

25Q1 财报点评：增长新周期，关注 SVIP 对用户价值的挖掘

核心观点

25Q1 腾讯音乐实现收入 73.6 亿元，yoy+9%，调后净利润为 22.3 亿元，yoy+22.8%，市场波动中仍然稳步前行，公司聚焦于在线音乐本身，从用户增长到聚焦付费用户再到挖掘单用户价值，在确定性战略下长期坚定执行。25Q1 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，提价逻辑稳健兑现，付费用户数同比增长 8%至 1.23 亿，环比净增 190 万。社交娱乐业务 Q1 收入为 15.5 亿元，yoy-12%，同比降幅较上季度继续收敛，本季度公司未披露社交娱乐业务的经营数据，侧面反映这部分业务将不再成为公司长期发展的推动力。公司重视长音频业务，有望与现有订阅业务形成互补，推动 SVIP 增长。

简评

在线音乐保持强劲，紧抓核心重度用户，推动 SVIP 转化。25Q1 公司在线音乐业务收入为 58 亿元，yoy+16%：1) 订阅延续涨价逻辑，SVIP 推进良好，Q1 订阅收入为 42 亿元，yoy+17%，付费用户数同比增长 18%至 1.23 亿，环比净增 190 万，付费率 22.1% (yoy+2.5pct)，SVIP 推进顺利，25Q1 渗透率估计为 12-13%；ARPPU 提升加速，Q1 提升至 11.4 元/月 (yoy+8%)，一方面折扣持续收窄，另一方面拉动高价值的 SVIP 用户，挖掘核心用户付费能力。我们认为基于稳定的竞争优势，公司有能力动态去调节量、价的驱动贡献，今年价格有望成为最重要的驱动因素，预计全年付费用户净增 600 万，ARPPU 同比提升 10%以上；2) 广告仍然强劲增长，数字专辑、演出等 pipeline 较好，25Q1 其他在线音乐收入为 15.8 亿元，yoy+14%，其中个别授权合同的延迟签约将会带来季度间波动，但不改长期趋势。

内部经营效率优化下，毛利率和核心主业经营利润率均在提升。25Q1 公司毛利率提升至 44.1% (yoy+3.2pct)，25 年公司毛利率有望提前达到中期目标 45%。费用持续优化，核心主业经营利润（剔除投资收益）达到 24 亿，OPM 为 33%。

长音频业务有望与现有订阅业务形成互补，推动 SVIP 增长。目前，腾讯音乐在播客、长音频领域正构筑丰富的内容池，一方面长音频业务能持续扩大用户基础，另一方面有望强化 SVIP 策略（使用长音频的用户 SVIP 的续费率高于一般用户）。

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 311/337 亿元 (yoy+9%/+9%)，调后归母净利润 88/103 亿元 (yoy+15%/+16%)，当前股价对应 25/26 年 PE 为 22x/19x，目标价 19.1 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:BUI663

发布日期：2025 年 05 月 21 日

当前股价：16.99 美元

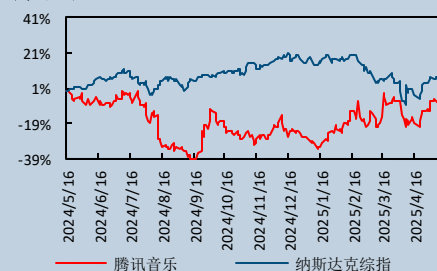
目标价格：19.1 美元

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
38.92/24.44	33.15/37.16	14.80/-2.04
12 月最高/最低价 (美元)		16.99/9.46
总股本 (万股)		154,890.45
流通股本 (万股)		71,642.99
总市值 (亿美元)		263.16
流通市值 (亿美元)		263.16
近 3 月日均成交量 (万)		879.11
主要股东		
Tencent Holdings Limited		58.10%

股价表现



相关研究报告

- 25.04.26 【中信建投海外研究】腾讯音乐 (TME):24Q4 财报点评：利润超预期，提价逻辑初步兑现
- 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

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	31,051	33,727
在线音乐收入	11,467	12,483	17,325	21,742	25,307	27,983
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)	(17,066)	(17,840)
毛利润	9,404	8,773	9,795	12,025	13,985	15,887
营业费用	(6,687)	(5,557)	(5,018)	(4,676)	(4,821)	(4,985)
销售和营销费用	(2,678)	(1,144)	(897)	(865)	(934)	(981)
一般及行政开支	(4,009)	(4,413)	(4,121)	(3,811)	(3,887)	(4,004)
利息收入	530	711	1052	1196	1200	1200
其他收入净额	553	516	230	165	0	0
经营利润	3,800	4,443	6,059	8,710	10,364	12,102
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	10,366	12,104
所得税	(417)	(534)	(825)	(1,603)	(1,866)	(2,058)
净利润	3,215	3,839	5,220	7,109	8,500	10,047
归母净利润	3,029	3,677	4,920	6,644	7,944	9,389
Non-GAAP 归母净利润	4,146	4,745	5,923	7,671	8,835	10,280
收入 YOY	7%	-9%	-2%	2%	9%	9%
Non-GAAP 归母净利润 YOY	-12%	13%	27%	31%	15%	16%
毛利率	30.1%	31.0%	35.3%	42.3%	45.0%	47.1%
Non-GAAP 归母净利润率	13.9%	17.3%	22.4%	28.6%	30.2%	32.4%

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影响带来的不确定性；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