

公司研究

音乐订阅业务稳健增长，降本增效助力盈利修复

——腾讯音乐（TME.N）2022年半年报点评

要点

事件：公司发布 2Q22 财报，实现营收 69.05 亿元，同比下降 13.8%，下滑放缓略超市场预期；毛利润 20.63 亿元，同比下降 15.3%，毛利率为 29.9%，同比微降 0.6pct，环比增加 1.9pct，系社交娱乐收入分成和代理费减少所致；由于有效控制营销费用，优化整体推广结构，公司经调整净利润 10.65 亿元，超出市场预期，对应经调整净利率 15.4% (yoy+0.9pct, qoq+1.29pct)。

点评：疫情及行业竞争导致营收下滑，订阅收入成为关键支撑。1) 在线音乐业务收入 28.8 亿元，同比小幅度下降 2.4%，占总收入比例同比上升 4.8pct 至 41.7%。a.会员订阅收入 21.1 亿元，同比提升 17.8%；订阅付费用户达 82.7 百万人，对应付费率再创新高，环比提升 0.6pct 至 13.9%；ARPPU 同比降低 5.6% 但环比微增 2.4% 至 8.5 元，主要由于公司减少价格促销并绑定超级 VIP，订阅业务增长策略转变取得成效。b.非订阅业务同比下降 33.7% 至 7.7 亿元，广告业务受局部疫情影响承压，数字专辑及转授权业务受粉丝经济监管、转授权到期等影响持续下滑，7 月 14 日周杰伦新专辑上线预计小幅提振 Q3 数字专辑收入。2) 社交娱乐业务收入 40.3 亿元，同比下降 20.4%，占比下滑至 58.3%，主要由于直播监管政策趋严、宏观环境变化以及其他娱乐形式冲击，社交娱乐 ARPPU 同比增长 10.8% 至 169.9 元，而付费用户同比下降 28.2% 至 7.9 百万人；我们预计下半年直播业务压力仍存，但随赛道出清后逐步企稳。

加强与腾讯内容生态合作，发力衍生链条打开多元变现空间。1) 通过 TME live 呈现张国荣和周杰伦的 AI 增强录制音乐会，截至 Q2 累积超过 1 亿的独立观众，社交媒体的浏览量达 60 亿，丰富的活动赛事预计增加广告招商收入。2) 7 月 1 日，商用音乐授权平台“曲易买”上线，后版权时代商业版权转售领域有待挖掘。

盈利预测、估值与评级：腾讯音乐为国内规模最大的在线音乐娱乐平台，付费用户净增和 ARPPU “两条腿走路”支撑订阅业务稳健增长；公司内容丰富度领先，版权获取优势凸显，独立音乐人生态体系持续完善，原创音乐与版权内容实现协同；公司致力于探索多元变现方式，广告商业化进程有望加速，音频直播与海外产品拓展稳步推进。我们小幅上调 22-24 年营业收入预测至 280/296/319 亿元（与上次预测+0.6%/+1.2%/+1.3%）。成本结构优化及运营效率提高带动盈利修复，上调 22-24 年经调整净利润预测至 39.6/44.0/48.7 亿元（与上次预测+6.7%/+6.6%/+4.5%）。维持目标价 5.84 美元，维持“增持”评级。

风险提示：用户增长放缓、用户付费率提升不及预期、内容获取成本持续上升、监管政策趋严、行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 29,153 | 31,244 | 28,023 | 29,648 | 31,872 |
| 增长率(%) | 14.6% | 7.2% | -10.3% | 5.8% | 7.5% |
| 净利润(百万元) | 4,155 | 3,029 | 2,964 | 3,480 | 4,067 |
| 净利润增长率(%) | 4.3% | -27.1% | -2.1% | 17.4% | 16.9% |
| 经调整归母净利润(百万元) | 4,950 | 4,146 | 3,964 | 4,400 | 4,867 |
| 经调整归母净利润增长率(%) | 0.9% | -16.2% | -4.4% | 11.0% | 10.6% |
| EPS(元) | 1.23 | 0.89 | 0.87 | 1.03 | 1.20 |
| P/E | 12.9 | 17.7 | 18.1 | 15.4 | 13.2 |
| P/S | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-08-15；按照 1USD=6.7735RMB 换算；1 ADR=2 普通股

增持（维持）

当前价/目标价：4.67/5.84 美元

作者

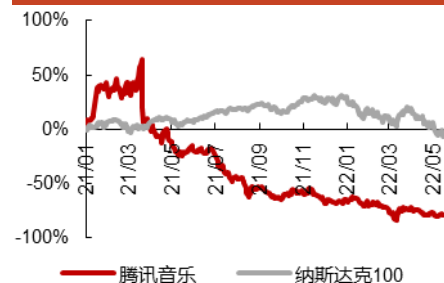
分析师：付天姿 CFA, FRM
 执业证书编号：S0930517040002
 021-52523692
 futz@ebsecn.com

联系人：杨朋沛
 021-52523878
 yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 33.90 |
| 总市值(亿美元) | 79.16 |
| 一年最低/最高(美元) | 2.95-9.53 |
| 近 3 月换手率 | 161.3 |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-----|------|-------|
| 相对 | 8.9 | 17.9 | -24.2 |
| 绝对 | 7.6 | 15.0 | -47.6 |

