

TME.N 腾讯音乐

中概股

未评级

内容护城河高筑+付费率上升， 在线音乐业务增长强劲

2019年03月21日

市场数据

日期	2019-03-20
收盘价(美元)	16.66
1份ADS等于股数	2
总股本(亿股)	32.71
流通股本(亿股)	6.06
总市值(亿美元)	272
流通市值(亿美元)	50.51
净资产(亿元)	377.72
总资产(亿元)	446.05
Per ADS 净资产(元)	24.56

数据来源: Wind

相关报告

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

李文静

liwenjing@xyzq.com.cn

SAC: S0190118090169

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入(百万元)	-	4,361	10,981	18,985
同比增长	-	-	151.8%	72.9%
Non-IFRS 净利润(百万元)	-	426	1,904	4,174
同比增长	-	-	346.9%	119.2%
毛利率	-	28.3%	34.7%	38.3%
Non-IFRS 净利润率	-	9.8%	17.3%	22.0%
净资产收益率	-	0.4%	5.0%	4.9%
Per ADS 基本收益(元)	-	0.09	1.02	1.19
Per ADS 经营现金流(元)	-	0.95	1.93	3.66

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司业绩概要:** 1) 2018Q4 腾讯音乐总营收达 53.97 亿元, 同比增长 50.5%, 环比增长 8.6%。在线音乐服务收入达 15.2 亿元, 占比略有下滑, 达 28.2%, 同比增长 45%, 环比增长 3.9%, 其中会员订阅收入达 6.95 亿元 (yoy: 37.6%), 其他收入达 8.25 亿元 (yoy: 51.9%); 社交娱乐服务收入达 38.77 亿元, 同比增长 52.8%, 环比增长 10.6%; 2) 销售+管理费用率共计 25.1%, 环比上升 5.39 个百分点; 3) 毛利率达 34%, 环比下滑 5.5 个百分点。Non-IFRS 归母净利润达 9.16 亿元, Margin 达 17%。
- **营收持续增长, 增速略有下滑。** 2018 年, 腾讯音乐总营收增长至 189.85 亿元, 在线音乐+社交娱乐的多元盈利模式生命力依然旺盛, 增速略有下滑: 1) 社交娱乐服务增速下滑是总营收增速下滑的主要原因, 社交娱乐服务的付费率有所提升, 但 MAU 和 ARPPU 增速均放缓; 2) 在线音乐服务年同比增速上升至 75.8%, 主要增长动力来自付费会员的增加以及版权转授和数字专辑/单曲收入的上升, 四季度增速有所下滑, 主要由于 Q4 版权转授收入降低。
- **用户稳定增长, 付费率不断提升, 驱动付费业务增长。** 2018Q4, 在线服务业务 MAU 达 6.44 亿, 高渗透率下仍实现同比增长 6.8%, 付费率达 4.2%, 仍存提升空间; 社交娱乐服务业务 NAU 达 2.28 亿 (yoy: 9.1%), 付费率达 4.5%。
- **曲库增至 3,000 万, 内容产品形式创新, 筑高内容护城河。** 截至 2018 年 12 月 31 日, 腾讯音乐曲库增至 3,000 万; 新内容形式的创新, 例如音乐打歌节目、联合制作的综艺节目《创造 101》、直播脱口秀节目、长音频电台节目, 以及对于独立音乐人的扶持有利于进一步增强平台差异性, 筑高内容护城河。此外, 腾讯音乐还与唱片公司合作成立合资公司, 不断开辟新的音乐题材。
- **投资建议:** 我们看好腾讯音乐未来的付费用户增长和其持续供应丰富的高质量内容的能力, 以及其在数字音乐市场的龙头地位, 建议投资者积极关注。

风险提示: 直播行业监管收紧; 内容成本上升; 利润率下降风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

2018Q4 业绩概要: 腾讯音乐 (TME.N) 于 2019 年 3 月 19 号晚发布 2018 年四季度和全年业绩公告: 2018Q4, 腾讯音乐总营收达 53.97 亿元, 同比增长 50.5%, 环比增长 8.6%。在线音乐服务收入达 15.2 亿元, 占比略有下滑, 达 28.2%, 同比增长 45%, 环比增长 3.9%, 其中会员订阅收入达 6.95 亿元 (yoy: 37.6%), 其他收入达 8.25 亿元 (yoy: 51.9%); 社交娱乐服务收入达 38.77 亿元, 同比增长 52.8%, 环比增长 10.6%。销售+管理费用率共计 25.1%, 环比上升 5.39 个百分点。毛利率为 34%, 环比下滑 5.5 个百分点。Non-IFRS 归母净利润达 9.16 亿元, Margin 达 17%。

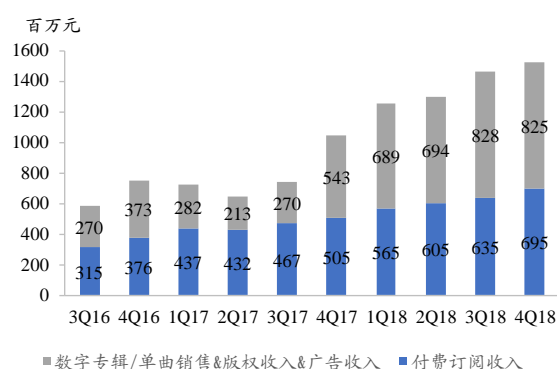
2018 年度业绩概要: 2018 全年, 腾讯音乐总营收为 189.85 亿元, 同比增长 72.9%, 其中在线音乐服务收入达 5.53 亿元, 同比增速上升至 75.8%, 占比提升至 29.2%; 社交娱乐服务收入达 134.49 亿元, 同比增速下滑至 71.7%。销售+管理费用率为 20.9, 较 2017 年下降 1.2 个百分点。毛利率为 38.3%, 较 2017 年提高 3.6 个百分点。Non-IFRS 归母净利润达 41.75 亿元, Margin 达 22%。

- **营收持续增长, 增速有所下滑, 主要由于社交娱乐服务增速下滑。** 2018 年, 腾讯音乐总营收增长至 189.85 亿元, 增速略有下滑。主要由于社交娱乐业务增速下滑至 71.7%, 社交娱乐服务付费率有所提升, 但 MAU 和 ARPPU 增速均放缓。在线音乐服务同比增速全年有所提升, Q4 有所下滑 (yoy: 45%), 主要由于 Q4 版权转授收入降低, 而 Q3 有一次性的版权转授收入。此外, 在线服务收入占比全年较 2017 年略有提升, 达 29.2% (2017: 28.7%)。

图1、3Q16-4Q18 腾讯音乐收入分部及增长率



图2、3Q16-4Q18 年腾讯音乐在线音乐服务拆分



资料来源: 腾讯音乐季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 腾讯音乐季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

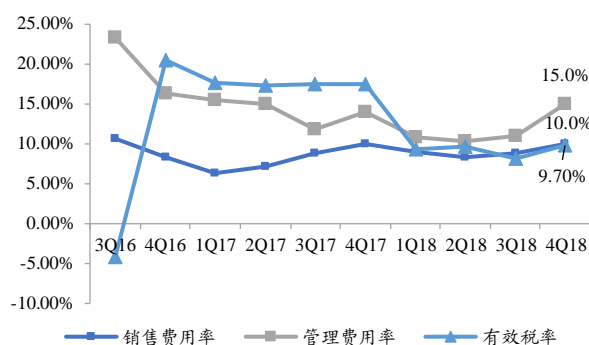
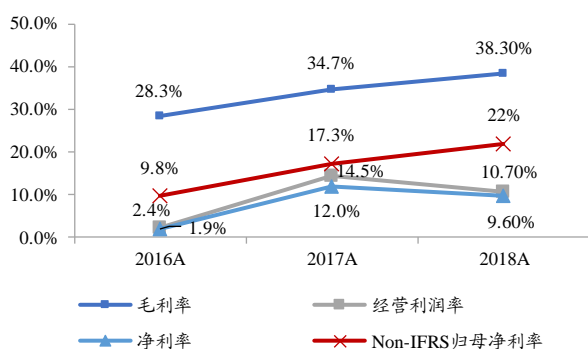
- **版权转授收入下降、内容成本上升、虚拟礼物分成成本上升以及一次性股票费用导致季度毛利率和经营利润率下滑。** 2018 年, 腾讯音乐毛利率和 Non-IFRS 净利率均稳步提升至 38.3% 和 22%。季度来看, 2018Q4 毛利率和经营利润率环比略有下滑, 主要由于: 1) 版权转授收入有所下降; 2) 内容成本进一步上升; 3) 社交娱乐服务收入增长带来的虚拟礼物分成成本的上升。此外, Q4 支付给华纳和索尼等唱片合作公司高达 15.19

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿元的一次性股票费用对经营利润率影响较大。

- 全年销售费用率小幅上升, 管理费用率略有下滑, 有效税率减半。2018年销售费用率上升至9%, 管理费用率下滑至11.9%。Q4销售费用率和管理费用率均有所上升, 主要由于: 1) 推广费用增加; 2) 员工激励增加以及上市相关费用(IPO相关费用约1000-1500万美元)。此外, 由于各项税收优惠, 有效税率自2018Q1开始显著降低, 带动净利增长。

图3、2016-2018年腾讯音乐毛利率、经营利润率、净利率和 non-IFRS 净利率



资料来源: 腾讯音乐季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 腾讯音乐季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

未来成长动力: 多元变现模式+月活用户持续增长+付费率提升+内容护城河高筑

- 多元盈利模式分担高额内容成本、增强盈利能力。和全球在线音乐龙头 Spotify 对比, 腾讯音乐有着更加丰富的盈利模式, 除传统付费会员、数字专辑和单曲售卖以及广告收入外, 还引入音乐直播和在线 K 歌业务。高 ARPPU 值的社交娱乐业务除扩大用户群体外, 更极大地增强了平台的盈利能力, 分担了高额的内容成本。
- 月活用户稳定增长, 仍有上升空间。2018Q4, 在线服务业务的月活用户数达 6.44 亿, 高渗透率下仍实现稳定增长 6.8%; 社交娱乐服务业务的月活用户达 2.28 亿, 整体增速呈下降趋势, 流量红利殆尽下未来增速将持续放缓, 但仍有上升空间。

图5、3Q16-4Q18年腾讯音乐分部业务 MAU

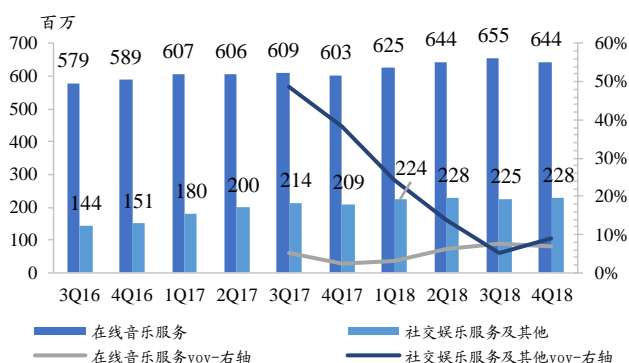
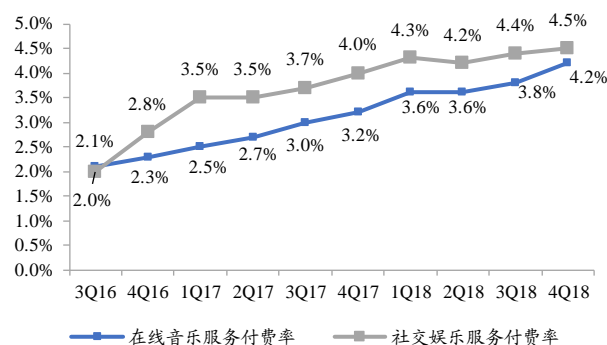


图6、3Q16-4Q18 腾讯音乐分部业务付费率



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

● **付费率持续提升，音乐付费仍存红利空间；ARPPU 增速放缓，社交娱乐 ARPPU 上升明显。**

1) 在线音乐付费率提升至 4.2%，环比上升 0.4 个百分点，付费用户达 2700 万，同比上升 39.2%，付费率和 Spotify 相比仍处低位，未来上升空间巨大，仍存红利空间；季度 ARPPU 达 56.3 元，同比增速放缓，其中付费订阅 ARPPU 由于季节优惠定价季度波动大，四季度 ARPPU 达 25.7 元，环比略有上升。

2) 社交娱乐服务付费率达 4.5%，环比上升 0.1 个百分点，和头部泛娱乐直播平台相比仍有增长空间，付费用户达 1020 万，同比上升 22.9%；季度 ARPPU 值达 380.1 元，上升明显但增速有所放缓。

图7、3Q16-4Q18 年腾讯音乐分部收入季度 ARPPU



资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、3Q16-4Q18 腾讯音乐付费订阅收入占比和 ARPPU



资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **曲库增至 3000 万，内容产品形式创新，筑高内容护城河。**2018 年，腾讯音乐持续创新，丰富内容产品：1) 扩展曲库，截至 2018 年 12 月 31 日，腾讯音乐曲库增至 3000 万，极大地丰富了内容端供给；2) 提供更多自制内容，包括制作音乐打歌节目以及联合制作以音乐为中心的综艺节目《创造 101》，此外，还推出了直播脱口秀节目；3) 推出更多长篇音频内容，例如电台节目；4) 腾讯音乐人计划持续在线上、线下扶持独立音乐人，增加更多原创内容，培养差异性；5) 和唱片公司合作，目前已与索尼和 Liquid State 成立了合资公司，未来可能还会与更多其他合作伙伴成立合资公司，开辟新的音乐题材。上述内容策略未来将继续延续，不断推陈出新，筑高内容护城河。

技术持续创新，“让生活充满音乐”。2018 年腾讯音乐继续加强技术研发：1) 向全民 K 歌引入多媒体互动功能，如多人上麦歌房；2) 对现有曲库增加更多专有音频设定，进一步改善用户体验；3) 推出技术和创新驱动的短视频产品功能；4) 提高大数据分析能力持续为用户进行个性化推荐。未来除巩固现有功能外将持续加大技术投入、进行技术创新，优化用户体验。

风险提示：1) 直播行业监管收紧；2) 内容成本上升；3) 利润率下降风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。