

买入

用户订阅增长符合预期,战略转型效果初显

腾讯音乐 (TME.US)

2022-04-12 星期二

目标价:	6.10 美元
现价:	4.96 美元
预计升幅:	22.8%

重要数据

日期	2022-04-11
收盘价 (美元)	4.96
总股本 (百万 ADS)	1,656
总市值 (百万美元)	8,344
净资产 (百万美元)	7,892
总资产 (百万美元)	10,548
52 周高低 (美元)	19.84/2.95
每 ADS 净资产 (美元)	4.66

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、20211020

研究部

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

投资要点

➤ 收入增速明显放缓, 订阅收入增长符合预期:

公司 2021 全年实现营收 312.4 亿元, 同比增长 7.2%, 实现净利润为 32.2 亿元, 同比下降 23.0%。分业务来看, 在线音乐服务收入 114.7 亿元, 同比增长 22.7%。其中, 在线音乐订阅收入 73.3 亿元, 同比增长 31.9%, 是公司收入增长的主要驱动力。我们预计付费用户数量将在 2022 年突破 1 亿大关。社交娱乐收入 197.8 亿元, 基本与 2020 年同期持平。

➤ 战略转型效果初显, 平台内容生产能力得到提升:

公司在提出“一体两翼”战略后, 进行了一系列组织架构升级, 其中包括成立内容业务线, 将内容与平台视为两大核心战略方向新成立的内容业务线, 这种以内容深度服务和产品横向联动为核心的转变, 帮助公司构建了完善的原创内容制作体系与音乐人一站式立体服务体系, 提升了平台的内容生产能力与行业影响力。另外由于全行业解除独家音乐版权并禁止支付高额预付金的版权费用, 我们认为未来公司的版权成本未来会得到持续的优化及下降, 毛利率未来将持续上升。

➤ 相信公司能够完成业务调整及转型, 维持买入评级:

虽然公司 2022 年增长会面临一定挑战, 业务处于调整及转型阶段, 但公司仍是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在线音乐业务收入增长趋势, 公司持续与腾讯生态融合, 并积极探索新业务和布局音乐人产业, 打造属于自身的内容库, 业务依然具备较高护城河。社交业务能够为公司贡献稳定的现金流收入来支持转型。因此按照分布估值法, 分别按照在线音乐业务 2022 年 3 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值, 得出当前公司合理估值为 101.1 亿美元, 给予公司 6.1 美元的目标价, 有 22.8% 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	29,153	31,244	32,203	35,969	39,955
同比增长	14.62%	7.17%	3.07%	11.70%	11.08%
净利润	4,176	3,215	3,300	3,978	5,243
同比增长	5.00%	-23.01%	2.66%	20.52%	31.81%
净利润率	14.32%	10.29%	10.25%	11.06%	13.12%
每 ADS 盈利 (元)	2.51	1.82	1.99	2.40	3.16
PE	12.6	17.3	15.9	13.2	10.0

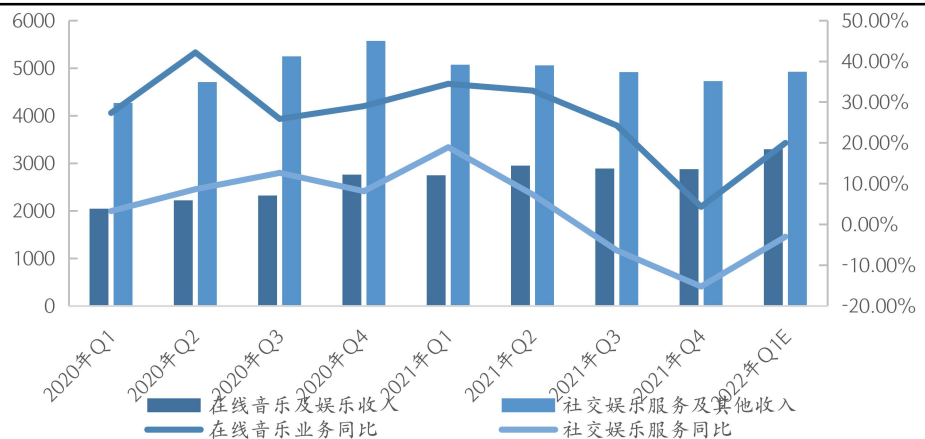
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

收入增速明显放缓，订阅收入增长符合预期：

公司 2021 全年实现营收 312.4 亿元，同比增长 7.2%，实现净利润为 32.2 亿元，同比下降 23.0%。总体看来，2021 年腾讯音乐的营收保持了较稳定的增长，但利润却有所下滑。分业务来看，在线音乐服务收入 114.7 亿元，同比增长 22.7%。其中，在线音乐订阅收入 73.3 亿元，同比增长 31.9%，是公司收入增长的主要驱动力。在线音乐业务快速增长得益于付费会员数量持续快速增长，用户付费习惯得到进一步培养。在线音乐业务付费用户数量四季度达到 7620 万，同比增长 36.1%，用户付费率达到了 12.4%，创下季度历史新高。我们预计付费用户数量将在 2022 年突破 1 亿大关，会持续支撑在线音乐收入增长。非订阅收入由于宏观经济增长放缓导致广告投放行为减少及独家版权的消失使得版权转售收入下降，目前增长已经明显放缓。而社交娱乐收入 197.8 亿元，基本与 2020 年同期持平。社交娱乐收入的下降主要来自其他泛娱乐平台（抖音、快手、B 站）竞争的加剧。第四季度腾讯音乐的社交娱乐服务的 MAU 和付费用户同比和季度比均创新新低。其中，Q4 社交娱乐服务的 MAU 为 1750 万人，同比下降 21.5%，付费用户为 900 万人，同比下降 16.7%。得益于公司在全民 K 歌中玩法上的创新，ARPU 基本保持稳定。2021 年 7 月，国家市场监督管理总局要求全行业解除独家音乐版权并禁止高额预付金等版权费用支付方式。因此一定程度上使得行业竞争加剧（对用户流量、版权），另外随着直播行业增长放缓，对公司业务增长产生了较大的影响。因此公司也在积极拓展新功能，布局了包括引入多种形式的广告，发展音频直播等业务，向海外市场扩张，升级音乐人激励计划打造属于公司的内容库等众多新战略。目前腾讯音乐的账上现金充足，目前现金等价物、投资的合计 246.9 亿元。因此我们坚信公司最终能走出当前低谷，并实现业务升级，进一步提升平台商业化水平。

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年三季度	2020年四季度	2021年三季度	同比	2021年四季度	同比
在线音乐月活跃用户数量 (百万)	646	622	636	-1.5%	615	-1.1%
社交娱乐服务月活跃用户数量 (百万)	235	223	205	-12.8%	175	-21.5%
在线音乐付费用户数量 (百万)	51.7	56	71.2	37.7%	76.2	36.1%
社交娱乐服务付费用户数量 (百万)	10.5	10.8	10	-4.8%	9	-16.7%
在线音乐ARPPU (元)	9.4	9.4	8.9	-5.3%	8.5	-9.6%
社交娱乐服务ARPPU (元)	166.7	172.1	163.9	-1.7%	175.1	1.7%
在线音乐付费率	8.0%	9.0%	11.2%	+320BP	12.4%	+340BP
社交娱乐付费率	4.5%	4.8%	4.9%	+40BP	5.1%	+20BP

资料来源: 公司季报、国元证券经纪(香港)整理

战略转型效果初显, 平台内容生产能力得到提升:

公司在 2021 年 6 月提出“一体两翼”战略后, 进行了一系列组织架构升级, 其中包括成立内容业务线, 将内容与平台视为两大核心战略方向新成立的内容业务线, 具体负责内容板块业务的整体规划、战略制定和统筹管理, 集中资源, 引入、共创、推广优质音乐内容; 在平台侧, 腾讯旗下平台包括 QQ 音乐、酷狗音乐等多项产品, 2021 年下半年都进行了大规模版本更新。这种以内容深度服务和产品横向联动为核心的转变, 帮助公司构建了完善的原创内容制作体系与音乐人一站式立体服务体系, 提升了平台的内容生产能力与行业影响力。截至 2021 年第四季度末, 腾讯音乐人平台入驻的独立音乐人数量达到 30 万, 目前已经是国内热门歌曲的孵化平台, 此外公司与腾讯大文娱生态继续融合, 实现了横跨游戏、动漫、文学、综艺、影视等领域的 IP 联动。目前, 腾讯音乐已与游戏、动漫、文学、综艺、影视等领域的 46 个 IP 联合制作发行了 117 首原创歌曲。另外由于全行业解除独家音乐版权并禁止支付高额预付金的版权费用, 我们认为未来公司的版权成本未来会得到持续的优化及下降, 毛利率未来将持续上升。

社交业务面临较大压力, 但仍能保证贡献稳定现金流收入:

目前由于直播行业竞争进入白热化阶段, 因此对于公司社交娱乐 2022 年而言, 依然面临较大的挑战。预计公司将尽最大努力稳定下跌趋势, 其中采取的举措包括继续改造全民 K 歌的歌房体验, 并在其中植入众多休闲游戏, 例如卡拉 OK 农场和卡拉 OK 小镇 (元宇宙雏形), 以扩大收入来源。同时将实现更多的房间和跨房间交互功能。因此尽管传统直播收入会下降, 但是新玩法的加入将一定程度上缓解下降的速度。另外公司将尝试发展音频直播, 目前在新版块上线后, 相关用户群和收入都有强劲增长。目前已经有 12,000 名主播入驻平台, 预计 2022 年音频直播将实现两位数的同比增长率。另外社交业务出海方面, 今年 3 月, 公司收购日本 M&E 移动

有限公司，该公司在日本运营卡拉 OK 手机应用 Pokekara。该应用目前只在日本地区上线，根据 App Store 数据显示，在免费榜总榜排名约 50 名左右，在音乐类免费榜排名在前三，是一款极具人气的产品。我们预计公司将以该产品作为桥梁，打通海外布局之路，鉴于目前海外直播市场依然处于蓝海阶段，公司凭借自身多年的直播产品运营经验，相信能够抢占较高的市场份额。总体而言，公司 2022 年社交业务面临一定挑战，但长期依然存在扭转的潜在机会。

相信公司能够完成业务调整及转型，维持买入评级：

虽然公司 2022 年增长会面临一定挑战，业务处于调整及转型阶段，但公司仍是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持续增长，我们依然长期看好公司在线音乐业务收入增长趋势，公司能够持续与腾讯生态融合，并积极探索新业务和布局音乐人产业，打造属于自身的内容库，业务依然具备较高护城河。社交业务高速增长时代已经过去，但依然能够为公司贡献稳定的现金流收入，来支持公司转型。因此按照分布估值法，分别按照**在线音乐业务 2022 年 3 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值**，得出当前公司合理估值为 101.1 亿美元，给予公司 6.1 美元的目标价，有 22.8% 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。

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	29,153	31,244	32,203	35,969	39,955
成本	-19,851	-21,840	-22,774	-25,151	-27,073
毛利	9,302	9,404	9,428	10,819	12,882
销售费用	-2,475	-2,678	-2,898	-3,237	-3,596
管理费用	-3,101	-4,009	-3,478	-3,777	-4,075
其他收入	984	1,083	615	615	615
营运利润	4,710	3,800	3,667	4,420	5,826
投资收入	-78	-168	0	0	0
税前利润	4,632	3,632	3,667	4,420	5,826
所得税	-456	-417	-367	-442	-583
净利润	4,176	3,215	3,300	3,978	5,243
增长					
收入增长(%)	14.6%	7.2%	3.1%	11.7%	11.1%
净利润(%)	5.0%	-23.0%	2.7%	20.5%	31.8%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
应收账款	2,800	2,686	2,768	3,092	3,435
存货	18	27	28	31	33
其他流动资产	2,883	4,331	4,428	4,808	5,210
存款	14,858	13,984	13,984	13,984	13,984
货币资金	11,128	6,378	10,487	15,483	21,630
流动资产总计	31,687	27,406	31,695	37,398	44,292
固定资产	176	232	255	281	309
无形资产	19,823	22,155	22,155	22,155	22,155
金融资产	9,771	7,177	7,177	7,177	7,177
其他固定资产	6,816	9,422	9,422	9,422	9,422
总资产	68,273	66,392	70,705	76,433	83,355
应付账款	3,565	4,481	4,673	5,160	5,555
应计负债	3,881	3,274	3,414	3,770	4,058
其他流动负债	2,156	2,205	2,257	2,462	2,678
流动负债总计	9,602	9,960	10,344	11,392	12,291
长期负债	5,940	5,817	5,817	5,817	5,817
总负债	15,542	15,777	16,161	17,209	18,108
股东权益	52,731	50,615	54,544	59,224	65,247

财务分析

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率(%)	31.9%	30.1%	29.3%	30.1%	32.2%
EBIT率(%)	16.2%	12.2%	11.4%	12.3%	14.6%
净利率(%)	14.3%	10.3%	10.2%	11.1%	13.1%
ROE	7.9%	6.4%	6.1%	6.7%	8.0%
营运表现					
费用/收入(%)	19.1%	21.4%	19.8%	19.5%	19.2%
实际税率(%)	9.8%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	35	31	31	31	31
应付账款天数	66	75	75	75	75
财务状况					
负债/权益	0.29	0.31	0.30	0.29	0.28
收入/总资产	0.43	0.47	0.46	0.47	0.48
总资产/权益	1.29	1.31	1.30	1.29	1.28
现金/总资产	16.3%	9.6%	14.8%	20.3%	25.9%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
税前利润	4,632	3,632	3,667	4,420	5,826
非现金调整	812	1,166	1,208	1,401	1,611
运营资本变化	-626	-1,031	452	515	184
经营活动现金流	4,818	3,767	5,327	6,336	7,621
购买物业及设备	-108	-56	-23	-26	-28
购买无形资产	-393	-1,830	-1,195	-1,314	-1,446
其他投资活动	-13,705	-2,718	0	0	0
投资活动现金流	-14,206	-4,604	-1,218	-1,340	-1,474
上市融资	-141	-2,706	0	0	0
其他融资活动	5,433	-70	0	0	0
融资活动现金流	5,292	-2,776	0	0	0
汇兑变化	269	0	0	0	0
现金变化	-3,827	-3,613	4,109	4,996	6,147
期初持有现金	15,426	11,599	6,378	10,487	15,483
期末持有现金	11,599	7,986	10,487	15,483	21,630

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>