

传媒行业

网易云音乐：“高浓度”年轻用户，差异化原创音乐社区

核心观点：

- 2021年5月26日，网易云音乐向香港联交所递交了IPO申请，计划在港交所挂牌上市。
- 网易云音乐通过个性化的音乐推荐和内容到社区的构筑，在版权缺失的情况下，通过培育独立音乐人自我造血走出了差异化的原创音乐社区之路。（1）网易云音乐早期通过不断打磨极致化的产品体验，在个性化算法推荐精准度和社区氛围的构建方面领先同业，从音乐发烧友切入，形成口碑扩散，吸引了一批年轻有调性的用户，根据公司招股书披露，网易云音乐~89%的用户为90后，1-2线城市月活跃用户占比高达60%。（2）基于良好的算法和社区体验，网易云音乐在产品端打通了音乐人从内容生产到粉丝沉淀的关系链路，体现为评论区、云村、云圈，同时构建对独立音乐人的扶持体系并不断升级，已经开始收获独立音乐人创作的果实。根据公司招股书披露，网易云音乐的注册独立音乐人达23万（腾讯音乐人数量为18.5万），注册音乐人创作曲库达100万首（腾讯音乐人原创曲库为110万首），占平台音乐流媒体播放量的比例高达45%。在平台的歌手热度值榜单top30中，有16名歌手为网易独立音乐人，可以说独立音乐人体系已经成为了网易云音乐内容差异化的基石，在过去版权获取相对短缺的背景下，为网易云音乐构筑了自我造血的壁垒，随着2020年开始网易云音乐逐步和三大唱片达成直接合作，网易云音乐的内容供应将较过去更为丰富。
- 音乐付费率、ARPU和同业保持一致；现金牛社交娱乐业务起步较晚。（1）网易云音乐的在线音乐收入从订阅会员和非订阅型收入角度，变现效率和TME保持同一水平。付费率来看，2020年网易云音乐达到8.8%（TME平均值为7.7%），会员月ARPU为8.4元（TME为9.4元）。非订阅型收入来看，2020年，网易云音乐平均每MAU的月ARPU为0.47元（TME为0.49元）。（2）社交娱乐业务从2018年下半年起步，目前保持较高增速，相较于音乐业务的收入规模是TME的1/4，和流量关系正相关，社交娱乐业务仅为TME的1/9规模，网易云音乐的社交娱乐业务仍未体现出规模效应在利润端带来的输血能力。
- 根据招股说明书，2018/2019/2020年公司的营业收入分别为11.48/23.18/48.96亿元；2020年营收同比增长111%，主要因订阅会员数快速增长（同比增长85%）、MAU提升（同增23%）、以及社交娱乐变现能力的初步释放（实现22.73亿元收入，同比增长320%）。目前网易云音乐尚未能实现盈利，2018/2019/2020年净利润分别为-20.06/-20.16/-29.51亿元；non-gaap净利润分别为-18.14/-15.80/-15.68亿元。估值讨论：网易云音乐的流媒体和音乐社区属性可参考（1）其他音乐流媒体平台和（2）基于单用户价值的社区型产品估值方法。
- 风险提示。会员付费率增长不及预期，版权成本提升，新兴娱乐形式的冲击。

相关研究：

传媒互联网行业5月月报：喜马拉雅：长音频领军者，商业变现持续迭代	2021-06-04
传媒行业：6月电商大促驱动产业链机会，美团商户和交易用户强劲增长	2021-05-30
广视角：直播行业：千帆过尽，流量为王、出海增量	2021-05-30

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
腾讯音乐	TME	US	15.41	2021/5/18	买入	25.19	2.81	3.82	35.26	26.19	5.35	3.73	10%	13%
哔哩哔哩	BILI	US	108.93	2021/5/18	买入	158.85	-9.55	-5.55	-	-	-94	-331	-38%	-16%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、音乐行业概况.....	6
（一）在线音乐行业发展简史	6
（二）行业规模：付费率显著提升，驱动规模快速增长	7
（三）市场份额：行业高度集中并持续整合	8
二、业务分析：产品力领先，探索多元商业化.....	9
（一）产品：基于个性化音乐推荐向音乐社区迭代	9
（二）内容：通过构建独立音乐人体系形成内容差异化	12
（三）用户：画像偏年轻和高线，因内容差异化和 QQ 音乐用户重叠度相对更高..	17
（四）商业化：处于高增阶段，音乐付费率仍有较大提升空间	19
三、网易云音乐历史沿革以及财务分析.....	22
（一）历史沿革：围绕音乐服务向社区进阶	22
（二）股东和管理层：网易和阿里是核心股东.....	23
（三）财务情况：收入高速增长，仍未形成规模效益带动经营杠杆的提升	24
四、可比公司估值.....	27
五、风险提示	27
（一）付费用户增长不及预期的风险	27
（二）版权成本提高的风险	27
（三）行业监管的风险	27
（四）新兴互联网娱乐形式冲击的风险	28

图表索引

图 1: 音乐行业发展简史.....	6
图 2: 中国在线音乐娱乐市场用户量及增速 (2016-2025E)	7
图 3: 中国在线音乐娱乐市场按年龄段划分用户占比 (2016-2025E)	7
图 4: 中国在线音乐服务市场规模 (2016-2025E)	8
图 5: 中国音乐衍生的社交娱乐服务市场规模 (2016-2025E)	8
图 6: 中国在线音乐服务市场份额 (2018-2020)	8
图 7: 中国音乐衍生的社交娱乐服务市场份额(2018-2020).....	8
图 8: 网易云音乐产品矩阵	9
图 9: “每日推荐”和“一起听”等个性化的推荐和社交功能列示	10
图 10: 网易云音乐歌曲评论区的优质评论和互动数据节选	11
图 11: 网易云音乐歌曲评论区到云圈内容互动的社交链路	11
图 12: 音乐流媒体曲库量 (万首) 对比 (2020 年)	12
图 13: TME 和 Spotify 曲库量 (万首) 推移(2018-2020).....	12
图 14: 在线音乐平台独立音乐人数量预计在 2025 年将翻倍	12
图 15: 网易云音乐独立音乐人创作曲目播放量占全平台音乐流媒体播放量比例 (2020 年 12 月)	12
图 16: 网易云音乐独立音乐人示例	13
图 17: 网易云音乐部分独家版权歌手及曲目数	15
图 18: 网易云音乐完成和三大唱片的音乐版权合作	15
图 19: 网易云音乐、TME、Spotify 每年向版权方应付的音乐版税最低保证金合约 负债总额 (百万元) (2018-2020)	16
图 20: 网易云音乐、TME、Spotify 每年向版权方应付的音乐版税最低保证金合约 负债总额占当年营收比 (2018-2020)	16
图 21: 音乐产品 MAU (万人) (2020 年)	17
图 22: 音乐产品 DAU (万人) (2020 年)	17
图 23: 音乐产品 DAU/MAU (2020 年)	17
图 24: 音乐产品人均单日时长 (分钟) (2020 年)	17
图 25: 终端机价位段用户占比对比 (2020 年)	18
图 26: 活跃用户网络环境分类 (2020 年)	18
图 27: 网易云音乐用户网络环境分类推移, 使用 WIFI 网络用户的占比逐步下降	18
图 28: 网易云音乐在线音乐业务收入 (百万元) (2018-2020 年)	19
图 29: 网易云音乐在线音乐业务收入构成 (百万元) (2018-2020 年)	19
图 30: 网易云音乐会员订阅业务收入 (百万元) (2018-2020 年)	20
图 31: 网易云音乐付费用户数 (百万)、付费率和月 ARPU (元) (2018-2020 年)	20
图 32: 中国在线音乐行业付费率目前为 8% (2020 年)	20
图 33: 网易云音乐、TME 和 Spotify 目前的付费率	20
图 34: 网易云音乐非订阅业务收入 (百万元) (2018-2020 年)	21

图 35: 网易云音乐和 TME 的单用户非订阅业务变现对比(百万元)(2018-2020 年)	21
图 36: 网易云音乐社交娱乐服务收入(百万元)(2018-2020 年)	22
图 37: 网易云音乐社交娱乐服务付费用户数(千)、付费率和月 ARPU(2018-2020 年)	22
图 38: 网易云音乐业务里程碑	23
图 39: 网易云音乐营业收入(百万元)(2018-2020 年)	24
图 40: 网易云音乐营收构成(百万元)(2018-2020 年)	24
图 41: 2018-2020 年网易云音乐成本构成(百万元)	25
图 42: 2018-2020 年网易云音乐毛亏损(百万元)及毛亏损率	25
图 43: 网易云音乐期间费用率(2018-2020 年)	25
图 44: 网易云音乐净亏损(百万元)及净亏损率(2018-2020 年)	25

表 1: 网易云音乐产品带有一定的社区属性,与可比标的的数据对比	10
表 2: 网易云音乐歌手热度榜单 TOP30,网易音乐人占比超过 50%	14
表 3: 网易云音乐 2020-2021 年与上游产品的版权合作情况更新	16
表 4: 主要音乐产品双产品重叠用户及重叠率分析	19
表 5: 网易云音乐专辑销量榜 top50(2020 年)	21
表 6: 网易云音乐历史融资情况	23
表 7: 网易云音乐 IPO 前股本结构	23
表 8: 网易云音乐董事会成员	24
表 9: 网易云音乐和腾讯音乐娱乐集团核心数据对比(2018-2020 年)	26
表 10: 可比公司估值倍数	27
表 11: 可比社区产品单用户估值	27

一、音乐行业概况

（一）在线音乐行业发展简史

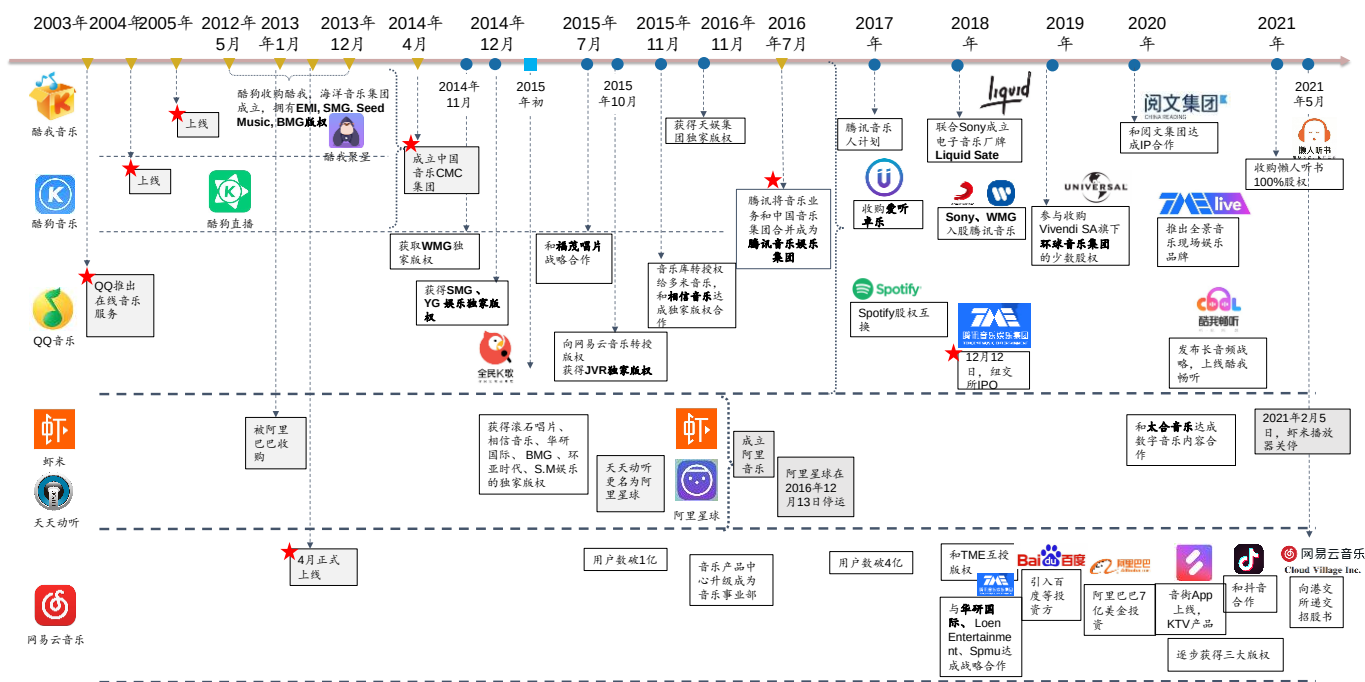
在线音乐行业发展历史可以分为三个阶段：

第一阶段：2003-2014年——野蛮生长时期。实体唱片衰落后，数字音乐时代来临，众多音乐应用兴起。QQ音乐、酷狗音乐、酷我音乐分别于2003、2004、2005年上线，虾米音乐于2008年上线，网易云音乐于2013年上线。这一时期，音乐版权意识薄弱，盗版音乐横行。2014年4月，手握众多音乐版权的海洋音乐与酷狗音乐、酷我音乐合并，组成中国音乐集团，音乐平台的版权意识逐渐显现。

第二阶段：2015-2017年——版权竞争白热化。2015年7月国家版权局出台《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》，该法规被称为在线音乐行业最严版权令，标志着盗版猖獗的时代结束，流媒体音乐进入规范运营时期。2016年腾讯将音乐业务和中国音乐集团合并成为腾讯音乐娱乐集团。这一时期版权成为竞争的核心所在，腾讯音乐2017年已取得索尼、华纳音乐、环球音乐全球三大音乐公司的独家版权。版权争夺的过程中众多实力较弱的玩家被迫出局，腾讯音乐与网易云音乐逐渐形成一超一强格局。据Fastdata《2020年中国在线音乐行业报告》，自2016年以后在线音乐行业的融资事件与融资金额呈现出下降趋势。

然而各平台通过抬高费用竞拍独家版权归属的做法引发恶性竞争，2017年国家版权局管理司约谈各大音乐平台与唱片公司负责人，强调避免独家版权的购买与授予。

图1：音乐行业发展简史



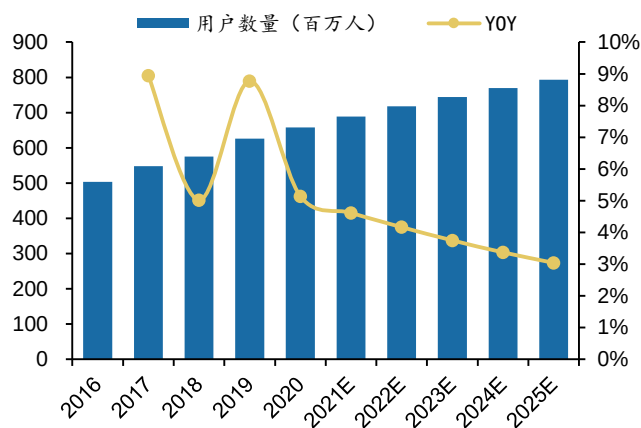
数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

第三阶段：2018年-至今——精细化运营时期。2018年2月网易云与腾讯音乐达成独家版权互授，2018年3月网易云音乐实现与TME、阿里音乐互授版权，各大平台实现曲库互通，竞争壁垒削弱。虽然音乐平台仍各自保留部分独家版权，然而这一阶段如何在日益多样化的互联网娱乐形式中抢夺用户的关注度和使用时长成为发展的关键，除了版权以外音乐平台之间展开更多维度的竞争，音乐平台进入探索精细化运营的阶段。腾讯音乐、网易云音乐均在直播、社区、长音频等方向进行多元化探索。

（二）行业规模：付费率显著提升，驱动规模快速增长

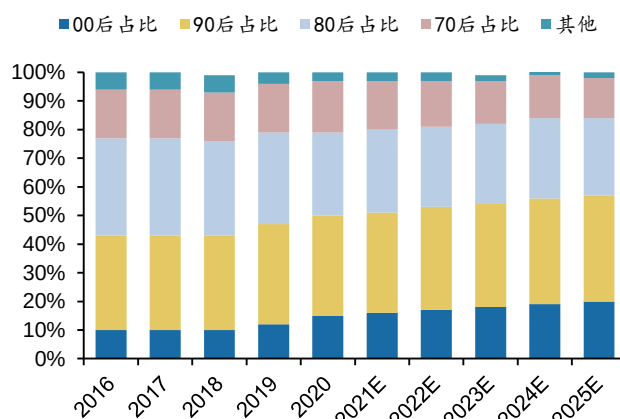
随着移动互联网的普及，在线音乐用户数量持续增长。国家互联网信息中心数据显示，2020年中国在线音乐娱乐市场用户人数为6.58亿人，1990年以后出生的用户占比为50%，灼识咨询预测2025年用户总数将增至7.93亿人，CAGR为3.8%，1990年以后出生的用户占比将达到57%。

图2：中国在线音乐娱乐市场用户量及增速（2016-2025E）



数据来源：网易云音乐招股书，国家互联网信息中心，灼识咨询，广发证券发展研究中心

图3：中国在线音乐娱乐市场按年龄段划分用户占比（2016-2025E）



数据来源：网易云音乐招股书，灼识咨询，广发证券发展研究中心

在线音乐娱乐市场可以分为在线音乐服务和音乐衍生的社交娱乐服务。

1. 在线音乐服务：会员付费率提升持续驱动增长

在线音乐服务变现方式主要包括会员订阅、数字专辑销售、广告服务及授权业务。根据网易云音乐招股说明书引用的灼识咨询数据显示，2016年中国在线音乐服务市场规模（按收入）为28亿元，2020年增至128亿元，CAGR为46.3%，预计2025年将增长到495亿元，CAGR为31%。增长的主要因素为会员付费比率的上升，2016-2020年付费率由2%增至8%，招股说明书引用的灼识咨询预测2025年将增至27%。

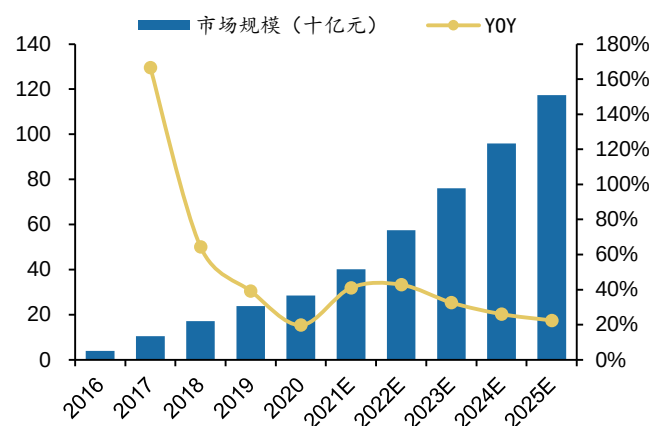
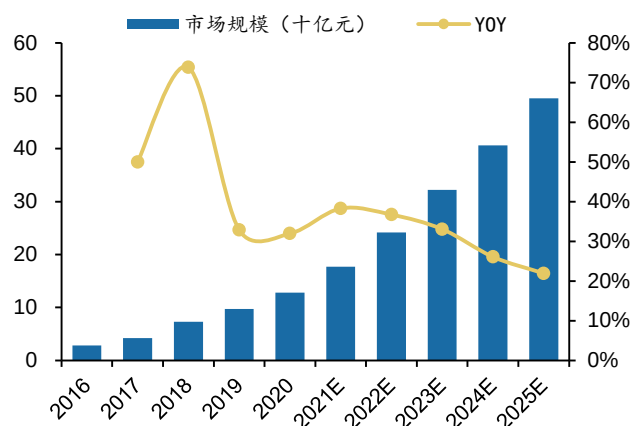
2. 音乐衍生的社交娱乐服务：2025年市场规模将突破千亿

衍生服务主要包括在线K歌、音频直播服务等。随着用户对音乐衍生社交服务的需求上升，用户付费率正在持续提升。据招股书引用的灼识咨询数据，音乐衍生社交服务市场规模由2016年的39亿元增长至2020年的285亿元，CAGR为64.9%，预计

2025年市场规模将达到1174亿元，CAGR为32.7%。

图4：中国在线音乐服务市场规模（2016-2025E）

图5：中国音乐衍生的社交娱乐服务市场规模（2016-2025E）



数据来源：网易云音乐招股书，灼识咨询，广发证券发展研究中心

数据来源：网易云音乐招股书，灼识咨询，广发证券发展研究中心

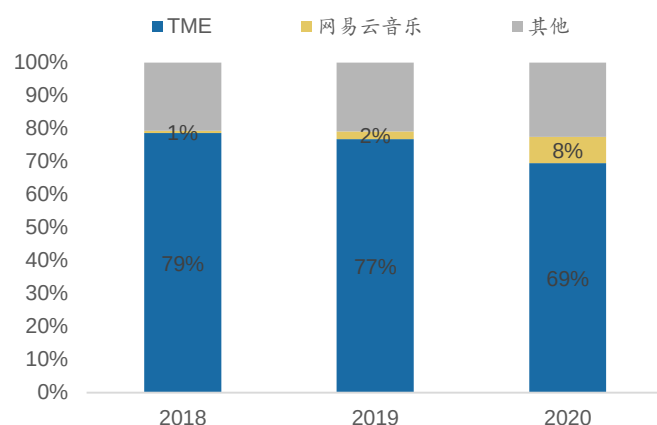
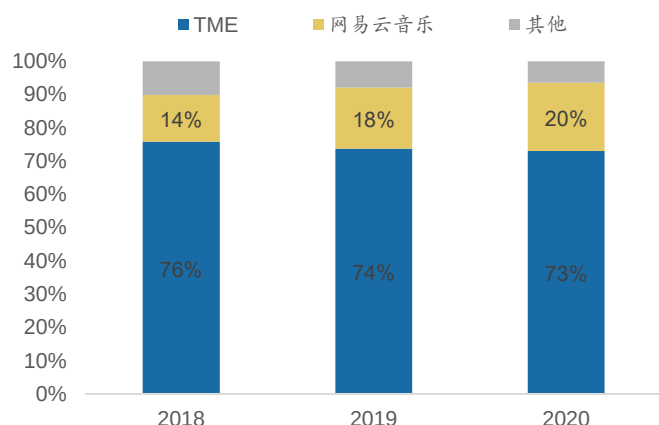
（三）市场份额：行业高度集中并持续整合

国内在线音乐行业呈现逐渐整合趋势，CR2为93%（2020年）。我们根据网易云音乐招股书中引用的灼识咨询的行业规模测算，按网易云音乐和腾讯音乐披露的在线音乐收入和社交娱乐收入测算各自的市场份额。2020年，腾讯音乐的市场份额为73%，网易云音乐市场份额为20%，其余产品仅享有7%的市占率。

音乐衍生的社交娱乐服务市场份额CR2为77%（2020年）。以音乐流量触发的衍生服务主要包括在线K歌、音频直播服务等收入份额来看，相对没有纯音乐内容的收入份额那么集中，但腾讯音乐、网易云音乐也各自占有了69%和8%的市场，其余平台享有23%的市占率。

图6：中国在线音乐服务市场份额（2018-2020）

图7：中国音乐衍生的社交娱乐服务市场份额(2018-2020)



数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐财报，广发证券发展研究中心

数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐财报，广发证券发展研究中心

二、业务分析：产品力领先，探索多元商业化

（一）产品：基于个人化音乐推荐向音乐社区迭代

网易云音乐主产品打造了集个性化听歌、音乐社交到衍生社交娱乐的一体化圈层音乐社交体验，基于部分功能和社交探索需求，也推出数个独立矩阵产品，如“Look直播”、“音街”等。社交化探索方面，推出了语音直播社交产品“声波”和陌生人交友产品“心遇”。但从Quest Mobile的监测数据来看，网易云音乐衍生产品用户体量较小，仍是以主APP为核心阵地的单一旗舰产品。

（1）**网易云音乐**：集个性化听歌、音乐社交和衍生娱乐于一体，2021年4月MAU为1.47亿（Quest Mobile）。

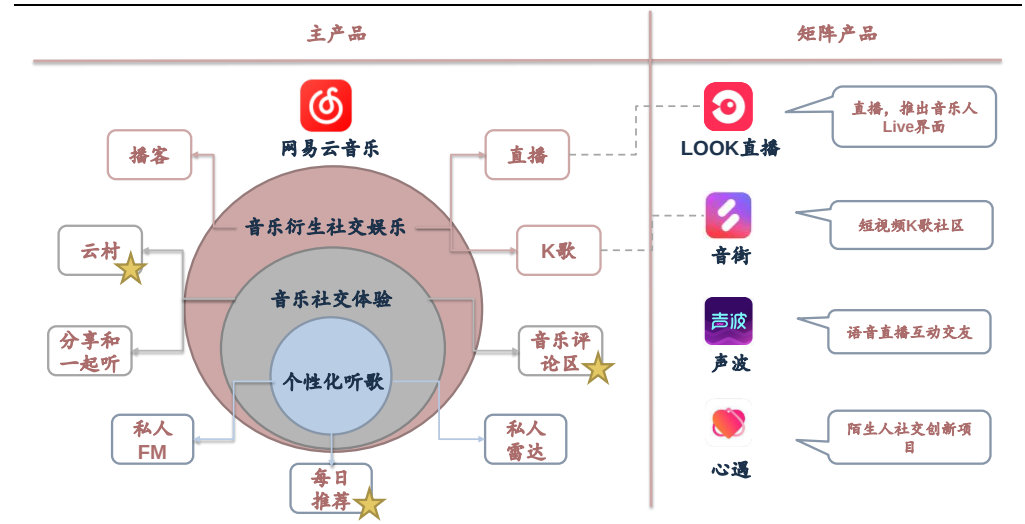
（2）**Look直播**：移动直播产品，内容创作者与用户进行直播互动，推出了“音乐人Live板块”，注册的独立音乐人可以举行线上演唱会，并上传表演录影，2021年4月MAU为30万（Quest Mobile）。

（3）**声波**：语音聊天产品，用户可以在线上聊天室与其他用户产生互动。

（4）**音街**：移动K歌产品，用户可以在上面上传K歌视频、与其他人一起互动，2021年4月MAU为26万（Quest Mobile）。

（5）**心遇**：以音乐为切口的陌生人社交产品，2021年4月MAU为177万（Quest Mobile）。

图8：网易云音乐产品矩阵



数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

网易云音乐在用户和产品数据体现出了一定的社区属性，有人群标签和基于特定内容和爱好的互动行为。从用户时长来看，音乐社区用户的每日时长略低于视频类社区，但仍高于文字类社区。从人群标签来看，网易云音乐89%的用户为90后，类似于哔哩哔哩（86%用户为85后），知乎~78%的用户为90后，都有一定的高年轻群

体用户浓度表现。从城市级别来看，1-2线高线城市用户占比高地依次为知乎、网易云音乐和哔哩哔哩。由于快手已经是国民级用户量级的大DAU产品，其早期在年龄层和地域上的标签都已经基本摘除。从用户参与内容生产的属性来看，网易云音乐用户参与内容上传的比例较高，为25%，仅次于快手26%的参与度。网易云音乐通过提供评论区、Mlog、短视频、发帖、播客、直播、在线K歌等丰富的功能促进用户自主参与平台内容扩充。

表 1：网易云音乐产品带有一定的社区属性，与可比标的的数据对比

		网易云音乐	哔哩哔哩	知乎	快手
用户属性	用户规模	1.81 亿 MAU	2.23 亿 MAU	8500 万 MAU	3.792 亿 DAU
	时长	76 分钟/DAU	82 分钟/DAU	~30 分钟/DAU	99 分钟/DAU
	年龄群	~89%用户为 90 后	~86%用户为 85 后	~78%用户为 90 后	
	城市群	1-2 线城市占比 >60%	1-2 线城市占比 ~50%	1-2 线城市占比 ~74%	
产品属性	个性化推荐	2.8 次来自平台推荐/每 10 次音乐播放			
	高质量评论区	超 48%聆听者会浏览歌曲评论区			
	用户生成歌单	>20 亿条			
	MAU 参与内容创作比例	25%	1%	5%	26%

数据来源：网易云音乐招股说明书，哔哩哔哩财报，快手招股说明书，知乎招股说明书，Quest Mobile 广发证券发展研究中心

个性化音乐推荐是网易云音乐在早期吸引用户的关键，更精准的算法推荐一定程度上弥补了版权歌曲库的短板。根据公司招股书披露，2020年12月，用户每10次音乐播放之中有2.8次来自平台的推荐。“私人FM”、“每日推荐”等标杆模块，都是基于算法推荐建立的个性化收听入口。

图9：“每日推荐”和“一起听”等个性化的推荐和社交功能列示



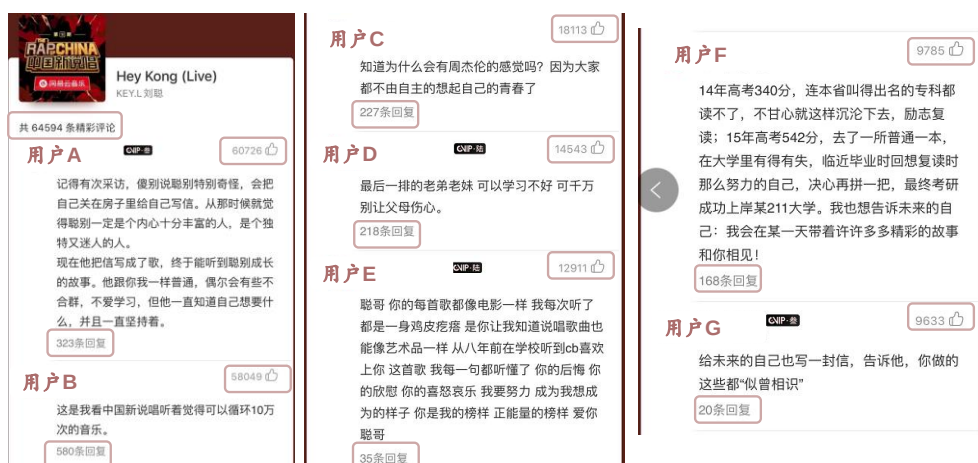
数据来源：网易云音乐招股说明书，网易云音乐 APP，广发证券发展研究中心

网易云音乐为用户提供歌曲评论区功能，为用户基于歌曲内容与音乐人和其他用户

产生互动的入口。根据网易云音乐招股书，2021年2月，听众有48%浏览了评论区，评论区成为用户生产内容的入口之一，是网易云音乐在早期区别于其他音乐产品的差异化功能之一。

评论区的内容数量和质量都保持较高水准，用户基于评论产生了较强的互动。以刘聪的代表作《Hey Kong》的歌曲评论区为例，截止2021年6月1日，这首歌累计有6万+条用户产生的评论，点赞数排名靠前的评论点赞量也超过了6万，同时还有数百条用户回复，高质量的评论区成为用户和歌手的精神乐园。

图10：网易云音乐歌曲评论区的优质评论和互动数据节选



数据来源：网易云音乐 APP，广发证券发展研究中心

云村和云圈为音乐创作者和音乐爱好者提供了交流互动空间和兴趣小组。从产品端打通了从用户听歌、评论互动，再转化到歌手云圈、云村的一整条内容创作到用户反馈和关系沉淀的链路。

图11：网易云音乐歌曲评论区到云圈内容互动的社交链路

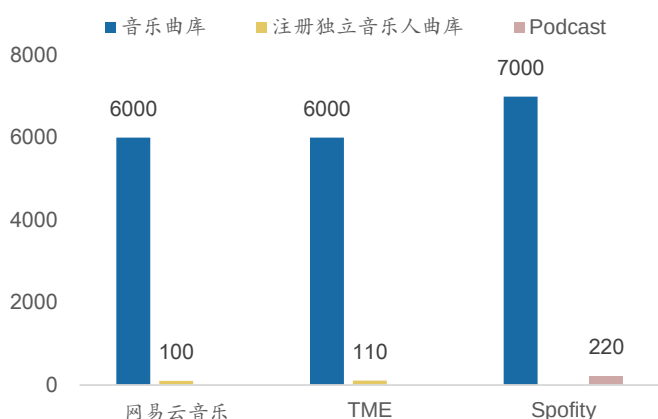


数据来源：网易云音乐 APP，广发证券发展研究中心

（二）内容：通过构建独立音乐人体系形成内容差异化

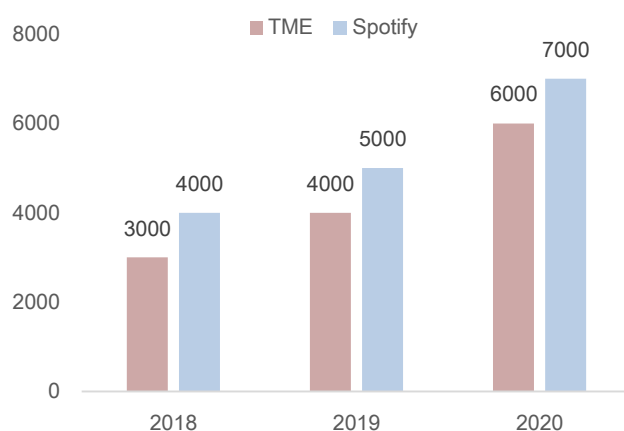
网易云音乐曲库量超过6000万首，其中，注册独立音乐人创作的歌曲数量超过100万首，贡献了曲库的~2%。根据网易云音乐招股书披露，曲库量已经和TME相当，即6000万首，对比海外平台Spotify的7000万首仍有小幅差距，网易云音乐独立音乐人曲库量为100万首，对比TME的原创音乐人上传曲库为110万首。过去三年来看，TME和Spotify都在迅速扩张内容库，TME曲库量从3000万增长至6000万，Spotify从4000万增长至7000万首。

图12：音乐流媒体曲库量（万首）对比（2020年）



数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐财报，Spotify 财报，广发证券发展研究中心

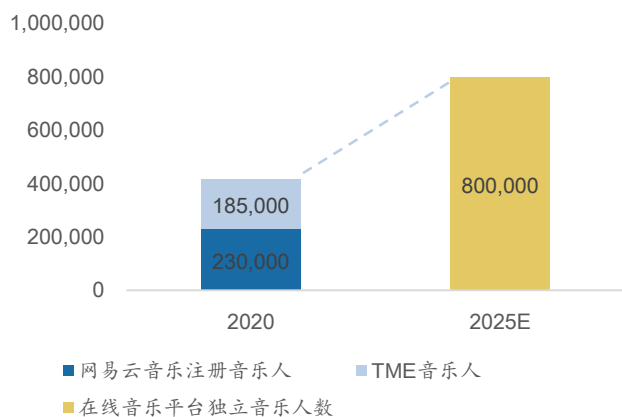
图13：TME 和 Spotify 曲库量（万首）推移(2018-2020)



数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐财报，广发证券发展研究中心

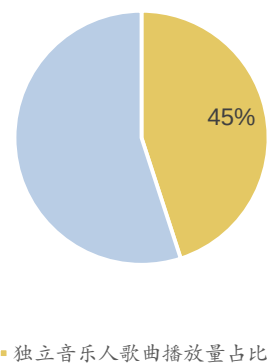
2020年国内独立音乐人数超过40万，招股书中披露数据预计2025年或翻倍至80万人。网易云音乐的注册独立音乐人数量略超TME音乐人数量，其独立音乐人创作曲库对全平台的播放量贡献度高达45%（统计期间为2020年12月）。

图14：在线音乐平台独立音乐人数量（人）预计在2025年将翻倍



数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐人计划，Spotify 财报，广发证券发展研究中心

图15：网易云音乐独立音乐人创作曲目播放量占全平台音乐流媒体播放量比例（2020年12月）



数据来源：网易云音乐招股书，广发证券发展研究中心

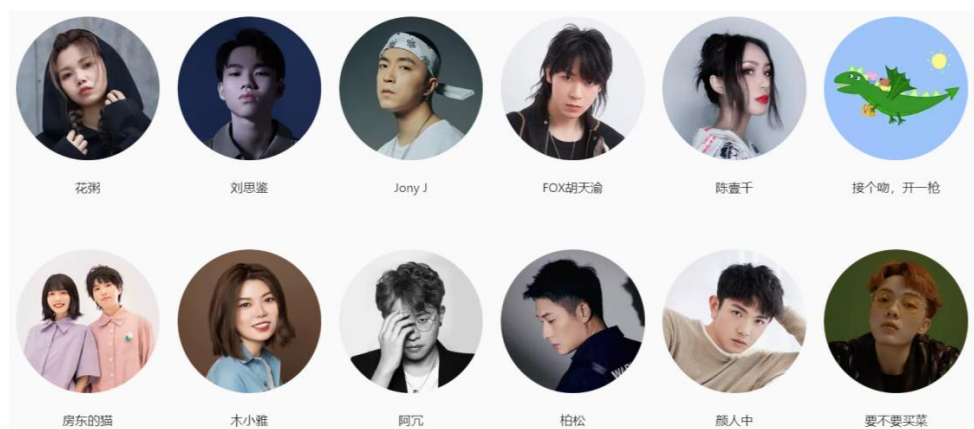
从单一到丰富，网易云音乐人逐步构建了针对独立音乐人的多元立体扶持体系。

（1）早期：石头计划，音乐人扶持初步尝试。主要针对狭义的“音乐人”，未将词曲作者纳入扶持范围。扶持措施上较为单一，主要是流量扶持，如歌单推荐，搜索词推荐、榜单推荐、评论置顶等。

（2）中期：云梯计划，星辰集·词曲创作大赛等，扩大范围至红人、词曲作者。不光扶持较为成熟的音乐人，也注重挖掘一部分具备潜质的红人培养，同时，将词曲作者也纳入到音乐人范畴内，发掘优质词曲作者。推出众多力度更大，更具吸引力的措施，增加了收入分成举措，如广告分成、现金激励、单曲分成及数字专辑收入分成等。

（3）当前：飓风计划，PLAY视频计划等。音乐人扶持体系基本成型，形成了多维度立体化的扶持体系，探索音乐视频内容可能性。加入了对音乐人视频内容的扶持，有意发力短视频内容。针对音乐人上传视频提供了收益及流量上的激励，与此同时，还为音乐人提供了更多视频工具以降低视频上传门槛。在举措上，加入更多生态构建举措，如举办硬地围炉夜，设立硬地原创音乐榜形成支持原创，鼓励原创的社区氛围和文化。

图16：网易云音乐独立音乐人示例



数据来源：网易云音乐官网，广发证券发展研究中心

网易云音乐通过锁定部分头部歌手的曲库，以及培养独立音乐人的模式，走出了差异化的内容调性。我们通过整理平台排序靠前的拥有独家版权的音乐人清单，如图16所示，网易云音乐绑定了一些相对差异化的歌手版权在平台独家合作，例如华晨宇、毛不易、BTS、IU等吸引用户；另一方面，独立音乐人计划也培养出若干在受欢迎的优质歌手，例如房东的猫、隔壁老樊和颜人中等。

（1）隔壁老樊：于2017年加入网易云音乐，歌曲《我曾》成为2019年平台top3的热门曲目，同年，被评为网易云音乐十大注册独立音乐人之一，在平台拥有粉丝数大834万，上传歌曲147首（统计截止2021年6月2日）。

（2）颜人中：由试听样本素人歌手转型成为网易云音乐平台独立音乐人，2019年

4月发行了首支单曲《晚安》，登上榜首，于2020年12月31日，歌曲累计播放量达16亿次，在平台拥有粉丝数为278万，上传歌曲108首（统计截止2021年6月2日）。

网易音乐人贡献了头部华语歌手榜单超过一半，网易音乐人的粉丝粘性也普遍更强，部分网易音乐人粉丝进入云圈的比例甚至高达86%。整理网易云华语歌手热度排名榜前30名歌手的情况，发现有16名上榜歌手为网易音乐人，例如隔壁老樊、颜人中，都是网易音乐人计划培养起来的原创歌手，其粉丝规模并不逊于头部歌手如林俊杰、陈奕迅。我们发现歌手云圈人数（加入歌手圈子的人数）和粉丝数的比例来看，网易音乐人的粉丝入圈率明显高于那些头部歌手。例如“一只榴莲”的云圈人数是粉丝数的86%，“周深”的粉丝入圈率为67%，反观头部的歌手，网易云音乐有独家版权的云圈/粉丝比例则在30%左右，如“薛之谦”和“毛不易”，而头部歌手没有独家版权的，如“林俊杰”和“陈奕迅”的粉丝入圈率仅2%。说明平台的确为自己的音乐人打造了围绕音乐内容和粉丝引起圈层共鸣的社交圈子。

表 2：网易云音乐歌手热度榜单 TOP30，网易音乐人占比超过 50%

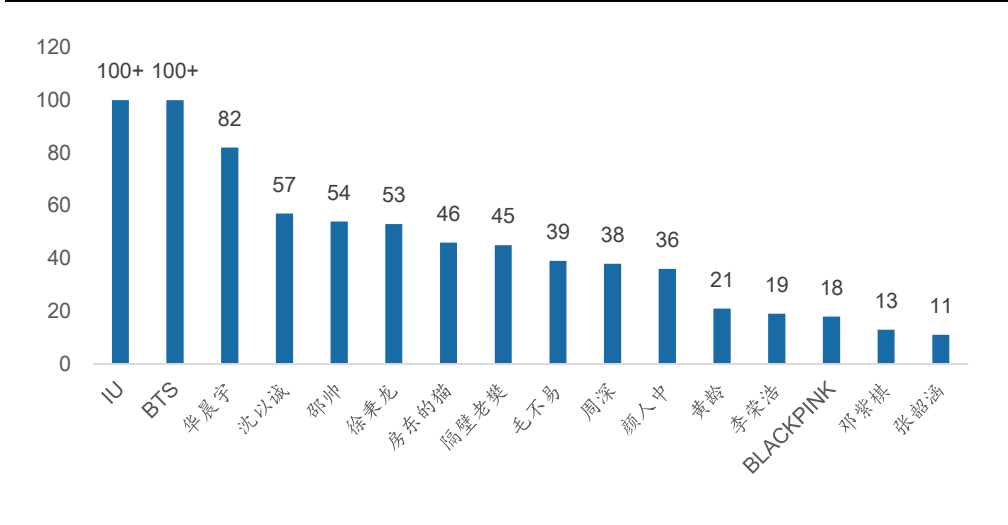
热度排名	歌手名称	是否为网易音乐人	网易云粉丝量（万）	加入云圈粉丝数（万）	云圈人数/粉丝数
1	薛之谦	否	1239.8	374	30%
2	林俊杰	否	519.8	9	2%
3	陈奕迅	否	506.6	12	2%
4	隔壁老樊	是	833.7	177	21%
5	颜人中	是	277.6	131	47%
6	毛不易	否	602.5	198	33%
7	沈以诚	是	270.1	92	34%
8	李荣浩	否	585.2	166	28%
9	许嵩	否	474.9	141	30%
10	法老	是	180.2	112	62%
11	G.E.M 邓紫棋	否	626.2	150	24%
12	华晨宇	否	660.3	279	42%
13	Lil Ghost 小鬼	否	189.8	100	52%
14	花粥	是	603.9	56	9%
15	姜云升	是	162.8	138	85%
16	徐秉龙	是	230.5	61	27%
17	陈粒	是	448.6	67	15%
18	房东的猫	是	310.1	64	21%
19	莫文蔚	否	103.8	1	1%
20	任然	是	211.9	89	42%
21	焦迈奇	是	164.3	36	22%
22	周深	是	272.7	182	67%
23	张杰	否	210.2	72	34%
24	汪苏泷	否	212.3	78	37%
25	马思维	否	163.4	4	2%
26	NINEONE	是	192.2	97	51%

27	郭顶	否	151.9	61	40%
28	要不要买菜	是	168.7	78	46%
29	一只榴莲	是	93.5	81	86%
30	满舒克	是	104.7	37	35%

资料来源：网易云音乐华语歌手热度榜单 2021 年 6 月 3 日，广发证券发展研究中心

下图展示了部分网易云音乐平台的独家版权，比较有代表性的华晨宇、毛不易等华语歌手，也有IU、BTS等韩系歌手。持续获得头部歌手独家版权存在一定不确定性，网易音乐人的版权的独家锁定则更为可靠，已经有相当比例的独家版权来自网易音乐人的贡献。

图17： 网易云音乐部分独家版权歌手及曲目数（首）



数据来源：网易云音乐 APP，广发证券发展研究中心

注：根据 APP 内对应音乐人主页下方单曲一栏，APP 打标“独家”则视为独家版权，如果歌曲为伴奏则未统计在内，如果是 live 版本则统计在内，统计日期为 2021 年 6 月 2 日，仅为部分音乐人采样统计；

图18： 网易云音乐完成和三大唱片的音乐版权合作



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

随着TME对三大独家代理版权的逐步解绑，网易云音乐从2020年开始陆续直接跟华纳音乐、环球音乐获取版权。2021年5月，网易云音乐和索尼音乐直接达成版权合作，标志着三大唱片过去和TME的独家代理模式成为历史。

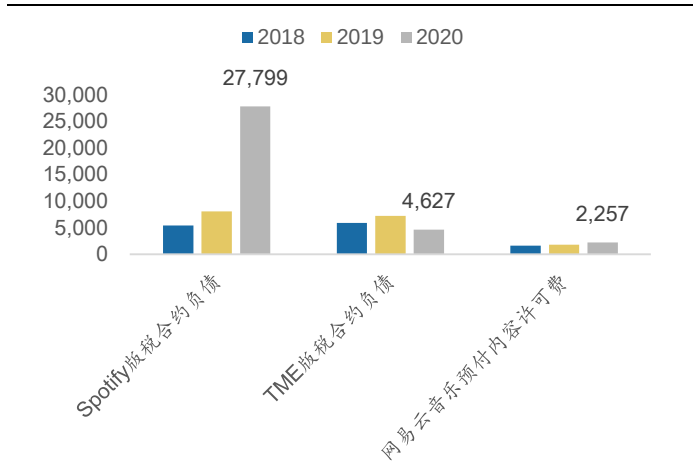
表 3: 网易云音乐 2020-2021 年与上游产品的版权合作情况更新

主要版权方	合作时间	地区	合作内容
滚石唱片	2020.03	华语	音乐版权、艺人发掘培养、音乐 IP 深度开发、原创音乐、音乐演出、在线 K 歌
吉卜力工作室	2020.03	日韩	音乐版权
少城时代	2020.05	华语	音乐版权、艺人推广、音乐演出、在线 K 歌
华纳版权	2020.05	欧美	音乐版权、在线 K 歌、音乐 IP 开发
Indie Works	2020.06	华语	音乐版权、自制节目、音乐节、Livehouse 巡演、音乐直播
CUBE 娱乐	2020.06	日韩	音乐版权、艺人推广、音乐宣传、IP 多元化开发
BPMT	2020.06	日韩	音乐版权
环球音乐	2020.08	欧美	音乐版权、音乐产品、服务和宣发
BMG 集团	2020.09	欧美	音乐版权、音乐 ip 深度开发、音乐演出、在线 K 歌
索尼音乐	2021.05	欧美	音乐版权、音乐宣发、流媒体服务、在线 K 歌、音乐 Mlog

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

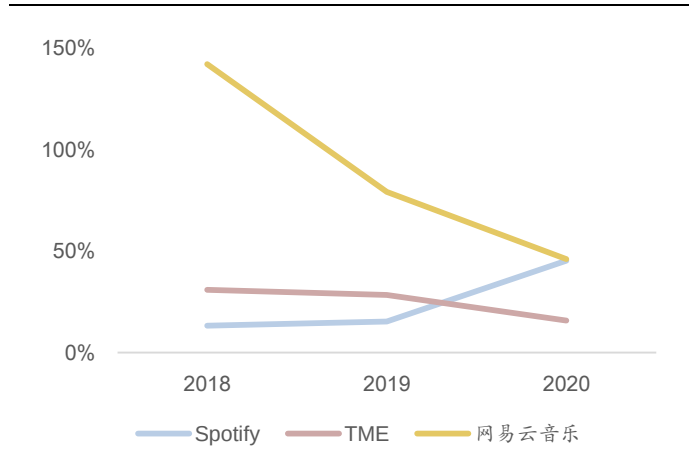
音乐流媒体平台向上游唱片公司支付的版权成本包括最低保底金+收入分成。通常唱片公司按最低保证金+后项收入分成的方式进行版权计价，各家平台每年都会披露最低保证金部分的合约负债，通常支付周期为未来5年，大部分合约负载在合约第一年内向版权方支付。例如腾讯音乐2020年披露的合约版权保底金为46亿元人民币，其中有约34亿的最低保证金需要在一年内向版权方支付（占合约金额的比例为73%），而在第一到第三年内支付的部分则有12亿元（占合约金额的比例为26%），仍有~3400万需在第三到第五年内支付（占合约金额的比例为1%）。网易云音乐披露的2020年全年的预付内容许可费为~23亿元，是腾讯音乐的49%。

图19: 网易云音乐、TME、Spotify每年向版权方应付的音乐版权最低保证金合约负债总额(百万元)(2018-2020)



数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐财报，Spotify 财报，广发证券发展研究中心；注：Spotify 财报口径为欧元，此处按 7.77 比 1 将欧元转化为人民币；

图 20: 网易云音乐、TME、Spotify 每年向版权方应付的音乐版权最低保证金合约负债总额占当年营收比(2018-2020)



数据来源：网易云音乐招股书，腾讯音乐财报，Spotify 财报，广发证券发展研究中心；

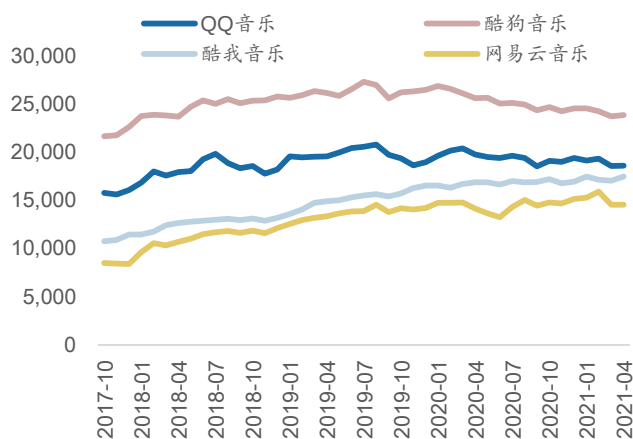
（三）用户：画像偏年轻和高线，因内容差异化和 QQ 音乐用户重叠度相对更高

行业里基本也仅存4款用户量上规模的音乐产品，分别为酷狗音乐、QQ音乐、酷我音乐和网易云音乐，前三家属于腾讯音乐旗下。根据Quest Mobile的数据披露，2021年4月，网易云音乐MAU为1.46亿，腾讯音乐的三款产品分别为酷狗音乐（2.39亿）、QQ音乐（1.86亿）和酷我音乐（1.75亿）。

DAU维度来看，网易云音乐为2168万，酷狗音乐为6886万，QQ音乐为5649万，酷我音乐为2897万。从DAU/MAU的维度来看，QQ音乐和酷狗音乐的激活率高于网易云音乐和酷我音乐。

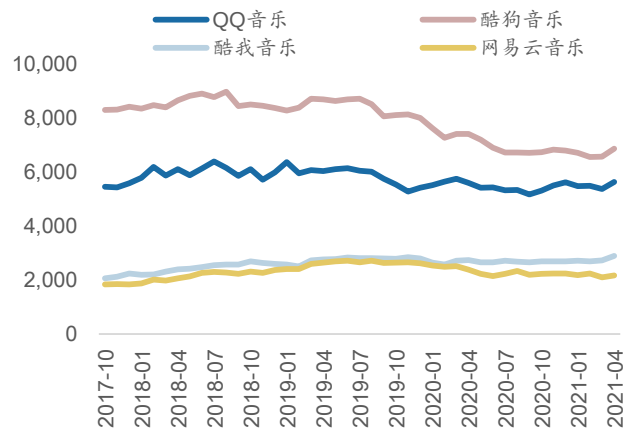
用户单日时长来看，酷我音乐为33分钟，酷狗音乐为26分钟，QQ音乐为24分钟，网易云音乐为18分钟（均取自2021年4月Quest Mobile监测值）。

图21: 音乐产品MAU（万人）（2020年）



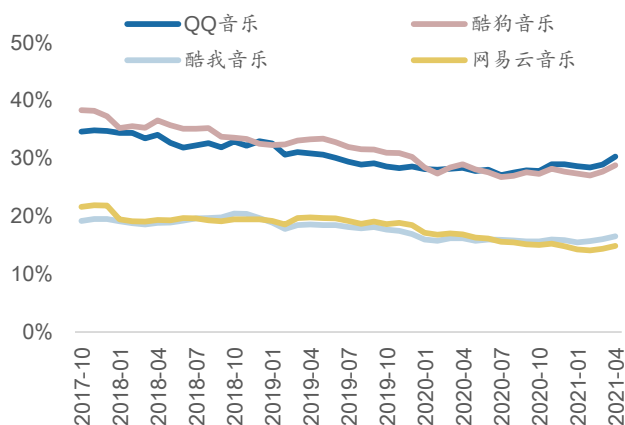
数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图22: 音乐产品DAU（万人）（2020年）



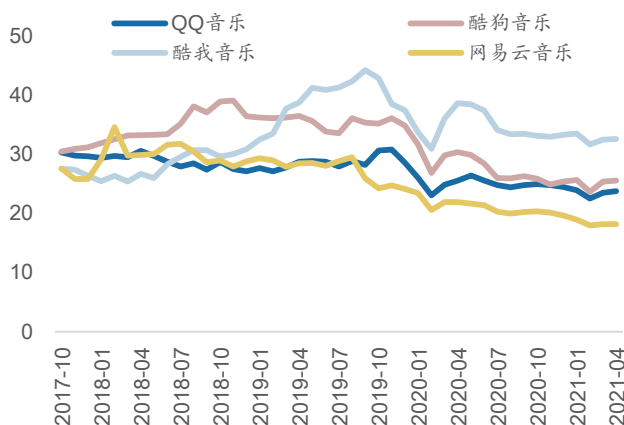
数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图23: 音乐产品DAU/MAU（2020年）



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

图24: 音乐产品人均单日时长（分钟）（2020年）

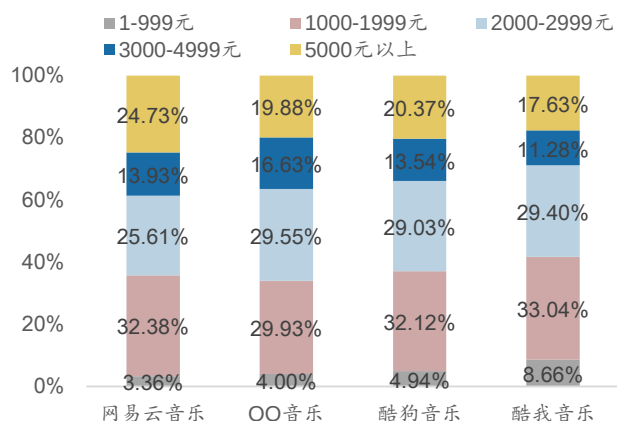


数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

网易云音乐的用户群中使用高端机型和4G网络的用户比例高于其他平台。根据Quest Mobile用户画像数据来看，网易云音乐用户中使用大于5千元的手机用户占比为~25%，高于其他三款音乐APP，从用户网络环境分类来看，网易云音乐用户

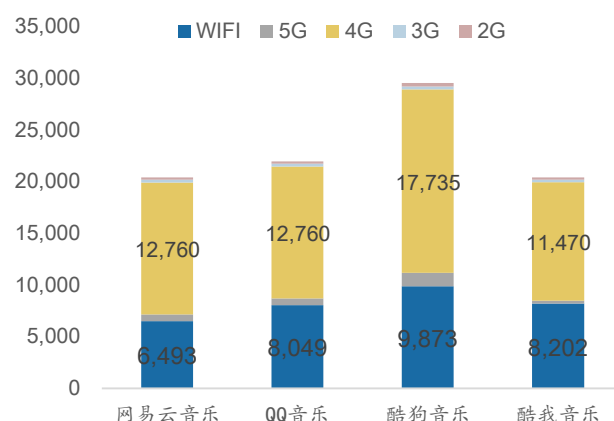
接入4G网络的占比也高于其他平台，达到63%。

图25：终端机价位段用户占比对比（2020年）



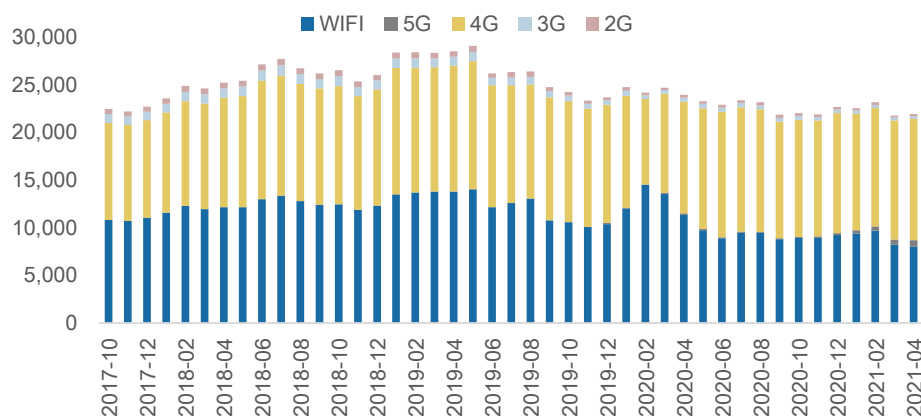
数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图26：活跃用户（万）网络环境分类（2020年）



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

图27：网易云音乐用户网络环境分类推移，使用WIFI网络用户(万)占比逐步下降



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

几款音乐产品中，网易云音乐和QQ音乐的用户重叠度相对最高，有23%的网易云音乐用户也用QQ音乐。根据Quest Mobile数据，特定两款音乐产品的重叠用户如下表所示，四款音乐产品两两间相互重叠的用户比例并不高。相对而言，网易云音乐和QQ音乐的用户重叠率高于其他任何两款产品之间的用户重叠率。一共有3406万用户同时使用网易云音乐和QQ音乐，占网易云音乐用户的23%，占QQ音乐用户18%。两款产品均主打偏年轻的群体，QQ音乐和网易云音乐在曲库上呈现一定的差异化，导致重叠用户较高。

表 4: 主要音乐产品双产品重叠用户及重叠率分析

重叠用户	(万人)				重叠率 (a/b)	b			
	网易云音乐	QQ 音乐	酷狗音乐	酷我音乐		网易云音乐	QQ 音乐	酷狗音乐	酷我音乐
网易云音乐	14,573	3,406	2,155	1,668	a	100%	18%	9%	10%
QQ 音乐	3,406	18,619	1,653	2,265		23%	100%	7%	13%
酷狗音乐	2,155	1,653	23,872	2,769		15%	9%	100%	16%
酷我音乐	1,668	2,265	2,769	17,497		11%	12%	12%	100%

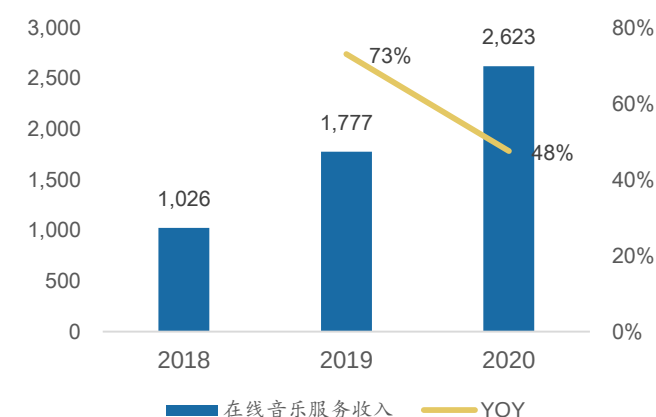
数据来源: Quest Mobile2021 年 4 月, 广发证券发展研究中心

(四) 商业化: 处于高增阶段, 音乐付费率仍有较大提升空间

1. 在线音乐业务: 付费率和变现率和同业相当

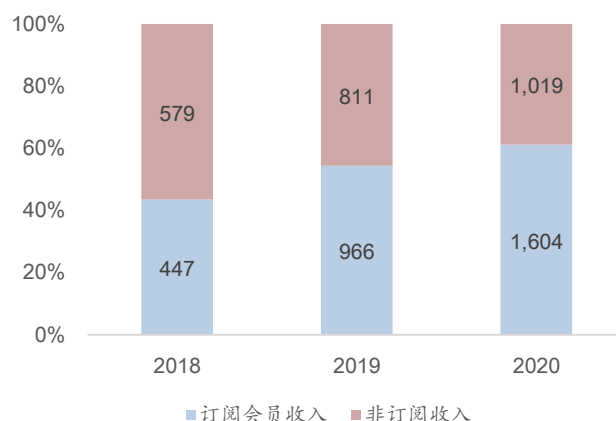
网易云音乐在线音乐业务收入在2020年达到26亿元人民币, 同比增长48%, 对整体营收贡献的比例为54%。音乐业务在2019-2020年保持高速增长, 同比增73%、48%, 对营收的贡献度随着社交娱乐收入逐步起量, 占比下降, 从2018年的89%, 逐步降至2020年的54%。

图28: 网易云音乐在线音乐业务收入(百万元)(2018-2020年)



数据来源: 网易云音乐招股书, 广发证券发展研究中心

图 29: 网易云音乐在线音乐业务收入构成 (百万元) (2018-2020 年)



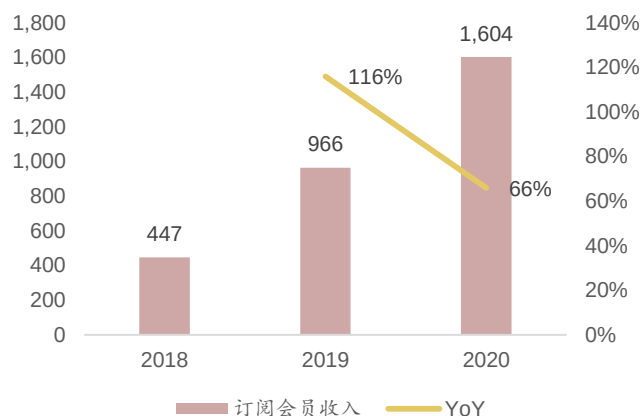
数据来源: 网易云音乐招股书, 广发证券发展研究中心

(1) 会员订阅业务

音乐会员收入在2020年达到16亿元, 同比增66%, 受会员高增长带动, 月均会员数达到1604万。月均会员对应月活跃用户的付费率为8.8%, 会员数同比增长85%, 会员月ARPU为8.4元, 同比下滑10%。

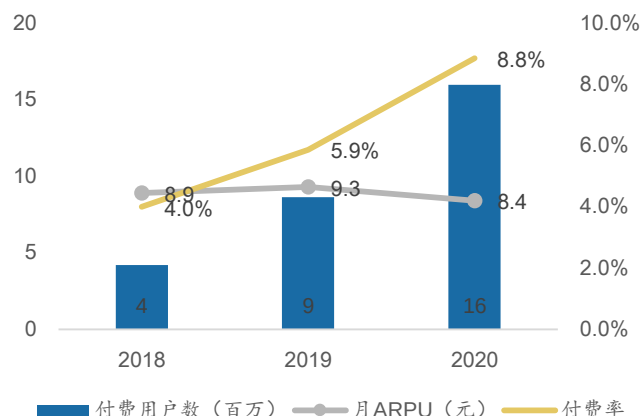
2020年会员订阅收入对整体在线音乐的收入贡献逐步提速至61%。该比例在2018、2019年分别为44%和54%。

图30: 网易云音乐会员订阅业务收入(百万元)(2018-2020年)



数据来源: 网易云音乐招股书, 广发证券发展研究中心

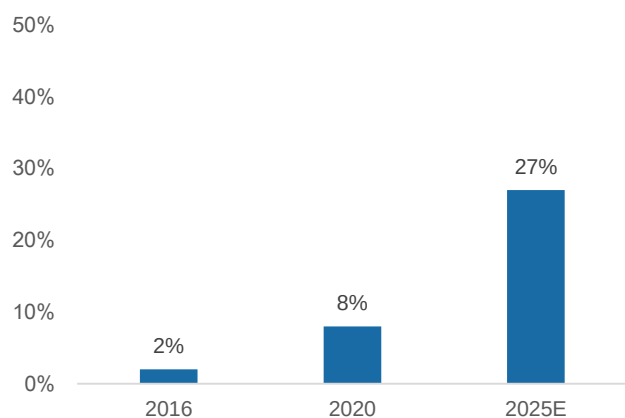
图 31: 网易云音乐付费用户数 (百万)、付费率和月 ARPU (元) (2018-2020 年)



数据来源: 网易云音乐招股书, 广发证券发展研究中心

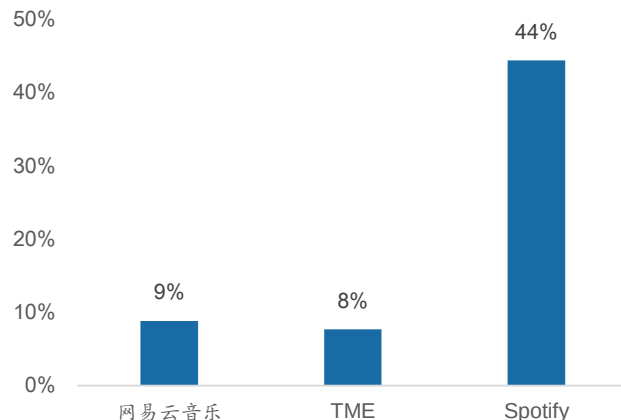
根据网易云音乐招股书中灼识咨询的数据测算, 中国在线音乐付费率在2020年达到8%, 预计2025年这个比例将提升至27%。过去4年, 中国音乐平台的付费率翻了4倍, 根据招股书中引用的灼识咨询测算, 未来5年, 也仍有~3倍的空间。

图32: 中国在线音乐行业付费率目前为8% (2020年)



数据来源: 灼识咨询, 网易云音乐招股书, 广发证券发展研究中心

图 33: 网易云音乐、TME 和 Spotify 目前的付费率

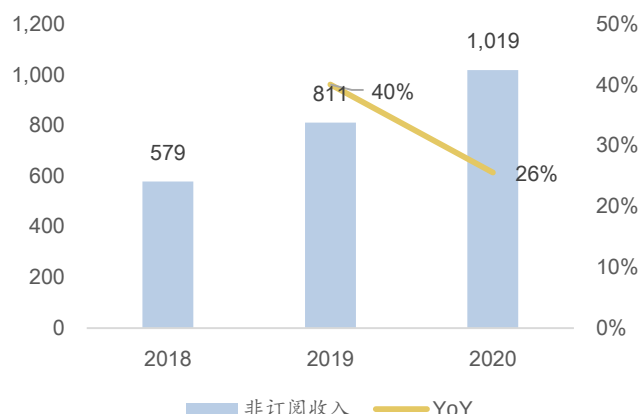


数据来源: 网易云音乐招股书, 腾讯音乐财报, Spotify 财报, 广发证券发展研究中心; 注: 网易云音乐、TME 付费率为2020年平均水平, Spotify 为21Q1数据;

(2) 非订阅业务

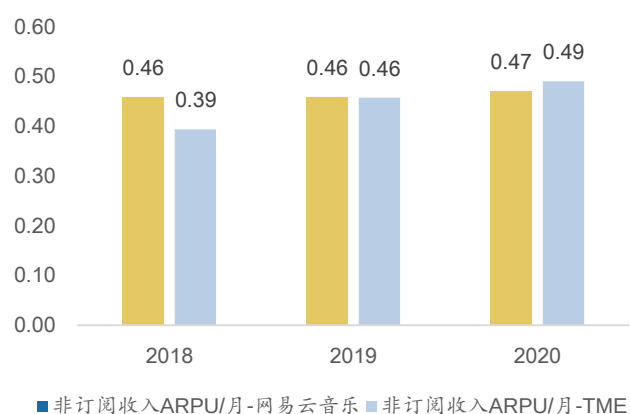
非订阅业务收入2020年达到10亿元, 同比增长26%, 对音乐业务收入贡献度降至39%。如果按照非订阅业务收入除以月活跃用户规模除以12个月来计算单MAU贡献的非订阅业务收入(主要是广告、数字专辑销售和版权转授), 网易云音乐的单用户创收和TME基本持平, 2020年分别为每月0.47元和0.49元。

图34: 网易云音乐非订阅业务收入 (百万元) (2018-2020年)



数据来源: 网易云音乐招股书, 广发证券发展研究中心

图 35: 网易云音乐和 TME 的单用户非订阅业务变现对比 (百万元) (2018-2020 年)



数据来源: 网易云音乐招股书, 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

网易云音乐2020年头部唱片的销售收入约1.6亿元人民币, 详细专辑信息见下表, 华晨宇《新世界》销量达到3502万, 且为网易云音乐独家发售。

表 5: 网易云音乐专辑销量榜 top50 (2020 年)

排名	专辑名称	歌手/音乐人	销量 (张)	定价 (元)	销售额 (万元)
1	新世界 NEW WORLD	华晨宇	1,750,931	20	3,502
2	18	黄明昊 Justin	801,727	25	2,004
3	Map of the soul: 7	BTS 防弹少年团	501,521	25	1,254
4	Folklore	Taylor Swift	501,382	25	1,253
5	冀西南林路行	万能青年旅店	428,135	22	942
6	Changes	Justin Bieber	406,994	20	814
7	Evermore	Taylor Swift	268,954	25	672
8	BE	BTS 防弹少年团	254,332	20	509
9	Music to be murdered by	Eminem	236,157	20	472
10	以家人之名 影视原声带	群星	214,647	15	322
11	幸存者	林俊杰	214,381	18	386
12	狼殿下影视原声碟 Part 1	群星	181,568	9	163
13	重启之极海听雷 ost	群星	134,495	20	269
14	Lover	Taylor Swift	117,612	20	235
15	In a dream (bonus track version)	Troye Sivan	88,828	18	160
16	Positions	Ariana Grande	86,620	20	173
17	Love Yourself 结 'Answer'	BTS 防弹少年团	86,101	25	215
18	Map of the soul: 7~THE JOURNEY~	BTS 防弹少年团	83,602	25	209
19	和自己对话	林俊杰	78,742	18	142
20	L.O.V.E.	陈奕迅/duo band	74,428	20	149
21	CENTER	管栎	68,532	15	103
22	Music to be murdered by side:B	Eminem	67,067	36	241
23	Reputation	Taylor Swift	63,282	20	127

识别风险, 发现价值

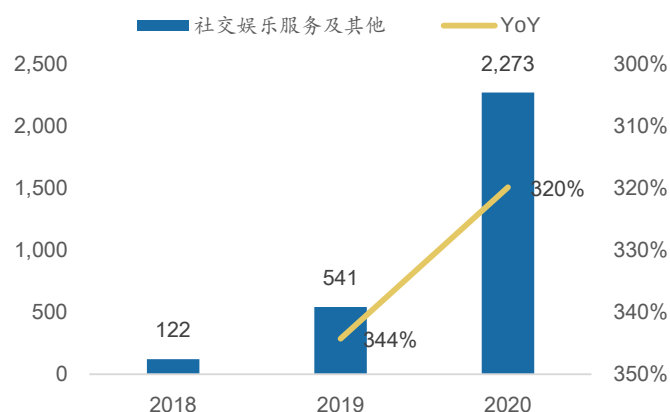
24	天气の子 Complete version	Radwimps	60,598	15	91
25	1989 (Deluxe)	Taylor Swift	58,825	19	112
26	So,通	N.flying	56,619	12	68
27	适者生存	幼稚园杀手/9 Tribes	48,619	20	97
28	RE-CODE	CNBLUE	47,009	10	47
29	赤子白仙	刺猬	46,741	20	93
30	Map of the soul: PERSONA	BTS 防弹少年团	43,862	18	79

资料来源：网易云音乐 APP，广发证券发展研究中心

2. 社交娱乐服务及其他：短期难成为利润支柱

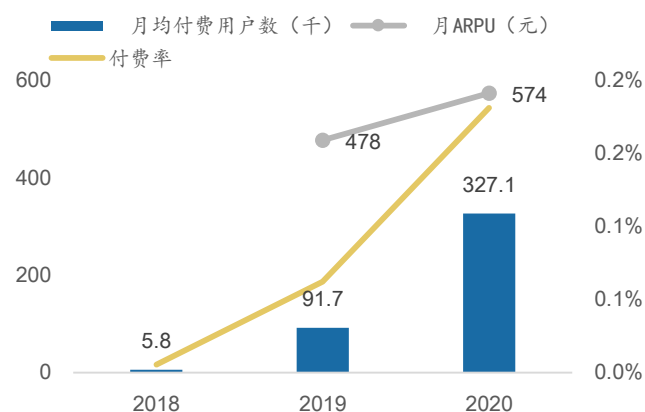
社交娱乐业务从2018年开始起步，2020年的营收达到23亿元，同比增长320%。网易云音乐于2018年下半年推出直播服务，贡献了绝大部分的社交娱乐收入。根据招股书披露，2020年社交娱乐付费用户数为32.7万人，对平台MAU的付费渗透率仅0.2%，月均ARPU达到573.8元。对比腾讯音乐2020年社交娱乐付费用户数平均值达1170万人，月均ARPU为141元人民币，网易云音乐的社交娱乐付费率仍处于早期，但ARPU值水平较高。

图36：网易云音乐社交娱乐服务收入（百万元）（2018-2020年）



数据来源：网易云音乐招股书，广发证券发展研究中心

图37：网易云音乐社交娱乐服务付费用户数（千）、付费率和月 ARPU（2018-2020 年）



数据来源：Quest Mobile，广发证券发展研究中心

三、网易云音乐历史沿革以及财务分析

（一）历史沿革：围绕音乐服务向社区进阶

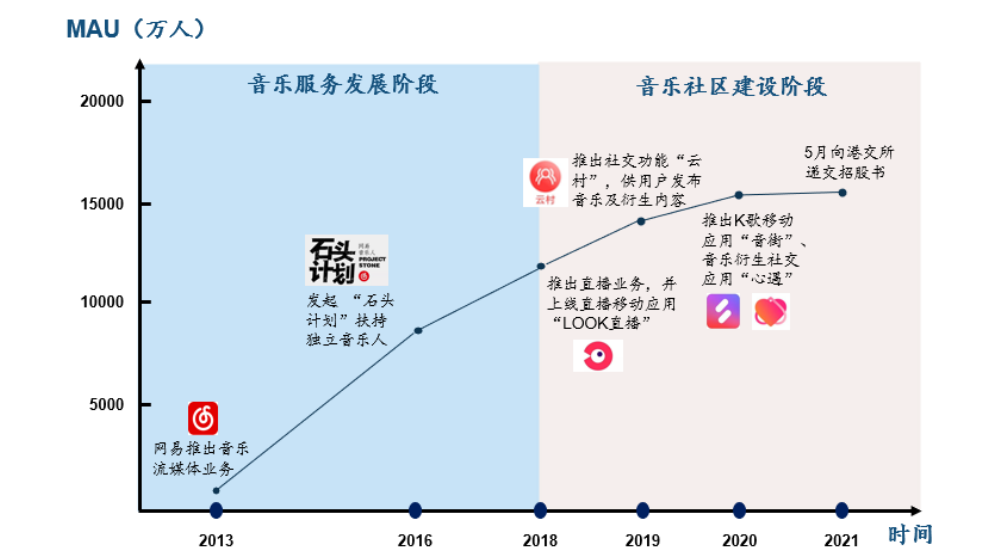
网易云音乐的发展可以分为两个阶段：

第一阶段：音乐服务发展阶段。2013年网易开始布局音乐流媒体业务，网易云音乐于2013年4月上线。2015年网易云用户数突破1亿。2016年网易云发起“石头计划”启动扶持独立音乐人和鼓励内容创作的计划。2017年网易云用户数突破4亿。这一时期网易云主要发展在线音乐服务业务，实现了用户的高速增长。

第二阶段：音乐社区建设阶段。网易云音乐于2018年开始着力建设音乐社区。2018年网易云音乐推出直播业务并上线直播移动应用“LOOK直播”。2019年网易

云推出基于多媒体、内容的社交功能“云村”，用户可以发布和发现多种形式的音乐和音乐衍生内容。2020年公司推出K歌应用“音街”、音乐衍生社交应用“心遇”，推出“云圈”供音乐爱好者基于主题、话题、兴趣建立兴趣小组。2021年5月26日网易云音乐向港交所递交招股书。

图38: 网易云音乐业务里程碑



数据来源：网易云音乐招股说明书，Questmobile，广发证券发展研究中心

（二）股东和管理层：网易和阿里是核心股东

招股书显示，网易云音乐共进行过四轮融资，融资额分别为1.32亿美元、1.5亿美元、4.76亿美元和7.02亿美元，四轮融资共计获得资金14.6亿美元。

表6: 网易云音乐历史融资情况

融资轮次	融资完成时间	融资金额（亿美元）
第一轮融资	2019年17月	1.32
第二轮融资	2018年9月18日	1.5
第三轮融资	2019年1月8日	4.76
第四轮融资	2019年12月4日	7.02

数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

网易为第一大股东，持股62.46%，淘宝中国控股有限公司与阿里巴巴集团控股有限公司均持股10.81%，前三大股东持股比例为84.08%，股权结构稳健。

表7: 网易云音乐IPO前股本结构

公司股东	持股比例
网易	62.46%
淘宝中国控股有限公司	10.81%
阿里巴巴集团控股有限公司	10.81%

数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

网易云音乐董事会由九名成员构成，包括三名执行董事、三名非执行董事和三名非执行独立董事，网易创始人丁磊为执行董事之一，并担任公司首席执行官与董事会主席。

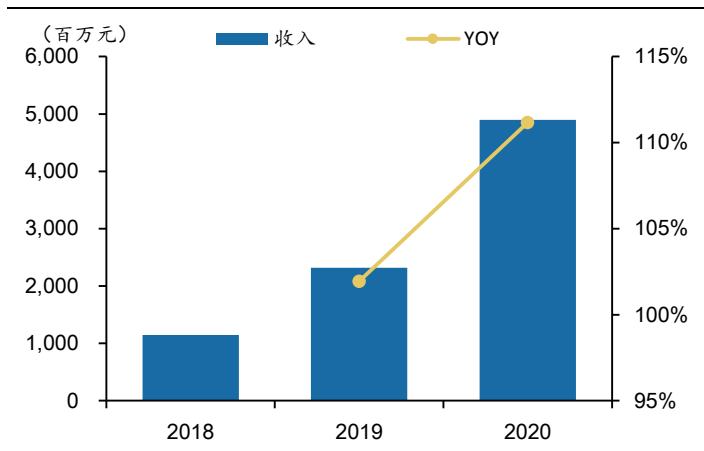
表 8: 网易云音乐董事会成员

姓名	职位	加入公司时间	履历
丁磊	执行董事、首席执行官、董事会主席	2016 年 2 月	网易创始人，自网易成立起担任董事，2005 年起担任首席执行官，2015 年起担任网易有道（纽交所：DAO）董事。
李勇	执行董事、商业智能副总裁	2019 年 9 月	于 2019 年加入网易并担任网易考拉副总裁，加入公司前担任腾讯控股有限公司的高级技术专家。
王燕凤	执行董事	2020 年 7 月	自 2020 年 7 月起为公司自制内容总监之一。
李日强	非执行董事	2018 年 9 月	现任网易副总裁，2003 年首次加入网易，并先后在集团的营销、业务合作伙伴和开发部门担任一系列要职。
郑德伟	非执行董事	2021 年 5 月	2005 年加入网易，2019 年起担任网易游戏首席营销官。
俞峰	非执行董事	2021 年 5 月	于 2006 年加入阿里巴巴集团，目前于阿里巴巴集团控股有限公司（纽交所：BABA；联交所：9988）的淘宝电商内容业务部担任副总裁
卢英杰	独立非执行董事	上市日期	
顾险峰	独立非执行董事	上市日期	
许忠	独立非执行董事	上市日期	

数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

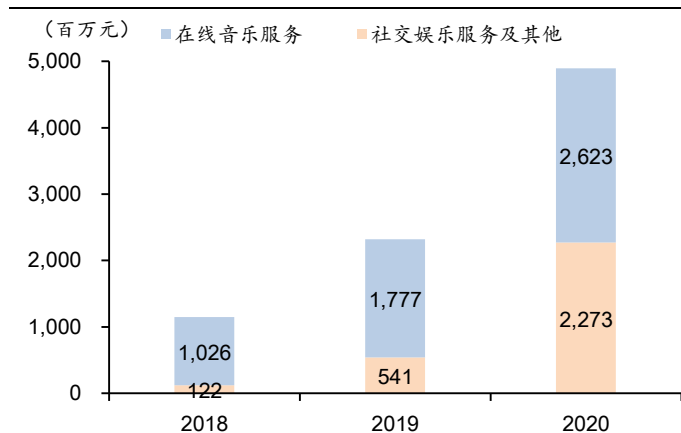
（三）财务情况：收入高速增长，仍未形成规模效益带动经营杠杆提升
收入保持高增速，社交娱乐服务收入贡献逐年提升。2018-2020年网易云音乐营业收入分别为11.48亿元、23.18亿元、48.96亿元人民币，2019、2020年收入增速分别为102%、111%。收入由在线音乐服务业务和社交娱乐服务及其他业务两部分构成，2018-2020年在线音乐服务业务收入贡献分别为89%、77%、54%，社交娱乐服务及其他业务收入占比逐年提升，2020年占比达到46%。

图39: 网易云音乐营业收入（百万元）（2018-2020年）



数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

图40: 网易云音乐营收构成（百万元）（2018-2020年）

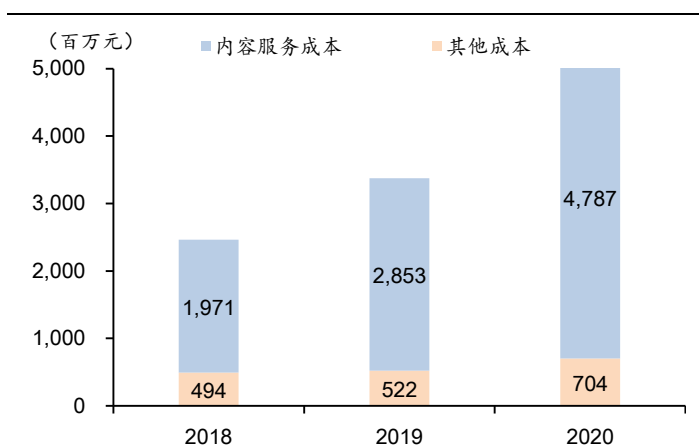


数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

成本增速慢于收入增速。2018-2020年网易云音乐营业成本分别为24.65亿元、33.75亿元、54.91亿元，2019、2020年成本增速分别为37%、63%，慢于收入增速。网易云音乐成本主要包括内容服务成本和其他成本。内容服务成本主要包括：（1）向音乐厂牌、独立音乐人及其他版权合作伙伴支付的内容授权费；（2）向直播表演者及其直播公会支付的收入分成费。

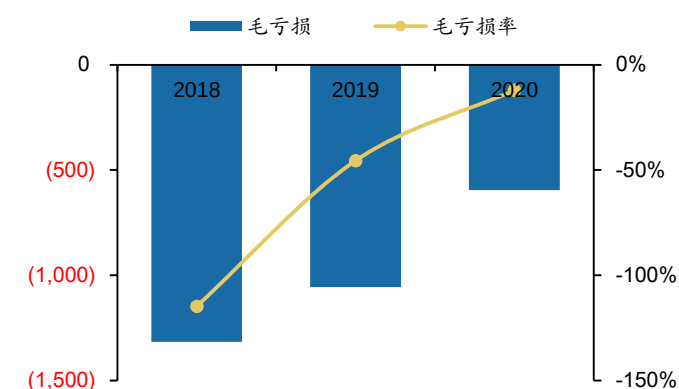
毛亏损逐年收窄。2018-2020年网易云音乐毛亏损分别为13.17亿元、10.57亿元、5.95亿元，呈现逐年收窄的趋势，2018-2020年毛亏损率分别为115%、46%、12%。

图41: 2018-2020年网易云音乐成本构成（百万元）



数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

图42: 2018-2020年网易云音乐毛亏损（百万元）及毛亏损率

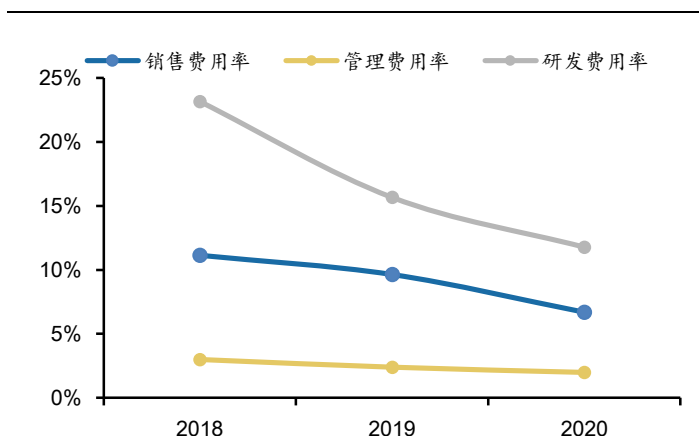


数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

期间费用率随收入规模提升逐年下降。2018-2020年公司销售费用率分别为11.1%、9.6%、6.7%；管理费用率分别为3.0%、2.4%、2.0%；研发费用率分别为23.2%、15.7%、11.8%。各项费用率均呈现逐年下降的趋势。

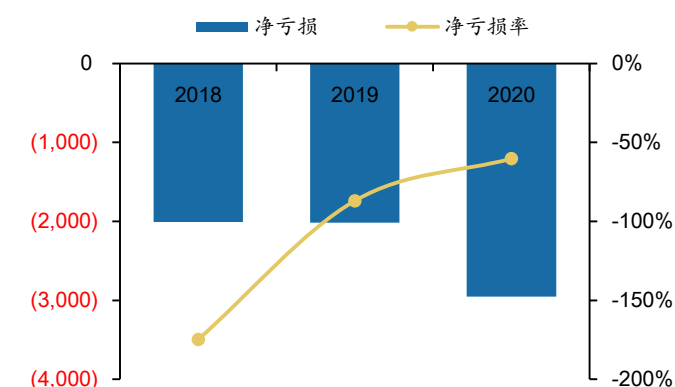
公司亏损金额扩大，净亏损率逐年收窄。网易云音乐尚未实现盈利，2018-2020年分别亏损20.06亿元、20.16亿元、29.51亿元，净亏损率为175%、87%、60%。

图43: 网易云音乐期间费用率（2018-2020年）



数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

图44: 网易云音乐净亏损（百万元）及净亏损率（2018-2020年）



数据来源：网易云音乐招股说明书，广发证券发展研究中心

通过对比网易云音乐和腾讯音乐核心运营和财务数据，从收入端，两个平台的音乐变现效率相当，在音乐付费率和ARPU值水平并无明显差异。腾讯音乐通过社交娱乐直播业务为现金牛为音乐业务输血，而网易云音乐社交娱乐业务起步晚，目前仍未成为利润支柱，整体仍处于亏损状态。

表 9：网易云音乐和腾讯音乐娱乐集团核心数据对比（2018-2020 年）

网易云音乐				腾讯音乐娱乐集团			
百万 人民币	2018	2019	2020	百万 人民币	2018	2019	2020
总收入	1,148	2,318	4,896	总收入	18,985	25,434	29,153
YoY		102%	111%	YoY		34%	15%
在线音乐收入	1,026	1,777	2,623	在线音乐收入	5,536	7,152	9,349
YoY		73%	48%	YoY		29%	31%
订阅会员收入	447	966	1,604	订阅会员收入	2,500	3,563	5,558
YoY		116%	66%	YoY		43%	56%
付费会员（百万）	4	9	16	付费会员（百万）	24	34	49
MAU（百万）	105	147	181	MAU（百万）	642	653	644
付费率	4.0%	5.9%	8.8%	付费率	3.7%	5.2%	7.7%
月 ARPU（元）	8.9	9.3	8.4	月 ARPU（元）	8.7	8.7	9.4
非订阅收入	579	811	1,019	非订阅收入	3,036	3,589	3,791
YoY		40%	26%	YoY		18%	6%
社交娱乐服务及其他	122	541	2,273	社交娱乐服务及其他	13,449	18,282	19,804
YoY		344%	320%	YoY		36%	8%
月均付费用户数（百万）	0.0	0.1	0.3	月均付费用户数（百万）	9.8	11.6	11.7
月 ARPU（元）		477.6	573.8	月 ARPU（元）	114.4	131.3	141.1
营业成本	2,465	3,375	5,491	营业成本	11,708	16,761	19,851
内容服务成本	1,971	2,853	4,787	内容服务成本	10,323	14,967	17,478
占收入比	172%	123%	98%	占收入比	54%	59%	60%
其他成本	494	522	704	其他成本	1,385	1,794	2,373
占收入比	43%	23%	14%	占收入比	7%	7%	8%
毛利润	-1,317	-1,057	-595	毛利润	7,277	8,673	9,302
毛利率	-115%	-46%	-12%	毛利率	38%	34%	32%
销售费用	128	223	327	销售费用	1,714	2,041	2,475
占收入比	11%	10%	7%	占收入比	9%	8%	8%
管理费用	34	55	97	管理和研发费用	2,258	2,703	3,101
占收入比	3%	2%	2%	占收入比	12%	11%	11%
研发费用	266	363	576				
占收入比	23%	16%	12%				
运营利润	-1,745	-1,699	-1,596	运营利润	3,305	3,929	3,726
运营利润率	-152%	-73%	-33%	运营利润率	17%	15%	13%
净利润	-2,006	-2,016	-2,951	净利润	1,832	3,977	4,176
净利润率	-175%	-87%	-60%	净利润率	10%	16%	14%
NonGAAP 净利润	-1,814	-1,580	-1,568	NonGAAP 净利润	4,174	4,903	4,971
NonGAAP 净利润率	-158%	-68%	-32%	NonGAAP 净利润率	22%	19%	17%

数据来源：网易云音乐招股说明书，腾讯音乐娱乐集团财报，广发证券发展研究中心

四、可比公司估值

从音乐流媒体PS估值角度来看，目前腾讯音乐和Spotify市值对应2021年收入预期的PS倍数分别为4.9倍和3.9倍。

表 10：可比公司估值倍数

公司名称	市值（本地货币 百万）	收入（本地货币 百万）		净利润（本地货币 百万）		PS（x）		PE（x）	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
腾讯音乐娱乐集团	26,423	34,711	41,497	5,477	7,135	4.9	4.1	31	24
Spotify	44,855	9,411	11,339	-164	-49	3.9	3.3		

数据来源：彭博，广发证券发展研究中心；根据 2021 年 6 月 2 日收盘价拉取市值和一致预期；美元兑人民币为 6.40，欧元兑美元为 1.21

从社区产品角度估值对比，快手、哔哩哔哩和知乎的市值对应的单MAU估值为230美元、186美元和61美元。

表 11：可比社区产品单用户估值

公司名称	市值（本地货币 百万）	MAU（百万）	市值/MAU（美元）
快手	857,572	481	230
哔哩哔哩	41,500	223	186
知乎	5,202	85	61

数据来源：彭博，公司财报，广发证券发展研究中心；根据 2021 年 6 月 2 日收盘价拉取市值，美元兑港元的汇率为 7.7591；

五、风险提示

（一）付费用户增长不及预期的风险

平台主要通过在线音乐服务的会员订阅和销售社交娱乐服务的虚拟礼物进行变现，付费用户增长是公司重要的成长动力，若公司培养用户付费意愿的战略未能有效实施，可能面临付费用户增长不及预期的风险。

（二）版权成本提高的风险

平台提供的音乐内容有赖于音乐发行商及厂牌等的授权，若版权费提高将引起公司内容成本上涨，可能引起平台提供音乐内容的广度与质量下降，将会导致平台的竞争力和吸引力降低。

（三）行业监管的风险

公司社交娱乐服务收入占比提升，布局直播、社交等业务领域，然而部分细分行业近年来面临行业监管政策趋严的风险，可能对部分业务的用户增长和变现能力造成不利影响。

（四）新兴互联网娱乐形式冲击的风险

随着技术迅速发展、用户需求与偏好更新迭代，互联网行业的产品不断推陈出新。新的内容形式有可能瓜分在线音乐行业用户流量，影响公司业务的发展前景。