

TME.N 腾讯音乐

建议：积极申购

不止于听，打造“音乐泛娱乐”生态

2018年12月6日

招股数据

日期	2018-12-6
招股价(美元)	13-15
总股本(亿股)	N.A.
发行后市值(亿美元)	220-250
每股净资产(美元)	N.A.
PB (IPO后)	N.A.
1 ADS 等于股数	2

数据来源：招股说明书

相关报告

<腾讯：移动互联网之王，行业整体高速增长——估值步入安全领域，游戏只是“六种武器”之一>20181028

海外 TMT 研究

分析师：

张忆东

兴业证券经济与金融研究院
副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

联系人：

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

投资要点

- **定位“听看玩唱”泛娱乐生态平台；多产品强强联手、相辅相成，形成集团优势。**TME 目前已经拥有在线音乐、在线 K 歌、音乐直播和原创音乐 4 条业务线，且同一业务线下各产品重合用户少，差异化发展态势良好。其业绩也在近年飞速提升，Non-IFRS 净利润从 17Q1-Q3 的 12.39 亿增至 18Q1-Q3 的 32.57 亿，毛利率由 16 年 28.3% 提升至 18Q3 的 40%，净利率提升至 20%(Spotify:3.2%)，盈利空间开始有效释放。
- **腾讯社交应用引流效果明显，腾讯音乐拥有高活跃用户数和高用户粘性。**截至 2018 年 9 月，腾讯音乐平台总月活人数超 8 亿，其中在线音乐业务 MAU 达 6.55 亿，社交娱乐业务(在线 K 歌和音乐直播业务)MAU 达 2.55 亿，日活用户平均日使用时长超 70 分钟，远超国内其他数字音乐平台。
- **变现：1) 用户付费首选平台，用户付费率不断攀升，未来上升空间巨大。**腾讯音乐在国内市占率超过 65%，18Q3，其在线音乐业务和社交娱乐业务(在线 K 歌和音乐直播业务)付费用户数分别达 2490 万和 990 万，付费率上升至 3.8% 和 4.4%。随着用户音乐付费意愿的提升和产品的变现的多元化，未来付费率有巨大提升空间，是在线音乐业务的主要增长动力。**2) 现阶段在线 K 歌和直播业务的虚拟礼物收入和会员订阅收入 ARPPU 最高，贡献了高营收增长。**18Q3，在线 K 歌和直播业务 ARPPU 增长至 355.5 元，远高于在线音乐服务(58.8 元)。目前，在线 K 歌业务已从线上延伸到线下，音乐直播持续发力音乐造星产业链，助力未来 ARPPU 提升。
- **建议积极申购。**腾讯音乐集团在国内数字音乐行业占绝对领先地位，一方面业绩飞速提升，另一方面盈利空间开始有效释放，净利率从 16 年的 1.9% 提升至 18Q3 的 20%(Spotify:3.2%)。考虑到腾讯音乐在中国数字音乐行业的领头羊地位，强大的用户规模(6.55 亿数字音乐用户，2.25 亿社交娱乐用户)，叠加国内数字音乐付费率的上升空间，我们建议投资者积极申购。

公司名称	腾讯音乐
股票代码	TME.N
上市日期	2018年12月12日
发行股数(万 ADS)	8200
发行价范围(美元/ADS)	13-15
发行后市值(亿美元)	220-250
联席保荐人	摩根士丹利、高盛(亚洲)、 摩根大通、德意志银行、美林银行
联席账簿管理人	摩根士丹利、高盛(亚洲)、 摩根大通、德意志银行、美林银行
会计师	普华永道中天会计师事务所

风险提示：用户付费率提高不及预期；政策监管风险；行业竞争加剧

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、发展历程和公司架构	- 4 -
1.1、腾讯音乐发展历程：深耕数字音乐领域 15 年	- 4 -
1.2、背靠腾讯，高管经验丰富	- 4 -
2、行业情况和竞争格局	- 6 -
2.1、中国数字音乐行业：规模红利仍存，后版权时代商业模式多元	- 6 -
2.2、市场竞争格局：国内和国际均“一超多强”	- 9 -
3、公司财务分析	- 11 -
3.1、营收增势喜人，社交娱乐服务是主要贡献	- 11 -
3.2、成本有效控制，盈利空间逐步释放	- 13 -
4、公司业务分析	- 15 -
4.2、竞争优势：泛娱乐+音乐社交，用户音乐付费首选平台	- 15 -
4.3、在线音乐业务：用户资产积累基石，生态建设首发环节	- 17 -
4.2、社交娱乐服务：在线 K 歌由线上延伸到线下，音乐直播泛娱乐化	- 21 -
5、募集资金用途和申购建议	- 26 -
5.1、募集资金用途	- 26 -
5.2、申购建议	- 26 -
6、风险提示	- 26 -
图 1、腾讯音娱集团（TME）发展历程	- 4 -
图 2、全球录制音乐产业收益（1999-2017）	- 6 -
图 3、2017 年全球数字音乐公司付费订阅市场占有率（按付费用户数）	- 6 -
图 4、中国数字音乐市场规模及增长率	- 7 -
图 5、2017 年中国音乐产业细分	- 7 -
图 6、中国数字音乐用户付费收入规模及增长率	- 7 -
图 7、2017 年中国数字音乐付费类型花费占比	- 7 -
图 8、中国数字音乐平台商业模式	- 8 -
图 9、2017 年典型数字音乐平台收益占比	- 8 -
图 10、国内音乐版权历史进程	- 8 -
图 11、2018Q1 中国主流数字音乐 APP 市占率（按下载量）	- 9 -
图 12、2018 年 9 月中国主流数字音乐 APP 渗透率	- 10 -
图 13、2018H1 全球数字音乐付费音乐市场格局（按付费用户数）	- 10 -
图 14、2018H1 年全球数字音乐公司付费订阅市场占有率（按付费用户数）	- 10 -
图 15、TME 营收拆分	- 11 -
图 16、TME 16-18Q3 营收/净利润/Non-IFRS 净利润	- 11 -
图 17、TME 2016Q3-2018Q3 分部营收及增长	- 12 -
图 18、TME 2016Q3-2018Q3 分部营收占比	- 12 -
图 19、TME 2016Q3-2018Q3 在线音乐收入拆分	- 12 -
图 20、TME 付费收入占在线音乐收入比重和季度 ARPPU	- 12 -
图 21、TME 收入分部季度月活人数及同比增长	- 13 -
图 22、TME 2016Q3-2018Q3 用户付费率	- 13 -
图 23、TME 2016Q3-2018Q3 收入分部 ARPPU	- 13 -
图 24、TME 成本拆分	- 13 -
图 25、TME 16、17 年及 17、18 Q1-Q3 成本拆分	- 14 -
图 26、TME 2016Q3-2018Q2 费用率	- 14 -
图 27、TME 16/17 年及 17/18Q1-Q3 毛利率和经营利润率	- 14 -
图 28、TME 16、17 年及 17、18 Q1-Q3 净利率	- 14 -
图 29、多合一的腾讯音乐平台	- 15 -
图 30、腾讯系应用导流与支持	- 15 -

图 31、	TME 集团分部业务.....	- 15 -
图 32、	腾讯音乐平台付费用户转化逻辑.....	- 16 -
图 33、	QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐独占用户比.....	- 17 -
图 34、	QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐差异化发展.....	- 17 -
图 35、	2014-2020E 中国移动 K 歌市场规模及预测.....	- 22 -
图 36、	2017 年中国音频娱乐领域用户分布情况.....	- 22 -
图 37、	2017.6-2018.8 全民 K 歌和唱吧 MAU.....	- 22 -
图 38、	全民 K 歌发展历程.....	- 22 -
图 39、	全民 K 歌和唱吧虚拟礼物充值和定价对比.....	- 23 -
图 40、	中国音乐直播发展历程.....	- 24 -
图 41、	2018 年中国音乐直播用户和整体直播行业观看直播频率和观看时长对比.....	- 24 -
图 42、	2018 年中国音乐直播用户每月打赏金额分布.....	- 24 -
图 43、	2017 年酷狗直播单机单日使用时长.....	- 24 -
图 44、	2017 年酷狗直播单机单日使用时长.....	- 24 -
图 45、	酷狗直播和酷狗音乐相互导流.....	- 25 -
图 46、	酷我音乐和网易云硬件销量对比.....	- 25 -
表 1、	腾讯音娱集团 IPO 后公司架构.....	- 5 -
表 2、	腾讯音娱集团主要股东 IPO 前后持股比例和投票权变化情况.....	- 5 -
表 3、	腾讯音娱集团高管资料.....	- 6 -
表 4、	2018 年 9 月中国主流数字音乐 APP 月活人数.....	- 9 -
表 5、	2018Q3 中国主流数字音乐 APP 周人均打开次数.....	- 10 -
表 6、	2018Q3 TME、Spotify 和 YYLive 部分财务指标对比.....	- 14 -
表 7、	腾讯音乐国际化布局.....	- 16 -
表 8、	国内主流音乐平台付费音乐包内容及价格对比.....	- 18 -
表 9、	国内主流音乐平台付费音乐包内容及价格对比.....	- 18 -
表 10、	2017 年中国全网上线主要数字专辑销量.....	- 19 -
表 11、	国内主流音乐集团部分独家版权.....	- 21 -
表 12、	全民 K 歌自助店和其他 KTV 对比.....	- 23 -
表 13、	全民 K 歌和唱吧会员权益和定价对比.....	- 23 -

报告正文

1、发展历程和公司架构

1.1、腾讯音乐发展历程：深耕数字音乐领域 15 年

腾讯音娱集团（TME）深耕在线音乐和社交娱乐服务行业，起家于 QQ 音乐。其发展历程可分为三个时期：03-11 年是中国在线音乐平台蓬勃发展的时期，04 年酷狗音乐上线，05 年 QQ 音乐和酷我音乐上线，06 年虾米音乐上线，08 年 QQ 音乐推出绿钻会员服务，成为中国首家会员制音乐平台；12 年至 16 年 7 月，QQ 音乐在日活人数和曲库数量上取得巨大增长；在线音乐平台业务由线上音乐服务扩展至社交娱乐服务，众多以音乐为中心的社交娱乐服务平台上线（如酷狗 live、酷我 live 和全民 K 歌）；2014 年 4 月中国音乐集团（CMC）的前身海洋音乐完成对酷狗和酷我的收购，CMC 成立。2016 年 1 月酷我、酷狗和 QQ 音乐签署了版权转授协议，奠定了业务合并的基础。2016 年 7 月，腾讯将在线音乐业务（QQ 音乐+全民 K 歌）注入 CMC，腾讯实际控制 CMC，同年 12 月 CMC 更名为腾讯音娱集团（TME）。TME 成立后，又相继投资了 Ultimate Music 和 Spotify 等。

图1、腾讯音娱集团（TME）发展历程



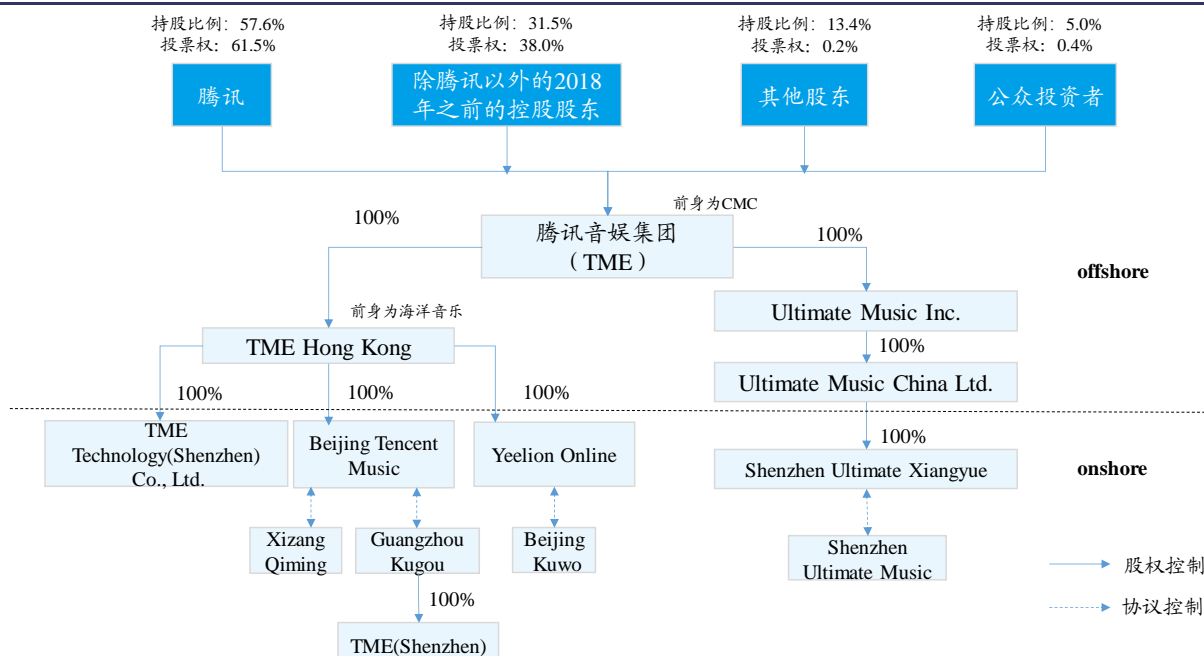
资料来源：腾讯音乐招股书，公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、背靠腾讯，高管经验丰富

腾讯是最大股东，股东结构中引入唱片公司。IPO 前，腾讯控股比例达 59%，PAG Capital 和 Spotify 分列第二、第三大股东，持股比例分别达 9.6% 和 8.9%，董事持股共计 8.6%。2018 年 10 月，TME 和 WMG China（华纳音乐联营公司）以及索尼音乐签署股份认购协议，主要目的是为了深化与唱片公司的战略合作伙伴关系。

腾讯音娱上市采用 AB 股的形式，1 股 A 类普通股含有 1 股表决权，不可转换为 B 类普通股；1 股 B 类普通股含有 15 股表决权，可转换为 A 类普通股。2018 年之前的股东所持股份在 IPO 完成前重分类为 B 类普通股。IPO 后，持股股东控股比例和投票权有所变化，腾讯持股比例变为 57.6%，投票权上升至 61.5%。

表1、腾讯音娱集团 IPO 后公司架构



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、腾讯音娱集团主要股东 IPO 前后持股比例和投票权变化情况

主要持股股东	IPO 前		IPO 后		
	持股比例	投票权	A 类普通股	B 类普通股	投票权
腾讯	59.0%	59.0%	39.9%	61.6%	61.5%
PAG Capital Limited	9.6%	9.6%		11.1%	11.0%
Spotify	8.9%	8.9%	46.7%		
CICFH International Limited	7.1%	7.1%		7.5%	7.4%
Red Earth Innovation International Company Limited	2.3%	2.3%		1.9%	1.8%
腾讯音娱董事	8.6%	8.6%	1.9%	9.9%	9.8%
合计	95.5%	95.5%	88.5%	92.0%	91.5%

资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

高管经验丰富。CEO 彭迦信 2014 年即开始担任 QQ 音乐的负责人，在腾讯音乐业务板块有着相当丰富的从业经验；CFO 胡敏在财务方面有 20 年以上的从业经验，曾任华为内审部主管，加入 TME 前在腾讯多个集团均有历练；CSO Tony Cheuk Tung Yip 曾任职于高盛和百度，在 IPO、资产剥离和公司重组、合并、收购方面经验丰富。此外，QQ 音乐和全民 K 歌、酷我音乐、酷狗音乐、Ultimate Music 等业务分部的负责人均位列高管名单。

表3、腾讯音娱集团高管资料

职位	姓名	毕业院校	从业经验
CEO	彭迦信	滑铁卢大学数学、工商管理 和信息系统学士学位	曾在TMT行业的多家上市公司有相关经验； 2008年加入腾讯，在腾讯内部的多个业务领域（在线游戏、电子商务和社交网络）拥有丰富的工作经验； 2014年，开始担任QQ音乐的负责人；5月加入腾讯音娱董事会
CFO	胡敏	西安交通大学工业外贸学 士学位； 北京交通大学系统工程硕 士学位	在财务方面有超过20年的从业经验，有澳大利亚CPA、CICPA和CIA执照； 曾担任华为内审部主管； 2007-2016年在腾讯的互动娱乐集团、移动互联网集团、社交网络集团和科技工程集团担任不同的财务控制 角色
CSO	Tony Cheuk Tung Yip	昆士兰大学财务会计学 士学位	有超过16年的IPO、并购、资产剥离、公司重组，股权和债务融资等工作经验 2007年起任职于高盛，担任TMT投行业务的主管； 2015年9月担任百度副总裁，曾担任百度搜索业务集团的CFO和百度的投资、合并和收购主管； 2015年10月-2017年11月任职于携程董事会；
集团副总裁 -酷狗	陈琳琳 (联合总裁谢 振宇之妻)	中山大学EMBA学位	2004年加入酷狗，主要负责产品运营、销售与营销、财务、法律事务、人力资源、政府关系等；
集团副总裁 -QQ音乐 &全民K歌	侯德洋	美国西北大学凯洛格管理 学院EMBA学位	曾在甲骨文公司任职超过10年，负责BI产品的商业智能、数据分析研究和管理； 2007年加入腾讯担任国际商务集团副总经理兼社交网络业务部数字音乐总经理
集团副总裁 -酷我	史力学	清华大学机械工程学 士学位	1998-2004年，担任IBM中国高级客户代表和区域销售经理； 2004-2007年，担任赛仕中国销售主管和中国华北业务总经理； 2008-2012年，担任腾讯在线媒体集团副总经理 2012年11月加入TME
集团副总裁 -版权管理	Andy Wai Lam Ng	南加利福尼亚大学工商 管理学士学位	曾在诺基亚、电讯盈科、美国在线和南加州大学任职； 和内容合作伙伴(音乐唱片公司、出版商和艺术家)建立了牢固的关系，并在音乐行业制定了成功的商业战 略和模式，如促使艺术家发展和粉丝参与的生态系统的转变；目前负责全球牌照业务的所有事务，以及公 关和促销活动的管理。
集团副总裁 -Ultimate Music	Tsai Chun Pan	伦敦大学亚非学院日语 学士学位； 克兰菲尔德大学市场管理 硕士学位	2005-2013年曾任诺基亚娱乐服务高级主管； 2014年创办Ultimate Music (2017年被TME收购)

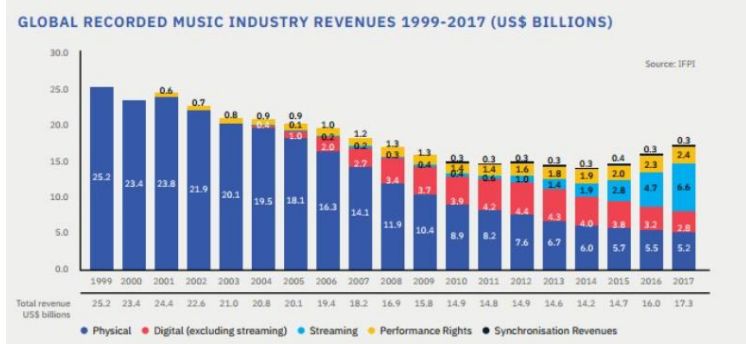
资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2、行业情况和竞争格局

2.1、中国数字音乐行业：规模红利仍存，后版权时代商业模式多元

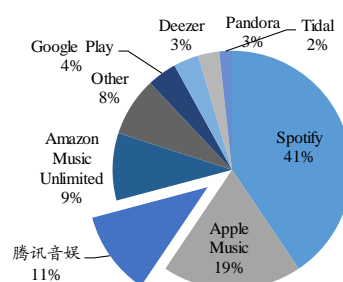
全球范围来看，数字音乐产业占比不断提升，付费订阅是主要收入来源。全球录制音乐产业近年开始回暖，经历10余年的产值下滑后，于2015年开始恢复增长，2017年同比增长8.1%，数字音乐收益占比（包括流媒体）也由2016年的50%上升至54%，其中付费订阅和单曲/专辑下载是主要的收入来源（占比分别为44.8%和30.1%）。从付费用户规模来看，2017年全球数字音乐平台付费用户规模达1.76亿，其中Spotify占41%，腾讯音娱集团占比11%，成长潜力较大。

图2、全球录制音乐产业收益（1999-2017）



资料来源：国家唱片业协会，兴业证券经济与金融研究院整理（录音音乐产业即唱片工业，包括实体音乐和数字音乐）

图3、2017年全球数字音乐公司付费订阅市场占有率（按付费用户数）



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

中国数字音乐市场已然崛起，市场规模不断扩大，存红利空间。2015年，数字音乐产业营收已经超过实体音乐，2017年中国数字音乐产业占比已达75%，市场规模达180亿元，3年CAGR达33.3%。未来中国数字音乐市场规模将继续不断扩大，同比增长有所下滑，预计2018年市场规模将突破200亿元。

图4、中国数字音乐市场规模及增长率

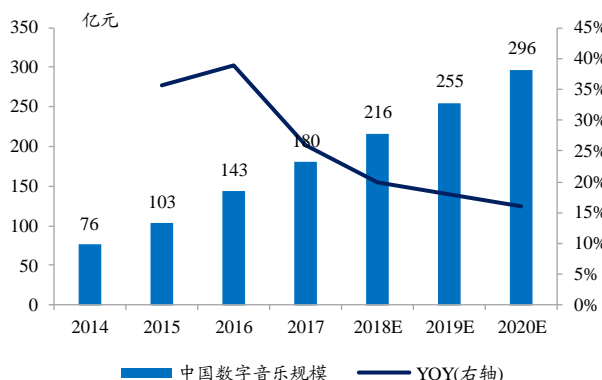
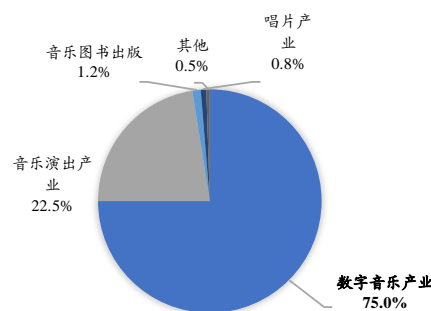


图5、2017年中国音乐产业细分

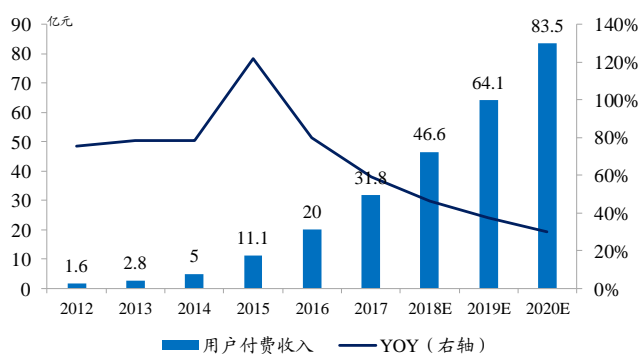


资料来源：比达咨询，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

资料来源：《2017中国数字音乐市场发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

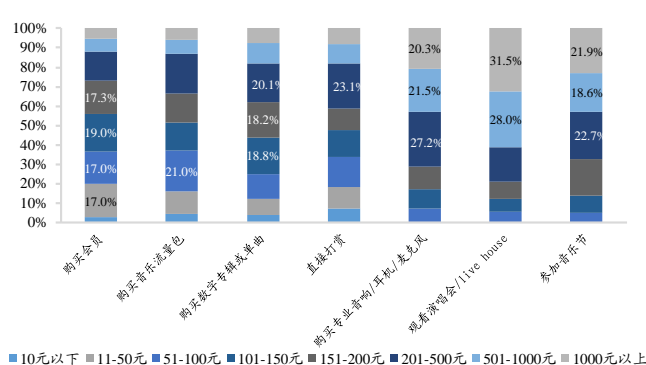
国内数字音乐付费市场仍处于低位，付费空间可期。中国数字音乐付费服务起步晚（2008年QQ音乐推出绿钻会员），虽然近年来市场规模不断增长、用户付费意愿有所提升（仅低于游戏、直播和视频行业），但整体水平仍然较低。全球范围来看，中国人均音乐支出处于一个非常低的水平，仅为0.15美元，远低于挪威（21.68美元）、日本（21.67美元）等国家。主要原因是中国用户数字音乐消费习惯养成较晚，由免费音乐到付费音乐的思维转换还需时间进行培育；其次是由于目前中国数字音乐付费产品相较线下音乐付费（如演唱会、音乐节等）定价较低、以中小额消费为主。从消费类型偏好和花费占比来看，绝大多数消费者选择购买会员、数字专辑、音乐流量包且花销较低。

图6、中国数字音乐用户付费收入规模及增长率



资料来源：艾媒咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2017年中国数字音乐付费类型花费占比



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理

商业模式愈发多元化，To B端和To C端均有亮眼表现。国内数字音乐付费起步较晚，现今随着版权互授的推行，音乐平台商业模式愈发多元化。To B端为：广告、版权分发、游戏联运、线下演唱会合作等；To C端为：内容付费、直播、周边及衍生品售卖等。商业模式的拓展推动了内容变现能力的提升，也推动了音乐

产业的突破与创新，进入新的发展期。目前中国大多数数字音乐平台仍以广告变现为主要收入来源，广告营收占比在50%以上，而腾讯音乐布局会员较早，2017年在线音乐服务板块中广告收入仅占26%左右，付费订阅占比为58.5%，但仍低于Spotify（89.8%）。

图8、中国数字音乐平台商业模式

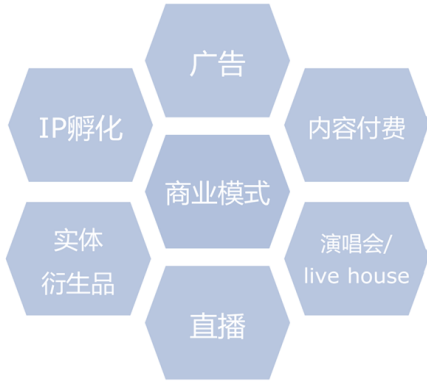
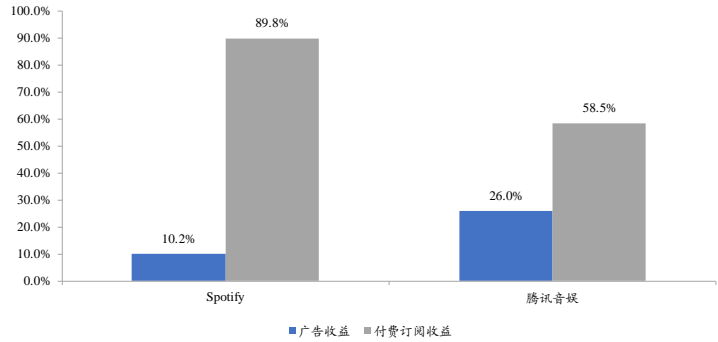


图9、2017年典型数字音乐平台收益占比



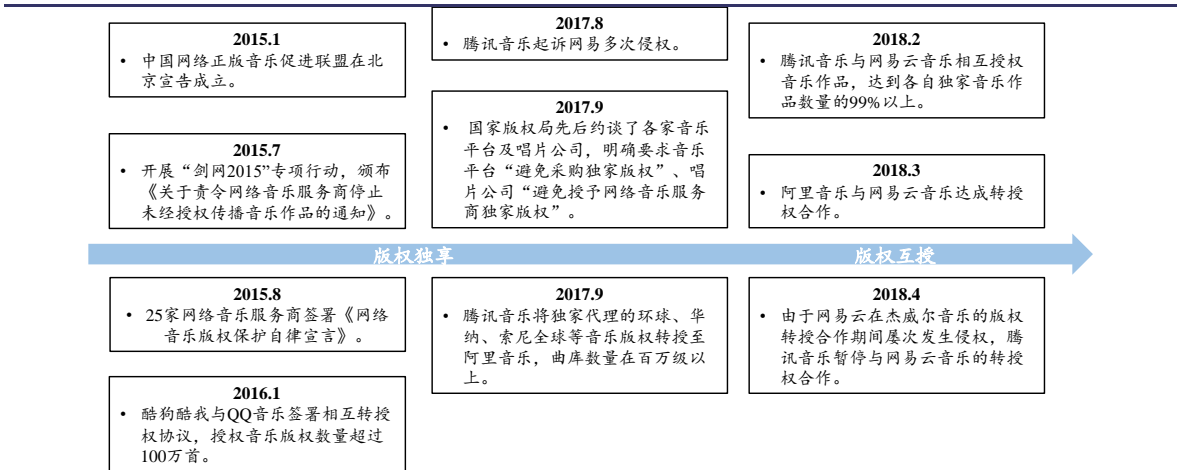
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：《2017中国数字音乐市场发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：腾讯音乐数据为在线音乐服务板块，不计社交娱乐服务的付费会员收入

后版权时代来临，由版权独享到版权互授，版权之争暂时趋缓。（1）**版权保护缺乏时代**：国内音乐版权保护起步晚，2015年之前缺乏相关明文规定，盗版猖獗。（2）**版权独享时代**：2015年开始，国内音乐版权保护开始走上正轨，音乐版权保护取得了良好成效。但随着版权保护进程不断发展，网络音乐版权市场出现了抢夺独家版权和哄抬授权价格等现象，破坏了网络音乐版权秩序，损害了音乐权利人和消费者的权益，不利于网络音乐产业的健康发展。（3）**版权互授时代**：2017年9月，国家版权局先后约谈了各家音乐平台及唱片公司，明确要求音乐平台“避免采购独家版权”、唱片公司“避免授予网络音乐服务商独家版权”。其后，腾讯音乐、阿里音乐和网易云音乐开始进行版权的互授，版权垄断基本被打破，中国数字音乐平台发展进入新阶段。

图10、国内音乐版权历史进程



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

版权分销模式有诸多利好，头部独家版权仍体现内容差异。版权分销模式对目前的中国数字音乐市场有诸多利好。对于消费者来说，不必随着平台的独家版权的转移而频繁更换音乐平台，提升了用户体验；对于数字音乐平台来说，小平台在版权购买时由于议价能力低处于绝对不利地位的劣势地位得以改善，大平台不再将竞争的重点放在音乐版权的争抢上，而是将重点倾斜至用户体验的提升和其余增值服务的提供上，整体竞争环境更加健康。版权分享的前提下，各平台仍留有一定资源的独家版权。例如，将 99% 的曲库授权给其他平台后，剩下 1% 的头部内容约合 170 万首曲库，仍具有较强的内容差异，对用户粘性的培养仍然具有优势。

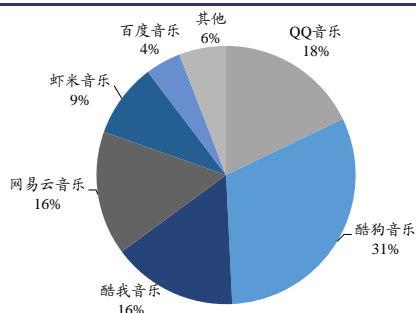
2.2、市场竞争格局：国内和国际均“一超多强”

综合性数字音乐平台和各垂直类数字音乐平台共生，内容端不断丰富，三方服务覆盖范围不断扩大。综合性音乐平台满足最基础的听歌需求，而在线 K 歌、音乐直播、MV 视频平台等垂直平台的出现满足了用户日益增长的多元化的音乐娱乐需求。在内容提供端，随着众多音乐类综艺节目和网络直播、选秀的不断涌现，音乐节目制作方、选秀艺人与网络主播、独立音乐人成为除唱片公司、文娱公司以外的重要内容来源。在第三方服务方面，除线上支付功能不断发展外，音乐票务、版权管理与支持等都成为数字音乐产业发展的有效助力。

2.2.1、中国数字音乐竞争格局

中国数字音乐平台呈现“一超多强”格局，TME 在市占率和月活人数上均占绝对领先地位。腾讯音娱集团成立以来，整合了 QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐和全民 K 歌这四个主要的平台，从 APP 下载量的角度来说在数字音乐平台市场共计占有 65% 的市场份额。从月活人数和渗透率的角度来看，2018 年 9 月，数字音乐平台中月活人数规模在亿以上的 APP 有 4 个，TME 拥有排名前三的 APP，其中酷狗音乐 MAU 已突破 3.5 亿，同比增长超过 60%。在线 K 歌平台中，全民 K 歌月活人数已达 1.65 亿，远高于排名第二的唱吧。

图11、2018Q1 中国主流数字音乐 APP 市占率 表4、2018 年 9 月中国主流数字音乐 APP 月活人数 (按下载量)



单位: 万	2018.9	2018.6	QoQ	2017.9	YoY
酷狗音乐	35,424	35,833	-1.1%	21,973	61.2%
QQ音乐	27,041	28,399	-4.8%	20,358	32.8%
酷我音乐	13,230	13,069	1.2%	10,488	26.1%
网易云音乐	11,332	11,366	-0.3%	6,662	70.1%
全民K歌	16,541	15,521	6.6%	10,137	63.2%
唱吧	5,703	4,749	20.1%	3,498	63.0%

资料来源: 比达咨询, 兴业证券经济与金融研究院整理

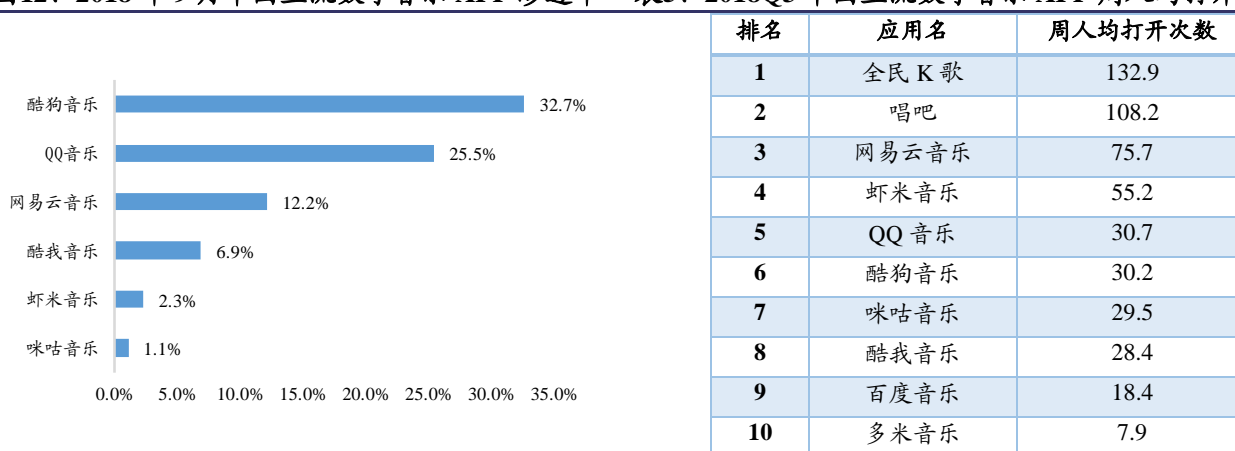
资料来源: Questmobile, 易观千帆指数, 兴业证券经济与金融研究院整理

从渗透率的角度来看，头部数字音乐 APP 渗透率最高，未来 MAU 增长将放缓。2018 年 9 月中国在线音乐行业的行业渗透率已达 71.5%，同比增长 7.7%（高于在线视

频行业渗透率同比增速), 头部数字音乐 APP 用户增长空间仍存但增速将放缓。根据极光大数据统计, 2018 年 9 月, 酷狗音乐渗透率为 32.7%, DAU 均值达 6892 万; QQ 音乐渗透率为 25.5%, DAU 均值为 4936 万; 网易云音乐渗透率环比增长 12.7%, 上升 12.2%; 虾米音乐渗透率环比增长 3.8%, 上升至 2.3%。

从启动次数的角度来看, 在线 K 歌平台的人均启动次数远超数字音乐平台, 网易云音乐和虾米音乐在人均启动次数上占据优势。2018 年 9 月, 中国移动网民使用时长 TOP10 中, 在线音乐排名第 8, 远低于在线视频行业。数字音乐平台中, 2018Q3 网易云音乐和虾米音乐的周人均启动次数为 75.7 次和 55.2 次, 占据领先地位。而头部在线 K 歌平台的周人均启动次数均超 100 次, 远高于数字音乐平台。

图12、2018年9月中国主流数字音乐APP渗透率 表5、2018Q3中国主流数字音乐APP周人均打开次数



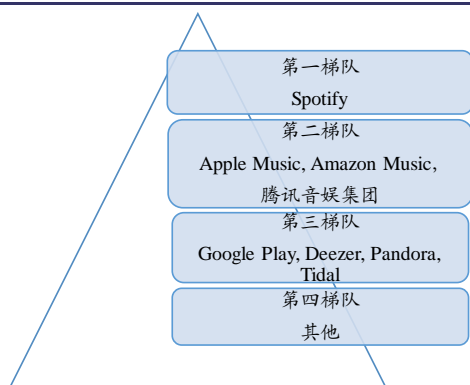
资料来源: 极光大数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 猎豹大数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、全球数字音乐竞争格局

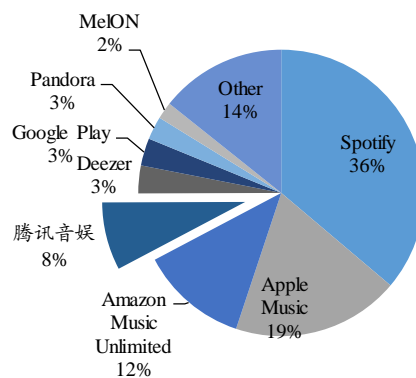
全球数字音乐付费市场, Spotify 占绝对领先地位。2018H1, 以付费用户规模来衡量, Spotify、Apple Music、Amazon Music 和腾讯音乐位列前四, Spotify 占比高达 36%, 是全球数字音乐平台的领头羊。腾讯音娱集团虽然目前付费用户占比较低, 但直播和在线 K 歌业务的高 ARPPU 值贡献了高营收。

图13、2018H1全球数字音乐付费音乐市场格局(按付费用户数)



资料来源: 兴业证券经济与金融研究院绘制

图14、2018H1年全球数字音乐公司付费订阅市场占有率(按付费用户数)



资料来源: MIDiA Research, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、公司财务分析

3.1、营收增势喜人，社交娱乐服务是主要贡献

TME 起家于在线音乐服务，但近年来社交娱乐及其他服务已成为支柱。在线音乐服务收入来自 QQ 音乐、酷我音乐和酷狗音乐这三个平台，主要收入模式包括付费订阅、付费会员、数字专辑/单曲售卖、版权转授和线上广告收入，其中付费订阅是主要收入来源。社交娱乐服务及其他收入来自全民 K 歌、酷我 live 和酷我 live，主要收入模式包括虚拟礼物、付费会员和音乐相关硬件收入，虚拟礼物是主要收入来源。

业绩飞速增长，盈利空间有效释放。近年来，腾讯音乐业绩飞速提升。17 年其营收翻番，Non-IFRS 净利润从 4.26 亿增至 19.04 亿，18Q1-Q3 也比 17Q1-Q3 增长了 84%，Non-IFRS 净利润从 12.39 亿增至 32.57 亿。盈利空间开始有效释放。

图15、TME 营收拆分

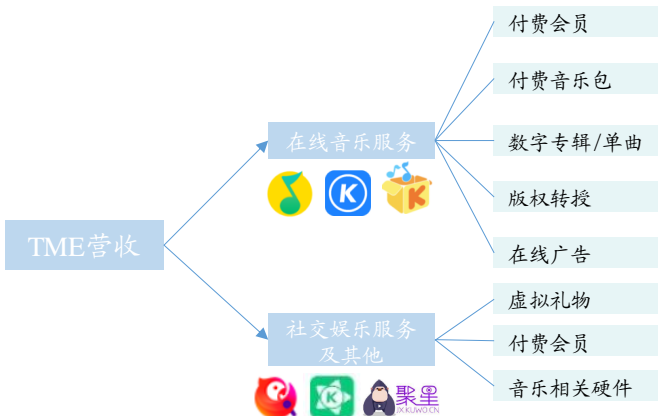
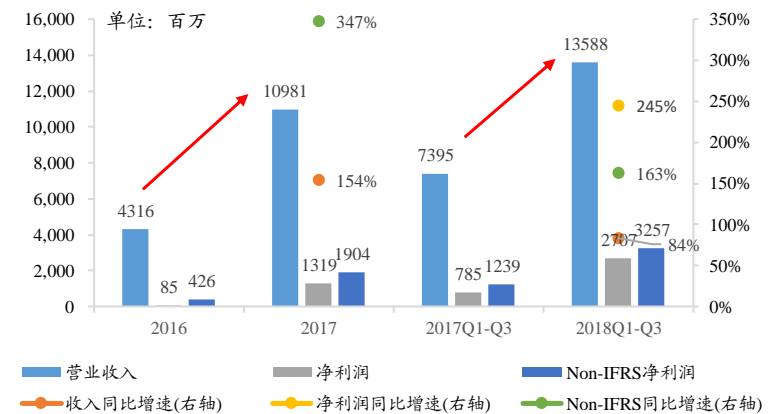


图16、TME 16-18Q3 营收/净利润/Non-IFRS 净利润



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

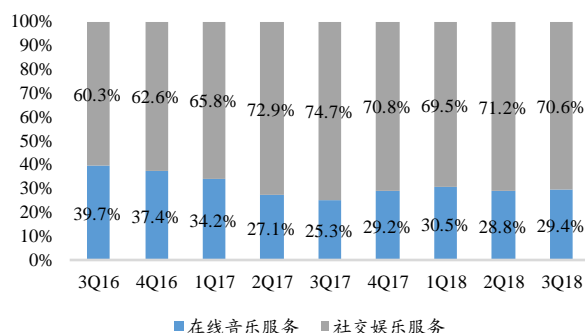
资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

在线音乐服务和社交娱乐服务营收均快速增长，社交服务营收占比不断提升。从营收来看，2016年以来，在线音乐服务营收保持健康增长，2018前三季度营收共计40.16亿元，同比增长90.1%，季度同比增速不断攀升，2018Q3略有放缓；社交娱乐服务2018前三季度营收共计95.72亿元，同比增长80.8%，季度增长率虽整体呈下降趋势，但2018Q3仍同比增长61.3%。从占比来看，2016Q3-2018Q3，社交娱乐服务一直是收入支柱且占比不断攀升，由60.3%上升至70.6%。

图17、TME 2016Q3-2018Q3 分部营收及增长



图18、TME 2016Q3-2018Q3 分部营收占比



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

在线音乐服务中，用户订阅收入是最主要的收入来源，同时用户订阅收入 ARPPU 季节波动较大。2016 年起，用户订阅收入持续增长，但占在线音乐总营收占比在 2017Q3 后开始下降，2018Q3 占比降至 43.4%。付费订阅业务 ARPPU 季度波动大，主要受付费音乐包和会员季节定价组合影响。

图19、TME 2016Q3-2018Q3 在线音乐收入拆分

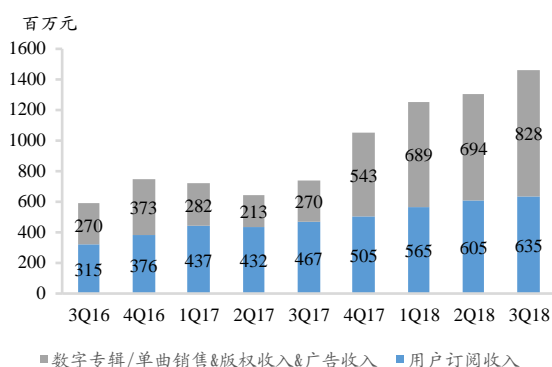
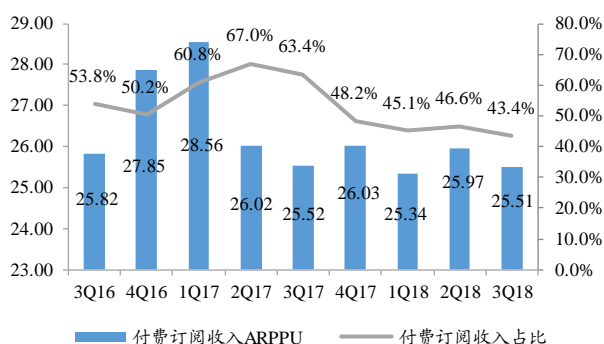


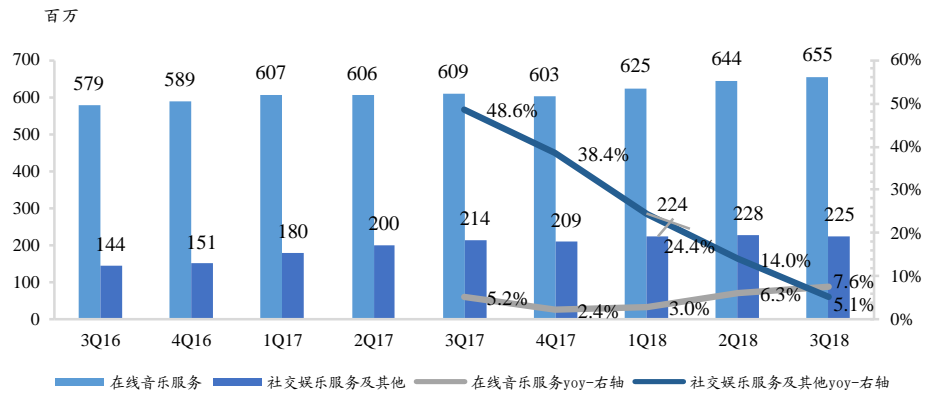
图20、TME 付费收入占在线音乐收入比重和季度 ARPPU(元)



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

用户付费率提升是在线音乐服务增长的主要驱动，而 ARPPU 提升是社交娱乐及其他服务增长的主要驱动。从月活人数来看，2018Q3，在线音乐服务 MAU 达 6.55 亿，用户增长已接近天花板；社交娱乐服务 MAU 达 2.25 亿，同比增速下滑至 5.1%，未来仍存增长空间但增速逐渐放缓。从用户付费率的角度来看，由于用户付费意愿和付费业务形式和场景的不同，社交娱乐及其他服务付费率高于在线音乐服务，2018Q1 由于受春节假期和全民 K 歌以及酷狗直播的年度颁奖典礼影响付费率增长较快，而在线音乐用户付费率未来仍存较大增长空间。从付费用户单客户收入来看，2018Q3，社交娱乐及其他服务 ARPPU 增长至 355.5 元，远高于在线音乐服务（58.8 元），同比增速的下滑是由于较低 ARPPU 值的在线 K 歌业务该季度增长较快。在线音乐服务 ARPPU 值由于基数小近年来增速较快，但由于音乐平台产品定价较低的特点和市场竞争导致短期内上升空间不大，因此并不是收入增长的主要驱动。

图21、TME 收入分部季度月活人数及同比增长



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、TME 2016Q3-2018Q3 用户付费率

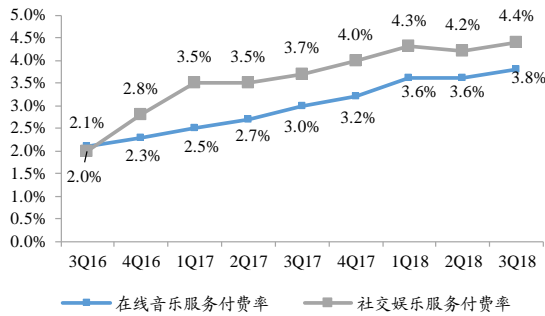
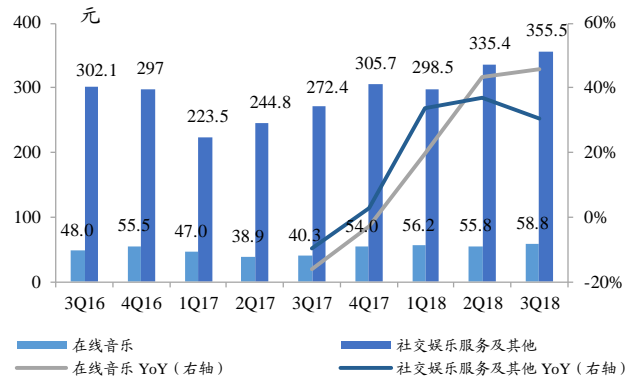


图23、TME 2016Q3-2018Q3 收入分部 ARPPU



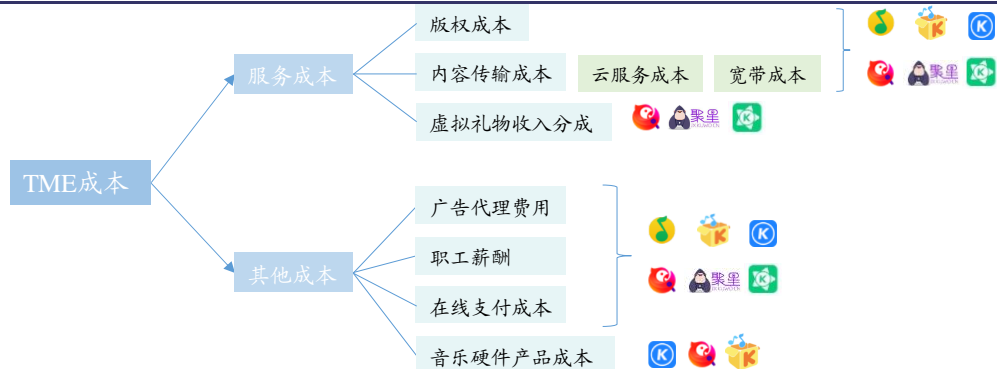
资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、成本有效控制，盈利空间逐步释放

TME 的营业成本主要包括服务成本和其他成本，服务成本是主要的成本开支。服务成本主要包括整个平台的音乐资源版权成本、内容传输成本（云服务成本和宽带成本）以及 K 歌、直播平台 and 主播进行的虚拟礼物收入分成。其他成本主要包括广告代理费用、部分职工薪酬、在线支付相关成本和音乐硬件产品成本。2018Q1-Q3，服务成本达 71.5 亿元，同比增长 67.7%，占比提升至 87.8%。

图24、TME 成本拆分



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

费用开支控制有效，销售费用率、管理费用率和有效税率整体呈下降趋势。2017年销售费用率和管理费用率下降至8.3%和13.9%。研发开支是管理费用最主要的组成部分，2018前三季度占管理费用比重下滑至42.7%。有效税率2018年显著下降，主要受高新技术公司“两免三减半”政策影响。毛利率、经营利润率和净利率显著提升。毛利率由16年28.3%提升至18Q3的40%，经营利润率提升至22.1%，净利率提升至24%。

图25、TME 16、17年及17、18 Q1-Q3 成本拆分

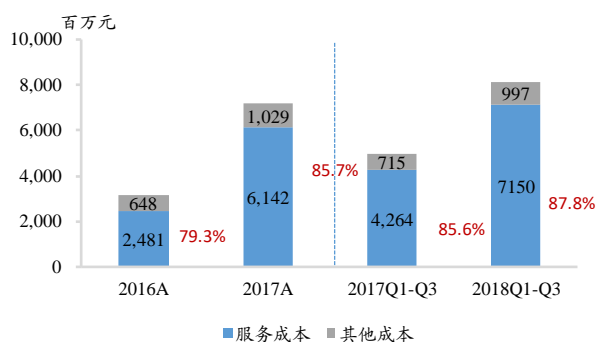
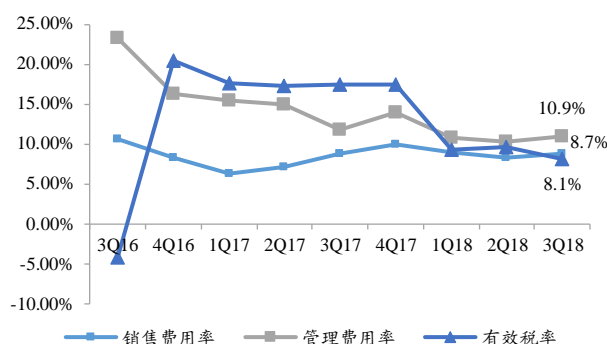


图26、TME 2016Q3-2018Q2 费用率



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、TME 16/17年及17/18Q1-Q3 毛利率和经营利润率

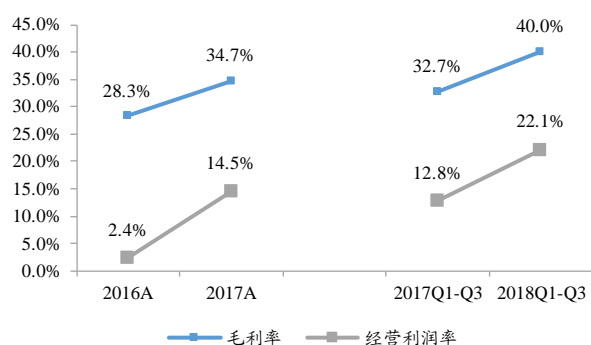
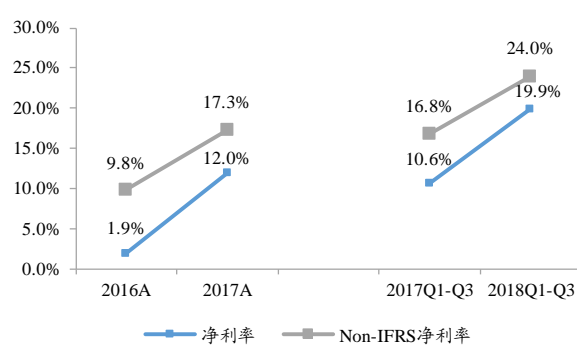


图28、TME 16、17年及17、18 Q1-Q3 净利率



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

行业对比来看，TME 作为一个综合在线音乐服务和社交娱乐服务的平台，财务经营状况良好。腾讯音乐的毛利率、经营利润率、净利率均高于纯音乐服务平台 Spotify 和纯直播平台 YY，管理费用率较高的原因是将研发开支纳入了管理费用。

表6、2018Q3 TME、Spotify 和 YY Live 部分财务指标对比

2018Q3	毛利率	销售费用率	管理费用率	经营利润率	净利率	Non-IFRS/Non-GAAP 净利率
TME	39.5%	8.7%	10.9%	21.4%	19.4%	23.0%
Spotify	25.3%	10.8%	5.0%	-0.4%	3.2%	
YY Live	34.8%	8.4%	5.0%	14.9%	16.6%	20.7%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

4、公司业务分析

4.2、竞争优势：泛娱乐+音乐社交，用户音乐付费首选平台

腾讯音乐致力于成为连接用户和音乐人与其他内容提供者的平台。在内容提供段提供多种变现方法，进行数据支撑与版权保护，助力更多优质内容的创作；在用户端集合多种垂直音乐类 APP，满足用户“发现-听-唱-看-表演-社交”一条龙的音乐体验。

图29、多合一的腾讯音乐平台



资料来源：腾讯音乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

TME 竞争优势在于：

(1) 强大的腾讯系应用导流效果；多产品强强联手、相辅相成，形成集团优势。腾讯音乐背靠腾讯这棵大树，在用户获取上有着渠道丰富且广阔的流量入口，除微信、QQ 这两个超级通讯社交流量入口外，还有腾讯网、腾讯新闻、腾讯视频、微视等内容消费流量入口，具有其他音乐平台难以相比的流量优势。TME 集团内部，多平台、多产品线并存，QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐三大平台强强联手。目前已经拥有在线音乐、在线K歌、音乐直播、原创音乐 4 个业务线和 7 个产品，每条业务线上均为行业领头羊，基本完成“听看玩唱”的生态布局。

图30、腾讯系应用导流与支持



资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

图31、TME 集团分部业务

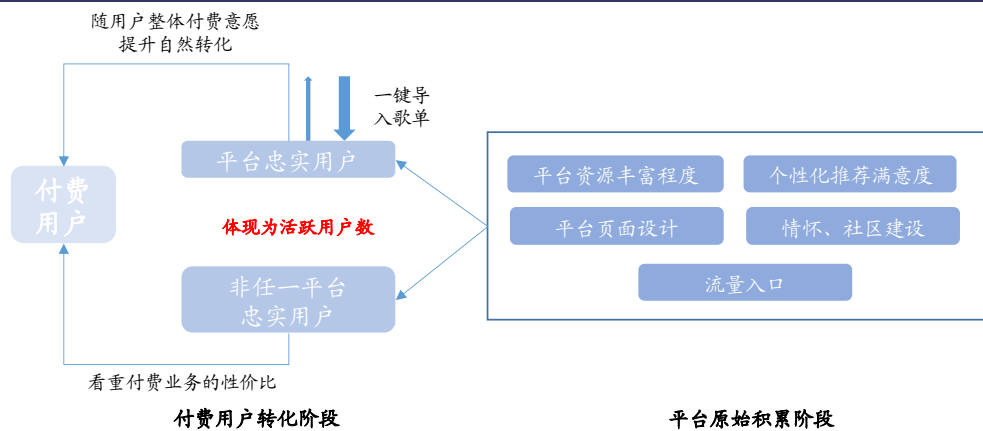


资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

(2) **泛娱乐的音乐+社交**。音乐社交的概念深植 TME 生态建设中，在线音乐社交化是 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐发展的必经之路，而全民 K 歌、酷狗直播、酷我直播等音乐社交娱乐平台会进一步向泛娱乐的方向延伸。音乐+社交有利于打通用户间的连接，提升用户活跃度与粘性，为用户打造一个全景式、立体化、多渠道的泛娱乐互动场景，带来更多的商业可能性。

(3) **数字音乐用户付费首选平台**。腾讯音乐是中国数字音乐用户进行付费购买的首选平台，84.9%的用户表示会在 TME 平台进行音乐付费。(网易云音乐：18.6%，百度音乐：10.3%)。腾讯音乐集团拥有最多的可天然转化的忠实用户和性价比最高的付费业务，在付费转化阶段也占有绝对优势。

图32、腾讯音乐平台付费用户转化逻辑



资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

(4) **从版权引进到音乐出海，“引进来”与“走出去”相结合**。2017年5月16日，随着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，腾讯音乐囊括了环球音乐、索尼音乐和华纳音乐三大唱片公司的全部独家版权。2014年起，腾讯的海外音乐产品 Joox 开始陆续打入香港、台湾、印度、马来西亚等东南亚市场；2016年开始，腾讯音乐集团陆续投资韩国音乐娱乐巨头 YG 娱乐、美国版的“全民 K 歌” Smule、印度音乐流媒体服务 Gaana，并与全球第一大音乐平台 Spotify 双方达成换股战略合作、与索尼音乐联合成立“亚洲第一电音厂牌”——Liquid State。腾讯音乐的大出海战略，将吸引更多产业链上的优质资源自发与其合作，是一种“纵深式”商业布局。

表7、腾讯音乐国际化布局

时间	合作方	国家	内容
2016.5	YG 娱乐	韩国	8500 万美元入股韩国音乐娱乐巨头 YG 娱乐
2016.12	Sanook Online	泰国	全资收购 Sanook Online，推广腾讯旗下针对东南亚市场的音乐流媒体服务 JOOX
2017.5	Smule	美国	5400 万美元投资美国版全民 K 歌 Smule
2017.12	Spotify	瑞典	战略换股
2018.1	索尼音乐	日本	联合成立“亚洲第一电音厂牌”——Liquid State
2018.2	Gaana	印度	1.15 亿美元领投印度音乐流媒体服务 Gaana

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、在线音乐业务：用户资产积累基石，生态建设首发环节

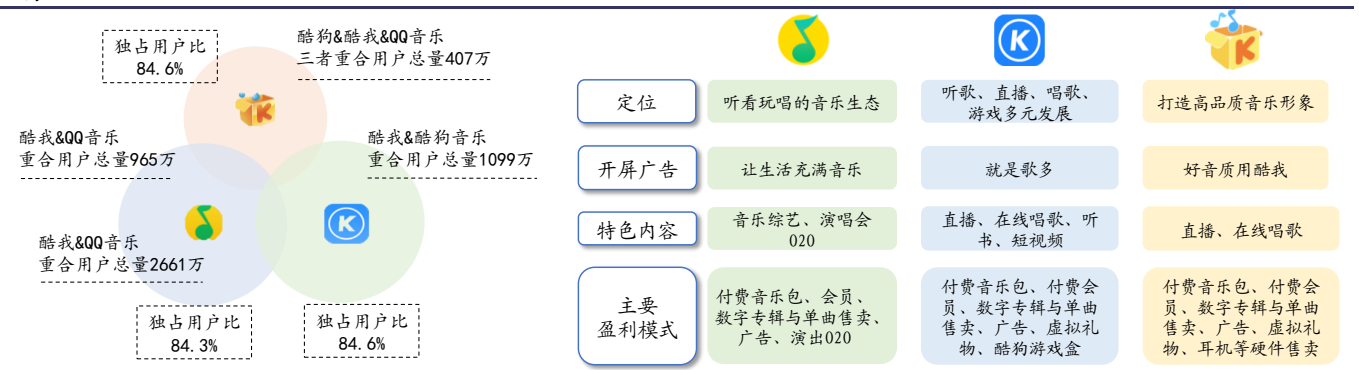
在线音乐服务是 TME 生态建设的首发环节，为社交娱乐服务提供音乐版权支撑和用户引流。TME 起家于在线音乐业务，QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐是平台获取用户流量、进行用户资产积累的基石。虽然在线音乐服务的收入占比逐年降低，但仍是 TME “听、看、玩、唱” 生态建设中不可缺少的首发环节，也为社交娱乐服务提供用户引流和版权支撑。

4.1.1、各平台差异化发展

旗下各 APP 重合用户少，差异化发展态势良好。QQ 音乐、酷我音乐和酷狗音乐虽都为综合性在线音乐服务平台，但重合用户少，独占用户比均达 84% 以上，差异化发展态势明显。

从平台定位来看，QQ 音乐定位音乐生态建设，酷狗音乐定位听歌、直播、唱歌、游戏等多元经营模式，酷我音乐以高音质为主打特色。QQ 音乐以版权内容为核心，借助微信、QQ 凸显音乐社交优势；借助粉丝流量进行海量数字专辑首发与歌曲付费；线上打造综艺，线下布局演唱会、线上演艺、票务电商，如 Live House 演唱会、QQ 音乐盛典等，打造 O2O 演艺生态，创新多元变现方式。酷狗音乐功能全面，特色化打造在线演艺互动平台——星乐坊、繁星直播，为艺人、唱片公司、演出公司提供了演艺 O2O 的平台，同时给用户带来了廉价的观演渠道和在线 K 歌平台。酷我音乐定位高品质音乐平台，关注用户音乐视听体验，建立丰富的无损音乐库，同时依托音乐周边（耳机、音响）的线下售卖，集合软硬件一体化发展。

图33、QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐独占用户比 图34、QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐差异化发展



资料来源：Questmobile，兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

4.1.2、用户内容付费是主要变现手段

在线音乐板块的内容付费业务围绕听歌和与其相关的增量服务展开。包括数字专辑与单曲售卖、付费音乐包和付费会员，其中付费会员贡献更大用户粘性。

(1) 付费音乐包与付费会员

付费音乐包与付费会员定价均处于市场中档水平。付费音乐包包括每月 300 首下载量的普通音乐包（8 元/月）和每月 500 首下载量的豪华音乐包（12 元/月），目前市场定价相对稳定。付费会员定价处中等水平，相对其丰富的会员权益来说，定价较低，未来仍有上升空间。

各平台付费音乐包权益基本相同，独家版权仍能带来差异；腾讯音乐集团拥有额外的演唱会特权和游戏特权。各平台付费音乐包均主打付费音乐下载和无损音乐下载与试听，会员曲库的差别是主要的差异体现，但随着版权互授的推行各平台在音乐资源方面的差异化越来越低，但保留的 1% 的独家资源仍能培养一定的用户粘性。除试听下载特权外，QQ 音乐付费音乐包还包括演唱会特权和游戏特权，而演唱会特权一般只出现在各音乐平台的会员服务中。

表8、国内主流音乐平台付费音乐包内容及价格对比

	QQ 音乐	酷我音乐	酷狗音乐	网易云音乐
付费音乐包权益				
付费音乐下载	✓	✓	✓	✓
SQ 音乐试听/下载	✓	✓	✓	✓
专属图标	✓	✓	✓	
演唱会特权	✓			
游戏特权	✓			
专属客服		✓		
定价（月）	300 首/月：8 元 500 首/月：12 元			

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

QQ 音乐首创会员模式，TME 会员服务已从音乐渗透到游戏与直播，由线上渗透到线下。作为中国首个上线音乐会员服务的音乐平台，腾讯音乐有丰富的会员运营经验也拥有最丰富的会员权益，包括音乐特权、付费音乐特权、演唱会特权、身份特权、生活特权和直播特权，其中 QQ 空间背景音乐、点歌到 QQ 群以及各生活特权均能体现 TME 与腾讯的良好协同，已实现由音乐到游戏与直播、从线上到线下的渗透，对付费用户的吸引力不断提升。目前 QQ 音乐拥有累积注册用户已超 8 亿，其中付费绿钻用户超过 1.2 亿。

表9、国内主流音乐平台付费音乐包内容及价格对比

会员特权	具体权益	QQ 音乐	酷狗音乐	酷我音乐	网易云音乐	虾米音乐
音乐特权	HQ 音乐试听/下载	✓	✓	✓		
	SQ 音乐试听/下载	✓		✓	✓	✓
	好友点歌	✓				
	高速下载	✓	✓	✓		✓
	批量下载	✓				
	高清 MV 下载			✓		
	上传本地音乐	✓				
	QQ 空间背景音乐	✓				
	点歌到 QQ 群	✓				
	会员专属曲库	✓	✓	✓	✓	
	专属电台/电台折扣				✓	

付费音乐特权	付费音乐试听/下载	✓	✓	✓	✓	✓
演唱会特权	购票折扣				✓	
	演唱会直播免费看		✓			
	优先抢票	✓	✓		✓	✓
游戏特权	游戏礼包	✓	✓			
身份特权	成长加速	✓				
	个性音乐	✓				
	去广告	✓	✓	✓	✓	
	专属界面皮肤	✓		✓	✓	
	专属身份	✓	✓	✓	✓	✓
	弹幕气泡/个性主题	✓		✓	✓	
	专属客服		✓	✓		
	歌词海报字体	✓			✓	
生活特权	京东购物特权	✓				
	迅雷会员特权	✓				
	KTV 特权	✓				
	酒店特权	✓				
	票务特权	✓				
	流量特权	✓				
	话费特权	✓				
	商城折扣			✓	✓	
	其他福利			✓	✓	✓
直播特权	专属座驾		✓	✓		
定价（月）			15 元		18 元	8 元/12 元

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（2）数字专辑与单曲销售

首创数字专辑，创新付费生态体系。国内的数字音乐专辑售卖起步较晚，2014 年 QQ 音乐首张独家发行专辑——周杰伦的《哎呦，不错哦》标志着中国数字音乐专辑时代的到来，2017 年，数字专辑继续全面开花，进一步侵蚀传统实体唱片的份额。而 QQ 音乐作为数字专辑的发起者，销量最高。截止到 2018 年 3 月 31 日，QQ 音乐已累计发行 355 张数字专辑，销量大约 6000 万张，销售额近 4 亿元，2017 年全年销售额接近 2 亿。

表10、2017 年中国全网上线主要数字专辑销量

发行时间	歌手及专辑名称	数字专辑销量				
		QQ 音乐	酷狗音乐	网易云音乐	虾米音乐	酷我音乐
2017/3/3	Ed Sheeran 《+ (Deluxe)》	110000+张	60000+张	44000+张	-	4000+张
2017/3/9	陈楚生&SPY.C 《侦探 C》	53000+首	-	63000+首	-	3500+首
2017/4/7	好妹妹乐队 《实名制》	14000+张	31000+张	84000+张	-	-
2017/5/16	李志 《李志、电声与管弦乐》	2700+张	-	68000+张	-	-
2017/5/18	陈奕迅 《放&披风》	380000+张	35000+张	240000+张	29000+张	9900+张
2017/5/19	刘瑞琦 《晚安，琦》	140000+首	37000+首	130000+首	-	4500+首
2017/5/31	谢春花 《知非》	11000+张	2100+张	33000+张	-	1300+张
2017/6/9	Katy Perry 《Witness》	680000+首	340000+首	720000+首	69000+首	12000+首
2017/6/16	Lorde 《Melodrama》	330000+首	17000+首	340000+首	38000+首	2300+首

2017/6/19	Faye 飞《小天空》	4500+张	1200+张	6100+张	-	100+张
2017/6/23	Imagine dragons 《Evolve》	52000+张	4600+张	63000+张	3000+张	300+张
2017/7/6	旅行团《永远都会在》	1000+张	200+张	5700+张	-	100+张
2017/7/21	Lana Del Rey 《Lust For Life》	330000+首	25000+首	630000+首	69000+首	2800+首
2017/8/4	陈奕迅《海胆&谁来剪月光》	270000+张	340000+张	220000+张	23000+张	4900+张
2017/8/23	林俊杰《丹宁执着》	290000+张	42000+张	18000+张	-	6500+张
2017/10/9	陈奕迅《c'ome in~》	130000+张	19000+张	120000+张	10000+张	2400+张
2017/11/3	Sam Smith 《The Thrill Of It All》	400000+首	22000+首	590000+首	41000+首	3500+首
2017/11/3	Maroon 5 《Red Pill Blues》	1160000+首	79000+首	1290000+首	39000+首	8600+首
2017/11/9	孙燕姿 No.1 作品: 跳舞的梵谷	1050000+首	100000+首	1230000+首	290000+首	69000+首
2017/11/10	Taylor Swift 《reputation》	4490000+首	310000+首	4190000+首	270000+首	50000+首

资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

粉丝经济下，数字专辑销量成为市场和艺人衡量商业化成功的重要指标。随着音乐专辑的实体到数字化转变，数字专辑销量成为媒体和粉丝看重的指标。QQ 音乐平台钻石唱片和殿堂金钻唱片等认证直接与专辑销量挂钩，是歌手流量商业化能力的重要衡量标准。粉丝经济下，粉丝为了冲榜往往会购买不止一张专辑，极大地贡献了销量，以吴亦凡《Antares》专辑为例，总销量 29 万张，贡献最高的“土豪榜”前三一共贡献超过 5.4 万张。

数字专辑+：粉丝公会成为 TME 粉丝社群化运营的核心要素；限时夺宝等粉丝活动可以有效刺激专辑销售。用户购买 1 张数字音乐专辑即可获得专属专辑铭牌并且可以创建自己的粉丝公会。铭牌互赠功能满足了粉丝的社交需求；粉丝公会可以有效集合粉丝社群，提供透明直接的打榜渠道，公示各公会打榜销量与排名可以刺激粉丝进行更多消费。限时夺宝、明星分享会门票兑换和明星语录卡等粉丝活动均能有效刺激专辑售卖。综合起来，形成了包括专辑发售、社交互动、线下活动、粉丝周边等在内的“数字专辑+”模式，帮助平台丰富立体的音乐娱乐生态。

4.1.2、版权转授和广告收入稳步增长

版权收入稳步增长，版权分销模式有利于内容成本的进一步降低。版权转授收入在 2017 年国家版权局明确要求音乐平台“避免采购独家版权”后大幅增长，现趋于稳定，一定程度上弥补了因分享版权而导致部分用户流失的损失。版权互授模式对于腾讯音乐来说，可以进一步降低版权签约成本，使得授权价格趋于合理。同时，腾讯音乐自身成熟的商业机制、产品建设、广泛的用户覆盖，以及对国家版权政策的严格执行和专业的维权能力是吸引大量国内外唱片公司与其形成长期正规化合作关系的重要筹码。目前的转授权费用及模式并未有政策性的规定，因此作为转授权的平台提供方。腾讯音乐具有较强的议价能力。

表11、国内主流音乐集团部分独家版权

	腾讯音乐	网易云音乐	阿里音乐	百度音乐
华语	杰威尔、英皇娱乐、福茂唱片、梦响当然、乐华娱乐、华谊兄弟、少城时代、灿星文化、种子音乐	瑞鸣音乐、无限星空	华研国际、滚石唱片、寰亚唱片	太合麦田、海蝶音乐、大石版权、景文唱片
欧美	环球音乐、华纳音乐、索尼音乐、UMG publishing		BMG	The Orchard
日韩	YG、CUBE、LOEN、CJ、BUGS	爱贝克斯	SM	
音乐节目版权	中国好声音、我是歌手 中国梦之声、最美和声 跨界歌王、蒙面猜猜猜 最优的我们、明日之子 中国新说唱、创造 101	我是歌手 我想和你唱 跨界歌王 快乐男声	这就是歌唱	

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

广告收入占比降低，受付费会员增长影响较大。广告收入主要来自平台的开屏广告和 banner 广告，按 CPD（Cost per display）和 CPM（Cost per mille）进行计费。除平台直接承接广告外，TME 还与第三方广告代理公司和腾讯合作承接广告，并支付一定的广告收入作为代理费用。未来广告收入随平台流量的增加仍有增长空间，但在整体营收中占比将不断降低，对腾讯音乐平台来说是一个良性的信号。此外，由于付费会员服务中包括一项免广告的服务，付费会员的增长会在一定程度上抑制广告收入的增长。

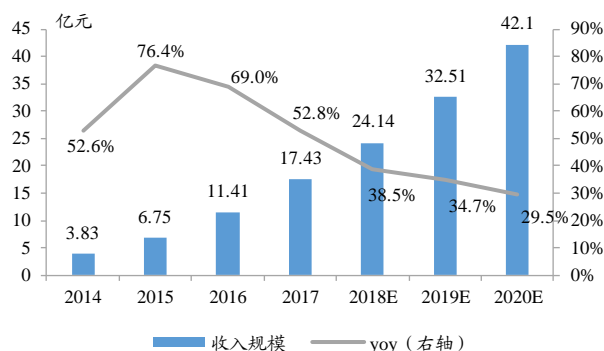
4.2、社交娱乐服务：在线 K 歌由线上延伸到线下，音乐直播泛娱乐化

社交娱乐服务成为平台发展支柱。社交娱乐服务包括在线 K 歌、在线直播和音乐硬件产品销售，由于高 ARPPU 值的各项服务已成为平台发展的主要动力。

4.2.1、在线 K 歌

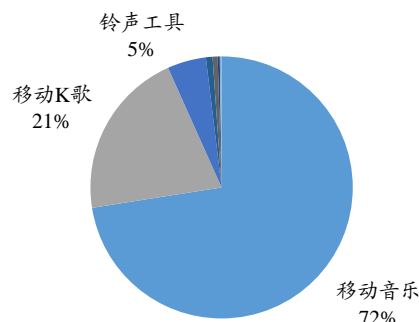
行业特点：市场规模不断扩大，进入流量红利收割阶段；行业马太效应明显。2018 年，中国在线 K 歌行业用户占比提升至 21%，仅次于移动音乐，总市场规模上升至 24.14 亿元，同比增长 38.5%。和在线音乐相比，在线 K 歌流量红利仍存，已进入流量红利收割阶段。目前移动 K 歌产品马太效应非常显著，用户高度集中在全民 K 歌和唱吧两款头部应用中，全民 K 歌在活跃用户数上占绝对领先优势，2018 年 8 月 MAU 已达 1.58 亿（唱吧：5703 万），是中国最大的在线 K 歌平台。

图35、2014-2020E 中国移动 K 歌市场规模及预测



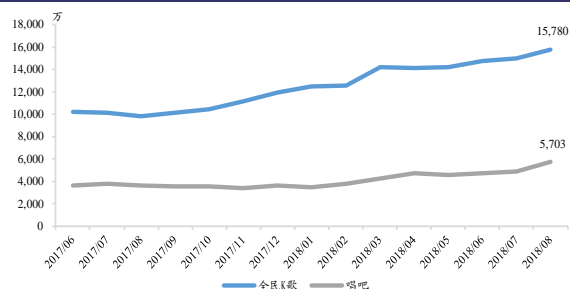
资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理
备注：中国移动 K 歌市场规模，即中国移动 K 歌企业围绕移动 K 歌业务开展服务的营收总和，含 K 歌厂商的直播业务，电信运营商 K 歌类增值服务业务不计

图36、2017 年中国音频娱乐领域用户分布情况



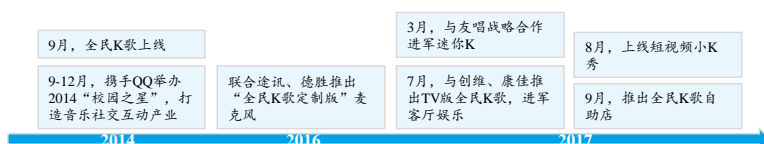
资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、2017.6-2018.8 全民 K 歌和唱吧 MAU



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、全民 K 歌发展历程



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

全民 K 歌基于腾讯熟人社交链，玩转线上+线下，实现智能娱乐场景全覆盖。全民 K 歌 2014 年 9 月上线，覆盖“听、唱、看、玩”智慧生态中唱和看两个环节。全民 K 歌以熟人社交为平台发展基础，通过好友间的互动分享形成闭环体验，同时正式推出平台直播、短视频和歌房（多人连麦）功能，并助力素人用户造星，截至 2017 年 12 月，全民 K 歌已经签约 36 位独家艺人，共发布 17 张数字专辑。除进行线上布局外，近年全民 K 歌联动 QQ 音乐、友唱、创维和康佳等布局线下 O2O，进军迷你 K 和客厅娱乐，丰富用户对“轻娱乐”方式下的 K 歌体验。2017 年 9 月，全民 K 歌自助店项目正式启动。

全民 K 歌自助店：无人经济+线上线下强结合，打造 K 歌娱乐综合体；用户转化层层递进。全民 K 歌自助店有 3 个主要组成元素：唱歌机、自助售货机和游艺机。不同于传统迷你 KTV 采用商综体零散投放的寄生模式（投放位置取决于宿主业态的规模和数量，属于随机消费状态，用户粘性较小），全民 K 歌自助店通过店面运营的模式，主要由唱歌机+自动贩卖机+游艺机（团队自主设计）形成 K 歌娱乐综合体，培养用户主动消费意识。截至 2017 年 11 月，全民 K 歌客单价已达到 33.25 元，回本周期约为传统 KTV 的三分之一。预计全民 K 歌自助店 2018 年将新增 300 家，2019 年将达到 1000 家，地域上将逐渐覆盖至二线城市，一线城市的密度预计达 80-120 家店。

表12、全民K歌自助店和其他KTV对比

	全民K歌线下店	迷你KTV	传统KTV
主要场景	集中综合娱乐一体区，由迷你KTV房、休闲娱乐区和休息区组成	商超、电影院、写字楼等地进行零散投放，只有KTV房	独立建设，人力成本较高
设备专业性	自主研发软硬件、支持高清视频拍摄、MV制作并上传分享、VR、AR技术可实现用户与明星同框演唱	设备专业化有差异，个别有录像上传功能	各家有差异，一般不支持录歌、视频
定价	定价标准统一，25元/20分钟	时长更短，一般20元/15分钟	分时段定价，某些有会员和抵消
线上线下结合度	丰富乐迷社交玩法，可同步APP作品列表，借助全民K歌APP的线上社交生态圈	一般支持录音上传，自有APP社交属性差	线下社交为主

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、全民K歌和唱吧虚拟礼物充值和定价对比

		全民K歌	唱吧
充值	基本标准	1元=7.5K币	1元=100金币
	充值档次	5档: 6元、18元、68元、298元、488元	6档: 6元、12元、18元、30元、60元、148元
定价	普通礼物	0-9999K币(1333元)	0-299999金币(3000元)
	VIP礼物	20-1666K币(222元)	32-50000金币(500元)

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

平台主要变现模式：虚拟礼物+会员+线下自助店收益。总体来看，全民K歌虚拟礼物充值和会员定价均高于唱吧，普通礼物和VIP礼物总体定价上低于唱吧。会员权益方面，会员礼物、免费鲜花礼物、下载导出、HQ音质、身份标识为共有权益，全民K歌独有权益为教唱、隐私、家族功能、歌房功能和线下自助店优惠折扣。此外，全民K歌还有线下自助店这一独特收益来源。

表13、全民K歌和唱吧会员权益和定价对比

		全民K歌	唱吧
权益	VIP专属道具	✓	✓
	更多免费鲜花礼物	✓	✓
	礼物折扣		✓
	投稿、涨粉	✓	✓
	教唱	✓	
	隐私	✓	
	歌词动效	✓	
	个性装扮	✓	✓
	音质-HQ伴奏、录音	✓	✓
	下载导出功能	✓	✓
	家族功能	✓	
	创建、赠送歌房	✓	
	全民K歌自助店折扣与优惠	✓	
	身份标识	✓	✓
	最近来访		✓
	个性尾巴		✓
	歌曲振铃		✓
	积分兑换实物		✓
	建群、加群特权		✓
会员日-礼物抽送		✓	
定价	连续包月	19元	6元
	1个月	25元(现活动价18元)	12元
	3个月	73元	30元
	6个月		60元
	12个月	288元	108元

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2.2、以音乐为中心的演艺直播

行业特点：是泛娱乐直播平台中的垂直分类，具有高用户粘性和高付费意愿。音乐直播一直是直播平台的重要类别。2012年，酷狗直播上线，同年酷我聚星直播

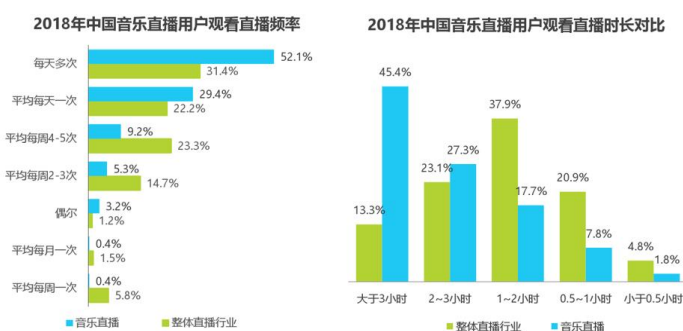
上线，2016 年全民 K 歌推出直播功能。从平台粘性来看，音乐直播的用户观看频次和观看时长远高于整体直播行业，用户对音乐直播内容的高需求和音乐直播整体的“专业”形象是影响用户粘性的重要原因。从用户付费情况来看，音乐直播打赏金额分部较为分散，但高额打赏用户仍占较大比重，每月打赏 2000 元以上的用户约占四成，平均来看单用户每月平均打赏金额高达 2823.8 元。

图40、中国音乐直播发展历程



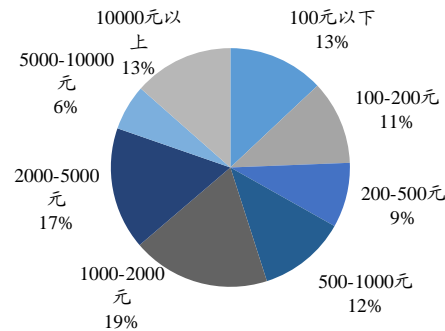
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、2018 年中国音乐直播用户和整体直播行业观看直播频率和观看时长对比



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

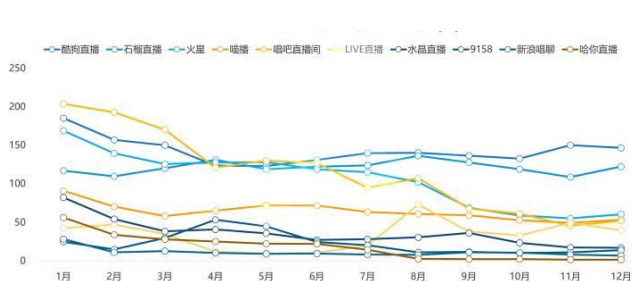
图42、2018 年中国音乐直播用户每月打赏金额分布



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

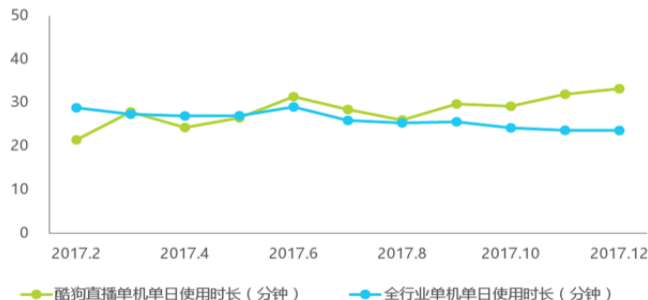
纯音乐直播平台中，酷狗直播在用户活跃度上占绝对优势，单日使用时长超行业平均水平。2017 年全年，酷狗直播活跃用户数不断攀升，6 月开始稳居第一。从单日使用时长来看，2017 年 6 月，酷狗直播单日使用时长超过行业平均水平，达 31.4 分钟，随后不断加大与行业平均水平的差距。

图43、2017 年酷狗直播单机单日使用时长



资料来源：易观，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、2017 年酷狗直播单机单日使用时长



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

酷狗直播独特优势：酷狗音乐海量用户导流+直播捆绑贩售专辑+发力音乐造星+自制直播综艺。酷狗直播最早衍生于酷狗音乐平台，背靠平台强大的版权资源支

撑和海量用户导流，现如今已形成独到的竞争优势。2016年9月，酷狗直播上线第一张音乐直播专辑《2015 繁星年度盛典 纪念专辑 1》后，主播数字专辑不断走进用户视野，通过在直播间捆绑贩售挖掘主播商业潜力。酷狗直播整合酷狗音乐、5sing 音乐原创基地和唱片公司等资源，在音乐造星产业链上持续发力，助推心妍、S.I.N.G 女团等音乐人发展。酷狗直播还拥有强大的明星和节目资源合作，自制明星访谈综艺“酷狗音乐坊”，并推出全国首个主播直播综艺“Hello! 星主播”。

图45、酷狗直播和酷狗音乐相互导流



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

全民 K 歌直播直播独特优势：歌房+直播。从在线 K 歌到在线观看音乐直播对用户来说是音乐娱乐行为的自然延续。全民 K 歌除了有传统直播模式外，还提供歌房模式，即多人同时上麦进行互动，给用户带来的代入感和参与感远高于在普通直播，同时发现页的导流有利于聚集用户。

平台主要变现模式：虚拟礼物+会员。和其他直播平台一样，酷狗直播、酷我直播和全民 K 歌的主要直播收入来自平台虚拟礼物收入和会员收入，其中虚拟礼物收入占比较大。

4.2.3、音乐相关硬件产品销售

酷我音乐是行业内打造音乐硬件设备的先锋队员，酷狗音乐和全民 K 歌也均有硬件产品销售。自 2015 年起，酷我音乐就致力于打造软硬一体化的高音质用户体验。2015 年 9 月，酷我发布了第一款主打重低音和性价比的“酷我 K1 无线耳机”。截至今日，酷我音乐的硬件产品线已经覆盖蓝牙耳机、蓝牙头戴耳机、防水蓝牙音箱和真无线立体声蓝牙耳机全品类，不少单品已成为同类长期销量冠军。此外，酷狗 M1 耳机、K1 耳机和全民 K 歌麦克风均是数字音乐平台销量较好的产品。

图46、酷我音乐和网易云硬件销量对比



资料来源：天猫旗舰店，兴业证券经济与金融研究院整理

竞争优势来自于音乐硬件和音乐平台的良好协同。一些市场调查表明音乐平台用户有在音乐平台购买音乐硬件的意愿，而硬件销售则是打造从线上到线下全方位音乐娱乐生态的重要一环。和小米等知名且同走物美价廉路线的品牌相比，TME平台所售卖的音乐硬件的独特优势在于和各音乐平台形成的良好协同。例如，酷我 H1 耳机支持无限畅听酷我平台的无损音乐和蝰蛇音效，全民 K 歌 Q5 麦克风支持的多重音效、一键电音、双机直播、连麦合唱对 K 歌重度用户有着非常强烈的吸引力。这些和音乐平台结合的附加服务是一般电子产品厂商所缺乏的，也是 TME 音乐硬件销售未来的方向与着力点。

5、募集资金用途和申购建议

5.1、募集资金用途

基于 14 美元/ADS 的假定首次公开发行价格，公司预计将从全球发售获得款项净额 5.44 亿美元（假设超额配股权未获行使），此外还将获得向腾讯定向增发的款项净额 3200 万美元，其中：

约 2.3 亿美元（约占所得款项净额 40%）用于投资内容建设以提高平台内容数量与质量和内容多样性程度；

约 1.73 亿美元（约占所得款项净额 30%）用于产品和服务研发以扩大和加强现有产品和服务能力，同时用于开发新产品和服务，进一步提高用户参与度；

约 8640 万美元（约占所得款项净额 15%）用于销售推广和市场营销，包括各项巩固品牌优势同时扩大付费用户基础的营销推广活动；

约 8640 万美元（约占所得款项净额 15%）用于未来潜在战略投资和收购。

5.2、申购建议

腾讯音乐集团在国内数字音乐行业占绝对领先地位，其业绩飞速提升，营收翻番，Non-IFRS 净利润从 16 年的 4.26 亿增至 17 年的 19.04 亿，17Q1-Q3 也从 12.39 亿增至 18Q1-Q3 的 32.57 亿，毛利率由 16 年 28.3% 提升至 18Q3 的 40%，净利率提升至 20%，盈利空间开始有效释放，而 Spotify 的净利率仅为 3.2%。在线音乐服务和社交娱乐服务的付费率和单付费用户收入均快速增长，随着中国用户音乐付费意愿的提升和音乐付费产品的多元化未来增长空间巨大。TME 目前已经拥有基本完成“听看玩唱”这一完整的泛娱乐生态布局。考虑到腾讯音乐在中国数字音乐行业的领头羊地位，强大的用户规模（6.55 亿的数字音乐用户，2.25 亿的社交娱乐用户），叠加国内数字音乐付费率的上升空间，我们建议投资者积极申购。

6、风险提示

- 1、用户付费率提高不及预期
- 2、政策监管风险：音乐版权和在线直播行业
- 3、行业竞争加剧

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永生生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司和天美（控股）有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。