

买入

业务经历短期调整波动，打造更纯净音乐生态

腾讯音乐 (TME.US)

2023-09-26 星期二

投资要点

目标价: **8.8 美元**
 现价: 6.3 美元
 预计升幅: 39.2%

重要数据

日期	2023-09-25
收盘价 (美元)	6.30
总股本 (百万 ADS)	1,716
总市值 (百万美元)	10,837
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	48.34%
Spotify	8.24%

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

➤ 社交业务面临短期调整，盈利能力依然在提升区间：

2023 年第二季度，公司在线音乐收入同比增长 47.6%，达到 42.5 亿元人民币，这主要得益于音乐订阅付费收入和广告业务收入的增长。尽管受到社交娱乐业务的扰动，而未来社交娱乐业务虽然仍然是公司重要收入来源，但在发展战略中的占比将降低，公司将成为一家更加纯净的基于音乐创造价值的平台型企业。

➤ 更多 AI 技术被应用，用户体验持续提升：

近期 QQ 音乐旗下的核心产品上线了“AI 一起听”功能。首个 AI 音乐伴侣“小琴”能智能分析用户的播放行为，并提升了整体产品交互体验。随着更多的 AI 功能植入平台中，将提供更多创新的音乐体验，满足用户对音乐娱乐的高智能需求。我们对公司 AI 技术成功商业化的到来充满期待，相信这将进一步推动公司音乐业务发展和增长。

➤ 不破不立，回归以音乐为基石的发展路径：

公司目前在线音乐业务增长强劲，同时也在不断提升盈利能力，虽然社交娱乐业务面临调整导致业务收入下降，但目前公司市场地位稳固，用户流量巨大，通过 AI 赋能及创新业务，公司依然拥有巨大的变现增值潜力，而且公司降本增效的策略让盈利端保持稳定。因此我们按照在线音乐业务 2023 年 6 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 8.8 美元的目标价，有 39.2% 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	2023Q3E
营业额	31,244	28,339	26,673	29,913	32,949	6,686
同比增长	7.17%	-9.30%	-5.88%	12.15%	10.15%	-9.96%
净利润	3,029	3,677	3,167	4,154	5,780	1,215
同比增长	-23.01%	19.41%	-13.87%	31.17%	39.15%	-1.57%
经调整净利润	4,332	4,907	4,231	5,329	7,089	1,453
净利润率	10.29%	13.55%	12.40%	14.50%	18.32%	18.17%
每 ADS 盈利 (元)	1.82	2.14	1.85	2.42	3.37	0.74
PE	25.2	21.5	25.0	19.0	13.7	

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

社交业务面临短期调整，盈利能力依然在提升区间：

2023年第二季度，公司在线音乐收入同比增长47.6%，达到42.5亿元人民币，这主要得益于音乐订阅付费收入和广告业务收入的增长。其中付费订阅收入同比增长37.2%，达到28.9亿元人民币，付费用户数量持续增长达到9940万，付费率达到新高16.7%，ARPU同比增长14.1%，连续5个季度环比提升，预计未来仍然是付费率及ARPU双提升带动公司收入整体增长。二季度公司的毛利率和经调整利润率也继续提升。毛利率同比上升4.4个百分点，达到34.3%，主要得益于在线音乐ARPPU的提升、高毛利的广告业务增长和自制内容增多等因素。另外销售费用同比下降30%，经调整净利润同比增长48%，达到15.8亿元人民币，经调整利润率达到21.7%。尽管受到社交娱乐业务的扰动，而未来社交娱乐业务虽然仍然是公司重要收入来源，但在发展战略中的占比将降低，公司将成为一家更加纯净的基于音乐创造价值的平台型企业。相信未来腾讯音乐仍然能够持续降本增效，我们预计2023年第三季度经调整净利润将同比持平，但调整后的净利润和利润率将继续同比增长。

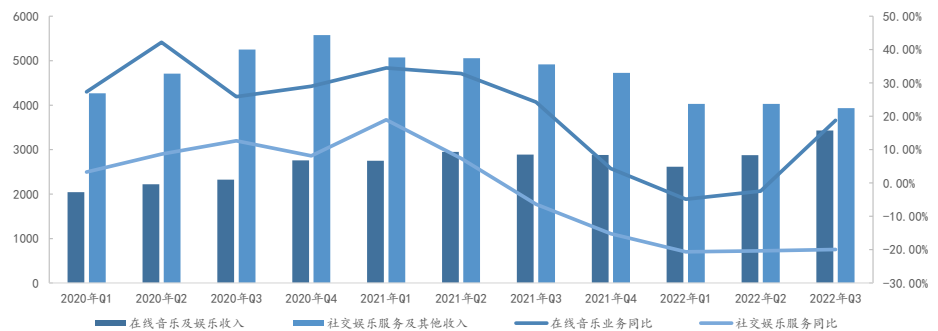
更多AI技术被应用，用户体验持续提升：

近期QQ音乐旗下的核心产品上线了“AI一起听”功能，而此前还推出了一系列以AI推动的功能应用，包括AIGC黑胶播放器、AI歌词海报、AI歌曲封面、AI动听贺卡、智能曲谱等。这些功能的推出不仅让用户能够享受更具互动性的听歌体验，还为音乐爱好者提供了更个性化的音乐娱乐体验。在“AI一起听”中植入了首个AI音乐伴侣“小琴”，已经成为了用户的全能听歌助手。通过智能分析用户的播放行为，它能够准确地推荐适合用户口味的歌曲，并为用户介绍歌曲的背景信息，帮助用户更好地理解歌曲的艺术表达、创作故事和歌手信息等内容。此外，在一起听的过程中，用户还可以向“小琴”提问，并获得个性化的反馈，增加了互动性。这些AI功能的不断引入和推广，使得QQ音乐能够满足用户对音乐服务的高智能需求。同时，这也推动了AI技术在音乐产业的应用和发展，为公司带来了更大的竞争力。AIGC在于大语言模型的发展以及Diffusion视觉生成模型的突破，腾讯音乐目前已经在这两项技术上有成熟、丰富的应用实践，并在生产效率、效益提升方面起到了积极推动的作用，通过不断深耕AIGC技术应用领域，公司不仅引领了音乐行业的突破和革新，还进一步巩固了自身在中国音乐产业的市场地位。随着更多的AI功能植入平台中，将提供更多创新的音乐体验，满足用户对音乐娱乐的高智能需求。我们对公司AI技术成功商业化的到来充满期待，相信这将进一步推动公司音乐业务发展和增长。

➤ **不破不立，回归以音乐为基石的发展路径：**

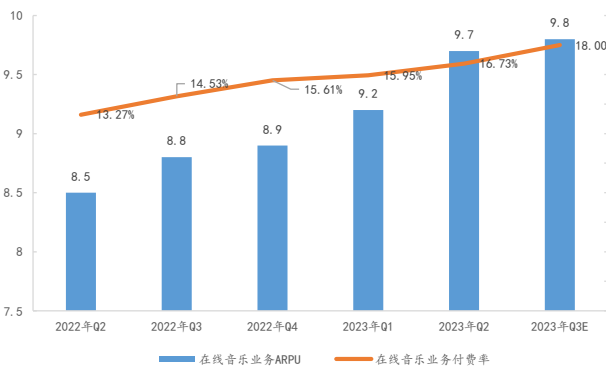
公司目前在线音乐业务增长强劲，同时也在不断提升盈利能力。目前公司市场地位稳固，用户流量依然巨大，拥有巨大的变现增值潜力。收入增速虽然短期由于社交业务调整而受到影响，但公司降本增效的策略让盈利端保持稳定。因此我们按照在线音乐业务 2023 年 6 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 8.8 美元的目标价，有 39.2% 的上升空间，目前公司整体估值处于历史低位区间，安全边际较高，维持“买入”评级。

图 1：公司季度业务表现



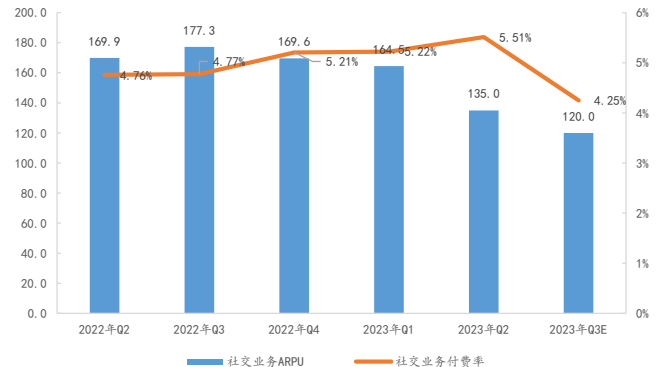
资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 2：公司在线音乐业务季度表现及展望



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 3：公司社交娱乐业务季度表现及展望



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

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	26,673	29,913	32,949	7,425
成本	-21,840	-19,566	-18,746	-19,498	-20,322	-4,978
毛利	9,404	8,773	7,927	10,415	12,626	2,447
销售费用	-2,678	-1,144	-1,200	-1,496	-1,647	-266
管理费用	-4,009	-4,413	-3,467	-4,487	-4,613	-1,095
其他收入	1,083	1,227	615	615	615	302
营运利润	3,800	4,443	3,874	5,047	6,981	1,388
投资收入	-168	-70	-108	-108	-108	-31
税前利润	3,632	4,373	3,766	4,939	6,873	1,357
所得税	-417	-534	-459	-603	-839	-168
净利润	3,215	3,839	3,306	4,337	6,035	1,189
经调整净利润	4,332	4,907	4,231	5,329	7,089	1,476
增长						
收入增长 (%)	7.2%	-9.3%	-5.9%	12.1%	10.1%	-2.4%
净利润 (%)	-23.0%	19.4%	-13.9%	31.2%	39.1%	106.1%

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	2,513	2,818	3,104
存货	24	14	13	14	15
其他流动资产	3,797	2,995	2,821	3,159	3,476
存款	12,769	11,291	11,291	11,291	11,291
货币资金	6,591	9,589	12,832	16,959	22,464
流动资产总计	26,791	26,559	29,470	34,242	40,350
固定资产	1,738	2,803	2,870	2,931	2,991
无形资产	22,233	22,259	22,631	23,347	24,506
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	70,360	75,908	83,235
应付账款	4,329	4,998	4,789	4,981	5,191
应计负债	3,832	4,022	3,854	4,008	4,177
其他流动负债	2,289	2,697	2,569	2,818	3,050
流动负债总计	10,450	11,717	11,212	11,806	12,419
长期负债	5,749	6,165	6,165	6,165	6,165
总负债	16,199	17,882	17,377	17,971	18,584
股东权益	51,055	49,127	52,983	57,937	64,651

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%	29.7%	34.8%	38.3%
EBIT率 (%)	12.2%	15.7%	14.5%	16.9%	21.2%
净利率 (%)	10.3%	13.5%	12.4%	14.5%	18.3%
ROE	6.3%	7.8%	6.2%	7.5%	9.3%
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	0.33	0.31	0.29
收入/总资产	0.46	0.42	0.38	0.39	0.40
总资产/权益	1.32	1.36	1.33	1.31	1.29
现金/总资产	9.8%	14.3%	18.2%	22.3%	27.0%

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	3,766	4,939	6,873
非现金调整	1,164	1,040	623	438	154
运营资本变化	442	2,075	-18	-37	-215
经营活动现金流	5,238	7,488	4,370	5,340	6,813
购买物业及设备	-159	-85	-187	-206	-226
购买无形资产	-2,599	-968	-673	-741	-815
其他投资活动	-3,241	-393	-233	-267	-267
投资活动现金流	-5,999	-1,446	-1,093	-1,213	-1,308
上市融资	-3,584	-3,309	0	0	0
其他融资活动	-126	-110	0	0	0
融资活动现金流	-3,710	-3,419	0	0	0
汇兑变化	-67	348	0	0	0
现金变化	-4,538	2,971	3,277	4,127	5,505
期初持有现金	11,128	6,591	9,555	12,832	16,959
期末持有现金	6,590	9,562	12,832	16,959	22,464

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>