

腾讯音乐 (TME.US/1698.HK): 利润超预期, 预计全年增长加速, 维持“买入”评级

利润改善优于预期: 公司 4Q24 收入人民币 74.6 亿元, 同比增长 8.2%, 优于市场预期 2.4%, 主要因社交娱乐服务收入超预期; 毛利率为 43.6%, 同比改善 5.3pp, 环比改善 1.0pp, 主要由于: 1) 订阅收入增长, 2) 广告收入增长, 3) 自有内容占比提升, 以及 4) 直播分成成本优化; 调整后净利润为 22.8 亿元, 优于市场预期的 19.4 亿元, 主要得益于毛利润改善和运营费用优化; 调整后净利率同比提升 7.8pp 至 30.6%。

量价推动订阅快速增长, 广告贡献有望逐步提升: 公司 4Q24 在线音乐服务收入同比增长 16.1%, 环比增长 6.4%, 增长保持强劲, 主要得益于音乐订阅和广告收入的增长。付费用户数和 ARPU 共同推动音乐订阅收入同比增长 18% 至 40.3 亿元, 其中付费用户数同比增长 13.4%, ARPU 同比增长 3.7% 至 11.1 元。我们认为公司当前仍将以商业化作为重点, 预计将继续缩减折扣和提升 SVIP 渗透率来稳步提高 ARPU, 预计 4Q25 ARPU 将提升至近 12 元。公司也在持续推动广告业务, 我们估算 4Q24 广告收入增长超过 20%。公司有近 4 亿的非会员用户, 我们认为激励广告的渗透率仍有很大的提升空间, 同时网赚模式也有助于竞价广告增长, 预计广告收入占比将逐步提升。

社交娱乐服务环比转正: 公司 4Q24 社交娱乐服务收入同比减少 13.0%, 下降幅度好于预期, 环比增长 6.0%, 部分由于季节性和玩法创新贡献。由于公司业务收缩影响, 我们预计社交娱乐服务 2025 年收入仍将有所下滑趋势, 直播分成成本的持续优化有助于抵消业务收缩对利润的影响。

维持“买入”评级及行业首选, 上调目标价至 18 美元/70 港元: 考虑到公司毛利率和运营费用率改善优于预期, 我们上调公司 FY25E/FY26E 调整后净利润预测 4%/2%, 同时引入 FY27E 预测, 上调目标价至 18 美元/70 港元, 对应 FY25E/FY26E 23.9x/21.2x P/E。我们看好公司的版权优势、定价能力、规模效应, 维持“买入”评级及行业首选。

投资风险: 用户增长不及预期; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	27,752	28,401	30,817	34,176	37,711
经营利润	6,059	8,710	10,113	11,404	12,688
调整后净利润	5,923	7,671	8,627	9,726	10,840
调整后目标 PE (x)			23.9	21.2	19.0

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2025 年 3 月 19 日

腾讯音乐 (TME.US)

目标价 (美元)	18
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (美元)	15.09
52 周内股价区间 (美元)	9.41-15.77
总市值 (百万美元)	25,896
近 3 月日均成交额 (百万美元)	97

市场预期区间



腾讯音乐 (1698.HK)

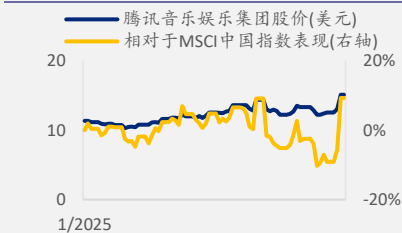
目标价 (港元)	70
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	58.5
52 周内股价区间 (港元)	36.25-62.5
总市值 (百万港元)	200,781
近 3 月日均成交额 (百万港元)	15

注: 截至 2025 年 3 月 19 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2025 年 3 月 18 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	27,752	28,401	30,817	34,176	37,711
收入成本	(17,957)	(16,376)	(17,019)	(18,635)	(20,364)
毛利	9,795	12,025	13,797	15,541	17,347
销售费用	(897)	(865)	(925)	(1,025)	(1,131)
管理费用	(4,121)	(3,811)	(4,160)	(4,511)	(4,978)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	6,059	8,710	10,113	11,404	12,688
利息支出	(141)	(94)	(200)	(200)	(200)
其他收益	127	96	120	120	100
除税前盈利	6,045	8,712	10,033	11,324	12,588
所得税开支	(825)	(1,603)	(1,806)	(2,038)	(2,266)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	5,220	7,109	8,227	9,286	10,322
调整后净利润	5,923	7,671	8,627	9,726	10,840

现金流量表

人民币百万	FY23	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	7,455	7,109	8,227	9,286	10,322
折旧与摊销	1,004	904	858	815	775
营运资金变动	786	1,525	65	360	388
其他非现金调整	(1,908)	737	680	720	789
经营活动现金流	7,337	10,275	9,830	11,181	12,273
资本性支出	(621)	(807)	(888)	(977)	(1,075)
投资	(860)	(6,000)	(500)	(500)	(500)
其他投资活动	(382)	(11)	-	-	-
投资活动现金流	(1,863)	(6,818)	(1,388)	(1,477)	(1,575)
借款	(117)	(500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
股本	(1,140)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他融资活动	(281)	(2,130)	-	-	-
融资活动现金流	(1,538)	(3,830)	(2,700)	(2,700)	(2,700)
汇兑收益及其他	76	-	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	4,012	(373)	5,742	7,004	7,999
期初的现金及现金等价物	9,555	13,567	13,194	18,936	25,940
期末的现金及现金等价物	13,567	13,194	18,936	25,940	33,939

资产负债表

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	490	803	723	687	652
无形资产	2,032	2,049	2,355	2,747	3,274
商誉	19,542	19,647	19,451	19,256	19,063
投资	19,533	29,586	29,586	29,586	29,586
其他非流动资产	4,003	3,815	3,815	3,815	3,815
非流动资产合计	45,600	55,900	55,930	56,091	56,391
应收账款	2,918	3,508	3,806	4,221	4,658
现金及现金等价物	13,567	13,164	18,906	25,910	33,909
投资	9,968	14,045	14,545	15,045	15,545
其他流动资产	3,483	3,827	3,827	3,827	3,827
流动资产合计	29,936	34,544	41,084	49,003	57,938
资产总额	75,536	90,444	97,014	105,094	114,329
权益总额	57,202	69,726	77,433	86,238	96,149
长期借款	5,636	3,572	2,072	572	(928)
其他非流动负债	684	596	596	596	596
非流动负债合计	6,320	4,168	2,668	1,168	(332)
应付账款及票据	5,006	6,879	7,149	7,828	8,554
递延收入	2,854	3,096	3,189	3,285	3,383
其他流动负债	4,154	6,575	6,575	6,575	6,575
流动负债合计	12,014	16,550	16,913	17,688	18,512
负债总额	18,334	20,718	19,581	18,856	18,180
权益及负债总额	75,536	90,444	97,014	105,094	114,329

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	-2.1%	2.3%	8.5%	10.9%	10.3%
毛利润增速	11.6%	22.8%	14.7%	12.6%	11.6%
经营利润增速	36.4%	43.8%	16.1%	12.8%	11.3%
净利润增速	36.0%	36.2%	15.7%	12.9%	11.2%
调整后净利润增速	24.8%	29.5%	12.5%	12.7%	11.5%
盈利能力比率					
毛利率	35.3%	42.3%	44.8%	45.5%	46.0%
经营利润率	21.8%	30.7%	32.8%	33.4%	33.6%
净利率	18.8%	25.0%	26.7%	27.2%	27.4%
调整后净利率	21.3%	27.0%	28.0%	28.5%	28.7%
每股指标 (元)					
EPS	1.6	2.1	2.5	2.8	3.2
调整后EPS	1.9	2.5	2.8	3.1	3.5
估值 (倍)					
目标P/E			23.9	21.2	19.0
目标P/S			6.7	6.0	5.5

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：腾讯音乐（TME.US）



注：截至 2025 年 3 月 18 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：腾讯音乐（1698.HK）

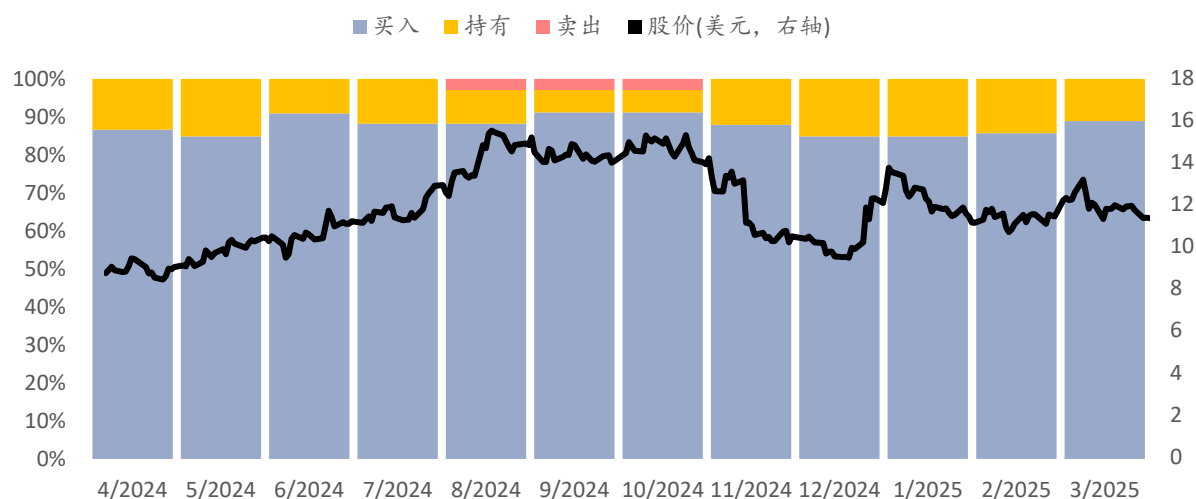


注：截至 2025 年 3 月 19 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

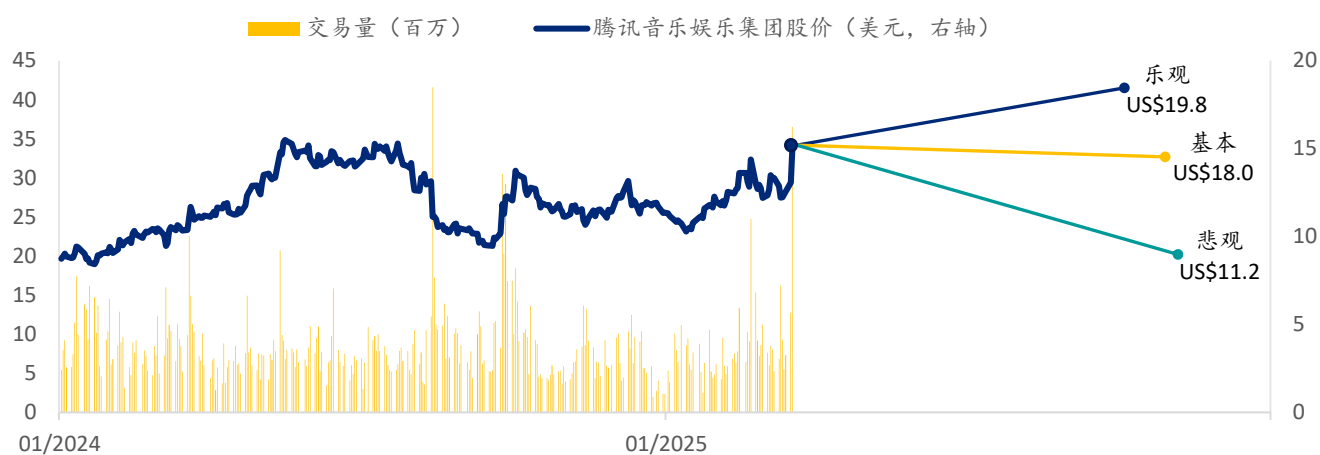
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：腾讯音乐（TME.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：腾讯音乐（TME.US）



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：19.8 美元

- 付费用户增长优于预期；
- SVIP 用户稳步增长；
- 利润持续改善。

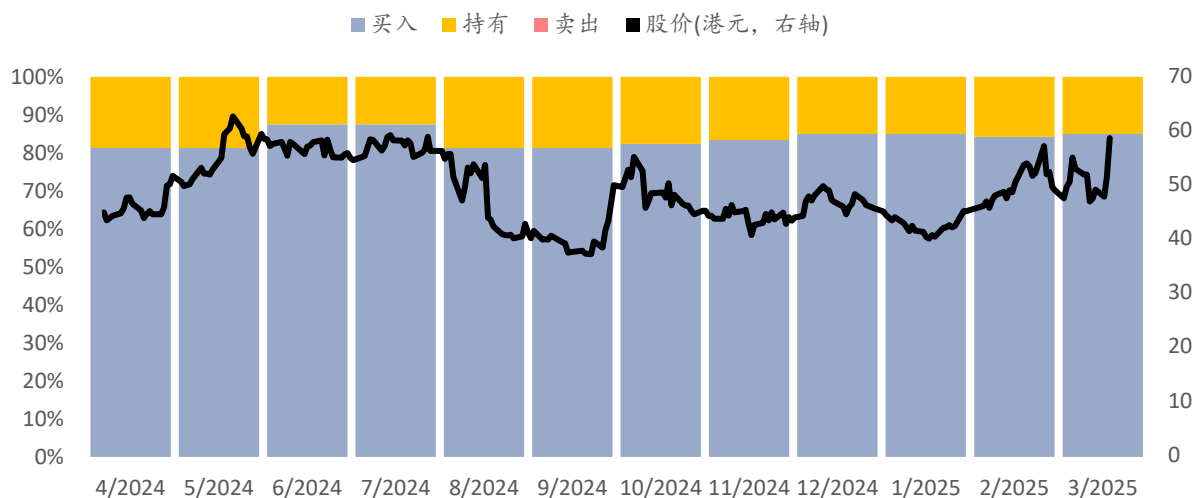
悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：11.2 美元

- 付费用户增长放缓；
- 利润不及预期。

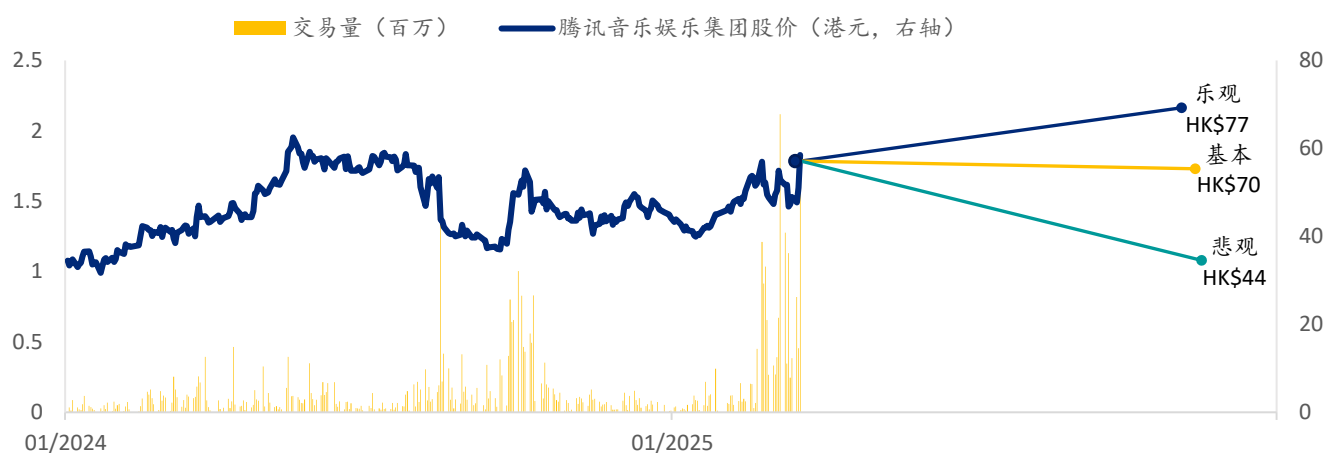
资料来源：浦银国际预测

图表 6：市场普遍预期：腾讯音乐（1698.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 情景假设：腾讯音乐（1698.HK）



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：77 港元

- 付费用户增长优于预期；
- SVIP 用户稳步增长；
- 利润持续改善。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：44 港元

- 付费用户增长放缓；
- 利润不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 8：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	141.10	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	142.74	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	176.20	买入	217.00	7/3/2025	电商
JD US Equity	京东	44.92	买入	56.00	7/3/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	126.79	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	17.35	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	16.20	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.84	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.48	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	540.00	买入	500.00	7/1/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	100.47	买入	118.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	160.20	买入	184.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	168.30	买入	177.00	21/1/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	21.60	买入	23.00	21/1/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	12.40	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	38.95	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	4.42	买入	4.20	23/1/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.14	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.71	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	8.38	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	175.90	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	65.70	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.38	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	2.34	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	42.35	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	16.61	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	15.56	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.55	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	125.13	买入	165.00	5/3/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	21.15	买入	33.00	24/2/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	383.52	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	278.84	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	192.82	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	160.67	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	162.67	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	582.36	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	288.81	买入	380.00	4/3/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	569.48	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	15.09	买入	18.00	19/3/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	58.50	买入	70.00	19/3/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	161.00	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐

注：港股 A 股截至 2025 年 3 月 19 日，美股截至 3 月 18 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

