

公司研究

收入业绩略超预期，音乐订阅业务高质量增长

——腾讯音乐（TME.N）24Q4 业绩点评

要点

事件：公司 4Q24 实现营收 74.6 亿元人民币（yoy+8.2%，vs 彭博一致预期 72.9 亿元）；实现毛利润 32.5 亿元，同比提升 23.2%，对应毛利率为 43.6%（vs 彭博一致预期 43.0%），环比提升 1pct，主要系规模效应&原创内容的逐步增加；实现经调整净利润 24.0 亿元（yoy+43.0%，vs 彭博一致预期 19.8 亿元），实现经调整归母净利润 22.8 亿元（yoy+44.8%），对应净利率 30.6%。股东回报方面，公司宣布派发 2.73 亿美金年度现金股利，并推出新的回购计划，金额达 10 亿美金。

点评：音乐订阅业务高质量增长，社交娱乐业务预计企稳。在线音乐收入 58.3 亿元（yoy+16.1%），占总收入比例同比提升 5.3pct 至 78.2%，增长由音乐订阅收入、广告服务收入的强劲增长推动，线下演出收入的增长也起到了补充作用。**1) 会员订阅收入** 40.3 亿元（yoy+18.0%），音乐 MAU 达 5.56 亿人（yoy+3.5%），期末订阅付费用户数达 1.21 亿人，环比 Q3 期末净增加 200 万人，高品质的内容、具有吸引力的会员权益以及优化的用户运营助力用户增长；订阅 ARPPU 达 11.1 元，同比提升 3.7%，主要系有效的推动措施和超级会员的增长。**2) 其他音乐收入** 18.0 亿元（yoy+12.5%），广告收入维持良好增长，公司预期 2025 年在网赚新模式的驱动下竞价广告能够取得健康增长，同时关注对于广告主的运营，包括在消费品、奢侈品、网服及游戏等市场拓展广告主用户。**社交娱乐业务收入** 16.3 亿元（yoy-13.0%），环比有所提升，主要系 Q4 酷狗直播增加了新的互动玩法，K 歌收入有企稳趋势；社交付费用户数同比下降 3.8% 达 770 万人，社交 ARPPU 同比下降 9.7% 达 70.4 元。公司预计 25 年社交娱乐业务将企稳略同比下降，会通过 K 歌和酷狗创新驱动增长。

4Q24 经营利润达 24.1 亿元（yoy+40.5%）。4Q 毛利率达 43.6%，同比增长 5.3pct，环比增长 1pct。**4Q 费用支出同比下降 7.3% 至 11.7 亿元：**管理费用同比下降 8.4% 至 9.26 亿元，主要系人员开支的减少；营销费用同比下降 2.7% 至 2.48 亿元。展望 25 年，假设外部环境稳定，公司预计收入增速将提升，预计运营费用将略有增加，运营费用比率保持不变，利润及利润率有改善空间。

投资建议：公司竞争壁垒稳固，SVIP 发展预计提振 ARPPU，广告收入有望贡献增量；规模效应下利润有望持续释放，小幅上修 25-26 年经调整归母净利润预测至 89.8/104.4 亿元（较上次预测+6.8%/+11.4%），新增 27 年经调整归母净利润预测 117.2 亿元；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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,752	28,401	31,268	34,280	37,058
增长率（%）	-2.1%	2.3%	10.1%	9.6%	8.1%
经调整归母净利润（百万元）	5,923	7,671	8,975	10,436	11,722
经调整归母净利润增长率（%）	24.8%	29.5%	17.0%	16.3%	12.3%
经调整 EPS（元）	1.73	2.24	2.62	3.04	3.42
经调整 P/E	31	24	21	18	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2025-03-18；按照 1USD=7.1697RMB 换算；1 ADR=2 普通股

增持（维持）

当前价：15.09 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

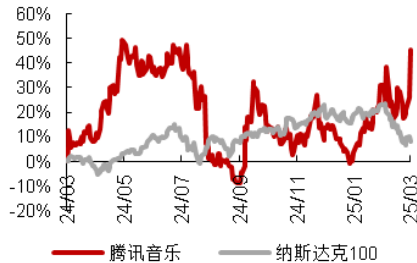
021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	34.32
总市值(亿美元):	259
一年最低/最高(美元):	9.41-15.77
近 3 月换手率 (%) :	89.9

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.5	3.7	-1.1
绝对	10.9	28.2	46.7

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	27,752	28,401	31,268	34,280	37,058
在线音乐	17,325	21,742	25,496	28,917	31,858
社交娱乐	10,427	6,659	5,772	5,363	5,200
营业成本	-17,957	-16,376	-17,135	-18,100	-19,159
毛利	9,795	12,025	14,133	16,180	17,899
其它收入	230	165	187	130	43
营业开支	-5,018	-4,676	-4,842	-5,013	-5,247
营业利润	5,007	7,514	9,478	11,297	12,695
财务成本净额	911	1,102	1,070	1,139	1,222
应占利润及亏损	127	96	96	96	96
税前利润	6,045	8,712	10,644	12,532	14,012
所得税开支	-825	-1,603	-1,958	-2,256	-2,522
税后经营利润	5,220	7,109	8,685	10,277	11,490
少数股东权益	-300	-465	-543	-631	-709
归母净利润	4,920	6,644	8,143	9,646	10,782
经调整归母净利润	5,923	7,671	8,975	10,436	11,722
现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,337	10,275	9,991	10,823	12,422
投资活动现金流	-1,863	-6,818	-2,245	-2,146	-2,225
融资活动现金流	-1,538	-3,830	-959	-890	-804
净现金流	3,936	-373	6,788	7,787	9,393

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	75,536	90,444	99,508	111,129	124,063
流动资产	29,936	34,544	42,366	52,875	64,843
现金及短期投资	23,535	27,174	35,962	45,748	57,139
有价证券及短期投资	37	46	46	46	46
应收账款	2,918	3,508	3,054	3,348	3,622
存货	8	23	24	25	27
其它流动资产	3,438	3,793	3,280	3,707	4,010
非流动资产	45,600	55,900	57,142	58,254	59,220
长期投资	4,274	4,669	4,717	4,765	4,813
固定资产净额	490	803	978	1,081	1,111
其他非流动资产	40,836	50,428	51,447	52,408	53,296
总负债	18,334	20,718	21,097	22,441	23,885
流动负债	12,014	16,550	16,940	18,312	19,791
应付账款	5,006	6,879	7,197	8,145	9,196
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	7,008	9,671	9,743	10,167	10,595
长期负债	6,320	4,168	4,157	4,129	4,094
长期债务	5,636	3,572	3,572	3,572	3,572
其它	684	596	585	557	522
股东权益合计	57,202	69,726	78,411	88,688	100,178
股东权益	55,907	67,863	76,006	85,651	96,433
少数股东权益	1,295	1,863	2,406	3,036	3,745
负债及股东权益总额	75,536	90,444	99,508	111,129	124,063

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