

买入

降本增效成果显著，AI 赋能效率提升

腾讯音乐 (TME.US)

2023-04-25 星期二

投资要点

目标价: **10.9 美元**
 现价: 7.36 美元
 预计升幅: 48.4%

重要数据

日期	2023-04-24
收盘价 (美元)	7.36
总股本 (百万 ADS)	1,716
总市值 (百万美元)	12,637
净资产 (百万美元)	7,054
总资产 (百万美元)	9,621
52 周高低 (美元)	9.29/3.14
每 ADS 净资产 (美元)	4.02

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

腾讯	48.98%
Spotify	8.34%

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、20221229

研究部

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

➤ 在线音乐收入稳定增长，非订阅收入复苏明显:

公司在线音乐业务收入的增长主要得益于两个方面：一是音乐会员订阅业务收入的稳健增长，二是非订阅业务的大幅回升。其中，音乐会员订阅业务收入同比增长 20.6%，达到 23.5 亿元，这主要得益于公司付费用户数字的强劲增长，四季度单季新增 320 万订阅用户至 8850 万。另外，由于公司激励推广政策调整，付费用户 ARPU 值环比持续提升，目前已经回升到 8.9 元。

➤ 社交业务颓势稍缓，业务仍处于调整期:

四季度社交娱乐收入同比下降了 18.2%，降至 38.7 亿元，占比下滑至 52.1%。付费用户数同比下降 16%，降至 760 万人，ARPU 同比降低 3.1%，降至 169.6 元，目前用户付费水平基本已经保持稳定。尽管四季度公司的社交娱乐业务下滑趋势有所放缓，但传统直播行业的竞争压力依然相当大，因此我们认为该业务的未来仍面临较大的不确定性。

➤ 积极布局 AI 技术，提升行业产出效率:

腾讯音乐积极探索并应用 AI 技术，AIGC 黑胶播放器是腾讯音乐在 AI 技术领域的新尝试，不仅支持多种音乐格式，还能通过 AI 算法对音乐进行分析和识别，从而提供更加精准的音乐推荐和个性化服务，提升用户体验。除了黑胶播放器，腾讯音乐还计划将 LLM 大语言模型应用于图片、视频、音乐等生成领域，以提升创作效率和用户体验。预计公司还将继续加大对 AI 技术的投入和研发，为用户带来更多创新的产品和服务。

➤ 平台市场地位稳固，维持买入评级:

公司目前除了降本增效成果显著以外，同时也在不断提升创新业务的 ROI 及商业化水平。目前公司市场地位稳固，用户流量依然巨大，拥有巨大的变现增值潜力。给予公司 10.9 美元的目标价，有 48.4% 的上升空间，目前公司整体估值处于历史低位区间，安全边际较高，维持“买入”评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2023Q1E
营业额	31,244	28,339	29,835	32,598	35,484	6,843
同比增长	7.17%	-9.30%	5.28%	9.26%	8.85%	3.00%
归母净利润	3,029	3,677	4,264	4,919	6,518	1,046
经调整净利润	4,332	4,951	5,348	6,082	7,805	1,356
同比增长	-23.01%	19.41%	15.97%	15.34%	32.51%	44.43%
净利润率	10.29%	13.55%	14.92%	15.75%	19.18%	15.29%
每 ADS 盈利 (元)	1.82	2.21	2.57	2.96	3.93	0.62

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

在线音乐收入稳定增长，非订阅收入复苏明显：

2022年四季度，公司在线音乐业务收入的增长主要得益于两个方面：一是音乐会员订阅业务收入的稳健增长，二是非订阅业务的大幅回升。其中，音乐会员订阅业务收入同比增长20.6%，达到23.5亿元，这主要得益于公司付费用户数字的强劲增长，四季度单季新增320万订阅用户至8850万。另外，由于公司激励推广政策调整，付费用户ARPU值环比持续提升，目前已经回升到8.9元。另一方面，非音乐服务收入也同比、环比均有明显回升，四季度同比、环比分别增长29.8%和2.3%至12.1亿元。其中，广告业务收入环比回升最为明显，由于免费试听30分钟的激励广告收入占比持续增加，我们预计未来广告收入还有较高天花板。此外，公司的招商广告业务也因为活动场次的增加而出现高增长，例如TME live和TMELAND的活动场次在后疫情时代均有大幅增长等。我们预计2023年公司的广告收入将呈现季度环比修复的状态，而在线音乐服务业务收入将超过社交娱乐服务，成为公司的现金流支柱业务。这也说明了公司在线音乐业务的发展前景非常广阔，未来还有很大的增长空间。

社交业务颓势稍缓，业务仍处于调整期：

四季度社交娱乐收入同比下降了18.2%，降至38.7亿元，占比下滑至52.1%。付费用户数同比下降16%，降至760万人，ARPU同比降低3.1%，降至169.6元，目前用户付费水平基本已经保持稳定。尽管四季度公司的社交娱乐业务下滑趋势有所放缓，但传统直播行业的竞争压力依然相当大，因此我们认为该业务的未来仍面临较大的不确定性。除此之外，公司也在通过其他创新业务来弥补传统直播业务下滑，例如公司的海外社交直播业务在四季度同比实现了正增长，音频直播业务收入同比增长了两位数，均由付费用户及ARPU稳健增长而驱动。我们预计，未来公司将在音频直播和海外探索方面会持续取得亮眼的表现，并有望带动社交板块跌幅持续收窄。同时我们预计公司将逐步调整直播业务的分成比例，并优化社交业务整体毛利率。

积极布局AI技术，提升行业产出效率：

近年来，随着人工智能技术的不断发展，越来越多的企业开始关注并借助AI技术来提升业务效率和用户体验。腾讯音乐作为国内最大的在线音乐平台之一，也积极探索并应用AI技术，通过不断创新来提升用户的满意度。AIGC黑胶播放器是腾讯音乐在AI技术领域的新尝试，它不仅支持多种音乐格式，还能通过AI算法对音乐进行分析和识别，从而提供更加精准的音乐推荐和个性化服务，提升用户体验。除了

黑胶播放器，腾讯音乐还计划将 LLM 大语言模型应用于图片、视频、音乐等生成领域，以提升创作效率和用户体验。例如用户在制作歌词海报时，该技术可以根据歌曲的情感和主题，自动生成符合主题的海报内容。同时也可以让创作者在短时间内完成高质量的创作，工作效率大幅提升。对于腾讯音乐来说，这一举措不仅是为了满足用户对音乐服务的需求，更是为了推动 AI 技术在音乐产业的应用和发展，进一步提升公司在中国音乐产业的竞争力。预计公司还将继续加大对 AI 技术的投入和研发，为用户带来更多创新的产品和服务。

➤ **平台市场地位稳固，维持买入评级：**

公司目前除了降本增效成果显著以外，同时也在不断提升创新业务的 ROI 及商业化水平。我们期待公司未来其他变现形式，如免费试听广告、长音频、线上 Live 等，为未来公司收入增长提速赋能。目前公司市场地位稳固，用户流量依然巨大，拥有巨大的变现增值潜力，而且随着 AI 技术渗透率提升，行业产出效率也迎来巨大变革。因此我们按照在线音乐业务 2023 年 7 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 10.9 美元的目标价，有 48.4% 的上升空间，目前公司整体估值处于历史低位区间，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>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2023年Q1 预测
收入	31,244	28,339	29,835	32,598	35,484	7,378
成本	-21,840	-19,566	-20,050	-20,737	-21,499	-4,943
毛利	9,404	8,773	9,785	11,861	13,986	2,435
销售费用	-2,678	-1,144	-1,343	-1,630	-1,774	-258
管理费用	-4,009	-4,413	-3,879	-4,890	-4,968	-1,033
其他收入	1,083	1,227	615	615	615	154
营运利润	3,800	4,443	5,179	5,957	7,859	1,298
投资收入	-168	-70	-108	-108	-108	-23
税前利润	3,632	4,373	5,071	5,849	7,751	1,275
所得税	-417	-534	-619	-714	-946	-156
净利润	3,215	3,839	4,452	5,135	6,805	1,119
经调整净利润	4,332	4,951	5,348	6,082	7,805	1,446
增长						
收入增长 (%)	7.2%	-9.3%	5.3%	9.3%	8.9%	-3.0%
净利润 (%)	-23.0%	19.4%	16.0%	15.3%	32.5%	93.9%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
应收账款	3,610	2,670	2,811	3,071	3,343
存货	24	14	14	15	15
其他流动资产	3,797	2,995	3,151	3,440	3,741
存款	12,769	11,291	11,291	11,291	11,291
货币资金	6,591	9,589	13,610	18,491	25,208
流动资产总计	26,791	26,559	30,878	36,308	43,598
固定资产	1,738	2,803	2,856	2,903	2,949
无形资产	22,233	22,259	23,227	24,014	24,709
金融资产	7,302	3,168	3,168	3,168	3,168
其他固定资产	9,190	12,220	12,220	12,220	12,220
总资产	67,254	67,009	72,349	78,613	86,644
应付账款	4,329	4,998	5,122	5,297	5,492
应计负债	3,832	4,022	4,122	4,263	4,419
其他流动负债	2,289	2,697	2,812	3,023	3,244
流动负债总计	10,450	11,717	12,055	12,583	13,155
长期负债	5,749	6,165	6,165	6,165	6,165
总负债	16,199	17,882	18,220	18,748	19,320
股东权益	51,055	49,127	54,129	59,865	67,324

财务分析

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	30.1%	31.0%	32.8%	36.4%	39.4%
EBIT率 (%)	12.2%	15.7%	17.4%	18.3%	22.1%
净利率 (%)	10.3%	13.5%	14.9%	15.8%	19.2%
ROE	6.3%	7.8%	8.2%	8.6%	10.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	21.4%	19.6%	17.5%	20.0%	19.0%
实际税率 (%)	11.5%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
应收账款天数	42	34	34	34	34
应付账款天数	72	93	93	93	93
财务状况					
负债/权益	0.32	0.36	0.34	0.31	0.29
收入/总资产	0.46	0.42	0.41	0.41	0.41
总资产/权益	1.32	1.36	1.34	1.31	1.29
现金/总资产	9.8%	14.3%	18.8%	23.5%	29.1%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
税前利润	3,632	4,373	5,071	5,849	7,751
非现金调整	1,164	979	1,187	1,641	2,024
运营资本变化	442	2,129	37	-120	-332
经营活动现金流	5,238	7,481	6,295	7,370	9,442
购买物业及设备	-159	-213	-235	-258	-284
购买无形资产	-2,599	-585	-1,921	-2,114	-2,325
其他投资活动	-3,241	-276	-117	-117	-117
投资活动现金流	-5,999	-1,074	-2,273	-2,489	-2,726
上市融资	-3,584	-3,766	0	0	0
其他融资活动	-126	381	0	0	0
融资活动现金流	-3,710	-3,385	0	0	0
汇兑变化	-67	348	0	0	0
现金变化	-4,538	3,370	4,022	4,881	6,716
期初持有现金	11,128	6,591	9,589	13,610	18,491
期末持有现金	6,590	9,961	13,610	18,491	25,208

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>