

腾讯音乐 (TME.N)

会员数量增长稳健, ARPPU 值提升顺利

核心观点

社交娱乐业务降幅收窄, 经调整利润率同比+7.8pct。 24Q4, 公司实现总收入 74.6 亿元, 同比+8.2%, 环比+6.3%, 在线音乐收入占比达 78%。公司毛利率与经调整利润继续提升, 毛利率同比上升 5.3pct, 经调整利润率同比上升 7.8pct。2024Q4, 公司毛利率 43.6%, 同比+5.3pct, 环比+1.0pct。毛利率提升主要系: ①版权成本绝对值还是提升的, 但是有杠杆作用, 特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。②社交娱乐业务高毛利的 K 歌广告和会员占比提升。我们预计 25 年毛利率继续提升, 可达 45%。24Q4 公司经调整净利润 24.0 亿元, 同比+43.0%。经调整利润率 32.2%, 同比+7.8pct, 环比+3pct。

ARPPU 值提升顺利。 24Q4, 在线音乐收入 58.3 亿元, 同比+16.1%, 环比+6.4%。24Q4, 公司订阅业务收入 40 亿元, 同比+18%。24Q4 在线音乐付费用户为 1.21 亿人, 同比+13.4%; 订阅用户环比净增 200 万, 付费率达 21.8%, 同比+3.3pct。月 ARPPU 为 11.1 元, 同比+3.7%, 环比+2.8%。根据 24Q4 业绩会, 公司内容本身具备独特性优势, 用户体验和权益在持续丰富。基础包月部分 (15-18 元) 将继续提升价格, 实现基础包月部分规模和 ARPPU 的持续增长; SVIP 部分, 24Q4 SVIP 在规模、价格和 ARPPU 上都有很好的提升, 驱动整体 ARPPU 超预期增长。节奏上来看, 我们预计随着绿钻折扣缩减以及 SVIP 放量, ARPPU 提升或在下半年会有明显体现。我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1 元。

社交娱乐业务增加创新玩法等带动收入环比回升。 24Q4, 社交娱乐与其他收入 16.3 亿元, 同比-13%, 环比+6%。社交娱乐月 ARPPU 为 70 元, 同比-10%, 环比+15.1%。24Q4, 公司社交娱乐业务付费用户 770 万人, 同比-4%, 环比-5%。24Q4 酷狗直播增加了新的互动玩法 (偏收集类的九层宝塔玩法), K 歌业务企稳趋势, VIP 规模健康增长。业绩会表示 25 年预计社交娱乐业务收入企稳略同比下降, 我们预计同比下降 14%。

投资建议: 公司龙头地位稳固, 决定公司订阅业务发展顺利。订阅业务, 预计 25 年保持 200 万单季度净增会员速度, ARPPU 值提升有望在下半年加速。考虑到公司社交业务回暖叠加 ARPPU 值提升顺利, 上调盈利预期, 预计 25-27 年经调整净利润 89/102/116 亿元 (调整幅度+0%/+14%/-)。维持“优于大市”评级。

风险提示: 政策风险; 成本增加的风险; 直播、饭圈的监管风险等。

盈利预测和财务指标

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 28,401 | 29,065 | 31,866 | 34,416 | 36,136 |
| (+/-%) | 2.3% | 2.3% | 9.6% | 8.0% | 5.0% |
| 经调整净利润 (百万元) | 7671 | 8895 | 10239 | 11567 | 12847 |
| (+/-%) | 30.7% | 17.3% | 16.1% | 13.9% | 12.2% |
| 每 ADS 收益 (元) | 4.47 | 5.18 | 5.97 | 6.74 | 7.49 |
| EBIT Margin | 24.7% | 24.4% | 28.7% | 28.0% | 28.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | 7.6% | 12.3% | 13.5% | 12.7% | 12.2% |
| 市盈率 (PE) - 调整后 | 23.5 | 20.3 | 17.6 | 15.6 | 14.1 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 8.5 | 6.9 | 7.5 | 6.8 |
| 市净率 (PB) | 3.51 | 3.21 | 2.90 | 2.65 | 2.42 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师: 张伦可 证券分析师: 陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级 优于大市 (维持)
合理估值 16.30 - 16.90 美元
收盘价 14.28 美元
总市值/流通市值 245/126 亿美元
52 周最高价/最低价 15.63/9.41 美元
近 3 个月日均成交额 不适用

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅业务增长稳健, SVIP 会员达 1000 万》——2024-11-15
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅业务健康发展, 下半年关注 SVIP 会员运营》——2024-08-16
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅用户提升顺利, 公司派发现金股息》——2024-05-21
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 在线音乐业务蓬勃发展, 预计 24 年利润侧仍有优化空间》——2024-03-24
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 在线音乐业务稳健发展, 预计 2024 年利润侧继续健康发展》——2023-11-18

