

平台生态丰富，驱动付费率持续提升

——腾讯音乐（1698.HK）24Q4 点评

核心观点

- **24Q4 营业收入 74.6 亿元 (yoy+8%, qoq+6%)**，毛利率 43.6% (yoy+5.3pp, qoq+1pp)，主要得益于音乐订阅和广告服务收入的强劲增长，以及原创内容的逐渐增加。**25Q1 我们预期营收或达 72.7 亿元 (yoy+7%, qoq-3%)**，主要预期有社交娱乐业务淡季波动影响。**25 全年我们预期营收或达 310 亿元 (yoy+9%)**。Q4 销售费用 2.5 亿元，费率 3.3% (yoy-0.37pp, qoq+0.19pp)。Q4 一般行政开支 9.3 亿元，费率 12.4%(yoy-2.25pp, qoq-1.81pp)，同比费用下降主要原因是公司人员开支减少。Q4 IFRS 归母净利润 19.6 亿元 (yoy+49.9%,qoq+23.6%); Q4 non-IFRS 归母净利润 22.8 亿元(yoy+44.8%, qoq+25.7%)。**25 全年我们预期 IFRS 归母净利润或达 76.5 亿元 (yoy+15%)**。
- **24Q4 在线音乐服务收入：58.3 亿元 (yoy+16.1%, qoq+6.4%)**，主要得益于音乐订阅收入以及广告收入的增长。**我们预期 25Q1 收入或达 58 亿元 (yoy+15.9%, qoq-0.5%)**。Q4 MAU 5.6 亿 (yoy-3.5%, qoq-3.5%)；Q4MPU 1.2 亿 (yoy+13.4%, qoq+1.7%)，其中 SVIP 超 1000 万；ARPPU 11 元/月 (yoy+3.7%, qoq+2.8%)。**我们预期随着 SVIP 更高 ARPPU 的会员套餐渗透率提升，25Q1 公司 ARPPU 将持续提升，或达 11.3 元/月，MPU 或达 1.23 亿。**
- **24Q4 社交娱乐服务收入：16.3 亿元 (yoy-13.0%, qoq+6.0%)**，同比减少主要系对直播互动功能进行了调整和更严格的合规程序所致。24Q4 MAU 0.82 亿 (yoy-21%, qoq-9%)；MPU 0.08 亿 (yoy-3.8%, qoq-2.5%)。我们预期 25Q1 收入或达 14.6 亿元 (yoy-17%, qoq-10%)，同比下滑主要系公司合规持续收紧叠加宏观因素导致。

盈利预测与投资建议

- 随着在线音乐付费用户、ARPPU 双增，公司在线音乐收入在整体结构比重持续提高，利润率端有望持续优化。我们预计 24-26 年归母净利润分别为 66/76/91 亿元 (24-26 年原预测值为 64/79/95 亿元，因下调 25~26 年直播业务收入、利息收入等调整盈利预测)。参照可比公司，给予 25 年 28 倍 P/E，目标价 66.89 港币(61.77 人民币)，维持“买入”评级。

风险提示

抖音音乐平台上线带来的格局洗牌风险；直播监管风险；直播行业内部竞争加剧风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	28,339	27,752	28,401	30,987	33,679
同比增长(%)	-9.3%	-2.1%	2.3%	9.1%	8.7%
营业利润(百万元)	3,216	4,777	7,349	8,785	10,312
同比增长(%)	18.4%	48.5%	53.8%	19.5%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	3,677	4,920	6,644	7,645	9,133
同比增长(%)	21.4%	33.8%	35.0%	15.1%	19.5%
每股收益 (元)	1.07	1.43	1.94	2.23	2.66
毛利率(%)	31.0%	35.3%	42.3%	44.8%	46.2%
净利率(%)	13.0%	17.7%	23.4%	24.7%	27.1%
净资产收益率(%)	7.5%	9.5%	10.7%	10.7%	11.4%
市盈率(倍)	47.1	35.2	26.1	22.7	19.0
市净率(倍)	3.6	3.1	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025年03月24日)	55.1 港元
目标价格	66.89 港元
52 周最高价/最低价	62/36.25 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	343,215/176,721
H 股市值 (百万港币)	189,112
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 03 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	15.51	-3.33	19.39	25.25
相对表现%	16.5	-5.75	0.45	-19.64
恒生指数%	-0.99	2.42	18.94	44.89



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人

金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

相关报告

SVIP 驱动会员 ARPPU 增长，毛利率持续提升：——腾讯音乐（1698.hk）24Q3 点评	2024-11-16
SVIP 驱动会员 ARPPU 增长，平台利润率持续提升：——腾讯音乐（1698.hk）24Q2 点评	2024-08-14
付费会员新增创新高，平台利润率持续提升：——腾讯音乐（1698.hk）24Q1 点评	2024-05-16

表 1：可比公司估值表（港股、A 股 2025.3.25 收盘价，美股 2025.3.24 收盘价，

代码	证券简称	总市值 (亿)	利润		P/E	
			25E	26E	25E	26E
300413.SZ	芒果超媒	503.22	2,124	2,433	23.7	20.7
0772.HK	阅文集团	243.26	1,120	1,281	21.7	19.0
HUYA.N	虎牙直播	54.32	106	151	51.3	36.0
9899.hk	云音乐	305.28	1,700	1,945	18.0	15.7
NFLX.O	奈飞	29,844.37	79,021	94,149	37.8	31.7
		调整后平均			28	24

数据来源：ifind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9,555	13,567	13,164	17,238	23,305	营业总收入	28,339	27,752	28,401	30,987	33,679
应收款项合计	5,575	6,299	3,508	3,827	4,160	主营业务收入	28,339	27,752	28,401	30,987	33,679
存货	14	8	23	24	25	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	87	88	3,804	4,184	4,394	营业总支出	25,123	22,975	21,052	22,203	23,367
流动资产合计	26,559	29,936	34,544	39,319	45,929	营业成本	19,566	17,957	16,376	17,101	18,128
固定资产净值	323	490	803	1,116	1,429	营业开支	5,557	5,018	4,676	5,102	5,239
权益性投资	4,330	4,274	4,669	4,902	5,148	营业利润	3,216	4,777	7,349	8,785	10,312
其他长期投资	10,002	15,566	10,728	13,410	16,092	净利息支出	-711	-1,052	-1,196	-930	-1,336
商誉及无形资产	22,259	21,941	21,991	21,991	21,991	权益性投资损益	38	127	96	87	103
土地使用权	2,480	2,437	2,364	2,364	2,364	其他非经营性损益	408	89	71	189	116
其他非流动资产	1,056	892	15,345	16,880	18,567	非经常项目前利润	4,373	6,045	8,712	9,991	11,868
非流动资产合计	40,450	45,600	55,900	60,663	65,591	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	67,009	75,536	90,444	99,982	111,520	除税前利润	4,373	6,045	8,712	9,991	11,868
应交税金	0	0	934	1,027	1,130	所得税	534	825	1,603	1,838	2,184
短期借贷及长期借贷到期部分	0	0	0	0	0	少数股东损益	162	300	465	507	551
其他流动负债	6,719	7,008	6,583	6,912	7,603	持续经营净利润	3,677	4,920	6,644	7,645	9,133
流动负债合计	11,717	12,014	16,550	17,876	19,663	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	0	0	3,572	3,572	3,572	净利润	3,677	4,920	6,644	7,645	9,133
其他非流动负债	6,165	6,320	596	656	721	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	6,165	6,320	4,168	4,228	4,293	归属普通股股东净利润	3,677	4,920	6,644	7,645	9,133
负债合计	17,882	18,334	20,718	22,103	23,957	EPS (摊薄)	1.07	1.43	1.94	2.23	2.66
归属母公司股东权益	48,099	55,907	67,863	75,508	84,641						
少数股东权益	1,028	1,295	1,863	2,370	2,922						
所有者权益合计	49,127	57,202	69,726	77,879	87,563						
负债和股东权益	67,009	75,536	90,444	99,982	111,520						

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,481	7,337	10,275	8,508	10,303
净利润	3,677	4,920	6,644	7,645	9,133
折旧与摊销	0	0	0	0	0
营运资本变动	0	0	0	355	619
其他非现金调整	3,804	2,417	3,631	507	551
投资活动现金流	-1,446	-1,863	-6,818	-4,763	-4,928
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0
资本性支出	1,053	1,164	0	2,995	2,995
投资减少	34,406	12,940	0	0	0
其他投资活动现金流量净额	-87	49	-6,818	-1,535	-1,688
融资活动现金流	-3,419	-1,538	-3,830	329	691
债务净增	0	0	0	0	0
股本增加	78	57	0	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0	0
其他筹资活动现金流量净额	-240	-230	-3,830	329	691

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率	-9.3%	-2.1%	2.3%	9.1%	8.7%
归属普通股股东净利增长率	21.4%	33.8%	35.0%	15.1%	19.5%
获利能力					
毛利率	31.0%	35.3%	42.3%	44.8%	46.2%
净利率	13.0%	17.7%	23.4%	24.7%	27.1%
ROE	7.5%	9.5%	10.7%	10.7%	11.4%
ROA	5.5%	6.9%	8.0%	8.0%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	24.3%	22.9%	22.1%	21.5%
流动比率	226.7%	249.2%	208.7%	220.0%	233.6%
速动比率	226.6%	249.1%	208.6%	219.8%	233.4%
每股指标 (元)					
每股收益	1.07	1.43	1.94	2.23	2.66
每股经营现金流	2.18	2.14	2.99	2.48	3.00
每股净资产	14.01	16.29	19.77	22.00	24.66
估值比率					
P/E	47.1	35.2	26.1	22.7	19.0
P/B	3.6	3.1	2.6	2.3	2.0
P/S	6.1	6.2	6.1	5.6	5.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。