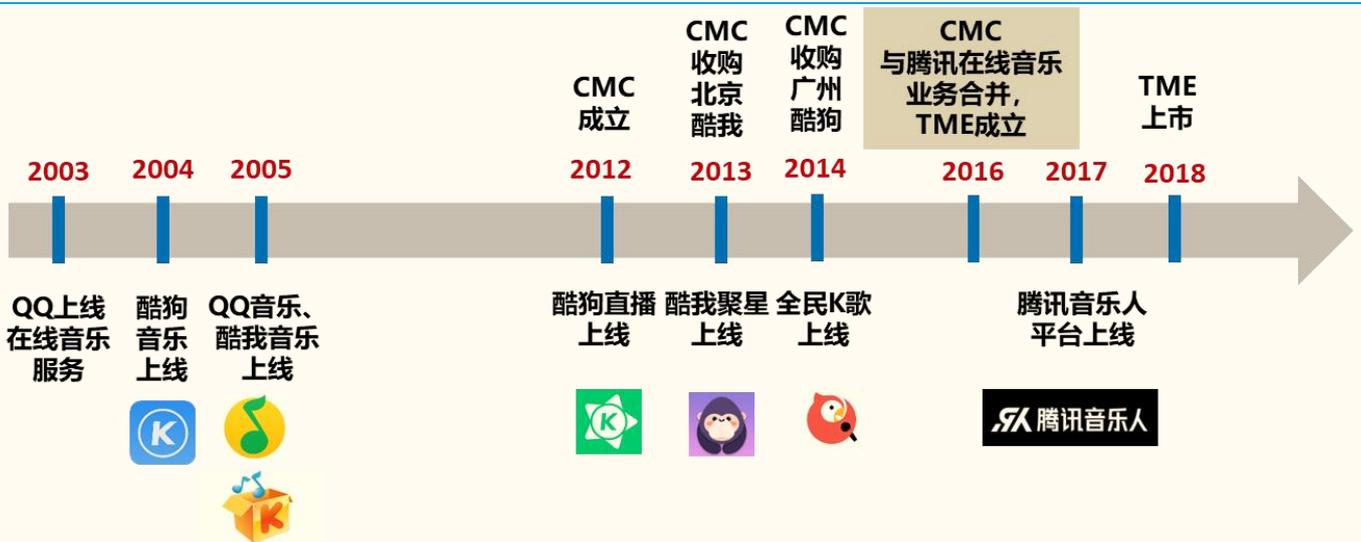
护城河：基于用户与版权规模优势的边界开拓潜力

- 在上市之前，腾讯音乐早已整合了大半个中国在线音乐市场：旗下四大应用的用户基数远高于竞争对手之和，而且建立了难以撼动的版权音乐库。经过多年的协同发展，腾讯音乐与 QQ、微信等社交应用的关系也日益稳固。总而言之，腾讯音乐的护城河挖的足够早、足够深，竞争对手已经没有任何希望击破。因此，公司得以避免在长视频、网络文学等市场出现的激烈竞争格局，从容地完善生态系统、寻找比较优势。

腾讯音乐从诞生起就统一了在线音乐行业的大半壁江山

- 腾讯音乐的起步，是 2003 年 QQ 推出在线音乐服务。2005 年，QQ 音乐正式上线；几乎与此同时，酷狗音乐、酷我音乐先后成立。进入移动互联网时代，酷狗、酷我先后被收归中国音乐集团(CMC)旗下，并且先后推出直播功能作为主要变现渠道。2014 年，腾讯旗下的全民 K 歌上线，并迅速成为国内最流行的在线 K 歌 App。2016 年，腾讯收购了 CMC，从而将 QQ 音乐、全民 K 歌和酷狗音乐、酷我音乐整合到腾讯音乐旗下。从诞生之日起，腾讯音乐就统一了在线音乐行业的大半壁江山。
- 腾讯在 2016 年对在线音乐市场进行整合，是一个及时、明智的决定。当时，网易云音乐尚未成为网易的战略发展重点，阿里旗下的虾米音乐尚未形成气候，中国移动旗下的咪咕音乐则在移动 App 端动作迟缓；CMC 虽然拥有两大音乐 App，但是背后没有互联网巨头的资源扶持，接受腾讯整合是大势所趋。如果腾讯的动作稍晚一点，在线音乐行业可能与视频行业一样，形成 BAT 三大巨头各据一方的严峻局面；或者至少与网络文学行业一样，形成“一超多强”混战不已的局面。

图表 7：腾讯音乐历史沿革

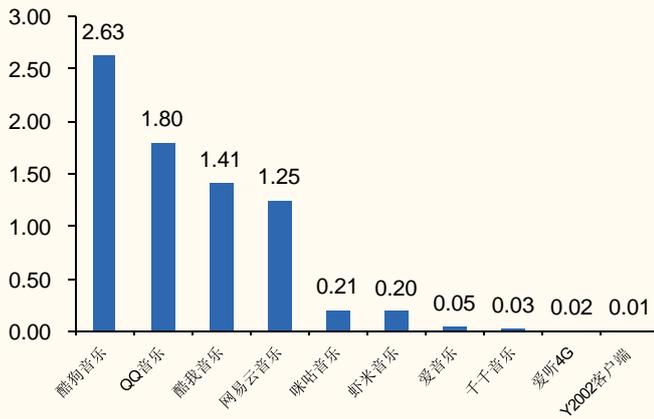


来源：招股说明书，国金证券研究所

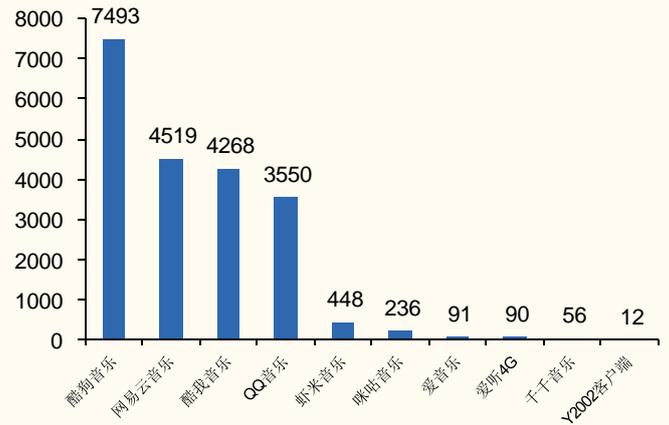
注：CMC 指 China Music Corporation，中国音乐集团（又称海洋音乐集团）。TME 指腾讯音乐。

- 腾讯音乐对中国在线音乐行业的统治是稳固的、毋庸置疑的。根据国金证券创新中心的监测数据，2019 年 2 月移动音乐 App 的 MAU 排名中，酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐分列前三（暂不计入全民 K 歌），MAU 分别为 2.63 亿、1.80 亿和 1.41 亿；腾讯音乐 MAU 总和 5.84 亿，是第四名网易云音乐的约 4.7 倍。从 DAU 排名来看，酷狗音乐位列第一，DAU 为 7493 万，第二名为网易云音乐，DAU 为 4519 万，第三名与第四名为酷我音乐和 QQ 音乐，DAU 分别为 4268 万和 3550 万；腾讯音乐产品 DAU 总和 1.53 亿，是网易云音乐的 3.4 倍。总体看来，网易云音乐的用户基数和活跃度与酷我音乐处于一个量级，远远逊色于腾讯音乐整体。至于虾米音乐、咪咕音乐的差距就更大了，已经被甩出几个身位。

图表 8：2019 年 2 月移动音乐 App MAU（单位：亿）



图表 9：2019 年 2 月移动音乐 App DAU（单位：万）

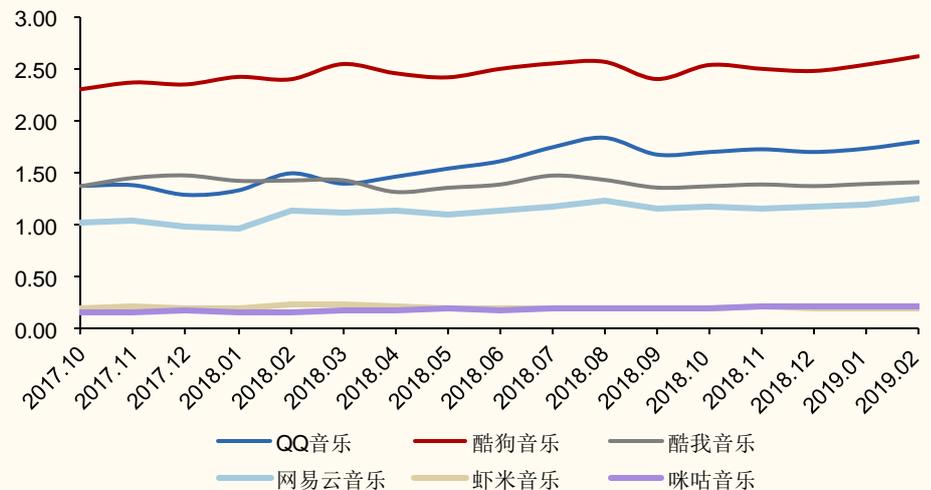


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 以用户基数来衡量，中国移动音乐市场格局较为稳定。当我们将时间线拉长，自 2017 年 10 月以来，酷狗音乐的 MAU 量级一直维持在 2.5 亿左右，大幅领先于其他 App。QQ 音乐的 MAU 呈小幅上涨趋势，酷狗音乐的 MAU 则稳中有升；网易云音乐的 MAU 量级逐步逼近酷我音乐，但是始终未能超越。而虾米音乐和咪咕音乐的 MAU 量级较小，且变化幅度不大。总而言之，在可见的未来，对腾讯音乐可能构成威胁的竞品仅有网易云音乐一家，而且这种威胁是局部的、有限的。

图表 10：移动音乐 App 2017 年 10 月至 2019 年 2 月 MAU（单位：亿）



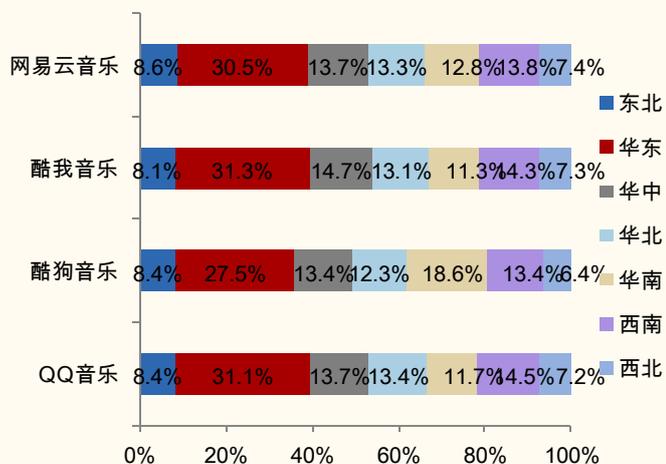
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

酷狗音乐与 QQ 音乐有较强的地域和年龄特征互补性

- 移动音乐 App 的市场定位各有不同，酷狗音乐更加大众向。腾讯音乐旗下用户最多的 App——酷狗音乐，定位是满足主流用户的需求，也就是市场的“最大公约数”。腾讯音乐最大的竞争对手——网易云音乐，则是主打情怀、满足一部分人的需求，定位为“文艺青年”社区，以一二线城市为大本营。但是，随着网易云音乐用户基数的扩大，也不可避免地会冲淡原有的社区调性，使得“曾经友善而温馨的评论区”变得复杂起来。
- 酷狗音乐与 QQ 音乐有较强地域特征的互补性。国金研究创新中心的独家用户画像数据显示：从区域角度看，酷狗音乐在华南地区明显占优，而 QQ 音乐在华东、华北地区占优，酷我音乐在西南、西北地区占有，构成了区域互补性；从城市角度看，酷狗音乐在一线城市（尤其是北京、上海）处于相对弱势，QQ 音乐在一线城市稍强，网易云音乐在一线城市也表现

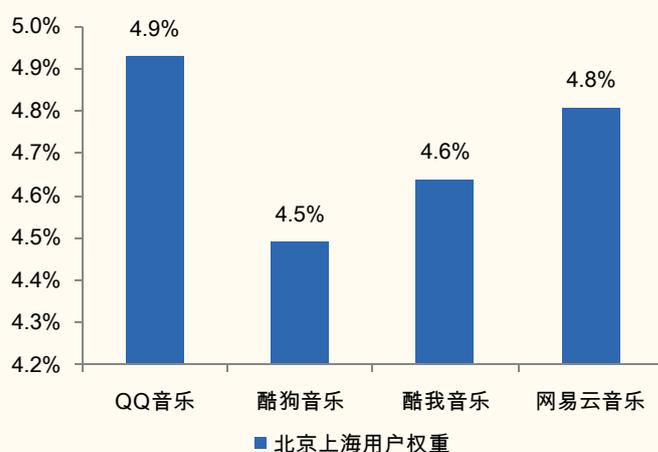
不俗。由此可知，在腾讯音乐内部，酷狗音乐和 QQ 音乐不是严格的“自我竞争关系”，目标用户群体有一定差异；对外部而言，QQ 音乐与网易云音乐的直接竞争关系较强，但是酷狗音乐并没有直接的竞品。

图表 11：各移动音乐产品分区域分布



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

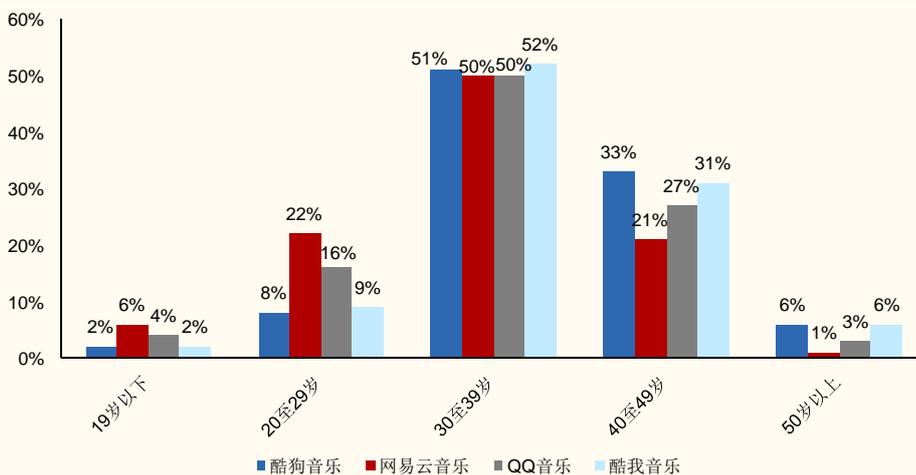
图表 12：各移动音乐产品在北京和上海用户权重



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 移动音乐产品的年龄分布也具有层次性。从百度指数看，各大移动音乐 App 都有约半数的用户年龄在 30 至 39 岁，他们是在线音乐市场的主力消费人群。网易云音乐的用户年龄明显较轻，19 岁以下、20-29 岁两个年龄段用户占比高，这与它在二次元音乐、小众创作型音乐方面的强势地位有关。酷狗、酷我的用户年龄稍大，均有约 1/3 的用户在 40-49 岁年龄段，他们的消费能力比较强，对直播打赏的接受程度很高。QQ 音乐的用户年龄结构介于酷狗和网易云音乐之间。从年龄分层角度看，腾讯的战略是：以酷狗、酷我吸引较高年龄段、消费能力较强的用户，以 QQ 音乐吸引全年龄用户。不过，腾讯音乐缺乏一款吸引低龄用户的主力 App。

图表 13：各移动音乐产品分年龄层分布百度指数对比



来源：百度指数，国金证券研究所

- 腾讯音乐在在线音乐市场的地位不可撼动，问题在于：在线音乐市场的用户基数是不是已经见顶？我们认为远远没有。根据 CNNIC 的《中国互联网发展状况统计报告》，自从 2010 年移动互联网兴起以来，在线音乐产品的市场渗透率总体呈现下行趋势——换句话说，在线音乐用户的增速，低于互联网整体用户的增速。毕竟，音乐对于大部分用户而言不是“刚性需求”，只是在休息、乘车或健身时的附属需求。在线音乐行业需要解决的问题，不是“用户红利耗尽”，而是“如何提高用户渗透率”；当其他内容行业纷纷成为“存量市场”时，音乐行业却仍存在“增量市场”。

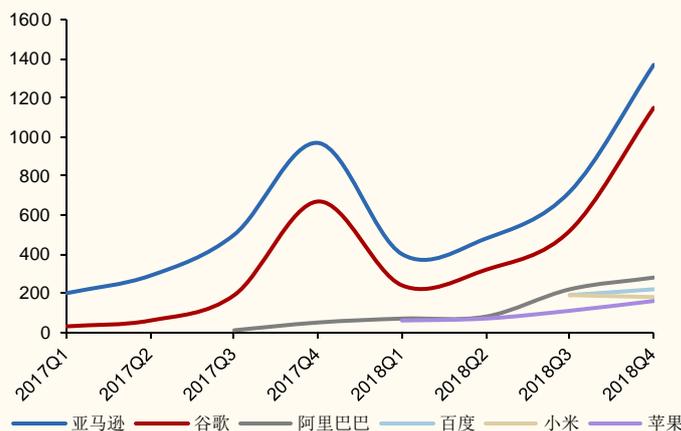
- 我们认为，在线音乐市场未来的用户增长点在于：设备变革导致场景多元化适用体验增强，从而推高用户渗透率和使用时间。家居智能化是大势所趋，智能音箱成为了智能家居的兵家必争之地。Stragety Analytics 的统计显示：2018 年四季度，亚马逊、谷歌的智能音箱出货量均突破 1000 万台，中国的阿里巴巴、百度、小米的智能音箱出货量也突破 100 万台。2018 年 4 月，腾讯推出了自有智能音箱“腾讯听听”；12 月，又推出了带屏幕的智能音箱“腾讯叮当”。今后，无论智能音箱市场的格局如何演变，它都将为在线音乐带来新场景、新用户，甚至新的交互式玩法。

图表 14：2010 年至 2018 年在线音乐用户规模及渗透率



来源：CNNIC《中国互联网发展状况统计报告》，国金证券研究所

图表 15：2017 至 2018 全球智能音箱出货量 (万台)

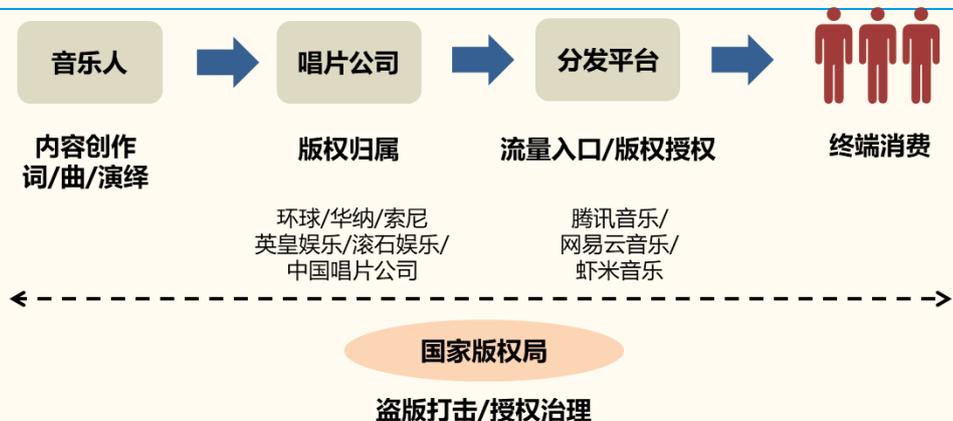


来源：Strategy Analytics，国金证券研究所

版权覆盖面影响用户留存，产业链深度合作十分必要

- 上游唱片公司群雄混战，音乐分发平台把控流量入口议价能力较强。大多数用户会为了听一些特定音乐人或歌曲而同时安装几个移动音乐 App，这一点和长视频平台的用户特征相似。因此，一个移动音乐 App 的版权覆盖面越广，用户基数往往也越大。那么，版权从何而来呢？主要来自唱片公司。除了极少数音乐人自有工作室之外，大多数音乐人皆隶属于唱片公司，其音乐著作权一般也归属于唱片公司。目前的国内音乐市场，既存在环球、华纳、索尼等全球性唱片公司，也存在英皇、滚石、中国唱片等大中华区唱片公司，以及不计其数的中小唱片公司。由于上游唱片公司数量庞大、竞争激烈，而且实体唱片市场已经衰落，所以唱片公司与互联网音乐平台的议价能力往往较弱，音乐市场的“权力重心”正在下移。

图表 16：中国的版权音乐产业链



来源：国金证券研究所绘制

- 音乐版权环境趋好，国内主要还是依靠“看得见的手”从制度上予以治理。自从加入 WTO 以来，我国监管部门对盗版内容的打击力度不断加强。大

型唱片公司有专门的法律团队维权，缺乏资源的音乐人和中小型公司会依托中国音乐著作权协会进行代理维权。中国在线音乐版权保护产生“量变到质变”的节点，是在 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》之后。从此，各大互联网音乐平台进行了针对独家授权的争夺，腾讯音乐成为了最大的赢家。2017 年 9 月国家版权局约谈各大平台，“叫停独家授权”。2018 年 2 月，腾讯音乐与网易云音乐达成 99% 以上独家音乐“转授权”合作。

- 腾讯音乐目前版权内容库资源丰富，与唱片公司华纳、索尼有深度股权关系。2014 年腾讯音乐获得华纳音乐版，2016 年获得索尼音乐版权。2017 年 5 月，腾讯音乐与环球音乐签订中国大陆地区数字版权分销战略合作协议。至此国际三大唱片公司版权合作被收入囊中。2018 年公司与索尼共同成立国际电音厂牌 Liquid State。2018 年 10 月 3 日，公司引入华纳和索尼为股东。目前，腾讯音乐获得了超过 3000 万首曲目的授权，并与索尼、环球、华纳、英皇娱乐、中国唱片公司等达成了主发行及授权协议。网易云音乐在 2018 年也频频发力，拿下乐华娱乐和华研国际版权。除从唱片公司拿到版权外，腾讯音乐在音乐综艺的歌曲版权方面具有优势，公司与腾讯视频联合出品《创造 101》，与腾讯视频、哇唧唧哇联合出品《明日之子 2》，带来了知名度和变现能力极高的版权资源。
- 投资者可能会担心：在国家版权局要求版权音乐“全面授权”、叫停“独家授权”的情况下，腾讯音乐积累的版权资源会不会变得毫无价值？我们认为，这是错误理解了“全面授权”的意义——国家版权局只是限制“哄抢独家版权”，鼓励在线音乐健康发展，不是要求无差别、无次序的授权。在执行中，一般采取“独家代理+转授权”的模式，腾讯音乐将自己手握的版权资源以合理价格分销给其他平台。这种“转授权”模式，在长视频行业已经屡见不鲜。作为独家代理方，腾讯音乐肯定具备一些优势和特权，例如限时独家销售、限制转授权方的使用场景等。

图表 17：腾讯音乐与网易云音乐版权对比

| 公司 | 版权 | 港台音乐人举例 |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 腾讯音乐 | 索尼，华纳，环球，韩国 YG 娱乐，华谊，孔雀廊，种子音乐，天浩盛世，中国唱片公司，杰威尔音乐，福茂唱片，英皇娱乐，， CUBE，LOEN 等 歌手第 1,2,3 季，中国新歌声第 2 季，盖世英雄，蒙面歌王，梦想的声音第 3 季，蔡徐坤 EP《1》，偶像练习生，创造 101，明日之子第 1,2 季，青春有你，中国有嘻哈，中国新说唱 | 杰威尔音乐：周杰伦等 英皇娱乐：容祖儿，古巨基等 |
| 网易云音乐 | 日本爱贝克思 avex、乐华娱乐，华研国际，2017 快乐男声、我想和你唱第 2 季、2017 跨界歌王 | 华研国际：SHE（原歌曲），林宥嘉，田馥甄等 |

来源：腾讯音乐，网易云音乐，公开资料整理，国金证券研究所

- 叫停“独家授权”，不代表所有互联网音乐平台都能平等地获得热门音乐内容。一个典型的例子是网易云音乐的“周杰伦事件”：2018 年 4 月 1 日，由于腾讯音乐向网易转授权的杰威尔公司（周杰伦的个人公司）版权到期，网易云音乐失去了大部分周杰伦歌曲的版权，但是网易未能及时下架周杰伦歌曲，导致部分用户在版权失效之后仍然进行了付费购买。为此，网易云音乐不得不公开道歉并退款。同样，网易云音乐拥有的部分创作音乐人的版权，也不会无缝授权给腾讯音乐。在可见的未来，各大音乐平台围绕版权进行的明争暗斗不会结束，只是会以更温和的姿态呈现。
- 最后，即便各大音乐平台有 99% 的版权内容实现了互相授权，剩下的 1% 可能才是变现的关键——腾讯音乐独家发行的火箭少女 101 首张数字专辑《撞》，上线仅一个月就取得了 2000 万元的销售额，是当年最卖座的数字专辑之一。即便腾讯音乐在未来某一天将《撞》转授权给竞争对手，商业价值最高的时间也早已过去了。在高达 3000 万首的庞大曲库之中，决定胜负的可能仅有 30 万首，谁能说独家代理权不重要呢？

粉丝经济中的腾讯音乐，社交联动强劲

- 提起粉丝经济，人们很容易想到爱奇艺、腾讯视频、优酷、芒果 TV 等长视频平台，微博、抖音等社交媒体，以及数量庞大的内容制作与艺人经纪公司。很少有人注意到：腾讯音乐是一个重要的粉丝经济变现出口，而且正在积极向上游扩张。同时具备对内容端的控制力以及强大的社交联动能力，使得腾讯音乐在粉丝经济的时代如鱼得水。

音乐人初始培养，打造差异化优势

- 有史以来，音乐产品一直是百花齐放、标准化程度较低的产品；音乐行业的灵魂是数以万计的音乐人。进入互联网时代之后，成为音乐人的门槛逐渐降低，音乐人内部出现了明显的分层、分区现象。我们可以粗略地将目前的华语音乐人分为三大群体：专业歌手，就是传统上的音乐人主体；独立音乐人，主打小众、垂直品类；选秀歌手，即所谓“流量明星”的重要组成部分。由于音乐人群体极其庞大而复杂，任何唱片公司都不可能一手遮天，这就决定了音乐供给的高度分散性。

图表 18：音乐人群体结构图



来源：国金证券研究所绘制

- 长尾音乐内容方的整合是互联网音乐市场的发展趋势，而腾讯音乐正在扮演至关重要的角色。传统的专业歌手培养机制是自上而下的，周期较长、与市场距离较远。腾讯音乐通过“自下而上”和“自上而下”两条途径，创造了新的音乐人培养机制：首先，通过旗下直播平台，培养优质主播成为音乐人、发行专辑，庄心妍就是其中的代表，这就是“自下而上”；其次，通过与腾讯视频等“腾讯系”媒体合作，培养选秀歌手，毛不易、火箭少女 101 都是其中的代表，这就是“自上而下”。
- 从一开始，腾讯音乐的野心就不仅仅是“内容分发商”，而是将音乐内容与社交娱乐（直播）结合起来，建立立体化的音乐生态系统。直播整合的是有一定才艺能力的主播资源，虽然主播的基本功水平与专业歌手有差距，但是主播也具备高频互动性、亲近感强以及资源延展性强等优势。这是腾讯音乐对于增量音乐人资源的把控。这一优势是网易云音乐、虾米音乐、咪咕音乐这类纯粹的“音乐内容分发商”不具备的。
- 在选秀节目这一环节，腾讯音乐目前扮演的还是“联合出品”角色，对节目制作、艺人经纪环节介入不深。但是，我们认为，腾讯音乐进入偶像粉丝经济的上游只是时间问题，腾讯的企业文化也鼓励内部竞争。2019 年 3

月，腾讯音乐修改公司经营范围，正式纳入“艺人与演出经纪”。在几年之内，我们或许可以看到腾讯音乐不断接手传统经纪公司、唱片公司、活动策划公司的地盘，形成真正意义上的“垂直整合内容巨头”。我们甚至有可能看到腾讯音乐独家出品的爆款综艺、微综艺。

图表 19：腾讯“创造营2019”打造的部分男团歌手



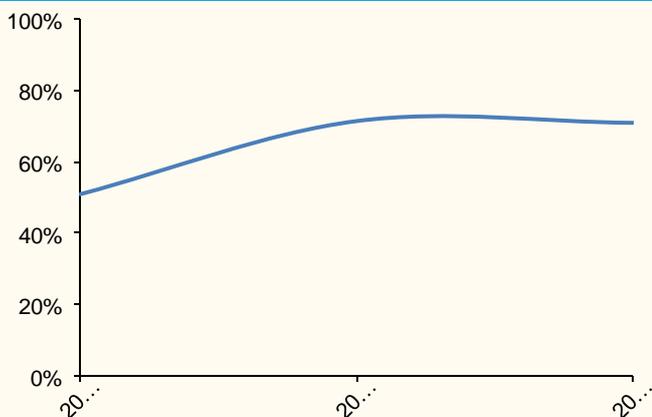
来源：腾讯视频，国金证券研究所

- 粉丝经济是腾讯音乐长期发展战略的核心。Spotify、Apple Music 等音乐流媒体巨头，商业模式都是“做乘法”：订阅收入=用户数*付费率*ARPU。腾讯音乐却是在“既做乘法，又做加法”：营业收入 = 订阅收入 + 非订阅收入 + 社交娱乐收入，三者之间还具备协同效应。所以，腾讯音乐的准确定位应该是：基于社交生态系统的粉丝经济内容平台。

以音乐为纽带的直播业务，是社交命题的一解

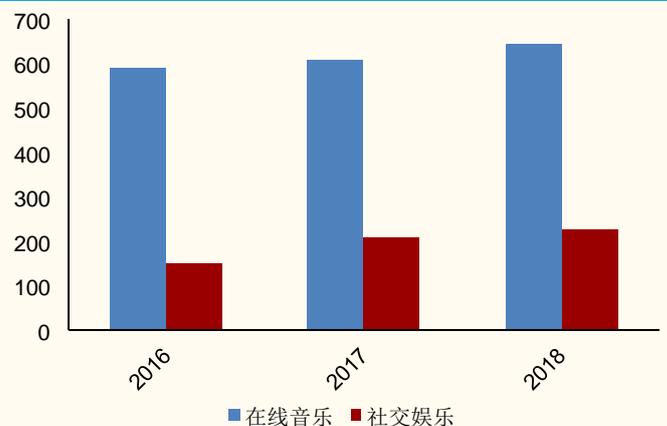
- 2016-2018 年，社交娱乐在腾讯音乐营业收入中所占的比例依次为 50.8%、71.3%、70.8%，是毫无争议的首要收入来源。腾讯音乐的社交娱乐收入主要是直播和在线 K 歌的虚拟礼物收入，以及相关的月度会员收入。与此同时，社交娱乐应用的 MAU 较低，仅相当于音乐应用 MAU 的 25-35%；这个数字有一定的误导性，因为酷狗、酷我两大音乐应用内部也包含直播功能，用户不一定非要下载专门的应用才能观看直播。我们估计，公司的社交娱乐用户很可能被系统性地低估了 30-50%。

图表 20：社交娱乐占腾讯音乐营业收入的比例



来源：公司公告，国金证券研究所

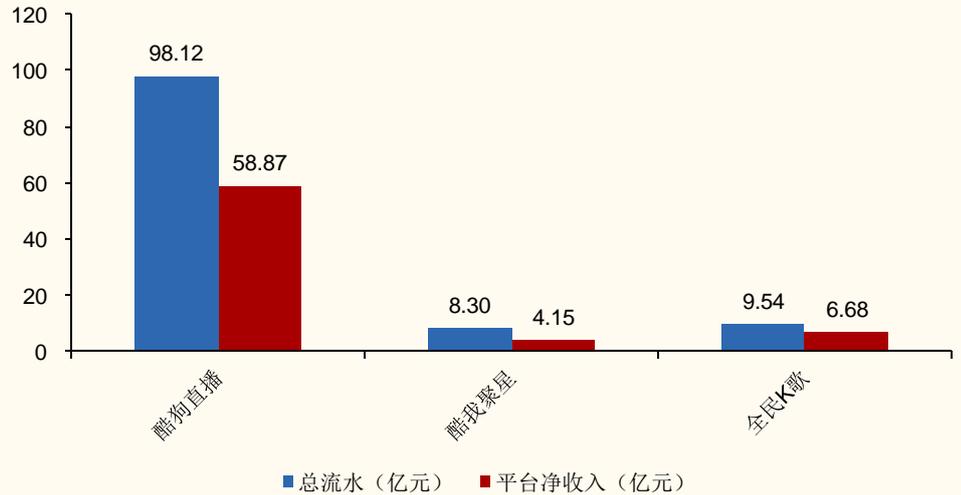
图表 21：腾讯音乐 MAU 分布 (单位：百万)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 腾讯音乐的直播业务包括酷狗直播、酷我巨星和全民K歌。“今日网红”根据头部主播的收入或头部用户的打赏数据，对各大直播平台的流水进行了估算：酷狗直播（2012年-2018年1月）的历史总流水为98.1亿元，酷我聚星（2016年-2018年1月）为8.3亿元，全民K歌（2016年-2018年12月）为9.5亿元。即便考虑到运营时间的差距，酷狗直播的收入规模仍然占据巨大优势。从最新趋势看，酷狗直播的用户基数、主播水平在公司内部位居第一；全民K歌以独特的K歌玩法位居第二；酷我聚星位居第三。

图表 22：酷狗直播、酷我聚星和全民K歌历史直播收入流水（亿元）

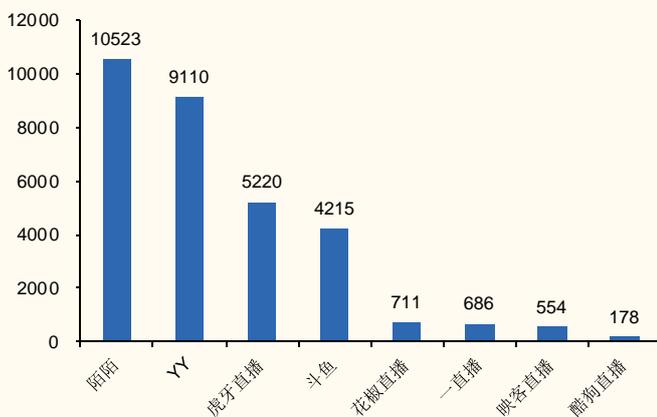


来源：今日网红，国金证券研究所

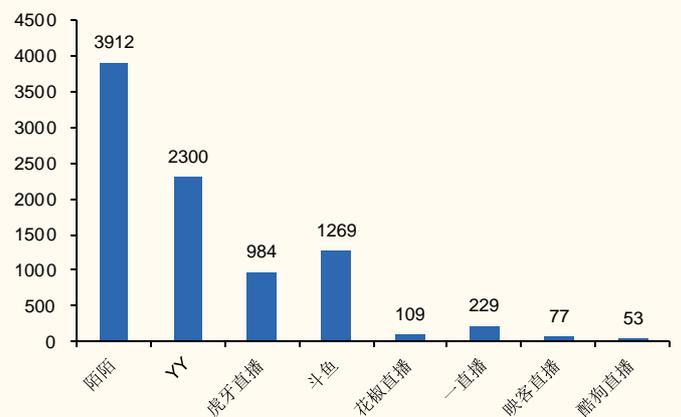
注：①酷狗直播：统计样本为酷狗直播排名前2万名的主播总收入。统计时间为2012年至2018年1月。②酷我聚星：统计样本为酷我聚星排名前2万名的主播总收入。统计时间为2016年至2018年1月。③全民K歌：统计样本为全民K歌打赏累计消费排名前1000名的用户打赏金额，截止至2018年12月。

- 国金研究创新中心的监测数据显示，2019年2月，直播平台MAU最高的为陌陌（1.05亿），其次为YY（9110万）、虎牙（5220万）、斗鱼（4215万）；其他直播平台均被拉开了数量级的差距。不过，陌陌首先是一个陌生人社交平台，我们估计其直播用户渗透率仅有50%左右，所以直播市场的霸主仍然是YY。与此同时，腾讯音乐旗下社交娱乐应用的MAU总和超过2.3亿，远远超过了任何一个竞争对手。如果考虑到在线音乐类应用内部使用直播功能的用户，我们有理由认为：腾讯音乐的直播用户基数相当于四大竞争对手（陌陌、YY、虎牙、斗鱼）之和。

图表 23：2019年2月直播App MAU 排名（单位：万）



图表 24：2019年2月直播App DAU 排名（单位：万）



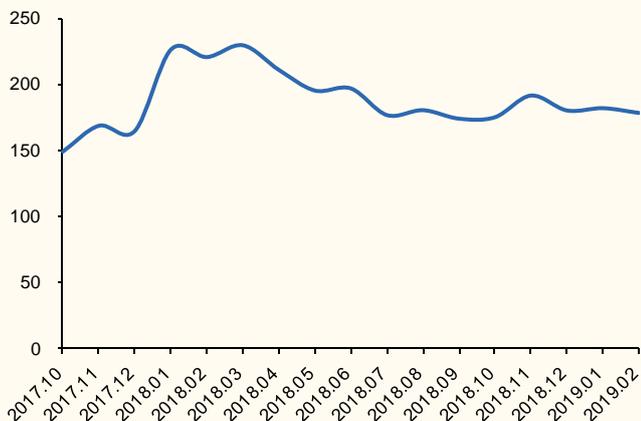
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 在腾讯音乐旗下独立的社交娱乐应用中，全民K歌无疑是最大的，我们的监测数据显示其MAU于2018年二季度突破1.5亿，远远超过了最大的竞

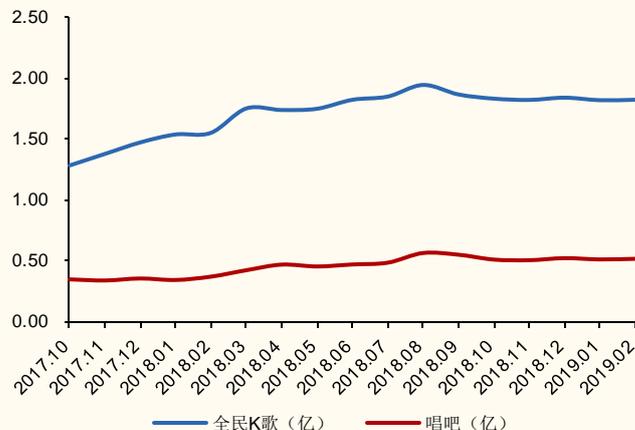
争对手唱吧。酷狗直播的 MAU 在 150-250 万之间徘徊，我们认为这是由于大部分用户习惯从酷狗音乐应用直接观看直播。在腾讯音乐旗下的所有应用之中，全民 K 歌与社交的绑定最深：用户往往是通过听微信或 QQ 好友 K 歌而“入坑”，然后培养起唱 K 和直播打赏习惯的。

图表 25：酷狗直播 MAU 趋势（单位：万）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 26：全民 K 歌 MAU 趋势（单位：亿）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

粉丝经济催生“繁星”主播上榜之路，表达与激励共进

- 直播平台的大部分收入来自虚拟礼物打赏，打赏支付的动因主要有两点：第一是对主播演出内容的现场激励，第二是对主播进入平台各大榜单乃至成为明星网红的“造星激励”。可以看到，第二种打赏动因与网络选秀节目的“打 Call”“送偶像 C 位出道”非常类似，是典型的偶像粉丝经济行为。相对于《偶像练习生》《创造 101》这些专业选秀节目，直播打榜的周期更短、进入门槛更低，能赋予普通用户更高的“参与感”。
- 酷狗直播的音乐垂直化属性突出，完善培养路径打造“繁星”主播留存机制，“直播+数字专辑销售”模式为主播变现潜力挖掘加码。相比于其他直播平台，酷狗直播具有完整音乐产业链条以及音乐主播培养机制，主打歌手养成路径，在将素人培养为专业化的歌手更具优势，可复制的批量造星成为可能。其他平台虽然也能仿效，但是难以得其精髓。
- 酷狗直播开设了直播学院，从声乐才艺、直播技巧、妆容造型等方面对歌手进行指导。酷狗直播学院的导师包括《快乐男声》声乐顾问陈秀珠、《我是歌手》声乐顾问兰天洋等。酷狗直播还发布了新生态扶持计划、上线直播造星节目《酷狗直播 101》、头部主播线下 LIVE 秀计划以及《好声音特训营》等活动。2017 年，酷狗为 295 位直播歌手发行 702 张音乐专辑，创造 2.2 亿元的收入，这是其他直播平台所不具备的资源优势。

图表 27：酷狗直播学院“好声音特训营”



来源：酷狗直播，国金证券研究所

- 酷狗直播除了日常榜单如周榜等需要用户刷礼物为主播打榜外，还有年末额外的年度榜单活动。2018 酷狗直播年度盛典分为大奖赛、公会赛和专辑赛。用户通过投票（刷礼物：从大奖票（100 星币=1 元）到大奖荣耀之巅（100000 星币=1000 元）不等价位礼物）助力自己支持的直播晋级。大奖赛的资格赛从 11 月 25 日开始，直至总决赛 12 月 26 日结束。公会赛和专辑赛的资格赛从 11 月 25 日开始，直至总决赛 12 月 25 日结束。大奖赛为酷狗全部签约艺人参赛，专辑赛为有数字专辑主播参加，公会赛由公会会长报名并派出 10 名主播参赛。一方面，依靠用户付费行为加深用户与主播之间的联结；另一方面，榜单活动也促进主播与酷狗直播平台的粘性。事实上，这就相当于每年举行一次全平台范围的“选秀”节目，所有用户都是投票观众。

图表 28：酷狗直播 2018 年度盛典奖励

| | 金钱相关 | 直播平台相关 | 作品相关（人气出道相关） | 粉丝相关 |
|--------------------------------------------------------------|-----------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------|
| 年度大奖奖励 | | | | |
| 冠军奖励 | 1000 万星币（折合人民币 10 万元） | 专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 5 天+banner 位 7 天，首页盛典荣誉专区展示 30 天；冠军勋章 | | |
| 亚军奖励 | 600 万星币（折合人民币 6 万元） | 专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 3 天+banner 位 6 天，首页盛典荣誉专区展示 30 天；亚军勋章 | 出席盛典颁奖礼并演出；知名制作人做歌，酷狗音乐和酷狗直播双平台售卖推广；时尚杂志写真和专访报道 | 邀请消费前 3 名的粉丝参加盛典，头等舱往返机票+五星级酒店+VIP 门票 |
| 季军奖励 | 400 万星币（折合人民币 4 万元） | 专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 1 天+banner 位 5 天，首页盛典荣誉专区展示 30 天；季军勋章 | | |
| 单项奖奖励：最佳女主播、最佳男主播、最佳新人奖、最佳形象奖、最佳演唱奖、最佳人气奖、最佳才艺奖和最佳爱豆奖 | | | | |
| 单项奖 | 600 万星币（折合人民币 6 万元） | 专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 2 天+banner 位 5 天，首页盛典荣誉专区展示 30 天；单项奖勋章 | 出席盛典颁奖礼并演出；做歌，酷狗音乐和酷狗直播双平台售卖推广；时尚杂志写真和专访报道 | 邀请消费前 3 名的粉丝参加盛典，头等舱往返机票+五星级酒店+VIP 门票 |
| 公会赛奖励 | | | | |
| 冠军奖励 | 700 万星币（折合人民币 7 万元） | 10 个专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 5 天+banner 位 7 天，首页盛典荣誉专区展示；置顶道具；公会冠军勋章 | - | - |
| 亚军奖励 | 500 万星币（折合人民币 5 万元） | 10 个专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 3 天+banner 位 5 天，首页盛典荣誉专区展示；置顶道具；公会亚军勋章 | - | - |
| 季军奖励 | 300 万星币（折合人民币 3 万元） | 10 个专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 5 天+banner 位 7 天，首页盛典荣誉专区展示；置顶道具；公会冠军勋章 | - | - |
| 专辑赛奖励 | | | | |
| 专辑赛奖励 | 600 万星币（折合人民币 6 万元） | 专属房间靓号；（稀缺资源位）酷狗直播开机闪屏 2 天+banner 位 5 天，首页盛典荣誉专区展示 30 天；专辑赛冠军勋章 | 出席盛典颁奖礼并演出；做歌，酷狗音乐和酷狗直播双平台售卖推广；时尚杂志写真和专访报道 | 邀请消费前 3 名的粉丝参加盛典，头等舱往返机票+五星级酒店+VIP 门票 |
| 颁奖礼现场 MVP | | | | |
| MVP 主播 | 500 星币（折合人民币 5 万元） | 酷狗直播 APP 开机闪屏资源；10 天首页顶部大图推荐 | | |

来源：酷狗直播官网，国金证券研究所

- 酷狗直播与酷狗音乐合力打造电子国风 SING 女团，也为腾讯视频的网络选秀综艺《创造 101》提供优质的练习生资源。SING 女团在 2015 年 8 月 10 日正式出道，至今已推出 2 张音乐专辑、近 30 首音乐单曲及近 10 部

Music Video, SING 女团也在持续招募新人中作出努力。目前 SING 出道团员中的赖美云也是腾讯火箭少女 101 团体中的一员。毫不夸张地说, SING 是中国网络综艺选秀女团的先声。

图表 29: 酷狗直播与酷狗音乐打造的电子国风 SING 女团



来源: 腾讯视频, 国金证券研究所

- 酷我聚星同样在造星的过程中强化用户付费粘性, 留存主播的过程也是成本转移用户过程。酷我举行举办的“酷我真声音”活动也是利用粉丝经济中“造星由用户买单”的优秀执行方案之一。
- 2018 酷我真声音: 投票+金钱奖励和 MV/单曲/写真。每月分两期, 分别是 1 日至 15 日的上期和 16 日至月末最后一日的下期, 每个活动期间聚星直播的签约主播上传翻唱作品, 由用户进行投票, 每日, 紫色 VIP 每日获得 5 张免费票, MVP 每日获得 8 张免费票, SVP 每日获得 15 张免费票。用户进入直播间 5 分钟后可获得当天对应资格的免费票。免费票当日有效, 次日清零。免费票使用完后, 若继续投票, 每票价值 100 星币 (折合人民币 1 元)。而最终真声音年度总榜第一名可获得 1 万元和拍摄 MV 的奖励, 第二名可获得 5000 元和录制单曲的奖励, 第三名可获得 3000 元和拍摄个人写真的奖励。
- 酷我聚星 2018 年度盛典: 虚拟礼物加码+主播额外金钱奖励/榜单排名, 12 月 11 日第二轮晋级赛开始。主播通过“小擂台”进行 PK, 由用户进行投票。投票的实质是刷礼物, 只有下述礼物可以计入票数: 年度锦鲤 (100 星币=1 元); 年度金麦 (1000 星币=10 元); 年度皇冠 (10000 星币=100 元); 年度巡礼 (100000 星币=1000 元)。

图表 30: 酷我真声音奖励展示

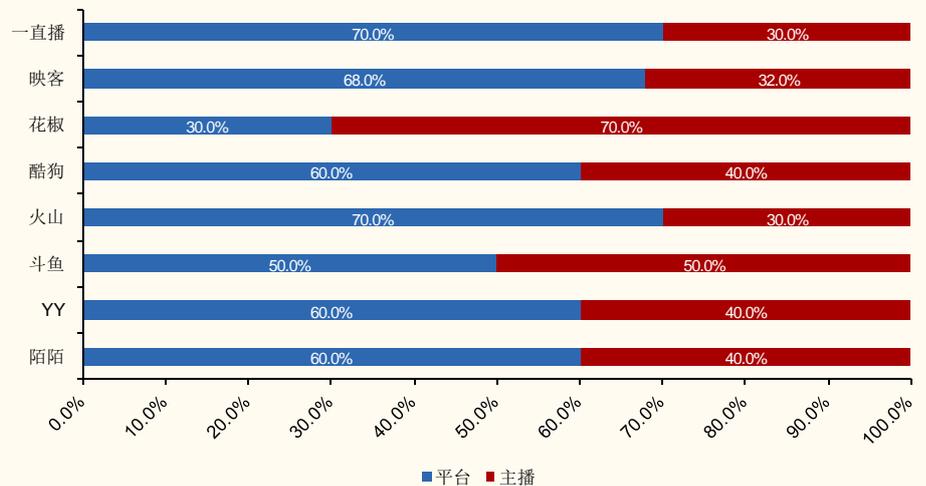


来源: 酷我聚星官网, 国金证券研究所

- 酷狗直播给予主播的利益分成具备吸引力, 分成比例在 6:4, 利于中腰部主播留存。直播平台与主播的分成比例不一, 也是各平台毛利不同的主要原因。一般平台的虚拟礼物收入确认采用总价法, 即打赏总额确认为收入,

成本端的较大比重是平台给予主播的分成。平台给予主播的分成里还会有公会抽成的部分，小平台里公会对主播的管控权相对较高，因此小平台最终归属于主播的份额往往较低。酷狗直播与主播的分成比例在 6:4，与大型秀场直播平台如陌陌、YY 相近。短期内，平台与主播的议价能力会处于较为平衡的关系，分成比例预计不会有太大变动。

图表 31：各直播平台与主播分成比例

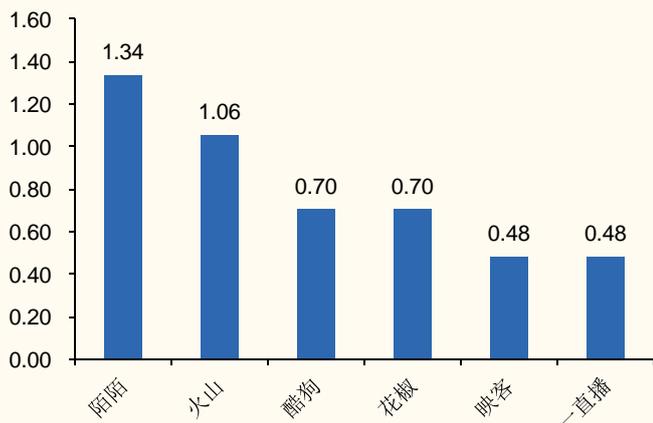


来源：各公司官网，今日网红，国金证券研究所

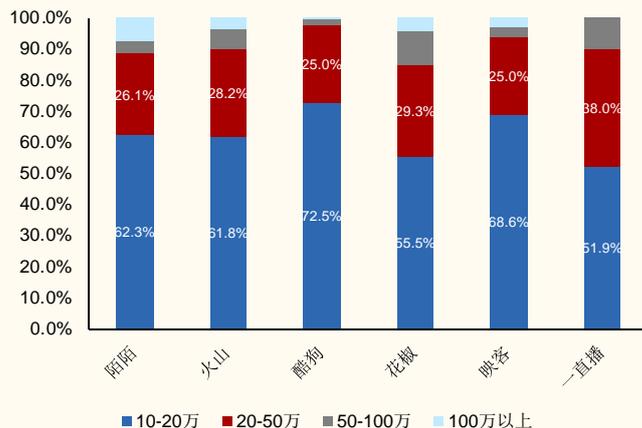
注：酷我聚星的平台与主播分成比例在 50%：50%。全民 K 歌的平台与主播分成比例在 70%：30%。

- 直播平台与公会有深度利益关系，公会与平台可谓“亦敌亦友”。在“平台-公会-主播”的秀场直播产业链里，公会的角色相当于“经纪公司”，对主播进行系统的管理、培训和推广等。对平台而言，公会承包了主播培训和管理，节约了成本和费用；对于新人主播而言，公会是一个学习交流的平台，从直播设备到吸引流量的方法，林林总总的问题皆可通过公会得到解答；公会还是基础的流量来源，能够为主播提供全套推广方案。公会的收入来源，除了直接对主播的打赏收入进行分账，还有平台按照一定规则给予的奖励收入。公会对平台是一对多的形式，即一家公会可以同时入驻多个直播平台。大型公会掌握更多头部主播资源，相对平台有一定的议价能力，所以大部分直播平台面对大型公会，都会有一定程度的忌惮。目前较为大型的公会有华东地区的中娱传媒、MJ 娱乐和中国蓝等，华北地区的红秀坊、校花驾到和天汇星娱等，华中地区的琴岛演艺等，华南地区的娱加和魅色等，以及西南地区的华星兄弟等。
- 酷狗直播对于大型公会的依赖较弱，重点培养中小型公会深度合作关系，对主播资源的直接控制力更强。酷狗公布的年度公会收入排行榜单前 10 名中，并没有上述大型公会的身影。酷狗直播依赖的往往是中小公会，甚至是与自己建立一对一关系的“专属公会”。另一方面，酷狗直播对头部主播的依赖度也比较低。根据今日网红对各大直播平台 2018 年 11 月头部主播的收入统计，酷狗直播前 300 名头部主播的总收入低于陌陌、火山，与花椒持平。从头部主播的分层情况看，酷狗直播主要依靠月收入 10-20 万元的“准头部主播”，竞争对手则普遍更依靠月收入 20 万甚至 50 万元以上的“超级主播”。这就是酷狗的“繁星模式”：通过减少对头部主播的依赖，提高平台议价能力，也降低头部主播被监管封禁或退休的风险。

图表 32: 2018 年 11 月直播平台头部主播收入 (亿元)



图表 33: 2018 年 11 月直播平台头部主播收入分布



来源: 今日网红, 国金证券研究所

注: 统计的头部主播收入为各平台当月收入前 300 名的主播收入

来源: 今日网红, 国金证券研究所

注: 头部主播收入为各平台当月收入前 300 名、且收入 10 万以上的直播。

短视频、K 歌与移动音乐的互补性强于替代性

- 抖音崛起以后, 很多投资者担心: 以抖音为代表的短视频会不会侵蚀音乐类和直播类应用的空间? 我们认为这种担心没有道理——事实上, 短视频、音乐和社交是互补关系! 例如, QQ 音乐下载榜前列有无数的“抖音神曲”, QQ 音乐还专门推出了“抖音榜”; 当一首《可不可以》从抖音走红, 全民 K 歌上的各种翻唱版本层出不穷, 原版在 QQ 音乐上的下载量也不断攀升。我们整理了 2019 年第 12 周的 QQ 音乐热歌榜、抖音 DOU 听音乐榜、全民 K 歌年龄榜 (00 后以及 90 后) 等榜单, 不出意外地发现: 这三个平台的热门歌曲有着很高的重合度, 听众很可能也是同一群人。

图表 34: QQ 音乐热歌榜、抖音 DOU 听音乐榜, 全民 K 歌年龄榜交叉对比

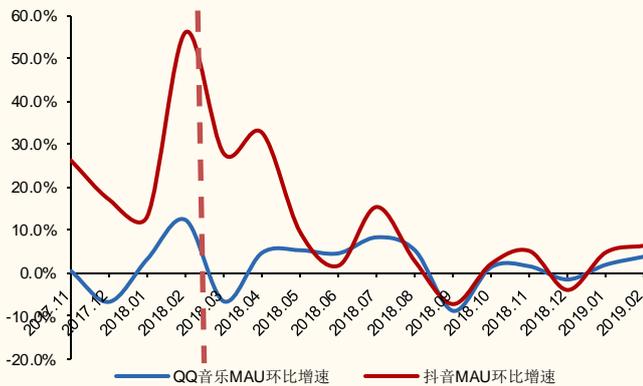
| 排名 | QQ 音乐热歌榜 | 歌手名 | 抖音 DOU 听音乐榜 | 全民 K 歌年龄榜-00 后 | 全民 K 歌年龄榜-90 后 |
|----|-----------------------|---------------------------------------|--------------------------|----------------|----------------|
| 1 | 绿色 | 陈雪凝 | 绿色 | 绿色 | 站着等你三千年 |
| 2 | 只是太爱你 | 张敬轩 | 告白之夜 | 一曲相思 | 一曲相思 |
| 3 | 有一种悲伤 | A-Lin | 我曾——隔壁老樊 (副歌) | 静悄悄 | 绿色 |
| | | Alan Walker/Sabrina Carpenter/Farruko | | | |
| 4 | On My Way | | Crying Over You | 渡我不渡她 | 拥抱你离去 |
| 5 | 站着等你三千年 | 王琪 | Horizon | 可不可以 | 再见只是陌生人 |
| 6 | 一曲相思 | 半阳 | 溯 (Reverse) | 假装 | 可不可以 |
| 7 | 溯 (Reverse) feat. 马吟吟 | CORSAK/马吟吟 | 一曲相思 | 光年之外 | 知否知否 |
| 8 | 知否知否 | 胡夏/郁可唯 | 怀念青春扎心版-剪辑版 | 预谋 | 沙漠骆驼 |
| 9 | 那个女孩 | 张泽熙 | 小鹿乱撞 | 东西 | 静悄悄 |
| 10 | 光年之外 | 邓紫棋 | 确认过眼神 (撩妹撩汉版) | 起风了 | 逆流成河 |
| 11 | 告白气球 | 周杰伦 | Mahi (feat. Kavita Seth) | 知否知否 | 不变的情缘 |
| 12 | 下坠 Falling | Corki | 沙漠骆驼 | 侧脸 | 体面 |
| 13 | 可不可以 | 张紫豪 | 花满庭-剪辑版 | 体面 | 渡我不渡她 |
| 14 | 琵琶行 | 奇然/沈谧仁 | 海市蜃楼-剪辑版 | 红色高跟鞋 | 预谋 |
| 15 | 体面 | 于文文 | 舌尖上的中国 | 下坠 Falling | 光年之外 |
| 16 | 晴天 | 周杰伦 | 轻音乐 | 即兴 | 起风了 |
| 17 | 伪装 | 大壮 | 干就完了-剪辑版 | 有可能的夜晚 | 为爱留下伤心泪 |
| 18 | Bigger | 蔡徐坤 | 有可能的夜晚 | 桥豆麻袋 | 胡产生 |
| 19 | 漂洋过海来看你 | 王丽坤/朱亚文 | 平凡之路 | 生僻字 | 后来 |
| 20 | 夏天 | 李玖哲 | 雪の詠女 (Instrumental VIP) | 琵琶行 | 花开的时候你就来看我 |
| 21 | 生僻字 | 陈柯宇 | 美美哒 | 云烟成雨 | 雨蝶 |
| 22 | 侧脸 | 于果 | Stay With Me | 再见只是陌生人 | 半壶纱 |
| 23 | 静悄悄 | 曲肖冰 | 一生最爱的你 | 可惜没如果 | 红尘情歌 |
| 24 | 狂狼 | 花姐 | 无骨无花, 无花无他-尚东峰 | 江海不渡你 | 成都 |
| 25 | 沙漠骆驼 | 展展与罗罗 | 你打不过我吧 | 沙漠骆驼 | 生僻字 |

来源: QQ 音乐, 全民 K 歌, 抖音, 国金证券研究所

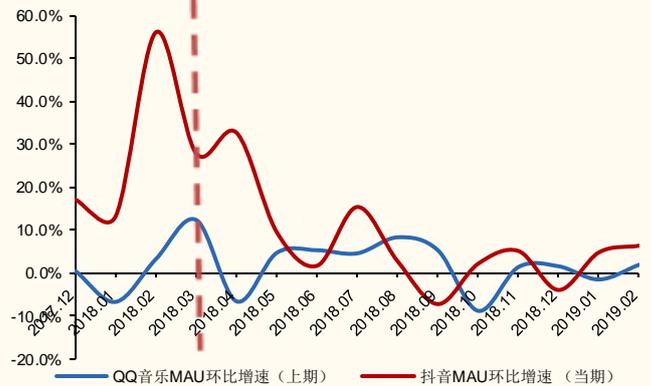
注: QQ 音乐和全民 K 歌排行榜统计区间为 2019 年第 12 周, 截至 3 月 28 日, 抖音排行榜统计区间为 2019 年 12 周, 截至 3 月 30 日

- 从历史数据，我们可以观察到一个有趣的现象：抖音 MAU 环比增速最快的时期（2018 年一季度、三季度），恰恰也是 QQ 音乐 MAU 环比增速最快的时期。2017 年 10 月-2018 年 3 月，QQ 音乐的用户增长趋势大约领先于抖音一个月，说明后者受到了前者的深刻影响；从 2018 年 4 月开始，两者的用户增长趋于同步，进入了“互相影响”的时代。尤其是 2018 年 9 月以后，随着抖音和 QQ 音乐的用户基数达到同一量级，两者的 MAU 增长曲线高度一致，可谓相辅相成。
- QQ 音乐的用户增速相对于全民 K 歌，存在明显的领先效应：前者的 MAU 环比增速领先后者一个月左右。这说明，用户往往是在 QQ 音乐上听到某几首热门曲目，然后才想到去全民 K 歌演唱的；而 QQ 音乐热门曲目的传播方式，往往又是“抖音神曲”；最后，这些“抖音神曲”又向酷狗直播或全民 K 歌的直播功能提供了新鲜内容。由于抖音不经营音乐版权，而且不把直播业务作为重点发展，它没有与腾讯音乐构成任何正面竞争。

图表 35: QQ 音乐与抖音 MAU 环比增速



图表 36: QQ 音乐与抖音 MAU 环比增速 (相隔一期)

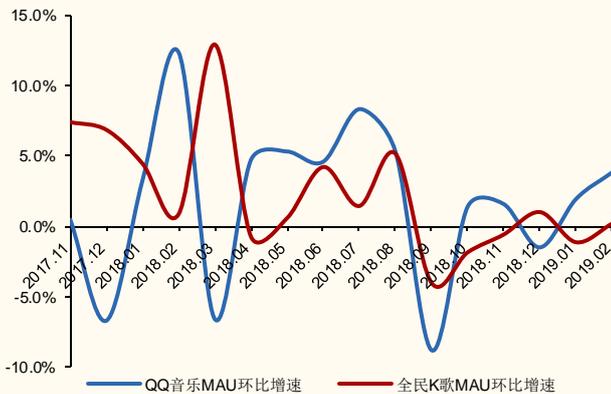


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

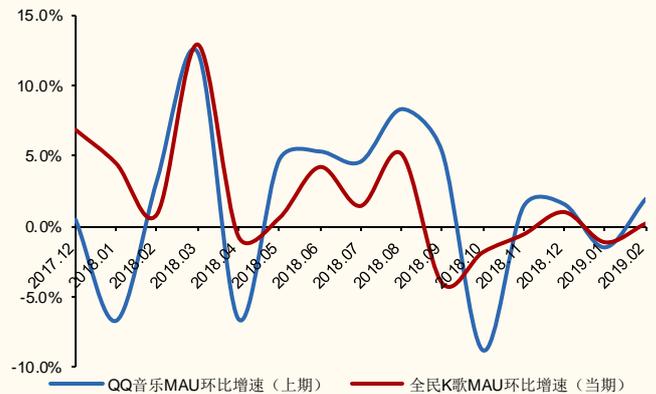
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：QQ 音乐为上一期 MAU 环比增速，抖音为当期 MAU 环比增速。

图表 37: QQ 音乐与全民 K 歌 MAU 环比增速



图表 38: QQ 音乐与全民 K 歌 MAU 环比增速



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

注：QQ 音乐为上一期 MAU 环比增速，全民 K 歌为当期 MAU 环比增速。

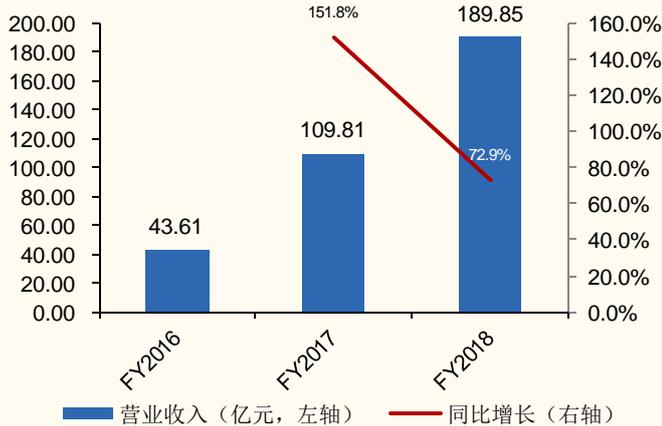
- 事实上，在抖音崛起的 2018 年上半年，陌陌、YY、虎牙等主流直播平台普遍取得了不错的收入增长。我们认为，这是抖音“溢出效应”的绝佳体现：在抖音上成名的网红，一部分流向了成熟直播平台；在抖音上走红的内容，给直播平台提供了新的爆点；而抖音并没有显著地“吸走”直播平台的用户。这给我们提供了一个启示：主流娱乐形式之间，既存在竞争，也存在协同效应；它们将长期共存，其中某种形式的增长不一定意味着其他形式的损失。我们需要将眼光放的长远一点。

财务指标分析

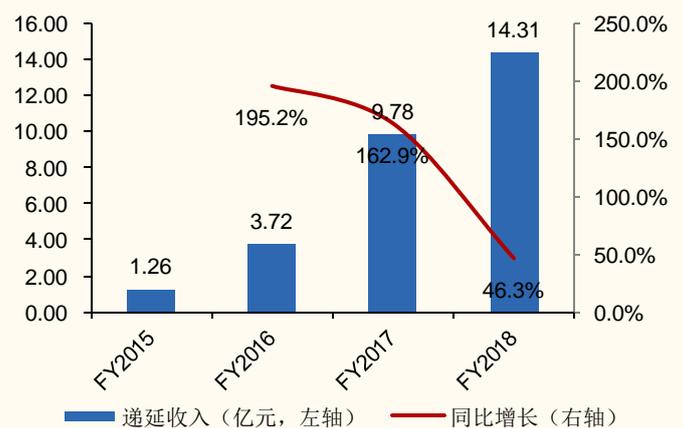
营收增速强劲，整体货币化情况向好

- **营收保持高速增长，递延收入增长也很明显。**腾讯音乐 FY2017-2018 营收分别为 109.81 亿元和 189.85 亿元，分别同比提升 151.8% 和 72.9%。FY2017 和 FY2018 总营收中社交娱乐服务及其他贡献占比分别为 71.3% 和 70.8%，其中重要的赋值产品就是直播的打赏（虚拟礼物）以及直播和 K 歌里的会员服务。递延收入包括还未随时间确认的付费订阅服务和会员特权服务。FY2018 递延收入为 14.31 亿元，同比增长 46.3%。

图表 39：腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 营收情况



图表 40：腾讯音乐 FY2015 至 FY2018 递延收入

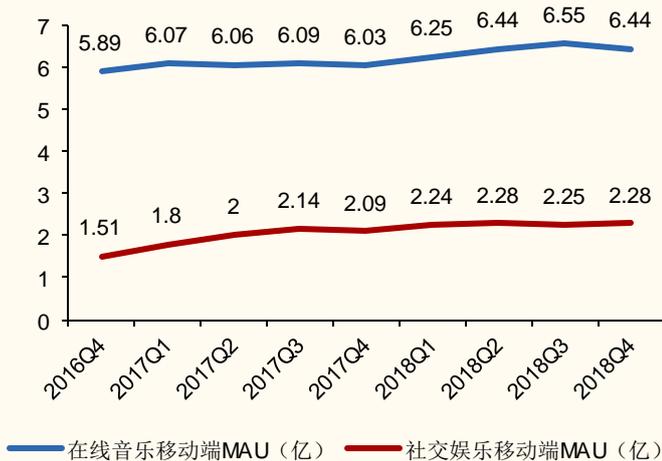


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

- **整体货币化情况向好，社交娱乐及其他服务表现突出。**从付费率来看，在线音乐和社交娱乐及其他业务付费率皆呈上升趋势，目前后者的付费率仍高于前者，2018Q4 在线音乐付费率为 4.2%，同比提升 1pct，社交娱乐及其他付费率为 4.5%，同比提升 0.5pct。从 ARPU 来看，腾讯音乐在线音乐的 ARPU 相对较低，部分由于会员特权服务，此服务单价较低，而社交娱乐业务依靠直播虚拟礼物打赏的收入，ARPU 水平较高且呈上升趋势。

图表 41：腾讯音乐 2016 年至 2018 年 MAU



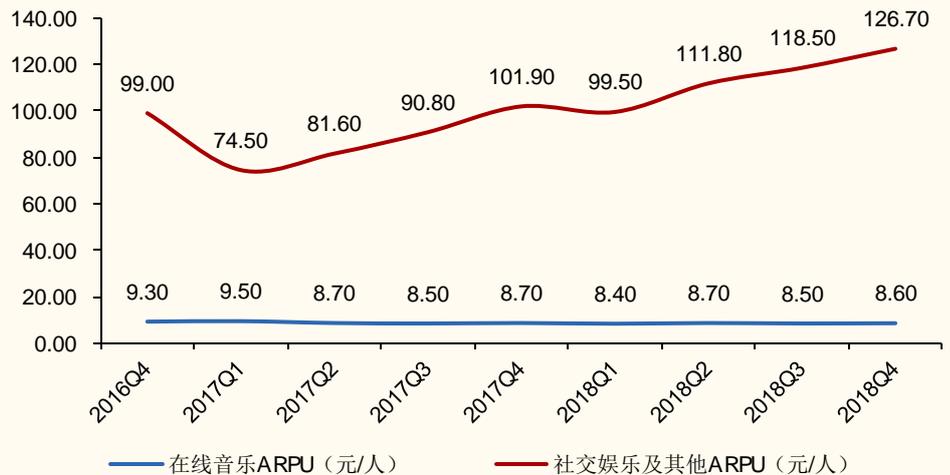
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：腾讯音乐 2016 年至 2018 年付费率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43: 腾讯音乐 2016 年至 2018 年月度 ARPU (元/人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利能力突出, 经营稳健

- 盈利水平突出, FY2018 归母净利润和 Non-IFRS 归母净利润分别为 18.33 亿元和 42.75 亿元, 分别同比增长 38.2% 和 118.5%。剔除股权激励费用、投资收益、无形资产摊销摊销、联营公司投资减值、公允价值变动以及向音乐厂牌合作方股份支付的影响后, FY2018 Non-IFRS 归母净利润为 41.75 亿元, 同比增长 118.5%。FY2017 年的盈利水平的大幅提升主要得益于 2016 年下半年对 CMC 并表及横向整合带来的业务增长。

图表 44: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 归母净利润



图表 45: 腾讯音乐 Non-IFRS 归母净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

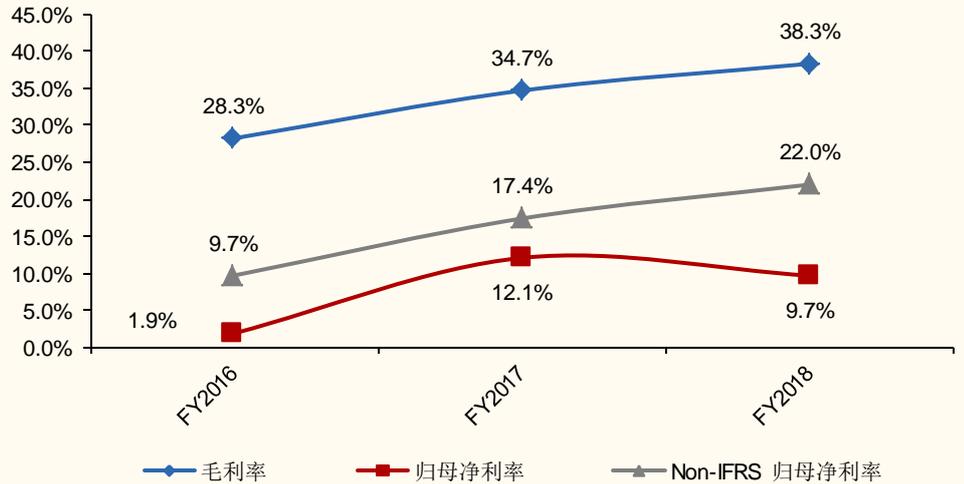
图表 46: 腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 Non-IFRS 归母净利润调整过程

| 亿元, RMB | FY2016 | FY2017 | FY2018 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 0.85 | 13.19 | 18.32 |
| 调整项: | | | |
| 股权激励费用 | 1.70 | 3.84 | 4.87 |
| 权益投资收益 | (0.04) | (0.70) | 0.52 |
| 无形资产及其他由于并购的摊销 | 1.75 | 2.71 | 2.49 |
| 可回售股票公允价值变动 | 0.00 | 0.00 | 0.35 |
| 向音乐合作伙伴的股份支付 | 0.00 | 0.00 | 15.19 |
| 调整后净利润 | 4.26 | 19.04 | 41.74 |
| 调整后归母净利润 | 4.23 | 19.11 | 41.75 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 盈利能力呈上升趋势，毛利率 FY2018 同比提升 3.6pct，Non-IFRS 归母净利率同比提升 4.6pct。公司营业成本主要由服务成本和其他如职工薪酬、广告中介费等构成。服务成本中公司给内容生产方（主播）的分成比例较为固定（约 40%），剩下部分音乐版权或授权成本以及带宽成本等。音乐版权及授权成本的控制体现了公司在加快版权购买节奏的同时对上游版权方较高的议价能力和良好合作关系。净利水平的提升得益于毛利率的增长以及经营费用率的进一步降低。

