

腾讯音乐 (TME.N)

订阅用户提升顺利，公司派发现金股息

买入

核心观点

收入同比下跌3.4%，在线音乐业务增长强劲。24Q1，公司实现总收入67.7亿元，同比-3.4%，环比-1.8%，在线音乐收入占比达74%。毛利率同比上升7.9pct，经调整利润率同比上升5.9pct。2024Q1，公司毛利率40.9%，同比+7.9pct，环比+2.6pct。毛利率上升明显主要系：1) 音乐订阅收入和广告收入增长；2) 音乐版权成本的投资回报率提升；3) 优化直播收入分成策略。我们预计公司毛利率仍有优化空间，预计24年毛利率可达42%以上。在成本端持续优化下，24Q1公司经调整净利润18.1亿元，同比+23.9%。经调整利润率26.8%，同比+5.9pct，环比+2.4pct。

公司上调订阅用户数增长预期。在线音乐业务：2024Q1，在线音乐收入50.1亿元，同比+43%。1) 其中，订阅业务收入36亿元，同比+39%，环比+6%，付费用户数继续提升，ARPPU轻微下降：在线音乐付费用户为1.14亿人，同比+20.2%；付费率达19.6%，同比+3.7pct。根据业绩会，公司有信心2024年总净增订阅数将超过之前的预测，净增量总数将超过2022年，但略低于2023年。从节奏上来看，由于基数效应，未来几个季度净增订阅数会回归到更加正常和可持续的水平。2) 其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入13.9亿元，同比+54%。

预计社交娱乐业务收入维持在季度17亿左右水平。2024Q1，社交娱乐与其他收入17.6亿元，同比-50%，环比-6%。社交娱乐业务受到公司主动生态整治影响，用户ARPPU同比下降55%。

投资建议：公司派发现金股息，维持“买入”评级

公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利，当前付费渗透率提升在良好趋势中。此外，公司现金充沛，截至2024年3月，公司现金、现金等价物、定期存款和短期投资等账面现金规模341.8亿元。公司首次派发年度现金股息12.1亿美元。

考虑到公司成本端控制优秀，上调盈利预期，预计24-26年经调整净利润75/86/93亿元（调整幅度+7%/+9%/+6%）。考虑到公司在线音乐业务稳健增长，利润端健康发展，给予24年27-28xPE，对应7.1-7.3xPS，上调目标价至16.3-16.9美元（上调幅度28-35%），维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,752	28,496	31,747	34,287	36,001
(+/-%)	-2.1%	2.7%	11.4%	8.0%	5.0%
经调整净利润(百万元)	6223	7462	8586	9345	9741
(+/-%)	26.8%	19.9%	15.1%	8.8%	4.2%
每ADS收益(元)	3.63	4.35	5.00	5.45	5.68
EBIT Margin	17.2%	24.0%	24.8%	25.8%	25.8%
净资产收益率(ROE)	7.6%	12.3%	12.3%	12.4%	11.9%
市盈率(PE)-调整后	30.3	25.2	21.9	20.1	19.3
EV/EBITDA	12.2	9.3	8.4	8.5	7.7
市净率(PB)	3.75	3.43	3.13	2.86	2.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	16.30 - 16.90 美元
收盘价	15.42 美元
总市值/流通市值	265/136 亿美元
52周最高价/最低价	15.77/5.7 美元
近3个月日均成交额	不适用

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯音乐 (TME.N) - 在线音乐业务蓬勃发展，预计24年利润侧仍有优化空间》——2024-03-24
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 在线音乐业务稳健发展，预计2024年利润侧继续健康发展》——2023-11-18
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 预计下半年社交娱乐业务逐步环比企稳，利润侧健康发展》——2023-11-06
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 社交娱乐业务主动调整生态，预计利润侧保持健康发展》——2023-08-18
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 预计二季度利润侧继续优化，主动整治社交娱乐生态》——2023-07-31

业绩概览：经调整利润率同比+5.9pct

收入同比下跌 3.4%，在线音乐业务增长强劲。24Q1，公司实现总收入 67.7 亿元，同比-3.4%，环比-1.8%，在线音乐收入占比达 74%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 7.9pct，经调整利润率同比上升 5.9pct。2024Q1，公司毛利率 40.9%，同比+7.9pct，环比+2.6pct。毛利率上升主要系：1) 音乐订阅收入和广告收入增长；2) 音乐版权成本的投资回报率提升；3) 优化直播收入分成策略。我们预计公司毛利率仍有优化空间，预计 24 年毛利率可达 42%。在成本端持续优化下，24Q1 公司经调整净利润 18.1 亿元，同比+23.9%。经调整利润率 26.8%，同比+5.9pct，环比+2.4pct。

图1：腾讯音乐总收入及增速（百万元，%）



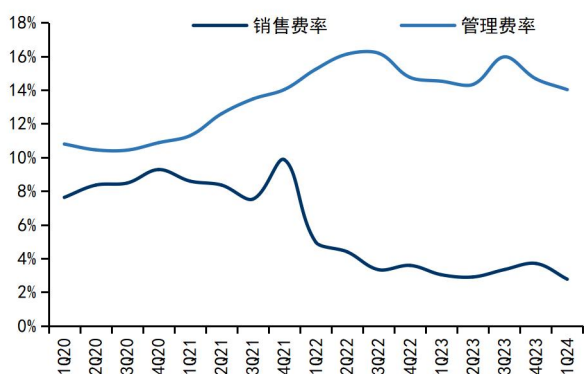
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯音乐毛利润与毛利率（百万元，%）



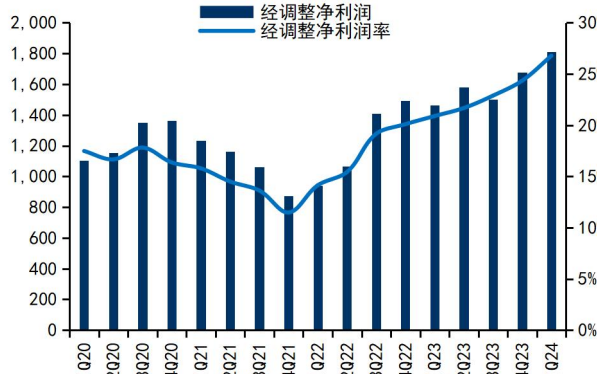
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯音乐各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯音乐经调整利润以及经调整利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：在线音乐业务增长强劲

在线音乐业务：2024Q1，在线音乐收入 50.1 亿元，同比+43%，环比-0.3%。

1) **订阅业务收入同比增长 39%**。24Q1，公司订阅业务收入 36 亿元，同比+39%，环比+6%，付费用户数继续提升，ARPPU 轻微下降：

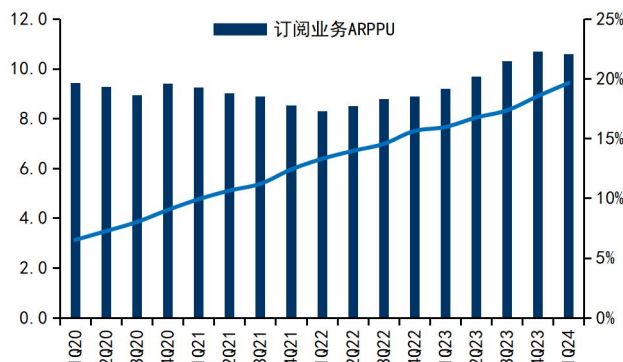
- ✓ 24Q1，公司的在线音乐移动 MAU 为 5.78 亿，同比-2.4%。在线音乐付费用户为 1.14 亿人，同比+20.2%；付费率达 19.6%，同比+3.7pct。
- ✓ 月 ARPPU 为 10.6 元，同比+15.2%，环比-0.9%。
- ✓ 根据业绩会，公司有信心 2024 年总净增订阅数将超过之前的预测，净增量总数将超过 2022 年，但略低于 2023 年。从节奏上来看，由于基数效应，未来几个季度净增订阅数会回归到更加正常和可持续的水平。

图5：腾讯音乐在线音乐收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：腾讯音乐在线音乐订阅付费渗透率以及 ARPPU（元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

其他在线音乐：增长强劲，同比增长 54%。其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 13.9 亿元，同比+54%，环比-13%。

图7：腾讯音乐订阅业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：腾讯音乐其他在线音乐业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

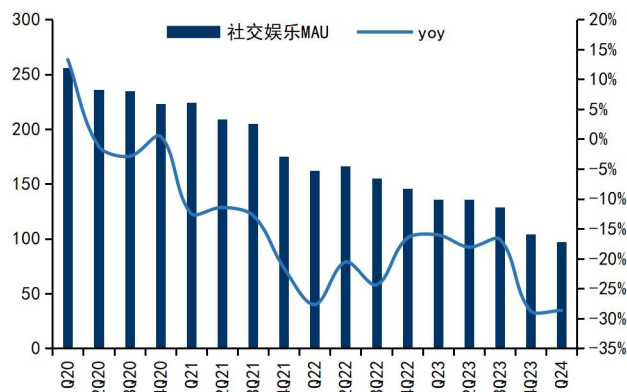
社交娱乐业务受到公司主动生态整治影响，用户 ARPPU 同比下降 55%，收入同比下降 50%。2024Q1，社交娱乐与其他收入 17.6 亿元，同比-50%，环比-6%。社交娱乐月 ARPPU 为 73 元，同比-55%，环比-6%。与此同时，公司也采取积极措施，比如发展 K 歌业务等。24Q1，公司社交娱乐业务付费用户 800 万人，同比+13%，环比 0%。

图9: 腾讯音乐社交娱乐与其他收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 腾讯音乐社交娱乐 MAU 及增速 (百万, %)



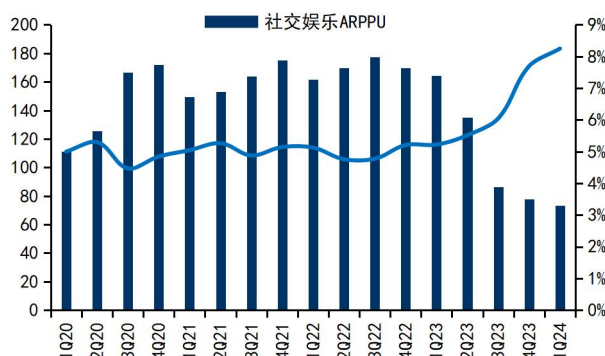
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 腾讯音乐社交娱乐付费用户数以及增速 (百万, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 腾讯音乐社交娱乐付费渗透率以及 ARPPU (元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：在线音乐业务蓬勃发展，维持“买入”评级

公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利，当前付费渗透率提升在良好趋势中。此外，公司现金充沛，截至2024年3月，公司现金、现金等价物、定期存款和短期投资等账面现金规模341.8亿元。公司首次派发年度现金股息12.1亿美元。

考虑到公司成本端控制优秀，上调盈利预期，预计24-26年经调整净利润75/86/93亿元（调整幅度+7%/+9%/+6%）。考虑到公司在线音乐业务稳健增长，利润端健康发展，给予24年27-28xPE，对应7.1-7.3xPS，上调目标价至16.3-16.9美元（上调幅度28-35%），维持“买入”评级。

风险提示

政策风险；付费用户增长不及预期的风险；受泛娱乐平台冲击，竞争格局恶化风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6591	10663	7627	7263	营业收入	27752	28496	31747	34287
应收款项	6285	3123	3392	3570	营业成本	17957	16528	18162	19615
存货净额	24	23	25	27	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	56	63	64	71	销售费用	897	912	1016	1029
流动资产合计	26791	27706	33245	46348	管理费用	4121	4232	4699	4800
固定资产	243	1883	3761	5862	财务费用	(711)	(216)	(229)	(186)
无形资产及其他	22233	21841	21449	21057	投资收益	553	516	230	230
投资性房地产	1089	1089	1089	1089	资产减值及公允价值变动	0	516	528	520
长期股权投资	3599	4999	6371	7757	其他收入	(2409)	0	0	0
资产总计	67254	70817	79213	95412	营业利润	3632	8073	8858	9779
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	8431	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	4329	3029	3316	3566	利润总额	3632	8073	8858	9779
其他流动负债	6121	4244	4671	4965	所得税费用	417	1211	1329	1467
流动负债合计	10450	7273	7987	16963	少数股东损益	186	67	91	115
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3839	6794	7438	8198
其他长期负债	5749	7665	10050	11421					
长期负债合计	5749	7665	10050	11421	现金流量表(百万元)				
负债合计	16199	14938	18037	28383	净利润	3839	6794	7438	8198
少数股东权益	738	805	897	1012	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	50317	55073	60279	66018	折旧摊销	824	450	523	617
负债和股东权益总计	67254	70817	79213	95412	公允价值变动损失	0	(516)	(528)	(520)
					财务费用	(711)	(216)	(229)	(186)
关键财务与估值指标					营运资本变动	126	1896	2826	1728
每股收益	2.24	3.96	4.33	4.78	其它	113	67	91	115
每股红利	0.44	0.59	0.65	0.72	经营活动现金流	4902	8692	10349	10138
每股净资产	14.66	16.05	17.56	19.24	资本开支	(499)	(1182)	(1480)	(1807)
ROIC	24%	30%	35%	42%	其它投资现金流	1060	0	(8301)	(13282)
ROE	8%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(783)	(2582)	(11153)	(16474)
毛利率	35%	42%	43%	43%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	24%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	26%	26%	28%	支付股利、利息	(1516)	(2038)	(2231)	(2459)
收入增长	-2%	3%	11%	8%	其它融资现金流	(5624)	0	0	8431
经调整净利润增长率	27%	20%	15%	9%	融资活动现金流	(8656)	(2038)	(2231)	5972
资产负债率	25%	22%	24%	31%	现金净变动	(4537)	4072	(3035)	(364)
息率	2.9%	3.9%	4.3%	4.7%	货币资金的期初余额	11128	6591	10663	7627
P/E-调整后	30.3	25.2	21.9	20.1	货币资金的期末余额	6591	10663	7627	7263
P/B	3.7	3.4	3.1	2.9	企业自由现金流	4680	6966	8558	8056
EV/EBITDA	12.2	9.3	8.4	8.5	权益自由现金流	(315)	7149	8753	16645

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032