

买入

用户付费有明显提升,持续打造音乐社交平台

腾讯音乐 (TME. US)

2020-09-10 星期四

投资要点

目标价: **19.7 美元**
 现价: 16.35 港元
 预计升幅: 20%

公司二季度业绩情况:

公司二季度营收为 69.3 亿元,同比增长 17.4%,二季度成本为 47.6 亿元同比增长 20.3%,净利润为 9.39 亿元,同比增长 1.3%,净利润率为 13.5%。分业务来看,来自在线音乐服务业务营收为人民币 22.2 亿元,同比增长 42.2%,主要由于来自音乐订阅的营收强劲增长,付费用户人数增长了 51.9%。来自社交娱乐服务业务的收入为 47.1 亿元,同比增长 8.6%。社交娱乐服务的付费用户基数同比增长 11.6%,但每付费用户平均收入同比下降 2.6%。

重要数据

日期	2020-09-09
收盘价 (美元)	16.35
总股本 (百万 ADS)	1,635
总市值 (百万美元)	27,410
净资产 (百万美元)	6,204
总资产 (百万美元)	7,404
52 周高低 (美元)	17.97/9.22
每股净资产 (美元)	1.85

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

与 Kobalt Music 达成协议,版权优势进一步提升:

公司与唱片公司 Kobalt Music 正式达成战略合作。公司旗下平台将全面上线 Kobalt Music 正版音源。未来双方有望在内容上以改编翻唱、多元音娱体验等形式对音乐 IP 深度开发。同时公司将助力 Kobalt Music 向演唱会、音乐节、线上直播等领域不断延伸,满足海内外用户的多元化音乐需求。我们认为公司在版权领域优势进一步提升,对于公司稳固现有市场地位有促进作用。

长音频业务持续发力,核心指标快速增长:

从数据上看,长音频用户使用率有显著增长,MAU 同比增长了一倍以上。而且长音频内容 IP 数量也在指数级增长。管理层对于该业务的商业模式有了更加清晰的布局,例如交叉销售订阅策略、引入独立订阅包、内置广告等方式提升商业化水平。

维持“买入”评级,目标价 203 港元:

公司为中国龙头地位在线音乐服务提供商,未来业务随着用户为音乐版权付费习惯的养成而继续增长,我们长期看好公司业务发展趋势。综上,按照分布估值法,分别按照在线音乐业务 2020 年 5 倍 PS 及社交娱乐业务 30 倍 PE 进行估值,得出当前公司合理估值为 322 亿美元,因此给予公司 19.7 美元的目标价,维持“买入”评级。

主要股东

腾讯	55.60%
Spotify	8.40%
PAG	8.20%

相关报告

腾讯音乐 (TME. US) - 首发报告-20200730

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	18,985	25,434	26,944	33,368	40,644
同比增长	72.89%	33.97%	5.94%	23.84%	21.80%
净利润	1,832	3,977	3,230	4,368	6,470
同比增长	38.89%	117.09%	-18.79%	35.26%	48.09%
净利润率	9.65%	15.64%	11.99%	13.09%	15.92%
每 ADS 盈利 (元)	1.11	2.41	1.95	2.64	3.91
PE	103.3	47.6	58.6	43.3	29.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

在线音乐付费用户快速增长，社交娱乐仍在调整期：

公司二季度营收为 69.3 亿元，同比增长 17.4%，二季度成本为 47.6 亿元同比增长 20.3%，主要是由于增加了在新产品和内容提供方面的投资，以及提升了收入分成比例，公司二季度净利润为 9.39 亿元，同比增长 1.3%，净利率为 13.5%。分业务来看，来自在线音乐服务业务营收为人民币 22.2 亿元，同比增长 42.2%，主要由于来自音乐订阅的营收强劲增长，另外出售数字音乐专辑的营收和广告服务营收也有一定贡献，但一定程度上被分授权营收下降部分抵消。在线音乐业务中，通过用户订阅产生的收入 13.1 亿元，与去年同期的人民币 7.98 亿元相比，大幅增长 64.7%。这主要是由于付费用户人数增长了 51.9%，以及月度每付费用户平均收入增长 8.1% 所带动，这一数据意味着公司在内容方面依然保持着领先优势，良好的付费墙策略以及增强的推荐能力，让公司在线音乐业务付费率从去年同期的 4.8% 大幅提升至 7.2%。而公司另一块重要业务，来自社交娱乐服务业务的收入为 47.1 亿元，同比增长 8.6%。社交娱乐服务的付费用户基数同比增长 11.6%，但每付费用户平均收入同比下降 2.6%。

图 1：各项业务表现情况（百万元）



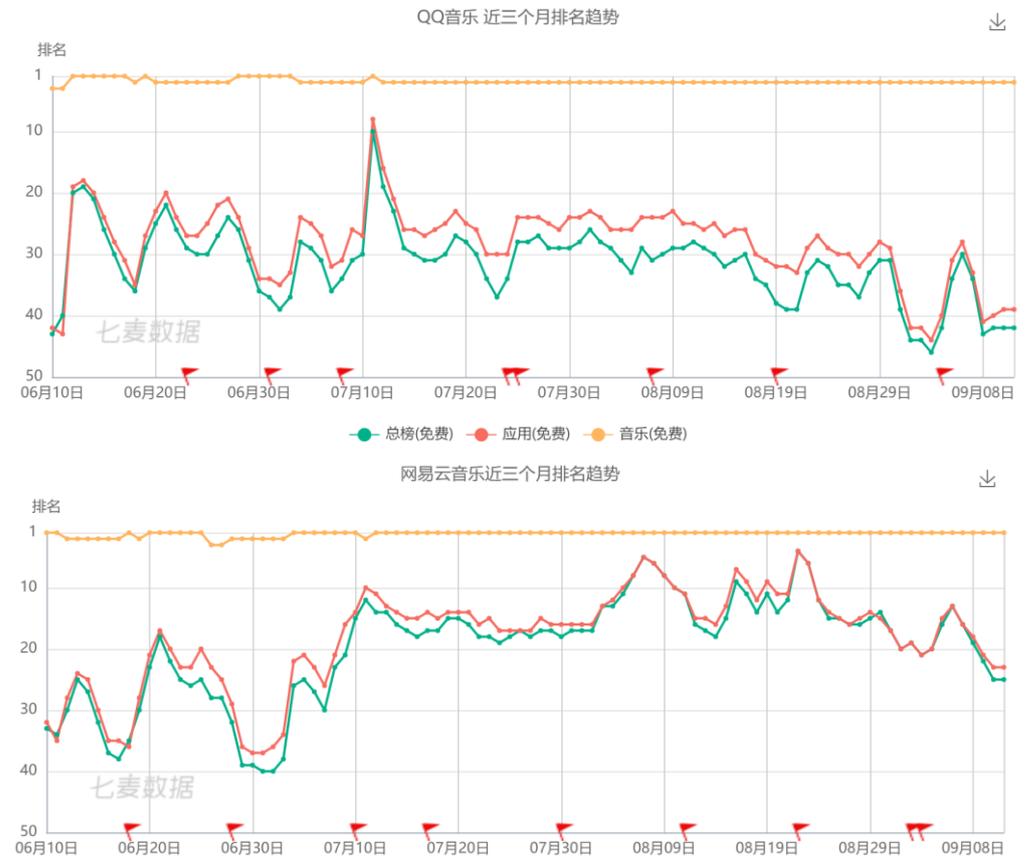
资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

表 1：核心数据运营情况

	2019 年二季度	2020 年二季度	同比
在线音乐月活跃用户数量（百万）	652	651	-0.20%
社交娱乐服务月活跃用户数量（百万）	242	236	-2.50%
在线音乐付费用户数量（百万）	31.0	47.1	51.90%
社交娱乐服务付费用户数量（百万）	11.2	12.5	11.60%
在线音乐 ARPPU（元）	8.6	9.3	8.10%
社交娱乐服务 ARPPU（元）	129	125.6	-2.60%

资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：公司旗下核心产品运营及下载情况与竞争对手对比



资料来源：七麦数据、国元证券经纪(香港)整理

与 Kobalt Music 达成战略合作协议，版权优势进一步提升：

自 8 月初公司与环球音乐集团等多家唱片公司签订新的合作协议后，公司于 8 月中旬再次在版权市场上有所斩获，公司与全球领先的唱片公司 Kobalt Music 正式达成战略合作。公司旗下 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌等平台将全面上线 Kobalt Music 的正版音源。未来双方有望在内容上以改编翻唱、多元音娱体验等形式对音乐 IP 深度开发，同时共同发掘和培养音乐人，促进东西方音乐文化交融。同时公司将助力 Kobalt Music 向演唱会、音乐节、线上直播等领域不断延伸，满足海内外用户的多元化音乐需求。我们认为公司在版权领域优势进一步提升，对于公司稳固现有市场地位有促进作用。

社交业务处于调整期，未来将打造可持续发展音乐社交平台：

社交业务 MAU 第一季度增长非常高，因为疫情的原因很多用户在家中卡拉 OK 和直播行为。二季度全面复工开学后，该业务 MAU 开始降低，同时短视频应用的竞争对全民 K 歌用户也产生了一定负面影响。我们预计由于竞争状态会继续下去，第三季度社交业务 MAU 会继续小幅降低。预计未来公司会旗下产品

进行改进，例如增加视频功能以及更多与社交元素有关的产品功能，这些功能非常着重于提高用户参与度。例如线上音乐会和扑通社区，以后用户在 QQ 音乐、酷狗音乐和全面 K 歌中会看到越来越丰富的视频内容。而在全面 K 歌 7.0 中，用户社区中有了更多的交互功能，例如在线歌唱室的推广，用户在社区中发布活动等。未来公司将基于音乐产业链打造一个长期、可持续和健康的音乐社区平台。

长音频业务持续发力，核心指标快速增长：

自年初阅文集团与腾讯音乐签署了为期五年的合作协议后，双方将共同开发制作有声书、访谈节目等长音频内容，目前基于阅文海量版权和 QQ 音乐庞大用户群，双方合作将有明显的协同效应。目前管理层对该业务成长感到满意，从数据上看，长音频用户使用率有显著增长，MAU 同比增长了一倍以上。而且长音频内容 IP 数量也在指数级增长。公司在上半年对顶级 IP 进行了大量内部调整，使它们变得更加适合长音频的格式内容，另外平台未来还会积极与优质 UGC 平台合作。对于该业务的商业模式，管理层目前提出了几点，首先从交叉销售订阅策略开始做，对于音乐订阅用户而言，只需增加少部分付费即可享受长音频订阅，对现有的音乐用户很有吸引力，同时又促使音乐订阅行为发生；其次公司为长音频板块引入了一个独立订阅包，满足用户个性化需求；除此之外未来还会可能通过内置广告的方式提升商业化水平。

公司未来发展展望：

公司为中国移动音乐市场领先者，付费提升空间巨大，基于音乐内容的平台能够持续健康发展，稳定的增长和市场地位让公司发展值得长期看好：

- 在线音乐业务由于公司掌握了中国总曲库 9 成以上版权，同时拥有绝大部分头部音乐内容版权。行业已经正式步入存量红利市场，用户付费意愿和付费习惯将逐渐养成，用户为自己喜爱的音乐内容付费将成为常态，未来付费率水平将达到 20%；
- 社交娱乐业务所处行业已经相对成熟及饱和，但是由于公司拥有庞大的流量入口优势，因此能够使得业务贡献获得的收入增长，目前该业务和传统秀场直播平台的数据相比，特别是在 ARPPU 方面有较大差距，未来还有较大提升空间，总体来看收入增长趋势保持在 10% 左右维持买入评级，目标价 203 港元：

公司为中国龙头地位在线音乐服务提供商,未来业务随着用户为音乐版权付费习惯的养成而继续增长,我们长期看好公司业务发展趋势。综上,我们按照分布估值法,分别按照在线音乐业务2020年5倍PS及社交娱乐业务30倍PE进行估值,得出当前公司合理估值为322亿美元,因此给予公司19.7美元的目标价,维持“买入”评级。

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	18,985	25,434	26,944	33,368	40,644
成本	(11,708)	(16,761)	(18,721)	(22,971)	(26,535)
毛利	7,277	8,673	8,223	10,397	14,109
销售费用	(1,714)	(2,041)	(2,156)	(2,669)	(3,251)
管理费用	(2,258)	(2,703)	(2,883)	(3,203)	(3,861)
其他收入	(1,266)	693	615	615	615
营运利润	2,039	4,622	3,800	5,139	7,611
投资收入	(36)	(82)	0	0	0
税前利润	2,003	4,540	3,800	5,139	7,611
所得税	(171)	(563)	(570)	(771)	(1,142)
净利润	1,832	3,977	3,230	4,368	6,470
增长					
收入增长 (%)	72.9%	34.0%	5.9%	23.8%	21.8%
净利润 (%)	38.9%	117.1%	-18.8%	35.3%	48.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
应收账款	1,483	2,198	2,329	2,884	3,512
存货	35	26	29	36	41
其他流动资产	1,904	2,264	2,396	2,957	3,592
存款	0	7,000	7,000	7,000	7,000
货币资金	17,356	15,426	19,151	24,380	31,333
流动资产总计	20,778	26,914	30,904	37,256	45,478
固定资产	168	179	197	217	238
无形资产	18,851	18,910	18,910	18,910	18,910
金融资产	3,331	4,461	4,461	4,461	4,461
其他固定资产	1,477	2,214	2,214	2,214	2,214
总资产	44,605	52,678	56,686	63,057	71,301
应付账款	1,830	2,559	2,858	3,507	4,051
应付负债	2,742	3,782	4,224	5,183	5,987
其他流动负债	1,666	2,149	2,181	2,608	3,093
流动负债总计	6,238	8,490	9,263	11,299	13,132
长期负债	595	510	510	510	510
总负债	6,833	9,000	9,773	11,809	13,642
股东权益	37,772	43,678	46,913	51,248	57,660

财务分析

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	38.3%	34.1%	30.5%	31.2%	34.7%
EBIT率 (%)	10.7%	18.2%	14.1%	15.4%	18.7%
净利率 (%)	9.6%	15.6%	12.0%	13.1%	15.9%
ROE	4.9%	9.1%	6.9%	8.5%	11.2%
营运表现					
费用/收入 (%)	20.9%	18.7%	18.7%	17.6%	17.5%
实际税率 (%)	8.5%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
应收账款天数	28	31	31	31	31
应付账款天数	57	56	56	56	56
财务状况					
负债/权益	0.18	0.21	0.21	0.23	0.24
收入/总资产	0.43	0.48	0.48	0.53	0.57
总资产/权益	1.18	1.21	1.21	1.23	1.24
现金/总资产	38.9%	29.3%	33.8%	38.7%	43.9%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
税前利润	2,003	4,540	3,800	5,139	7,611
非现金调整	2,184	670	576	771	990
运营资本变化	1,445	990	553	757	37
经营活动现金流	5,632	6,200	4,928	6,668	8,638
购买物业及设备	(132)	(95)	(18)	(20)	(22)
购买无形资产	(1,102)	(191)	(1,186)	(1,419)	(1,664)
其他投资活动	44	(7,816)	0	0	0
投资活动现金流	(1,190)	(8,102)	(1,204)	(1,439)	(1,686)
上市融资	7,741	12	0	0	0
其他融资活动	0	(43)	0	0	0
融资活动现金流	7,741	(31)	0	0	0
汇兑变化	(1)	3	0	0	0
现金变化	12,182	(1,930)	3,725	5,229	6,953
期初持有现金	5,174	17,356	15,426	19,151	24,380
期末持有现金	17,356	15,426	19,151	24,380	31,333

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

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

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>