

## 买入

## AI 重构用户听歌体验，打造第二增长曲线

腾讯音乐 (TME.US)

2025-04-24 星期四

## 【投资要点】

目标价: 15.80 美元

现价: 13.14 美元

预计升幅: 20.2%

## 重要数据

| 日期            | 2025-04-23 |
|---------------|------------|
| 收盘价(美元)       | 13.14      |
| 总股本(亿份 ADS)   | 17.67      |
| 总市值(亿美元)      | 225        |
| 净资产(亿美元)      | 97.00      |
| 总资产(亿美元)      | 125.82     |
| 52 周高低(美元)    | 9.29/15.43 |
| 每 ADS 净资产(美元) | 5.14       |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

|         |        |
|---------|--------|
| 腾讯      | 47.80% |
| Spotify | 4.12%  |

## 相关报告

腾讯音乐 (TME.US) - 首发报告-20200730

腾讯音乐 (TME.US) - 更新报告-

20200909、20201116、20210518、

20211020、20221229、20230425、20241128

## 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

## ➤ 年利润增长超预期，APRU 提升引领未来增长

2024 年公司实现了稳健的业绩表现，全年总收入为 284.0 亿元人民币，同比增长 2.3%；实现净利润为 71.1 亿元人民币，同比增长 36.2%，调整后净利润为 81.4 亿元人民币，同比增长 30.7%，公司的盈利能力持续提升。销售毛利率从 2023 年的 35.3% 提升至 42.3%，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增加。

## ➤ AI 技术赋能用户体验升级，开启音乐业务第二增长曲线

公司通过将 AI 技术深度融入搜歌、听歌、创作等全流程，重构了用户的听歌体验，从被动推荐走向主动陪伴，从单一播放器转变为一个智能的音乐创作与互动平台。随着公司接入大模型，自身平台在个性化服务、场景运营中能挖掘的空间也在不断增长。我们认为，AI 技术与公司音乐生态融合，将造出更多用户真正喜爱的产品，以及衍生出多样的可落地商业化场景，让在线音乐业务未来持续进化并保持稳定增长。

## ➤ 看好公司布局 AI 技术领域，维持买入评级

公司将大模型技术融入音乐生态，是其在数字音乐领域持续深化技术驱动战略的关键举措。这一融合不仅强化现有在线音乐业务的核心竞争力，更在用户体验优化、内容生态构建及商业化效率提升层面开辟新路径，用户粘性得到提升，此举标志着在线音乐业务智能化转型进入新阶段。综上，按照在线音乐业务 2024 年 7 倍 PS 及社交娱乐业务 6 倍 PE 进行估值，给予公司 15.8 美元的目标价，有 20.2% 的上升空间，维持“买入”评级。

| 人民币百万元      | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额         | 27,752 | 28,401 | 31,080 | 34,099 | 36,612 |
| 同比增长        | -2.07% | 2.34%  | 9.43%  | 9.71%  | 7.37%  |
| 净利润         | 4,920  | 6,644  | 7,249  | 8,678  | 9,533  |
| 同比增长        | 35.97% | 36.19% | 9.11%  | 19.72% | 9.85%  |
| 经调整净利润      | 6,145  | 8,047  | 8,747  | 10,337 | 11,301 |
| 净利润率        | 18.81% | 25.03% | 24.96% | 27.23% | 27.86% |
| 每 ADS 盈利(元) | 3.15   | 4.26   | 4.64   | 5.56   | 6.11   |
| PE          | 30.5   | 22.6   | 20.7   | 17.3   | 15.7   |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 年利润增长超预期，APRU 提升引领未来增长

