

买入

用户付费率大幅提升,长音频商业化战略落地

腾讯音乐 (TME.US)

2021-05-18 星期二

投资要点

目标价: **20.6 美元**
 现价: 15.3 美元
 预计升幅: 34.4%

公司一季度业绩情况:

一季度公司实现收入 78.2 亿元,同比增长 24%。净利润为 9.26 亿元,同比增长 4%。非国际财务报告准则下,净利润为 11.8 亿元,同比增长 7.3%。分业务来看,一季度在线音乐服务收入为 27.5 亿元,同比增长 34.5%,社交娱乐服务收入为 50.8 亿元,同比增长 18.9%。

重要数据

日期	2021-05-17
收盘价(美元)	15.3
总股本(百万 ADS)	1,656
总市值(百万美元)	25,896
净资产(百万美元)	8,200
总资产(百万美元)	10,617
52 周高低(美元)	32.25/11.68
每股净资产(美元)	2.37

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

与索尼音乐续签长期版权合作授权协议:

公司宣布与索尼音乐续签长期版权合作授权协议。双方还将在创新宣发、艺人推广以及跨界共创等领域进行深度合作与探索。根据本次协议,腾讯音乐将继续在其旗下 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐等在线音乐平台,以及包括在线 K 歌平台全民 K 歌等社交娱乐平台在内的多元场景发行索尼音乐全球音乐曲库。

长音频业务完成战略合并:

一季度公司完成了对懒人听书的收购整合,并在 4 月宣布旗下产品酷我畅听与懒人听书合并升级为“懒人畅听”,开始探索基于广告的长音频商业化模式,使用户有更多机会收听丰富的优质音频内容,同时不断为公司创造收入。

维持“买入”评级:

综上,我们按照分布估值法,分别按照在线音乐业务 2021 年 10 倍 PS 及社交娱乐业务 15 倍 PE 进行估值,得出当前公司合理估值为 340.6 亿美元,因此给予公司 20.6 美元的目标价,有 34.4% 的上升空间,维持“买入”评级。

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

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	25,434	29,153	35,675	42,760	51,022
同比增长	33.97%	14.62%	22.37%	19.86%	19.32%
净利润	3,977	4,176	4,821	5,890	7,392
同比增长	117.09%	5.00%	15.44%	22.17%	25.51%
净利润率	15.64%	14.32%	13.51%	13.77%	14.49%
每 ADS 盈利(元)	2.43	2.53	2.91	3.55	4.46
PE	40.4	38.8	33.8	27.6	22.0

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

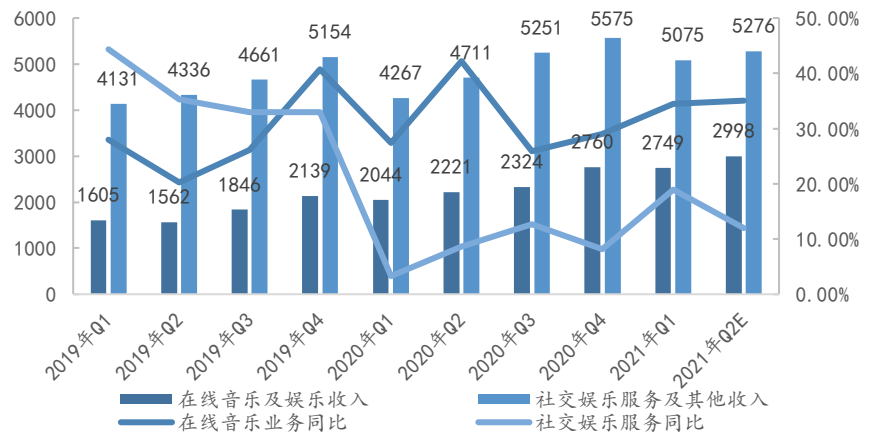
报告正文

在线音乐付费用户增长超预期，社交娱乐保持稳定：

一季度公司实现收入 78.2 亿元，同比增长 24%。净利润为 9.26 亿元，同比增长 4%。非国际财务报告准则下，净利润为 11.8 亿元，同比增长 7.3%。分业务来看，一季度在线音乐服务收入为 27.5 亿元，同比增长 34.5%，其中音乐订阅收入同比增长 40.2%。该增长主要受益于付费墙提升使得付费用户及付费率提升，以及广告收入保持高速增长。运营数据方面，在线音乐月活用户数为 6.15 亿，去年同期为 6.57 亿，规模出现同比下降，但在线音乐付费用户数同比增长 42.6%至 6090 万，环比增长为 490 万，付费率由去年同期 6.5%提升至 9.9%。同时公司还独立披露了 IoT 业务，一季度来自车载系统、智能音箱、电视以及其他智能设备的 MAU 规模已达到 6900 万，同比增长 50%。

另一方面，公司一季度社交娱乐服务收入为 50.8 亿元，同比增长 18.9%。虽然一季度各项用户数据同比去年宅经济盛行时期均出现下滑，其中月活用户同比减少 14.2%，付费用户数同比减少 12.4%至 1130 万，但用户每月 ARPPU 受产品玩法更新及社区化运营带动，同比大幅增长 35.7%至 149.7 元。

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

	2019年四季度	2020年一季度	2020年四季度	同比	2021年一季度	同比
在线音乐月活跃用户数量(百万)	644	657	622	-0.2%	615	-6.4%
社交娱乐服务月活跃用户数量(百万)	233	261	223	-2.5%	224	-14.2%
在线音乐付费用户数量(百万)	39.9	42.7	56	51.9%	60.9	42.6%
社交娱乐服务付费用户数量(百万)	12.6	12.9	10.8	11.6%	11.3	-12.4%
在线音乐ARPPU(元)	9.3	9.4	9.4	8.1%	9.3	-1.1%
社交娱乐服务ARPPU(元)	136.3	110.3	172.1	-2.6%	147.9	35.7%

资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

与索尼音乐续签长期版权合作授权协议，内容优势持续领先：

公司宣布与索尼音乐续签长期版权合作授权协议。双方还将在创新宣发、艺人推广以及跨界共创等领域进行深度合作与探索。根据本次协议，腾讯音乐将继续在其旗下 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐等在线音乐平台，以及包括在线 K 歌平台全民 K 歌等社交娱乐平台在内的多元场景发行索尼音乐全球音乐曲库。同时，腾讯音乐旗下的在线音乐平台亦将通过智能音箱、电视以及车载音乐系统等特定智能终端设备为中国大陆地区用户提供索尼音乐曲库内容。因此公司在内容丰富度上未来将会在行业内继续保持领先的竞争优势。头部内容之外，面对用户日趋个性化的内容需求，公司加强了细分领域的内容储备，包括嘻哈、古风、影视等品类，例如通过“说唱者联盟”计划积累了新兴及头部说唱内容、通过和腾讯大文娱的综艺、游戏等自制内容，持续产出年轻用户喜好内容。另外在存量优势持续稳固的同时，公司持续通过音乐人计划扶持新生代音乐人，相信公司未来内容成本将持续优化。

图 2：公司获取索尼旗下核心音乐内容，均是世界知名音乐人



资料来源：公司季报、国元证券经纪(香港)整理

长音频业务完成战略重组，商业化水平将提升：

一季度公司完成了对懒人听书的收购整合，并在 4 月宣布旗下产品酷我畅听与懒人听书合并升级为“懒人畅听”，开始探索基于广告的长音频商业化模式，使用户有更多机会收听丰富的优质音频内容，同时不断为公司创造收入。今年公司将重点以完善的内容池、创新的产品体验、多元化的商业生态为主要目标，

培养用户的对长音频内容的消费习惯。同时在内容创造上，一方面将通过外部并购快速扩充长音频内容库；另一方面将通过各类扶持计划，例如“第0期播客计划”，为主播原创内容创作提供工具支持，加速扩充 PUGC 和 UGC 长音频内容。我们预计 2022 年来自长音频业务的收入将会有明显体现。

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，预计 2022 年付费率水平将达到 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 15% 左右。

继续维持买入评级：

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 2021 年 10 倍 PS 及社交娱乐业务 15 倍 PE 进行估值**，得出当前公司合理估值为 340.6 亿美元，因此给予公司 20.6 美元的目标价，有 34.4% 的上升空间，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>

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2022年 预测
收入	25,434	29,153	35,675	42,760	51,022
成本	(16,761)	(19,851)	(24,369)	(28,920)	(33,984)
毛利	8,673	9,302	11,306	13,840	17,038
销售费用	(2,041)	(2,475)	(2,854)	(3,549)	(4,235)
管理费用	(2,703)	(3,101)	(3,710)	(4,362)	(5,204)
其他收入	693	984	615	615	615
营运利润	4,622	4,710	5,357	6,544	8,214
投资收入	(82)	(78)	0	0	0
税前利润	4,540	4,632	5,357	6,544	8,214
所得税	(563)	(456)	(536)	(654)	(821)
净利润	3,977	4,176	4,821	5,890	7,392
增长					
收入增长 (%)	34.0%	14.6%	22.4%	19.9%	19.3%
净利润 (%)	117.1%	5.0%	15.4%	22.2%	25.5%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2022年 预测
应收账款	2,198	2,800	3,426	4,107	4,900
存货	26	18	22	26	31
其他流动资产	2,264	2,883	3,520	4,211	5,018
存款	7,000	14,858	14,858	14,858	14,858
货币资金	15,426	11,128	17,882	25,309	34,426
流动资产总计	26,914	31,687	39,708	48,511	59,233
固定资产	179	176	194	213	234
无形资产	18,910	19,823	19,660	19,660	19,660
金融资产	4,461	9,771	9,771	9,771	9,771
其他固定资产	2,214	6,816	6,544	6,544	6,544
总资产	52,678	68,273	75,877	84,699	95,442
应付账款	2,559	3,565	4,376	5,194	6,103
应计负债	3,782	3,881	4,764	5,654	6,644
其他流动负债	2,149	2,156	2,516	2,907	3,362
流动负债总计	8,490	9,602	11,656	13,754	16,109
长期负债	510	5,940	5,972	5,972	5,972
总负债	9,000	15,542	17,628	19,726	22,081
股东权益	43,678	52,731	58,248	64,973	73,361

财务分析

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	34.1%	31.9%	31.7%	32.4%	33.4%
EBIT率 (%)	18.2%	16.2%	15.0%	15.3%	16.1%
净利率 (%)	15.6%	14.3%	13.5%	13.8%	14.5%
ROE	9.1%	7.9%	8.3%	9.1%	10.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	18.7%	19.1%	18.4%	18.5%	18.5%
实际税率 (%)	12.4%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	31	35	35	35	35
应付账款天数	56	66	66	66	66
财务状况					
负债/权益	0.21	0.29	0.30	0.30	0.30
收入/总资产	0.48	0.43	0.47	0.50	0.53
总资产/权益	1.21	1.29	1.30	1.30	1.30
现金/总资产	29.3%	16.3%	23.6%	29.9%	36.1%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2022年 预测
税前利润	4,540	4,632	5,357	6,544	8,214
非现金调整	670	812	988	1,217	1,478
运营资本变化	990	(626)	867	682	544
经营活动现金流	6,200	4,818	7,211	8,443	10,235
购买物业及设备	(95)	(108)	(18)	(19)	(21)
购买无形资产	(191)	(393)	0	0	0
其他投资活动	(7,816)	(13,705)	(910)	(997)	(1,097)
投资活动现金流	(8,102)	(14,206)	(928)	(1,016)	(1,118)
上市融资	12	(141)	0	0	0
其他融资活动	(43)	5,433	0	0	0
融资活动现金流	(31)	5,292	0	0	0
汇兑变化	3	269	0	0	0
现金变化	(1,930)	(3,827)	6,283	7,427	9,117
期初持有现金	17,356	15,426	11,599	17,882	25,309
期末持有现金	15,426	11,599	17,882	25,309	34,426

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>