

TME.N 腾讯音乐

中概股

未评级

盈利能力超预期，在线音乐 MPU 增长创 3 年新高

2019 年 11 月 12 日

市场数据

日期	2019-11-11
收盘价(美元)	14.37
1 份 ADS 等于股数	2
总股本(亿股)	32.7
流通股本(亿股)	6.14
总市值(亿美元)	234.95
流通市值(亿美元)	44.12
净资产(亿元)	416.35
总资产(亿元)	499.41
Per ADS 净资产(元)	25.62

数据来源: Wind

相关报告

腾讯音乐(TME.N)月活放缓,付费率持续提升,付费流媒体和小程序入口带来未来新动力-20190514

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

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	2016A	2017A	2018A	2019Q3
营业收入(百万元)	4,361	10,981	18,985	6,507
同比增长		151.8%	72.9%	31.0%
Non-IFRS 净利润(百万元)	426	1,904	4,174	1,234
同比增长		346.9%	119.2%	7.8%
毛利率	28.3%	34.7%	38.3%	34%
Non-IFRS 净利润率	9.8%	17.3%	22.0%	19.00%
净资产收益率	0.4%	5.0%	4.9%	2.5%
Non-IFRS Per ADS 基本收益(元)	0.47	1.47	2.71	0.76

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **公司业绩概要: 盈利能力高于预期。** 1) 2019Q3, 腾讯音乐总营收达 65 亿元, 同比增长 31%。2) 在线音乐服务收入达 18.46 亿元, 占比略有上升(本期 28.4%, 2Q19:26.5%)(YoY+26.2%), 其中会员订阅收入达 9.42 亿(YoY+48.3%), 其他收入达 9.04 亿元(YoY+9.18%); 社交娱乐服务收入达 46.6 亿元(YoY+32.9%); 3) 销售+管理费用率共计 19%; 4) 毛利率为 34%, 环比上升 1.1 pcts, Non-IFRS 归母净利润达 12.3 亿元, Non-IFRS 归母净利率为 19.0%, Non-IFRS Per ADS 为 0.74 元, 盈利能力高于 Bloomberg 一致预期。
- **在线音乐付费用户稳居全球 Top 3, 增长创近 3 年新高, 付费率继续强势提升。** 2019Q3, 在线音乐业务 MAU 达 6.61 亿(YoY+0.9%), 付费用户达 3540 万, 同比增长高达 42.2%, 付费率提升至 5.4%, 环比上升 0.6 pcts; 在线音乐月度 ARPPU 为 8.9 元(YoY+4.7%), 此外, 而社交娱乐服务付费用户数量也同比增长 23.2%至 1.22 亿, ARPPU 同比增长 7.4%至 127.3 元, 目前, 腾讯音乐总付费用户数仅次于 Spotify、Apple Music, 位居全球第三。
- **内容扩充、社群针对助力企业运营。** 1) TME 与国内数百所大学和高等教育机构建立合作, 扩大了这些年轻用户群体的网络渗透率, 并针对大学生推出暑期订阅促销; 2) 丰富形式, 添加有声读物和播客, 如音频、脱口秀、历史和人文讲座等长格式音频; 9 月有声读物用户在平台上花费的平均每日时间比音乐用户高出 50% 以上。3) 增加 Urban、EDM、ACG 等曲风, 与中国最大的中国古代音乐品牌 Total Media Niemann 签署了战略合作协议。
- **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; 付费率增长不及预期; 反垄断调查

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

2019Q3 业绩概要: 腾讯音乐 (TME.N) 于 2019 年 11 月 12 号发布 2019 年三季度业绩报告: 2019Q3, 腾讯音乐总营收达 65 亿元, 同比增长 31%, 环比增速保持一致。2) 在线音乐服务收入达 18.46 亿元, 占比略有上升(本期 28.4%, 前值 26.5%), 同比增长 26.2%, 其中会员订阅收入达 9.42 亿元 (yoy: 48.3%), 其他收入达 9.04 亿元 (yoy: 9.18%); 社交娱乐服务收入达 46.6 亿元, 同比增长 32.9%, 环比增长 7.5%。3) 销售+管理费用率共计 19.0%; 4) 毛利率为 34.0%, 环比上升 1.1 个百分点, Non-IFRS 归母净利润达 12.3 亿元, Non-IFRS 归母净利率为 19.0%, Non-IFRS Per ADS 为 0.74 元, 盈利能力高于 Bloomberg 一致预期。5) 经营性现金流净额为 13.5 亿元, 现金及现金等价物和定期存款余额合计为 211.4 亿元。

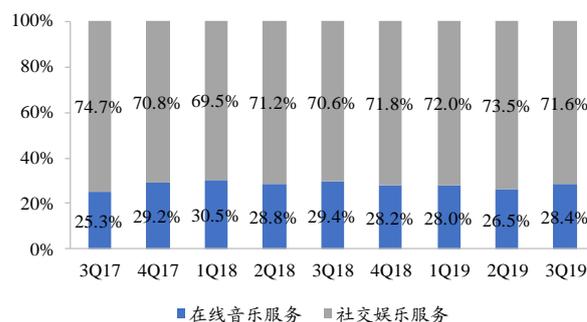
营收增速稳健, 基本符合预期, 在线音乐占比环比略有提升, 但社交娱乐依旧挑大梁。 2019Q3, 腾讯音乐总营收为 65 亿元, 同比增速 31%, 在线音乐业务虽因转授权收入的减少增速较为放缓, 但由于存在季度爆款环比占比略升至 28.4% (2Q19: 26.5%), 主要由于付费用户保留率提高和付费用户数量增加所致。而社交娱乐服务则由于在线 K 歌等直播业务因业务属性 ARPPU 值较高继续挑大梁。

图1、3Q17-3Q19 腾讯音乐收入分部及增长率



资料来源: 腾讯音乐季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、3Q17-3Q19 年腾讯音乐在线音乐服务拆分



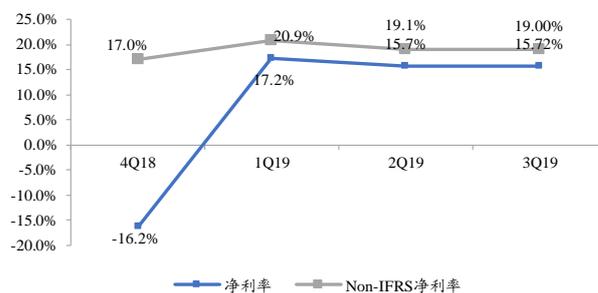
资料来源: 腾讯音乐季报, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **毛利率同比下降 5.5 个百分点, 环比上升 1.1 个百分点。** 三季度, TME 营收成本为 43 亿, 同比增长 42.9%, 主要由于内容成本持续上升 (外购版权价量上升、自制内容投资成本上升), 因而毛利率产生了同比的下降; 环比上升是由于本季度内诸如周杰伦的《说好不哭》、林俊杰、Taylor Swift 专辑的发布致使营业收入获得更高的增速。
- **Q3 销售费用率和管理费用率环比上升、同比保持稳定。** 3Q19 销售费用为 5.17 亿元, 同比增长 19%, 主要由于品牌支出和付费用户转换支出增长。

