

从 Spotify 看海外流媒体音乐平台的特点、前景与趋势

——音乐行业系列报告之三

核心观点

- **流媒体音乐平台带来了音乐产业链的颠覆及商业模式的重构**：传统音乐产业以商品为核心，从黑胶唱片、磁带到 CD，销售产品是产业获利的核心；而流媒体音乐平台将音乐产业的分发渠道与产品形态彻底改变，音乐产业从所有权模式（产品）进入使用权（服务）模式，订阅付费与广告收入是主要变现手段。这一变化深刻影响了音乐产业的发展逻辑，以及产业链各主体的议价能力，**流媒体音乐平台正成为主流的音乐分发和收听渠道。**
- **流媒体音乐平台的崛起是音乐产业复苏的主要驱动力**。全球音乐产业收入自 1999 年达到 252 亿美元的巅峰后，经历了长达 15 年的长期下滑。2015-2017 年，全球音乐产业收入分别为 147、160 及 172 亿美元，连续三年回暖，核心驱动来自于音乐流媒体收入的增长。2015-2017 年，来自全球流媒体音乐的收入分别为 28、47 和 66 亿美元，同比增长 47.4%、67.9%和 40.4%。2017 年，流媒体音乐收入占音乐产业收入的比重已达 38.2%。目前海外流媒体音乐平台主要包括 Spotify、Pandora、Apple Music 和 Amazon Prime Music 等，其中 Spotify 收入市占率达 42%，但平台之间的竞争仍然激烈。
- **海外流媒体音乐平台的强劲成长性，来自于用户增长及付费率提升的共同推动**。2015Q1-2017Q4，Spotify 免费会员 MAU 从 5100 万增长至 9200 万，付费会员用户数由 1800 万增长至 7100 万，付费渗透率提升至 45%。数字背后反映的是：（1）音乐作为一种高频的娱乐需求，用户活跃度高、流失率低、粘性强；（2）流媒体音乐平台正在替代 CD 和付费下载（数字音乐商店），成为全球主流的音乐收听渠道；（3）用户数量和用户时长增长后，广告主的投放倾向和 RPM 将提升，广告收入将进一步拉高流媒体音乐行业的市场空间。我们测算 2018-2020 年全球流媒体音乐市场规模将分别达 255、356 和 468 亿美元，仍将保持快速增长。
- **唱片公司仍处产业链核心地位，市场集中度高、议价能力强，导致现有版权支付模式下内容成本并不具备规模效应。在高额内容成本与营销投入下，我们判断海外流媒体音乐平台无法盈利的状况仍将长期延续，但其商业模式决定了现金流状况较好，优质平台仍能保证持续经营。未来发展路径主要包括：**（1）继续拓展用户数量，强化渠道能力，在中长期提高对上游议价能力；（2）向产业链上游延伸，培育独立音乐人，降低版权成本，并通过承担版权维护和确认职能，形成新的收入来源，强化产业链地位；（3）变现模式多样化，业务继续向下游拓展，打通听、看、玩、买、唱的整个音乐娱乐产业链条，拓展音乐直播、线下演出等业务。

投资建议与投资标的

- 音乐作为一种高频需求，行业正处于由产品模式向服务模式转移和重构的过程中，流媒体音乐平台正成为全球主流的音乐分发和收听渠道。国内音乐版权秩序正在构建中，流媒体音乐用户规模庞大（5 亿以上）、市场空间广阔（2016 年数字音乐收入 529 亿元），各类变现模式正不断拓展。建议关注海外龙头 Spotify（SPOT.N，未评级）及国内龙头腾讯音乐上市进展。

风险提示

- 正版权政策推进不达预期，行业竞争加剧，经济增长放缓



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 传媒
报告发布日期 2018 年 07 月 29 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师 **邓文慧**
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100002

联系人 **马继愈**
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

头部平台用户数恢复增长，单设备时长具 2018-07-24
有极大提升空间
我们即将见证的是最有“故事性”的暑期 2018-07-03
档
美国院线公司股价复盘及估值研究 2018-06-29

目 录

1 行业现状：Spotify 的崛起与音乐产业的复苏.....	5
2 产业链的解构与重构：从所有权模式（产品）向使用权（服务）模式的转变	7
3 从 Spotify 的三个关键维度，看流媒体音乐平台的特点、前景与趋势.....	9
3.1 收入维度：渠道替代仍在进行中，订阅付费与广告收入均有增长空间.....	9
3.1.1 高频需求下，用户增长及付费率提升共同推动营收高增长	9
3.1.2 流媒体音乐市场还有多少成长空间？	13
3.2 成本维度：现有版税机制下，内容成本并不具备规模效应.....	15
3.2.1 唱片公司强议价力下，流媒体音乐平台内容成本压力较大	15
3.2.2 独立音乐人崛起，流媒体音乐平台造就“繁星时代”	16
3.3 盈利与现金流维度：“越赚越亏”困局下，平台将走向何方？.....	18
投资建议.....	20
风险提示.....	21

图表目录

表 2: 不同流媒体音乐平台商业模式及代表厂商	5
图 1: 各流媒体音乐平台市场份额 (付费用户维度)	6
图 2: Spotify 在不同国家市场占有率 (收入维度)	6
图 3: 1999-2017 年全球音乐产业收入 (单位: 十亿美元)	6
图 4: 1973 年起美国各类音乐形式收入变化 (单位: 百万美元)	7
表 2: 传统音乐产业链及版税分成比例 (零售价 15.99 美元 CD 的成本及版税结构)	7
图 5: 数字音乐产业链及版税分成比例	8
图 6: 2017 年 Spotify 收入构成	9
图 7: 2017 年 Pandora 收入构成	9
图 8: Spotify 营业收入 (百万欧元) 及增速	10
图 9: Spotify 分业务收入 (单位: 百万欧元)	10
图 10: Spotify 整体 MAU 及免费会员 MAU (单位: 百万)	10
图 11: Spotify 付费会员数 (百万) 及付费渗透率	11
图 12: Spotify 用户收听时长 (十亿小时)	11
图 13: Spotify 平均每月每 MAU 收听时长 (小时)	11
图 14: Spotify DAU/MAU	12
图 15: Spotify 付费会员退订率	12
图 16: Spotify 付费用户 ARPU 值 (欧元/月)	12
图 17: Spotify 美国市场订阅价格	12
图 18: 全球范围使用过流媒体音乐平台用户占比	13
图 19: 全球各音乐渠道收听时长占比	13
图 20: 全球流媒体音乐付费用户数 (百万)	13
图 21: 美国流媒体音乐付费用户数 (百万) 及增速	13
表 3: Pandora 广告业务关键指标	14
表 4: 流媒体音乐市场规模测算	14
图 22: 2017 年三大唱片公司市场份额	15
图 23: 2017 年三大出版公司市场份额	15
图 24: Spotify 营业成本及增速	16
图 25: Pandora 内容成本及占营收比重	16
图 26: 独立唱片公司/独立音乐人市场份额	17
图 27: Spotify 净利润 (百万欧元)、毛利率与净利率	18
图 28: Pandora 净利润 (百万美元)、毛利率与净利率	18
图 29: Spotify 期间费用率	19
图 30: Pandora 期间费用率	19

图 31：环球音乐流媒体收入（百万欧元）及增速	19
图 32：环球音乐流媒体收入占总收入比重	19
图 33：Spotify 经营现金流净额及自由现金流（单位：百万美元）	20

1 行业现状：Spotify 的崛起与音乐产业的复苏

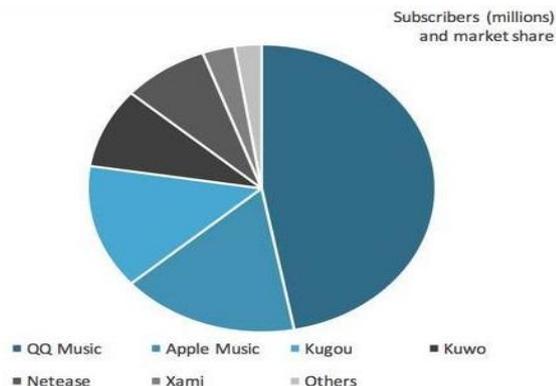
海外流媒体音乐平台主要包括 Spotify、Pandora、Apple Music 和 Amazon Prime Music 等。按照商业模式不同，分别代表了四类不同的流媒体音乐平台服务模式。其中：（1）以 Spotify 为代表的免费增值模式，为用户提供免费按需点播+付费增值服务，免费用户的音频中带有广告，而付费用户则可享受免广告、离线播放等增值服务；（2）Pandora 的有限免费增值模式更类似网络电台，用户可以免费收听歌单中的音乐，但无法按需点播，且可以收听的歌曲数量、跳歌、收听同一个歌手的频率等都受到限制；（3）Apple Music 为垂直付费模式，三个月试用期后用户必须付费方可使用；（4）Amazon Prime Music 为软性捆绑付费模式，即音乐服务是作为 Amazon Prime 会员服务中的附加内容。

表 1：不同流媒体音乐平台商业模式及代表厂商

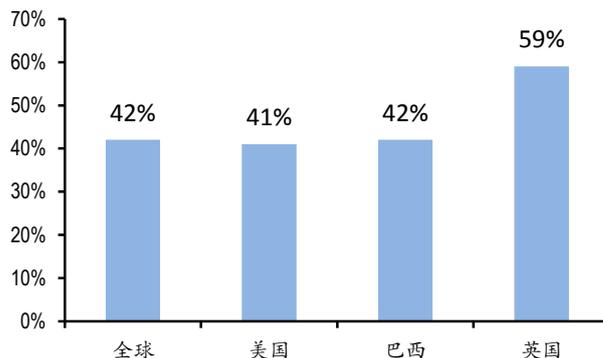
模式	代表厂商	特点	用户数量	收入构成
免费增值模式	Spotify	为用户提供免费按需点播+付费增值服务，免费用户的音频中带有广告，而付费用户则可享受免广告、离线播放等增值服务	MAU1.7 亿 付费用户 0.75 亿 免费用户 0.99 亿	付费订阅（主要）+广告
有限免费增值模式	Pandora	网络电台，用户无法按需点播音乐，可以收听的歌曲数量、跳歌、收听同一个歌手的频率等都受到限制	MAU0.72 亿	广告为主
垂直付费模式	Apple Music	三个月试用期后用户必须付费方可使用	付费用户 0.45 亿	付费订阅
软性捆绑付费模式	Amazon Prime Music	音乐服务是作为会员服务中的附加内容	-	-

资料来源：公开信息，各公司公告，东方证券研究所 注：用户数量均截止 2018Q1

Spotify 市场份额占优，但行业竞争仍然激烈。 Spotify 作为创始于瑞典的流媒体音乐平台，自 2008 年上线起，凭借丰富的曲库、独特的模式和优秀的推荐机制，获得了用户数量的快速增长，目前已扩张至全球 65 个国家。根据海外市场研究机构 MIDiA 的音乐流媒体市场报告，截止 2016 年底，全球有 1.326 亿音乐付费用户，比 2015 年 7680 万增长 72.7%。其中 Spotify 市场份额为 35%（订阅用户数维度）。根据 Spotify 招股说明书，2016 年 Spotify 在全球流媒体音乐市场的市占率达 42%，其中在美国、巴西和英国的市场份额分别为 41%、42%和 59%（收入维度）。同时，Apple Music 自 2015 年上线以来，用户数量快速增长，成为 Spotify 的主要竞争对手之一。截止 2018 年 3 月，Apple Music 在全球范围内拥有超过 4500 万付费订阅用户，此外还拥有约 500 万-1000 万的免费试用用户。此外，Deezer、Pandora 等均为全球流媒体音乐行业的主要玩家。

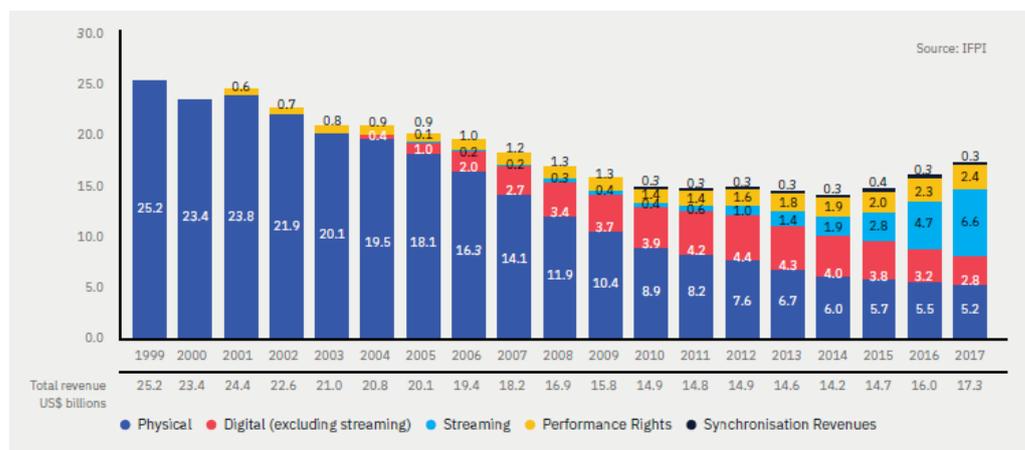
图 1：各流媒体音乐平台市场份额（付费用户维度）


资料来源：MIDI A，东方证券研究所

图 2：Spotify 在不同国家市场占有率（收入维度）


资料来源：MIDI A，东方证券研究所

流媒体音乐平台的崛起，成为驱动音乐产业复苏的主要动力。全球音乐产业收入自 1999 年达到 252 亿美元的巅峰后，经历了长达 15 年的长期下滑。2015-2017 年，全球音乐产业收入分别为 147、160 及 172 亿美元，同比增长 4.3%、8.8%和 8.1%。2015 年起音乐产业连续三年回暖，核心驱动力来自于音乐流媒体收入的增长。2015-2017 年，来自全球流媒体音乐的收入分别为 28、47 和 66 亿美元，同比增长 47.4%、67.9%和 40.4%。2017 年，流媒体音乐收入占音乐产业收入的比重已达 38.2%，数字音乐（流媒体+下载）收入已占到音乐产业整体收入的一半以上。

图 3：1999-2017 年全球音乐产业收入（单位：十亿美元）


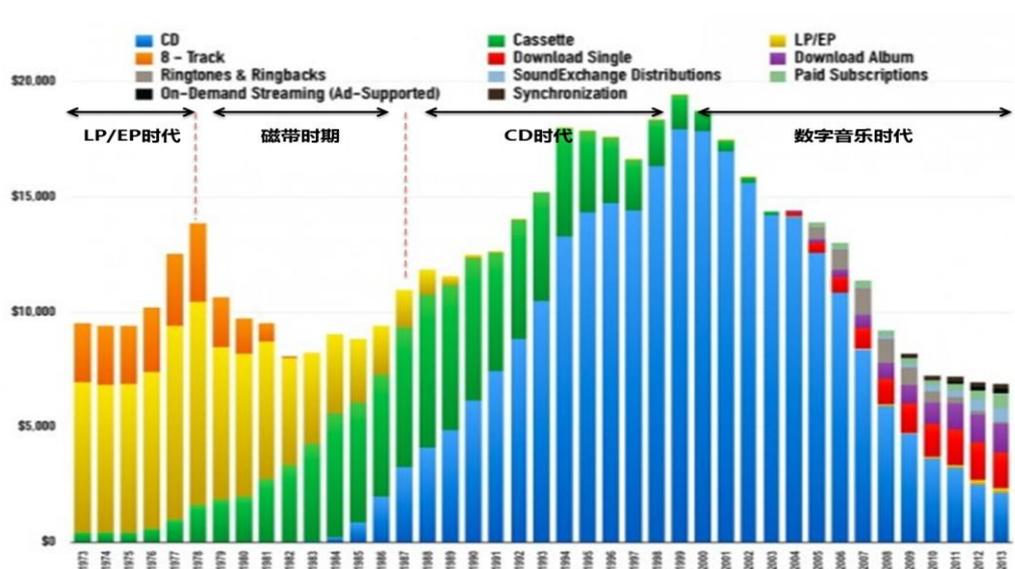
资料来源：IFPI，《GLOBAL MUSIC REPORT 2018》，东方证券研究所

从音乐产业的市场规模变化看，随着互联网兴起并进入到数字音乐时代后，为什么音乐产业收入出现了长期的下滑？流媒体音乐平台的出现，对产业链带来了哪些颠覆？数字音乐是加剧了盗版和免费听歌的现象，还是会成为未来产业发展的有力推动？厘清上述问题的答案，我们将更深入地理解流媒体音乐行业的内在逻辑。

2 产业链的解构与重构：从所有权模式（产品）向使用权（服务）模式的转变

音乐作为一种通俗性、娱乐性的大众文化，始终是最主要的娱乐形式之一。按照音乐的存储和传播介质不同，音乐产业依次经历了黑胶唱片、磁带、CD 和数字音乐时代，其中数字音乐时代又产生了数字音乐下载（如 iTunes）和流媒体音乐服务等不同形式。从美国音乐产业 40 年的历史变迁可以看到：（1）媒介技术向更具便携性、更好音质和更高存储密度的方向升级，是促进音乐产业发展的核心因素之一。例如，盒式磁带的发展推动了 1976-1978 年音乐产业收入的大幅增长，而 CD 的出现则逐步扭转了 1979-1982 年产业收入的下滑的趋势。（2）每种新的数字介质的出现，均会替代旧有的音乐形式。进入数字音乐时代后，CD 销量下滑已成为不可逆的趋势。

图 4：1973 年起美国各类音乐形式收入变化（单位：百万美元）



资料来源：RIAA，东方证券研究所

2000-2014 年产业收入的下滑，除了与互联网时代盗版再度兴起、音乐能够免费获取等因素相关外，我们认为核心原因在于数字音乐带来了整个音乐产业链的颠覆，以及商业模式的解构。传统的音乐产业，商业模式以产品为主，从黑胶唱片、磁带到 CD，销售产品是产业获利的核心；而以产品为主的模式需要大量的实体空间和营销手段，包括音像市场等发行渠道。产业链上以版税进行利益分配。

表 2：传统音乐产业链及版税分成比例（零售价 15.99 美元 CD 的成本及版税结构）

项目	美元	占总额比例
包装/制作	0.80	5%
发行	0.96	6%

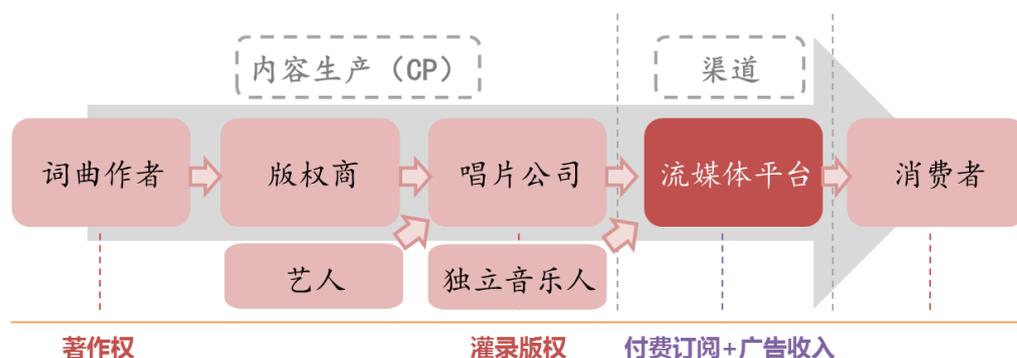
出版商版税	0.80	5%
艺人版税	1.60	10%
营销/推广	2.40	15%
唱片公司经常费用	2.88	18%
唱片公司利润	1.76	11%
零售商经常费用	3.84	24%
零售商费用	0.80	5%
其他	0.16	1%
总计	15.99	100%

资料来源：《娱乐产业经济学》，东方证券研究所

在以版税和产品为基础的传统音乐产业中，唱片公司处于主导地位，发挥着三重功能：（1）通过购买版权将无形的音乐转化为固定在实物介质上的商品，即物化；（2）通过营销推广活动宣传音乐创作者（包括演唱者）和作品，即宣传；（3）在各种渠道铺货，使物化的音乐产品尽可能广泛地与消费者接触，即发行。唱片公司的宣发能力和主导地位，使其对产业链上下游都具有更强的议价能力，获得更高的版税分成及利润。

进入数字音乐时代后，流媒体音乐平台将音乐产业的分发渠道与产品形态彻底改变：（1）音乐作品生产后，可直接通过流媒体音乐平台供消费者收听，没有发行公司、没有音像市场，产业链缩短为更为简练有效的“内容+渠道”，但渠道已经从传统唱片公司手中转移到流媒体音乐平台上；（2）互联网和智能手机取代了传统存储与播放渠道，音乐产业从所有权模式（产品）进入使用权（服务）模式，“拥有音乐”这一概念，从拥有一张实体 CD，逐渐转变为拥有数字音乐的权利。通过流媒体音乐平台，音乐变成了完全可携带、可在任何时间或地点欣赏的个性化服务。

图 5：数字音乐产业链及版税分成比例



资料来源：IFPI，公开信息，东方证券研究所

因此，目前音乐产业面临的现实问题在于，传统依附于商品模式（唱片）的盈利体系链条已崩坏，原有的产业链、宣发模式、定价模式也随之丧失，而新的基于服务模式（流媒体）的链条仍在重构中。这一变化的背后，将深刻影响音乐产业的发展逻辑，以及产业链各主体、各环节的商业模式和议价能力，我们将在后文继续详细分析。

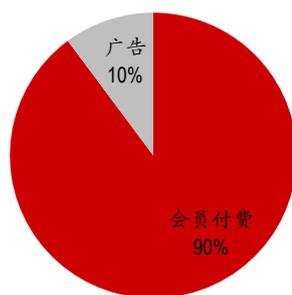
3 从 Spotify 的三个关键维度，看流媒体音乐平台的特点、前景与趋势

3.1 收入维度：渠道替代仍在进行中，订阅付费与广告收入均有增长空间

3.1.1 高频需求下，用户增长及付费率提升共同推动营收高增长

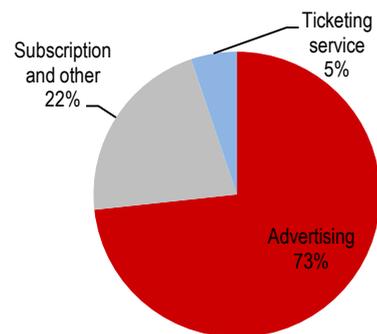
进入数字音乐时代后，流媒体音乐平台以付费订阅及广告收入作为商业变现的主流模式。其中，以 Spotify 为代表的免费增值模式以用户订阅付费为主，2017 年会员收入占比 90%，广告收入占比 10%，而 Pandora 的有限免费增值模式则以广告收入作为支撑，2017 年广告收入占比 73%，此外付费订阅和售票收入分别占比 22%和 5%。

图 6：2017 年 Spotify 收入构成



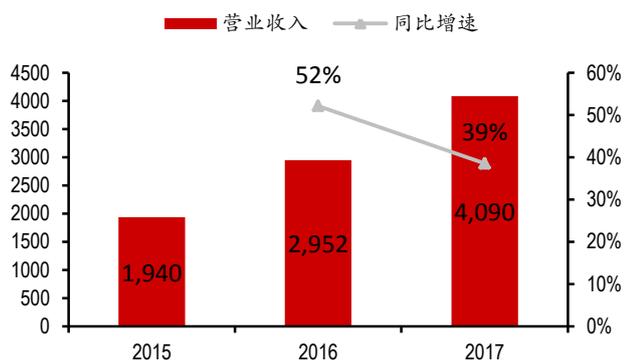
资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 7：2017 年 Pandora 收入构成

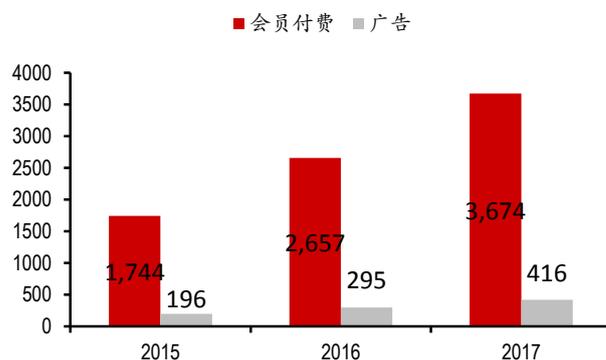


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

随着货币化的推进和商业模式的逐步确立，流媒体音乐平台在收入端呈现出强劲的成长性。2015-2017 年，Spotify 营业收入分别为 19.4 亿欧元、29.5 亿欧元(+52%)和 40.9 亿欧元(+39%)，营收复合增速达 45%。其中，2015-2017 年会员付费收入分别为 17.4 亿欧元、26.6 亿欧元(+52%)和 36.7 亿欧元(+38%)，广告业务收入分别为 1.96 亿欧元、2.95 亿欧元(+51%)和 4.16 亿欧元(+41%)，均保持快速增长。

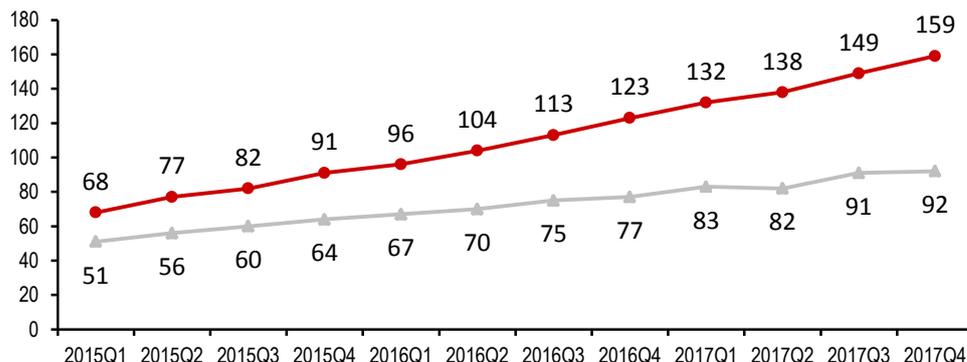
图 8：Spotify 营业收入（百万欧元）及增速


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

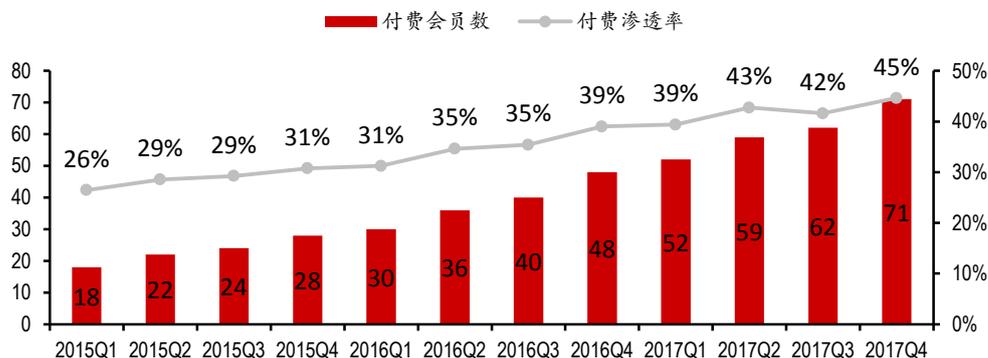
图 9：Spotify 分业务收入（单位：百万欧元）


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

营收快速增长的背后，是用户数量和付费率的同步提升。从 CD 时代进入数字音乐时代后，流媒体音乐平台凭借能够在任何时间和地点欣赏任何音乐的便利性，使得收听音乐的渠道已然改变，用户向流媒体音乐平台的转移已成为不可逆的趋势，**Spotify 进入用户数量、付费率和用户时长、用户活跃度同步提升，同时退订率不断降低的健康发展轨道。**2015Q1-2017Q4，Spotify 月活跃用户数由 6800 万增长至 1.59 亿，其中：依托广告的免费会员 MAU 从 5100 万增长至 9200 万，付费会员用户数由 1800 万增长至 7100 万，付费渗透率提升至 45%。

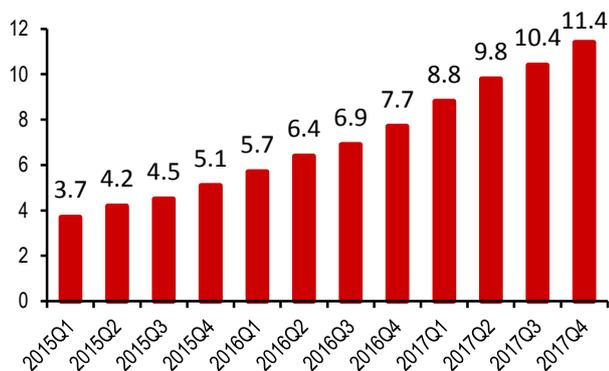
图 10：Spotify 整体 MAU 及免费会员 MAU（单位：百万）


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

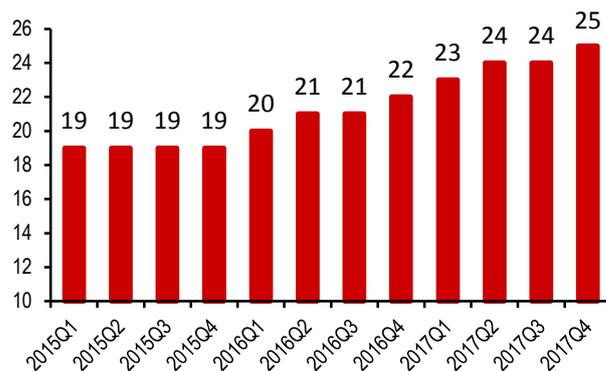
图 11：Spotify 付费会员数（百万）及付费渗透率


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

同时，Spotify 用户活跃度和用户粘性显著提升。截止 2017Q4，Spotify 平台总收听时长达 114 亿小时（全年收听时长 403 亿小时），平均每月每 MAU 收听时长达 25 小时，DAU/MAU 为 44%，均较 2015Q1 大幅提升。伴随着用户活跃度的增加，公司退订率不断下降，2017Q4 会员退订率 5.1%，较 2015 年的 7.7% 下降 2.6pct。

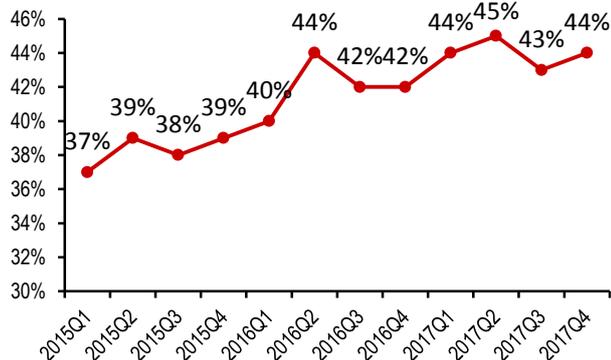
图 12：Spotify 用户收听时长（十亿小时）


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 13：Spotify 平均每月每 MAU 收听时长（小时）


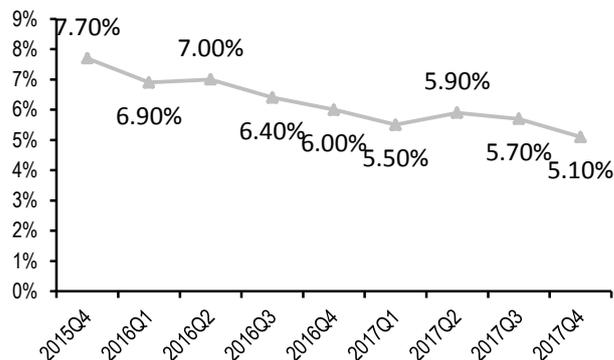
资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 14: Spotify DAU/MAU



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

图 15: Spotify 付费会员退订率



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

从 ARPU 值角度看, Spotify 2017Q4 ARPU 值为 5.24 欧元/月, ARPU 值的下滑主要由于家庭计划的推出。以美国市场为例, 公司三种不同会员的价格分别为 9.99 美元/月 (正常付费会员)、14.99 美元/月 (家庭计划, 最多 6 人使用) 和 4.99 美元/月 (学生折扣)。从 Spotify 的财务数据和经营数据看, 我们认为: (1) 音乐作为一种高频的娱乐需求, 用户活跃度高、流失率低、粘性强; (2) 用户数和付费率的快速提升, 是现阶段驱动流媒体音乐平台成长的核心; (3) 用户数量快速增长的背后, 反映的是流媒体音乐平台正在替代 CD 和付费下载 (数字音乐商店), 成为全球主流的音乐收听渠道。

图 16: Spotify 付费用户 ARPU 值 (欧元/月)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

图 17: Spotify 美国市场订阅价格

类型	价格
付费会员	9.99 美元/月
家庭计划	14.99 美元/月, 6 人使用
学生折扣	4.99 美元/月

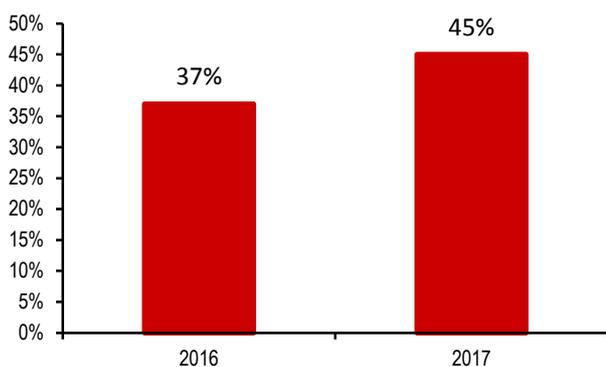
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

3.1.2 流媒体音乐市场还有多少成长空间？

在收入端快速增长的背后，流媒体音乐行业的市场空间有多大？平台的成长是否具有持续性？

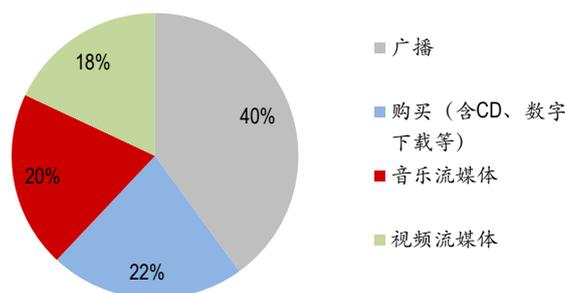
虽然流媒体音乐的整体订阅价格及 ARPU 值均低于流媒体视频平台，但囿于竞争格局等因素，预计短期内定价和 ARPU 值仍难以提升，未来行业的增长仍然需要依赖整体用户数的增加，以及由付费率提升带来的付费用户增长。**从全球范围内看：（1）用户行为角度**，使用流媒体音乐平台作为收听音乐渠道的用户占比从 2016 年 37% 增长至 2017 年 45%；但各渠道的收听时长占比中，流媒体音乐平台并不具备优势（仅占比 20%）。可以看到，**新的数字媒介出现后，音乐收听渠道的替代是一个循序渐进的过程，流媒体音乐平台的对用户数和用户时间的获取都仍有巨大空间。（2）用户付费角度**，2017 年全球流媒体音乐付费用户数 2.06 亿，同比增长 55%；其中，美国付费用户数 3530 万，同比增长 56%。流媒体音乐付费用户数保持快速增长。

图 18：全球范围使用过流媒体音乐平台用户占比



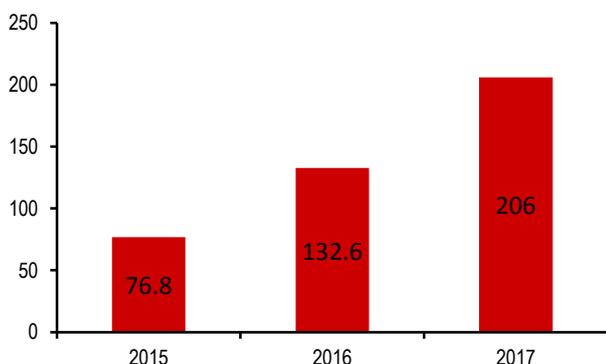
资料来源：IFPI,《Music Consumer Insight Report 2017》，东方证券研究所

图 19：全球各音乐渠道收听时长占比



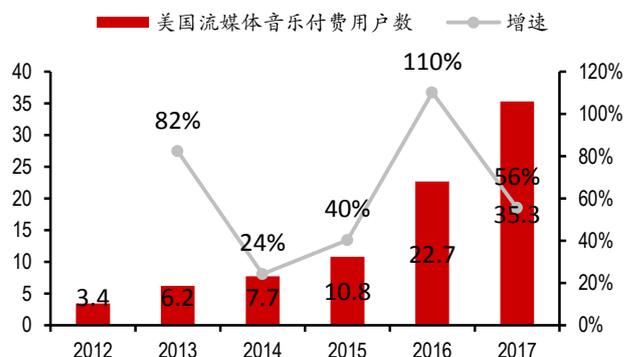
资料来源：IFPI,《Music Consumer Insight Report 2017》，东方证券研究所

图 20：全球流媒体音乐付费用户数（百万）



资料来源：MiDIA, 公司公告, 东方证券研究所

图 21：美国流媒体音乐付费用户数（百万）及增速



资料来源：RIAA, 公司公告, 东方证券研究所

此外，针对免费用户，广告是重要的变现渠道之一。流媒体音乐平台的音频广告播放，是广播电台时代广告模式的延续，在变现模式和变现场景上均具备可行性。以 Pandora 为例，2017 年共拥有活跃用户 7470 万，收听时长合计 164 亿小时；实现广告业务收入 10.8 亿美元，RPM 达 65 美元。

表 3：Pandora 广告业务关键指标

关键指标	2013	2014	2015	2016	2017
广告收入（百万美元）	489	732	933	1,072	1,075
收听时长（十亿小时）	13.3	17.6	18.5	19.2	16.4
活跃用户数（百万）	76.2	81.5	81.1	81	74.7
RPM（美元）	56.79	62.00	50.52	55.94	65.32

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所 RPM=广告收入/每千小时收听时长，为衡量广告定价的指标

依据上述行业数据，并参考 Spotify 和 Pandora 的经营数据，我们假定：（1）随着渠道的替代，未来三年流媒体音乐用户的渗透率和付费率不断提升；（2）2018-2020 年付费用户 ARPU 值分别为 5.6、6.1 和 6.6 美元/月；（3）免费用户活跃度及粘性不断增加，即人均收听时长增长，并带动 RPM 逐渐提升。基于上述假设，我们测算 2018-2020 年全球流媒体音乐市场规模将分别达 255、356 和 468 亿美元，同比增长 54%、40%和 32%。

表 4：流媒体音乐市场规模测算

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
整体音乐用户（百万）	1,558.2	1,695.5	1,780.2	1,869.3	1,962.7
流媒体音乐渗透率	37%	45%	51%	56%	60%
流媒体音乐用户数（百万）	576.5	763.0	907.9	1,046.8	1,177.6
付费率	23%	27%	32%	36%	39%
付费用户数（百万）	132.6	206.0	290.5	376.8	459.3
ARPU 值（美元/月）	4.5	5	5.6	6.1	6.6
付费订阅市场规模（十亿美元）	7.2	12.4	19.5	27.6	36.4
免费用户（百万）	443.9	557.0	617.4	669.9	718.4
人均时长（小时/月）	19	21	23	25	27
免费用户收听时长（十亿小时）	101.2	140.4	170.4	201.0	232.7
RPM（美元）	25	30	35	40	45
广告市场规模（十亿美元）	2.5	4.2	6.0	8.0	10.5
流媒体音乐市场规模（十亿美元）	9.7	16.6	25.5	35.6	46.8
YOY		71%	54%	40%	32%

资料来源：Bloomberg，公司公告，RIAA，东方证券研究所

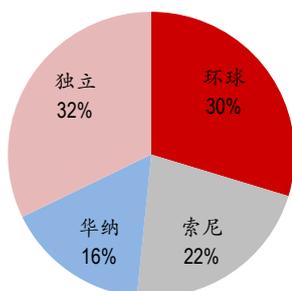
综上，我们认为：（1）用户从传统的 CD 和数字音乐商店向流媒体音乐平台的转移仍在进行中，未来 MAU 和付费用户数仍有望保持快速增长；（2）从 Pandora 的数据对比看，在用户数量和用户时长增长后，广告主向流媒体音乐平台的投放倾向和 RPM 将会提升，广告收入的增长将进一步拉高流媒体音乐行业的市场空间；（3）未来三年流媒体音乐市场规模有望达到 450 亿美元以上，仍保持快速增长。

3.2 成本维度：现有版税机制下，内容成本并不具备规模效应

3.2.1 唱片公司强议价力下，流媒体音乐平台内容成本压力较大

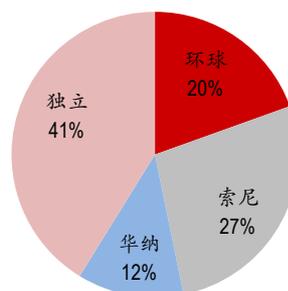
海外音乐市场具备完善的版权保护机制和版税分配机制，三大唱片公司凭借极高的市场集中度，在产业链上处于核心地位，具备强议价力。唱片公司通过兼并收购进行纵向和横向扩展，形成音乐集团，涵盖音乐出版公司、唱片公司、唱片发行公司以及唱片制作公司。音乐集团联结着音乐创作者和消费者两端，在产业纵向上，它们一手操办音乐产品的生产、推广和销售等多种业务；在产业横向上，不断收购独立独立唱片公司，保持对行业的垄断，20 世纪美国音乐产业的历史就是一部五大唱片公司（环球、索尼、华纳、百代和贝塔斯曼）的壮大历史。2011 年，全球第四大唱片公司 EMI 百代被分拆出售，唱片业务卖给环球音乐集团，版权业务由索尼音乐集团，总涉及金额大约 41 亿美元。环球得到爵士厂牌 Blue Note，以及嫡系的分厂牌 Capitol 和著名的 Virgin 唱片公司，索尼得到 130 万首歌曲的词曲版权，最终四大唱片公司变为三大唱片公司，市场集中度进一步提升。根据《Music & Copyright's》年度调查，在 2017 年整体音乐制品市场中（以实体和数字音乐收入统计），环球以 29.7% 的市场份额位列第一，紧随其后的是索尼音乐和华纳音乐，市场份额分别为 21.9% 和 16.2%，三大音乐公司合计市场份额接近 70%。而在出版市场中，三大唱片市场集中度也较高，环球、索尼、华纳市占率分别为 19.5%、27.3% 和 12.0%。

图 22：2017 年三大唱片公司市场份额



资料来源：Music & Copyright's，东方证券研究所

图 23：2017 年三大出版公司市场份额

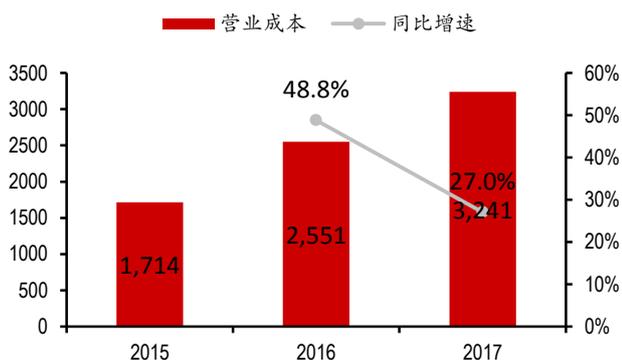


资料来源：Music & Copyright's，东方证券研究所

付费流媒体播放的音乐同时具有表演和销售的性质，因此，在美国现有的版权法框架下，流媒体音乐平台需要同时支付表演权版费和机械（复制）权版费。平台需单独与各唱片公司或出版商谈判，**版税支付一般存在三种模式：（1）按单次点击计费；（2）收入分成；（3）每订阅用户最低金额。**同时，部分唱片公司亦会要求预付保底金额。若播放的音乐来自未达成协议的其他唱片公司，则按照每次播放支付版税。以 Pandora 为例，2018 年起，免费用户每次播放支付版税 0.0018 美元，付费用户则为 0.0023 美元。

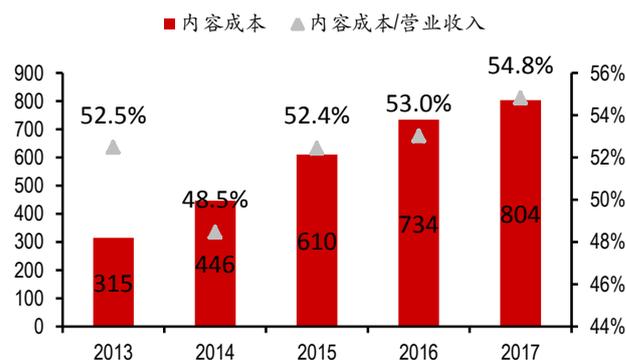
2017 年，Spotify 营业成本 32.4 亿欧元，同比增长 27%，占营业收入的 79.2%。营业成本中，内容成本占主要部分，此外还包括流量成本、支付渠道成本等。整体而言，Spotify 收入中，约 10% 支付给音乐作品版权人（同时包括机械复制版权费和表演权版权费）；约 60% 支付给录音制品版权人（主要为唱片公司灌录版权费）。此外，Pandora 2017 年营业成本 9.67 亿美元，其中内容成本 8.04 亿美元，占营业收入的 54.8%，内容成本占营收的比重逐年提升。可以看到，**版权方的强议价力，使得流媒体音乐平台承担着巨大的内容成本压力，且在现有版税模式下，内容成本并不具备规模效应，用户量越大、播放次数越多，支付的版税也相应增加。**

图 24：Spotify 营业成本及增速



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

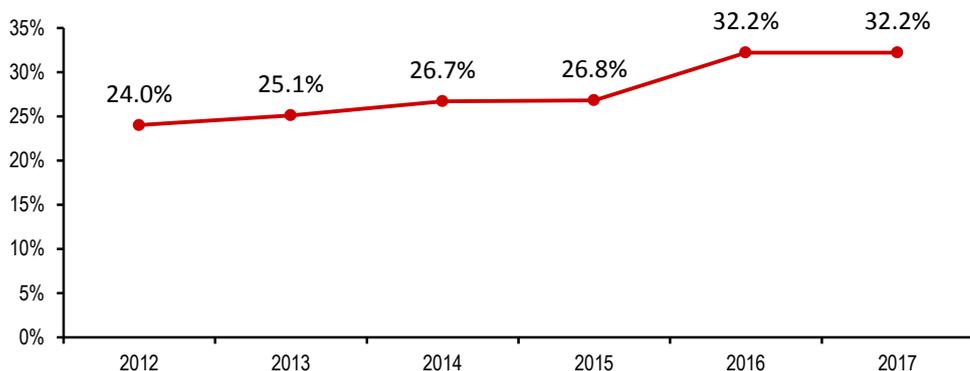
图 25：Pandora 内容成本及占营收比重



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

3.2.2 独立音乐人崛起，流媒体音乐平台造就“繁星时代”

流媒体音乐平台逐渐成为主流收听渠道后，对上游版权方带来的另一影响是，独立音乐人逐渐崛起，音乐产业进入“繁星时代”。虽然三大唱片公司仍占据产业链主导地位，但独立音乐人的崛起已使得上游市场集中度趋于分散。2012-2017 年，独立音乐人/独立唱片公司市场份额由 24% 提升至 32.2%。能够被消费者所熟知的不仅是各大唱片公司的知名歌手，各类音乐风格的独立音乐人也能被发现与喜爱。我们认为，这一变化的背后，与音乐产业的产品形态、分发形式及流媒体音乐平台向上游的拓展有密切的关系：

图 26：独立唱片公司/独立音乐人市场份额


资料来源：Music & Copyright's, 东方证券研究所

● 唱片时代：精英主导、标准化复制下的工业化生产

如前文所述，唱片时代的商业模式以产品销售为主，这一模式的特点在于：（1）唱片公司处于核心地位，把控音乐生产、传播和销售等环节；（2）唱片生产的成本高（见表 2）、成功率低（仅 10%能够盈利），为提高成功概率和盈利性，唱片公司以打造已被市场验证的歌手为主；（3）随着需求下滑，唱片销售取消了“寄售”模式（即未被销售的可以全额退货），零售商面临存货压力，因而在进货时更加谨慎和挑剔，以选择“天王”“天后”歌手为主，也倒逼了唱片公司依赖成熟歌手，而减少对新人的投入。

因此，唱片时代的音乐生产、传播、消费等各个环节都有着一套完整的流程，音乐和艺人都被当做标准化的“商品”来打造。凭借对行业资源和媒介资源的垄断，传统唱片业时代的运营逻辑跟工业生产在本质上类似，即大规模生产、大规模销售和大规模传播，即以打造成成熟歌手为主，对新人培育缺乏。

● 个性化推荐改变音乐传播与分发模式

造就“繁星时代”的一大动力，来自于技术进步带来的个性化分发能力。对消费者而言，最重要的问题在于“听什么”和“怎么听”，对应到唱片公司，即如何让音乐的被“发现”和被“购买”。传统音乐产业中，音乐的传播与营销依赖广播电台或电视台，音乐的销售则依赖音像市场，二者的特点在于：（1）电台与电视的播出特点决定了单位时段内是“千人一面”的，即所有人听到的内容相同；（2）唱片市场面临存货和进货风险问题，无法做到覆盖全部内容，特别是长尾内容。

而流媒体音乐平台的出现：（1）无需受唱片所有权的限制，消费者可以收听的音乐数量急剧扩展，可收听的音乐数量取决于流媒体音乐平台的曲库数量，而非自己拥有的有限的唱片数量；（2）更重要的是，流媒体音乐平台统一了音乐的营销与分发渠道，并通过个性化推荐做到了“千人千面”的分发，长尾、小众、独立的音乐作品也能被消费者发现和喜爱。

● **流媒体音乐平台向上游拓展，发力培养独立音乐人**

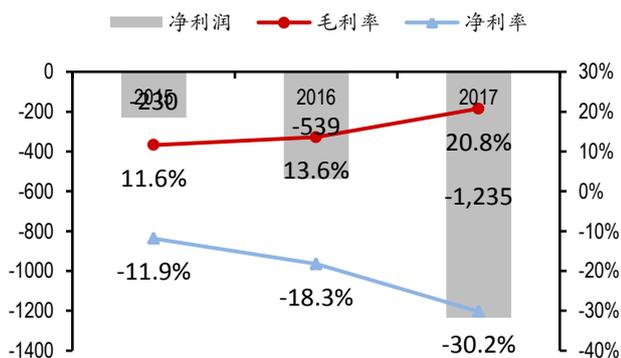
在唱片公司的强议价力之下，向上游延伸，直接与独立音乐人签署版权协议，成为流媒体音乐平台降低成本、提高行业话语权的统一趋势。以 Spotify 为例，2018 年起公司开始直接和艺人经纪人或独立音乐人进行交易，跳过第三方发行商，直接获得分发音乐授权。

流媒体音乐平台向上游的延伸，一方面可以用更低的价格获得内容分发权，从而降低成本；另一方面，由于跳过了唱片公司或 CD Baby、Tunecore 等第三方发行商，独立音乐人可以获得更高的收入分成，助力了独立音乐人的崛起。

3.3 盈利与现金流维度：“越赚越亏”困局下，平台将走向何方？

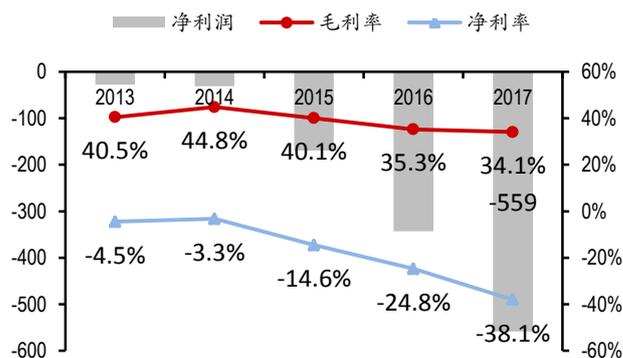
高额内容成本与营销投入下，流媒体音乐平台持续亏损。以 Spotify 和 Pandora 为例，2017 年两家平台净利润分别为-12.35 亿欧元和-5.59 亿美元，净利率分别为-30.2%和-38.1%，亏损幅度持续增长，流媒体音乐平台陷入“赚的（收入）越多，亏的（利润）越多”的困境，净利率与毛利率的背离加剧。

图 27：Spotify 净利润（百万欧元）、毛利率与净利率



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

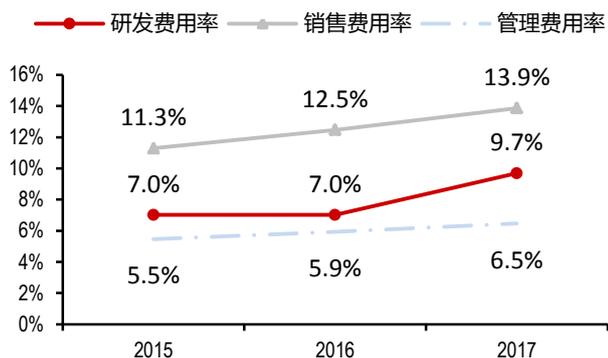
图 28：Pandora 净利润（百万美元）、毛利率与净利率



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

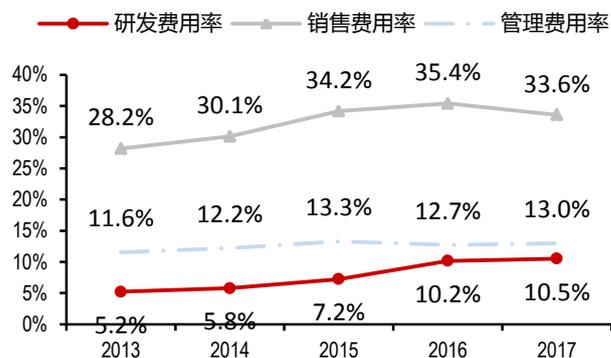
流媒体音乐平台持续亏损的主要原因在于：（1）唱片公司强势背景下，流媒体音乐平台内容成本高、毛利率低，且分成模式导致内容成本均为可变成本。Pandora 毛利率从 2013 年 40.5% 下滑至 2017 年 34.1%，主要原因在于推出按需点播模式后版权比例提高、内容成本增长；而 2017 年 Spotify 毛利率仅为 20.8%，大幅低于 Pandora，主要原因是免费增值模式下版权比例高于 Pandora 的网络电台模式。（2）在行业竞争激烈、大力争夺用户的情况下，各公司销售费用、研发投入较高，且仍不断增长。2017 年，Spotify 研发费用率和销售费用率分别为 9.7% 和 13.9%，Pandora 研发费用率和销售费用率分别为 10.5% 和 33.6%；（3）Spotify 亏损扩大的另一原因在于可转换债券公允价值变动带来的财务费用。

图 29: Spotify 期间费用率



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

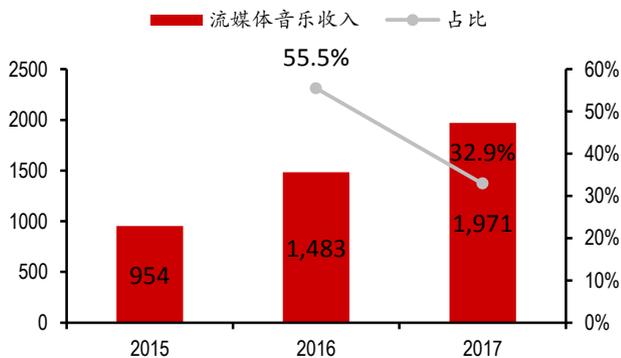
图 30: Pandora 期间费用率



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

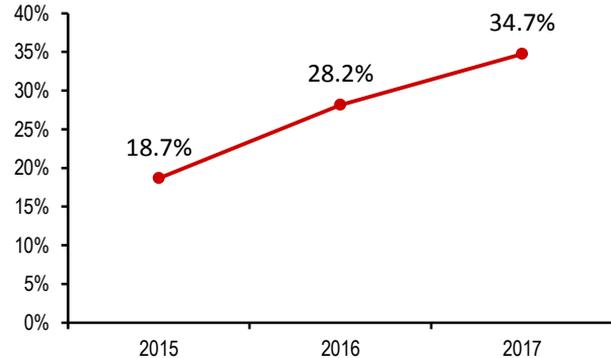
Spotify 2017 年毛利率为 20.8%，同比提升 7.3pct，主要原因在于 Spotify 通过谈判与唱片公司达成了更优的版权协议，我们认为其背后反映出的是流媒体音乐平台的议价力有所提升：一方面，流媒体音乐已经成为唱片公司最重要、也是增长最快的收入来源。以三大唱片公司之一的环球音乐为例，2015-2017 年，环球音乐的收入构成中，流媒体音乐收入分别为 9.54 亿欧元、14.83 亿欧元（+55.5%）和 19.71 亿欧元（+34.7%），流媒体音乐收入占总收入的比重由 18.7% 快速提升至 34.7%，成为其收入增长的最重要驱动力。另一方面，音乐产业从所有权模式转向使用权模式后，唱片公司在传播和消费环节的影响力都大大下降，需要下游流媒体音乐平台的流量，去激活自身的曲库价值，完成腰部和尾部艺人及其作品的推广。

图 31: 环球音乐流媒体收入（百万欧元）及增速



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

图 32: 环球音乐流媒体收入占总收入比重



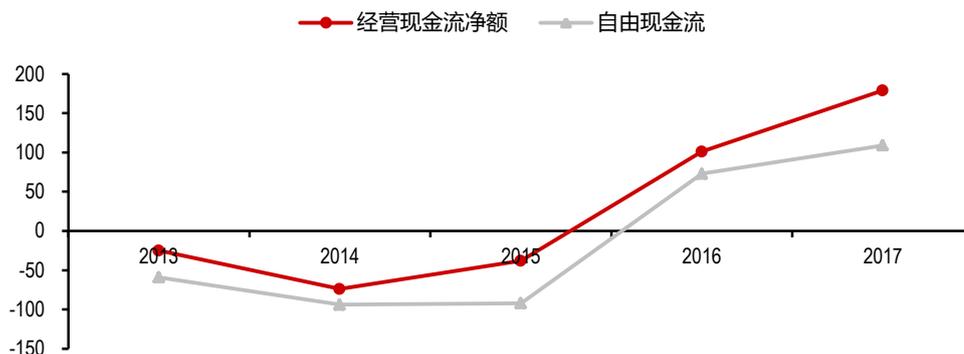
资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

但是,若仅依靠付费订阅与广告收入,我们判断海外流媒体音乐平台无法盈利的状况仍将长期延续,核心原因在于:(1)目前按收入分成、按点击付费或按单用户付费的模式均不产生成本端的规模效应,若上游分成比例不下降,20%-30%的毛利率难以支撑盈利。而海外的法律法规及版税分配

机制完善,产业链主体成熟,虽然平台议价力在不断提升,但改变版税比例的谈判过程缓慢而艰难;

(2) 产业格局未定, Spotify、Apple Music 等竞争激励且仍在进行全球扩张, 高额的营销投入等期间费用在中短期内仍将持续。然而, 由于流媒体音乐平台的商业模式特点, 其并不需要预付大额版税支出, 因此现金流状况较好, 平台即便难以盈利, 仍能长期存续。以 Spotify 为例, 2016 年起经营现金流净额和自由现金流均开始由负转正, 现金流状况改善。

图 33: Spotify 经营现金流净额及自由现金流 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东方证券研究所

综上, 在持续亏损的困局下, 行业呈现出何种趋势? 我们认为, 从国内外流媒体音乐平台的发展路径看, 主要包括: (1) 继续拓展用户数量, 强化渠道能力, 在中长期提高对上游议价能力; (2) 向产业链上游延伸, 培育独立音乐人, 一方面降低版权成本, 另一方面逐步承担版权维护和确认的职能, 形成新的收入来源, 强化产业链地位; (3) 变现模式多样化, 业务继续向下游拓展, 打通听、看、玩、买、唱的整个音乐娱乐产业链条, 拓展音乐直播、线下演出等业务 (这一领域腾讯音乐娱乐集团无疑是先行者, 我们将在下一篇报告中详细进行探讨)。

投资建议

本篇报告中, 我们围绕音乐产业链及龙头公司 Spotify, 对流媒体音乐行业的特点、前景与趋势做了详细分析。我们认为:

- **音乐流媒体驱动了音乐产业的复苏, 平台间的竞争仍然激烈。** 全球音乐产业收入自 1999 年到 2014 年经历 15 年的长期下滑后, 2015-2017 年出现了连续三年回暖, 核心驱动力来自于音乐流媒体收入的增长。2015-2017 年, 来自全球流媒体音乐的收入分别为 28、47 和 66 亿美元, 同比增长 47.4%、67.9% 和 40.4%。2017 年, 流媒体音乐收入占音乐产业收入的比重已达 38.2%。目前海外流媒体音乐平台主要包括 Spotify、Pandora、Apple Music 和 Amazon Prime Music 等, 其中 Spotify 收入市占率达 42%。
- **流媒体音乐平台带来了音乐产业链的颠覆及商业模式的重构, 流媒体音乐平台正成为主流的音乐分发渠道:** 传统音乐产业以商品为核心, 从黑胶唱片、磁带到 CD, 销售产品是产业获利的核心; 而流媒体音乐平台将音乐产业的分发渠道与产品形态彻底改变, 音乐产业从所有

权模式（产品）进入使用权（服务）模式，订阅付费与广告收入是主要变现手段。这一变化深刻影响了音乐产业的发展逻辑，以及产业链各主体的议价能力。

- **海外流媒体音乐平台的强劲成长性，来自于用户增长及付费率提升的共同推动。** 2015Q1-2017Q4, Spotify 免费会员 MAU 从 5100 万增长至 9200 万, 付费会员用户数由 1800 万增长至 7100 万, 付费渗透率提升至 45%。但是，唱片公司仍处产业链核心地位，市场集中度高、议价能力强，导致现有版税支付模式下内容成本并不具备规模效应。在高额内容成本与营销投入下，我们判断海外流媒体音乐平台无法盈利的状况仍将长期延续，但其商业模式决定了现金流状况较好，优质平台仍能保证持续经营。**未来发展路径主要包括：**（1）继续拓展用户数量，强化渠道能力，在中长期提高对上游议价能力；（2）向产业链上游延伸，培育独立音乐人，降低版权成本，并通过承担版权维护和确认职能，形成新的收入来源，强化产业链地位；（3）变现模式多样化，业务继续向下游拓展，打通听、看、玩、买、唱的音乐娱乐产业链条，拓展音乐直播、线下演出等业务。

综上，我们认为：（1）音乐作为一种高频的娱乐需求，用户活跃度高、流失率低、粘性强；（2）流媒体音乐平台正在替代 CD 和付费下载（数字音乐商店），成为全球主流的音乐收听渠道；（3）用户数量和用户时长增长后，广告主的投放倾向和 RPM 将提升，广告收入将进一步拉高流媒体音乐行业的市场空间。我们测算 2018-2020 年全球流媒体音乐市场规模将分别达 255、356 和 468 亿美元，仍将保持快速增长。对标至国内，音乐版权秩序正在构建中，流媒体音乐平台用户规模庞大（5 亿以上）、市场空间广阔（2016 年数字音乐收入 529 亿元），各类变现模式处于初探期，未来想象空间巨大。建议关注海外龙头 Spotify（SPOT.N，未评级）及国内龙头腾讯音乐上市进展。

风险提示

- 正版版权政策推进不达预期

正版版权政策以及行业巨头共同推动下的付费时代来临，是流媒体音乐产业崛起的重要催化因素之一，若正版版权政策不达预期，则音乐产业生态的完善将低于预期。

- 行业竞争加剧

目前国内外流媒体音乐平台均呈现“一超多强”格局，竞争仍然激烈。若平台之间竞争加剧，可能进一步抬升上游版权价格，加大流媒体音乐平台盈利和现金流压力。

- 经济增长放缓

经济增长及转型引起的消费水平及居民文化娱乐需求提升是推动传媒板块整体及音乐行业景气提升的重要因素，若经济增长放缓，则居民文化娱乐需求会受到一定影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