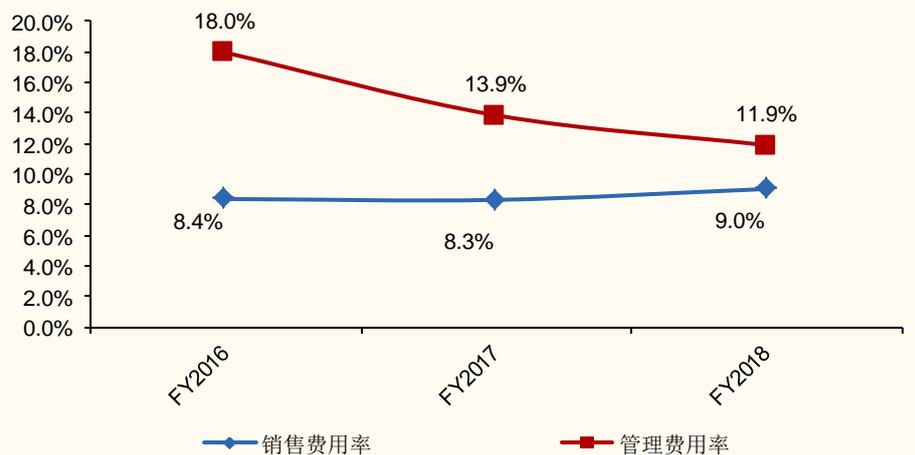
图表 47：腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 盈利能力



来源：公司公告，国金证券研究所

- 销售管理费用率走低，规模效应初显。FY2018 公司的销售费用率和管理费用率分别为 9.0%和 11.9%，其中管理费用率同比下降 2pct。销售费用主要为获客成本，目前公司旗下产品线 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐在市场中品牌力较强且发展期较长，获客成本处于较为稳定的状态。而得益规模效应，腾讯音乐的管理费用率呈下降趋势，且趋势较为明显

图表 48：腾讯音乐 FY2016 至 FY2018 销售费用率和管理费用率

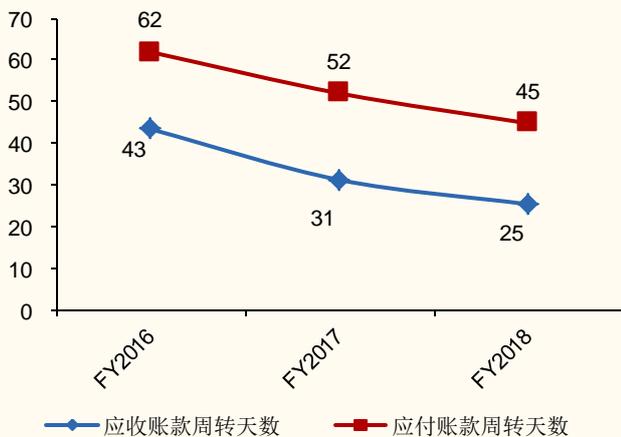


来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司应收及应付账款周转天数走低，经营性现金流高速增长。腾讯音乐应收账款主要是客户付款，因为在线音乐和社交娱乐及其他服务主要是 To C 业务，客户分散，单一客户议价能力较低，故而公司回款能力较强。其中 3 个月以内的应收账款占比最大，FY2016 和 FY2017 分别为 93.7%和 96.0%。公司 FY2018 应收账款周转天数 25 天，同比下降 6 天。公司 FY2018 应付账款周转天数而应付账款主要是公司向腾讯及其他公司支付款项，FY2018 应付账款周转天数 45 天，同比下降 7 天。

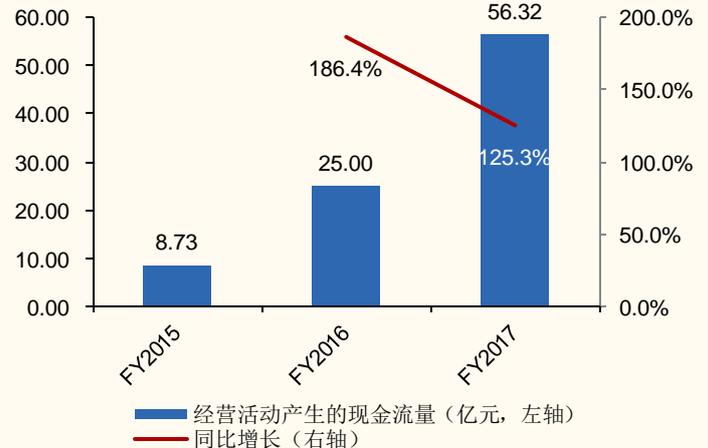
- 与此同时，公司经营活动产生的现金流量保持高速增长，FY2018 达 56.32 亿元，同比增长 125.3%。在本质上，腾讯音乐与大部分互联网公司一样，采用“轻资产”业务模式：主要固定资产为商誉、无形资产、可供出售金融资产。公司负债率一直较低，FY2016-2018 分别为 12%、13%、15%；带息负债在历史上一直是 0。
- 公司最大的固定资产是商誉，2018 年底为 170.88 亿人民币，其中绝大部分是在 2016 年腾讯音乐并购中国音乐集团(CMC)时产生的。2016 年底，公司商誉已经达到 157.62 亿，此后两年只有小幅上升。我们认为，在线音乐行业的整合已经进入稳定期，公司今后进行大规模并购的可能性不大（唯一的战略并购方向在海外）。在 2016 年被并购的业务中，酷狗音乐、酷我音乐都是公司收入和利润的增长引擎，暂时没有商誉减值的风险。当然，如果音乐市场出现结构性的变化，商誉减值风险是存在的。

图表 49：腾讯音乐应收及应付账款周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：腾讯音乐经营现金流



来源：公司公告，国金证券研究所

财务预测及估值

营业收入

- 腾讯音乐披露的用户、付费用户和 ARPU 等经营数据从 2016 年四季度开始。由于缺乏单季度数据，我们以 2016 年四季度的指标代替全年指标；2017 年和 2018 年的全年指标均由各个季度算术平均得出。
- 2017-18 年，腾讯音乐的在线音乐 MAU 增速已经放缓到个位数；但是，由于智能音箱等新场景的引入，我们预计在线音乐 MAU 的增长不会停止，会在 2-3 年内维持平稳。付费渗透率一直增长，尤其在 2018 年增长迅猛，但是也导致了当年 ARPU 的微弱下降（以上仅包括订阅付费）。我们预计，随着用户付费习惯的养成、版权曲库的进一步扩大、与“腾讯系”其他内容平台的联动，未来几年订阅用户将维持较快增速，而 ARPU 将维持温和增长，推动 2019-21 年音乐订阅收入分别增长 38.9%、29.7%、20.8%。
- 非订阅（其他）音乐收入的历史增速远远超过了订阅收入。除了版权分销、广告带来的影响，我们估计数字专辑和单曲等“偶像经济”收入是最重要的推动力。公司没有对非订阅收入做详细拆分，所以难以对其进行详细预测。但是，我们观察到：2019 年 QQ 音乐数字专辑销量极佳，仅 1-4 月就有 6 张专辑销量破百万（2018 年全年约 10 张）；酷狗、酷我也在大力发展数字专辑销售；以《创造营 2019》为代表的“腾讯系”选秀节目正在源源不断地输送新的偶像歌手。因此，我们预计非订阅收入的增速将快于订阅收入，2019-21 年分别增长 48.0%、37.8%、28.9%。

图表 51：腾讯音乐 FY2019 至 FY2021 收入预测关键指标

| 百万元, RMB | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019E | FY2020E | FY2021E |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | | | | | | |
| 在线音乐 | | | | | | |
| 订阅 | | | | | | |
| MAU (avg.) | 589.0 | 606.0 | 642.0 | 677.3 | 707.8 | 736.2 |
| YoY | | 2.9% | 5.9% | 5.5% | 4.5% | 4.0% |
| 付费率 | 2.3% | 2.9% | 3.8% | 4.5% | 5.1% | 5.6% |
| 付费用户 | 13.5 | 17.4 | 24.4 | 30.5 | 36.1 | 41.2 |
| YoY | | 28.9% | 40.1% | 25.0% | 18.4% | 14.2% |
| Monthly ARPU (元) | 7.9 | 8.8 | 8.6 | 9.5 | 10.4 | 11.0 |
| YoY | | 11.7% | -3.0% | 11.1% | 9.5% | 5.8% |
| 营收 | 1279 | 1841 | 2501 | 3475 | 4505 | 5442 |
| YoY | | 43.9% | 35.8% | 38.9% | 29.7% | 20.8% |
| 非订阅 | | | | | | |
| 营收 | 865 | 1308 | 3035 | 4492 | 6190 | 7979 |
| YoY | | 51.2% | 132.0% | 48.0% | 37.8% | 28.9% |
| 在线音乐营收 | 2144 | 3149 | 5536 | 7967 | 10695 | 13421 |
| YoY | | 46.9% | 75.8% | 43.9% | 34.2% | 25.5% |
| 社交娱乐及其他 | | | | | | |
| MAU (avg.) | 151.0 | 209.0 | 226.0 | 247.9 | 268.7 | 284.1 |
| YoY | | 38.4% | 8.1% | 9.7% | 8.4% | 5.7% |
| 付费率 | 2.8% | 3.5% | 4.3% | 4.7% | 5.1% | 5.4% |
| 付费用户 | 4.2 | 7.4 | 9.8 | 11.7 | 13.7 | 15.3 |
| YoY | | 76.2% | 32.4% | 18.9% | 17.6% | 12.0% |
| Monthly ARPU (元) | 44.0 | 88.2 | 114.4 | 126.0 | 136.0 | 144.8 |
| YoY | | 100.5% | 29.7% | 10.2% | 7.9% | 6.5% |
| 营收 | 2217 | 7832 | 13449 | 17617 | 22364 | 26657 |
| YoY | | 253.3% | 71.7% | 31.0% | 26.9% | 19.2% |
| 总营收 | 4361 | 10981 | 18985 | 25583 | 33059 | 40078 |
| YoY | | 151.8% | 72.9% | 34.8% | 29.2% | 21.2% |

来源：公司公告，国金证券研究所预测

- 社交娱乐应用的 MAU 在 2017 年增长迅猛，2018 年增速大幅放缓，我们估计绝大部分 MAU 来自全民 K 歌。我们估计，腾讯音乐会在适当的时候推出新的社交娱乐独立应用，例如音乐短视频、趣味社交等；全民 K 歌也将进一步加深与 QQ、微信社交链的联系，实现 MAU 的平稳较快增长。2017-18 年，社交娱乐付费渗透率和 ARPU 均有大幅度提升，我们认为主要体现了直播平台的快速变现，其次是在线 K 歌的虚拟礼物。我们预计社交娱乐付费渗透率会稳定上升，但是不会大幅度变化。
- 2018 年，社交娱乐业务的月度 ARPU 为 114.4 元，其中四季度已经上升到 126.7 元；同一季度，欢聚时代（包括 YY 和虎牙）的月度 ARPU 为 164.5 元。由于 YY 平台的头部主播数量多、质量好，腾讯音乐的社交娱乐 ARPU 可能永远无法达到 YY 的水平，但是可以逐步缩小差距。在付费渗透率和 ARPU 提升的双重推动下，我们预计社交娱乐收入在 2019-21 年将分别增长 31.0%、26.9%、19.2%。
- 综上所述，我们预计腾讯音乐 2019-21 年的营业收入增速分别为 34.8%、29.2%、21.2%。由于在线音乐（包括订阅和非订阅）的增速持续超过社交娱乐，我们预计在线音乐的收入占比将在 2021 年提升至 33.4%。

营业成本

- 腾讯音乐营业成本中占比较大的是版权及授权成本和内容生产方分成，在商业模式没有较大变动的情况下，预计服务成本中内容生产方分成比重维持稳定比例，而其他成本随着公司成本控制能力提升而相应占营收比重略有下降。因为公司并未给出版权授权成本、内容生产方分成以及带宽成本及其他的详细比例，故而我们对这些指标进行了合理预估。
- 我们估计，版权及授权成本在 2017-18 年相当于公司营业收入的 21-25%，今后将稳定在 21% 左右。内容生产方成本（主播成本）相当于公司社交娱乐收入的 40% 左右，这个比例也不太可能出现变化；带宽成本约占公司总收入的 1.5-2.5%，今后将稳定在 1.6% 左右。公司单独披露了以上成本之外的“其他成本”，2018 年相当于营业收入的 10%，我们估计今后比例将保持稳定。总而言之，各项成本与收入的比重不会有太大变化。
- 然而，我们预计 2019-21 年，公司的毛利率将缓慢提升至 39.2%、39.8%、41.0%，主要是由于业务结构的改变：社交娱乐业务（主要是直播）的内容方分账比较高、带宽占用比较多，毛利率天然低于音乐业务。随着音乐业务收入占比的提升，公司毛利率将出现温和的上升。