2024 年公司实现了稳健的业绩表现，全年总收入为 284.0 亿元人民币，同比增长 2.3%；实现净利润为 71.1 亿元人民币，同比增长 36.2%，调整后净利润为 81.4 亿元人民币，同比增长 30.7%，公司的盈利能力持续提升。销售毛利率从 2023 年的 35.3% 提升至 42.3%，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增加。销售净利率从 2023 年 18.8% 提升至 25.0%。分业务来看，在线音乐业务在线音乐业务是公司收入增长的主要驱动力。2024 年，在线音乐服务总收入为 202.3 亿元人民币，同比增长 16.1%。其中订阅收入为 152.3 亿元人民币，同比增长 25.9%。在线音乐付费用户数持续增长，2024 年底达到 1.21 亿，同比增长 13.4%。SVIP 会员数量超过 1000 万，推动 ARPPU 进一步增长至 11.1 元人民币。公司年内持续深化内容与平台“一体两翼”战略，丰富内容生态，巩固头部音乐内容供给，过 AI 等前沿技术为用户提供更加个性化的音乐体验，提高了平台总体用户参与度。另一方面，社交娱乐业务收入同比持续下降，全年收入为 81.7 亿元人民币，同比下降 36.1%。但第四季度收入为 16.3 亿元人民币，同比下降 13%，下降幅度已经明显放缓。社交娱乐服务移动端月活跃用户数为 8200 万，同比下降 21.2%。尽管用户数下降，但公司通过调整部分直播互动功能并实施更严格的合规程序，使得收入下降幅度收窄。未来公司计划采取多项措施来优化社交业务，包括加强内容合作、举办线下音乐体验和演唱会，以及推出创新的艺人与粉丝互动活动，以恢复社交娱乐业务的正向增长。

### ➤ AI 技术赋能用户体验升级，开启音乐业务第二增长曲线

在音乐流媒体竞争日益激烈的当下，各平台面临着曲库同质化、推荐算法趋同等问题，用户体验逐渐陷入瓶颈。然而 AI 技术的崛起带来了新的机遇。公司通过将 AI 技术深度融入搜歌、听歌、创作等全流程，重构了用户的听歌体验，从被动推荐走向主动陪伴，从单一播放器转变为一个智能的音乐创作与互动平台。随着公司接入大模型，自身平台在个性化服务、场景运营中能挖掘的空间也在不断增长，通过整合自有 AI 技术能力，在歌曲智能推荐、音乐资讯搜索、音乐人创作辅助、用户歌曲定制，及长音频内容生成、社交场景创新等领域进行探索。目前产品已经将 AI 植入用户整个听歌流程：包括从搜歌、推荐、陪伴、演唱到二创、作词、音色定制，全流程覆盖用户“用音乐完成表达”的每一个节点。在生态延展方面，车载、居家等场景通过深化“AI+音乐”融合，公司推出基于环境感知的智能推荐与交互功能，逐步打通移动端、车载端、电视端的数

据链路。在玩法创新方面，公司研发了诸如“AI 音效大模型”、“AI 演奏家”等创新玩法，提升了用户产品体验。在内容创作领域，公司通过深度融合 DeepSeek-R1 大模型，构建 AI 音乐助手、个性化听歌解读、AI 评论等产品新生态，一些如文本生成歌词、音频合成演唱 DEMO、将歌曲分离为多轨素材等功能，极大地降低了普通用户进行音乐创作与分享的门槛。在内容分发方面，通过分析用户行为数据（如播放频次、歌单创建、互动评论），系统可构建多维用户画像，实现分场景动态推荐。我们认为，AI 技术与公司音乐生态融合，将造出更多用户真正喜爱的产品，以及衍生出多样的可落地商业化场景，让在线音乐业务未来持续进化并保持稳定增长。

### ➤ 看好公司布局 AI 技术领域，维持买入评级

公司目将大模型技术融入音乐生态，是其在数字音乐领域持续深化技术驱动战略的关键举措。这一融合不仅强化了现有在线音乐业务的核心竞争力，更在用户体验优化、内容生态构建及商业化效率提升层面开辟新路径，用户粘性得到提升，此举标志着在线音乐业务智能化转型进入新阶段。综上，我们按照在线音乐业务 2024 年 7 倍 PS 及社交娱乐业务 6 倍 PE 进行估值，给予公司 15.8 美元的目标价，有 20.2% 的上升空间，维持“买入”评级。

**表 1：娱乐平台行业估值比较（20250424）**

| 代码      | 证券简称        | 总市值(亿元)   | 流通市值(亿元)  | TTM    | 市盈率   |       | 市净率   |
|---------|-------------|-----------|-----------|--------|-------|-------|-------|
|         |             |           |           |        | 25E   | 26E   |       |
| 9899.HK | 网易云音乐       | 332.87    | 332.87    | 21.24  | 19.69 | 17.39 | 3.26  |
| 1060.HK | 阿里影业        | 138.85    | 138.85    | 85.48  | 24.99 | 16.48 | 0.84  |
| 1896.HK | 猫眼娱乐        | 73.52     | 73.52     | 40.26  | 11.68 | 9.44  | 0.81  |
| NFLX.O  | 奈飞(NETFLIX) | 32,212.44 | 32,212.44 | 47.76  | 41.42 | 34.28 | 18.43 |
| SPOT.N  | SPOTIFY     | 8,712.95  | 8,712.95  | 101.02 | 50.56 | 36.98 | 20.81 |
| WMG.O   | 华纳音乐        | 1,073.63  | 299.13    | 28.55  | 23.07 | 19.60 | 26.77 |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 订阅会员数增长不及预期；
2. 平均用户消费水平增长不及预期；
3. 行业竞争加剧；
4. 销售费用增长超出预期；

## 【财务报表摘要】

### 财务报表摘要

#### 损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

|          | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入       | 27,752      | 28,401      | 31,080      | 34,099      | 36,612      |
| 成本       | -17,957     | -16,376     | -17,036     | -17,978     | -18,941     |
| 毛利       | 9,795       | 12,025      | 14,045      | 16,121      | 17,672      |
| 销售费用     | -897        | -865        | -1,026      | -1,125      | -1,208      |
| 管理费用     | -4,121      | -3,811      | -4,662      | -4,774      | -5,126      |
| 其他收入     | 1,282       | 1,361       | 1,196       | 1,196       | 1,196       |
| 营运利润     | 6,059       | 8,710       | 9,553       | 11,418      | 12,534      |
| 投资收入     | -14         | 2           | -94         | -94         | -94         |
| 税前利润     | 6,045       | 8,712       | 9,459       | 11,324      | 12,440      |
| 所得税      | -825        | -1,603      | -1,703      | -2,038      | -2,239      |
| 净利润      | 5,220       | 7,109       | 7,756       | 9,286       | 10,200      |
| 经调整净利润   | 6,145       | 8,047       | 8,747       | 10,337      | 11,301      |
| 增长       |             |             |             |             |             |
| 收入增长 (%) | -2.1%       | 2.3%        | 9.4%        | 9.7%        | 7.4%        |
| 净利润 (%)  | 36.0%       | 36.2%       | 9.1%        | 19.7%       | 9.9%        |

#### 资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

|        | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 应收账款   | 2,918       | 3,508       | 3,839       | 4,212       | 4,522       |
| 存货     | 8           | 23          | 24          | 25          | 27          |
| 其他流动资产 | 3,475       | 3,839       | 4,197       | 4,600       | 4,936       |
| 存款     | 9,937       | 13,999      | 13,999      | 13,999      | 13,999      |
| 货币资金   | 13,598      | 13,175      | 21,260      | 30,764      | 40,909      |
| 流动资产总计 | 29,936      | 34,544      | 43,318      | 53,600      | 64,392      |
| 固定资产   | 2,927       | 2,852       | 2,781       | 2,759       | 2,770       |
| 无形资产   | 21,941      | 22,306      | 22,768      | 23,513      | 24,640      |
| 金融资产   | 6,540       | 14,498      | 14,498      | 14,498      | 14,498      |
| 其他固定资产 | 14,192      | 16,244      | 16,244      | 16,244      | 16,244      |
| 总资产    | 75,536      | 90,444      | 99,609      | 110,614     | 122,544     |
| 应付账款   | 5,006       | 6,879       | 7,156       | 7,552       | 7,956       |
| 应计负债   | 3,472       | 5,535       | 5,758       | 6,077       | 6,402       |
| 其他流动负债 | 3,536       | 4,136       | 4,428       | 4,757       | 5,031       |
| 流动负债总计 | 12,014      | 16,550      | 17,342      | 18,386      | 19,389      |
| 长期负债   | 6,320       | 4,168       | 4,168       | 4,168       | 4,168       |
| 总负债    | 18,334      | 20,718      | 21,510      | 22,554      | 23,557      |
| 股东权益   | 57,202      | 69,726      | 78,098      | 88,060      | 98,986      |

#### 财务分析

|           | 2023年<br>历史 | 2024年<br>历史 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 盈利能力      |             |             |             |             |             |
| 毛利率 (%)   | 35.3%       | 42.3%       | 45.2%       | 47.3%       | 48.3%       |
| EBIT率 (%) | 21.8%       | 30.7%       | 30.7%       | 33.5%       | 34.2%       |
| 净利率 (%)   | 18.8%       | 25.0%       | 25.0%       | 27.2%       | 27.9%       |
| ROE       | 9.1%        | 10.2%       | 9.9%        | 10.5%       | 10.3%       |
| 营运表现      |             |             |             |             |             |
| 费用/收入 (%) | 18.1%       | 16.5%       | 18.3%       | 17.3%       | 17.3%       |
| 实际税率 (%)  | 13.6%       | 18.4%       | 18.0%       | 18.0%       | 18.0%       |
| 应收账款天数    | 38          | 44          | 44          | 44          | 44          |
| 应付账款天数    | 102         | 153         | 153         | 153         | 153         |
| 财务状况      |             |             |             |             |             |
| 负债/权益     | 0.32        | 0.30        | 0.28        | 0.26        | 0.24        |
| 收入/总资产    | 0.37        | 0.31        | 0.31        | 0.31        | 0.30        |
| 总资产/权益    | 1.32        | 1.30        | 1.28        | 1.26        | 1.24        |
| 现金/总资产    | 18.0%       | 14.6%       | 21.3%       | 27.8%       | 33.4%       |

#### 现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

|         | 2023年<br>历史 | 2024年<br>预测 | 2025年<br>预测 | 2026年<br>预测 | 2027年<br>预测 |
|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 税前利润    | 6,045       | 8,712       | 9,459       | 11,324      | 12,440      |
| 非现金调整   | 607         | -1,381      | 348         | 168         | -82         |
| 运营资本变化  | 668         | 2,926       | -404        | -576        | -687        |
| 经营活动现金流 | 7,320       | 10,257      | 9,403       | 10,916      | 11,671      |
| 购买物业及设备 | -165        | -206        | -226        | -249        | -274        |
| 购买无形资产  | -999        | -1,284      | -815        | -896        | -986        |
| 其他投资活动  | -699        | -5,767      | -267        | -267        | -267        |
| 投资活动现金流 | -1,863      | -7,256      | -1,308      | -1,412      | -1,526      |
| 上市融资    | -1,408      | 10,206      | 0           | 0           | 0           |
| 其他融资活动  | -130        | -14,017     | 0           | 0           | 0           |
| 融资活动现金流 | -1,538      | -3,811      | 0           | 0           | 0           |
| 汇兑变化    | 76          | -30         | 0           | 0           | 0           |
| 现金变化    | 3,995       | -841        | 8,095       | 9,504       | 10,145      |
| 期初持有现金  | 9,555       | 13,567      | 13,164      | 21,260      | 30,764      |
| 期末持有现金  | 13,550      | 12,726      | 21,260      | 30,764      | 40,909      |

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>