

买入

超级会员增值显著，初试短剧赛道

腾讯音乐 (TME.US)

2024-11-28 星期四

目标价: **13.9 美元**
现价: 11.51 美元
预计升幅: 20.5%

重要数据

日期	2024-11-27
收盘价 (美元)	11.51
总股本 (百万 ADS)	1,716
总市值 (百万美元)	19,837
净资产 (百万美元)	9,059
总资产 (百万美元)	12,074
52 周高低 (美元)	15.63/7.85
每 ADS 净资产 (美元)	2.57

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

腾讯	47.80%
Spotify	4.12%

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、
20230425

研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 超级会员将带动 ARPU 增长，非订阅收入增长超预期:

24 年三季度，公司的在线音乐业务收入达到 54.8 亿元，同比增加 20.4%，环比增加 1.0%。其中，订阅业务收入同比增长 20%。公司订阅业务收入为 38 亿元，同比增加 20%，环比增加 2.7%。付费用户数继续提升，ARPU 持续上升。在线音乐移动 MAU 为 5.76 亿，同比下降 3.0%。在线音乐付费用户为 1.19 亿人，同比增加 15.5%；订阅用户环比净增 200 万，付费率达 20.7%。月 ARPU 为 10.8 元，同比增加 4.9%，环比增加 0.9%。

总体来看，公司第三季度表现好于预期主要因稳定运营策略，特别是月度订阅者特权并使得 ARR 稳定增长，利用节日活动和营销策略扩大订阅者群体。预计 24 年第四季度及明年第一季度仍会严格控制营销，公司盈利能力持续优化同时提升内容质量（如音质音效，与 DTS 合作、采用音频 3D 等），在车载端和移动端进行尝试，提供更多特权，采用传统标准措施与超级会员联合来提高平台变现效率。

➤ 利用音乐领域优势初试短剧赛道，开启生态发展新路径:

在社交娱乐业务持续萎缩的背景下，腾讯音乐开始发掘围绕音乐开展的其他生态。公司作为国内音乐行业领军平台之一，不仅拥有庞大的版权音乐库和丰富的音乐人资源，还掌握着众多原创音乐版权。在本次微短剧《出道吧，音浪少年》中，QQ 音乐做为联合出品方、独家音乐战略合作平台，将音乐优势全方位发挥。

➤ 平台市场地位稳固，维持买入评级:

公司目前除了降本增效成果显著以外，同时也在不断尝试发展创新业务（如超级会员、短剧、IoT 等）。我们期待公司未来利用目前稳定的订阅现金流收入，来创造更多的流量变现形式，为收入增长赋能。目前公司市场地位稳固，用户基本盘稳固，仍拥有较大的变现潜力，超级会员渗透率有明显提升。因此我们按照在线音乐业务 2024 年 7 倍 PS 及社交娱乐业务 6 倍 PE 进行估值，给予公司 13.9 美元的目标价，有 20.5% 的上升空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2025E
营业额	28,339	27,752	28,447	30,329	33,291
同比增长	-9.30%	-2.07%	2.51%	6.61%	9.77%
净利润	3,677	4,920	5,877	6,364	7,597
同比增长	19.41%	35.97%	19.46%	8.29%	19.37%
经调整净利润	4,907	6,145	7,174	7,728	9,095
净利润率	13.55%	18.81%	21.92%	22.26%	24.21%
每 ADS 盈利(元)	2.30	3.15	3.77	4.08	4.87

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

超级会员将带动 ARPU 增长，非订阅收入增长超预期：

一、在线音乐业务

收入及用户数据：24 年三季度，公司的在线音乐业务收入达到 54.8 亿元，同比增加 20.4%，环比增加 1.0%。其中，订阅业务收入同比增长 20%。公司订阅业务收入为 38 亿元，同比增加 20%，环比增加 2.7%。付费用户数继续提升，ARPU 持续上升。在线音乐移动 MAU 为 5.76 亿，同比下降 3.0%。在线音乐付费用户为 1.19 亿人，同比增加 15.5%；订阅用户环比净增 200 万，付费率达 20.7%。月 ARPU 为 10.8 元，同比增加 4.9%，环比增加 0.9%。

未来在线音乐业务增长驱动因素：我们认为未来在线音乐订阅收入增长的关键驱动因素主要在于超级会员计划以及付费会员数量的稳定增长。公司表示截至 9 月底，总体付费会员中已经有超过 1000 万的超级会员用户，在订阅用户数中比例超过 8%。而 SVIP 大部分是从普通的 VIP 用户升级而来，用户为了获取超长音频特权、高级的音质音效、数专抢先听、跨终端等特权而进行升级，目前 QQ 音乐和酷狗音乐分别占比一半。公司管理层预计当超级会员数量达到 2000 万以上时，将对 ARPU 的贡献会更加明显。

总体来看，公司第三季度表现好于预期主要因稳定运营策略，特别是月度订阅者特权并使得 ARPU 稳定增长，利用节日活动和营销策略扩大订阅者群体。预计 24 年第四季度及明年第一季度仍会严格控制营销，公司盈利能力持续优化同时提升内容质量（如音质音效，与 DTS 合作、采用音频 3D 等），在车载端和移动端进行尝试，提供更多特权，采用传统标准措施与超级会员联合来提高平台变现效率。

二、社交娱乐业务

社交娱乐业务由于受到公司主动生态整治影响，自 2020 年起，受到短视频等新兴娱乐方式的兴起，以及直播、全民 K 歌等业务发展受限的影响，社交娱乐服务营收开始一路下探。三季度用户 ARPU 同比下降 25%，收入同比下降 24%。2024Q3，社交娱乐与其他收入 15.4 亿元，同比下降 24%，环比下降 12%。社交娱乐月 ARPPU 为 65 元，同比下降 25%，环比下降 11.5%。24Q3，公司社交娱乐业务付费用户 790 万人，同比增加 1%，环比持平。

二、其他在线音乐业务

其他在线音乐业务同比去年恢复势头强劲，同比增长 20%。该部分业务（广告、转

授权数字专辑等)收入 16.4 亿元, 同比增加 20%, 环比下降 2.6%。

利用音乐领域优势初试短剧赛道, 开启生态发展新路径:

在社交娱乐业务持续萎缩的背景下, 腾讯音乐开始发掘围绕音乐开展的其他生态。例如在短剧方面, 公司 7 月推出了独立 APP “全民短剧”。我们认为公司尝试开发短剧业务能够有效利用自身在音乐版权方面的优势。通常情况下, 部分微短剧制作团队会采用一些广泛流传的无版权音乐来降低成本, 也存在部分作品冒险使用未经授权的原唱歌曲, 而音乐平台开发微短剧则解决了这个问题。音乐平台能有效地将自身优势发挥出来, 将剧情与音乐原创作品相结合, 促进音乐创作与版权市场的新繁荣。今年年初, 公司与深圳满庭芳电子商务有限公司旗下的花面狸剧场合作, 创新出品的首部音乐互动短剧《出道吧, 音浪少年》初试水, 并计划于 10 月 30 日上线全民 K 歌、酷狗音乐、酷狗直播及各大短剧平台。公司作为国内音乐行业领军平台之一, 不仅拥有庞大的版权音乐库和丰富的音乐人资源, 还掌握着众多原创音乐版权。在本次微短剧《出道吧, 音浪少年》中, QQ 音乐做为联合出品方、独家音乐战略合作平台, 将音乐优势全方位发挥。

► 平台市场地位稳固, 维持买入评级:

公司目前除了降本增效成果显著以外, 同时也在不断尝试发展创新业务(如超级会员、短剧、IoT 等)。我们期待公司未来利用目前稳定的订阅现金流收入, 来创造更多的流量变现形式, 为收入增长赋能。目前公司市场地位稳固, 用户基本盘稳固, 仍拥有较大的变现潜力, 超级会员渗透率有明显提升。因此我们按照在线音乐业务 2024 年 7 倍 PS 及社交娱乐业务 6 倍 PE 进行估值, 给予公司 13.9 美元的目标价, 有 20.5% 的上升空间, 维持“买入”评级。

风险提示

订阅会员数增长不及预期、平均用户消费水平增长不及预期、行业竞争加剧

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
收入	28,339	27,752	28,447	30,329	33,291
成本	-19,566	-17,957	-16,985	-17,787	-18,697
毛利	8,773	9,795	11,462	12,542	14,594
销售费用	-1,144	-897	-939	-1,516	-1,665
管理费用	-4,413	-4,121	-4,267	-4,246	-4,661
其他收入	1,227	1,282	1,052	1,052	1,052
营运利润	4,443	6,059	7,308	7,832	9,321
投资收入	-70	-14	-141	-141	-141
税前利润	4,373	6,045	7,167	7,691	9,180
所得税	-534	-825	-932	-938	-1,120
净利润	3,839	5,220	6,236	6,752	8,060
经调整净利润	4,907	6,145	7,174	7,728	9,095
增长					
收入增长 (%)	-9.3%	-2.1%	2.5%	6.6%	9.8%
净利润 (%)	19.4%	36.0%	19.5%	8.3%	19.4%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
应收账款	2,670	2,918	2,991	3,189	3,500
存货	14	8	8	8	8
其他流动资产	2,995	3,475	3,561	3,794	4,161
存款	11,291	9,937	9,937	9,937	9,937
货币资金	9,589	13,598	19,263	25,904	33,419
流动资产总计	26,559	29,936	35,760	42,832	51,026
固定资产	2,803	2,927	2,951	2,987	3,032
无形资产	22,259	21,941	22,474	23,292	24,507
金融资产	3,168	6,540	6,540	6,540	6,540
其他固定资产	12,220	14,192	14,192	14,192	14,192
总资产	67,009	75,536	81,917	89,842	99,297
应付账款	4,998	5,006	4,735	4,959	5,212
应计负债	4,022	3,472	3,284	3,439	3,615
其他流动负债	2,697	3,536	3,608	3,801	4,106
流动负债总计	11,717	12,014	11,627	12,199	12,933
长期负债	6,165	6,320	6,320	6,320	6,320
总负债	17,882	18,334	17,947	18,519	19,253
股东权益	49,127	57,202	63,970	71,324	80,043

财务分析

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	31.0%	35.3%	40.3%	41.4%	43.8%
EBIT率 (%)	15.7%	21.8%	25.7%	25.8%	28.0%
净利率 (%)	13.5%	18.8%	21.9%	22.3%	24.2%
ROE	7.8%	9.1%	9.7%	9.5%	10.1%
营运表现					
费用/收入 (%)	19.6%	18.1%	18.3%	19.0%	19.0%
实际税率 (%)	12.2%	13.6%	13.0%	12.2%	12.2%
应收账款天数	34	38	38	38	38
应付账款天数	93	102	102	102	102
财务状况					
负债/权益	0.36	0.32	0.28	0.26	0.24
收入/总资产	0.42	0.37	0.35	0.34	0.34
总资产/权益	1.36	1.32	1.28	1.26	1.24
现金/总资产	14.3%	18.0%	23.5%	28.8%	33.7%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
	历史	历史	预测	预测	预测
税前利润	4,373	6,045	7,167	7,691	9,180
非现金调整	1,040	607	168	4	-240
运营资本变化	2,075	668	-426	254	-12
经营活动现金流	7,488	7,320	6,909	7,949	8,927
购买物业及设备	-85	-165	-206	-226	-249
购买无形资产	-968	-999	-1,284	-815	-896
其他投资活动	-393	-699	-267	-267	-267
投资活动现金流	-1,446	-1,863	-1,756	-1,308	-1,412
上市融资	-3,309	-1,408	0	0	0
其他融资活动	-110	-130	0	0	0
融资活动现金流	-3,419	-1,538	0	0	0
汇兑变化	348	76	0	0	0
现金变化	2,971	3,995	5,153	6,641	7,515
期初持有现金	6,591	9,555	13,567	19,263	25,904
期末持有现金	9,562	13,550	18,720	25,904	33,419

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>