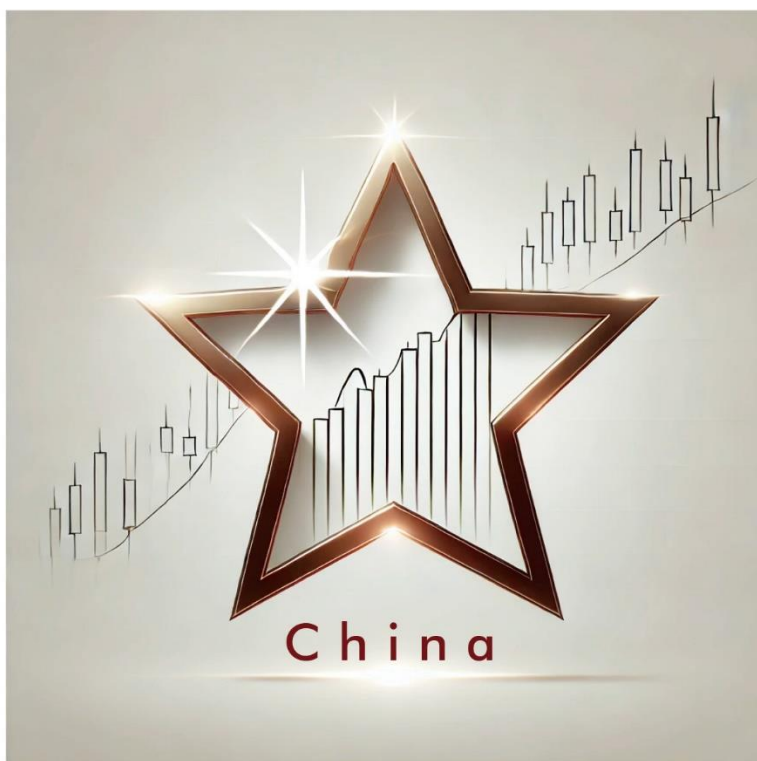




시 장 의 별 을 찾 아 서



이환욱 미디어/엔터/디지털자산
02 3770 5590
hwanwook.lee@yuantakorea.com

한동우 Research Assistant
02 3770 3647
dongwoo.han@yuantakorea.com



Y U A N T A

T O P F O C U S



시 장 의 별 을 찾 아 서

SUMMARY



[온라인 음악 산업]

올해 초부터 이어진 관세 및 지정학적 리스크에도 불구하고 글로벌 온라인 음악 산업 관련 종목들은 건조한 주가 흐름을 보이고 있으며, 특히 중국 기업들은 더 높은 주가 수익률을 기록하고 있다. 이는 1) 경기 변동과 무관한 안정적 성장 및 마진 개선, 2) 관세 영향에서 자유로운 디지털 서비스 구조, 3) 중국 플랫폼들의 두드러진 실적 개선 덕분이다.

앞으로도 'P(ARPPU)'와 'Q(유료 이용자 수)'의 동반 상승이 중국 온라인 음악 플랫폼의 성장을 이끌 전망이다. 중국의 유료 침투율은 2024년 기준 24%로, 미국(41%)과 비교했을 때 아직 성장 잠재력이 높은 시장이다. 향후 정부의 저작권 보호 강화와 젊은 세대의 높은 지불 의식에 힘입어 중국의 유료 침투율은 지속 상승할 것으로 예상된다.

또한 ARPPU 측면에서도 텐센트 음악을 중심으로 가격 인상 및 프리미엄 멤버십 확대가 진행되고 있어, 중국 온라인 음악 유료 구독 시장은 향후 연평균 13% 성장(CAGR)이 예상된다.

관련 기업으로는 중국 내 최대 온라인 음악 서비스 기업이자 압도적인 점유율을 바탕으로 본격적으로 ARPPU 상승 구간에 진입할 'Tencent Music Entertainment (1698.HK)'과 중국 내 2위 온라인 음악 서비스 기업이자 MAU와 유료 사용자 확대 전략을 통해 1위 사업자를 추격하고 있는 'NetEase Cloud Music (9899.HK)'을 제시한다.

CONTENTS



미디어/엔터/디지털자산	06
“차이”나는 中 음악산업	07
(1) 아시아의 성장률을 견인하는 중국 음악 산업	09
(2) 中 내에서도 돋보이는 온라인 음악 산업	10
P&Q 동반 상승이 견인할 양질의 성장 포인트	12
(1) 매력적인 유료 구독 시장의 잠재력	12
(2) 유료 침투율 성장을 견인할 두축	13
(3) Q 성장 이후에 따라올 ARPPU 확대	15
(4) 中 온라인 음악 유료 구독 시장 성장률 추정	16
(5) 룬폼 오디오 산업으로 사업 영역 확장	18
[Appendix] 中 온라인 음악 산업 구조적 특성과 환경 변화	20
기업	27
Tencent Music Entertainment (1698.HK)	28
NetEase Cloud Music (9899.HK)	34

TOP FOCUS



미디어/엔터/디지털자산



이환욱

미디어/엔터/디지털자산

02 3770 5590

hwanwook.lee@yuantakorea.com



한동우

Research Assistant

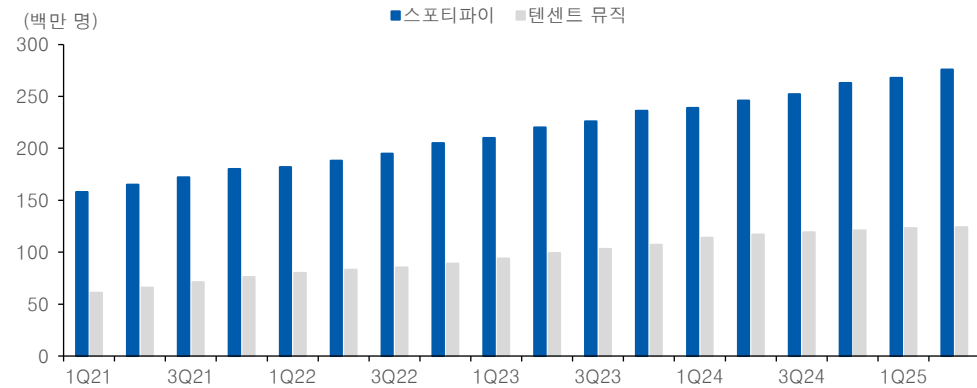
02 3770 3647

dongwoo.han@yuantakorea.com

“차이”나는 中 음악산업

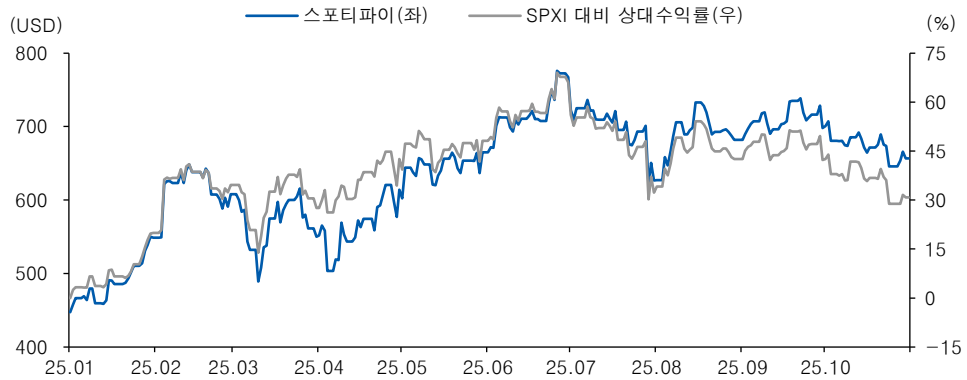
올해 초부터 지속된 관세 및 지정학적 리스크에도 불구하고 글로벌 온라인 음악 산업 관련 종목들은 견조한 주가 흐름을 보여줬다. 미국의 대표적인 음악 스트리밍 플랫폼인 스포티파이의 주가는 연초 대비 47% 상승하며 벤치마크를 30.8%pt 아웃퍼폼했고 중국의 음악 스트리밍 플랫폼 업체인 텐센트 뮤직과 넷이즈 클라우드 뮤직은 각각 YTD 99.0%, 111.0% 상승하며 더 가파른 상승률을 보였다. 이는 온라인 음악 산업이 올해 1) 경기변동과 상관없이 안정적인 성장과 마진 개선을 동시에 보이고 있고, 2) 디지털 서비스로서 관세의 직접적인 영향에서 자유로운 가운데, 3) 중국 온라인 음악 플랫폼들의 실적 성장세가 가팔랐기 때문이다. 실제로 대표 음악 스트리밍 플랫폼인 스포티파이와 텐센트 뮤직의 유료 구독자 수 추이를 살펴보면 매분기 안정적으로 유료 구독자를 늘려가고 있음을 확인할 수 있으며 중국의 텐센트 뮤직과 넷이즈 클라우드 뮤직은 올해 상반기 각각 +84% HoH, +46% HoH의 영업이익 증가율을 기록했다.

스포티파이, 텐센트 뮤직 분기별 구독자 수 추이(1Q21~2Q25)



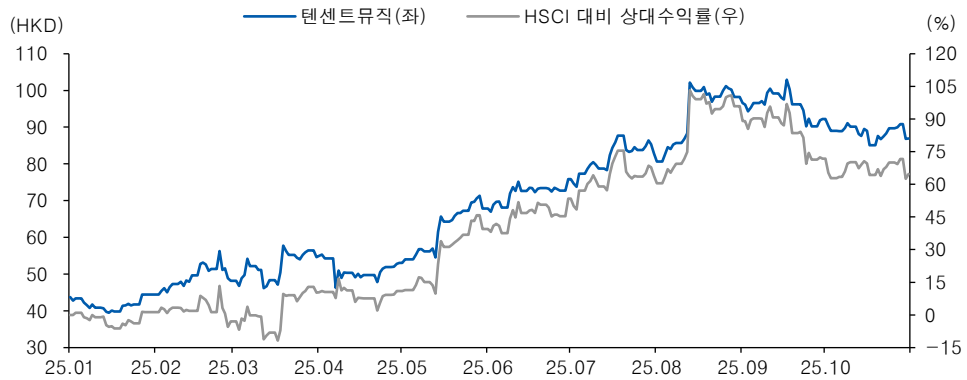
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

스포티파이 주가 퍼포먼스 YTD (25.10.31)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

텐센트 뮤직 주가 퍼포먼스 YTD (25.10.31)

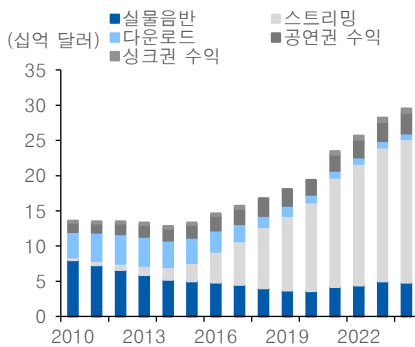


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

(1) 아시아의 성장률을 견인하는 중국 음악 산업

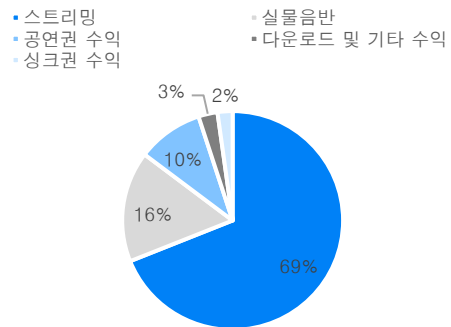
IFPI에 따르면, 2024년 글로벌 레코드 음악 총 매출은 296억 달러로 전년 대비 4.8% 증가했다. 레코드 음악(Recorded Music) 매출은 CD나 LP 같은 ‘물리적 음반(Physical Album)’과 스트리밍, 다운로드 같은 ‘디지털 음원(Digital Music)’ 매출을 모두 포함하는 개념이다. 세부적으로는 1) 스트리밍 음악 매출, 2) 실물 음반 매출, 3) 공연권 수익(공연 및 방송 등에서 음반 녹음물과 뮤직 비디오 사용), 4) 싱크권 수익(영화, TV, 광고 및 게임에서 레코드 음악 사용료), 5) 다운로드 및 기타 수익으로 구성된다.

글로벌 레코드 음악 총 매출 추이(2010-2024)



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

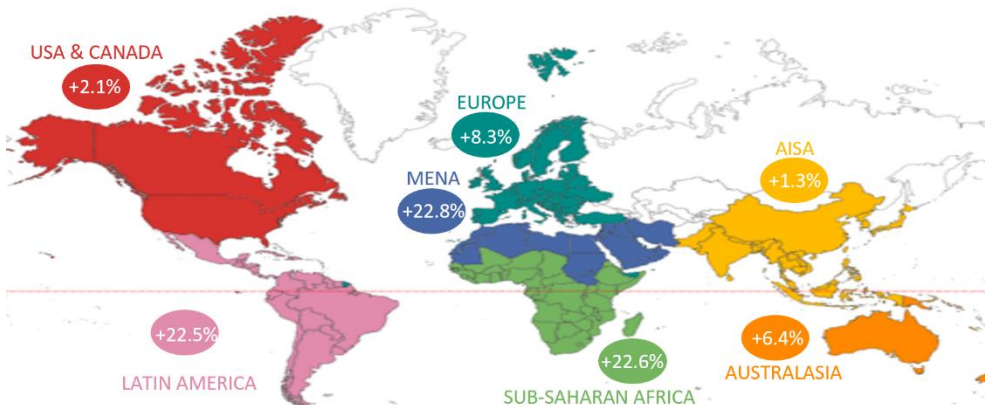
레코드 음악 포맷별 매출 비중(2024)



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

지역별로 보면 2024년 중국의 레코드 음악 시장은 전년대비 10% 상승하며 글로벌 성장률 (+4.8%) 대비 두배 이상 증가했다. 특히 아시아 지역은 한국의 실물 음반 매출 부진과 세계 2위 음악 시장인 일본의 전년 대비 보합세(-0.2%)가 영향을 미쳐 YoY +1.3%의 성장세를 기록한 것과는 대조적인 모습이다.

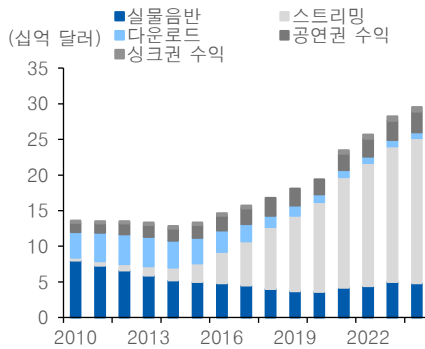
글로벌 레코드 음악 지역별 매출 성장률(2024)



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

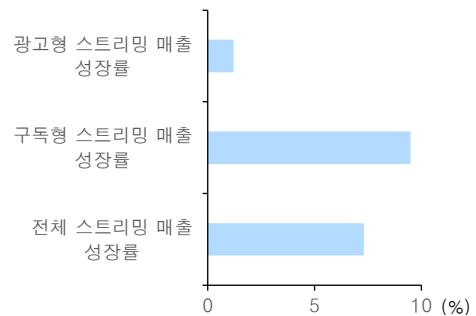
포맷별로 보면 스트리밍 음악 매출은 204억 달러로 전년대비 7.3% 증가하며 레코드 음악 포맷 중 가장 높은 성장세를 보였다. 이는 저작권 체계가 점차 명확해지고, 스트리밍 플랫폼의 과점 구조가 고착화되며, 소비자의 유료 구독 습관이 점차 자리잡음에 따라 구독 스트리밍 매출이 빠르게 성장했기 때문이다. 스트리밍 음악 매출을 구독형 스트리밍 매출과 광고형 스트리밍 매출로 나누어 보았을 때 24년 말 기준 구독형 스트리밍 매출은 전년대비 9.5% 성장, 광고형 스트리밍 매출은 전년대비 1.2% 성장하며 구독형 스트리밍이 전체 스트리밍 음악 매출 성장을 견인하는 모습을 보인다.

글로벌 레코드 음악 포맷별 매출 추이(2010~2024)



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

스트리밍 음악 매출 유형별 성장률(2024)



자료: IFPI, 유안타증권 리서치센터

(2) 中 내에서도 돋보이는 온라인 음악 산업

중국의 '온라인 음악(스트리밍/다운로드)' 시장은 2024년 기준 YoY +23% 성장하며 글로벌 온라인 음악 시장 성장률을 아웃퍼폼하고 있고 2021년부터 2024년까지 연평균 22.5% 성장하며 중국 디지털 음악 산업 내에서 가장 가파른 성장세를 보여왔다. 이러한 폭발적인 성장은 과거 '음악은 공짜'라는 인식이 강했던 중국 시장의 구조적인 체질 개선이 성공적으로 이루어지고 있음을 보여준다. 동 기간동안 유료 구독자 수와 가입자당 평균 수익(ARPPU) 모두 상승하며 중국 온라인 음악 시장의 성장을 견인하고 있다.

중국 디지털 음악 시장 세부 산업 시장 규모 추이(2021~2024)					(단위: 억 위안)
구분	2021	2022	2023	2024	CAGR(21~24)
온라인 음악	160	180	240	294	22.5%
숏폼 음악영상	343	410	489	539	16.3%
음악 라이브 방송	674	815	1,072	1,192	21.0%
온라인 노래방	156	149	106	89	-17.0%
합계	1,332	1,555	1,908	2,114	16.6%

자료: CADPA, 유안타증권 리서치센터

P&Q 동반 상승이 견인할 양질의 성장 포인트

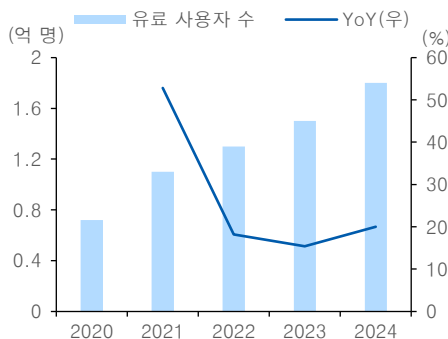
(1) 매력적인 유료 구독 시장의 잠재력

전체 사용자(MAU) 수 측면에서 봤을 때 중국 온라인 음악 시장은 성장세가 둔화되는 모습을 보이고 있다. 2024년 기준 중국 온라인 음악 사용자 수는 약 7.5억 명(전체 인터넷 사용자 대비 66.3%)으로, 2021년 이후 7.3억 명 수준에서 등락을 반복하고 있으며 침투율 또한 64%~70% 사이를 횡보 중이다.

그러나 외형적 성장 둔화 이면에는 구조적인 질적 성장이 진행 중이다. 핵심 투자 포인트는 전체 사용자(MAU)가 아닌 유료 구독자(Paying User)의 가파른 증가세에 있다. 중국 온라인 음악 시장의 유료 사용자 수는 2020년부터 2024년까지 꾸준히 성장했으며, 2024년에도 전년 대비 약 20%에 달하는 높은 성장률을 기록했다.

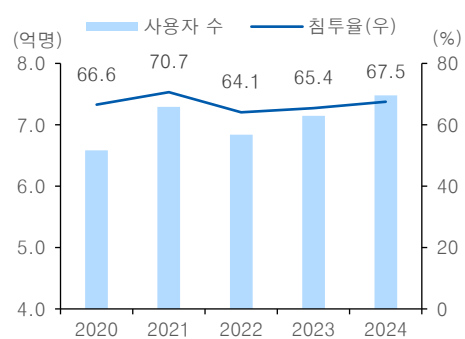
이러한 성장세에도 불구하고, 중국 플랫폼의 유료 침투율은 글로벌 피어(Peer) 대비 여전히 낮은 수준이다. 2024년 기준 글로벌 1위 사업자인 스포티파이(Spotify)의 유료 침투율이 39%에 달하는 반면, 텐센트 뮤직과 넷이즈 클라우드 뮤직은 각각 20.6%, 25.2%에 불과하다. 이는 향후 유료 전환율 상승만으로도 현재 대비 1.5배에서 2배에 달하는 추가적인 성장 잠재력을 확보하고 있음을 시사한다.

중국 온라인 음악 유료 사용자 수 추이(2020~2024)



자료: MIDIA, 유안타증권 리서치센터

중국 온라인 음악 사용자 수 및 침투율 추이(2020~2024)



자료: CNNIC, 유안타증권 리서치센터

(2) 유료 침투율 성장을 견인할 두 축

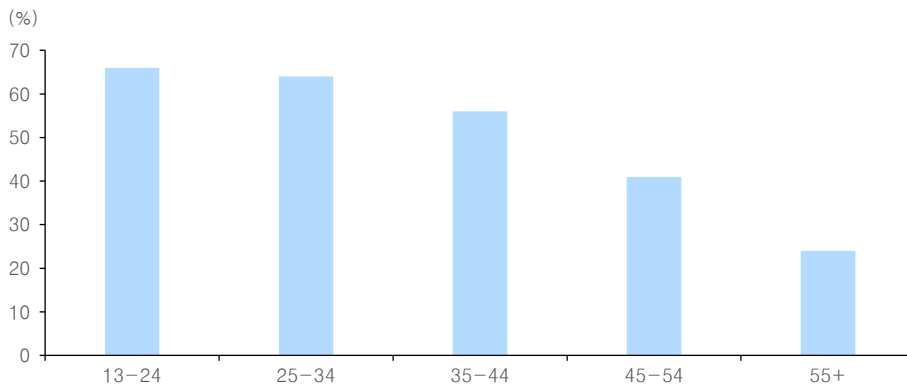
앞으로도 중국 온라인 음악 시장의 유료 침투율은 구조적으로 상승할 것으로 예상하는데 이는 1) 강화되는 중국 정부의 저작권 보호에 대한 의지와, 2) 젊은 세대의 강력한 지불 의식 때문이다.

중국 정부는 2010년 중반 이후 저작권 보호에 대한 강력한 의지를 드러내왔다. 대표적으로 2015년 중국의 국가판권국은 ‘최엄격 저작권령’을 발표하며, 온라인 음악 플랫폼에 라이선스가 없는 음악 콘텐츠 유통을 중단하라는 행정명령을 내렸다. 이후 2020년에는 9년 만에 대대적으로 저작권법을 개정하여 저작권 침해에 대한 징벌적 손해배상제도를 도입했다. 최근에는 AI 생성 콘텐츠까지 저작권 단속 범위를 확대하고 있는데 ‘젠왕(剑网) 2025 캠페인’을 통해 허가없이 타인의 저작물을 학습한 AI모델을 활용해 상업적 이익을 얻는 행위 집중 단속할 것임을 밝혔다.

장기적으로는 젊은 세대의 강력한 지불 의식이 구독 사업의 지속적인 성장을 견인할 전망이다. 전 세계적으로 디지털 콘텐츠에 비용을 지불하는 습관이 보편화되면서, 젊은 층은 기성세대에 비해 유료 구독에 대한 지불 의식이 매우 강하다. 새로운 젊은 세대가 계속해서 온라인 시장으로 진입함에 따라, 음악 구독 침투율은 장기적으로 상승할 가능성이 높다. UMG의 데이터에 따르면, 미국의 13~24세 음악 유료 구독 침투율은 66%에 달하는 반면, 55세 이상 인구의 침투율은 24%에 불과하다. 이와 비슷하게 최근 급성장하고 있는 중국의 온라인 문학 플랫폼 시장의 사례를 살펴보면 유료 서비스 회원 중 1990년대 이후 출생자의 비율은 66%에 달한다.

이처럼 중국 정부의 강력한 정책적 드라이브와 젊은 세대의 소비 행태 변화가 맞물리면서, 중국의 온라인 음악 시장은 구조적인 유료화 전환이 가속화될 전망이다. 이는 온라인 음악 플랫폼 기업들에게 장기적으로 안정적인 구독 수익 성장을 담보하는 기반으로 작용할 것이다.

미국 연령대별 음악 유료 구독 침투율 비교



자료: UMG, 유안타증권 리서치센터

중국 정부 주요 저작권 보호 조치 정리)		
연도	구분	주요내용
1990년	중화인민공화국 저작권법 제정	음악 작품을 법정 보호 작품 목록에 추가
2001년	저작권법 1차 개정	복제권, 공영권, 상영권 등 저작권과 관련된 13가지 경제적 권리 추가
2012년	저작권법 2차 개정	규제기관에 저작권 재사용 사실 통지 및 공정한 보상 지급
2015년	최엄격저작권령	국가판권국, 온라인 음악 플랫폼에 라이선스가 없는 음악 콘텐츠 유통 중단 명령
2020년	저작권법 3차 개정	저작권 침해에 대한 징벌적 손해배상제도 도입
2023년	생성형 AI 서비스 운영을 위한 임시조치 명령	합법적인 출처의 데이터 및 기초 모델 사용, 타인의 지식 재산권을 침해하는 행위 금지
2025년	젠왕(剑网) 2025 캠페인	허가없이 타인의 저작물을 학습한 AI 모델을 활용해 상업적 이익을 얻는 행위 집중 단속

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

(3) Q 성장 이후에 따라올 ARPPU 확대

가격 측면에서 볼 때 중국 온라인 음악 플랫폼의 구독료는 글로벌 피어 대비 상당히 저렴한 수준이다. 2025년 상반기 기준 스포티파이의 ARPPU는 4.65 유로(약 7,600원)인데 비해 중국의 텐센트뮤직과 넷이즈 뮤직의 ARPPU(Average Revenue Per Paying User)은 각각 11.7위안(약 2,300원) 6.4위안(약 1,280원)으로 추정되며 이는 스포티파이 ARPPU의 17%~30% 수준이다. 또한 스포티파이의 ARPPU는 신흥 시장(emerging markets) 국가들의 낮은 구독료를 포함하여 평균낸 수치라는 점을 감안하면, 이를 미국과 유럽 지역으로 한정할 시 중국의 음악 플랫폼과 스포티파이의 ARPPU 격차는 더욱 벌어질 것이다.

따라서 중국 온라인 음악 플랫폼들은 유료 구독 침투율 뿐만 아니라 ARPPU 확대를 통한 성장 역시 노려 볼 수 있다. 이러한 움직임은 중국 온라인 음악 산업 점유율 1위 플랫폼인 텐센트 뮤직에서 가장 먼저 나타나고 있다. 텐센트 뮤직은 2024년부터 최고 등급 프리미엄 멤버십인 SVIP 가입자 수 확대를 통한 ARPPU의 성장에 집중하기 시작했으며 2025년에는 ARPPU 상승이 구독 수익 증가의 주요 동력이 되었다. 2Q25 텐센트 뮤직의 온라인 음악 구독 매출은 43억 8천만 위안으로, YoY +17.1%, QoQ +3.8% 증가했는데 이 중 ARPPU는 11.7위안으로 전년 대비 +9% 상승하며 유료 사용자 수 증가폭 (YoY +6%)을 상회하는 성장세를 보여줬다. 동기간 텐센트 뮤직의 SVIP 가입자 수는 1,500만 명을 돌파하며 전체 유료구독자 수 대비 약 12% 비중을 달성했다. 텐센트 뮤직 경영진은 2025년 가이드스에서 향후 3~5년 내 ARPPU를 현재 11.7위안에서 15위안 수준으로 끌어올리겠다고 밝혔다

중국 내 2위 사업자인 넷이즈 클라우드 뮤직은 현재 신규 유료 구독자 기반 확대에 집중하고 있으며, ARPPU 상승에는 적극적이지 않은 전략을 취하고 있다. 회사는 오히려 적극적인 프로모션을 통해 MAU(월간 활성 사용자) 기반을 확장하고 있으며, 알리바바의 88VIP 멤버십과의 제휴를 통해 유입된 88VIP 회원이 전체 유료 회원의 약 30%를 차지하는 것으로 추정된다. 또한 월 5위안 수준의 학생 요금제 이용자 역시 전체 유료 구독자의 10% 이상을 점유하고 있는 것으로 보인다. 따라서 향후 넷이즈 클라우드 뮤직의 사용자 규모가 안정된 이후에는, 프로모션 축소와 멤버십 요금 인상 등을 통한 ARPPU 개선 여력이 상당히 크다고 판단된다.

(4) 中 온라인 음악 유료 구독 시장 성장을 추정

앞선 앞선 내용을 종합하면, 중국 온라인 음악 유료 구독 시장의 향후 성장률은 MAU(이용자 수), 유료 침투율, ARPPU(유료 이용자 1인당 평균 결제 금액)의 곱으로 결정된다. 즉, 전체 스트리밍 플랫폼 이용자 수에 유료 결제 회원 비중(침투율)과 회원 1인당 평균 결제 금액을 곱한 값이 시장 전체 매출 규모를 구성한다.

(1) MAU 추정

중국 온라인 음악 시장의 전체 이용자 수(MAU)는 약 7.3억 명 수준에서 정체되는 모습을 보이고 있으며, 최근 5년간의 연평균 성장률(CAGR)은 약 3.3%다. 향후 5년간은 이보다 소폭 낮은 연평균 3% 수준의 성장을 가정한다.

(2) 유료침투율 추정

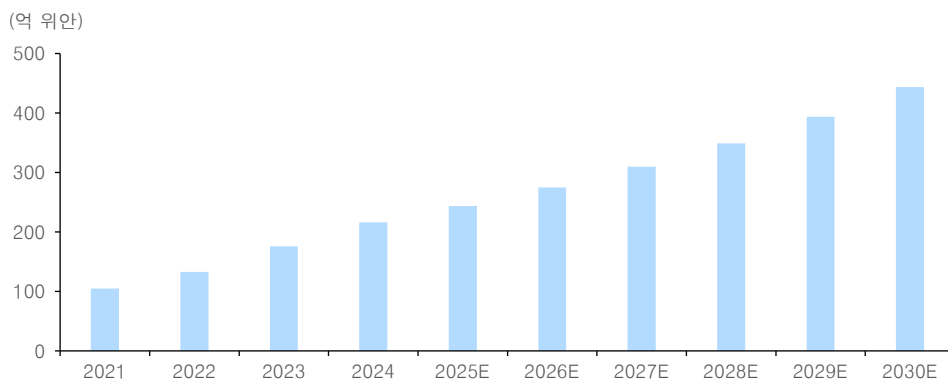
성숙 시장인 미국의 사례를 보면, 유료 침투율이 10%대 초반에서 20%에 도달하는 데 약 1년, 20% 초반에서 30% 초반까지 2년, 그리고 30% 초반에서 40%까지 약 3년이 소요되었다. 현재 미국의 유료 침투율은 약 40% 수준에서 정체된 상태다. 반면 중국은 문화적·소비 습관의 차이로 인해 유료 구독 전환 속도가 다소 느리다. 실제로 중국의 유료 침투율은 10% 초반에서 20%에 도달하는 데 약 2.5년(2020년 말~2023년 상반기)이 걸렸고, 이후 25% 수준까지 추가로 2.5년이 소요됐다. 이를 바탕으로 중국의 침투율 상승에 소요되는 기간이 미국의 약 2.5배 수준이라고 가정하면, 30% 도달까지 추가 2.5년, 30% 초반에서 40% 도달까지는 약 7.5년이 필요할 것으로 예상된다. 따라서 2030년 중국 온라인 음악 시장의 유료 침투율은 약 33.6% 수준에 이를 것으로 추정된다.

(3) ARPPU 추정

ARPPU 상승은 온라인 음악 플랫폼의 가격 정책 및 멤버십 전략에 의해 결정된다. 플랫폼들은 전체 멤버십 요금 인상 또는 SVIP 등 프리미엄 등급 유도를 통해 ARPPU를 높일 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이, 텐센트 뮤직은 2025년 가이던스에서 향후 3~5년 내 ARPPU를 현재 11.7위안에서 15위안 수준으로 끌어올리겠다고 밝혔다. 반면 넷이즈 클라우드 뮤직은 현재 사용자 기반 확장에 집중하며 ARPPU 인상에는 신중한 태도를 보이고 있다. 텐센트 뮤직과 넷이즈 클라우드 뮤직이 중국 온라인 음악 유료 구독 시장의 90% 이상을 차지한다는 점을 고려할 때, 보수적으로 텐센트 뮤직이 5년내에 ARPPU 목표를 달성하고 넷이즈 클라우드 뮤직의 ARPPU가 현 수준을 유지한다고 가정하면, 2030년 중국 온라인 음악 시장의 가중평균 ARPPU는 약 12.2위안에 이를 것으로 추정된다.

이를 종합하면, 중국 온라인 음악 유료 구독 시장은 향후 5년간 연평균 약 13%의 성장세(CAGR)를 보이며, 2030년에는 약 443억 위안 규모에 이를 것으로 전망된다.

중국 온라인 음악 유료 구독 시장 추이 및 전망(2021~2030E)



자료: CADPA, 유안타증권 리서치센터

(5) 롱폼 오디오 산업으로 사업 영역 확장

음악 스트리밍 시장이 성숙기에 진입함에 따라, 중국 온라인 음악 플랫폼들은 신규 성장 동력 확보를 위해 '롱폼 오디오(Long-form Audio)'로 사업 영역을 확장하고 있다. 팟캐스트, 오디오북 등으로 구성된 롱폼 오디오는 높은 사용자 몰입도를 기반으로 1) 플랫폼 체류 시간 확대, 2) 신규 수익원 창출, 3) 콘텐츠 경쟁력 강화로 기존 사업과 시너지를 낼 수 있는 사업 영역이다.

중국 온라인 오디오 시장은 높은 성장률을 보이고 있다. 시장 1위 사업자인 시말라야(Ximalaya)의 자료에 따르면, 2023년 기준 중국 온라인 오디오 시장의 MAU 침투율은 24.6% 수준이다. 중국 온라인 오디오 시장 규모는 2023년 250억 위안에서 2028년까지 연평균 15%(CAGR)의 성장률을 기록할 것으로 전망된다.

텐센트 뮤직은 인수합병(M&A)과 파트너십을 통해 롱폼 오디오 사업을 강화하고 있다. 2020년 웹소설 플랫폼 위예원 그룹(China Literature)과 전략적 제휴를 맺고 오디오북 시장에 진출했으며, 2025년 6월에는 시장 점유율 1위 기업인 시말라야(Ximalaya) 인수를 발표하며 시장 내 지배력을 한층 강화했다.

이번 인수를 통해 텐센트 뮤직은 시말라야가 보유한 3억 명 이상의 월간 활성 이용자(MAU)와 팟캐스트, 오디오북 라이브러리를 확보하게 된다. 이는 기존 음악 서비스와의 시너지를 통해 사용자 락인(Lock-in) 효과를 높이고, 비즈니스 구조를 다각화하는 핵심 전략으로 작용할 것으로 판단한다.

넷이즈 클라우드 뮤직은 M&A보다는 자체 창작자 생태계를 구축하고 콘텐츠를 육성하는 전략을 통해 온라인 오디오 사업 역량을 강화하고 있다. 2024년 4월 발표한 팟캐스트 크리에이터 지원 프로그램 '시드 플랜(Seed Plan)'이 그 중심이다. 시드 플랜은 팟캐스트 창작자들에게 초기 트랙픽 지원, 현금 인센티브, 상업적 파트너십 기회 등을 제공하여 플랫폼 내 오리지널 오디오 콘텐츠를 확보하는 데 목적을 둔다.

결론적으로, 중국의 양대 음악 플랫폼은 각기 다른 방식으로 롱폼 오디오 시장에 진출하며 '음악 스트리밍 기업'에서 '종합 오디오 엔터테인먼트 플랫폼'으로의 진화를 꾀하고 있다. 이는 단기적으로는 새로운 성장 스토리를 창출하고, 장기적으로는 숏폼 플랫폼에 빼앗긴 사용자의 시간을 되찾아오기 위한 하나의 돌파구가 될 것으로 판단한다.

시말라야 플랫폼 내 신규 랭킹 페이지

발견하다
분류
리디오

🔍
업로드
크리에이티브 센터
오디오 출판
회원가입하기
고객

첫 페이지 > 랭킹 > 전체 사이트

전체 사이트 > 크로스토크와 스토리 > 어린 오디오 > 인문학 > 중국 역 > 미 > 오 > 음 > 개인적 성 > 감정적 > 건강 > 비즈니스 > 금융 > 외국 > 인기 > 주 > 라디오 > 드라마 > 팟캐스트 > 영화와 텔레비전 > 강 > 자동차 > 스포츠 > 심 > 헬링 > 이 > 북 > 학 > 사 > 권 > 락 > 악 > 장 > 삶 > 한 > 용 > 어 > 제 > 마 > 트 > 진 > 의 > 차

—신제품— 평판 —더운— 힐싱—무—꿈—요일—베스트셀러—마스터클래스—오리지널—월간 패스—인기 월간 패스—신제품 월간 이용권—닷—원래 영커—인기 캐릭터—

01

대도상 | 동양 판타지 | 자이주 원작 | 자진 오디오 팀 제작 | 다인극 오디오 드라마

오디오북 소리가 나는 보라색 옷 550 6711만 7천

구매 안내: 1. 본 오디오북은 유료입니다. 구매 후 청취하실 수 있습니다. 2. 저작권은 원작자에게 있습니다. 어떠한 형태로든 복제하는 것은 엄격히 ...

[새로운 책 찾기: 무계의 숨은 물] 550화 내 영웅이는 어디에? (1)

앨범 세부 정보
구독하다

02

청산 | 두타원 내레이션 | 유쾌하고 유머러스 | 환생과 시간 여행 | 고대 정치 음모 | VIP 무료 | 다인 오디오 드라마

오디오북 두부오위안이 이야기를 들려준다 65 532만 7천

【구매 안내】 1. 본 오디오북은 유료입니다. 구매 후 청취하실 수 있습니다. 2. 저작권은 원작자에게 있으며, 어떠한 형태로든 무단 복제를 금지합니다...

그린 마운틴 65화: 프레이밍 2부 (추가 에피소드 2개 추가, 제작이 느려서 더 이상 추가할 수 없음).

앨범 세부 정보
구독하다

03

신들의 관 | 퍼플 칼라 팀 (오디오북) | 전통 판타지 | 남성 지향 수련 | 얼굴을 때리는 스릴 넘치는 소설 | 멀티 플레이어 오디오 드라마

오디오북 소리가 나는 보라색 옷 310 1790만 6천

개요: 수십억 년 전 원시 시대, 창조의 새벽, 우주의 기원에 모든 존재의 끝없는 성장과 그에 따른 끊임없이 증가하는 부담을 막기 위해 혼돈을 사용했...

[새로운 책 찾기: 무계의 숨은 물] 310화: 거대조성, 알 하나도 보이지 않는다!

앨범 세부 정보
구독하다

04

폭발적인 업데이트 ☆ 후궁의 첫째 딸 | 고대 로맨스: 궁궐 음모와 권력 다툼의 복수 | 위영공주 | 독이 있는 후궁의 딸 | VIP 무료 멀티 플레이어 오디오 드라마

오디오북 팬더 장편, 구름의 목소리 630 2575만 8000명

전생에 그녀는 차가운 궁궐에서 폐위된 황후로 끝없는 굴욕을 겪고, 측근들에게 배신당하고, 원한에 찬 증오를 맞이했습니다. 오늘 새롭게 태어난 그...

첫 번째 비빈의 딸, 605-6: 맛있는 잔치 없는 잔치

앨범 세부 정보
구독하다

05

최고의 풍수 마스터 | 투원 제작 | 공포 & 초자연 | 풍수 비밀 | 도시 생활 | 최신 버전 | VIP 무료

오디오북 두부오위안이 이야기를 들려준다 400 1637만 8천

출거라: 신비의 달인은 9개의 등급으로 나뉘며, 각 등급은 각기 다른 속련도를 나타냅니다. 21세기의 평범한 청년 전우는 우연히 제갈량의 신비로운 ...

"지리학의 달인" 400번째 에피소드는 배경 콜라주에 초점을 맞춥니다(새로운 책 "녹색 산"을 검색하세요).

앨범 세부 정보
구독하다

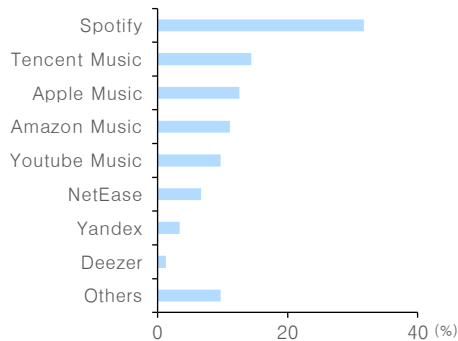
자료: Ximalaya, 유안타증권 리서치센터

[Appendix] 中 온라인 음악산업 구조적 특성과 환경 변화

높은 진입장벽과 산업 집중도

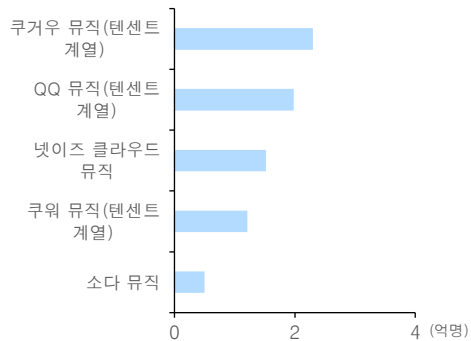
온라인 음악 플랫폼 산업은 기본적으로 산업 집중도가 높은 편에 속한다. MIDiA에 따르면 24년 말 기준으로 글로벌 온라인 음악 시장에서 상위 5개사의 점유율은 80%에 달한다. 이러한 특징은 중국 시장에서 더 두드러지는데 중국 시장 내에서 텐센트 뮤직과 넷이즈 클라우드 뮤직의 점유율은 1H24 기준 각각 69%, 19%로 양대 플랫폼이 전체 플랫폼 MAU의 78%를 차지한다.

전 세계 온라인 음악 플랫폼 가입자 기준 점유율(2024)



자료: MIDiA, 유안타증권 리서치센터

중국 온라인 5대 음악 플랫폼 MAU(2024)



자료: iresearch, 유안타증권 리서치센터

온라인 음악 플랫폼 시장의 경쟁이 완화되고 산업이 소수 기업에 집중되는 이유는 크게 두 가지로 설명할 수 있다.

첫째, 업스트림(Upstream)에 해당하는 음반사 시장이 고도로 집중화되어 있어, 미드스트림(Midstream)인 온라인 음악 플랫폼의 협상력이 약하다. 음악 스트리밍 사업을 하기 위해서는 권리 소유자인 음반사 및 음악 출판사와의 라이선스 계약이 필수적이다. IFPI에 따르면 구독형 음악 스트리밍 서비스를 선택하는 상위 3가지 이유는 1) 광고없이, 2) 원하는 음악을 원하는 시간에, 3) '수 백만 곡'이 라이선스된 대형 라이브러리에 접근할 수 있기 때문이다. 즉, 온라인 음악 플랫폼 업체 입장에서는 음원 권리 소유자와 계약을 통한 라이선스 확보가 상당히 중요하다. 현재 글로벌 3대 메이저 음반사인 유니버설 뮤직 그룹(UMG), 소니 뮤직(Sony Music), 워너 뮤직(Warner Music)은 전 세계 음반 및 음원 시장의 70~80%를 장악한다. 이들은 방대한 규모의 녹음물(음원)과 출판권(작곡)을 모두 보유하고 있기 때문에, 스트리밍 플랫폼을 상대로 강력한 협상력을 행사한다. 따라서 이들과의 계약은 인디 레이블과의 계약보다 훨씬 까다로운 맞춤형 조항을

포함한다. 이러한 조항에는 레코드 레이블이 받는 수익 공유 비율, 구독자당 최소 수수료, 그리고 최소 보장 선지급금(Minimum Guarantee) 등이 포함된다.

결국 사업 초기에 대규모 라이선스 비용 투자가 필수적이므로, 자본력이 부족한 신규 사업자는 시장에 진입하기가 매우 어렵다.

둘째, 온라인 음악 플랫폼은 본질적으로 서비스 동질화 현상이 심하여 차별화가 어렵다. 기본적인 서비스가 유사하기 때문에, 사용자는 자신이 처음 접한 플랫폼에 좋아하는 곡을 저장하고 플레이리스트를 구축하며 충성도를 형성한다. 플랫폼은 누적된 청취 데이터를 기반으로 개인화된 추천을 제공하는데, 이렇게 형성된 개인의 데이터 자산은 다른 플랫폼으로 이전하기 어렵기 때문에 일종의 '전환 비용(Switching Cost)'으로 작용한다. 실제로 업계 1위인 스포티파이의 월간 고객 이탈률은 4% 미만으로 매우 낮은 수준을 유지한다. 중국 음악 사용자가 앱을 선택할 때 고려하는 요소를 살펴보면, 음질과 음악 저작권(곡 라이브러리) 다음으로 '개인 맞춤 추천'이 상위 3가지 항목에 포함되는 것을 확인할 수 있다. 이는 사용자들이 구독 가격의 합리성만큼이나 정교한 개인 맞춤 추천 기능을 중요한 가치로 여기며, 한번 충성도가 형성되면 다른 플랫폼으로 쉽게 이탈하지 않는다는 점을 시사한다.

중국 음악 사용자 앱 선택시 고려 요소(중복 선택)

앱 선택시 고려 요소	점유율 (%)
음향 효과 및 음질	34.66
음악 저작권(곡 라이브러리)	29.02
개인 맞춤 추천	26.27
구독 가격의 합리성	26.27
업데이트 빈도	26
유료 콘텐츠	25.72
인터페이스(화면) 디자인	24.21
상호 작용(인터랙션) 메커니즘	21.6
크로스 플랫폼(다중 기기) 지원	21.32
스타(연예인) 광고/홍보	18.98

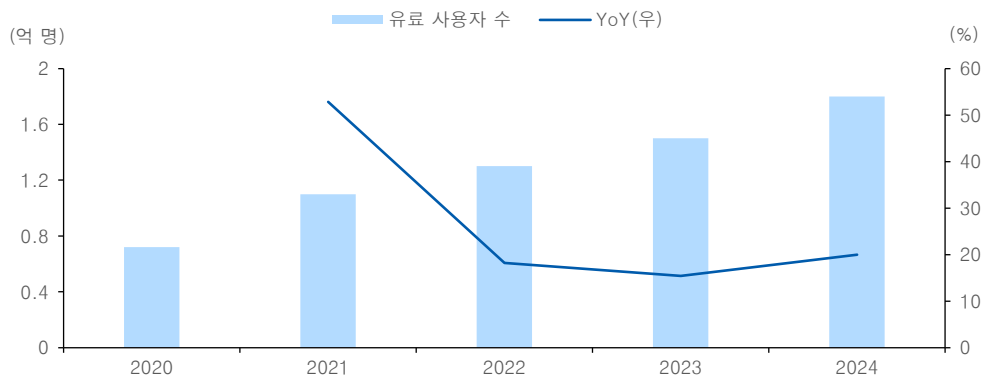
자료: iiMedia, 유안타증권 리서치센터

공급자가 유료 결제 성장을 주도

음악 플랫폼의 주요 수익화 방식에는 구독과 유료 광고가 있다. 글로벌 온라인 음악 플랫폼 스포티파이는 구독과 광고를 핵심 수익원으로 삼는 반면, 중국의 온라인 플랫폼은 주로 구독과 라이브 방송을 통해 매출을 창출한다.

온라인 음악 플랫폼은 구체적인 운영 전략을 통해 유료 사용자 비중을 능동적으로 높일 수 있다. 대표적인 전략으로는 온라인 콘텐츠에 유료 장벽을 설정하는 '페이월(Paywall)'의 적용 범위를 점차 확대하여 구독 침투율을 끌어올린다. 또한, 사용자를 세분화하는 정밀 운영 전략을 구사한다. 가격에 민감한 사용자에게는 광고 시청을 통한 무료 청취를 제공하는 한편, 음악 마니아층을 대상으로는 고음질 음원 등의 혜택을 제공하는 SVIP(고급 회원) 모델로 유도하는 방식이다. 실제로 2021년, 넷이즈 클라우드 뮤직 상장과 중국 정부의 반독점 정책이 맞물리면서 현지 플랫폼들이 일제히 수익화에 집중했고, 그 결과 중국 온라인 음악 유료 이용자 수는 50% 이상 급증했다.

중국 온라인 음악 유료 이용자 규모 추이(2020-2024)



자료: MIDIA, 유안타증권 리서치센터

최엄격 저작권령과 반독점 규제

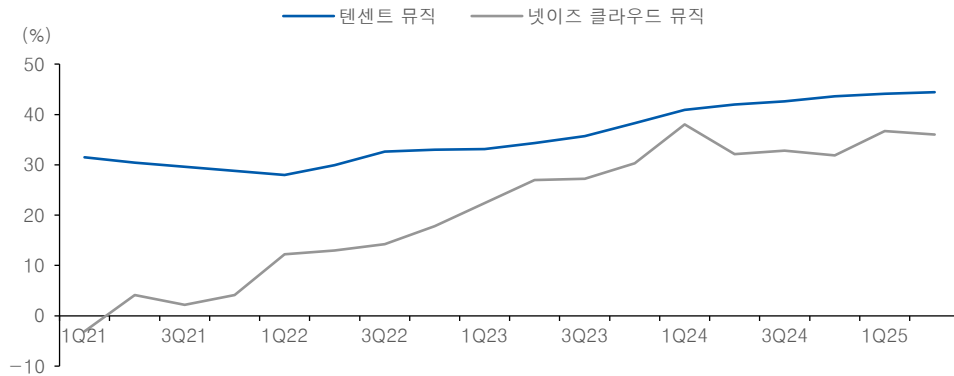
2015년 이전 중국 온라인 음악 시장은 불법 복제와 무단 스트리밍이 만연한 상태였다. 이러한 상황을 바로잡기 위해 2015년 중국 광전총국은 '최엄격 저작권령'을 발표하며, 모든 온라인 음악 플랫폼에 라이선스가 없는 음원의 배포를 전면 중단하도록 명령했다. 해당 조치 이후 텐센트, 알리바바 뮤직, 바이두 뮤직 등 16개 온라인 음악 서비스 제공 업체는 220만 건 이상의 무단 음악 작품을 삭제하였으며 이는 중국 음악 시장이 합법적인 라이선스 시대로 전환되는 결정적인 분기점이 되었다. 이후 주요 플랫폼들은 막대한 비용을 들여 정식으로 음원을 확보하기 위한 경쟁에 돌입한다.

이 과정에서 텐센트 뮤직(TME)은 자본력을 바탕으로 UMG, 워너, 소니 등 3대 글로벌 음반사와 독점 라이선스 계약을 체결했다. 이에 따라 TME는 QQ뮤직, 쿠거우, 쿠위 등 자사 플랫폼뿐만 아니라, 다른 경쟁 플랫폼에 해당 음반사의 음원을 재판매(Sub-license)할 수 있는 독점적 권한을 확보했다. 이러한 독점 구조 하에서 경쟁 플랫폼들은 핵심 음원 부족 문제에 직면했으며, 저작권 침해 문제로 여러 차례 곡이 삭제되었다. 실제로 2017년에는 텐센트의 공급 중단으로 넷이즈 클라우드 뮤직에서 주걸룬 등 주요 아티스트의 음원 서비스가 만료되기도 했다.

과열된 독점 경쟁에 대한 규제 당국의 개입은 2017년부터 시작되었다. 당시 중국 국가판권국은 UMG, 워너, 소니 등 주요 음반사들을 소집하여 특정 플랫폼에 대한 독점적 저작권 부여를 자제하고 상호 공유할 것을 권고했다. 이후 보다 강력한 조치로, 2021년 국가시장감독관리총국은 반독점법을 적용하여 텐센트 뮤직에 기존의 디지털 음악 독점 저작권 계약을 모두 해제하라고 공식적으로 명령했다. 21년 당시 텐센트 뮤직은 독점적인 음악 저작권 라이브러리의 80% 이상을 보유하고 있었으나 이 명령으로 텐센트 뮤직의 독점적 지위는 사라졌고, 넷이즈 클라우드 뮤직을 포함한 모든 플랫폼이 3대 음반사와 직접 계약을 체결할 수 있는 길이 열렸다.

해당 반독점 규제는 중국 온라인 음악 시장의 비용 구조를 근본적으로 바꾸는 계기가 되었다. 반독점 규제 이전에는 대부분의 저작권 계약이 높은 프리미엄이 붙었던 '최소 보장금(Minimum Guarantee)' 방식의 계약이었으나, 반독점 규제 이후 계약 갱신 시 고액의 프리미엄이 크게 감소했으며 업계 전체가 실제 스트리밍 수익을 기반으로 정산하는 '수익 공유(Revenue Sharing)' 방식으로 이동하게 되었다. 결과적으로 저작권 비용이 점차 최적화되면서, 음악 서비스 플랫폼들의 총마진 또한 상승하는 결과를 낳았고 대표적으로 넷이즈 클라우 뮤직의 총마진은 2020년 -12.2%에서 2021년 2.0%로 양전하였으며 2024년에는 33.7%에 도달했다.

텐센트 뮤직, 넷이즈 클라우드 뮤직 매출액총이익률 추이(1Q21~2Q25)



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

중국 국가시장감독관리총국, 텐센트 행정처분 주요 내용

구분	항목	주요 내용
(1)경쟁회복 명령	독점계약 금지 및 해지	상위 저작권자(레이블 등)와 독점적 저작권 계약 체결 금지 기체결 독점계약은 30일 내 해지
	우월조건 요구 금지	정당한 사유 없이 상위 저작권자에 경쟁사 대비 우월조건 요구 금지 이미 체결된 해당 계약 30일 내 해지
	선급금 등 비용 왜곡 금지	실사용 · 곡 단가 · 계약기간 등 합리적 기준에 따라 견적 제시 고액 선급금 등으로 경쟁사의 비용을 증가시켜 경쟁 배제/제한 금지
(2)과징금	벌금 부과	50만 위안
(3)기업결합 관련 의무	기준 충족 시 사전신고	국무원 규정 기준에 도달하면 사전 신고 의무
	기준 미달이라도 사전신고	기준 미달이어도 경쟁 배제 · 제한 효과 우려가 있으면 사전 신고 의무
(4)공정경쟁 · 준법체계 구축	자가점검 · 시정	반독점 전면 자가점검 및 경영행위 규제
	플랫폼 거버넌스	플랫폼 책임 이행, 내부 규칙 개선, 공평 · 합리 · 비차별 원칙 준수
	준법관리 체계	반독점 준수제도 구축 · 실행, 공정경쟁 의식 유지
	소비자 권익 보호	합리적 가격, 프라이버시 보호, 소비자 권리 보장
	업계 공정경쟁 · 혁신	공정경쟁 환경 유지와 혁신 촉진에 적극 기여

자료: 중국 국가시장감독관리총국(SAMR), 유안타증권 리서치센터

숏폼·라이브 플랫폼의 부상과 온라인 음악 산업의 구조적 전환

과거 중국 온라인 음악 플랫폼의 핵심 수익원은 음악 스트리밍이 아닌 소셜 엔터테인먼트 사업이었다. 실제로 2018년 텐센트 뮤직 전체 매출의 71%가 소셜 엔터테인먼트에서 발생했으며, 넷이즈 클라우드 뮤직 역시 2022년까지 해당 사업부의 매출 비중이 59%에 달했다. 소셜 엔터테인먼트는 라이브 방송, 온라인 노래방 서비스 등을 통해 사용자의 가상 선물 수수료나 멤버십으로 수익을 창출하는 비즈니스 모델이다.

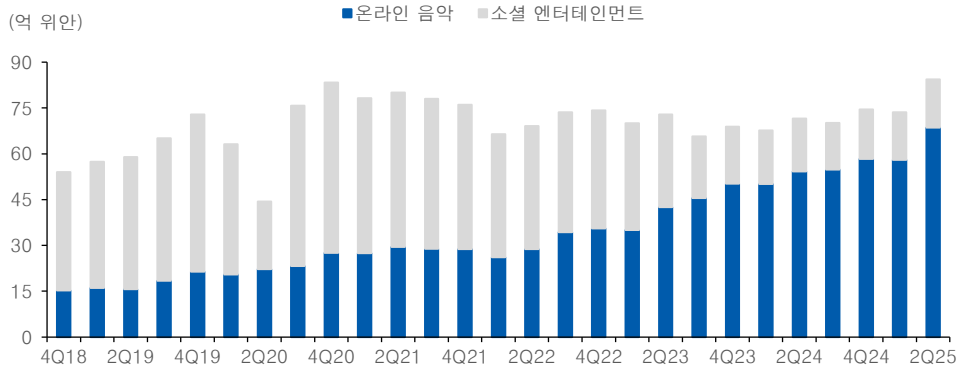
그러나 이러한 수익 구조는 2020년 이후 두 가지 거대한 외부 충격에 직면하며 근본적인 변화를 맞이했다. 바로 1) 더우인(Douyin)과 콰이쇼우(Kuaishou) 등 거대 숏폼 플랫폼의 부상과 2) 중국 정부의 라이브 스트리밍 산업 규제 강화이다.

먼저, 2020년부터 숏폼 플랫폼이 폭발적으로 성장하며 사용자의 시간을 잠식하기 시작했다. 사용자들이 숏폼 앱에 체류하는 시간이 급증함에 따라 기존 음악 플랫폼 산하의 라이브 방송 서비스 트래픽은 자연스럽게 감소했다. 이는 더 많은 트래픽과 수익을 창출할 수 있는 숏폼 플랫폼으로의 핵심 스트리머 이탈을 가속화했고, 결과적으로 음악 플랫폼의 소셜 엔터테인먼트 수익 기반을 약화시켰다.

경쟁 심화와 더불어, 2023년부터 본격화된 중국 정부의 라이브 스트리밍 산업 규제는 결정타로 작용했다. 정부는 산업 내 과도한 사행성 및 무분별한 후원 문화를 문제 삼아 1) 미성년자의 후원(Tipping) 금지, 2) 1회 후원 및 일일 누적 후원 상한액 설정 등의 강력한 조치를 시행했다. 이는 가상 선물에 대한 의존도가 높았던 라이브 스트리밍의 수익 모델에 직접적인 제동을 걸었다.

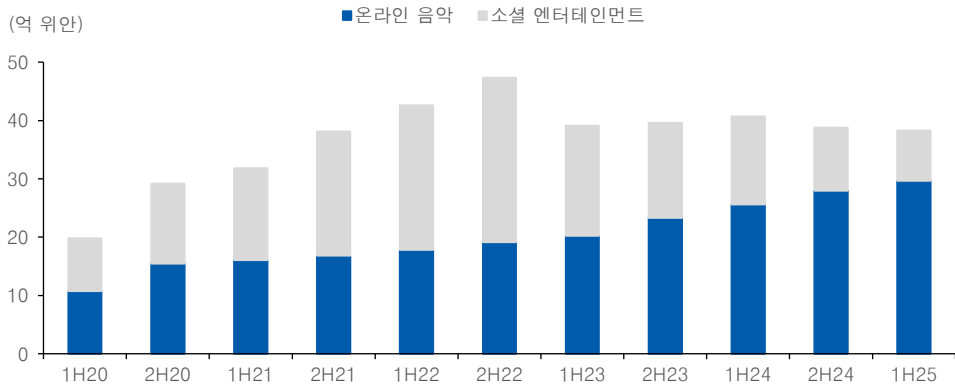
결과적으로, 기존의 핵심 수익원이었던 소셜 엔터테인먼트 사업의 성장성과 수익성이 한계에 직면하자, 양대 플랫폼은 본업인 온라인 음악 사업으로의 회귀를 가속화했다. 이러한 구조적 전환을 통해 2025년 현재 양사의 합산 매출에서 온라인 음악 사업이 차지하는 비중은 78% 이상으로 재편되었다.

텐센트뮤직(TME) 매출 비중 추이(4Q18~2Q25)



자료: UMG, 유안타증권 리서치센터

넷이즈 클라우드 뮤직 매출 비중 추이(1H20~1H25)



자료: UMG, 유안타증권 리서치센터



Tencent Music Entertainment (1698.HK)

NetEase Cloud Music (9899.HK)

Tencent Music Entertainment (1698.HK)

N/R (I)

압도적인 시장 점유율과 ARPPU 성장에 주목

TME는 월간 사용자 수 5.5억명 이상을 보유한 중국 최대 온라인 음악 및 오디오 엔터테인먼트 서비스 기업. 주요 사업 영역으로는 온라인 음악 스트리밍, 라이브 방송, 온라인 노래방 등이 있으며 최근 시말라야(Ximalaya) 지분 인수를 추진하며 롱폼(long-form) 오디오 영역으로 사업 영역 확장 중.

블룸버그 컨센서스 기준 동사 3Q25 매출액과 영업이익은 각각 82억 위안 (YoY +17%), 27억 위안 (OPM 33%, YoY +45%), 2025년 연간 매출액과 영업이익의 경우 각각 324억 위안 (YoY +14%), 122억 위안 (OPM 37%, YoY +61%)을 달성할 전망.

온라인 음악 서비스 부문은 최고 등급 프리미엄 멤버십인 SVIP 플랜의 가입자 수 확장과 할인 프로모션 축소를 통해 ARPPU를 안정적으로 높여가고 있음. 또한 아티스트 굿즈 판매 및 오프라인 공연 수익 성장을 통한 추가적인 외형 성장도 기대됨.

동사는 25년 6월 중국 최대 팟캐스트/롱폼 오디오 플랫폼인 시말라야 지분 100% 인수를 위한 계약 체결 후 규제 당국 승인 대기 중. 인수 완료시 유료 구독자 규모 확대 및 ARPPU 상승 등 기존 서비스와 시너지 효과 기대

Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	28,339	27,752	28,401	32,419	36,737
영업이익	3,732	5,007	7,514	12,222	12,635
당기순이익	3,677	4,920	6,644	10,952	10,519
PER	25.9	20.5	19.3	24.5	22.6
PBR	4.1	2.9	3.1	3.2	2.5
EV/EBITDA	35.9	23.0	21.4	18.2	17.0
ROE	7.5	9.5	10.7	14.0	13.1

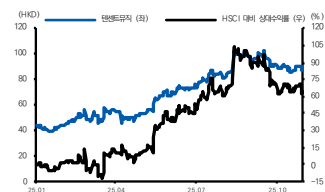
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

컨센서스	110.84 홍콩달러
현재주가 (10/31)	86.95 홍콩달러

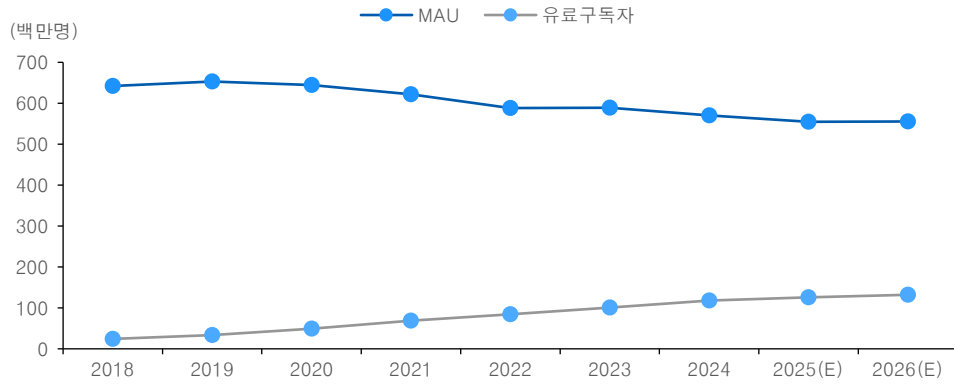
시가총액	2,694 억 홍콩달러
총발행주식수	716 백만주
90일 평균 거래대금	95 백만 홍콩달러
90일 평균 거래량	1,016,812 주
52주 고	104.0 홍콩달러
52주 저	39.80 홍콩달러
주요주주	SPOTIFY TECHNOLOGYS 19.7%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	-5.7	5.0	96.9
HSI Index	-3.3	5.5	27.7

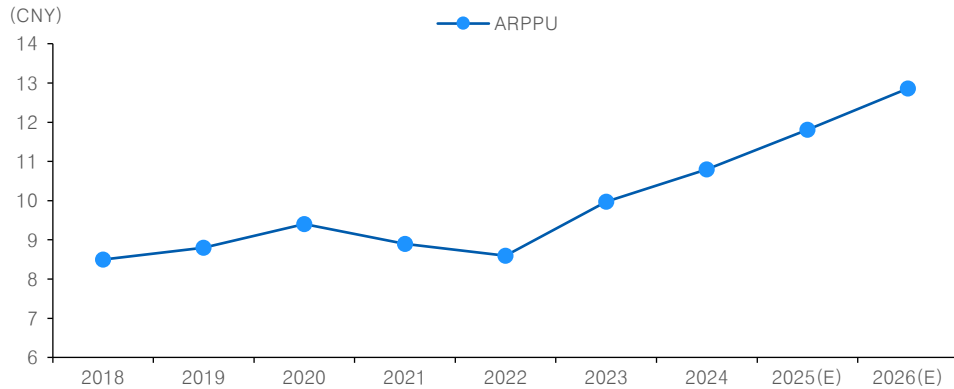
주가 및 상대수익률



(단위: 백만원, 위안, %, 배)

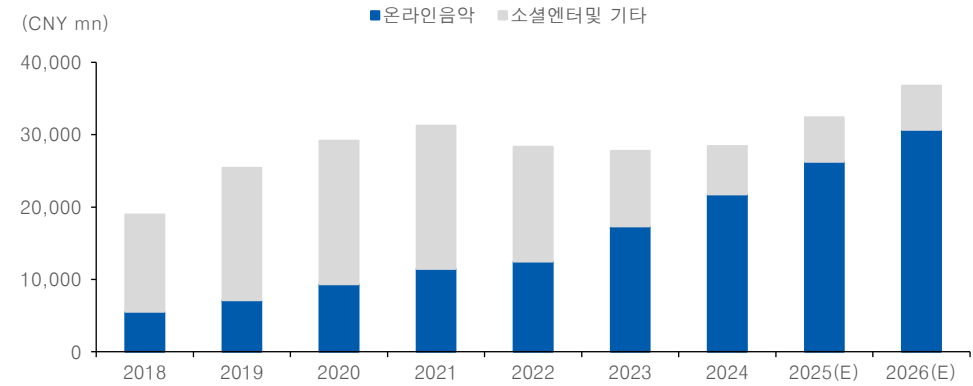
[그림 1] Tencent Music 음악스트리밍 MAU/유료구독자 수 추이 및 전망

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] Tencent Music 음악스트리밍 ARPPU 추이 및 전망

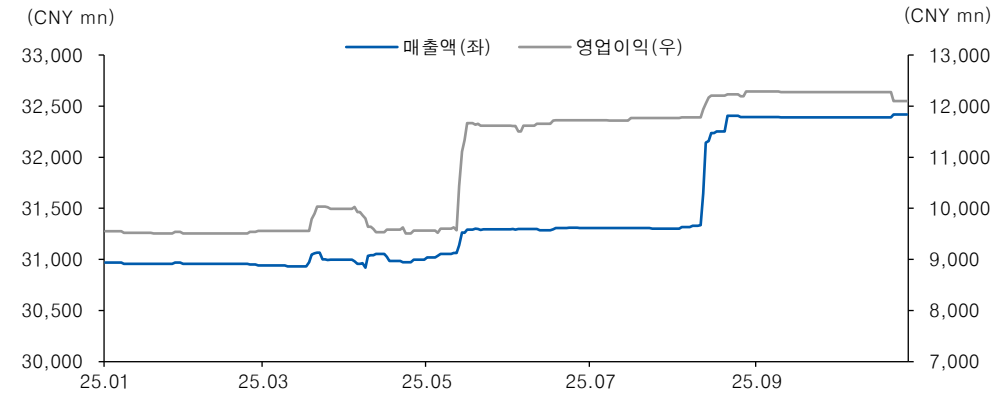
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] Tencent Music 주요 사업부문 별 매출 추이 및 전망



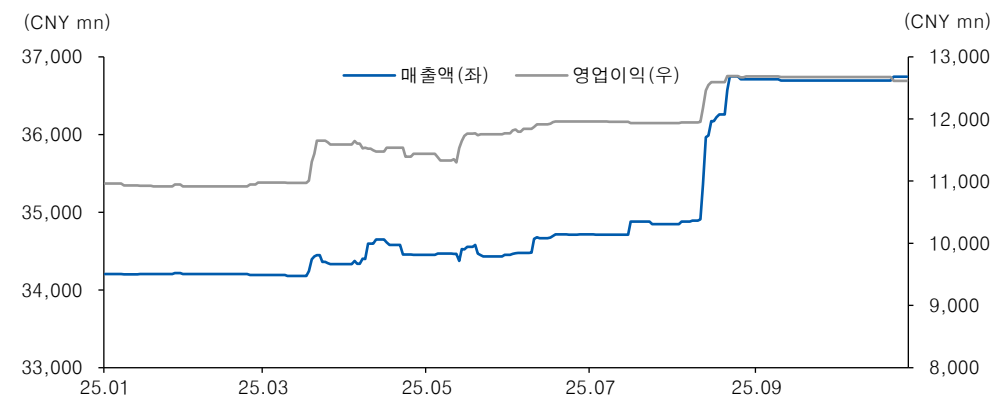
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] Tencent Music 2025년 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Tencent Music 2026 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

표 1) Tencent Music 실적 추이 및 전망

(단위: 백만 위안)

		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Total Sales	Total	7,356	8,442	8,225	8,385	8,243	9,262	9,236	9,496	28,401	32,419	36,743
	YoY%	9%	18%	17%	12%	12%	10%	12%	13%	2%	14%	13%
	QoQ%	-1%	15%	-3%	2%	-2%	12%	0%	3%			
Gross Profit	Total	3,242	3,749	3,617	3,801	3,717	4,257	4,248	4,403	12,025	14,425	16,916
	GPM%	44%	44%	44%	45%	45%	46%	46%	46%	42%	44.5%	46.0%
Operating Profit	Total	4,539	2,724	2,683	2,849	2,764	3,234	3,178	3,361	7,514	12,098	12,610
	OPM%	62%	32%	33%	34%	34%	35%	34%	35%	26%	37%	34%
	YoY%	170%	44%	45%	36%	-39%	19%	18%	18%	50%	61%	4%
	QoQ%	117%	-40%	-2%	6%	-3%	17%	-2%	6%			
Net profit	Total	4,291	2,409	2,123	2,236	2,228	2,619	2,551	2,683	6,644	9,570	11,016
	NPM%	58%	29%	26%	27%	27%	28%	28%	28%	23%	30%	30%
	YoY%	202%	43%	34%	14%	-48%	9%	20%	20%	35%	44%	15%
	QoQ%	119%	-44%	-12%	5%	0%	18%	-3%	5%			

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터.

Tencent Music Entertainment Group (1698.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	25,434	29,153	31,244	28,339	27,752
매출원가	16,761	19,851	21,840	19,566	17,957
매출총이익	8,673	9,302	9,404	8,773	9,795
판매비	4,744	5,576	6,687	5,557	5,018
영업이익	4,007	4,088	3,270	3,732	5,007
EBITDA	4,590	4,912	4,271	4,892	6,011
영업외손익	-533	-544	-362	-641	-1,038
외환관련손익	0	-2	-1	7	17
이자손익	-	-523	-410	-596	-928
관계기업관련손익	18	-19	47	-38	-127
기타	-551	0	2	-14	0
법인세비용차감전순이익	4,540	4,632	3,632	4,373	6,045
법인세비용	563	456	417	534	825
계속사업순이익	3,977	4,176	3,215	3,839	5,220
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,977	4,176	3,215	3,839	5,220
지배지분순이익	3,982	4,155	3,029	3,677	4,920
포괄순이익	5,273	8,079	527	151	8,387
지배지분포괄이익	5,273	8,079	527	151	8,387

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	4,885	5,239	7,481	7,337	10,275
당기순이익	4,155	3,029	3,677	4,920	6,644
감가상각비	824	1,001	1,160	1,004	978
외환손익	-2	-1	7	17	0
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-92	1,210	2,637	1,396	2,653
투자활동 현금흐름	-14,206	-5,999	-1,446	-1,863	-6,818
투자자산	18,197	18,337	18,162	19,000	24,773
총자산 증가 (CAPEX)	-108	-159	-85	-165	-319
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-32,295	-24,177	-19,523	-20,698	-31,272
재무활동 현금흐름	5,292	-3,710	-3,419	-1,538	-3,830
단기차입금	-	-	-	-	2,154
사채 및 장기차입금	5,175	5,062	5,536	5,636	3,572
자본	52,731	51,055	49,127	57,202	69,726
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-52,614	-59,827	-58,082	-64,376	-79,282
연결범위변동 등 기타	-269	-67	348	76	-30
현금의 증감	-4,298	-4,537	2,964	4,012	-403
기초 현금	15,426	11,128	6,591	9,555	13,567
기말 현금	11,128	6,591	9,555	13,567	13,164
NOPAT	3,686	2,895	3,276	4,324	6,131
FCF	4,777	5,080	7,396	7,172	9,956

자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	31,687	26,791	26,559	29,936	34,544
현금및현금성자산	11,128	6,591	9,555	13,567	13,164
매출채권 및 기타채권	2,800	3,610	2,670	2,918	3,508
재고자산	18	24	14	8	23
비유동자산	36,586	40,463	40,450	45,600	55,900
유형자산	487	526	721	857	1,098
관계기업등 지분관련자산	2,255	3,599	4,330	4,274	4,669
기타투자자산	9,771	8,797	5,648	8,977	16,862
자산총계	68,273	67,254	67,009	75,536	90,444
유동부채	9,602	10,450	11,717	12,014	16,550
매입채무 및 기타채무	7,891	8,524	9,424	9,045	11,194
단기차입금	0	0	0	0	2,154
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	5,940	5,749	6,165	6,320	4,168
장기차입금	5,175	5,062	5,536	5,636	3,572
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15,542	16,199	17,882	18,334	20,718
지배지분	52,245	50,317	48,099	55,907	67,863
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	35,044	36,238	36,456	36,576	29,035
이익잉여금	11,111	14,194	12,052	16,969	20,051
비지배지분	486	738	1,028	1,295	1,863
자본총계	52,731	51,055	49,127	57,202	69,726
순차입금	-23,480	-19,370	-21,448	-26,212	-31,577
총차입금	5,496	5,359	5,965	6,048	6,051

Valuation 지표	(단위: 위안 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS	2.5	1.8	2.3	3.2	4.3
BPS	15.43	14.84	14.01	21.94	26.63
EBITDAPS	2.95	3.16	4.67	4.7	6.66
SPS	17.6	18.82	17.69	17.78	18.42
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	51.96	23.25	25.91	20.51	19.27
PBR	8.14	2.93	4.08	2.92	3.11
EV/EBITDA	81.9	30.2	35.9	23.0	21.4
PSR	7.14	2.31	3.23	3.6	4.5

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	14.6%	7.2%	-9.3%	-2.1%	2.3%
영업이익 증가율 (%)	2.0%	-20.0%	14.1%	34.2%	50.1%
지배순이익 증가율 (%)	4.3%	-27.1%	21.4%	33.8%	35.0%
매출총이익률 (%)	31.9%	30.1%	31.0%	35.3%	42.3%
영업이익률 (%)	14.0%	10.5%	13.2%	18.0%	26.5%
지배순이익률 (%)	14.3%	10.3%	13.5%	18.8%	25.0%
EBITDA 마진 (%)	16.8%	13.7%	17.3%	21.7%	29.9%
ROIC	7.2	5.0	5.8	7.3	8.7
ROA	6.9	4.5	5.5	6.9	8.0
ROE	8.7	5.9	7.5	9.5	10.7
부채비율 (%)	10.42	10.5	12.14	10.57	8.68
순차입금/자기자본 (%)	-44.53	-37.94	-43.66	-45.82	-45.29
영업이익/금융비용 (배)	41.3	27.3	32.5	40.4	79.9

NetEase Cloud Music (9899.HK)

N/R (I)

마진 개선과 외형 성장이 동시에 나타나는 구간 진입

NetEase Cloud Music은 월간 사용자 수 2.2억명 이상을 보유한 중국 2위 온라인 음악 및 오디오 엔터테인먼트 서비스 기업. 주요 사업 영역으로는 온라인 음악 스트리밍, 라이브 방송 등이 있으며 주요 온라인 음악 플랫폼 중 젊은 연령층(1990년생 이후) 사용 비중이 높은 것(약 60%)이 특징.

블룸버그 컨센서스 기준 동사 2H25 매출액과 영업이익은 각각 40억 위안 (YoY +3%), 8억 위안 (OPM 20%, YoY +41%), 2025년 연간 매출액과 영업이익의 경우 각각 79억 위안 (YoY -0.3%), 16억 위안 (OPM 21%, YoY +40%)을 달성할 전망.

온라인 음악 서비스 부문은 알리바바와 제후 및 5위안 학생 요금제 등 공격적인 프로모션을 통해 유료 사용자 기반을 빠르게 확보 중. 또한 최근 RBW, Starship 등 K-pop 음원을 도입하며 라이브 러리를 확충함에 따라 MAU와 유료구독자 수는 지속 상승할 것으로 보임.

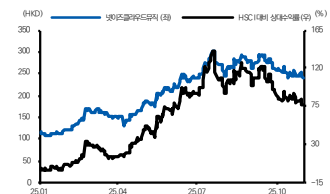
소셜 엔터테인먼트 부문의 구조조정으로 인한 매출 감소가 하향 안정화됨에 따라 2026년부터 매출 증가와 운영 레버리지에 의한 마진 개선이 동시에 나타날 것으로 전망.

컨센서스	321.66 홍콩달러
현재주가 (10/31)	240.80 홍콩달러

시가총액	524 억 홍콩달러
총발행주식수	2,046 백만주
90일 평균 거래대금	243 백만 홍콩달러
90일 평균 거래량	898,679 주
52주 고	303.4 홍콩달러
52주 저	106.0 홍콩달러
주요주주	NetEase Inc 59.3%

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	-7.3	-5.2	92.6
HSI Index	-3.3	5.5	27.7

주가 및 상대수익률

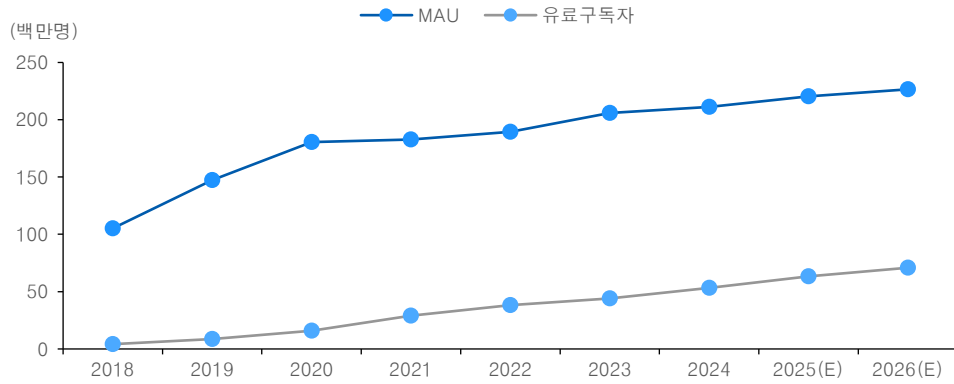


Forecasts and Valuation (GAAP 연결)

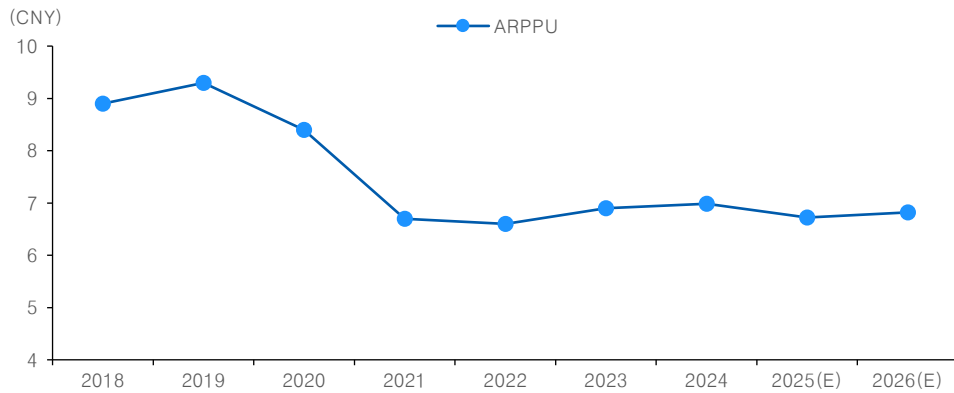
(단위: 백만위안, 위안, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	8,922	7,867	7,950	7,927	8,711
영업이익	-390	332	1,173	1,646	2,001
당기순이익	-221	734	1,562	2,702	2,180
PER	-	23.4	14.4	16.9	20.7
PBR	1.9	2.1	2.3	3.7	3.1
EV/EBITDA	-	22.7	11.0	21.7	18.1
ROE	-2.9	9.0	16.8	21.7	15.4

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

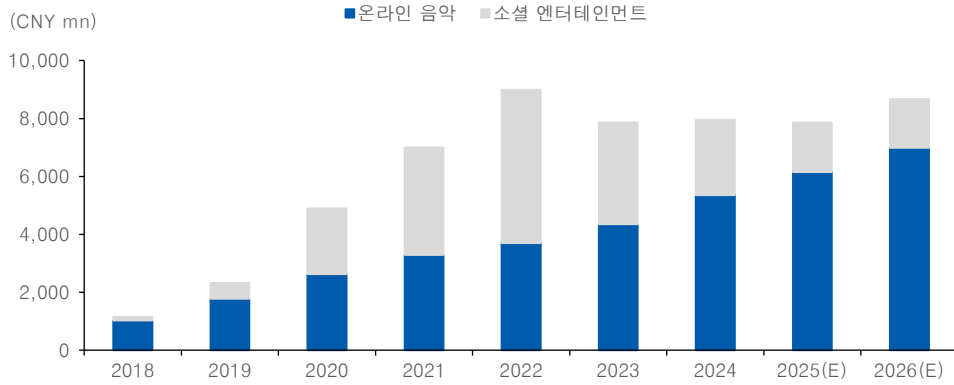
[그림 1] NetEase Cloud Music 음악스트리밍 MAU/유료구독자 수 추이 및 전망

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] NetEase Cloud Music 음악스트리밍 ARPPU 추이 및 전망

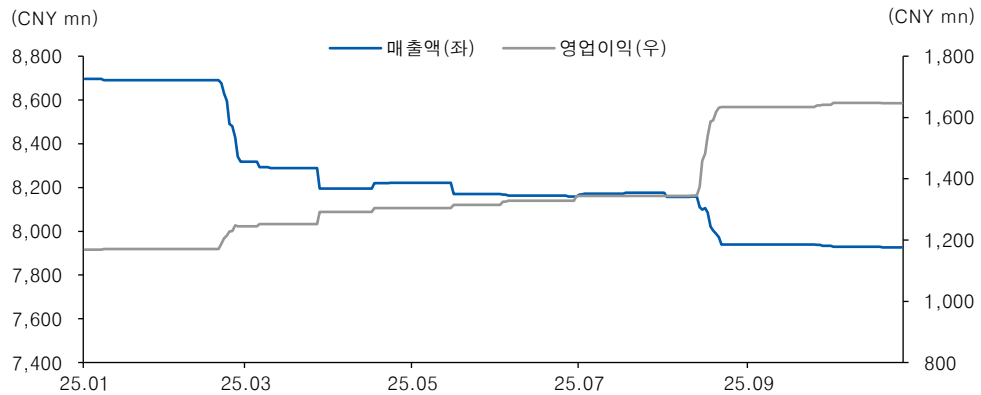
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] NetEase Cloud Music 주요 사업부문 별 매출 추이 및 전망



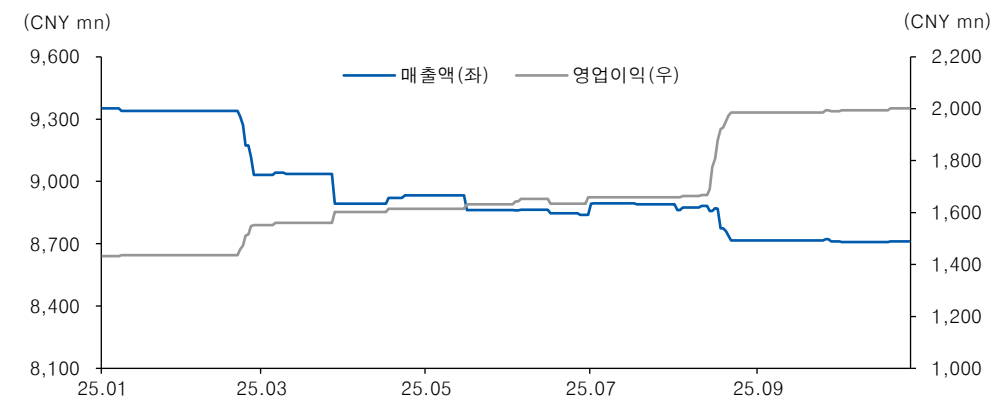
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] NetEase Cloud Music 2025년 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] NetEase Cloud Music 2026 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

표 1] NetEase Cloud Music 실적 추이 및 전망

(단위: 백만 위안)

		1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25E	1H26E	2H26E	2024	2025E	2026E
Total Sales	Total	3,908	3,959	4,070	3,880	3,827	4,006	4,103	4,244	7,950	7,927	8,711
	YoY%	-8%	-16%	4%	-2%	-6%	3%	7%	6%	1.1%	-0.3%	9.9%
	HoH%	-17%	1%	3%	-5%	-1%	5%	2%	3%			
Gross Profit	Total	537	756	965	1,138	1,426	1,467	1,510	1,583	2,682	2,882	3,322
	GPM%	14%	19%	24%	29%	37%	37%	37%	37%	34%	36.4%	38.1%
Operating Profit	Total	105	224	600	569	845	802	864	892	1,173	1,646	2,001
	OPM%	3%	6%	15%	15%	22%	20%	21%	21%	15%	21%	23%
	YoY%	흑전	흑전	흑전	흑전	41%	41%	2%	11%	253%	40%	22%
	HoH%	흑전	114%	168%	-5%	49%	-5%	8%	3%			
Net profit	Total	294	440	810	756	1885	905	904	928	1,562	2,824	2,290
	NPM%	8%	11%	20%	19%	49%	23%	22%	22%	20%	36%	26%
	YoY%	흑전	흑전	흑전	72%	133%	20%	-52%	3%	113%	81%	-19%
	HoH%	496%	50%	84%	-7%	150%	-52%	0%	3%			

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NetEase Cloud Music Inc. (9899.HK) 재무제표 (GAAP 연결)

손익계산서	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,318	4,896	6,998	8,992	7,867
매출원가	3,375	5,491	6,855	7,699	5,764
매출총이익	-1,057	-595	143	1,293	2,103
판매비	279	424	696	806	923
영업이익	-1,644	-1,503	-1,343	-390	332
EBITDA	-1,629	-1,481	-1,327	-364	352
영업외손익	370	1,446	708	-185	-435
외환관련손익	-4	21	4	-5	2
이자손익	-45	-	-	-	-
관계기업관련손익	1	4	-2	3	0
기타	419	1,421	707	-183	-438
법인세비용차감전순이익	-2,014	-2,950	-2,051	-204	768
법인세비용	2	2	5	17	33
계속사업순이익	-2,016	-2,951	-2,056	-221	734
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2,016	-2,951	-2,056	-221	734
지배지분순이익	-2,016	-2,951	-2,056	-221	734
포괄순이익	-2,085	-2,525	-1,886	298	840
지배지분포괄이익	-2,085	-2,525	-1,886	298	840

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-860	-939	1,988	606	2,050
당기순이익	-2,951	-2,056	-221	734	1,562
감가상각비	22	16	25	19	17
외환손익	21	4	-5	2	2
종속, 관계기업관련손익	-	-	-	-	-
자산부채의 증감	-	-	-	-	-
기타현금흐름	2,048	1,097	2,189	-149	469
투자활동 현금흐름	3,297	-3,896	14	810	-2,214
투자자산	971	241	0	0	0
영업판 증가 (CAPEX)	-21	-40	-26	-6	-4
유형자산 감소	1	1	2	2	2
기타현금흐름	2,345	-4,099	38	813	-2,213
재무활동 현금흐름	-321	2,679	-3	-308	-62
단기차입금	-	-	-	-	-
사채 및 장기차입금	11,162	0	0	0	0
자본	-5,307	7,382	7,820	8,441	10,182
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-6,177	-4,703	-7,823	-8,749	-10,244
연결법위반등 기타	-21	4	64	-5	1
현금의 증감	2,095	-2,153	2,063	1,104	-225
기초 현금	911	3,006	853	2,917	4,020
기말 현금	3,006	853	2,917	4,020	3,795
NOPAT	-1,867	-1,525	-360	318	1,170
FCF	-881	-978	1,962	601	2,047

자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, OA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 백만원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	6,863	8,769	10,475	11,323	11,952
현금및현금성자산	3,823	6,381	9,108	9,505	10,216
매출채권 및 기타채권	254	674	558	923	1,055
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,195	619	416	287	1,630
유형자산	21	55	54	39	26
관계기업등 지분관련자산	89	93	79	79	72
기타투자자산	1,085	471	283	169	1,531
자산총계	8,057	9,388	10,891	11,611	13,582
유동부채	2,173	1,948	3,010	3,100	3,312
매입채무 및 기타채무	1,756	1,292	2,251	2,048	2,025
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	11,192	58	61	70	89
장기차입금	11,162	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	13,364	2,006	3,071	3,170	3,401
지배지분	-5,307	7,382	7,820	8,441	10,178
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	2,582	16,900	17,113	17,286	17,552
이익잉여금	-8,371	-10,597	-10,820	-10,087	-8,526
비지배지분	0	0	0	0	4
자본총계	-5,307	7,382	7,820	8,441	10,182
순차입금	6,368	-6,619	-9,105	-9,502	-10,214
총차입금	11,162	3	3	3	2

Valuation 지표	(단위: 위안 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
EPS	-24.2	-15.9	-1.1	3.5	7.5
BPS	-43.8	35.5	36.9	39.4	47.0
EBITDAPS	-7.1	-7.3	9.5	2.9	9.8
SPS	40.2	54.2	43.0	37.4	38.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	23.4	14.3
PBR	-	3.6	1.9	2.1	2.3
EV/EBITDA	-	-	-	22.7	11.0
PSR	-	2.4	1.6	2.2	2.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	111.2%	42.9%	28.5%	-12.5%	1.1%
영업이익 증가율 (%)	-8.5%	-10.7%	-71.0%	-185.3%	253.1%
지배순이익 증가율 (%)	46.4%	-30.3%	-89.2%	-431.5%	112.7%
매출총이익률 (%)	-12.2%	2.0%	14.4%	26.7%	33.7%
영업이익률 (%)	-30.7%	-19.2%	-4.3%	4.2%	14.8%
지배순이익률 (%)	-60.3%	-29.4%	-2.5%	9.3%	19.7%
EBITDA 마진 (%)	-30.3%	-19.0%	-4.1%	4.5%	15.0%
ROIC	-27.2	-23.0	-4.7	3.9	12.5
ROA	-34.5	-23.6	-2.2	6.5	12.4
ROE	-	-	-2.9	9.0	16.8
부채비율 (%)	-	0.04	0.04	0.04	0.02
순차입금/자기자본 (%)	-	-89.67	-116.44	-112.57	-100.32
영업이익/금융비용 (배)	-	-	-1,116.1	1,048.0	4,909.0

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 이원욱, 한동우)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
 3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현용	3634	hyunyoung.shin@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com				

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com	전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
스물업	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
화학품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com				
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com				

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com	Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	선여원	5583	yeowon.sun@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com	Research Assistant	현정희	5570	junghye.hyun@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com				