业绩概览：社交娱乐业务降幅收窄，经调整利润率同比+7.8pct

收入同比上涨 8.2%。24Q4，公司实现总收入 74.6 亿元，同比+8.2%，环比+6.3%，在线音乐收入占比达 78%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 5.3pct，经调整利润率同比上升 7.8pct。2024Q4，公司毛利率 43.6%，同比+5.3pct，环比+1.0pct。毛利率提升主要系：①版权成本绝对值还是提升的，但是有杠杆作用，特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。②社交娱乐业务高毛利的 K 歌广告和会员占比提升。我们预计 25 年毛利率继续提升，可达 45%。在成本端和费用端持续优化下，24Q4 公司经调整净利润 24.0 亿元，同比+43.0%。经调整利润率 32.2%，同比+7.8pct，环比+3pct。

图1：腾讯音乐总收入及增速（百万元，%）



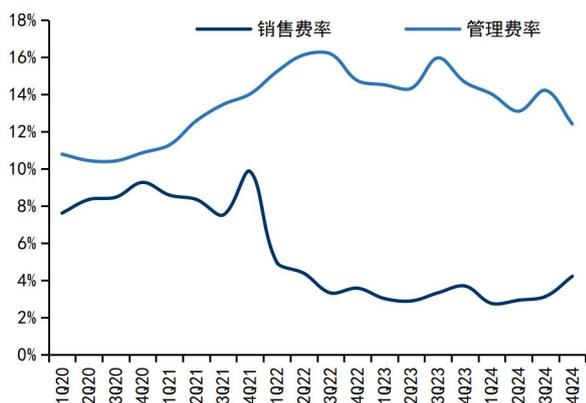
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯音乐毛利润与毛利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯音乐各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯音乐经调整利润以及经调整利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：在线音乐业务增长强劲

在线音乐业务：2024Q4，在线音乐收入 58.3 亿元，同比+16.1%，环比+6.4%。

1) 订阅业务收入同比增长 18%。24Q4，公司订阅业务收入 40 亿元，同比+18%，

环比+4.9%，付费用户数继续提升，ARPPU 持续上升：

- ✓ 24Q4，公司的在线音乐移动 MAU 为 5.56 亿，同比-3.5%。在线音乐付费用户为 1.21 亿人，同比+13.4%；订阅用户环比净增 200 万，付费率达 21.8%，同比+3.3pct。
- ✓ 月 ARPPU 为 11.1 元，同比+3.7%，环比+2.8%。根据 24Q4 业绩会，公司内容本身具备独特性优势，用户体验和权益在持续丰富。基础包月部分（15-18 元）将继续提升价格，实现基础包月部分规模和 ARPPU 的持续增长；SVIP 部分，24Q4 SVIP 在规模、价格和 ARPPU 上都有很好的提升，驱动整体 ARPPU 超预期增长。节奏上来看，我们预计随着绿钻折扣缩减以及 SVIP 放量，ARPPU 提升或在下半年会有明显体现。我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1 元。

图5：腾讯音乐在线音乐收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：腾讯音乐在线音乐订阅付费渗透率以及 ARPPU（元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

其他在线音乐：收入同比增长 13%。其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 18.0 亿元，同比+13%，环比-7.8%。

图7：腾讯音乐订阅业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：腾讯音乐其他在线音乐业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

社交娱乐业务增加创新玩法等带动收入环比回升。24Q4，社交娱乐与其他收入 16.3 亿元，同比-13%，环比+6%。社交娱乐月 ARPPU 为 70 元，同比-10%，环比+15.1%。24Q4，公司社交娱乐业务付费用户 770 万人，同比-4%，环比-5%。24Q4 酷狗直播增加了新的互动玩法（偏收集类的九层宝塔玩法），K 歌业务企稳趋势，

VIP 规模健康增长。业绩会表示 25 年预计社交娱乐业务收入企稳略同比下降，我们预计同比下降 14%。

图9: 腾讯音乐社交娱乐与其他收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 腾讯音乐社交娱乐 MAU 及增速 (百万, %)



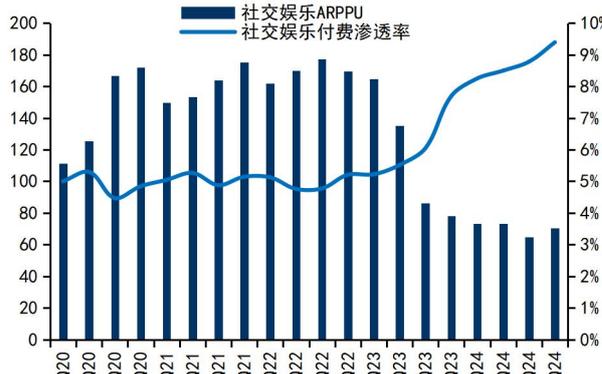
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 腾讯音乐社交娱乐付费用户数以及增速 (百万, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 腾讯音乐社交娱乐付费渗透率以及 ARPPU (元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：在线音乐业务蓬勃发展，维持“优于大市”评级

公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利。订阅业务，预计 25 年保持 200 万单季度净增会员速度，ARPPU 值提升有望在下半年加速。

考虑到公司社交业务回暖叠加 ARPPU 值提升顺利，上调盈利预期，预计 25-27 年经调整净利润 89/102/116 亿元（调整幅度+0%/+14%/+）。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；付费用户增长不及预期的风险；受泛娱乐平台冲击，竞争格局恶化风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险。

财务预测与估值

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 6591 | 10973 | 8077 | 7263 | 营业收入 | 28401 | 29065 | 31866 | 34416 |
| 应收款项 | 6285 | 3185 | 3405 | 3583 | 营业成本 | 16376 | 16759 | 17526 | 18929 |
| 存货净额 | 24 | 25 | 26 | 28 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 56 | 67 | 66 | 73 | 销售费用 | 897 | 885 | 924 | 1032 |
| 流动资产合计 | 26791 | 28085 | 33709 | 46364 | 管理费用 | 4121 | 4316 | 4276 | 4818 |
| 固定资产 | 243 | 1883 | 3761 | 5862 | 财务费用 | (711) | (220) | (238) | (192) |
| 无形资产及其他 | 22233 | 21841 | 21449 | 21057 | 投资收益 | 553 | 516 | 230 | 165 |
| 投资性房地产 | 1089 | 1089 | 1089 | 1089 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 516 | 528 | 520 |
| 长期股权投资 | 3599 | 4999 | 6371 | 7757 | 其他收入 | (4639) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 67254 | 71196 | 79678 | 95429 | 营业利润 | 3632 | 8357 | 10136 | 10513 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 7685 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 4329 | 3380 | 3521 | 3786 | 利润总额 | 3632 | 8357 | 10136 | 10513 |
| 其他流动负债 | 6121 | 4302 | 4441 | 4832 | 所得税费用 | 417 | 1538 | 1865 | 1934 |
| 流动负债合计 | 10450 | 7682 | 7962 | 16303 | 少数股东损益 | 186 | 67 | 91 | 115 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 3839 | 6752 | 8180 | 8464 |
| 其他长期负债 | 5749 | 7665 | 10050 | 11421 | | | | | |
| 长期负债合计 | 5749 | 7665 | 10050 | 11421 | 现金流量表(百万元) | | | | |
| 负债合计 | 16199 | 15348 | 18012 | 27723 | 净利润 | 3839 | 6752 | 8180 | 8464 |
| 少数股东权益 | 738 | 805 | 897 | 1012 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 50317 | 55043 | 60769 | 66694 | 折旧摊销 | 824 | 450 | 523 | 617 |
| 负债和股东权益总计 | 67254 | 71196 | 79678 | 95429 | 公允价值变动损失 | 0 | (516) | (528) | (520) |
| | | | | | 财务费用 | (711) | (220) | (238) | (192) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 126 | 2237 | 2445 | 1840 |
| 每股收益 | 2.24 | 3.93 | 4.77 | 4.93 | 其它 | 113 | 67 | 91 | 115 |
| 每股红利 | 0.44 | 0.59 | 0.71 | 0.74 | 经营活动现金流 | 4902 | 8990 | 10710 | 10515 |
| 每股净资产 | 14.66 | 16.04 | 17.71 | 19.43 | 资本开支 | (499) | (1182) | (1480) | (1807) |
| ROIC | 34% | 30% | 39% | 43% | 其它投资现金流 | 1060 | 0 | (8301) | (13282) |
| ROE | 8% | 12% | 13% | 13% | 投资活动现金流 | (783) | (2582) | (11153) | (16474) |
| 毛利率 | 42% | 42% | 45% | 45% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 25% | 24% | 29% | 28% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 28% | 26% | 30% | 30% | 支付股利、利息 | (1516) | (2025) | (2454) | (2539) |
| 收入增长 | 2% | 2% | 10% | 8% | 其它融资现金流 | (5624) | 0 | 0 | 7685 |
| 经调整净利润增长率 | 31% | 17% | 16% | 14% | 融资活动现金流 | (8656) | (2025) | (2454) | 5145 |
| 资产负债率 | 25% | 23% | 24% | 30% | 现金净变动 | (4537) | 4382 | (2897) | (813) |
| 息率 | 3.1% | 4.1% | 5.0% | 5.2% | 货币资金的期初余额 | 11128 | 6591 | 10973 | 8077 |
| P/E-调整后 | 23.5 | 20.3 | 17.6 | 15.6 | 货币资金的期末余额 | 6591 | 10973 | 8077 | 7263 |
| P/B | 3.5 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 企业自由现金流 | 6654 | 7303 | 8945 | 8513 |
| EV/EBITDA | 8.3 | 8.5 | 6.9 | 7.5 | 权益自由现金流 | 1659 | 7482 | 9140 | 16354 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032