资料来源：Wind

相关研报

数字音频平台的增长引擎是什么？——数字音频行业深度研究报告（2022-07-11）

表 1: 腾讯音乐利润表 (单位: 百万元人民币)

| 利润表 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 29,153 | 31,244 | 28,023 | 29,648 | 31,872 |
| 在线音乐 | 7,152 | 9,349 | 11,467 | 11,959 | 13,889 |
| 社交娱乐 | 18,282 | 19,804 | 19,777 | 16,063 | 15,758 |
| 营业成本 | -19,851 | -21,840 | -19,336 | -20,160 | -21,354 |
| 毛利 | 9,302 | 9,404 | 8,687 | 9,487 | 10,518 |
| 其它收入 | 362 | 553 | 0 | 0 | 0 |
| 营业开支 | -5,576 | -6,687 | -5,823 | -5,960 | -6,216 |
| 营业利润 | 4,088 | 3,270 | 2,864 | 3,527 | 4,301 |
| 财务成本净额 | 525 | 409 | 545 | 468 | 393 |
| 应占利润及亏损 | 19 | -47 | 1 | -9 | -18 |
| 税前利润 | 4,632 | 3,632 | 3,410 | 3,986 | 4,676 |
| 所得税开支 | -456 | -417 | -383 | -433 | -523 |
| 税后经营利润 | 4,176 | 3,215 | 3,026 | 3,553 | 4,152 |
| 少数股东权益 | -21 | -186 | -62 | -73 | -85 |
| 净利润 | 4,155 | 3,029 | 2,964 | 3,480 | 4,067 |
| 息税折旧前利润 | 4,912 | 4,271 | 3,382 | 4,222 | 5,144 |
| 息税前利润 | 4,088 | 3,270 | 2,864 | 3,527 | 4,301 |
| 每股收益 (元) | 1.23 | 0.89 | 0.87 | 1.03 | 1.20 |
| 每股股息 (元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EBITDA 利润率 | 16.8% | 13.7% | 12.1% | 14.2% | 16.1% |

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 腾讯音乐资产负债表 (单位: 百万元人民币)

| 资产负债表 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 68,273 | 67,254 | 69,582 | 74,022 | 79,052 |
| 流动资产 | 31,687 | 26,791 | 27,107 | 30,200 | 34,041 |
| 现金及短期投资 | 25,986 | 19,360 | 20,673 | 23,470 | 27,007 |
| 有价证券及短期投资 | 37 | 1,066 | 1,066 | 1,066 | 1,066 |
| 应收账款 | 2,800 | 3,610 | 2,784 | 2,945 | 3,166 |
| 存货 | 18 | 24 | 23 | 24 | 25 |
| 其它流动资产 | 2,846 | 2,731 | 2,561 | 2,696 | 2,777 |
| 非流动资产 | 36,586 | 40,463 | 42,475 | 43,821 | 45,011 |
| 长期投资 | 2,255 | 3,599 | 3,600 | 3,595 | 3,586 |
| 固定资产净额 | 176 | 243 | 709 | 807 | 758 |
| 其他非流动资产 | 34,155 | 36,621 | 38,167 | 39,420 | 40,667 |
| 总负债 | 15,542 | 16,199 | 15,501 | 16,387 | 17,265 |
| 流动负债 | 9,602 | 10,450 | 9,763 | 10,647 | 11,511 |
| 应付账款 | 3,565 | 4,329 | 3,419 | 3,727 | 3,985 |
| 短期借贷 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 6,037 | 6,121 | 6,344 | 6,920 | 7,525 |
| 长期负债 | 5,940 | 5,749 | 5,738 | 5,740 | 5,755 |
| 长期债务 | 5,175 | 5,062 | 5,062 | 5,062 | 5,062 |
| 其它 | 765 | 687 | 676 | 678 | 693 |
| 股东权益合计 | 52,731 | 51,055 | 54,081 | 57,634 | 61,787 |
| 股东权益 | 52,245 | 50,317 | 53,281 | 56,761 | 60,828 |
| 少数股东权益 | 486 | 738 | 800 | 873 | 958 |
| 负债及股东权益总额 | 68,273 | 67,254 | 69,582 | 74,022 | 79,052 |
| 净现金/(负债) | 20,046 | 13,611 | 14,936 | 17,730 | 21,252 |
| 营运资本 | -747 | -695 | -612 | -758 | -795 |
| 长期可运用资本 | 58,671 | 56,804 | 59,819 | 63,375 | 67,542 |
| 股东及少数股东权益 | 52,731 | 51,055 | 54,081 | 57,634 | 61,787 |

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 腾讯音乐现金流量表 (单位: 百万元人民币)

| 现金流量表 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 4,885 | 5,239 | 4,454 | 5,260 | 5,963 |
| 净利润 | 4,155 | 3,029 | 2,964 | 3,480 | 4,067 |
| 折旧与摊销 | 824 | 1,001 | 518 | 695 | 843 |
| 营运资本变动 | 412 | -52 | -83 | 146 | 36 |
| 其它 | -506 | 1,261 | 1,054 | 939 | 1,017 |
| 投资活动现金流 | -14,206 | -5,999 | -3,667 | -2,941 | -2,831 |
| 资本性支出净额 | -712 | -1,254 | -2,700 | -2,000 | -2,000 |
| 资产处置 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资变化 | -1,766 | -1,344 | -1 | 4 | 9 |
| 其它资产变化 | -11,728 | -3,401 | -967 | -945 | -841 |
| 自由现金流 | 2,200 | 1,666 | 1,793 | 1,858 | 2,446 |
| 融资活动现金流 | 5,292 | -3,710 | 527 | 477 | 405 |
| 股本变动 | 153 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| 净债务变化 | 5,175 | -113 | 0 | 0 | 0 |
| 派发红利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债变化 | -36 | -3,701 | 527 | 477 | 405 |
| 净现金流 | -4,029 | -4,470 | 1,313 | 2,796 | 3,537 |

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE