

公司研究

订阅用户稳健增长，SVIP 推动 ARPPU 增长

——腾讯音乐（TME.N）24Q3 业绩点评

要点

事件：公司 3Q24 实现营收 70.2 亿元人民币（yoy+6.8%，vs 彭博一致预期 70.0 亿元）；实现毛利润 29.9 亿元，同比提升 27.7%，对应毛利率为 42.6%（yoy+7.0pct，vs 彭博一致预期 42.4%），主要得益于音乐订阅收入强劲增长，包括自制内容的播放增长以及广告收入的快速增长。实现经调整净利润 19.4 亿元（yoy+29.1%，vs 彭博一致预期 19.2 亿元），经调整归母净利润 18.1 亿元（yoy+28.8%）。截止至 2024 年 9 月 30 日，公司以约 3.355 亿美元现金从公开市场回购 4210 万股美国存托股份。

点评：在线音乐业务稳健增长，社交娱乐业务降幅收窄。在线音乐收入 54.8 亿元（yoy+20.4%），占总收入比例同比提升 8.8pct 至 78.1%。1) **会员订阅收入** 38.4 亿元（yoy+20.3%），截至 3Q24 末订阅付费用户数达 1.19 亿人，环比 6 月底净增加 200 万人，对应付费率同比增长 3.3pct 达 20.7%，活动运营策略有效推动了用户规模的进一步增长；订阅 ARPPU 达 10.8 元，同比提升 4.9%，主要系折扣减少以及 SVIP 驱动。2) **其他音乐收入** 16.4 亿元（yoy+20.3%），广告收入维持良好增长，但部分演出项目有所推迟。**社交娱乐业务收入** 15.35 亿元（yoy-23.9%），得益于酷狗直播在创新玩法上的改进以及全民 K 歌在广告业务和 VIP 包月业务上的超预期表现，收入减少幅度有所收窄。社交付费用户数同比提升 1.3%，社交 ARPPU 同比下降 24.8% 达 64.8 元。考虑到直播中台建设的逐渐稳定，预计 25 年社交娱乐业务将保持平稳趋势。

3Q24 经营利润达 21.44 亿元（yoy+50.5%）。3Q 营业成本同比下降 4.8% 至 40.24 亿元，音乐内容成本增速低于音乐收入增长速度。**3Q 费用支出同比下降 3.9% 至 12.2 亿元：**管理费用同比下降 4.9% 至 9.98 亿元，主要系人员开支的减少；营销费用 2.2 亿元，与去年同期基本持平。

SVIP 订阅数突破千万，预计持续通过多元化特权提升用户体验。在高价值用户运营战略下，SVIP 当前提供长音频、音质音效、数字专辑抢先听和跨终端使用四大特权，近期新增伴唱和酷狗铃声编辑等特权。同时，公司积极推进实物特权以及家庭会员套餐特权，进一步巩固用户粘性。

投资建议：公司竞争壁垒稳固，订阅用户增长保持稳健，SVIP 发展预计提振 ARPPU；规模效应下利润有望持续释放。维持 24-26 年经调整归母净利润预测 74/84/94 亿元人民币；维持“增持”评级。

风险提示：用户付费不及预期、版权成本上升、行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28,339	27,752	28,406	30,924	32,466
增长率（%）	-9.3%	-2.1%	2.4%	8.9%	5.0%
经调整归母净利润（百万元）	4,745	5,923	7,357	8,400	9,367
经调整归母净利润增长率（%）	24.1%	24.8%	24.2%	14.2%	11.5%
经调整 EPS（元）	1.38	1.73	2.14	2.45	2.73
经调整 P/E	29	23	19	16	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2024-11-15；按照 1USD=7.1907RMB 换算；1 ADR=2 普通股

增持（维持）

当前价：11.07 美元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

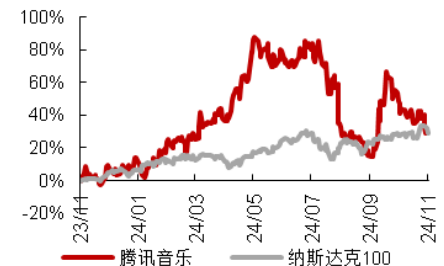
021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	34.32
总市值(亿美元):	190
一年最低/最高(美元):	7.93-15.77
近 3 月换手率 (%) :	104.8

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.5	-6.3	23.0
绝对	-8.7	5.1	31.9

资料来源：Wind

相关研报

订阅收入量价齐升，音乐平台商业价值待挖掘——音乐市场专题报告（2024-03-22）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	28,339	27,752	28,406	30,924	32,466
在线音乐	12,483	17,325	22,159	25,026	26,862
社交娱乐	15,856	10,427	6,247	5,899	5,604
营业成本	-19,566	-17,957	-16,390	-17,379	-17,856
毛利	8,773	9,795	12,016	13,545	14,610
其它收入	516	230	-11	-9	-89
营业开支	-5,557	-5,018	-4,645	-4,795	-4,840
营业利润	3,732	5,007	7,359	8,741	9,681
财务成本净额	603	911	1,094	1,157	1,224
应占利润及亏损	38	127	-19	-97	165
税前利润	4,373	6,045	8,433	9,801	11,070
所得税开支	-534	-825	-1,602	-1,862	-2,103
税后经营利润	3,839	5,220	6,831	7,939	8,966
少数股东权益	-162	-300	-470	-536	-598
归母净利润	3,677	4,920	6,362	7,403	8,368
经调整归母净利润	4,745	5,923	7,357	8,400	9,367
现金流量表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,481	7,337	8,356	8,860	9,729
投资活动现金流	-1,446	-1,863	-1,501	-2,102	-1,681
融资活动现金流	-3,419	-1,538	-1,213	-1,167	-1,090
净现金流	2,616	3,936	5,643	5,591	6,958

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	67,009	75,536	82,195	90,889	100,483
流动资产	26,559	29,936	36,516	44,670	53,943
现金及短期投资	20,846	23,535	31,178	38,767	47,723
有价证券及短期投资	37	37	37	37	37
应收账款	2,670	2,918	2,734	2,964	3,112
存货	14	8	12	13	13
其它流动资产	2,992	3,438	2,555	2,888	3,057
非流动资产	40,450	45,600	45,678	46,220	46,541
长期投资	4,330	11,121	11,111	11,063	11,146
固定资产净额	323	490	478	408	281
其他非流动资产	35,797	33,989	34,090	34,749	35,114
总负债	17,882	18,334	18,462	19,517	20,445
流动负债	11,717	12,014	12,147	13,238	14,174
应付账款	4,998	5,006	5,061	5,888	6,585
短期借款	0	0	0	0	0
其它流动负债	6,719	7,008	7,086	7,350	7,589
长期负债	6,165	6,320	6,315	6,279	6,270
长期债务	5,536	5,636	5,636	5,636	5,636
其它	629	684	679	643	634
股东权益合计	49,127	57,202	63,733	71,372	80,039
股东权益	48,099	55,907	61,969	69,071	77,140
少数股东权益	1,028	1,295	1,765	2,301	2,899
负债及股东权益总额	67,009	75,536	82,195	90,889	100,483

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 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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 Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP