

互联网	收盘价 美元 14.69	目标价 美元 17.00	潜在涨幅 +15.7%
-----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 5 月 14 日

腾讯音乐 (TME US)

聚焦高质量会员增长，关注 SVIP 运营及利润释放

我们小幅上调 2025 年经调整净利润 3%至 89 亿元（人民币，下同），维持 SOTP 目标价 17 美元/66 港元（1698 HK），其中：1）音乐 14 美元，参考可比优质音乐平台及版权公司平均 20 倍市盈率；2）社交 1 美元，基于 8 倍市盈率；3）现金 2 美元。我们持续看好在线音乐稳健增长，预计 ARPPU 提升拉动效果将会高于会员数增加，关注会员权益、粉丝经济及长音频拉动 SVIP 增长，看好订阅及广告收入增长、自制内容增加持续促进毛利率优化，股东回馈持续，维持买入。

④ **1 季度利润略超预期**：腾讯音乐 2025 年 1 季度收入为 73.6 亿元，基本符合市场预期。1）音乐订阅收入同比+16.6%，其中，音乐会员接近 1.23 亿，环比+190 万，月 ARPPU 11.4 元，同/环比+8%/3%，均符合预期。非会员业务收入同比增 14%，受广告及艺人周边拉动。2）社交娱乐及其他收入同比-12%，略好于预期。经调整归母净利润 21.2 亿元（同比+25%），略超市场预期 5%。

④ **展望：聚焦高质量会员增长及 SVIP 运营**。我们预计：1）音乐订阅收入 2 季度+16%，会员净增 150 万，月 ARPPU 或同比+9%至 11.6 元，持续受减促及 SVIP 占比提升拉动。公司聚焦高质量会员增长，我们下调全年会员净增预期至 610 万，上调月 ARPPU 增长预期至 12.2 元。2）非订阅收入 2 季度或同比增 25%，主要考虑激励/网赚广告、演唱会及粉丝经济快速增长。3）社交娱乐：基于好于预期的短期运营，我们调整 2025 年收入降幅预期至 13%。

盈利预测变动

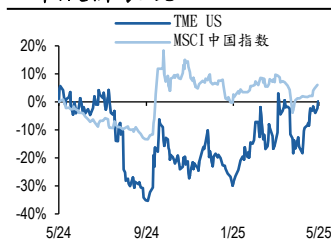
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	31,177	30,930	1%	34,222	34,279	0%	37,710	37,789	0%
在线音乐	25,417	25,313	0%	28,950	28,796	1%	32,423	32,413	0%
订阅	17,729	17,608	1%	20,393	20,281	1%	23,198	23,057	1%
非订阅	7,688	7,705	0%	8,557	8,515	0%	9,225	9,356	-1%
社交娱乐	5,761	5,618	3%	5,272	5,483	-4%	5,286	5,376	-2%
毛利润	14,014	13,996	0%	15,756	15,915	-1%	17,787	17,945	-1%
毛利率	45.0%	45.2%	-0.3ppts	46.0%	46.4%	-0.4ppts	47.2%	47.5%	-0.3ppts
经调整经营利润	9,805	9,845	0%	11,408	11,512	-1%	13,232	13,308	-1%
经调整经营利润率	31.4%	31.8%	-0.4ppts	33.3%	33.6%	-0.2ppts	35.1%	35.2%	-0.1ppts
经调整归母净利润	8,905	8,611	3%	10,038	9,881	2%	11,448	11,236	2%
经调整归母净利率	28.6%	27.8%	0.7ppts	29.3%	28.8%	0.5ppts	30.4%	29.7%	0.6ppts

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	15.77
52周低位 (美元)	9.41
市值 (百万美元)	25,209
日均成交量 (百万)	11.53
年初至今变化 (%)	29.43
200天平均价 (美元)	12.41

资料来源：FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

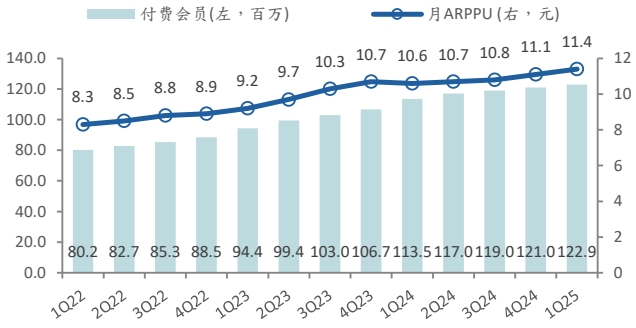
蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

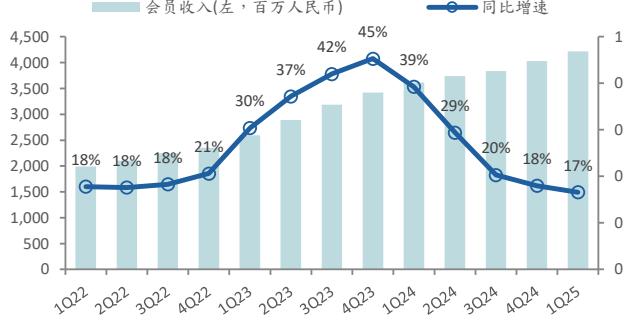
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 音乐付费用户/月 ARPPU 同比+8.3%/7.5%



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 会员收入同比增速维持稳健



资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 2025 年 1 季度业绩概览

(人民币百万)	1Q24	4Q24	1Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预期	差异 (%)	点评
总收入	6,768	7,458	7,356	-1	9	7,248	1	
1. 在线音乐	5,007	5,831	5,804	0	16	5,806	0	
1) 会员业务	3,615	4,030	4,215	5	17	4,174	1	
付费会员 (百万)	113.5	121.0	122.9	2	8	123.0	0	付费率 22.1%，同/环比+2.5/0.4ppts
每月 ARPPU (人民币)	10.6	11.1	11.4	3	8	11.3	1	
2) 非会员收入	1,392	1,801	1,589	-12	14	1,633	-3	受广告及艺人周边驱动
2. 社交娱乐服务和其它	1,761	1,627	1,552	-5	-12	1,441	8	
主营业务成本	3,997	4,205	4,114	-2	3	4,051	2	
毛利	2,771	3,253	3,242	0	17	3,196	1	
毛利率 (%)	41	44	44			44		订阅及广告收入增长，自制内容增加，社交分成优化
市场推广费用	187	248	199	-20	6	200	-1	
行政费用	949	926	944	2	-1	918	3	
运营利润	1,635	2,079	2,099	1	28	2,078	1	
运营利润率 (%)	24	28	29			29		
净利润	1530	2076	4,388	111	187	1,955	124	
净利润率 (%)	23	28	60			27		
调整后净利润	1,812	2,399	2,226	-7	23	2,151	3	
调整后净利润率 (%)	27	32	30			30		
调整后归母净利润	1,704	2,280	2,124	-7	25	2,039	4	
调整后归母净利润率 (%)	25	31	29			28		
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	1.1	1.5	1.4	-6	26	1.3	5	

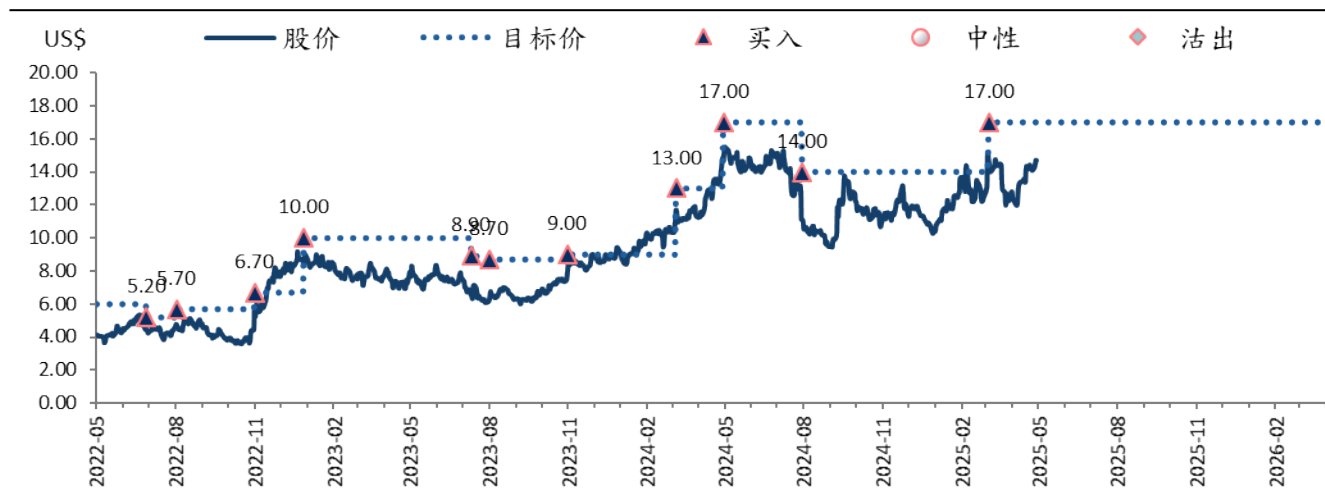
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 2025 年 2 季度展望

(人民币百万)	2Q24	1Q25	2Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	7,160	7,356	7,987	9	12	28,401	31,177	34,222	37,710
<i>彭博一致预期</i>			<u>7,737</u>				<u>31,062</u>	<u>34,461</u>	<u>37,899</u>
在线音乐	5,424	5,804	6,441	11	19	21,742	25,417	28,950	32,423
会员业务	3,740	4,215	4,340	3	16	15,220	17,729	20,393	23,198
付费会员 (百万)	117	123	124	1	6	118	125	132	138
月 ARPPU (人民币)	10.7	11.4	11.6	2	9	10.8	11.8	12.9	14.0
非会员收入	1,684	1,589	2,101	32	25	6,522	7,688	8,557	9,225
社交娱乐服务和其它	1,736	1,552	1,547	0	-11	6,659	5,761	5,272	5,286
主营业务成本	4,150	4,114	4,388	7	6	16,376	17,163	18,466	19,922
毛利	3,010	3,242	3,599	11	20	12,025	14,014	15,756	17,787
毛利率 (%)	42	44	45			42	45	46	47
市场推广费用	210	199	231	16	10	865	931	996	1,069
行政费用	938	944	998	6	6	3,811	3,961	4,101	4,312
运营利润	1,862	2,099	2,370	13	27	7,349	9,122	10,658	12,407
运营利润率 (%)	26	29	30			26	29	31	33
调整后运营利润	2,026	2,260	2,545	13	26	8,030	9,805	11,408	13,232
调整后运营利润率 (%)	28	31	32			28	31	33	35
净利润	1,794	4,291	2,075	-52	16	7,109	10,855	9,551	10,949
净利润率 (%)	25	58	26			25	35	28	29
调整后净利润	1,985	2,226	2,408	8	21	8,136	9,334	10,480	11,955
调整后净利润率 (%)	28	30	30			29	30	31	32
调整后归母净利润	1,873	2,124	2,290	8	22	7,671	8,905	10,038	11,448
调整后归母净利润率 (%)	26	29	29			27	29	29	30
<i>彭博一致预期</i>			<u>2,221</u>				<u>8,586</u>	<u>10,106</u>	<u>11,459</u>
调整后摊薄每股盈利 (人民币)	1.2	1.4	1.5	8.3	24.7	4.6	5.4	6.0	6.9

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 5: 腾讯音乐 (TME US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	91.09	111.00	21.9%	2025 年 02 月 19 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.99	2.40	20.6%	2025 年 04 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	52.65	64.00	21.6%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	42.45	60.00	41.3%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.69	17.00	15.7%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	179.80	184.00	2.3%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.40	26.00	41.3%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.40	7.20	12.5%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.30	28.00	6.5%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
JD US	京东	买入	37.25	50.00	34.2%	2025 年 05 月 14 日	电商
PDD US	拼多多	买入	119.45	165.00	38.1%	2025 年 03 月 21 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	131.65	165.00	25.3%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.00	15.60	30.0%	2025 年 01 月 22 日	电商
9901 HK	新东方教育科技	买入	38.15	46.00	20.6%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	9.18	12.00	30.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.01	13.30	32.9%	2025 年 01 月 24 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.72	4.60	23.7%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	39.55	50.00	26.4%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	506.00	583.00	15.2%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	106.40	124.00	16.5%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.98	10.20	2.2%	2025 年 04 月 02 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.00	21.00	16.7%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	137.40	226.00	64.5%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.24	18.50	51.1%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	10.00	13.50	35.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.03	1.40	-31.0%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	16.02	21.00	31.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.00	9.60	20.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	20.75	25.50	22.9%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	506.50	605.00	19.4%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	38.90	64.00	64.5%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 13 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,752	28,401	31,177	34,222	37,710
主营业务成本	(17,957)	(16,376)	(17,163)	(18,466)	(19,922)
毛利	9,795	12,025	14,014	15,756	17,787
销售及管理费用	(897)	(865)	(931)	(996)	(1,069)
研发费用	(4,121)	(3,811)	(3,961)	(4,101)	(4,312)
经营利润	4,777	7,349	9,122	10,658	12,407
Non-GAAP标准下的经营利润	5,513	8,030	9,805	11,408	13,232
财务成本净额	1,052	1,196	1,197	1,200	1,200
应占联营公司利润及亏损	127	96	83	80	80
其他非经营净收入/费用	89	71	2,400	0	0
税前利润	6,045	8,712	12,802	11,938	13,687
税费	(825)	(1,603)	(1,947)	(2,388)	(2,737)
非控股权益	(300)	(465)	(424)	(442)	(507)
净利润	4,920	6,644	10,431	9,109	10,443
作每股收益计算的净利润	4,920	6,644	10,431	9,109	10,443
Non-GAAP标准的净利润	5,923	7,671	8,905	10,038	11,448

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13,567	13,164	15,847	28,495	32,551
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	2,918	3,508	3,546	4,197	4,335
其他流动资产	13,451	17,872	18,218	18,625	19,092
总流动资产	29,936	34,544	37,611	51,317	55,978
物业、厂房及设备	490	803	796	790	785
其他有形资产	4,274	4,669	4,669	4,669	4,669
无形资产	2,032	2,049	1,954	1,902	1,881
其他长期资产	38,804	48,379	48,350	48,327	48,312
总长期资产	45,600	55,900	55,769	55,687	55,647
总资产	75,536	90,444	93,379	107,004	111,625
应付账款	3,472	3,381	3,801	3,926	4,411
其他短期负债	8,542	13,169	6,043	12,294	7,490
总流动负债	12,014	16,550	9,844	16,220	11,901
其他长期负债	6,320	4,168	6,693	4,938	7,554
总长期负债	6,320	4,168	6,693	4,938	7,554
总负债	18,334	20,718	16,538	21,158	19,455
股本	2	2	2	2	2
储备及其他资本项目	55,905	67,861	74,552	83,116	88,933
股东权益	55,907	67,863	74,554	83,118	88,935
非控股权益	1,295	1,863	2,287	2,729	3,236
总权益	57,202	69,726	76,841	85,847	92,170

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,045	8,712	12,802	11,938	13,687
合资企业/联营公司收入调整	(127)	(96)	(83)	(80)	(80)
折旧及摊销	1,004	978	962	954	960
营运资本变动	786	1,556	(4,946)	5,318	(4,925)
利息调整	(1,052)	(1,196)	(1,197)	(1,200)	(1,200)
税费	(825)	(1,603)	(1,947)	(2,388)	(2,737)
其他经营活动现金流	1,506	1,924	1,896	1,966	2,042
经营活动现金流	7,337	10,275	7,487	16,509	7,746
资本开支	(165)	(319)	(319)	(319)	(319)
投资活动	0	35	0	0	0
其他投资活动现金流	(1,698)	(6,534)	(1,700)	(736)	(774)
投资活动现金流	(1,863)	(6,818)	(2,019)	(1,055)	(1,093)
权益净变动	(1,192)	(1,769)	(800)	(500)	0
其他融资活动现金流	(346)	(2,061)	(1,986)	(2,305)	(2,598)
融资活动现金流	(1,538)	(3,830)	(2,786)	(2,805)	(2,598)
汇率收益/损失	76	(30)	0	0	0
年初现金	9,555	13,567	13,164	15,847	28,495
年末现金	13,567	13,164	15,847	28,495	32,551

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.148	4.031	6.321	5.513	6.312
全面摊薄每股收益	3.107	4.002	6.275	5.473	6.267
Non-GAAP标准下的每股收益	3.740	4.620	5.357	6.031	6.870
每股股息	0.964	1.196	1.387	1.561	1.778
每股账面值	35.302	40.874	44.850	49.941	53.372
利润率分析(%)					
毛利率	35.3	42.3	45.0	46.0	47.2
EBITDA利润率	20.8	29.3	32.3	33.9	35.4
EBIT利润率	17.2	25.9	29.3	31.1	32.9
净利率	17.7	23.4	33.5	26.6	27.7
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	35.3	42.3	45.0	46.0	47.2
EBITDA利润率	23.5	31.7	34.5	36.1	37.6
经营利润率	19.9	28.3	31.4	33.3	35.1
净利率	21.3	27.0	28.6	29.3	30.4
盈利能力(%)					
ROA	6.9	8.0	11.3	9.1	9.6
ROE	9.5	10.7	14.6	11.6	12.1
ROIC	12.8	12.6	0.0	0.0	0.0
其他					
流动比率	2.5	2.1	3.8	3.2	4.7
应收账款周转天数	36.7	41.3	41.3	41.3	41.3
应付账款周转天数	101.7	132.5	90.0	90.0	90.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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，在参与有关报告内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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。