图表 52：腾讯音乐 FY2019 至 FY2021 成本预测关键指标

| 百万元, RMB | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019E | FY2020E | FY2021E |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 服务成本 | (2481) | (6142) | (9803) | (13008) | (16582) | (19841) |
| YoY | | 147.6% | 59.6% | 32.7% | 27.5% | 19.6% |
| 版权及授权成本 | (1396) | (2739) | (4120) | (5552) | (7108) | (8537) |
| % 总营收 | 32.0% | 24.9% | 21.7% | 21.7% | 21.5% | 21.3% |
| 内容生产方分成 | (887) | (3133) | (5380) | (7047) | (8946) | (10663) |
| % 社交娱乐收入 | | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 带宽成本及其他 | 198 | 270 | (304) | (409) | (529) | (641) |
| % 总营收 | 4.5% | 2.5% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% |
| 其他 | (648) | (1029) | (1905) | (2558) | (3306) | (3807) |
| % 总营收 | 14.9% | 9.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 9.5% |
| YoY | | 58.8% | 85.1% | 34.3% | 29.2% | 15.2% |
| 总营业成本 | (3129) | (7171) | (11708) | (15566) | (19888) | (23648) |
| YoY | | 129.2% | 63.3% | 33.0% | 27.8% | 18.9% |
| 毛利率 | 28.3% | 34.7% | 38.3% | 39.2% | 39.8% | 41.0% |

来源：公司公告，国金证券研究所预测

经营费用率

- 2016-18 年，腾讯音乐的销售费率稳定在 8-9%，其中 2018 年有小幅上升，我们认为上市前加强了渠道获客所致；管理费率一直呈现下降趋势。我们预计，未来几年公司仍然会加强品牌宣传和获客，以进一步扩大用户基数、提升付费率，因此销售费率只会有微弱下降。与此同时，规模效应和内部整合将促使管理费率下降。我们预计公司 2019-21 年销售费用率分别为 9.1%、8.8%、8.5%，管理费用率分别为 11.0%、10.8%、10.5%。

图表 53：腾讯音乐 FY2019-2021 销售与管理费用预测

| 百万元, RMB | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A |
|----------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售费用 | (365) | (913) | (1,714) | (2,328) | (2,909) | (3,407) |
| 销售费率 | 8.4% | 8.3% | 9.0% | 9.1% | 8.8% | 8.5% |
| 管理费用 | (783) | (1,521) | (2,258) | (2,814) | (3,570) | (4,208) |
| 管理费用率 | 18.0% | 13.9% | 11.9% | 11.0% | 10.8% | 10.5% |

来源：公司公告，国金证券研究所预测

盈利预测与估值

- 综上所述，我们预计腾讯音乐 2019-21 年的归母净利润将分别增长 151.9%、35.4%、30.4%；Non-IFRS 归母净利润（扣除股权成本、投资收益、公允价值变动收益等）将分别增长 32.2%、32.5%、28.4%。2019-21 年的 Non-IFRS EPS（按 ADS 计算）分别为人民币 3.55、4.66、5.92 元。目前的股价相当于 31.8 倍/24.3 倍 2019E/2020E Non-IFRS P/E。

图表 54：腾讯音乐综合盈利预测

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 18,985 | 25,583 | 33,059 | 40,078 |
| 增长率 | 72.9% | 34.8% | 29.2% | 21.2% |
| 归母净利润(百万) | 1,833 | 4,617 | 6,253 | 8,155 |
| 增长率 | 38.2% | 151.9% | 35.4% | 30.4% |
| Non-IFRS 归母净利润(百万) | 4,175 | 5,518 | 7,311 | 9,383 |
| 增长率 | 118.5% | 32.2% | 32.5% | 28.4% |
| 每股收益(ADS) | 1.19 | 2.97 | 3.99 | 5.15 |
| Non-IFRS 每股收益(ADS) | 2.71 | 3.55 | 4.66 | 5.92 |
| 每股净资产 | 24.56 | 27.29 | 31.00 | 35.84 |
| 市盈率(倍) | 100.2 | 40.2 | 30.0 | 23.2 |
| Non-IFRS 市盈率(倍) | 44.0 | 33.6 | 25.6 | 20.2 |
| 市净率(倍) | 4.9 | 4.4 | 3.9 | 3.3 |

来源：公司公告，Bloomberg，国金证券研究所预测

- 我们认为，对于腾讯音乐这样的高增长、轻资产互联网平台型公司而言，P/E/G 是一个较好的估值指标，长期估值中枢应该在 1 倍远期 P/E/G 附近。鉴于公司资产负债表健康、现金流强劲、中长期增长确定性较强，而且具备“腾讯系”的流量和战略资源支持，我们认为可以适当提升目标估值。我们预计公司 2021 年仍能实现 28.4% 的 Non-IFRS 利润增速，在此基础上赋予其 1.2 倍 2020 年远期 P/E/G，即 34 倍 2020 年 Non-IFRS P/E，得到目标价 158.8 人民币/23.50 美元，首次评级“买入”。
- 目前，投资者争论的焦点在于：腾讯音乐的在线音乐业务收入能实现较快增长吗？腾讯音乐到底是一个直播公司，还是一个音乐平台公司？这两个问题其实是同一个问题。在上文，我们指出：音乐产业已经越过了“产品驱动”阶段，进入了“综合服务驱动”阶段，比拼的是生态系统。腾讯音乐的社交娱乐业务和音乐业务不是割裂的，而是一个有机整体；它是“三位一体”而非“两点一线”式的公司。随着数字专辑等非订阅业务的发展、偶像粉丝经济的成熟，上述问题都能得到解决。

风险提示

- **音乐版权具备一定授权期，与版权方的长期合作关系具备一定不确定性。**公司旗下 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐的音乐内容分发有赖于音乐版权的采购和授权，与版权方的长期合作有一定不确定性。
- **直播行业竞争激励，公司对于用户流量的吸引和留存具备一定不确定性。**泛娱乐方式多元化下，用户对于直播的需求日新月异，如果直播平台不能面对用户新需求做出及时反应和应对，或将面临用户流失风险。
- **直播平台对于内容资源依赖度高，主播的留存具有不确定性。**公司旗下酷狗直播、酷我聚星和全民 K 歌的付费业务很大程度上倚重于优质的主播资源，主播与平台的合作关系具有不确定性，公司可能面临主播资源流失风险。
- **直播与音乐内容广泛且平台不易监控，公司可能面临对于违规内容等监管政策风险。**直播平台用户广泛，且上传内容繁多，部分内容质量的把控可能会面临监管的查禁。
- **商誉减值风险。**2018 年底，公司拥有价值 170.88 元的商誉，是最大的固定资产项目，主要来自 2016 年对中国音乐集团(CMC)的整合。虽然我们判断短期内的商誉减值风险不大，但是无法完全排除这个风险。
- **数据准确性差异。**本文中有关 MAU 和 DAU 数据来自国金证券研究创新中心自有技术检测，因统计方法和口径差异，数据不排除与官方数据存有出入。我们力求在已有技术层面上较为客观公允地进行数据分析。

附录：三张报表预测摘要

| 资产负债表 | | | | | 损益表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万 | | | | | 单位:百万 | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 20,778 | 26,413 | 33,994 | 43,307 | 营业收入 | 18,985 | 25,583 | 33,059 | 40,078 |
| 现金及现金等价物 | 17,398 | 22,034 | 28,348 | 36,440 | 营业成本 | 11,708 | 15,566 | 19,888 | 23,648 |
| 交易用投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利 | 7,277 | 10,017 | 13,171 | 16,430 |
| 应收款项 | 1,483 | 1,892 | 2,445 | 2,965 | 销售费用 | 1,714 | 2,328 | 2,909 | 3,407 |
| 预付账款及其他 | 1,823 | 2,383 | 3,080 | 3,733 | 管理费用 | 2,258 | 2,942 | 3,802 | 4,609 |
| 存货 | 35 | 64 | 82 | 130 | 其他营业收入(费用) | (1,548) | - | - | - |
| 非流动资产 | 23,827 | 24,059 | 24,453 | 24,846 | EBITDA | 2,154 | 5,185 | 6,946 | 8,927 |
| 可供出售投资 | 3,331 | 3,331 | 3,331 | 3,331 | 折旧和摊销 | 397 | 438 | 486 | 513 |
| 联营和共同控制实体的投资 | 236 | 236 | 236 | 236 | EBIT | 1,757 | 4,747 | 6,460 | 8,414 |
| 商誉 | 17,088 | 17,088 | 17,088 | 17,088 | 利息收入 | 247 | 383 | 488 | 647 |
| 固定资产 | 168 | 614 | 901 | 1,255 | 分占联营和共同控制实体的收益 | (1) | - | - | - |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 税前利润 | 2,003 | 5,130 | 6,948 | 9,061 |
| 预付款项及其他 | 901 | 501 | 495 | 490 | 所得税费用 | 171 | 513 | 695 | 906 |
| 无形资产 | 1,763 | 1,950 | 2,062 | 2,107 | 净利润 | 1,832 | 4,617 | 6,253 | 8,155 |
| 其他非流动资产 | 340 | 340 | 340 | 340 | 少数股东损益 | (1) | - | - | - |
| 总资产 | 44,605 | 50,472 | 58,447 | 68,153 | 股息 | - | - | - | - |
| 流动负债 | 6,238 | 7,488 | 9,209 | 10,760 | 归母净利润 | 1,833 | 4,617 | 6,253 | 8,155 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | Non-IFRS 归母净利润 | 4,175 | 5,518 | 7,311 | 9,383 |
| 应付款项 | 1,830 | 2,346 | 2,997 | 3,563 | Earnings per ADS | 1.19 | 2.97 | 3.99 | 5.15 |
| 预收账款 | 2,742 | 3,198 | 4,087 | 4,859 | Non-IFRS Earnings per ADS | 2.71 | 3.55 | 4.66 | 5.92 |
| 其他 | 1,666 | 1,944 | 2,126 | 2,337 | | | | | |
| 非流动负债 | 595 | 595 | 595 | 595 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 其他 | 595 | 595 | 595 | 595 | 成长性 | | | | |
| 负债合计 | 6,833 | 8,083 | 9,804 | 11,355 | 营业收入增长率 | 72.9% | 34.8% | 29.2% | 21.2% |
| 股本及资本公积 | 33,778 | 33,778 | 33,778 | 33,778 | EBIT 增长率 | 17.1% | 170.2% | 36.1% | 30.3% |
| 储备 | 903 | 903 | 903 | 903 | 净利润增长率 | 38.2% | 151.9% | 35.4% | 30.4% |
| 留存收益 | 3,040 | 7,657 | 13,910 | 22,065 | 盈利能力 | | | | |
| 少数股东股东权益 | 51 | 51 | 51 | 51 | EBIT/营业收入 | 9.3% | 18.6% | 19.5% | 21.0% |
| 总权益 | 37,772 | 42,389 | 48,642 | 56,797 | EBITDA/营业收入 | 11.3% | 20.3% | 21.0% | 22.3% |
| 总负债和总权益 | 44,605 | 50,472 | 58,447 | 68,152 | 毛利率 | 38.3% | 39.2% | 39.8% | 41.0% |
| | | | | | 净利率 | 9.7% | 18.0% | 18.9% | 20.3% |
| | | | | | ROE | 5.7% | 11.5% | 13.8% | 15.5% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 15.3% | 16.0% | 16.8% | 16.7% |
| | | | | | 流动比率 | 3.33 | 3.53 | 3.69 | 4.02 |
| | | | | | 速动比率 | 3.03 | 3.20 | 3.35 | 3.67 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 资产周转率 | 0.51 | 0.54 | 0.61 | 0.63 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 5.74 | 5.98 | 5.98 | 5.98 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 2.56 | 2.81 | 2.81 | 2.81 |
| | | | | | 存货周转率 | 334.51 | 243.33 | 243.33 | 182.50 |
| | | | | | 每股资料 | | | | |
| | | | | | 每股收益(ADS) | 1.19 | 2.97 | 3.99 | 5.15 |
| | | | | | Non-IFRS 每股收益(ADS) | 2.71 | 3.55 | 4.66 | 5.92 |
| | | | | | 每股净资产(ADS) | 24.56 | 27.29 | 31.00 | 35.84 |
| | | | | | 估值比率(倍) | | | | |
| | | | | | Non-IFRS PE | 41.66 | 31.84 | 24.27 | 19.10 |
| | | | | | PB | 4.61 | 4.14 | 3.65 | 3.16 |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 买入 | | | | | |
| 增持 | | | | | |
| 中性 | | | | | |
| 减持 | | | | | |
| 评分 | | | | | |

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|----|----|----|-----|
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH