

腾讯音乐：发掘内容新优势，平台升级稳流量

2022 年 01 月 06 日

【投资要点】

- ◆ 公司为国内音乐流媒体龙头，以“内容+流量”为发展关键要素，由“内容+平台”双轮驱动业绩持续增长。腾讯音乐为中国最大音乐流媒体，在在线音乐服务市场和音乐衍生社交娱乐服务市场的收入市占率分别高达 72.8%和 69.4%。两大业务核心商业模式均为用户付费，平台升级驱动流量增长，内容升级驱动用户付费意愿和付费水平。根据灼识咨询数据显示，两大业务市场规模未来5年仍有望维持超过30%的复合增速，市场空间巨大。
- ◆ 公司在在线音乐服务业务中着重音乐内容深耕和长音频内容延展，持续提升长尾用户付费力。2021Q3 公司在线音乐服务 MAU 达 6.36 亿，付费渗透率持续增长至新高 11.2%，付费用户保持稳定增长，在线音乐服务成为推动收入增长的主要动力。后版权时代音乐平台内容竞争加剧，腾讯音乐升级原创音乐人激励计划，激励原创音乐长尾创作，2021Q3 腾讯音乐人数量已超过 26 万保持双位数增长。此外，依托腾讯生态体系优势，公司在综艺音乐版权获取方面具备显著优势，且长音频内容依托腾讯生态 IP 运营积累大量流量，目前，MAU 已超过行业龙头喜马拉雅。2021 年 12 月下旬，公司推出国内首个虚拟音乐嘉年华 TMELAND，为入局元宇宙迈出重要一步。
- ◆ 社交娱乐服务不断创新稳固用户基本盘、增加用户粘性。K 歌业务与直播业务流量受同业竞争和短视频平台挤占较为明显。在此情况下，公司产品持续功能迭代，视频化、智能化提升用户体验，并不断扩宽社交面稳定用户盘；此外，微信状态联动、QQ 音乐直播入口等平台升级的方式持续为产品引流，稳固用户基本盘；虚拟直播间、跨服直播等创新活动增加付费用户参与度，助力社交娱乐服务将保持稳健发展。

【配置建议】

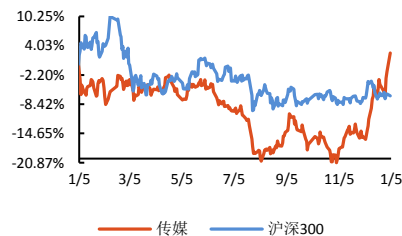
- ◆ 虽然后版权时代行业内仍然面临更加激烈的竞争，以及短视频平台较强势的流量挤占，但腾讯音乐不断升级平台运营，用户基本盘能够得到稳固，MAU 能够逐步回流；同时持续深化内容建设、延展内容触角，增强用户粘性和付费力，付费渗透率及 ARPPU 将提升；运营保持高稳效率，成本费用率稳中有降。我们认为腾讯音乐在在线音乐行业具备一定的优势和稳健发展的潜力。

【风险提示】

- ◆ 政策监管风险；行业竞争加剧风险；经营效果不及预期风险

强于大市（维持）

相对指数表现



相关研究

《柳暗花明，向阳而生》

2021. 12. 14

《Facebook 改名 Meta，双十一业绩可期（2021 年 44 周）》

2021. 11. 03

《双十一预售开启，各平台反响热烈（2021 年第 43 周）》

2021. 10. 27

《市场情绪企稳，看好游戏板块估值回归（2021 年第 42 周）》

2021. 10. 20

《悲观情绪筑底，战略反攻开启（2021 年 40 和 41 周）》

2021. 10. 13

正文目录

1. 公司概况	4
1.1. 发展历程：中国最大的“音乐+社交”融合音乐流媒体平台	4
1.2. 行业概况：市场空间依然广阔，腾讯音乐为绝对龙头	5
1.3. 收入结构：在线音乐服务与社交娱乐服务创收结构逐步均衡	6
2. 在线音乐服务：“内容+平台”加速升级，长音频拓展成效初显	8
2.1. 后版权时代的 TME：竞争力不减但挑战来袭	8
2.1.1. 音乐市场反垄断：历时 6 年，独家版权时代终结	8
2.1.2. 面临挑战：版权开放下“超”、“强”竞争加剧	10
2.1.3. 充分依托腾讯生态资源，付费率继续增长	13
2.2. 内容升级：注重原创音乐人创作激励，拓展版权音乐变现路径，TMELAND 开创音乐元宇宙新纪元	16
2.2.1. 原创内容：加强激励让音乐人和音乐创作更有活力	16
2.2.2. 版权内容：综艺音乐引流不容小觑，版权出海提升音乐变现价值	17
2.2.3. 入局元宇宙：TMELAND 将构建虚拟“未来音乐文明”	18
2.3. 平台升级：视频化增加用户粘性，应用升级吸引用户回归	18
2.4. 长音频业务：爆款 IP 助力赛道内出圈，用户积累初具规模	21
3. 社交娱乐服务：用创新体验稳固用户基本盘	23
3.1. 用户基本盘整体面临压力，但仍保持稳健的付费力	23
3.2. K 歌业务：功能视频化、智能化，扩宽社交面稳定用户盘	25
3.3. 直播业务：创新为直播平台引流、促活	27
4. 财务分析：内容为基，盈利有望更加稳健	28
4.1. 营业收入：增长动力转变为在线音乐服务，收入结构趋向均衡	28
4.2. 成本费用控制：良好成本费用控制将保持公司稳定盈利	29
4.3. 资金面：依旧充裕的现金储备能持续支撑投资拓展	31
5. 风险提示	32

图表目录

图表 1：腾讯音乐发展历程	4
图表 2：腾讯音乐闭环业务与产品体系	5
图表 3：中国在线音乐服务市场规模（按收入计，十亿元）	6
图表 4：中国音乐衍生社交娱乐服务市场规模（按收入计，十亿元）	6
图表 5：2020 年中国在线音乐服务市场份额分布（按收入计）	6
图表 6：2020 年中国音乐衍生社交娱乐服务市场份额分布（按收入计）	6
图表 7：腾讯音乐收入规模及增长（亿元）	7
图表 8：腾讯音乐收入分布情况	7
图表 9：腾讯音乐分季度主营业务收入规模和同比增速（亿元）	7
图表 10：腾讯音乐分季度在线音乐服务会员付费情况（亿元）	8
图表 11：2001-2020 年全球录制音乐产业收入（单位：十亿美元）	9
图表 12：2020 年全球录制音乐收入细分	9
图表 13：独家版权的兴起与终结	10
图表 14：市场监管总局责令解除网络音乐独家版权	10
图表 15：虾米音乐关停	10
图表 16：2021 四季度网易云音乐获取的音乐版权	11

图表 17: 中国在线音乐娱乐市场用户数量 (百万人)	12
图表 18: 中国在线音乐娱乐市场用户年龄分布	12
图表 19: 网易云音乐独特音乐推荐模式“心动模式”	12
图表 20: 网易云音乐“云村”、“评论区”VS QQ 音乐“社区”、“评论区”	13
图表 21: 腾讯音乐所处腾讯生态圈	14
图表 22: 腾讯音乐在线音乐 MAU 规模及增长 (百万)	14
图表 23: 腾讯音乐在线音乐付费会员情况 (百万)	15
图表 24: 腾讯音乐在线音乐月 ARPPU 规模及增长 (元)	15
图表 25: Spotify 付费会员情况 (百万)	15
图表 26: 腾讯音乐人数量 (万名)	16
图表 27: 腾讯音乐人开放平台全平台年播放量 (亿)	16
图表 28: “亿元激励计划 4.0”全新升级	17
图表 29: 2021Q3 主要播出泛音乐类综艺音乐版权归属情况	17
图表 30: TMELAND 虚拟跨年音乐节活动详情	18
图表 31: 在线音乐 APP 用户月人均使用次数 (次)	19
图表 32: 在线音乐 APP 用户月人均使用时长 (小时)	19
图表 33: 短视频行业与在线音乐行业重合用户规模 (亿)	19
图表 34: 音乐人选择的音乐作品推广方式占比	19
图表 35: 酷狗音乐 APP&QQ 音乐 APP 嵌入短视频模式	20
图表 36: QQ 音乐手机端 11.0 版本功能创新	21
图表 37: 2020 年每移动端月活跃用户花费在不同内容形式上的时长 (分钟)	21
图表 38: 中国在线音频市场平均月活跃用户规模 (百万名)	21
图表 39: 中国在线音频市场月平均付费率	22
图表 40: 中国在线音频市场收入规模 (十亿元)	22
图表 41: 《斗破苍穹》IP 腾讯生态全生命周期运营产品	22
图表 42: 2021 年上半年 TME 与喜马拉雅长音频内容 MAU 规模 (百万名)	23
图表 43: 腾讯音乐长音频内容 MAU 规模及对音乐 MAU 渗透率 (百万名)	23
图表 44: 腾讯音乐社交娱乐 MAU 及增长情况 (百万)	24
图表 45: 腾讯音乐社交娱乐 MAU 对在线音乐 MAU 渗透率	24
图表 46: 腾讯音乐社交娱乐付费会员情况 (百万)	24
图表 47: 腾讯音乐社交娱乐月 ARPPU 规模及增长 (元)	25
图表 48: 2021 年 3 月在线 K 歌软件 MAU 规模 (万人)	25
图表 49: 2021 年 3 月在线 K 歌软件用户人均日运行时长 (分钟)	25
图表 50: 全民 K 歌视频化功能	26
图表 51: 全民 K 歌“K 歌”智能化功能	26
图表 52: 全民 K 歌&QQ 音乐社交化功能	27
图表 53: 主要上市直播平台营运情况 (2020 年三季度)	28
图表 54: 主要上市直播平台营运情况 (2021 年三季度)	28
图表 55: 腾讯音乐 vs 网易云音乐主营业务收入分布 (亿元)	29
图表 56: 腾讯音乐 vs 网易云音乐主营业务收入同比增长率	29
图表 57: 腾讯音乐 vs 网易云音乐在线音乐服务会员付费情况 (亿元)	29
图表 58: 腾讯音乐 vs 网易云音乐在线音乐服务会员付费占在线音乐服务收入比重	29
图表 59: 腾讯音乐 vs 网易云音乐营业成本	30
图表 60: 腾讯音乐 vs 网易云音乐费用率	30
图表 61: 腾讯音乐 vs 网易云音乐利润率情况	31
图表 62: 腾讯音乐 vs 网易云音乐现金流情况 (亿元)	31
图表 63: 腾讯音乐 vs 网易云音乐期末现金及等价物情况 (亿元)	31

1. 公司概况

1.1. 发展历程：中国最大的“音乐+社交”融合音乐流媒体平台

腾讯音乐的发展历程大致可分为四个阶段：

(1) 2003-2012 年，三大独立在线音乐内容平台陆续上线，并进入直播赛道：2003 年 QQ 推出在线音乐服务拉开了中国网络音乐流媒体发展的序幕；2004 年酷狗音乐上线、2005 年 QQ 音乐与酷我音乐上线，三大独立在线音乐内容平台独立发展、竞争电脑端用户流量；其中酷狗音乐在 2012 年上线酷狗直播，开创音乐类直播先河；

(2) 2013-2016 年，合并创立 TME，成为国内最大音乐流媒体：中国音乐集团（CMC）于 2013 年、2014 年先后收购酷我音乐、酷狗音乐，并于 2016 年与腾讯在线音乐业务（QQ 音乐、全民 K 歌）合并成立腾讯音乐娱乐集团（TME），合并后的 TME 成为中国规模最大的互联网音乐集团。

(3) 2017-2020 年，深化音乐内容布局：加速获取上游唱片公司版权，获得三大唱片、杰威尔音乐公司等唱片巨头的独家版权，在音乐内容上形成显著优势；同时耕耘原创音乐版图。2017 年 10 月，腾讯音乐取得了爱听卓乐公司 100% 的股权；同年，上线腾讯音乐人计划；12 月腾讯音乐与 Spotify 合作，腾讯音乐和全球正版流媒体音乐服务平台 Spotify 达成合作协议，双方以换股的形式获取对方的股权。2018 年与索尼成立国际电音厂牌；2020 年顺应形势推出全景音乐现场娱乐品牌 TME Live，提供线上+线下音乐会极致体验。

(4) 2020 年起，发布长音频战略，拓宽音频内容触角：2020 年 3 月与阅文集团开启战略合作，4 月上线独立长音频平台酷我畅听，正式延展至长音频领域，2021 年 1 月宣布从阅文集团等股东处收购懒人听书 100% 股权，4 月与酷我畅听合并升级推出懒人畅听，进一步实现音频内容服务升级、拓宽音乐娱乐服务边界。

图表 1：腾讯音乐发展历程



资料来源：腾讯音乐娱乐集团招股说明书，公司官网，东方财富证券研究所

腾讯音乐主营业务分为在线音乐服务（在线音乐、长音频）和社交娱乐服务（K 歌、直播）两大类，具有丰富的产品体系和相辅相成的产品生态。公司旗下有 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌为四大独立音乐平台，前三个平台为在线音乐内容平台，分别嵌入 Fan 直播、酷狗直播、酷我直播等社交娱乐服务的直播专区，在歌曲播放界面均有全民 K 歌入口、为全民 K 歌导流；同样全民 K 歌也提供三大音源平台入口，相互疏通、互相导流。懒人畅听为酷我畅听和懒人听书合并升级的长音频独立平台，为腾讯音乐拓展长音频内容的重要平台。

图表 2：腾讯音乐闭环业务与产品体系

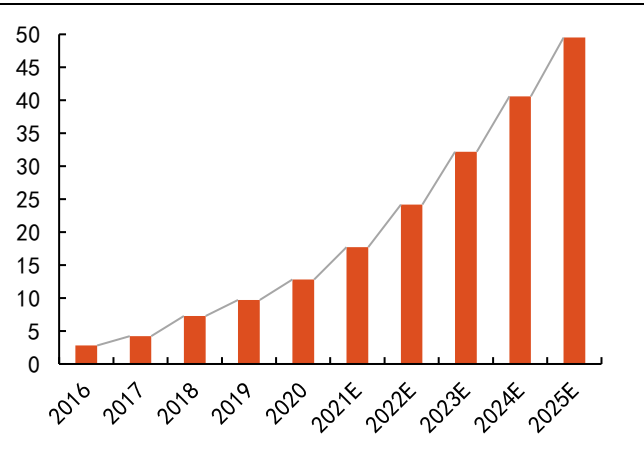


资料来源：公司财报，公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 行业概况：市场空间依然广阔，腾讯音乐为绝对龙头

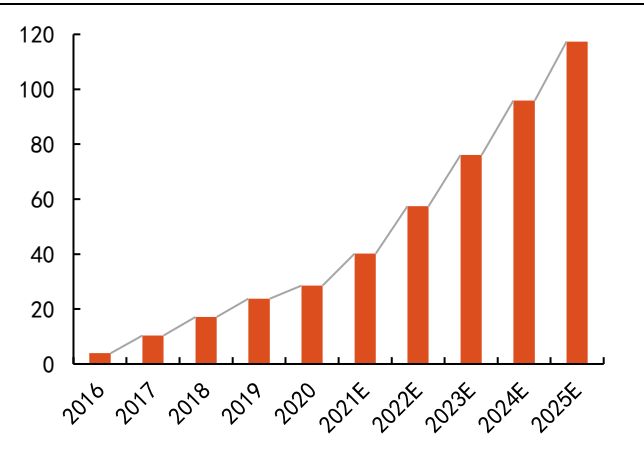
中国在线音乐服务行业与社交娱乐行业增长空间依然广阔，主要依靠向付费用户收费来变现。在线音乐服务行业的变现模式主要为会员付费、数字专辑销售、广告方案、版权转售等，根据灼识咨询数据显示，国内市场收入规模从 2016 年的 28 亿元以 46.3% 的 CAGR 增长至 2020 年的 128 亿元，主要是由付费用户渗透率快速提升所致，行业付费渗透率从 2016 年的 2% 增长至 2020 年的 8%，预计未来五年伴随付费渗透率的进一步增长，市场仍能以超 30% 的增速增长至 2025 年的 495 亿元。社交娱乐服务行业主要依靠 K 歌服务和音乐直播的虚拟礼物销售变现，本质上仍受付费用户规模和付费水平影响，过去 5 年收入从 39 亿元增长至 285 亿元，实现 64.9% 的 CAGR，考虑到监管严格和竞争加剧，未来 5 年增速有所减缓但仍预计能以 32.7% 的 CAGR 增长，预计 2025 年收入规模将接近 1180 亿元，市场空间广阔。两大业务的变现核心均在于付费用户的数量和付费能力。

图表 3：中国在线音乐服务市场规模（按收入计，十亿元）



资料来源：网易云音乐招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

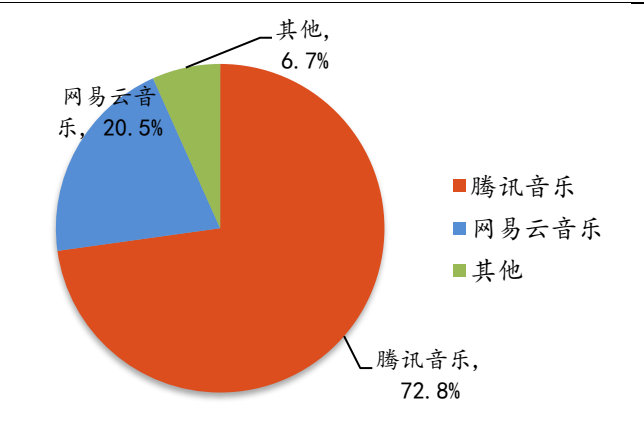
图表 4：中国音乐衍生社交娱乐服务市场规模（按收入计，十亿元）



资料来源：网易云音乐招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

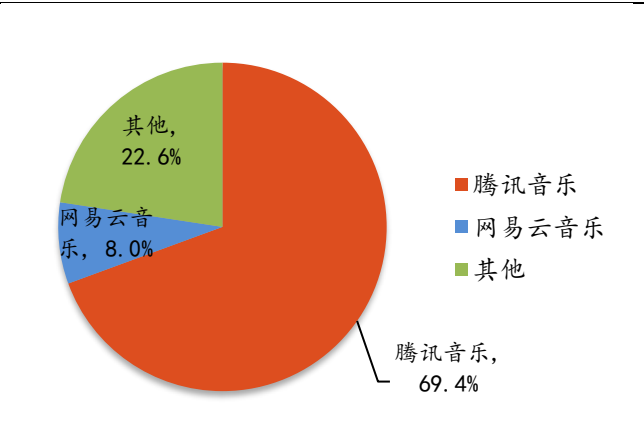
从市场份额来看，腾讯音乐无论在在线音乐服务市场还是社交娱乐服务市场，均为市场龙头。中国在线音乐娱乐市场集中度较高，在在线音乐服务市场中，腾讯音乐收入占市场总收入的 72.8%，网易云音乐紧随其后占比 20.5%，在线音乐服务市场 CR2 超过 90%；在音乐衍生社交娱乐服务市场中，腾讯音乐同样占领最高的市场份额，高达 69.4%，网易云音乐占比 8.0%，CR2 接近 80%，同样是高度集中市场。

图表 5：2020 年中国在线音乐服务市场份额分布（按收入计）



资料来源：网易云音乐招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

图表 6：2020 年中国音乐衍生社交娱乐服务市场份额分布（按收入计）



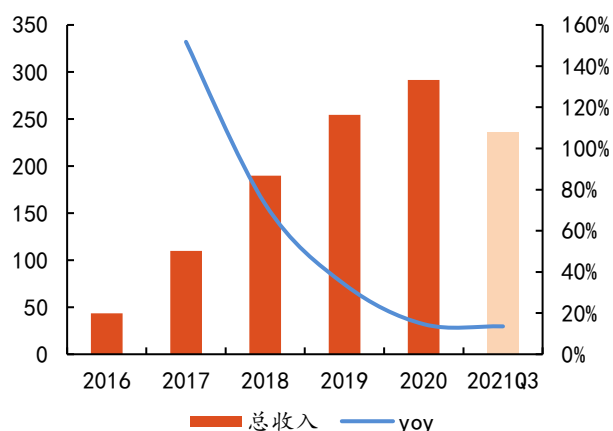
资料来源：网易云音乐招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

1.3. 收入结构：在线音乐服务与社交娱乐服务创收结构逐步均衡

腾讯音乐收入保持稳健增长态势，主要创收渠道为社交娱乐服务，但在线音乐服务的收入贡献在不断凸显。2016 至 2020 年腾讯音乐收入从 44 亿元快速增长至 292 亿元，实现高达 60.8% 的 CAGR，2021 年前三季度收入实现同比 13.5% 的稳健增长。其中，2017 年以来社交娱乐服务贡献约 70% 的收入，主要包括虚拟物品销售、高级会员付费等，为腾讯音乐收入主要来源，但近年贡献度有所

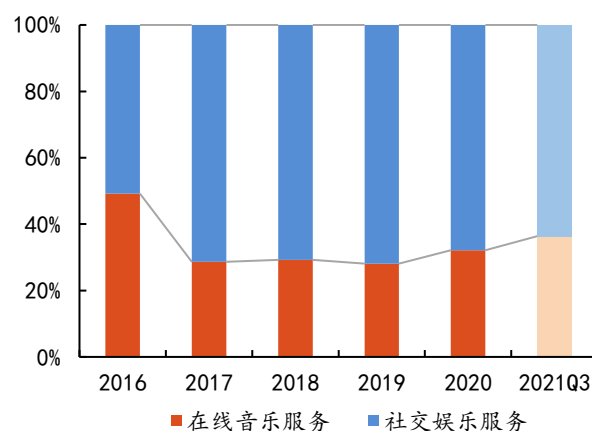
下降；在线音乐服务收入贡献增长明显，2021 年前三季度在线音乐服务贡献超 36%，收入主要包括会员订阅、广告、数字专辑售卖和内容授权。

图表 7：腾讯音乐收入规模及增长（亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

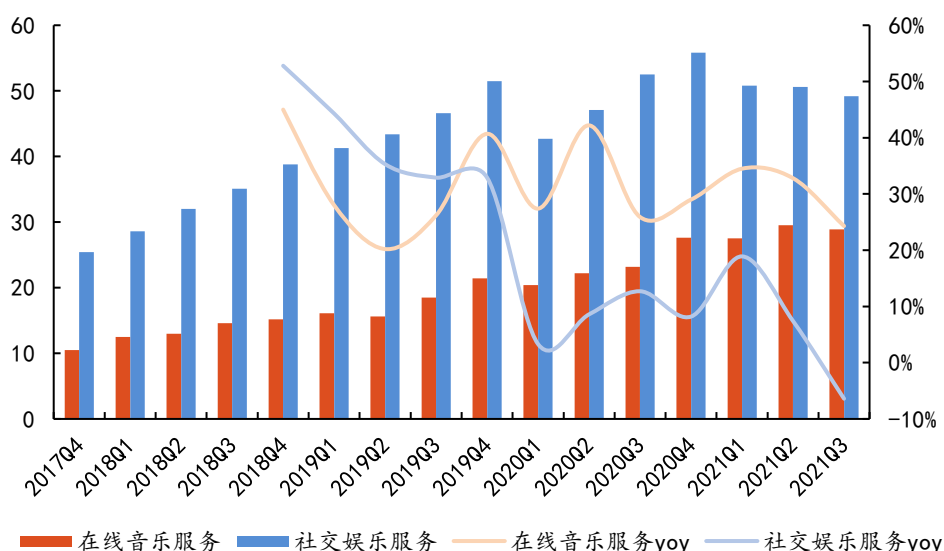
图表 8：腾讯音乐收入分布情况



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

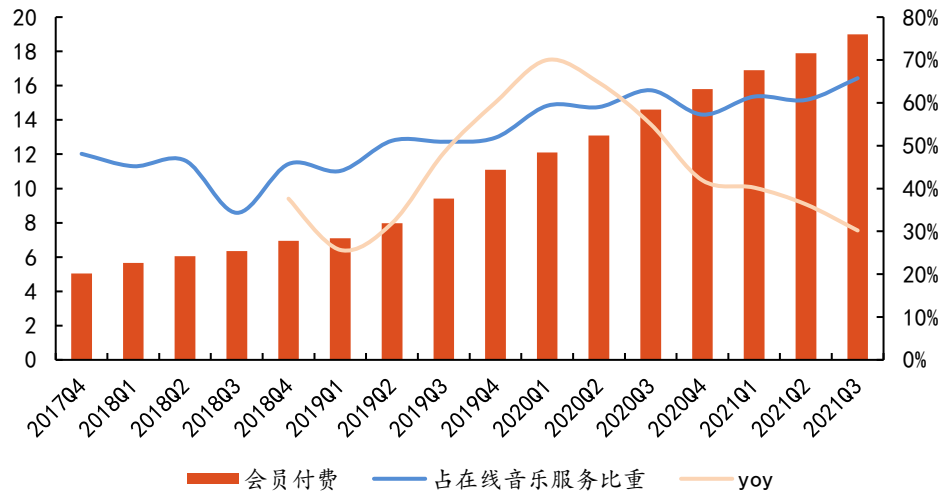
付费会员订阅收入的稳健高速增长拉动在线音乐服务收入的稳健增长，弥补社交娱乐服务受监管和竞争影响的收入下降。在线音乐服务收入中，2020 年以来付费会员订阅收入占比维持在 60% 上下，各季度收入同比增速均高于在线音乐服务收入同比增速，成为拉动在线音乐服务收入稳健高速增长的重要动因，2021 年三季度在线音乐服务收入同比增长 24.3%，此外广告方案、版权转手、数字专辑售卖等也是在线音乐服务收入的来源；而社交娱乐服务收入增长受监管和竞争影响 2021 年三季度收入同比下降 6%，但在线音乐服务收入的稳健增长使总收入仍保持增长态势，同比增长 3%。

图表 9：腾讯音乐分季度主营业务收入规模和同比增速（亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 10：腾讯音乐分季度在线音乐服务会员付费情况（亿元）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

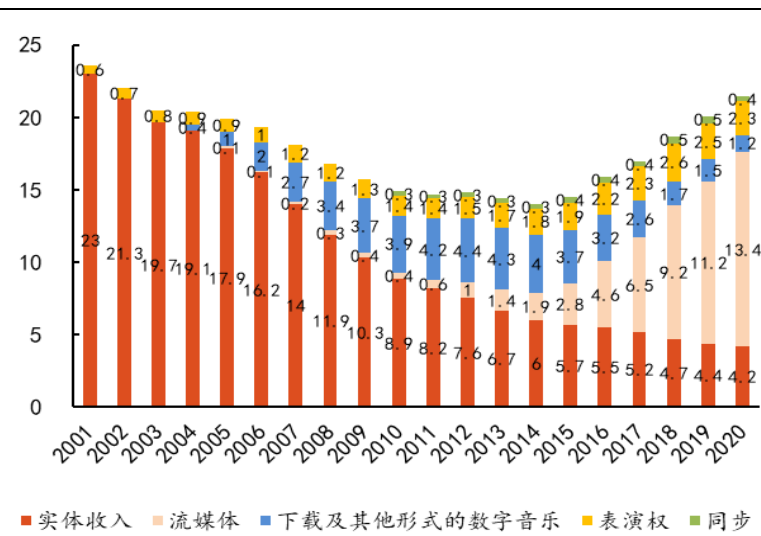
2. 在线音乐服务：“内容+平台”加速升级，长音频拓展成效初显

2.1. 后版权时代的 TME：竞争力不减但挑战来袭

2.1.1. 音乐市场反垄断：历时 6 年，独家版权时代终结

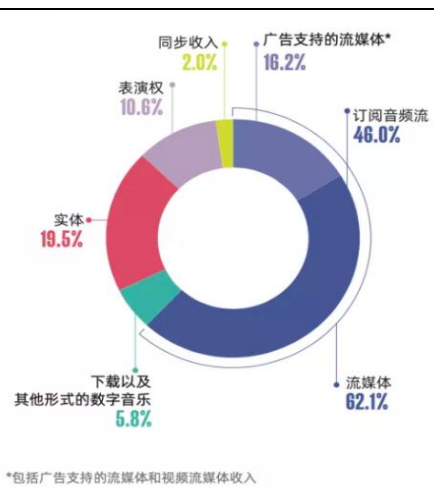
在线音乐平台是中国音乐产业发展的主导力量，流媒体平台承担大部分版权成本。据国际唱片协会（IFPI）发布的《2021 年全球音乐报告》，全球唱片市场在 2020 年总收入为 216 亿美元，同比增长 7.4%，主要是受流媒体发展的推动，订阅流媒体收入全面增长。中国的流媒体业务在 2019 年占全国音乐唱片总收入的 90%以上；在全球市场中，中国的订阅服务用户数量排在第二位，仅次于美国。就价值而言，我国是全球第二大依靠广告收入支撑的音频流媒体市场，占全球该方式收入的 17.3%；此外，中国也是唯一一个从音频流媒体获得收入超过 50%总收入的市场，流媒体平台也因此承担了极高的版权成本。

图表 11：2001-2020 年全球录制音乐产业收入（单位：十亿美元）



资料来源：IFPI，东方财富证券研究所

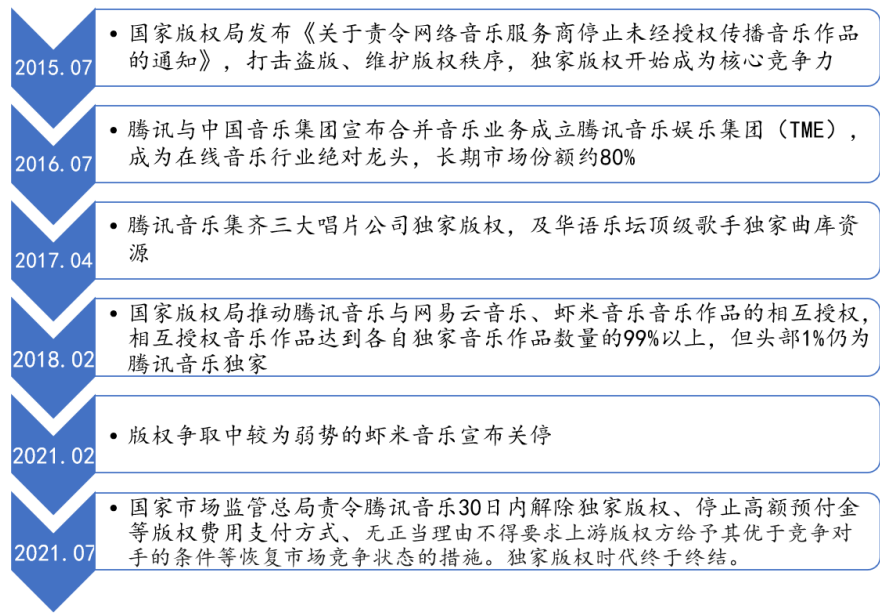
图表 12：2020 年全球录制音乐收入细分



资料来源：IFPI，东方财富证券研究所

反垄断监管重锤落下，“独家音乐版权”时代终结。2017 年，腾讯音乐以网易云音乐未经腾讯音乐授权播放了音乐为由，对其进行起诉。当年 9 月，国家版权局约谈了腾讯音乐、阿里音乐、网易云音乐等主流唱片公司，并要求网络音乐服务商“不得哄抬价格、恶性竞价，避免采购独家版权”，唱片公司“促进网络音乐全面授权”“避免授予网络音乐服务商独家版权”“不许可、纵容、挑动网络音乐服务商哄抬授权价格、恶性竞争”。在国家版权局的协调下，腾讯音乐与网易云音乐于 2018 年 2 月就网络音乐版权合作事宜达成一致，相互授权音乐作品，达到各自独家音乐作品数量的 99% 以上。由于独家版权规模庞大，市场上 99% 的曲库对大部分用户而言没有吸引力，C 端用户喜欢的新歌大多仍集中在头部 1% 之中。2021 年 7 月 24 日，国家市场监督管理总局发布了《对腾讯收购中国音乐集团股权违法实施经营者集中行为的行政处罚决定》，同时责令腾讯及关联公司采取三十日内解除独家音乐版权、停止高额预付金等版权费用支付方式、无正当理由不得要求上游版权方给予其优于竞争对手的条件等恢复市场竞争状态的措施。随着反垄断监管重锤再次落下，“独家音乐版权”时代终结。

图表 13：独家版权的兴起与终结



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 14：市场监管总局责令解除网络音乐独家版权



资料来源：国家市场监督管理总局，东方财富证券研究所

图表 15：虾米音乐关停



资料来源：虾米音乐官方微博，东方财富证券研究所

2.1.2. 面临挑战：版权开放下“超”、“强”竞争加剧

独家版权时代终结，音乐市场重回活跃竞争态势，作为在线音乐市场的“一超”，TME面临着强劲的对手“一强”网易云音乐较大的竞争威胁：

网易云音乐积极洽谈音乐版权合作，平台音乐曲库不断丰富。在三大唱片公司等与腾讯音乐的独家版权协议到期之后，在线音乐市场上的各大平台有机

会共享音源，而在线音乐用户在选择使用的音乐平台时并不具备明显的品牌忠诚度，更多是依据感兴趣的音乐内容所在平台在选择使用平台，音源共享可能会分散腾讯音乐用户流向。网易云音乐在 2021 年三季度腾讯音乐接受行政处罚后积极与各类音乐生产商进行版权洽谈，2021 年四季度相继拿下摩登天空、英皇娱乐、中国唱片集团的全量音乐版权，并与世界知名数字乐谱订阅库 nkoda 达成合作，开放“乐谱典藏馆”，音乐类型涵盖摇滚、民谣、嘻哈、港风流行、传统民乐、历史红歌、古典音乐等。丰富音乐曲库有望增加网易云音乐用户粘性，降低了因音源缺失选择其他音乐平台的可能性。腾讯音乐原有的利用音乐内容版权绝对优势吸引用户流量的能力因行业反垄断政策和竞争对手积极布局而面临一定的威胁。

图表 16：2021 四季度网易云音乐获取的音乐版权



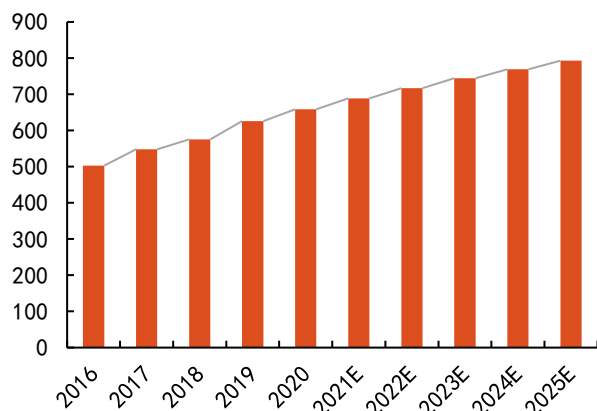
资料来源：网易云音乐 APP，东方财富证券研究所

网易云音乐目前是中国最大的独立音乐人在线孵化器。在版权开放背景下，平台孵化的原创内容数量和质量将会是未来吸引用户的一个非常重要的竞争优势。截至 2021 年 6 月，网易云音乐平台注册的独立音乐人数量已超过 30 万人，独立音乐人创作的音乐曲目超过 140 万首，成为中国最大的独立音乐人在线孵化器，播放量占网易云平台所有音乐流媒体播放量的 47% 以上，激励独立音乐人生产多元化的音乐内容丰富内容库，满足平台用户、尤其是年轻用户在音乐类型、风格和口味上的多元化需求，独特的社区文化帮助他们获取更多粉丝、加强社区内互动，已经培养出一批具有较强粉丝基础的独立音乐人；同期腾讯音乐各平台注册独立音乐人数量为 23 万人。

作为未来在线音乐用户的主力军，网易云音乐的“社区”文化更符合 Z 世代用户口味。2020 年中国在线音乐娱乐市场用户数量已达 6.58 亿人，过去五年实现 6.9% 的 CAGR，预计未来五年能够保持 3.8% 的 CAGR 于 2025 年增长至近 8 亿用户；其中 90 后及 00 后用户占比于 2020 年已达到 50%，占比将继续增加

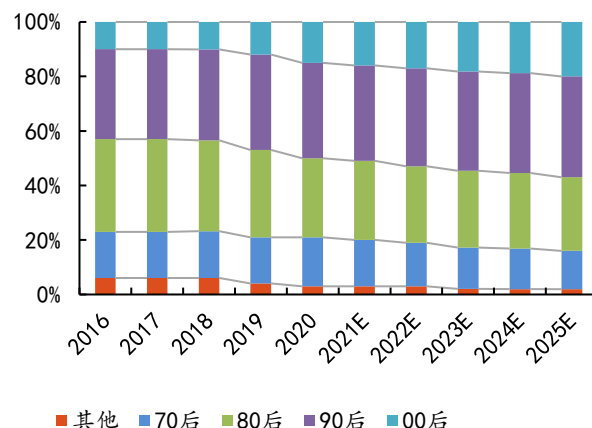
至 2025 年的 57%，Z 世代已成为在线音乐用户的主体。网易云音乐平台 MAU 中超过 90% 为 90 后用户，是最受 90 后用户欢迎的在线音乐平台。

图表 17: 中国在线音乐娱乐市场用户数量(百万人)



资料来源：网易云音乐招股说明书，中国互联网信息中心，灼识咨询，东方财富证券研究所

图表 18: 中国在线音乐娱乐市场用户年龄分布



资料来源：网易云音乐招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

网易云音乐具有相对更加多元和个性化的音乐推荐功能。以网易云音乐 APP 与 QQ 音乐 APP 为例，除了相似的“每日推荐”、“新歌推荐”、“歌单推荐”、“电台推荐”等推荐板块之外，网易云音乐还在播放顺序中嵌入“心动模式”，打破用户原有歌单与推荐歌单分离的模式，在用户收听其自我创建歌单歌曲中以恰当的频率插播推荐歌曲，推荐歌曲通过算法深度分析被用户标记为“我喜欢”的歌曲的风格精准推送符合用户口味的歌曲，“旧歌”“新歌”齐听，不断向用户进行新鲜的音乐内容输出。在 2021 年 6 月，网易云音乐用户的每 10 次播放中有 3.0 次来自于平台推荐。

图表 19: 网易云音乐独特音乐推荐模式“心动模式”



资料来源：网易云音乐 APP，东方财富证券研究所

网易云音乐“云村”、“评论区”为其社区文化的重要标志，聚集各类的音乐爱好者互动并生产内容。仍以网易云音乐 APP 与 QQ 音乐 APP 为例，网易云

音乐“云村”广场中内容分类齐全，内容形式全面视频化，QQ音乐“社区”广场内容主要为类似微博动态的图文式信息，观赏性和互动性不够强；网易云音乐“评论区”为用户生产内容的重要平台，在2021年5月，超过48%的平台听众会浏览“评论区”，2021年6月约27%的MAU在平台上生产内容。以Taylor Swift《willow (90's trend remix)》在两平台评论数和评论互动程度来看，网易云音乐评论数量超过QQ音乐评论数量，推荐评论中被点赞数和回复数同样远高于QQ音乐，网易云音乐“评论区”内容生产数量、质量和用户互动程度均明显更高，在营造独特音乐社区文化上网易云音乐略胜一筹。音乐内容和社区文化同样是影响Z世代用户粘性的重要因素。

图表 20：网易云音乐“云村”、“评论区”VS QQ音乐“社区”、“评论区”



资料来源：网易云音乐 APP，QQ 音乐 APP，东方财富证券研究所

2.1.3. 充分依托腾讯生态资源，付费率继续增长

腾讯音乐不是独立发展的个体，其充分依托更广阔的腾讯生态支持其音乐内容的不断扩充和传播。围绕阅文集团文学 IP，腾讯视频和腾讯影业可进行影视化改编、腾讯游戏进行游戏开发，腾讯音乐则围绕文学 IP 进行长音频有声书创作。腾讯音乐围绕影视化作品和游戏化作品进行原声带音乐创作和发布，这保证了腾讯音乐内容的丰富性和独特性。而微信是腾讯音乐作品推广的重要平台之一，腾讯音乐推出“一键式视频发布功能”，允许独立音乐人横跨微信视频号、QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌同时发布其音乐视频，使音乐人和音乐内容接触到更广泛的听众。

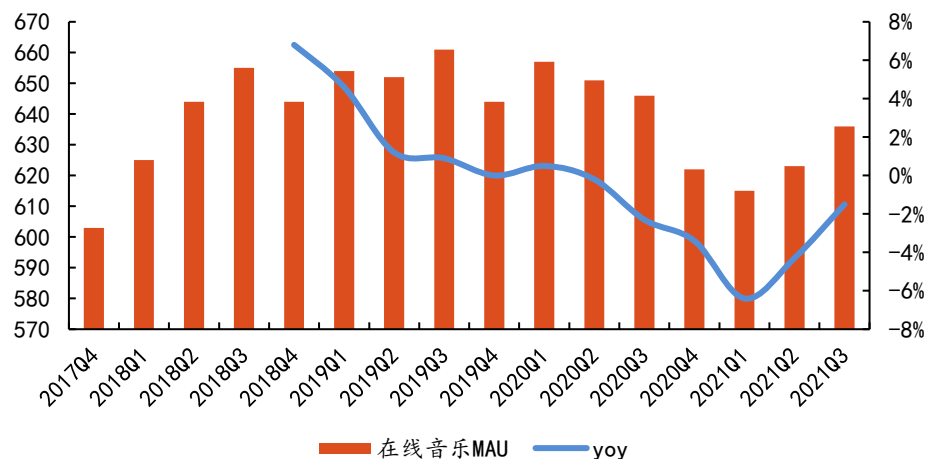
图表 21：腾讯音乐所处腾讯生态圈



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

近一年来在线音乐月活跃用户数量同比下降明显，主要是由于其他音乐平台的竞争挤占部分免费用户流量，以及短视频压缩互联网用户其他娱乐 App 使用时长，但用户流量环比已有所回升。在线音乐 MAU 规模从 2021 年一季度的波谷 6.15 亿人逐渐回升至 2021 年三季度的 6.36 亿人，占据着绝对高位，预计随着音乐内容和平台的强化升级，MAU 规模能够继续恢复。

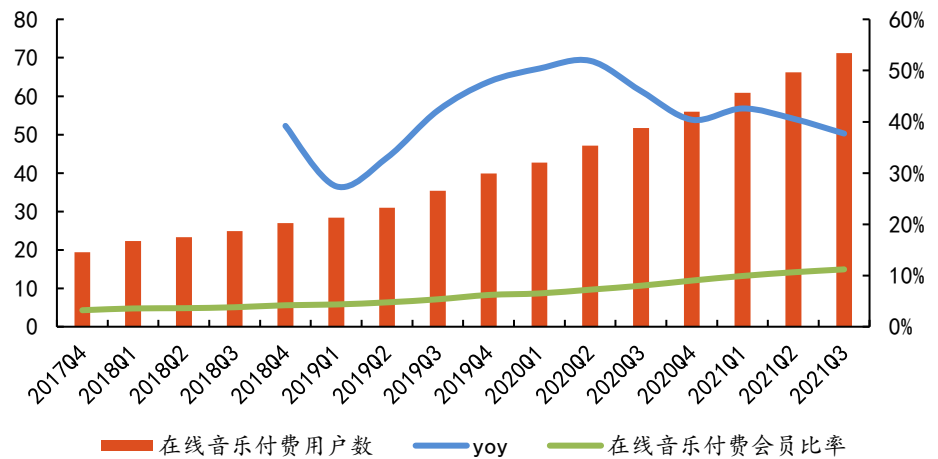
图表 22：腾讯音乐在线音乐 MAU 规模及增长（百万）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

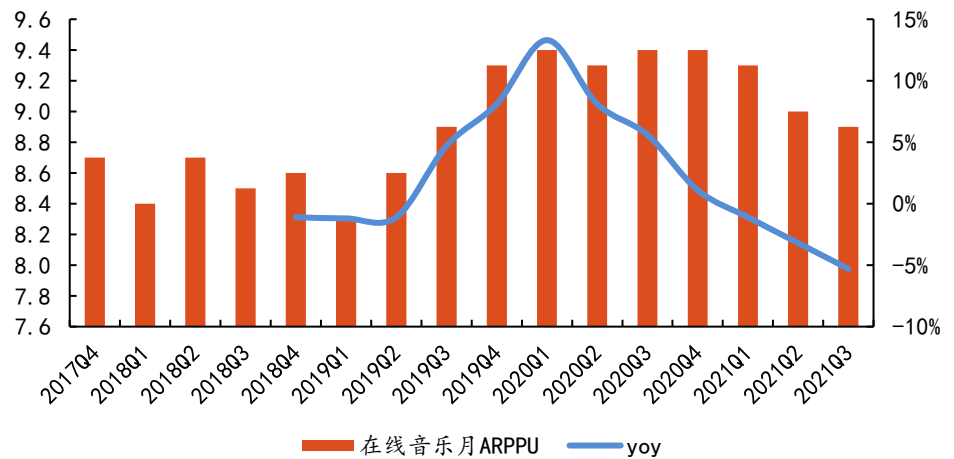
付费用户作为在线音乐服务收入的最主要来源，其规模并未受 MAU 减少的影响，付费用户数量持续高速增长，且付费渗透率（付费会员数/MAU）也不断提升，对标国际同业 Spotify，渗透空间依旧非常广阔。2021 年三季度腾讯音乐在线音乐付费会员规模突破 7000 万，同比增长近 40%，抵消了因额外促销活动所导致的 ARPPU 小幅下行，订阅收入仍保持超 30% 同比增长；付费渗透率在 2021 年二季度突破 10%，三季度进一步提升至 11.2%。对标 Spotify，其付费渗透率基本在保持在 45% 的位置，远高于 TME 的付费渗透率，为其带来高达 1.7 亿的付费用户。伴随着音乐内容的升级和用户付费意愿的增强，TME 的付费会员规模和渗透率还有广阔的增长空间，继续推动付费会员收入的稳健高速增长。

图表 23: 腾讯音乐在线音乐付费会员情况 (百万)



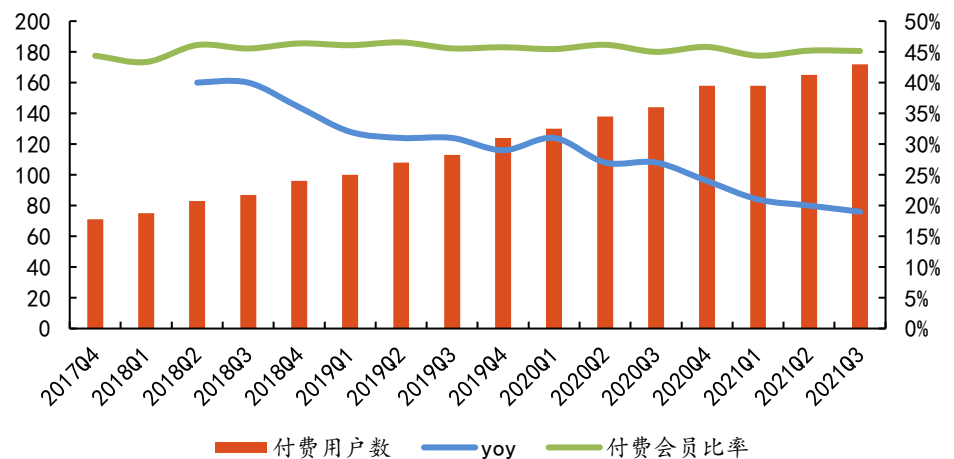
资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 24: 腾讯音乐在线音乐月 ARPPU 规模及增长 (元)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 25: Spotify 付费会员情况 (百万)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

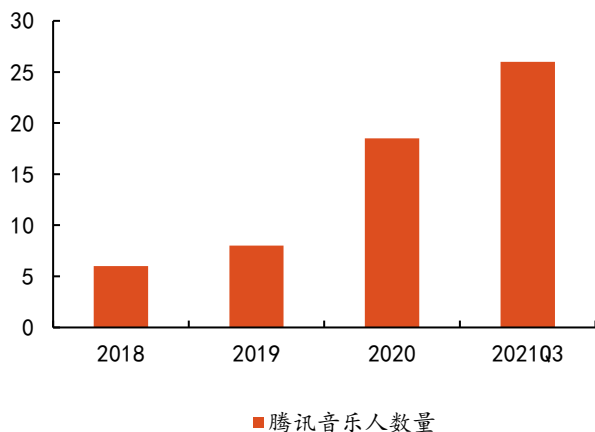
2.2. 内容升级:注重原创音乐人创作激励,拓展版权音乐变现路径,

TMELAND 开创音乐元宇宙新纪元

2.2.1. 原创内容:加强激励让音乐人和音乐创作更有活力

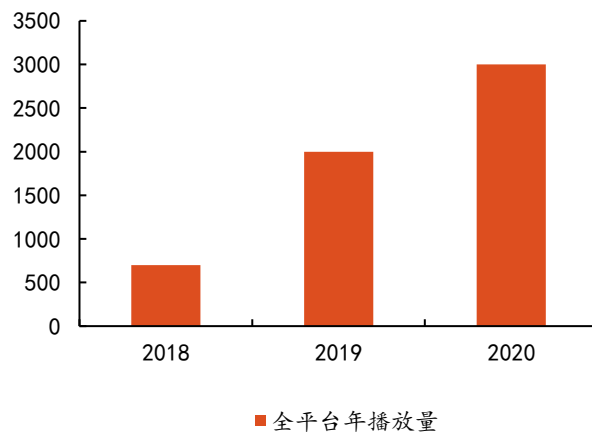
腾讯音乐人为腾讯音乐平台原创音乐内容的中坚创作力量,腾讯音乐人开放平台帮助音乐人增加作品曝光度,吸引大量原创音乐人入驻。腾讯音乐自2017年发布“腾讯音乐人”计划,入驻的音乐人数量从2018年度的6万名到2021年三季度末的超26万名,尤其在2020年首次发布“亿元激励计划”后入驻音乐人数量增长迅猛,2020年末入驻18.5万名音乐人,同比增长131%,2021年三季度音乐人数量同比保持双位数增长。此外,腾讯音乐人开放平台全平台年播放量从2018年的700+亿增加至2020年的3000+亿,腾讯音乐人音乐作品曝光度整体增长迅猛。

图表 26: 腾讯音乐人数量 (万名)



资料来源: 公司财报, 腾讯音乐人年度报告, 东方财富证券研究所

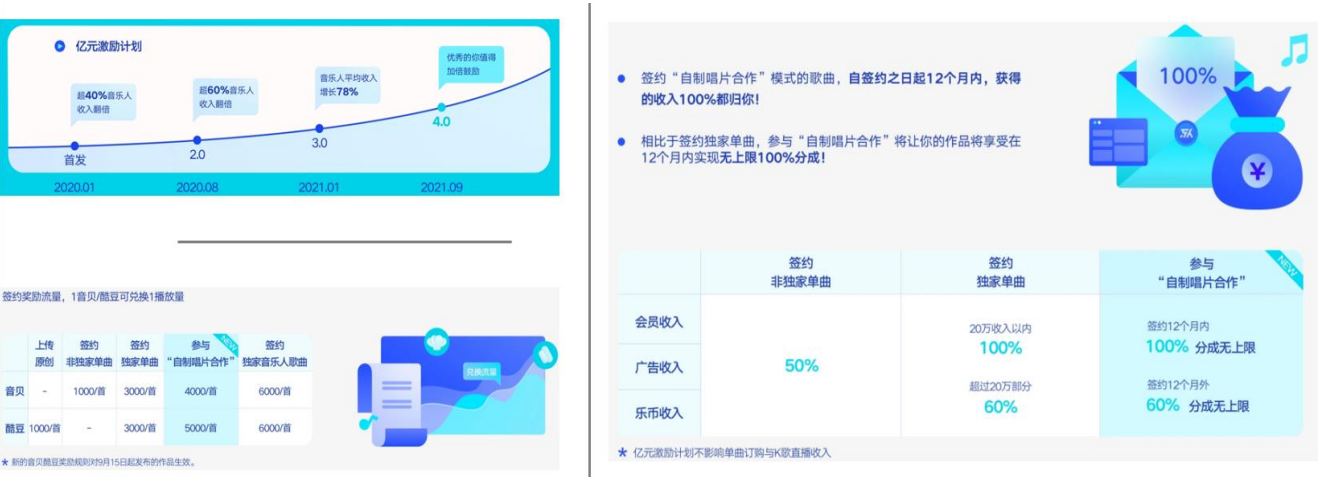
图表 27: 腾讯音乐人开放平台全平台年播放量 (亿)



资料来源: 腾讯音乐人年度报告, 东方财富证券研究所
注: “全平台”指QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐三大平台

“亿元激励计划”进一步升级至4.0版本,全新签约方式和流量奖励机制预计将继续改善平台音乐人收入、吸引更多音乐人入驻、丰富原创音乐内容库。“亿元激励计划”自发布以来已切实帮助平台音乐人改善收入,2.0计划使超过60%的音乐人实现收入翻番,3.0计划使音乐人平均收入增长78%;2021年三季度再次升级的4.0版本推出全新签约机制“自制唱片合作”模式,发布作品的收入整体分成比例高于已有的“签约非独家单曲”“签约独家单曲”模式,且签约起1年内音乐人能够获得100%分成收入,短期内可能能够刺激签约的新音乐人发布更多优质音乐作品,丰富原创音乐内容库;4.0计划签约音乐人每上传一首作品能够得到更高的作品播放量激励,加码的激励机制预计继续推动入驻音乐人数量和发布音乐作品数量高速增长。

图表 28：“亿元激励计划 4.0”全新升级



资料来源：腾讯音乐人“亿元激励计划 4.0”官网，东方财富证券研究所

注：“亿元激励计划 3.0”签约的音乐人直接升级纳入 4.0 计划

全景演出品牌 TME Live 在疫情期间为音乐人提供演出舞台，“线上+线下”舞台模式的打通帮助音乐人及其作品提高曝光度，同时也为观众带来全新的观赏体验。自 2020 年 3 月推出 TME Live 以来，2020 年腾讯音乐邀请国内外知名音乐家成功举办超过 50 场线上音乐会，今年继续为观众带来更具沉浸式体验的“线上+线下”音乐会，仅 2021 年三季度就成功具备了 26 场线上直播音乐会。三季度 TME Live 携手腾讯音乐人、百亿工作室打造“原力舞台计划”，“城市舞台”覆盖全国各大区域方便音乐人就近参与竞技演出，优秀者推选至“召集舞台”参与不同音乐风格主题音乐会竞技表演，脱颖而出的优秀音乐人将有机会登上 TMEA 年度“盛典舞台”，为优秀音乐人提供更大的舞台、流量扶持以及更深入的内容合作。积极挖掘平台音乐人及其作品的拓展价值、使音乐生态流动起来将不断改善音乐人生存现状、激励音乐人持续创作。

2.2.2. 版权内容：综艺音乐引流不容小觑，版权出海提升音乐变现价值

腾讯音乐在综艺音乐版权获取方面显现出绝对优势，覆盖市面上几乎所有泛音乐类综艺音源，借由综艺音乐为平台引流是区别于竞争对手的优势引流策略。受泛音乐类综艺播出过程中推出的系列翻唱或原创现场音乐吸引的观众通常会在线音乐平台上搜索相关音源，腾讯音乐的流量用户能够渗透到市面上几乎所有音乐综艺观众当中。在 2021Q3 云合数据全网网络综艺/电视综艺有效播放霸屏榜上榜的 7 档泛音乐类综艺中，腾讯音乐获取了所有综艺的音乐版权，音乐综艺较高的正片有效播放量能够为平台带来大量的流量。

图表 29：2021Q3 主要播出泛音乐类综艺音乐版权归属情况

综艺名称	正片有效播放	类别	腾讯音乐	网易云音乐
中国好声音 2021	4.06 亿	音乐评论	✓	
披荆斩棘的哥哥	3.48 亿	音乐竞演	✓	✓
明日创作计划	1.25 亿	音乐原创	✓	
黑怕女孩	1.18 亿	音乐竞演	✓	

爆裂舞台	1.02 亿	音乐竞演	✓	
少年说唱企划	7418 万	说唱创新	✓	
说唱听我的第二季	4281 万	说唱音乐	✓	

资料来源：云合数据，QQ 音乐，网易云音乐，东方财富证券研究所

版权出海提升音乐内容全球价值，拓展音乐内容变现路径。2021 年 11 月 9 日腾讯音乐与 Apple Music 达成音乐授权协定，TME 云平台将负责旗下授权音乐的全球发行推广，助力旗下音乐内容的海外传播、提高音乐内容全球曝光度，最直接的影响将会是增加版权收入，而腾讯音乐丰富的音乐内容库预计能够通过出海渠道获得不少版权收入，音乐内容的变现能力将进一步增加。

2.2.3. 入局元宇宙：TMELAND 将构建虚拟“未来音乐文明”

国内首个虚拟音乐嘉年华 TMELAND 将推出，打破现实与虚拟界限、让用户享受“未来音乐文明”带来的沉浸式乐趣。2021 年 12 月 24 日推出 TMELAND 第一个活动虚拟跨年音乐节，并已在四大音乐平台开放预约通道，邀请多位知名电音制作人入驻与预约用户共同开启音乐元宇宙新纪元。截至 26 日已有 30 万用户预约并建立数字居民专属形象，数字居民将可在科幻感十足的“未来音乐世界”与好友进行玩游戏、参加虚拟演唱会、进行虚拟直播等社交活动。此外，TME 表示未来将会在虚拟音乐世界“为音乐人提供创作工具、成长资源与孵化计划等”，元宇宙构建拭目以待，预计将深化用户参与、提升用户付费。

图表 30：TMELAND 虚拟跨年音乐节活动详情



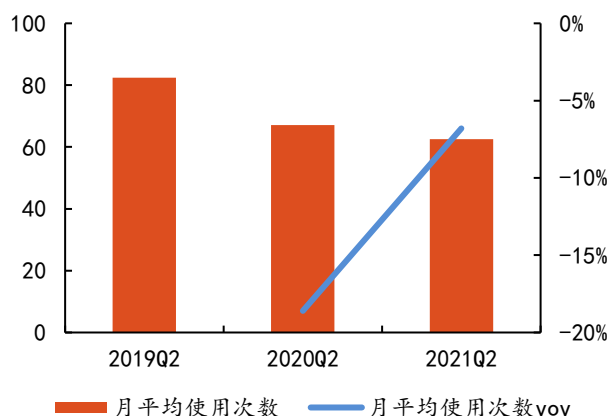
资料来源：QQ 音乐 TMELAND 预约页面，东方财富证券研究所

2.3. 平台升级：视频化增加用户粘性，应用升级吸引用户回归

短视频平台在一定程度上挤占了在线音乐用户使用音乐 APP 的频次与时间。根据 Questmobile 调查数据显示，2019Q2 以来在线音乐 APP 用户月平均使用次数及使用时长持续下降，月人均使用次数从 2019Q2 的 82.4 次下降至 2021Q2 的 62.5 次，月人均使用时长也出现从 5.5 小时到 3.3 小时的显著下滑。根据 Fastdata 极数报告显示，2020 年 9 月在线音乐使用时长环比减少超 50% 的用户群体在短视频 APP 上的使用时长环比加长 72.9%，短视频平台对音乐平台的导

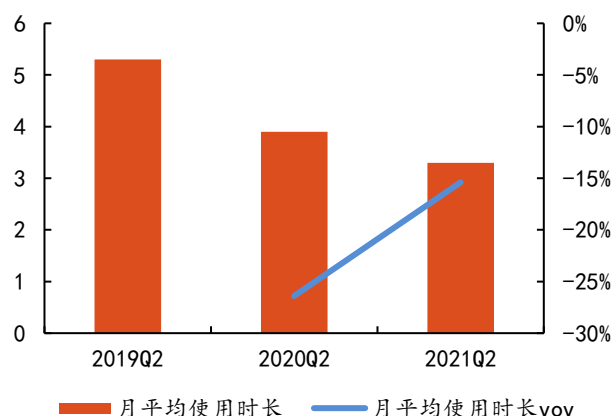
流作用逐渐被挤占作用取代。

图表 31：在线音乐 APP 用户月人均使用次数（次）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

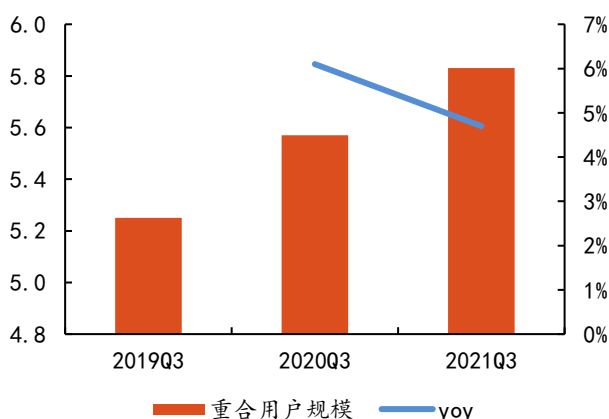
图表 32：在线音乐 APP 用户月人均使用时长（小时）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

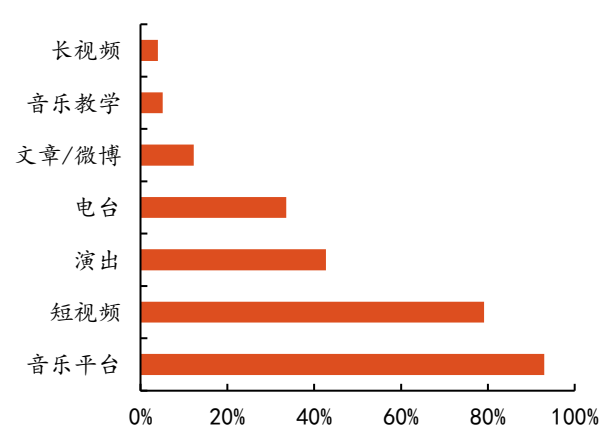
短视频行业与在线音乐行业用户重合度高，多个短视频平台开始渗透进音乐领域，短视频已成为音乐内容最重要的推广渠道之一。短视频行业与在线音乐行业重合用户规模巨大且持续保持增长，重合规模从 2019Q3 的 5.25 亿逐步攀升至 2021Q3 的 5.83 亿；短视频平台不满足于在音乐内容上为音乐平台的导流角色，抖音、快手已经积极加快与音乐版权公司合作、打造自己旗下的音乐平台来增加用户粘性，“短视频+音乐”视听结合模式对传统在线音乐平台用户粘性产生一定冲击。除音乐平台推广外，短视频也成为音乐人推广音乐作品的主要方式，根据 Fastdata 极数报告显示，有将近 80% 的音乐人会选择短视频作为音乐作品的推广方式，短视频行业在音乐赛道的渗透和对音乐行业的冲击已不容小觑。

图表 33：短视频行业与在线音乐行业重合用户规模（亿）



资料来源：Questmobile，东方财富证券研究所

图表 34：音乐人选择的音乐作品推广方式占比

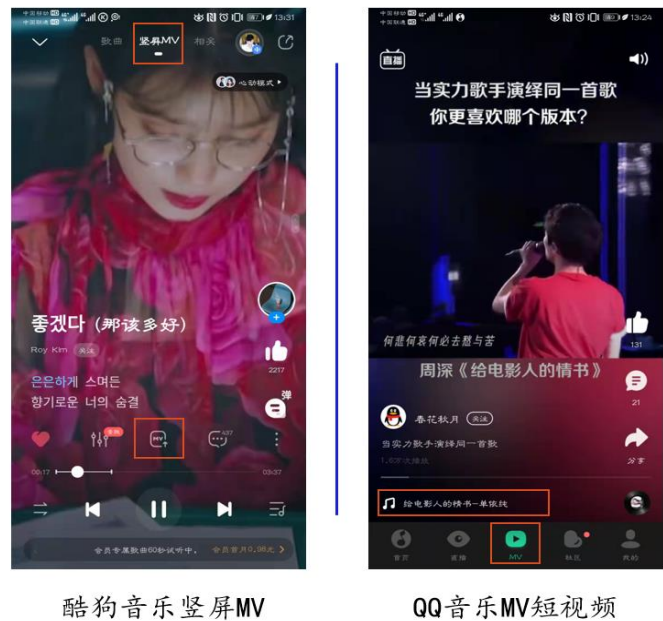


资料来源：Fastdata极数，东方财富证券研究所

应对短视频平台对音乐内容的积极布局，腾讯音乐通过旗下应用产品升级将短视频形式与音乐内容进行结合，激发以音乐为核心的短视频创作，实现功能使用渗透率的显著增长。酷狗音乐的竖屏 MV 使听众在收听歌曲的同时能够观看基于音乐内容创作的短视频，用户通过上下滑动可以观看不同短视频内容，

但音乐播放不会因为 MV 切换而切换，在不破坏音乐收听的完整性下享受刷短视频的乐趣，同时可以点击播放键上方的 MV tab 参与竖屏 MV 创作；QQ 音乐的 MV tab 即为音乐内容短视频平台，此功能带来用户使用渗透率的持续增长，截至 2021 年三季度末，QQ 音乐日视频浏览量达到 1 亿，日独立访问量达 180 万，均实现三位数的增长。短视频形式内容的引入给音乐平台用户带来全新的视听体验，减少音乐用户向短视频平台的转移，增加用户粘性，用视频增长反哺音乐用户和音源播放量增长。

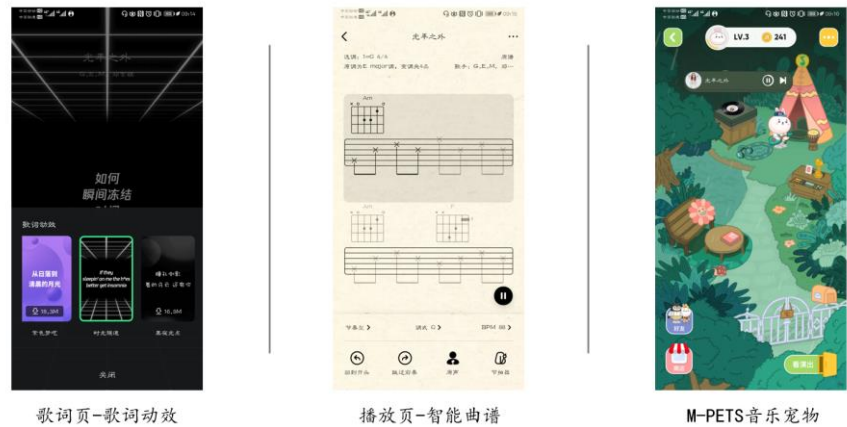
图表 35：酷狗音乐 APP&QQ 音乐 APP 嵌入短视频模式



资料来源：酷狗音乐 APP，QQ 音乐 APP，东方财富证券研究所

腾讯音乐近期的产品升级中全新推出一系列业内首创“黑科技”功能，丰富产品的科技属性和社交属性。今年 11 月 3 日 QQ 音乐手机端应用推出 11.0 “听我想听”全新版本，用户在收听音乐过程中能够实现更多全新功能，例如可以在歌词页选择“歌曲动效”，提升音乐收听的氛围感；播放页的“智能曲谱”通过 AI 等深度学习算法精准识别播放歌曲的吉他曲谱，音乐爱好者还可以根据需要调整节奏和调式等，对音乐演奏爱好者拥有较强的吸引力。此外，在安卓手机的新版本中加入具有社交属性的“M-PETS 音乐宠物”功能，譬如从前的 QQ 宠物，用户可以领取宠物，宠物会伴随着用户的听歌时长而长大，还可以带宠物与好友互动、看演出集带有歌曲的明信片等，吸引不少原 QQ 宠物玩家的好奇心。新鲜的玩法在短时间内能够吸引一定量的流量用户，玩法若能基于音乐内容不断推陈出新，有望实现更多用户的留存。

图表 36: QQ 音乐手机端 11.0 版本功能创新

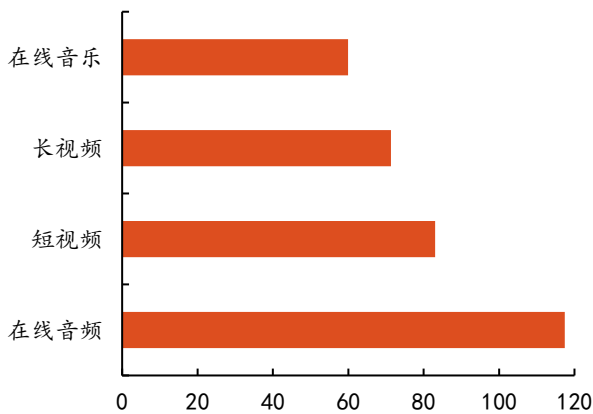


资料来源: QQ 音乐 Android Phone 11.0 版本, 东方财富证券研究所

2.4. 长音频业务: 爆款 IP 助力赛道内出圈, 用户积累初具规模

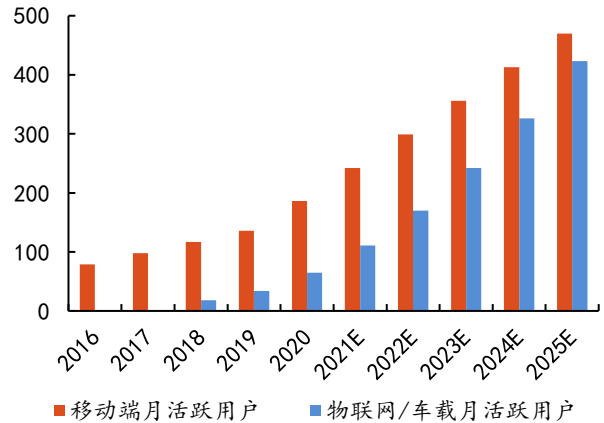
长音频相比其他形式的在线内容拥有更强的“陪伴属性”, 收听场景可以更加丰富且对用户同时进行的活动的的影响程度较低, 用户挖掘具有较大潜力。长视频及短视频对用户其他活动时间的挤占影响较大, 声音形式的内容陪伴属性更强, 用户能够在运动、驾车、工作、家务等多种场景下同时收听声音内容。而长音频业务是腾讯音乐在在线音乐内容基础上向声音领域的进一步拓展和延申, 2020 年每移动端月活跃用户花费在在线音频的时长高达 117.4 分钟, 约为收听在线音乐时长的 2 倍, 同样高于短视频和长视频的花费市场, 更长的收听时间更能够增加用户粘性。中国在线音频市场用户规模增长潜力巨大, 根据灼识咨询预测, 2020-2025 年移动端平均月活跃用户规模能够以 20.4% 的 CAGR 从 1.86 亿名增长至 4.70 亿名, 在物联网/车载场景下的月活跃用户规模能以 45.4% 的 CAGR 增长至 4.23 亿名, 用户增长空间巨大, 作为音乐流媒体公司腾讯音乐具有将其音乐用户引流发展成为长音频用户的能力和优势。

图表 37: 2020 年每移动端月活跃用户花费在不同内容形式上的时长 (分钟)



资料来源: 喜马拉雅招股说明书, 灼识咨询, 东方财富证券研究所

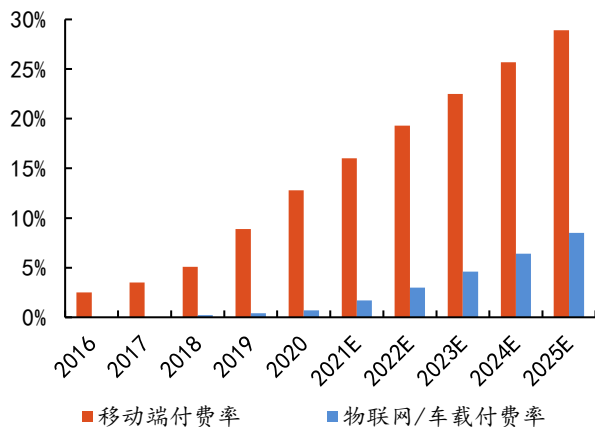
图表 38: 中国在线音频市场平均月活跃用户规模 (百万名)



资料来源: 喜马拉雅招股说明书, 灼识咨询, 东方财富证券研究所

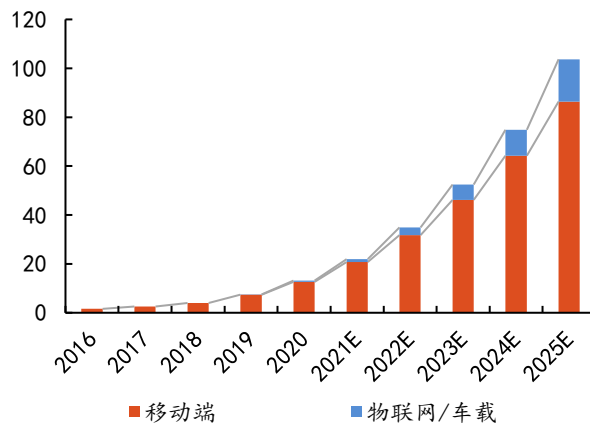
与音乐市场类似，长音频用户的付费意愿也正在不断增强，在线音频市场的变现潜力强劲。预计带来的收入增长非常可观。2016-2020 年在线音频市场移动端用户月平均付费率从 2.5% 陡峭增长至 12.8%，预计付费渗透率将继续快速增长至 2025 年的 28.9%。目前在线音频市场的收入规模仍具有较大的增长空间，2016-2020 年整体市场规模从 16 亿元以 69.4% 的 CAGR 增长至 131 亿元，预计未来 5 年将以 51.3% 的 CAGR 增长至千亿级市场，变现能力增长强劲。

图表 39：中国在线音频市场月平均付费率



资料来源：喜马拉雅招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

图表 40：中国在线音频市场收入规模（十亿元）



资料来源：喜马拉雅招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

内外联动打造长音频爆款 IP，助力腾讯音乐在长音频赛道出圈。腾讯音乐自布局长音频赛道以来便与阅文集团达成战略合作开发长音频爆款 IP，并于 2021 年收购阅文集团旗下长音频平台“懒人听书”并内化升级打造“懒人畅听”。腾讯音乐还积极与中文在线、纵横中文网、快看漫画、有妖气等头部文学和漫画内容商合作，引入爆款文学 IP 进行音频化创作，与腾讯视频、腾讯游戏等共同构成 IP 全生命周期运营生态圈。例如，《斗破苍穹》IP 版权授权阅文集团、腾讯视频出品动漫系列，授权腾讯游戏出品同名手游，影视化作品于腾讯视频平台独家网播，知名主播于懒人畅听上线的《斗破苍穹（动漫热播 | 会员免费）》有声书播放量高达 19 亿，腾讯生态多方参与者围绕同一文学 IP 进行多内容形式开发，腾讯音乐也借助爆款 IP 从长音频赛道中获取大量用户流量。

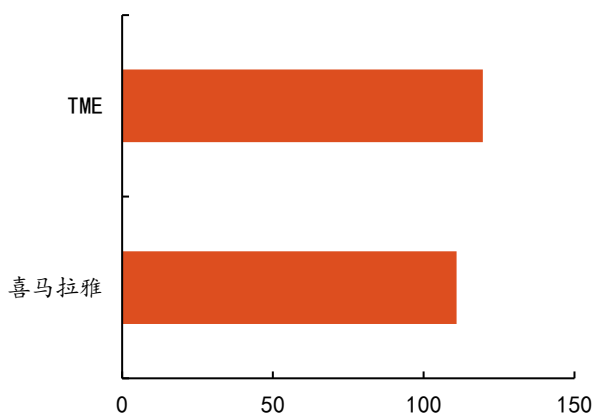
图表 41：《斗破苍穹》IP 腾讯生态全生命周期运营产品



资料来源：懒人畅听官网，百度百科词条图片，东方财富证券研究所

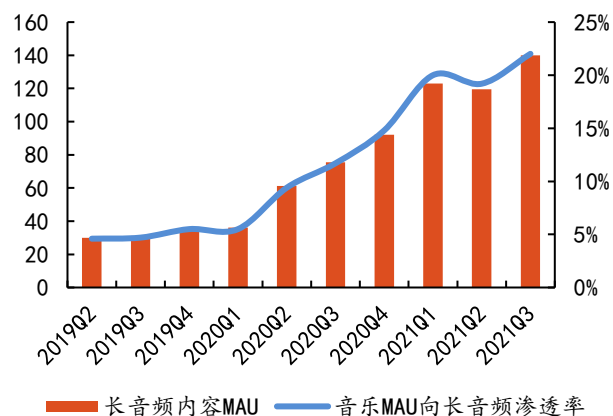
腾讯音乐长音频内容 MAU 规模于 2021 年中已匹敌行业龙头喜马拉雅，音乐 MAU 向长音频内容渗透率自确定长音频战略后增长迅速。根据喜马拉雅招股说明书及灼识咨询报告，截至 2021 年 6 月 30 日 TME 在线音频 MAU 规模已达 1.2 亿名，已经赶超喜马拉雅的 1.1 亿 MAU，已在长音频赛道上积累了具有强劲竞争力的活跃用户规模；根据腾讯音乐财报，从 2020Q2 正式发布长音频战略以来，积极将在线音乐用户拓展渗透至长音频领域，长音频内容 MAU 就实现从 2020Q1 的 0.36 亿到 2021Q3 超过 1.4 亿的陡峭式增长，对音乐 MAU 的渗透率也从 5.5% 增长至约 22% 的水平。其中 2021Q3 长音频付费用户达 500 万，同比翻番增长。预计长音频对音乐 MAU 渗透率仍具有一定增长空间，付费用户也能随之增长。

图表 42: 2021 年上半年 TME 与喜马拉雅长音频内容 MAU 规模 (百万名)



资料来源：喜马拉雅招股说明书，灼识咨询，东方财富证券研究所

图表 43: 腾讯音乐长音频内容 MAU 规模及对音乐 MAU 渗透率 (百万名)



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

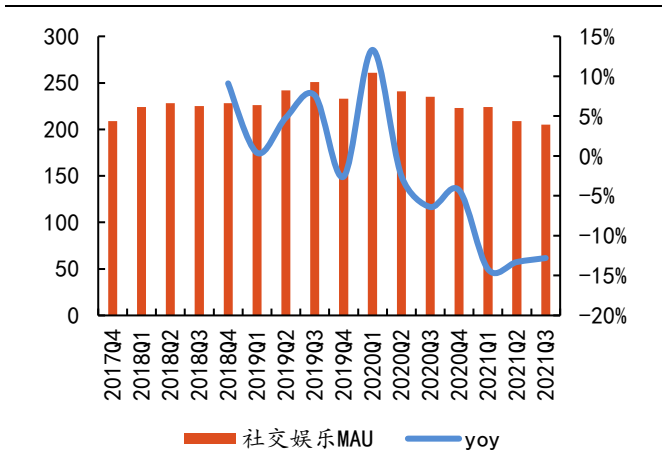
注：2021Q2 长音频内容 MAU 数据来源于喜马拉雅招股说明书

3. 社交娱乐服务：用创新体验稳固用户基本盘

3.1. 用户基本盘整体面临压力，但仍保持稳健的付费力

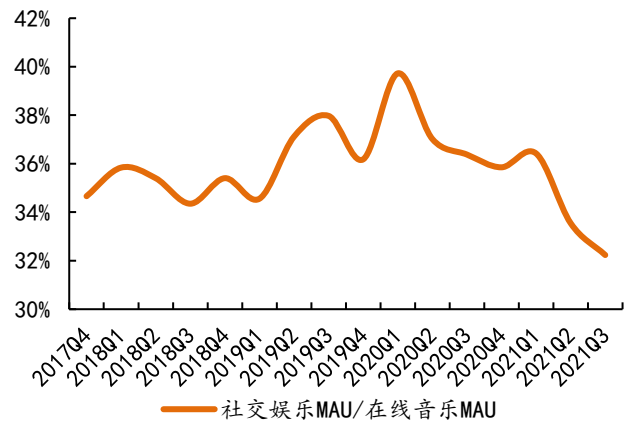
腾讯音乐在线音乐用户向社交娱乐用户渗透程度有所减弱，导致社交娱乐月活用户规模连续多季度下行。以社交娱乐 MAU/在线音乐 MAU 衡量在线音乐用户在社交娱乐服务领域的渗透率，自 2020Q1 以来渗透率呈现较明显的下滑趋势，从 39.7% 到 2021Q3 的 32.2%，渗透率的明显下滑使得即使在线音乐 MAU 已有回升的迹象下也无法阻挡社交娱乐 MAU 连续下降的趋势，从 2020Q1 的 2.61 亿已下滑至 2021Q3 的 2.05 亿，主要原因是在直播业务当中受到较为激烈的同行竞争。

图表 44: 腾讯音乐社交娱乐 MAU 及增长情况 (百万)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

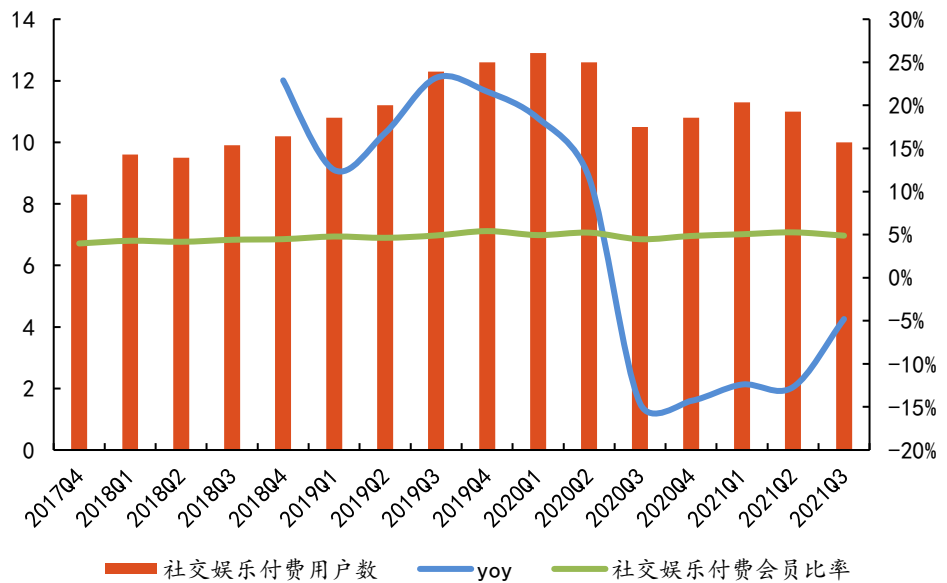
图表 45: 腾讯音乐社交娱乐 MAU 对在线音乐 MAU 渗透率



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

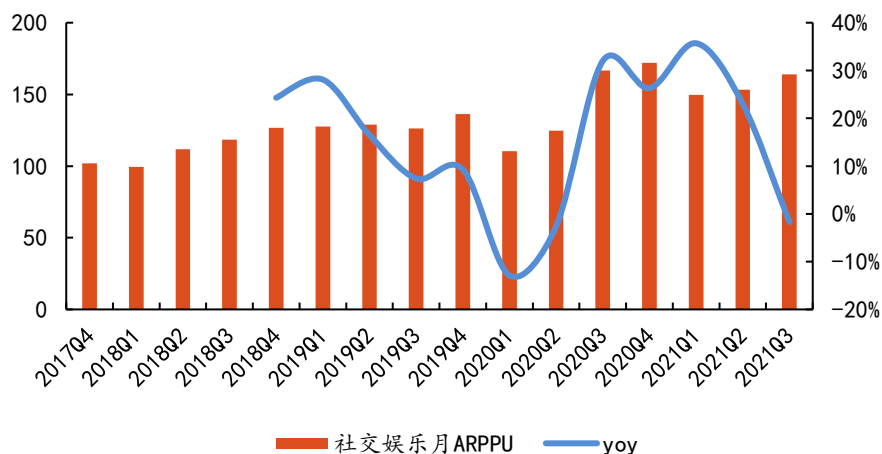
社交娱乐收入主要来源于直播业务和在线 K 歌业务虚拟礼物的购买者, 付费用户的渗透率保持稳定, 月 ARPPU 呈现出一定的季节性特征。社交娱乐 MAU 付费率基本保持在 5% 上下, 但由于 MAU 规模明显下行导致付费用户绝对规模同样承压, 2021Q3 付费会员规模为 1000 万, 环比减少 100 万, 同比下降 4.8%; 月 ARPPU 基本呈现出从第一季度到第四季度逐季增长的季节性, 2021 年前三季度的月 ARPPU 同样显示此季节性, 2021Q3 的月 ARPPU 同比上年同期略有下降但仍保持在稳定水平。社交娱乐收入同比下行的主要动因仍是用户盘规模的收缩。

图表 46: 腾讯音乐社交娱乐付费会员情况 (百万)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

图表 47：腾讯音乐社交娱乐月 ARPPU 规模及增长（元）

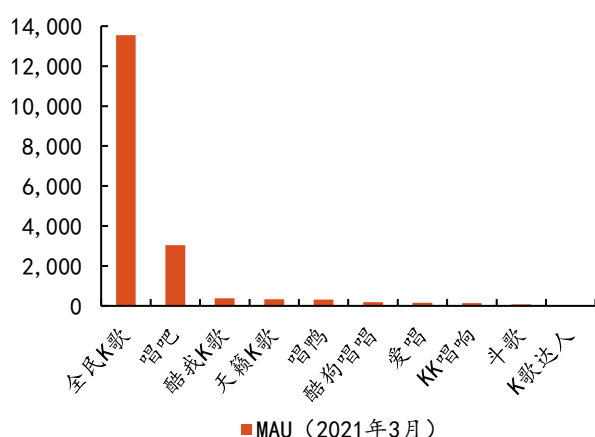


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

3.2. K 歌业务：功能视频化、智能化，扩宽社交面稳定用户盘

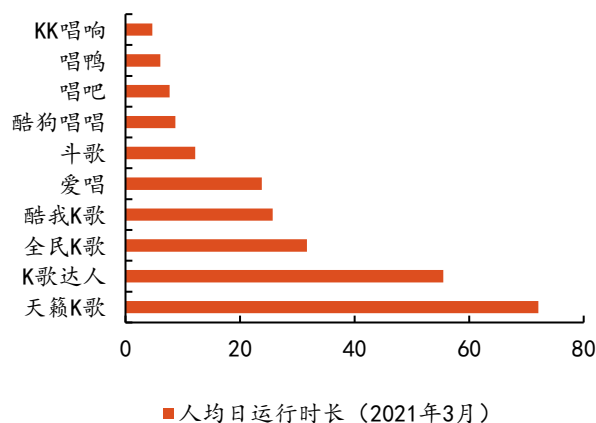
全民 K 歌为在线 K 歌市场的绝对龙头，带来大量的社交娱乐月活用户，且用户平均使用时间较长，具备较好的粘性。根据 Questmobile 报告显示，全民 K 歌 2020 年平均 MAU 已超过 1.3 亿，根据比达数据中心的同行 MAU 数据显示，全民 K 歌 2021 年 3 月 MAU 排名第一，规模超第二位唱吧的 4 倍，仅有全民 K 歌和唱吧的 MAU 达到千万级别。粗略计算，全民 K 歌对腾讯音乐的社交娱乐 MAU 贡献度约为 60%。在用户使用时长方面，2021 年 3 月全民 K 歌用户人均日运行时间超过 30 分钟，排名第三，侧面反映出全民 K 歌应用中的音乐内容和社交活动具备足够的吸引力，用户具备较好的粘性。全民 K 歌也持续在 K 歌体验和社交活动方面进行升级和创新。

图表 48：2021 年 3 月在线 K 歌软件 MAU 规模(万人)



资料来源：比达数据中心，东方财富证券研究所

图表 49：2021 年 3 月在线 K 歌软件用户人均日运行时长（分钟）



资料来源：比达数据中心，东方财富证券研究所

全民 K 歌内容与在线音乐内容一样，积极融合视频化模式。2020 年 4 月发布的 7.0 全新版本当中，将首页“推荐”原来版本的图文信息推送模式替换为短视频内容推送模式，在上下滑动短视频过程当中嵌入短视频广告，在迎合社交娱乐用户热衷短视频形式内容的同时还增加了广告方案变现的增长空间。在

K 歌过程中用户可以选择 KTV 模式，带给用户身临其境的 K 歌房 K 歌体验，同时还可为 K 歌音频录制视频，用户能够基于 K 歌内容进行长视频或短视频创作。如今的各类社交娱乐软件都在积极地基于自身平台内容与短视频形式融合，通过用户喜欢的形式推广自身内容，增加用户粘性、减少用户流失。

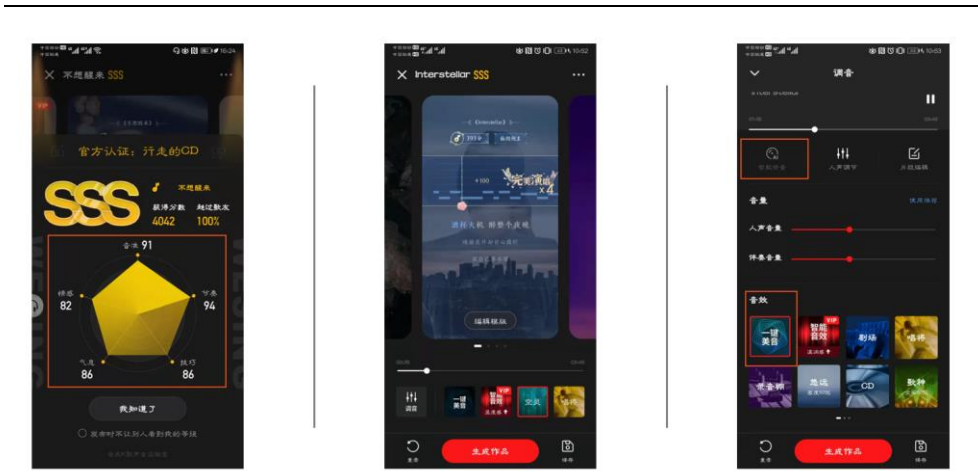
图表 50：全民 K 歌视频化功能



资料来源：全民 K 歌 APP，东方财富证券研究所

“K 歌”智能化功能增加用户 K 歌的乐趣、降低用户使用门槛、丰富用户娱乐体验，预计能够增加用户粘性并具有提升用户付费意愿的空间。在最新版本中，用户 K 歌录制结束后将会获得“官方认证成绩单”，雷达图解用户唱歌各项维度评分，提供给 K 歌爱好者一个提升歌技的良好参考；录制曲目发布前有各种智能歌词模板和音效可供选择，其中“智能修音”“一键美音”“智能音效”等智能修音类功能给予用户更多沉浸式娱乐体验，降低用户 K 歌门槛、给予用户更多自信。而全民 K 歌 VIP 会员能够尊享更多作品特效、音质音效、教唱、涨粉等特权，其中 AI 智能音效是根据用户演唱实时计算并生成的最适合用户的调音方案，为 VIP 特有音效，VIP 更丰富的智能化功能特权预计能够提升用户付费意愿。

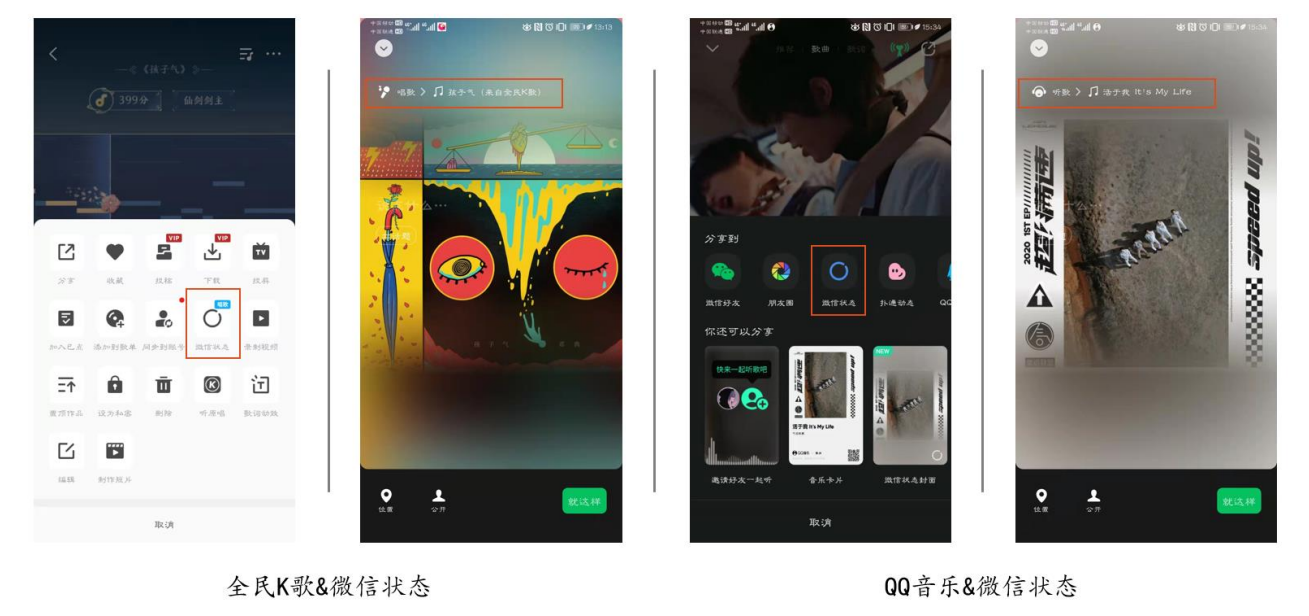
图表 51：全民 K 歌“K 歌”智能化功能



资料来源：全民 K 歌 APP，东方财富证券研究所

依托微信生态扩展社交空间，预期有助于从微信生态引流用户、扩大用户基本盘。微信在 2021 年 1 月上新 8.0 全新版本，首次上线“微信状态”功能，微信用户能够便捷地选择一种状态或自定义状态，配上短短几个文字或背景图表达及时的心情和状态，该功能至今仍然保持较高的活跃度。全民 K 歌和 QQ 音乐均推出能够同步微信状态的功能，分别联动“唱歌”、“听歌”状态，全民 K 歌用户可将自己录制的歌曲同步到微信“唱歌”状态，QQ 音乐用户可将自己收听的歌曲同步到微信“听歌”状态，浏览到此状态信息的微信用户能够直接点开收听相关音频，在一定程度上能够吸引部分微信用户流入全民 K 歌和 QQ 音乐用户盘中。

图表 52：全民 K 歌&QQ 音乐社交化功能



资料来源：全民 K 歌 APP，QQ 音乐 APP，微信状态，东方财富证券研究所

3.3. 直播业务：创新为直播平台引流、促活

对比直播行业主要参与者，腾讯音乐的付费率已具备一定竞争力，ARPPU 处在较高水平，流量受到短视频平台一定程度的挤占。TME 的音乐直播主要依靠在四大独立音乐平台设立直播专区引流。对比 2020 年和 2021 年三季度营运数据，快手通过短视频形式为其引流，MAU 增长近 1 亿，对 TME 的 MAU 存在一定的挤占作用；但快手付费用户反而同比下降，TME 的音乐类直播、虎牙和斗鱼的游戏直播因其平台内容的清晰定位而吸引了一群粘性较高的用户，付费用户数量并没有明显减少，付费水平也显著高于快手付费用户，快手的付费率虽仍高于 TME 但 ARPPU 不具优势。TME 的付费率保持在 5%左右的水平且拥有明显高于直播同业的 ARPPU，在付费率和 ARPPU 保持稳定的情况下，提升流量用户盘是保持社交娱乐收入稳定的最重要因素。

图表 53：主要上市直播平台营运情况（2020 年三季度）

代码	直播平台	MAU（百万）	月平均付费用户数（百万）	付费率	ARPPU（人民币）	社交娱乐收入（百万人民币）
01024. HK	快手	480	51.7	10.8%	51.7	7,960
TME. N	腾讯音乐	235	10.5	4.5%	166.7	5,251
HUYA. N	虎牙	173	6.0	3.5%	147.6	2,657
DOYU. N	斗鱼	194	7.9	4.1%	99.1	2,349

资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 54：主要上市直播平台营运情况（2021 年三季度）

代码	直播平台	MAU（百万）	月平均付费用户数（百万）	付费率	ARPPU（人民币）	社交娱乐收入（百万人民币）
01024. HK	快手	573	46.1	8.0%	55.9	7,724
TME. N	腾讯音乐	205	10.0	4.9%	163.9	4,917
HUYA. N	虎牙		6.0		144.6	2,602
DOYU. N	斗鱼		7.2		102.3	2,211

资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

QQ 音乐直播业务或为提升音乐 MAU 向社交娱乐 MAU 渗透、增加社交娱乐收入的动力之一，腾讯音乐也致力于为直播用户带来丰富的互动体验、增加付费用户的参与度。QQ 音乐直播自 2020 年上线以来，用户规模和收入增长迅速，2021Q3 收入增长超过 100%，已经有超过 1 万名音乐人在 QQ 音乐上进行直播，是为音乐人与粉丝互动的重要平台，增强音乐用户向社交娱乐用户的转化，用户粘性较强。目前 QQ 音乐直播业务收入在社交娱乐收入占比为个位数，未来预计仍有较大增长动力。此外，2021Q3 全民 K 歌推出的虚拟直播间活动，以及酷狗音乐、QQ 音乐、全民 K 歌联合举办的跨服直播竞技活动，促活了 TME 的直播生态，以全新的直播体验吸引付费用户的积极参与，创新直播活动的持续推出预计将对付费率和付费水平产生正向影响。

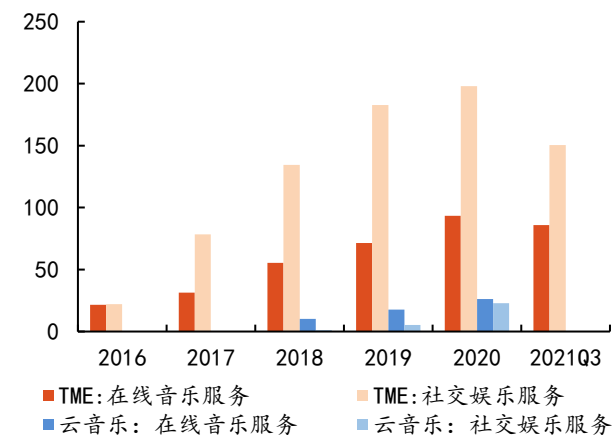
4. 财务分析：内容为基，盈利有望更加稳健

4.1. 营业收入：增长动力转变为在线音乐服务，收入结构趋向均衡

2020 年腾讯音乐营业收入近 292 亿元，同比增长 14.6%，由在线音乐服务收入同比 30.7% 的增长拉动，2021 年前三季度相似的增长趋势推动收入结构趋向稳健均衡。2020 年起腾讯音乐营业收入增长动力从社交娱乐服务转变为在线音乐服务，社交娱乐服务增长进入成熟阶段，而在线音乐用户付费意愿的增强提高 MAU 向付费会员的渗透，会员付费收入已贡献超 60% 的在线音乐服务收入且未来渗透空间和增长空间依然广阔。在线音乐服务对营业收入的贡献度预计将继续增强，2021 年前三季度贡献度已增长至 36.3%，预计未来收入结构有望更加均衡，以音乐内容为内核支撑经营有望使未来收入增长更加稳健。网易云音乐虽各项业务和整体收入增长迅猛，但 2020 年收入总规模仍较腾讯音乐有

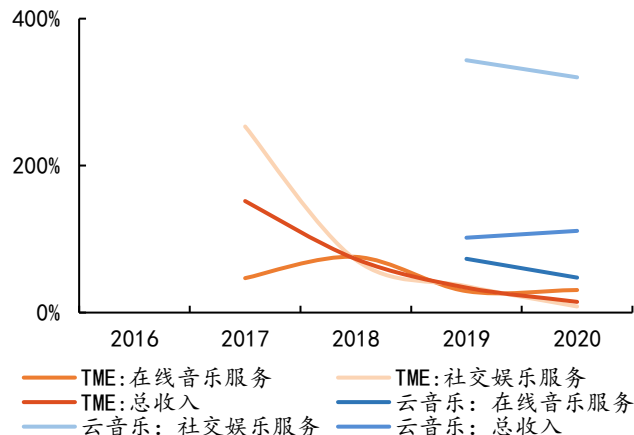
差距。此外，网易云音乐收入结构与腾讯音乐不同，在线音乐服务对收入贡献度更高，2018、2019 年分别达 89.4%、76.7%，2020 年直播和 K 歌业务快速发展，业务结构接近五五开。

图表 55：腾讯音乐 vs 网易云音乐主营业务收入分布（亿元）



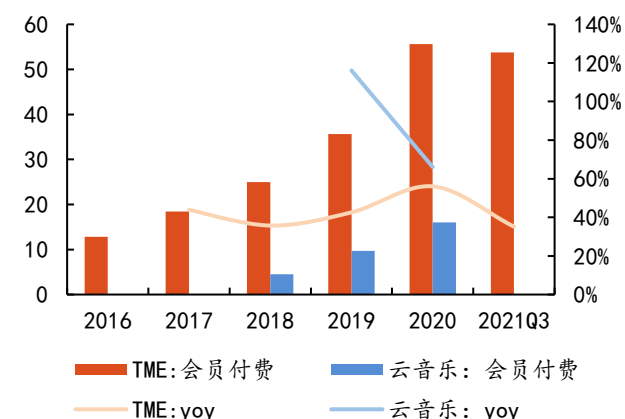
资料来源：TME财报，网易云音乐招股说明书，东方财富证券研究所

图表 56：腾讯音乐 vs 网易云音乐主营业务收入同比增长率



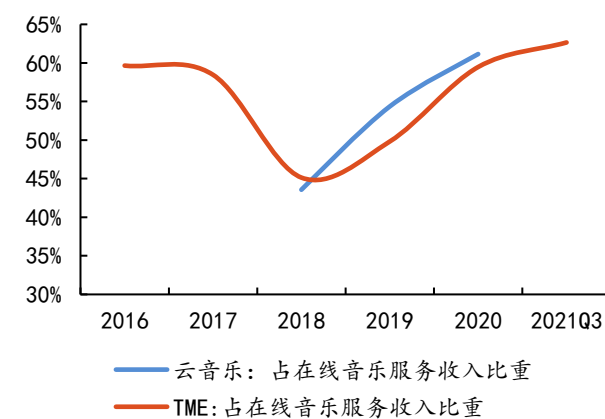
资料来源：TME财报，网易云音乐招股说明书，东方财富证券研究所

图表 57：腾讯音乐 vs 网易云音乐在线音乐服务会员付费情况（亿元）



资料来源：TME财报，网易云音乐招股说明书，东方财富证券研究所

图表 58：腾讯音乐 vs 网易云音乐在线音乐服务会员付费占在线音乐服务收入比重



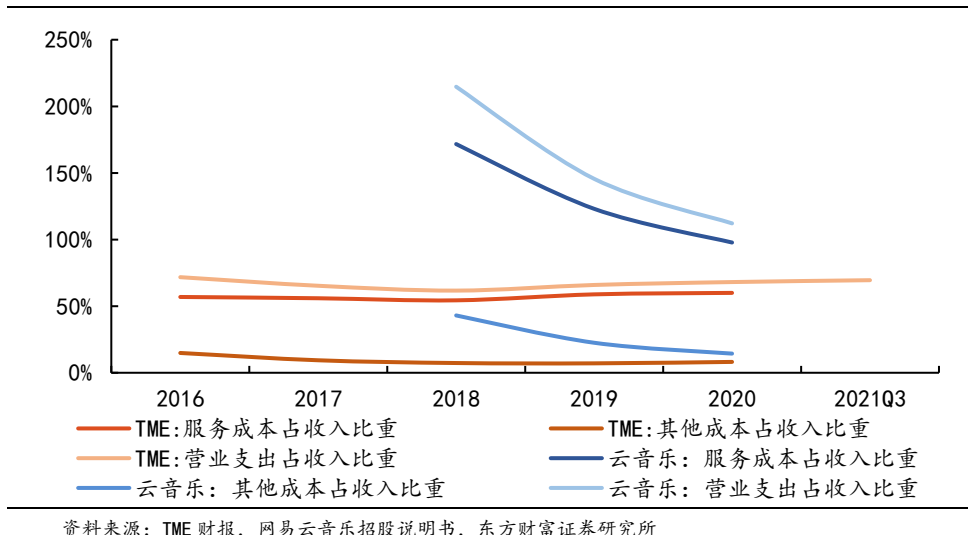
资料来源：TME财报，网易云音乐招股说明书，东方财富证券研究所

4.2. 成本费用控制：良好成本费用控制将保持公司稳定盈利

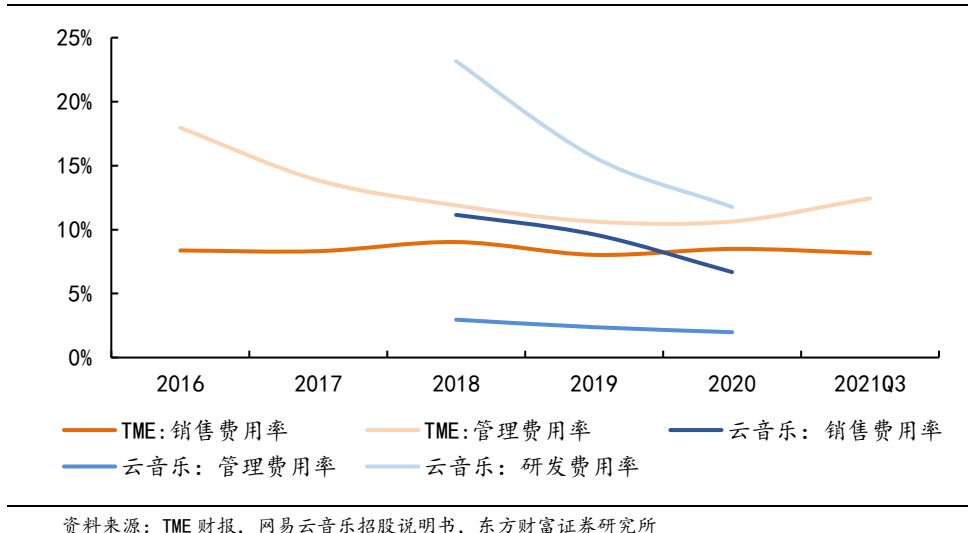
以内容付费为主体的服务成本占比有所提升，主要是由于对内容创作者的激励力度增加和长音频内容的持续布局，费用控制稳定良好。腾讯音乐营业成本主要分为服务成本（版权内容成本、内容创作者分成、网络服务成本等）、其他成本（员工福利费、广告代理成本等）两类，其中服务成本占收入从 2018 年开始增长，2020 年占比达到 60%，推动营业成本率的整体上涨。2021 年前三季度营业成本率进一步上涨至近 70%，主要由于“亿元激励计划 4.0”等计划和活动进一步加大对内容创作者的激励力度，以及长音频内容布局的较大前期投入，但成本率整体依然可控，预计后期投入能够有所缩减。后版权时代 TME 的版权内容成本预计会明显低于独家时期，成本率能够有所下降。相比之下，

网易云音乐内容成本占比整体较大，2018-2020 年即便服务成本占比明显下滑仍依然处在 97.8% 的高位。腾讯音乐销售费用率整体稳定维持在 8.5% 上下，管理费用率在 2016-2020 年体现出较为明显的运营效率提升，从 18.0% 显著下降至 10.6%，2021 年前三季度有所回升，主要是由于研发增加和收购“懒人听书”带来的补偿费用和摊销，不会带来持续的费用提升。网易云音乐的研发投入相对较多，但也呈现出了运营效率的提升，2020 年销售费用率甚至优于腾讯音乐，在费用方面网易云音乐预计也将进入稳定支出期。

图表 59：腾讯音乐 vs 网易云音乐营业成本



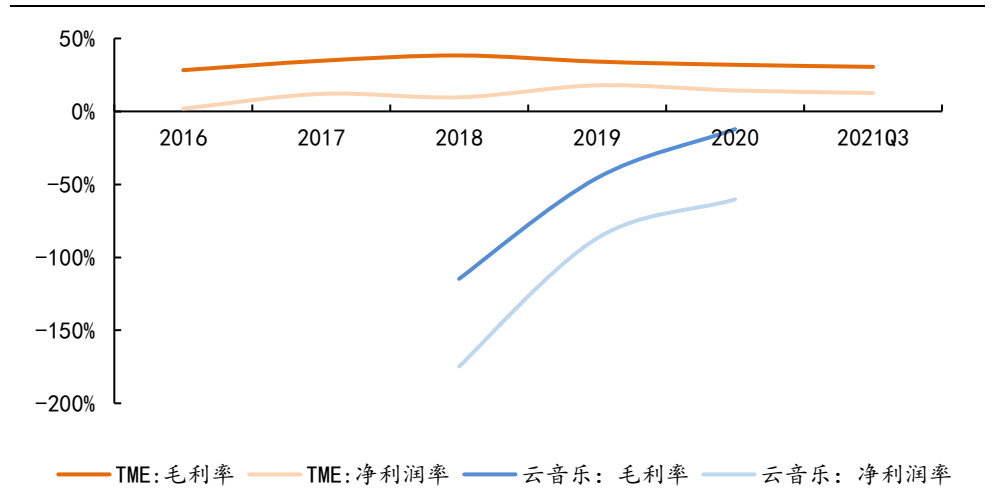
图表 60：腾讯音乐 vs 网易云音乐费用率



注：腾讯音乐的管理费用中包含研发费用

控制良好的成本和费用率赋予公司稳定的盈利能力。伴随着近两年暂时的成本费用率整体提升，各项利润率均出现平缓下行，但 2021 年前三季度的毛利率仍保持在 30% 以上，经营利润率、净利润率、Non-IFRS 净利润率处于 12%-15% 的区间，依然拥有较强的盈利能力。预计未来伴随着运营效率的进一步提高、成本费用率的回落，盈利能力能够再回升并保持稳定。网易云音乐的各项盈利比率均仍为负，但已呈现出显著的提升趋势，2021 年前二季度毛利率已增长至 -0.4%。

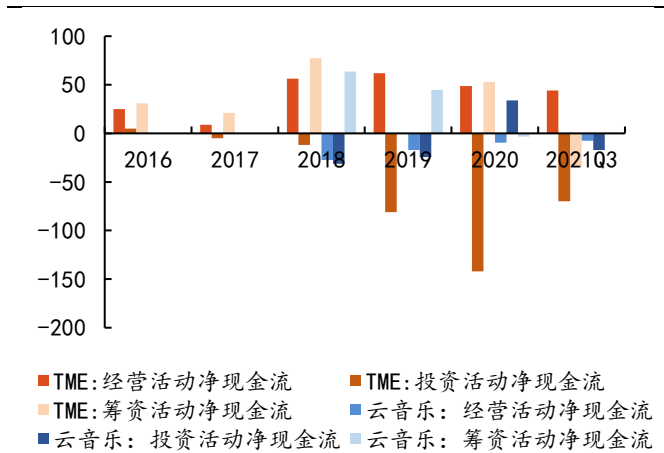
图表 61：腾讯音乐 vs 网易云音乐利润率情况



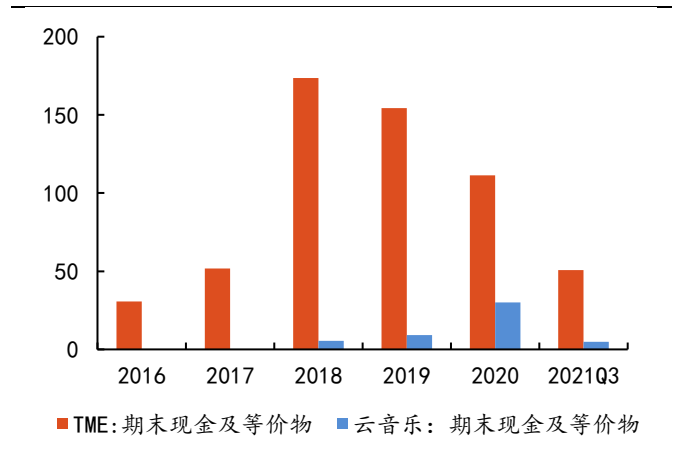
4.3. 资金面：依旧充裕的现金储备能持续支撑投资拓展

近年腾讯音乐虽大量投资，但现金存量依然充足。2020 年投资活动净流出高达 142 亿元，年末现金储量仍有 111 亿元，2021 年前三季度除继续保持较大投资力度外，股票回购活动导致筹资活动现金流为净流出，但期末现金及等价物余额仍有 50 亿元，现金储备依然较为充足。

图表 62：腾讯音乐 vs 网易云音乐现金流情况（亿元）



图表 63：腾讯音乐 vs 网易云音乐期末现金及等价物情况（亿元）



综合来看，虽然在线音乐行业仍面临后版权时代更加激烈的竞争，以及短视频平台较强势的流量挤占，但腾讯音乐不断升级平台运营，用户基本盘能够得到稳固，MAU 能够逐步回流；同时持续深化内容建设、延展内容触角，增强用户粘性和付费力，付费渗透率及 ARPPU 将提升；运营保持高稳效率，成本费用率稳中有降。我们认为腾讯音乐在在线音乐行业具备一定的优势和稳健发展潜力。

5. 风险提示

政策监管风险：版权内容反垄断监管趋严带给公司音乐内容版权优势的流失超过预期；直播行业监管趋严导致付费用户数和 ARPPU 增长不达预期；

行业竞争加剧风险：音乐流媒体竞争对手加大版权内容购入带给公司的冲击超预期；将触角延伸至音乐行业的短视频平台等带来超预期的流量挤占效应；

经营效果不及预期风险：在线音乐服务 MAU 和付费率不及预期；未来潜在增加的成本费用投入无法保持成本费用的稳定。