

24Q4 财报点评：利润超预期， 提价逻辑初步兑现

核心观点

24Q4 腾讯音乐实现收入 74.6 亿元，同比增长+8%，超出彭博一致预期 2.2%，得益于稳固的竞争格局和腾讯音乐的龙头地位，公司持续释放利润，24Q4 调整后净利润达到 24 亿元，同比增长 32%，超出彭博一致预期 21%；毛利率达新高 43.6%，同比提升 5.3pct。在线音乐服务仍然是核心驱动力，收入同比增长 16%，达到人民币 58 亿元，提价逻辑初步兑现，付费用户数同比增长 13%至 1.21 亿，环比净增 200 万。社交娱乐业务持续回暖，Q4 收入为 16.2 亿元，同比下降 13%，同比降幅较上季度继续收敛。公司宣布将派发约 2.73 亿美元（约合人民币 20 亿元）的年度现金股息，隐含分红比例（占净利润）30%；同时推出新一期股票回购计划，金额最高达 10 亿美元（约合人民币 73 亿元）。

简评

在线音乐保持强劲，付费用户数持续增长，提价逻辑初步兑现。24Q4 公司在线音乐业务收入为 58 亿元，yoy+16%，主要系 1）订阅延续涨价逻辑，订阅业务价升量稳，Q4 收入为 40 亿元，yoy+18%，付费用户数同比增长 13%至 1.21 亿，环比净增 200 万，付费率 21.8% (yoy+3.3pct)，在减少绿钻折扣、推广 SVIP 和车载会员（与百度、比亚迪、小鹏深度合作）等高客单价会员套餐的渗透的措施下，ARPPU 提升趋势明显，提升至 11.1 元/月（yoy+4%）；2）在广告业务稳健的带动下，24Q4 其他在线音乐收入为 18 亿元，yoy+12%。

社交娱乐加速走过消沉期，优于市场预期。24Q4 社交娱乐服务收入为 16 亿元，同比下滑 13%，月付费人数为 770 万，yoy-4%，付费率提升至 9.4%(yoy+1.7pct)，进一步聚焦核心用户，ARPPU 下滑至 70.4 元，尽管直播 K 歌付费用户仍在下滑，但公司通过增加新的付费点，例如酷狗直播场景上线了能量收集、道具收藏等新互动玩法等，抵消掉部分业务调整负面影响。

内容成本持续优化，经营费用进一步压缩。24Q4 公司毛利率提升至 43.6% (yoy+5.3pct)，主要受益于 1）用户群的不断扩大、广告收入、ARPPU 的增长带来的杠杆效应；2）自有内容的不断增加；3）直播分成比例下降，25 年公司毛利率有望达到 45%。费用持续优化，经营利润超预期达到 24 亿，OPM 为 32.3%。

盈利预测：公司未来更聚焦于音乐订阅业务，作为行业龙头市占率及盈利能力持续增长，中期付费率有望对标长视频 25%水平。预计公司 2025/2026 收入 313/344 亿元（yoy+10%/+10%），调后归母净利润 87/102 亿元（yoy+14%/+17%），当前股价对应 25/26 年 PE 为 17x/15x，目标价 16.9 美元，维持公司“买入”评级。

腾讯音乐(TME.N)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BU1663

发布日期：2025 年 04 月 26 日

当前股价：13.30 美元

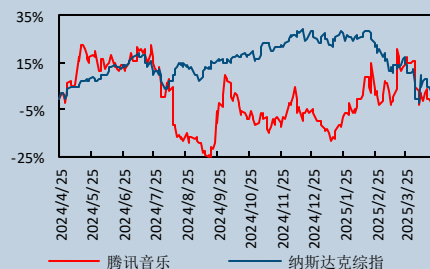
目标价格：16.9 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.00/-1.52	20.36/34.76	7.95/-1.41
12 月最高/最低价 (美元)		15.49/9.46
总股本 (万股)		154,890.45
流通股本 (万股)		71,642.99
总市值 (亿美元)		206.00
流通市值 (亿美元)		206.00
近 3 月日均成交量 (万)		877.84
主要股东		
Tencent Holdings Limited		58.10%

股价表现



相关研究报告

24.05.31	【中信建投海外研究】腾讯音乐(TME)24Q1 财报点评：订阅业务持续强劲，首次宣布派发股息
24.03.28	【中信建投海外研究】腾讯音乐(TME)23Q4 财报点评：订阅业务强劲，自制内容带动成本持续优化
23.11.16	【中信建投海外研究】腾讯音乐(TME)23Q3：核心业务稳健经营，收入及净利润超预期

表 1: 腾讯音乐利润表预测 (百万元)

利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	31,244	28,339	27,752	28,401	31,256	34,412
在线音乐收入	11,467	12,483	17,325	21,742	25,511	28,668
社交娱乐服务及其他	19,804	19,777	15,856	10,427	6,659	5,744
营业成本	(21,840)	(19,566)	(17,957)	(16,376)	(17,172)	(18,183)
毛利	9,404	8,773	9,795	12,025	14,084	16,230
营业费用	(6,687)	(5,557)	(5,018)	(4,676)	(4,953)	(5,201)
销售和营销费用	(2,678)	(1,144)	(897)	(865)	(952)	(999)
一般及行政开支	(4,009)	(4,413)	(4,121)	(3,811)	(4,002)	(4,202)
利息收入	530	711	1052	1196	1100	1100
其他收入净额	553	516	230	165	0	0
经营利润	3,800	4,443	6,059	8,710	10,231	12,129
权益法投资损益	(47)	38	127	96	96	96
财务费用	(121)	(108)	(141)	(94)	(94)	(94)
税前利润	3,632	4,373	6,045	8,712	10,233	12,131
所得税	(417)	(534)	(825)	(1,603)	(1,842)	(2,184)
净利润	3,215	3,839	5,220	7,109	8,391	9,947
归母净利润	3,029	3,677	4,920	6,644	7,842	9,297
Non-GAAP 归母净利润	4,146	4,745	5,923	7,671	8,733	10,188
收入 YOY	7%	-9%	-2%	2%	10%	10%
Non-GAAP 归母净利润 YOY	-12%	13%	27%	31%	14%	17%
毛利率	30.1%	31.0%	35.3%	42.3%	45.1%	47.2%
Non-GAAP 归母净利润率	13.9%	17.3%	22.4%	28.6%	29.7%	31.5%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

表 2: 腾讯音乐资产负债表&现金流量表预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
总流动资产	26,791	26,559	29,936	34,544	42,441	47,002
总非流动资产	40,463	40,450	45,600	55,900	54,436	54,156
总资产	67,254	67,009	75,536	90,444	96,877	101,158
总流动负债	10,450	11,717	12,014	16,550	12,705	16,405
总非流动负债	5,749	6,165	6,320	4,168	6,043	4,478
总负债	16,199	17,882	18,334	20,718	18,748	20,883
普通股股本	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
股本溢价	36,238	36,456	36,576	29,035	36,748	30,488
其他储备	3,726	6,140	9,658	19,845	14,607	17,206
留存收益	14,194	12,052	16,969	20,051	25,034	30,859
少数股东权益	738	1,028	1,295	1,863	1,738	1,720
股东权益合计	51,055	49,127	57,202	69,726	78,129	80,275
总权益及负债	67,254	67,009	75,536	90,444	96,877	101,158
现金流量表						
经营活动所得现金净额	5,239	7,481	7,337	10,275	9,829	9,830
投资活动所得现金净额	(5,999)	(1,446)	(1,863)	(6,818)	(1,495)	(1,494)
融资活动所得现金净额	(3,710)	(3,419)	(1,538)	(3,830)	(3,015)	(3,014)
汇率变动	(67)	348	76	(30)	0	1
现金及现金等价物增加/减少净额	(4,470)	2,616	3,936	(373)	6,291	6,292
年初的现金及现金等价物	11,128	6,591	9,555	13,567	18,502	18,503
年末的现金及现金等价物	6,591	9,555	13,567	13,164	25,230	25,231

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

风险分析

版权开放带来用户流失，广告市场恢复不及预期，广告主投放数量及出价水平下降；新的商业模式增加研发支出，回报存在不确定性；用户反馈不佳，获客不及预期；新模式受到付费用户抵制，免费模式可能影响平台原有生态；新模式覆盖曲库较少，无法满足免费用户需求；市场竞争加剧；互联网娱乐业务受到政策带来的不确定性；股东减持风险；美联储鹰派超预期；数字内容创作进度不及预期；宏观经济及消费复苏不及预期导致整体需求不及预期。

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk