



流媒体付费表现强劲，着力提升社交娱乐用户参与体验

腾讯音乐娱乐集团（TME）2019年三季度报点评 | 2019.11.14

中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007

核心观点

公司发布 2019 年未经审计三季度报，整体业务表现强劲，2019Q3 收入同比+31%，Non-IFRS 净利润同比+8%，但考虑短视频等竞争增强或造成未来社交娱乐收入成本一定程度承压，我们略下调未来盈利预测，维持“持有”评级。

■ **概览：2019Q3 公司收入同比+31%，Non-IFRS 净利润同比+8%。** ①2019Q3 公司实现营收 65.1 亿元，同比+31%；其中，在线音乐服务收入 18.5 亿元，同比+26%；社交娱乐服务收入 46.6 亿元，同比+33%。②2019Q3 净利润 10.2 亿元，同比+6%；Non-IFRS 净利润 12.3 亿元，同比+8%。

■ **在线音乐：流媒体付费驱动下，订阅用户高增长。** ①2019Q3 音乐月活 6.61 亿（同比+1%，环比+1%），整体稳定，流媒体付费驱动 2019Q3 在线音乐服务付费率升至 5.4%，音乐订阅付费用户数达到 3540 万（同比+42%，环比+14%），在线音乐服务月 ARPPU 8.9 元（同比+5%，环比+3%），对应 2019Q3 来自音乐订阅服务的收入为 9.42 亿元，同比+48%；②其他音乐收入 9 亿元，同比+9%，其中得益于周杰伦专辑销售等因素，数字专辑收入表现较好。

■ **社交娱乐：整体用户增长环比持平，付费用户转化提升，完善短视频等功能。** 2019Q3 社交娱乐月活 2.42 亿（同比+8%，环比+1%），增速放缓一定程度上受短视频等行业竞争影响，但加强付费导流转化下，娱乐付费用户数 1220 万（同比+23%，环比+10%），社交娱乐服务付费率 4.6%，月 ARPPU 127.3 元（同比+7%，环比-2%），主要系新增 K 歌付费用户较多而 ARPPU 值较低拉低整体水平，对应 2019Q3 社交娱乐收入 46.6 亿元（同比+33%，环比+7%）。尽管面临竞争，公司仍新增完善了短视频、用户交互、社交性等功能，提升用户参与度。

■ **成本端：2019Q3 成本费用环比整体稳定，竞争背景下预计后续或增大投入。** ①公司 2019Q3 营业成本 43 亿元，同比+43%，2019Q3 营业成本率 66%（同比+6pcts，环比-1pct），系内容成本及分成成本上涨增长。②费用方面，2019Q3 销售费用率 8%，同比-0.8pct，管理及一般行政费用率 11%，同比持平。③考虑当前短视频等行业竞争加强，我们预计公司后续或加大成本费用投入。

■ **公司在音乐娱乐领域的综合竞争力依旧显著，并积极应对行业竞争，我们看好公司长期价值。** ①**TME 网络效应与规模优势显著，音乐领域地位稳固：**用户方面，TME 已成为受众最广、认知度最高的音乐入口；内容方面，TME 曲库国内版权曲目最多、头部歌手最全、题材最完善，曲库规模超 2000 万首，并着力构建多元的内容形式及社区生态，“量”与“质”全面领先，最多用户与最全内容构筑闭环，网络效应与规模优势绝对领先；②**依托社交及版权优势，社交娱乐业务积极应对行业竞争：**娱乐直播行业整合以及短视频平台持续竞争的背景下，TME 依托腾讯社交生态优势及丰富版权优势，聚焦音乐，持续完善产品功能（如完善短视频内容丰富度、升级 K 歌功能等），提升用户体验参与以及帮助歌手主播方取得成功。我们认为，尽管当前阶段 TME 社交娱乐业务面临一定的用户与成本竞争，但仍有望持续体现其竞争力与超额增长。

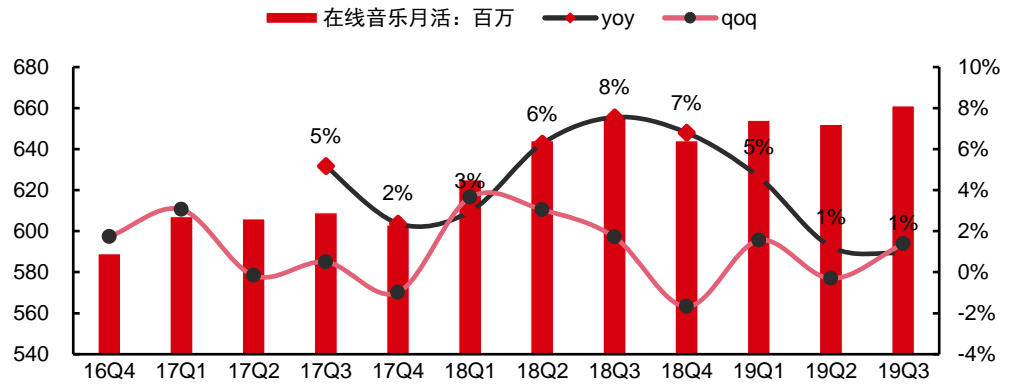
腾讯音娱	TME.N
评级	持有（维持）
当前价	13.21 美元
总股本	3,270 百万股

- **风险因素：**娱乐直播业务受宏观经济及竞争加剧影响风险；订阅服务付费率和 ARPPU 值提升低于预期风险；版权成本及分成成本提升风险；监管风险。
- **盈利预测、估值及投资建议：**TME 作为国内绝对领先的综合音乐娱乐社交平台，网络效应与规模优势明显，长期竞争力稳固。当前考虑后续短视频平台竞争加强带来社交娱乐业务收入成本端的潜在压力，我们略调低 2019-2021 年公司营收预测至 252 亿/324 亿/410 亿元（前值 256 亿/331 亿/415 亿元），净利润预测 38 亿/46 亿/63 亿元（前值 36 亿/50 亿/69 亿元），调整后归母净利润预测 47 亿/58 亿/77 亿元（前值 43 亿/60 亿/81 亿元）（由于统计口径调整，2019 年利润预测有所上调），当前股价对应 PE 40/33/24 倍、PE（调整后）32/26/20 倍。我们看好公司长期价值的同时，也认为当前股价对应估值隐含增长预期较为充分，维持“持有”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,981	18,985	25,196	32,378	40,958
营业收入增长率 YoY	152%	73%	33%	29%	26%
净利润(百万元)	1,319	1,832	3,796	4,628	6,271
净利润增长率 YoY	1452%	39%	107%	22%	35%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.51	0.56	1.16	1.42	1.92
调整后净利润(百万元)	1,904	4,174	4,733	5,801	7,720
毛利率	35%	38%	33%	33%	34%
净资产收益率 ROE	5%	5%	9%	10%	11%
PE(标准)	115	83	40	33	24
PE(调整后)	79	36	32	26	20

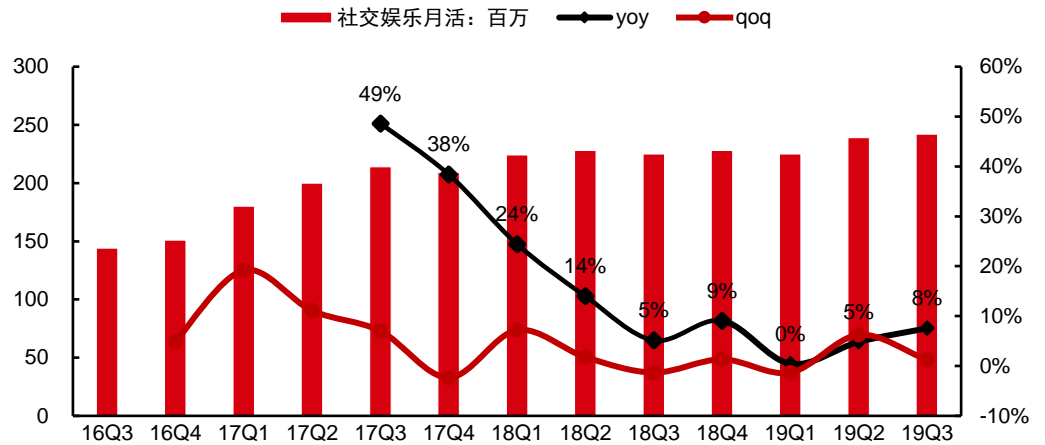
资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 13.21 美元，1ADR=2 股

图 1: 腾讯音乐在线音乐月活



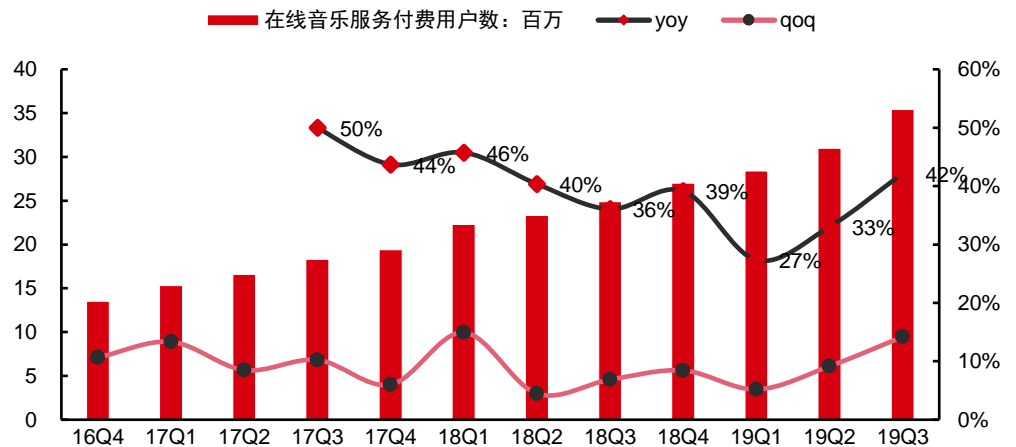
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 腾讯音乐社交娱乐月活



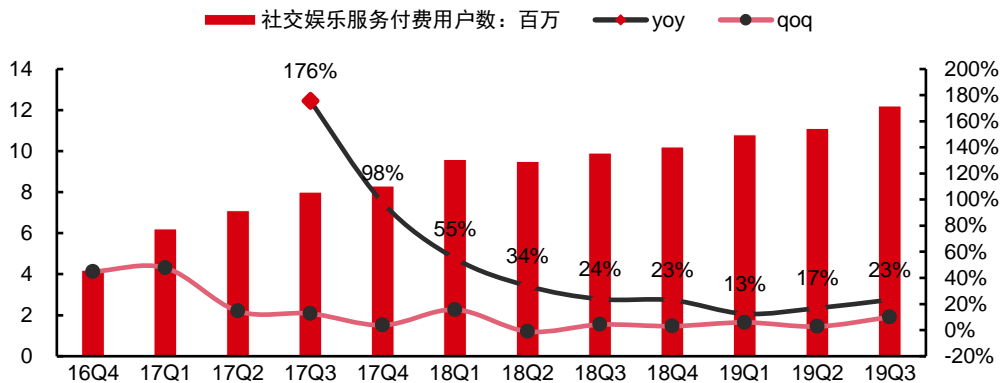
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 3: 腾讯音乐在线音乐服务付费用户



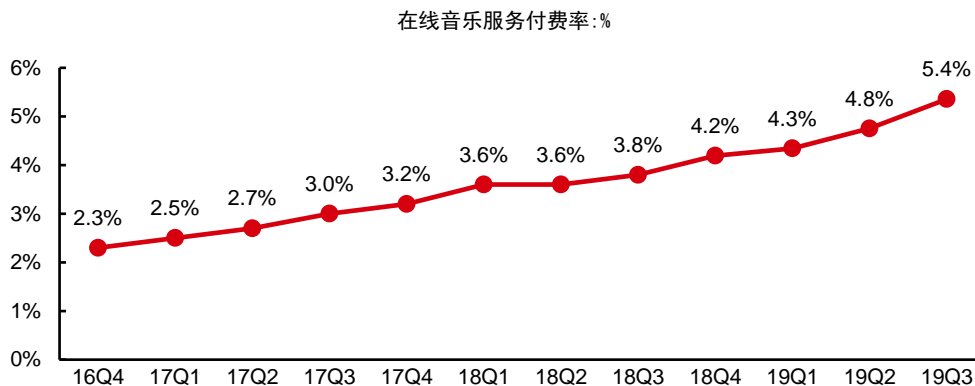
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4：腾讯音乐社交娱乐服务付费用户



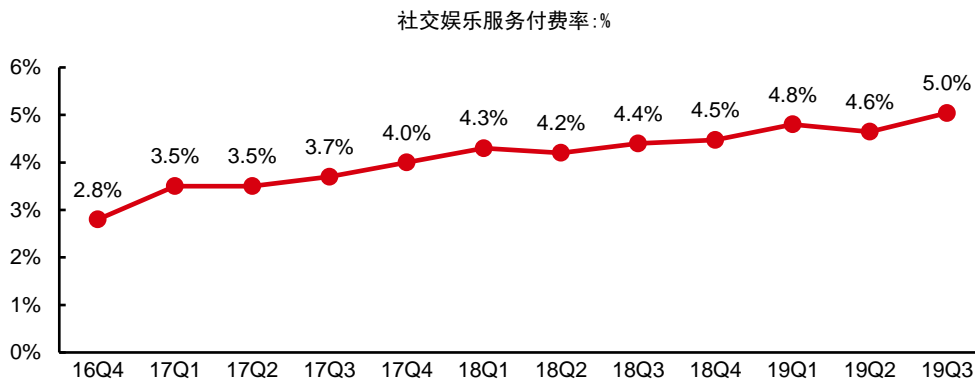
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：腾讯音乐在线音乐服务付费率



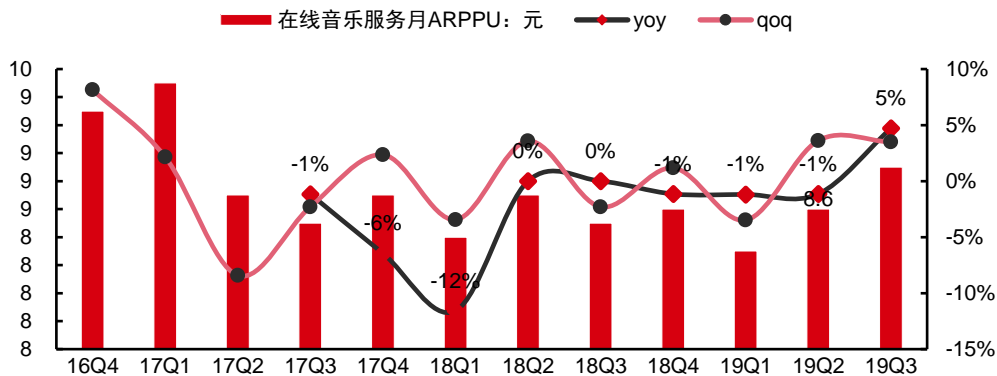
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：腾讯音乐娱乐社交服务付费率



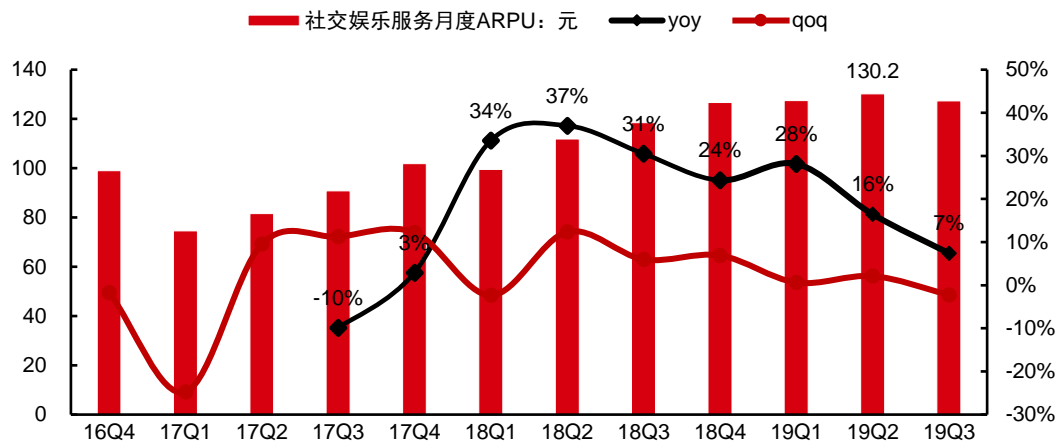
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7: 腾讯音乐在线音乐服务月 ARPPU



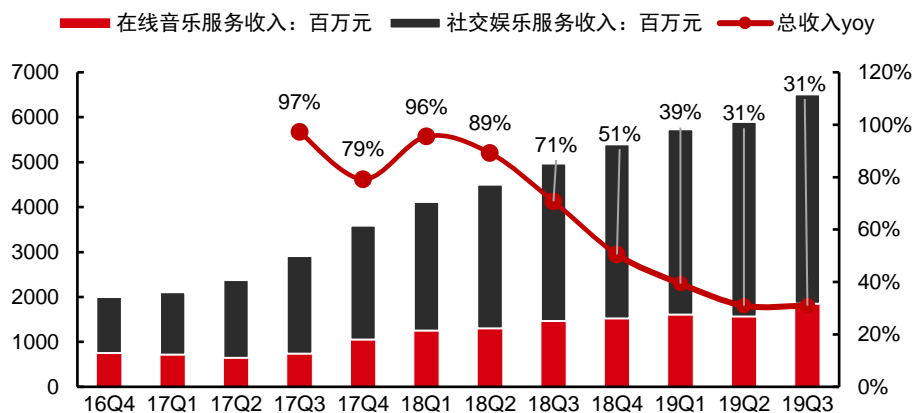
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 腾讯音乐社交娱乐服务月 ARPPU



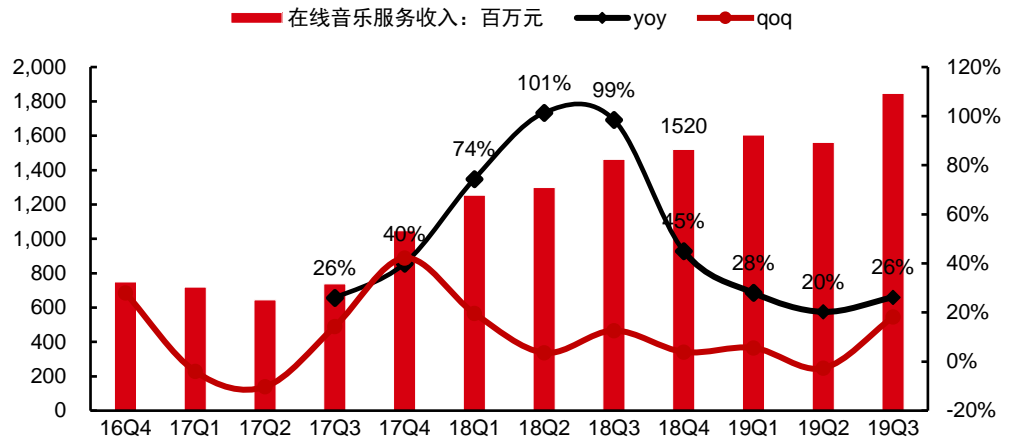
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 腾讯音乐收入结构



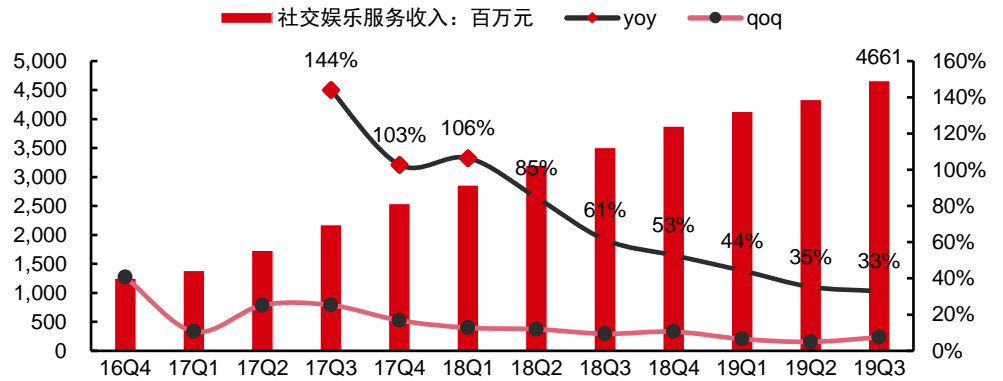
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 10: 腾讯音乐在线音乐服务收入



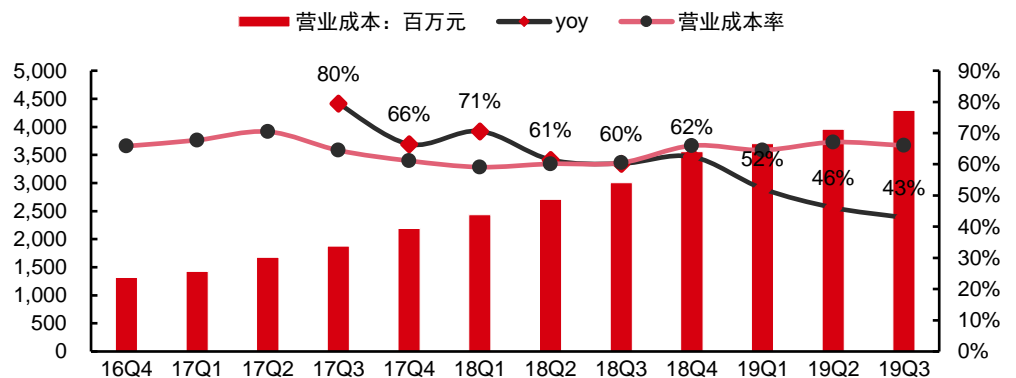
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 11: 腾讯音乐社交娱乐服务收入



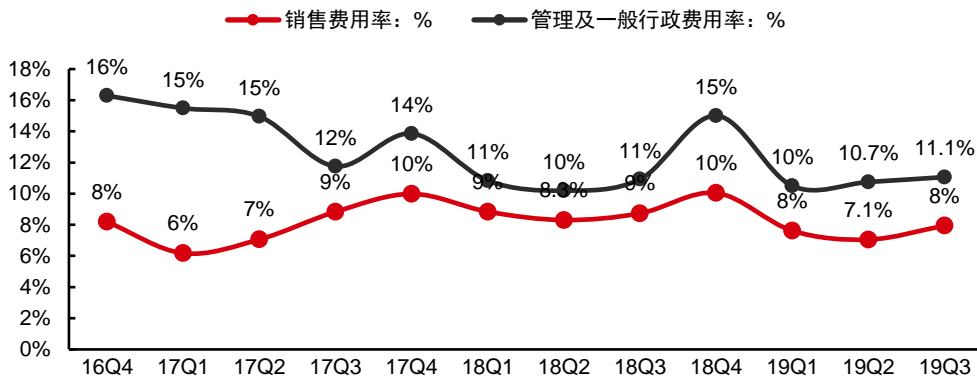
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 12: 腾讯音乐营业成本



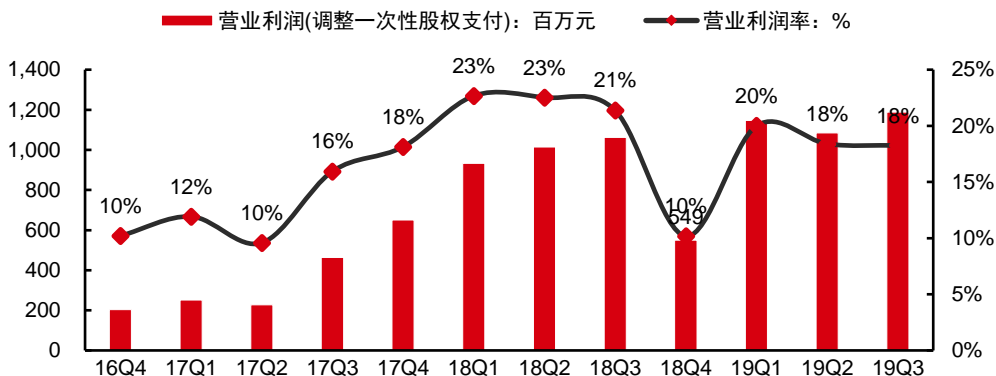
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 13: 腾讯音乐销售费用率与管理费用率



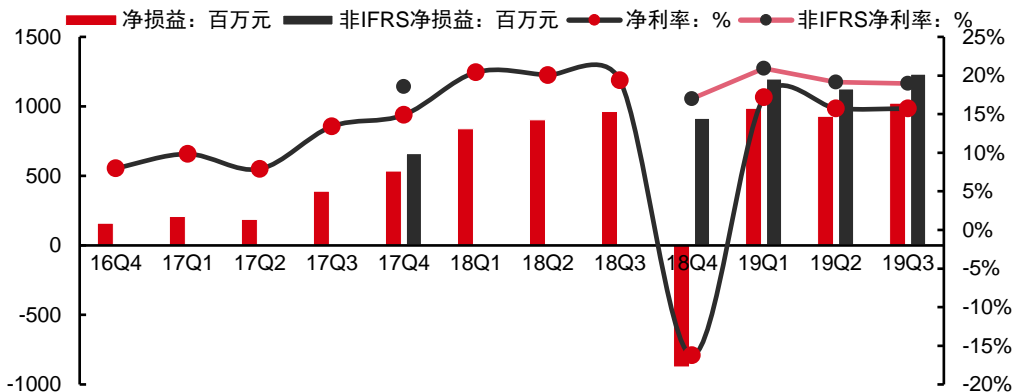
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 14: 腾讯音乐营业利润 (调整后) 及营业利润率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 15: 腾讯音乐净损益及净利润率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,981	18,985	25,196	32,378	40,958
营业成本	7,171	11,708	16,765	21,750	27,047
毛利率	35%	38%	33%	33%	34%
销售费用	913	1,714	2,076	2,752	3,447
销售费用率	8%	9%	8%	9%	8%
管理费用	1,521	2,258	2,772	3,455	4,370
管理费用率	14%	12%	11%	11%	11%
净利息收入及其他非经营性损益	217	253	751	1,024	1,284
营业利润	1,593	2,039	4,334	5,445	7,378
营业利润率	15%	11%	17%	17%	18%
其他公允价值变动损益	4	-36	-	-	-
税前利润总额	1,597	2,003	4,334	5,445	7,378
所得税	278	171	539	817	1,107
所得税税率	21%	9%	12%	15%	15%
净利润 (IFRS)	1,319	1,832	3,796	4,628	6,271
少数股东损益	-7	-1	0	0	0
归属于母公司股东的净利润 (IFRS)	1,326	1,833	3,796	4,628	6,271
净利率	12%	10%	15%	14%	15%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,319	1,832	3,796	4,628	6,271
折旧和摊销	379	369	251	291	333
股权激励费用	362	487	711	914	1,156
营运资金变化	448	1,588	6,285	2,533	2,183
其他经营现金流	-8	1,356	298	-50	-66
经营现金流合计	2,500	5,632	11,340	8,316	9,877
投资现金流合计	-483	-1,190	-285	-401	-419
融资现金流合计	99	7,741	-	-	-
汇率变动对现金的影响	-13	-1	-	-	-
期初现金	3,071	5,174	17,356	28,411	36,327
现金及等价物净增加额	2,116	12,182	11,055	7,916	9,458
期末现金	5,174	17,356	28,411	36,327	45,785

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币及短期存款	5,174	17,356	28,411	36,327	45,785
应收账款	1,161	1,483	1,909	2,331	2,801
短期投资	-	81	-	-	-
其他流动资产	1,132	1,858	3,055	3,587	4,538
流动资产	7,467	20,778	33,375	42,244	53,123
固定资产	127	168	209	248	286
无形资产	1,717	1,763	1,837	1,907	1,956
商誉	16,262	17,088	17,088	17,088	17,088
长期股权投资	378	236	236	236	236
其他非流动资产	4,049	4,572	4,112	4,180	4,288
非流动资产	22,533	23,827	23,482	23,660	23,854
资产总计	30,000	44,605	56,857	65,904	76,977
应付账款	1,045	1,830	6,220	7,665	9,056
递延收入	978	1,431	1,764	2,266	2,867
应计负债及其他流动负债	1,504	2,977	6,162	7,700	9,314
流动负债	3,527	6,238	14,145	17,632	21,236
非流动负债	325	595	433	451	493
负债总计	3,852	6,833	14,578	18,083	21,729
股本及储备	23,917	33,778	33,778	33,778	33,778
资本公积	997	903	1,614	2,528	3,683
归属于母公司所有者权益合计	1,227	3,040	6,836	11,464	17,735
少数股东权益	7	51	51	51	51
所有者权益总计	26,148	37,772	42,279	47,821	55,248
负债股东权益总计	30,000	44,605	56,857	65,904	76,977

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	152%	73%	33%	29%	26%
营业利润	1447%	28%	113%	26%	35%
净利润	1452%	39%	107%	22%	35%
利润率 (%)					
毛利率	35%	38%	33%	33%	34%
EBITDAMargin	18%	10%	15%	15%	16%
净利率	12%	10%	15%	14%	15%
回报率 (%)					
净资产收益率	5%	5%	9%	10%	11%
总资产收益率	4%	4%	7%	7%	8%
其他 (%)					
资产负债率	13%	15%	26%	27%	28%
所得税率	21%	9%	12%	15%	15%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。