

买入

静待业务完成调整, 估值安全边际较高

腾讯音乐 (TME.US)

2021-10-20 星期三

目标价:	11.0 美元
现价:	8.42 美元
预计升幅:	30.5%

重要数据

日期	2021-10-20
收盘价 (美元)	8.42
总股本 (百万 ADS)	1,656
总市值 (百万美元)	14,251
净资产 (百万美元)	8,200
总资产 (百万美元)	10,617
52 周高低 (美元)	32.25/6.82
每股净资产 (美元)	2.37

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

腾讯	55.10%
Spotify	8.40%
PAG	8.20%

相关报告

腾讯音乐 (TME.US) - 首发报告-20200730
 腾讯音乐 (TME.US) - 更新报告-20200909、
 20201116、20210518

研究部

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

投资要点

➤ 收入增速放缓, 用户数据保持平稳:

第二季度公司实现营收 80.1 亿元, 同比增长 15.5%, 净利润为 8.7 亿元, 同比下降 7.6%。分业务来看, 腾讯音乐来自在线音乐服务的收入为 29.5 亿元, 同比增长 32.8%, 来自社交娱乐服务及其他的收入为 50.6 亿元, 同比增长 7.4%。

➤ 订阅收入保持高增长, 非订阅增长短期承压:

在线音乐服务的 MAU 同比下降, 部分是由于一些轻度用户流失至其他泛娱乐平台, 但环比 MAU 有回升, 用户使用时长同比与环比也均有所提升, 同时音乐会员收入继续保持高速增长, 预计二季度同比有 36% 的增长, 付费率提升至 10.6%。我们预计付费率全年将达到 12% 至 13% 的水平, MAU 继续保持平稳回升。

➤ 公司放弃独家版权, 商业模式需要转型:

公司发布“关于放弃音乐版权独家授权权利的声明”, 表示最大限度寻求与相关上游版权方尽快解除独家协议。此次取消独家版权将对公司未来发展路径和模式产生巨大影响, 在接下来几个季度公司将会谋取新的增长驱动力, 将过去“版权+流量”的思维定式向“内容+平台”转变, 同时寻找新商业模式。

➤ 估值回落到降低区间, 维持买入评级:

按照分布估值法, 在线音乐业务 2021 年 6 倍 PS 及社交娱乐业务 8 倍 PE 进行估值, 得出当前公司合理估值为 182.0 亿美元, 给予公司 11.0 美元的目标价, 有 30.5% 的上升空间, 目前公司整体估值已经进入历史最低区间, 安全边际较高, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	25,434	29,153	34,205	40,807	49,171
同比增长	33.97%	14.62%	17.33%	19.30%	20.50%
净利润	3,977	4,176	3,889	4,412	6,569
同比增长	117.09%	5.00%	-6.87%	13.45%	48.88%
净利润率	15.64%	14.32%	11.37%	10.81%	13.36%
每 ADS 盈利 (元)	2.43	2.53	2.35	2.66	3.96
PE	22.2	21.3	23.0	20.3	13.6

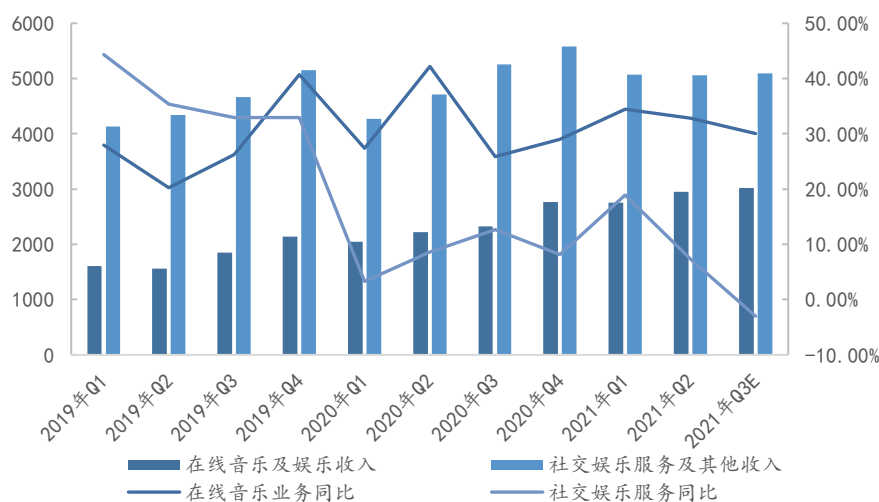
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

收入增速放缓，用户数据保持平稳：

第二季度公司实现营收 80.1 亿元，同比增长 15.5%，净利润为 8.7 亿元，同比下降 7.6%。分业务来看，腾讯音乐来自在线音乐服务的收入为 29.5 亿元，同比增长 32.8%，来自社交娱乐服务及其他的收入为 50.6 亿元，同比增长 7.4%。运营数据方面，在线音乐业务 MAU 为 6.23 亿，同比下降 4.3%，付费用户为 6620 万，同比增长 40.6%，每月 ARPPU 为 9 元，去年同期为 9.3 元。而社交娱乐业务 MAU 为 2.09 亿，同比下降 13.3%，付费用户为 1100 万，同比下降 12.7%，每月 ARPPU 为 153.3 元，同比增长 23%，主要是主 APP 更新后加入了更多玩法，提升了用户付费意愿。

图 1：各项业务表现情况及下一季度预期（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

	2020年一季度	2020年二季度	2021年一季度	同比	2021年二季度	同比
在线音乐月活跃用户数量(百万)	657	651	615	-6.4%	623	-4.3%
社交娱乐服务月活跃用户数量(百万)	261	241	224	-14.2%	209	-13.3%
在线音乐付费用户数量(百万)	42.7	47.1	60.9	42.6%	66.2	40.6%
社交娱乐服务付费用户数量(百万)	12.9	12.6	11.3	-12.4%	11	-12.7%
在线音乐ARPPU(元)	9.4	9.3	9.3	-1.1%	9	-3.2%
社交娱乐服务ARPPU(元)	110.3	124.6	147.9	35.7%	153.3	23.0%

资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

订阅会员数保持高增长，非订阅增长短期承压：

在线音乐服务的 MAU 同比下降，部分是由于一些轻度用户流失至其他泛娱乐平台，但环比 MAU 有回升，用户使用时长同比与环比也均有所提升，同时音乐会员收入继续保持高速增长，预计二季度同比有 36% 的增长，付费率提升至 10.6%。我们预

计付费率全年将达到 12%至 13%的水平，MAU 继续保持平稳回升，每月 ARPPU 在优惠活动下保持在 9 元左右水平，全年会员订阅收入将实现 30%以上的增长。在线音乐业务中的广告业务由于受到监管对开屏广告整治的影响，预计收入增速将有所放缓，有可能下降至中高双位数水平。因此广告业务需几个季度调整，未来当公司引入新的广告形式将会重新进入高增长区间。另外饭圈整治预计将对数专收入造成一定影响，版权转授收入或也随着部分转授合同的到期而下降，因此下半年公司在线音乐总体增速将明显降速。社交娱乐业务 MAU 下降，主要是由于其他泛娱乐平台的竞争加剧，行业总体增长乏力且受到部分政策监管加强影响。虽然 MAU 有所下降，但公司持续升级产品与玩法创新，不断加强视频化、社交化和社区化建设，让用户付费水平有所提升。。

公司放弃独家版权，商业模式需要转型：

公司发布“关于放弃音乐版权独家授权权利的声明”，表示最大限度寻求与相关上游版权方尽快解除独家协议。截至 2021 年 8 月 23 日，公司已针对已达成的独家协议全部上游版权方发送相关函件，告知其需按期解约，其中绝大部分独家协议已按期解约。另外，放弃与上游相关版权方音乐版权独家协议中有关音乐版权独家授权的权利（与独立音乐人独家合作期限不超过三年，及新歌独家首发期不超过三十日之情形除外），上游版权方可以自行向其他经营者进行授权，并不予追究相关版权方因授权其他经营者而产生的相关责任。未来将以非独家方式与上游版权方继续保持合作，并就非独家合作事宜与上游版权方进行协商。此次取消独家版权将对公司未来发展路径和模式产生巨大影响，在接下来几个季度公司将会谋取新的增长驱动力，将过去“版权+流量”的思维定式向“内容+平台”转变，同时寻找新商业模式。未来行业一旦完成建立版权共享机制，依靠独家版权吸引用户的路径就基本失效。因此我们预计未来平台增长将围绕内容创造和资源重新分配上开展。目前中国独立音乐人超过 26 万人，每年创作的相关歌曲播放量超 3000 亿次，给产业带来数十亿元的附加值。预计到 2025 年，在新的政策指导意见下，资源将开始向内容创作者倾斜，届时将激发更多人进入创作领域，预计全国将有超过 80 万独立音乐人，能够大幅提高版权供给量，行业也会像海外市场一样，音乐流媒体通过广告、音乐活动来实现更高的商业化价值，能够创造出数倍于现阶段的产业价值。

估值回落到降低区间，维持买入评级：

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，我们依然长期看好公司业务发展趋势，主要是基于公司在用户基数和版权内容方面依然具备领先优势，并持续与腾讯生态融合，积极探索新业务

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>