图3、公司 3Q17-3Q19 毛利率和经营利润率



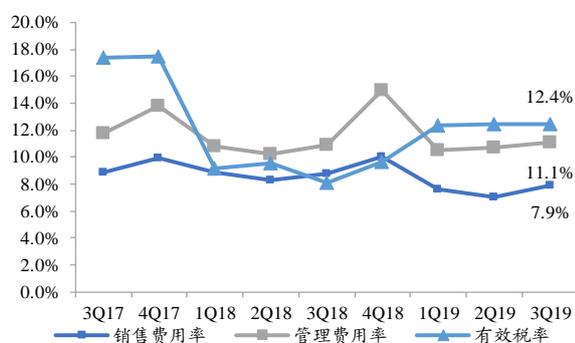
图4、公司 4Q18-3Q19 年净利润率和 Non-IFRS 净利润率



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

图5、3Q17-3Q19 腾讯音乐费用率

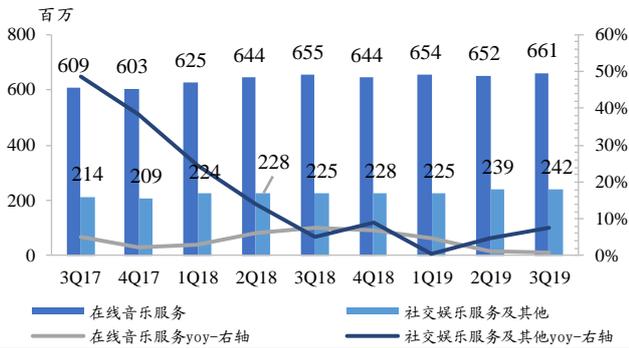


资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

在线音乐业务：内容扩充，MPU 增长创近 3 年新高

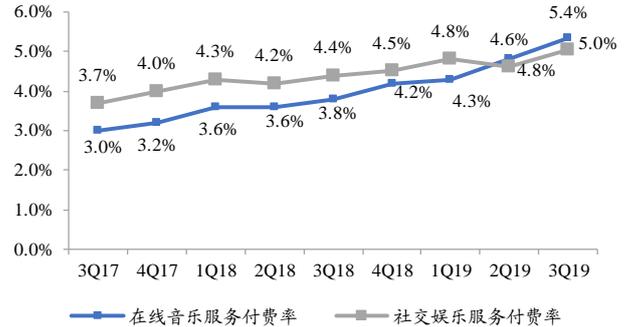
- **在线音乐付费用户稳居全球 Top 3，增长创近 3 年新高，付费率继续强势提升。** 2019Q3，在线音乐业务 MAU 达 6.61 亿 (YoY +0.9%)，付费用户达 3540 万，同比增长高达 42.2%，付费率提升至 5.4%，环比上升 0.6 pct；在线音乐月度 ARPPU 为 8.9 元 (YoY +4.7%)，目前，腾讯音乐总付费用户数仅次于 Spotify、Apple Music，位居全球第三。
- **TME 3Q 多爆款宣发优异。** 1) 9 月 16 日晚上 11:00 周杰伦单曲《说好不哭》在 QQ 音乐、酷我音乐、酷狗音乐三个音乐平台上线，25 分钟后总销售量超 229 万张，销售额突破 680 万元；不到 24 小时，《说好不哭》销售额突破 2000 万元，成为 QQ 音乐平台历史销售额最高的数字单曲，截止至 9 月底，《说好不哭》总销量超过 980 万张；2) 此外，Taylor Swift 第 7 张录音室专辑《Lover》于 8 月 9 日在 TME 3 大平台发行，截至 8 月底，QQ 音乐的销售额已经突破 558 万元，突破 QQ 音乐钻石唱片等级认证，并持续领跑国内各大平台销量；3) 另外，TME 的 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全民 K 歌和酷狗直播五大平台对 TFBOYS 8 月 10 日六周年演唱会进行了全程同步直播，直播观看破 1.56 亿，直播互动数超 3.26 亿，一定程度上带动了 TME 该季度的 MAU&MPU。

图6、1Q17-2Q19年腾讯音乐分部业务 MAU



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7、1Q1-2Q19 腾讯音乐分部业务付费率



资料来源：腾讯音乐季报，兴业证券经济与金融研究院整理

社交娱乐业务：依旧为核心营收，多样化+全球化助力扩张

- **社交娱乐表现良好，MAU、付费率、ARPPU 均小幅上升。**社交娱乐服务业务的月活用户达 2.42 亿，同比上升 7.6%，环比上升 1.2%。社交娱乐服务付费率达 5%，环比上升 0.4 个百分点，付费用户达 1,100 万；季度 ARPPU 值达 382 元，增速放缓至 7%。
- **多样化经营：**1) TME 在子公司酷狗音乐平台中增加了短视频功能，用户可以在观看音乐的同时观看短视频，该功能产生的日流量增速超过 40%；2) 同唱功能，同唱功能允许用户可以以接唱的形式进行互动，增强了软件的互动属性；Q3 季度同唱使用者增加 50%，其中超过半数是新用户。
- **国际化扩张：WeSing 进一步发展全球业务。**MAU 持续快速增长，环比增长超过 30%。在第三季度，WeSing 在菲律宾 Google Play 商店中与音乐相关的应用程序中排名第一，并在印度尼西亚，泰国和马来西亚排名第二。

内容扩充、社群针对助力企业运营。1) **年轻化标签愈发明显。**TME 与国内数百所大学和高等教育机构建立合作，扩大了这些年轻用户群体的网络渗透率，并针对大学生推出暑期订阅促销；2) **丰富形式**，添加有声读物和播客，如音频、脱口秀、历史和人文讲座等长格式音频；9 月有声读物用户在平台上花费的平均每日时间比音乐用户高出 50% 以上。3) **与上游音乐厂牌之间的合作进一步丰富了音乐规模：**增加 Urban、EDM、ACG 等曲风，与中国最大的中国古代音乐品牌 Total Media Niemann 签署了战略合作协议，其与上游音乐厂牌之间的合作进一步丰富了音乐规模。

风险提示：1) 直播行业监管收紧；2) 内容成本上升；3) 付费率增长不及预期；4) 反垄断调查

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.xyjq.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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游策互动集团有限公司、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、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、永生生活服务集团有限公司、天美(控股)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、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股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条例定义为本公司「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。