

腾讯音乐-SW (01698.HK)

音乐恒久远，腾讯音乐始终相伴

公司背靠腾讯，内容版权优势稳固，在 AIGC 等创新技术的赋能下持续推进会员权益分层化、多元化，有望实现付费率及 ARPU 值的进一步提升，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- **大股东资源禀赋，强强联合奠定稳固优势。** 腾讯音乐娱乐集团主要提供和运营在线音乐娱乐平台，于 2016 年腾讯通过现金加资产注入的方式和中国音乐集团 (CMC) 合并数字音乐业务后成立，彼时 CMC 与近百家唱片公司签订了长期代理资格，拥有近 2000 万首正版曲库，而腾讯通过整合 QQ 音乐与 CMC，整合版权优势，在 2016-2021 年间迅速构筑内容壁垒，覆盖大部分核心版权资源，同时与 SM 娱乐、乐华娱乐、Galaxy Corporation 等头部厂牌保持深度合作，内容资源覆盖流行、韩流、影视 OST 等多元领域。
- **在线音乐主导业绩增长，社交娱乐助力生态构建。** 2023 年，腾讯音乐在线音乐服务收入在总收入中的占比超过社交娱乐服务，逐步成为公司业绩增长的核心驱动板块。2024 年，得益于在线音乐服务业务增长，公司营收重回正增长，同比上升 2% 至 284 亿元，其中在线音乐服务收入占比 54%，付费指标稳步增长。截至 2025 年 Q1，在线音乐付费用户数达 1.23 亿，同比增长 8%，单用户月均收入上升至 11.4 元，同比增长 8%。利润方面，2024 年经调整归母净利润同比增长 30%，达 76.7 亿元，得益于成本控制与业务结构优化，盈利能力显著提升，毛利率从 2023 年的 35.3% 进一步上升至 42.3%，主要来自高毛利的音乐订阅、广告收入增长贡献。
- **对标龙头优势稳固，积极拥抱 AI 付费率上升空间充足。** 复盘来看，腾讯音乐在版权内容扩张、会员分层收费运营、平台生态构建等方面均与海外龙头 Spotify、Apple Music 存在相似之处，付费率方面，腾讯音乐在 2023 年的付费率为 17.83%，2025 年 Q1 进一步上升至 22.14%，但与 Spotify 2023 年付费率 (39.4%) 仍存在显著差距。随着近年来国内用户付费心智逐渐成熟，会员权益趋向多元化、分层化，预计腾讯音乐付费率及 ARPU 值有望进一步提升。未来，在 AIGC 等创新技术的赋能下，我们预期在线音乐产业发展将趋向三大方向：1) 智能化驱动内容生产与服务升级：从智能作曲到精准推荐算法，AI 技术有望全面推动音乐生产效率提升与服务个性化；2) 全球化拓展增长空间：国内头部厂商有望通过海外版权合作与本地内容孵化，逐步打开东南亚、欧美市场；3) 场景化创新重构用户体验：AI 带来虚拟歌手、虚拟音乐空间等多样化创新用户体验，同时随着影视原声、游戏音乐等细分市场爆发，商业模式向多元化演进。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”评级。** 公司背靠腾讯，占据在线音乐市场约 70% 市场份额，内容版权优势稳固，在 AIGC 等创新技术的赋能下持续推进会员权益分层化、多元化，未来随着国内用户心智逐渐成熟，有望实现付费率及 ARPU 值的进一步提升。我们预期公司 2025—2027 年营业收入有望达到 310/344/376 亿元，经调整归母净利润 89/100/110 亿元，对应 PE 分别为 22.8/20.2/18.4x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：付费用户数增长不及预期、行业竞争加剧、行业监管收紧。**

财务数据与估值

强烈推荐 (首次)

TMT 及中小盘/传媒

目标估值: NA

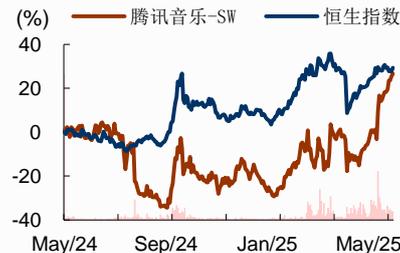
当前股价: 68.9 港元

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 总股本 (百万股) | 3098 |
| 香港股 (百万股) | 1433 |
| 总市值 (十亿港元) | 220.9 |
| 香港股市值 (十亿港元) | 102.2 |
| 每股净资产 (港元) | 23.6 |
| ROE (TTM) | 9.1 |
| 资产负债率 | 23.3% |
| 主要股东 | 腾讯控股有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 47.7967% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 36 | 63 | 22 |
| 相对表现 | 30 | 43 | -2 |



相关报告

- 顾佳 S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
刘晓珊 S1090525050004
✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 27752 | 28401 | 30957 | 34362 | 37592 |
| 同比增长 | -2% | 2% | 9% | 11% | 9% |
| 经调整归母净利润(百万元) | 5923 | 7671 | 8897 | 10024 | 11026 |
| 同比增长 | 25% | 30% | 16% | 13% | 10% |
| 每股收益(元) | 1.73 | 2.48 | 2.87 | 3.24 | 3.56 |
| PE | 37.9 | 26.4 | 22.8 | 20.2 | 18.4 |
| PB | 4.0 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 一、 公司介绍..... | 5 |
| 1、 腾讯 CMC 强强联手，奠定在线音乐市场领先地位..... | 5 |
| 2、 大股东资源禀赋，奠定内容及版权稳固优势..... | 6 |
| 二、 核心业务：产品矩阵多元化，在线音乐成核心增长驱动力..... | 7 |
| 1、 全场景产品矩阵覆盖，在线音乐成核心增长驱动板块..... | 7 |
| 2、 在线音乐：优质曲库资源为基石，AI 赋能个性化体验..... | 8 |
| 3、 社交娱乐：多样化互动形式，打造音乐社交生态..... | 9 |
| 三、 行业分析：复刻龙头之路脱颖而出，付费率上升空间充足..... | 10 |
| 1、 从规模扩张到价值深耕，国际音乐平台的战略演变..... | 10 |
| 2、 对标行业龙头，多元发展实现破局..... | 12 |
| 3、 用户心智成熟叠加会员权益完善，付费率增长空间充足..... | 15 |
| 四、 技术创新与用户需求推动变革，产业生态加速重构..... | 16 |
| 五、 盈利预测..... | 18 |
| 六、 风险提示..... | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：腾讯音乐成立..... | 5 |
| 图 2：腾讯音乐发展历程..... | 6 |
| 图 3：腾讯音乐股权结构..... | 6 |
| 图 4：腾讯音乐 2020—2024 年营业收入及同比增速..... | 8 |
| 图 5：腾讯音乐 2020—2024 年营业收入构成..... | 8 |
| 图 6：腾讯音乐 2020—2024 年经调整归母净利润及增速..... | 8 |
| 图 7：琴乐大模型上线腾讯音乐启明星平台..... | 9 |
| 图 8：腾讯音乐 23-24 在线音乐 MAU 及付费用户数..... | 9 |
| 图 9：全民 K 歌 2025 新店启幕售卖会员及周边..... | 9 |
| 图 10：全民 K 歌 X 第 30 届上海电视节全民 OST 挑战赛..... | 9 |
| 图 11：海外流媒体订阅用户市场份额（23Q3）..... | 10 |
| 图 12：Spotify 发展历程..... | 11 |
| 图 13：Apple Music 和 Amazon Music 的发展历程..... | 11 |
| 图 14：腾讯音乐版权扩张过程..... | 12 |

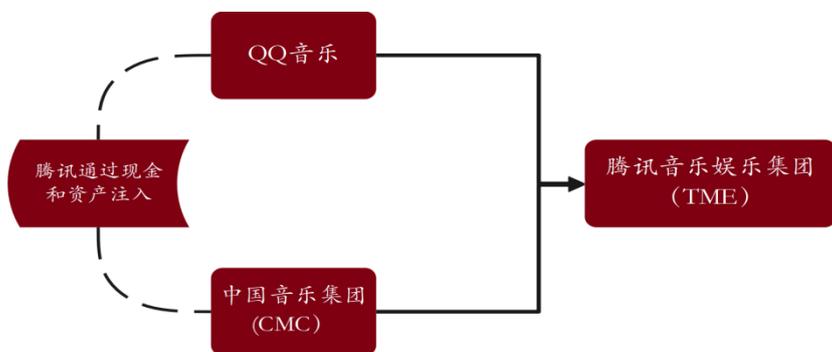
| | |
|---|----|
| 图 15: 腾讯音乐资本并购过程..... | 13 |
| 图 16: QQ 音乐豪华绿钻及超级会员权益对比..... | 14 |
| 图 17: QQ 音乐车机版全新上线..... | 14 |
| 图 18: 腾讯音乐 TMElive 介绍..... | 14 |
| 图 19: 腾讯音乐 2021-2025Q1ARPU 及其增速..... | 15 |
| 图 20: 国内外在线音乐及长视频平台付费率、ARPU 值对比 (2023)..... | 16 |
| 图 21: 2018-2023 数字音乐市场规模..... | 17 |
| 图 22: 2018-2023 在线音乐市场规模..... | 17 |
| 图 23: AI 赋能腾讯音乐..... | 18 |
| 图 24: 腾讯音乐虚拟社区“企鹅星光岛”..... | 18 |
| | |
| 表 1: 海外在线音乐龙头差异化竞争策略对比..... | 12 |
| 表 2: QQ 音乐会员收费模式..... | 13 |
| 表 3: QQ 音乐、网易云音乐以及汽水音乐对比..... | 15 |
| 表 4: 分业务营业收入预测..... | 18 |

一、公司介绍

1、腾讯 CMC 强强联手，奠定在线音乐市场领先地位

腾讯 CMC 强强联手，合并奠定市场领先地位。腾讯音乐娱乐集团是一家主要提供和运营在线音乐娱乐平台的控股公司，成立于 2016 年腾讯通过现金加资产注入的方式和中国音乐集团（CMC）合并数字音乐业务后，自此形成腾讯音乐娱乐集团（TME）。2015 年，国家版权局发布了“最严版权令”，要求将未经授权传播的音乐作品全部下线，各家平台规范版权，推动正版化，腾讯与 CMC 均面临版权成本压力。此前 CMC 与近百家唱片公司签订了长期代理资格，拥有近 2000 万首正版曲库，超过市场上版权总量的一半，原计划赴美 IPO，但因版权到期、盈利压力及市场环境变化，选择与腾讯合并，腾讯则通过整合 QQ 音乐与 CMC，将二者版权资源合并，奠定内容优势。

图 1：腾讯音乐成立



资料来源：公司官网、招商证券

复盘来看，腾讯音乐发展历程可分为以下 3 个阶段：

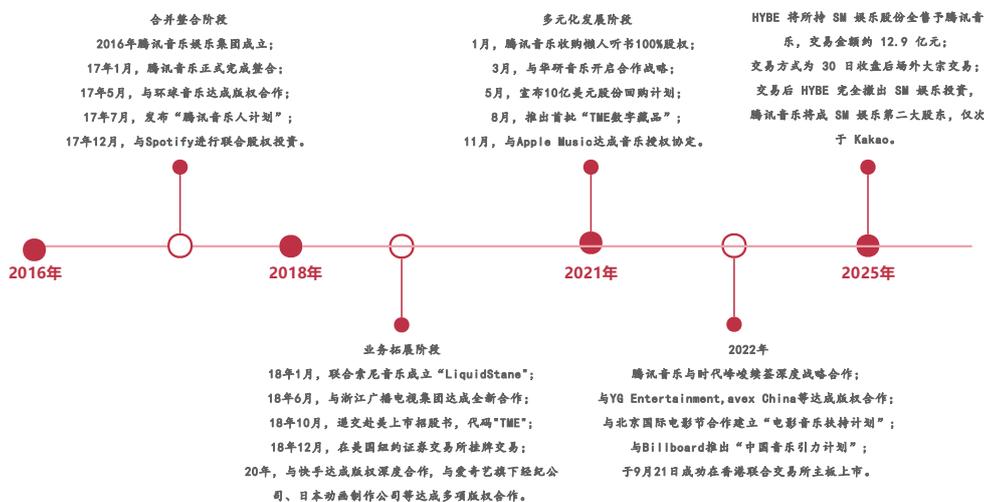
1) 合并整合阶段：2016 年腾讯音乐娱乐集团宣告成立后，2017 年 1 月，腾讯音乐正式完成整合。同年 5 月，腾讯音乐与环球音乐达成版权战略合作；7 月，发布“腾讯音乐人计划”；12 月，与 Spotify 进行联合股权投资。

2) 业务拓展阶段：2018 年 1 月，腾讯音乐联合索尼音乐成立国际电音厂牌“LiquidState”；6 月，与浙江广播电视集团达成全新升级战略合作；10 月，正式递交赴美上市招股书，代码为“TME”；12 月，在美国纽约证券交易所挂牌交易。2020 年，腾讯音乐与快手达成版权深度合作，还参与发起“相信未来”线上义演，与爱奇艺旗下经纪公司、日本动画制作公司等达成多项版权合作。

3) 多元化发展：2021 年 1 月，腾讯音乐以 27 亿元收购懒人听书 100% 股权；3 月，与华研音乐开启合作战略；5 月，宣布 10 亿美元股份回购计划；8 月，推出首批“TME 数字藏品”；11 月，与 Apple Music 达成音乐授权协定。2022 年，腾讯音乐与时代峰峻续签深度战略合作，上线“曲易买”提供音乐商用版权授权服务，与 YGEntertainment、avexChina 等达成版权合作，与北京国际电影节合作建立“电影音乐扶持计划”，与 Billboard 推出“中国音乐引力计划”，并于 9 月 21 日成功在香港联合交易所主板上市。2025 年 5 月，韩国娱乐巨头 HYBE 宣布将于当月通过场外大宗交易方式向腾讯音乐旗下香港法人出售其所持有全

部 SM 娱乐股份，交易金额约人民币 12.9 亿元，交易完成后腾讯音乐将成为仅次于 Kakao 的 SM 娱乐第二大股东，

图 2: 腾讯音乐发展历程

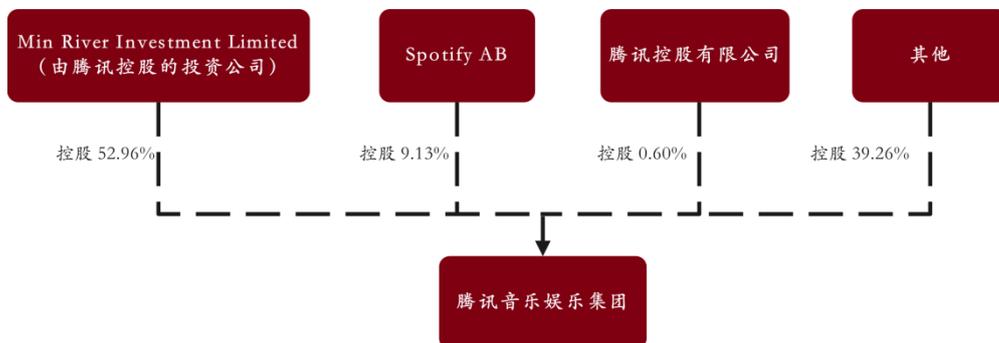


资料来源：公司公告、招商证券

2、大股东资源禀赋，奠定内容及版权稳固优势

大股东资源禀赋优势雄厚。腾讯控股作为腾讯音乐控股股东，持有 53.56% 的股权，而 Spotify Technology S.A. 持有 9.13% 的股权，大股东资源禀赋对腾讯音乐在内容采购和版权合作中获得更多机会提供了一定支持，也为其在音乐产业中的发展提供了有效战略指导。

图 3: 腾讯音乐股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

二、核心业务：产品矩阵多元化，在线音乐成核心增长驱动力

1、全场景产品矩阵覆盖，在线音乐成核心增长驱动板块

腾讯音乐娱乐集团的核心业务分为**在线音乐服务**和**社交娱乐服务**两大板块，构建了“发现-听-唱-看-演出-社交”的一站式生态。公司通过多元化产品实现全年龄、全场景覆盖，还通过技术驱动（如 AI 推荐算法）和生态协同（与微信、腾讯游戏联动）强化用户粘性，打造全方位生态。具体产品包括：

- 1) QQ 音乐：定位都市年轻用户，主打高品质音效（如臻品母带）和潮流内容，整合音乐视频、AI 推荐（如“AI 伴听”）等功能，2024 年热歌榜中 VIP 歌曲占比超过 50%。
- 2) 酷狗音乐：面向大众市场，地域覆盖广泛，提供丰富的娱乐功能（如直播、弹幕互动），并凭借下沉市场渗透率占据领先地位。
- 3) 酷我音乐：聚焦车载场景，覆盖超 3000 万用户，市占率超 80%，主打驾驶场景下的无缝听歌体验。
- 4) 全民 K 歌：社交娱乐核心产品，用户可通过直播、短视频与朋友互动，平台还提供 AI 音色合成（如“音色魔法师”）等创新功能，增强参与感。
- 5) 长音频与创新业务：整合懒人听书（有声书、播客）和 TME Live（线上演出），并通过 AI 技术（如音乐分离、智能曲谱）赋能内容创作。

收入利润增速企稳，在线音乐为业绩增长核心驱动力。2022-2023 年，受行业竞争、经济环境及内部业务调整等因素影响，公司营收有所调整。2024 年，得益于在线音乐服务增长，公司营收重回正增长，同比上升 2% 至 284 亿元。2024 年，在线音乐服务收入占比 54%，社交娱乐服务及其他占 46%，2023 年开始在线音乐服务收入在总收入中占比超过社交娱乐服务，逐步成为公司业绩增长的核心驱动板块。利润方面，2024 年经调整归母净利润同比增长 30%，达 76.7 亿元，得益于成本控制与业务结构优化，盈利能力显著提升。同时，毛利率从 2023 年的 35.3% 进一步上升至 42.3%，主要来自高毛利的音乐订阅、广告收入增长贡献，收入增速高于版权成本增速，也为利润率提升提供了正面作用。

- 1) 在线音乐服务：2024 年实现收入 217.4 亿元，同比增长 25.5%，其中在线音乐订阅收入达 152.3 亿元，同比增长 25.9%，主要得益于在线音乐订阅用户规模和单个付费用户月均收入的持续提升。截至 2024 年底，在线音乐付费用户数达 1.21 亿，同比增长 13.4%，单个用户月均收入从 10.7 元上升至 11.1 元。此外，线下演出收入增长也带动了在线音乐服务收入的增长，音乐产业链合作拓展卓有成效。
- 2) 社交娱乐服务：2024 年实现收入 66.6 亿元，同比下降 36.1%，主要归因于公司基于合规程序对部分直播互动功能进行调整。从业务构成来看，社交娱乐服务及其他服务收入涵盖全民 K 歌、酷我、酷狗等平台的直播打赏，广告投放，音乐相关商品销售，以及耳机、智能音箱等音乐相关硬件产品的售卖等。在竞争激烈的社交娱乐市场中，公司通过调整策略来确保长期健康发展，尽管短期内收入受到影响，但从长远来看，有助于提升平台的合规性和用户

体验，为未来的增长奠定基础。同时，公司继续聚焦社交娱乐的广告和VIP会员的健康增长，不断探索新的盈利模式和业务增长点。

图 4：腾讯音乐 2020—2024 年营业收入及同比增速

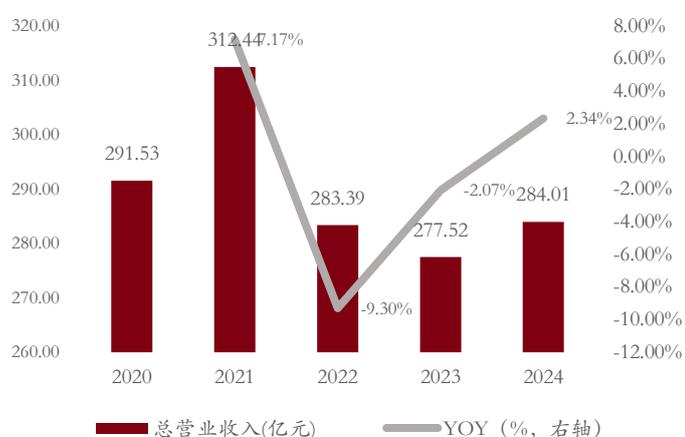
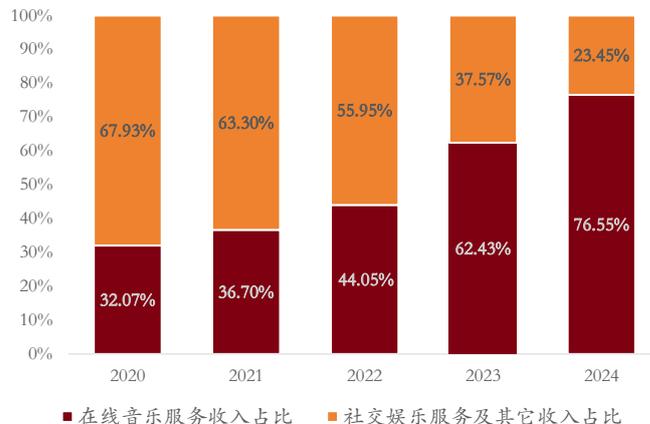


图 5：腾讯音乐 2020—2024 年营业收入构成



资料来源：同花顺 iFinD、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

图 6：腾讯音乐 2020—2024 年经调整归母净利润及增速



资料来源：公司公告、招商证券

2、在线音乐：优质曲库资源为基石，AI 赋能个性化体验

腾讯音乐旗下在线音乐服务业务以 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐三大平台为核心，提供音乐流媒体、长音频（有声书、播客）、音乐视频（MV、演唱会）等内容，截至 2024 年末覆盖 5.56 亿月活跃用户，占总收入内比重达 54%。其核心优势在于庞大的版权曲库（超 2 亿首音乐及音频内容）和优质资源（如环球、索尼等唱片公司合作）。此外，近年来通过 AI 技术赋能，例如精准推荐算法和 AI 生成音乐功能（如“AI 琴乐大模型”），腾讯音乐为用户提供个性化体验。推动付费转化持续提升，截至 2024Q4 付费用户达 1.21 亿，付费率达 21.8%，单用户月均收入 11.1 元，付费率及 ARPU 值持续增长。

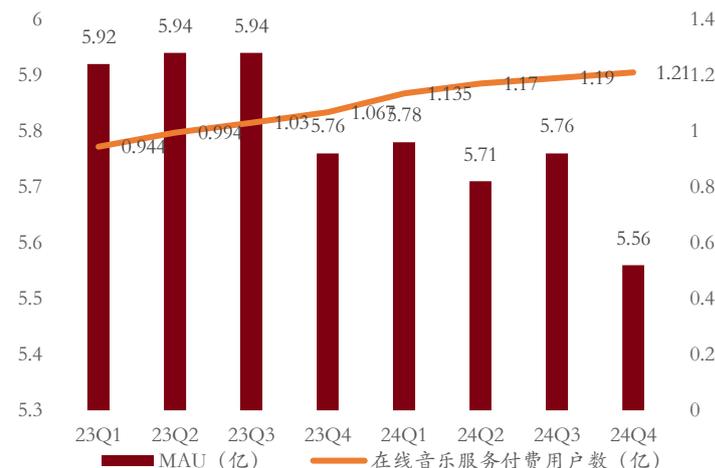
月活跃用户数趋稳，平台体验优化驱动付费指标持续增长。2024 年 Q4，公司在在线音乐月活跃用户数为 5.56 亿，同比下降 3.5%，行业竞争叠加用户基数较大，整体月活数增长趋缓，但基于平台持续优化算法与界面，拓展车载端合作并优化体验，推出超级会员提供优质音效、丰富曲库和演出特权等，持续优化丰富会员权益，强化平台价值，付费用户数及 ARPU 值均维持同比正增长。

图 7: 琴乐大模型上线腾讯音乐启明星平台



资料来源: 腾讯 AI 实验室、招商证券

图 8: 腾讯音乐 23-24 在线音乐 MAU 及付费用户数



资料来源: 公司公告、招商证券

3、社交娱乐: 多样化互动形式, 打造音乐社交生态

腾讯音乐旗下社交娱乐服务业务涵盖全民 K 歌、酷我、酷狗等平台, 融合直播打赏、广告投放, 音乐相关商品销售, 以及耳机、智能音箱等音乐相关硬件产品销售等变现模式。其中全民 K 歌作为国内最大的 K 歌社区, 用户可通过音频、视频分享表演, 并与主播实时互动。尽管近年来公司基于合规对部分直播互动功能进行了调整, 短期内收入体量受到一定影响, 但长期来看有助于提升平台的合规性和用户体验。同时, 公司继续聚焦社交娱乐的广告和 VIP 会员的健康增长, 探索新的盈利模式和业务增长点。

图 9: 全民 K 歌 2025 新店启幕售卖会员及周边



资料来源: 全民 K 歌、招商证券

图 10: 全民 K 歌 X 第 30 届上海电视节全民 OST 挑战赛



资料来源: TMLive 小程序、招商证券

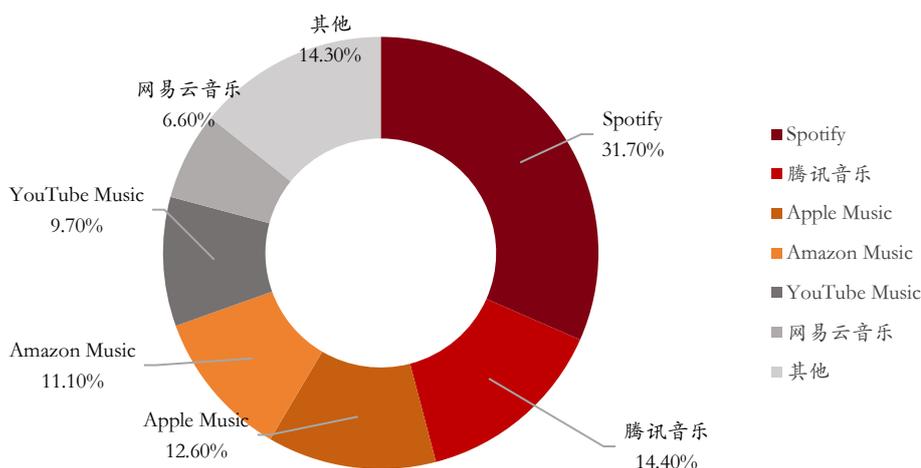
三、行业分析：复刻龙头之路脱颖而出，付费率上升空间充足

1、从规模扩张到价值深耕，国际音乐平台的战略演变

从“规模扩张”到“价值深耕”，竞争本质是用户圈层与价值主张的差异化切割。截至 2025 年，全球流媒体收入首次超过 200 亿美元（204 亿美元），占录制音乐总收入的 69.0%，订阅用户突破 7.52 亿。Spotify、Apple Music、Amazon Music 三大巨头通过差异化策略占据主导地位，而腾讯音乐凭借独特优势，对标海外龙头，市场份额稳固

复盘海外巨头发展历程来看，Spotify 以免费模式和算法创新吸引年轻探索者，Apple Music 通过硬件绑定和音质体验锁定高端用户，Amazon Music 则依靠会员捆绑与低价策略获取家庭用户及下沉市场。

图 11：海外流媒体订阅用户市场份额（23Q3）



资料来源：MIDia、招商证券

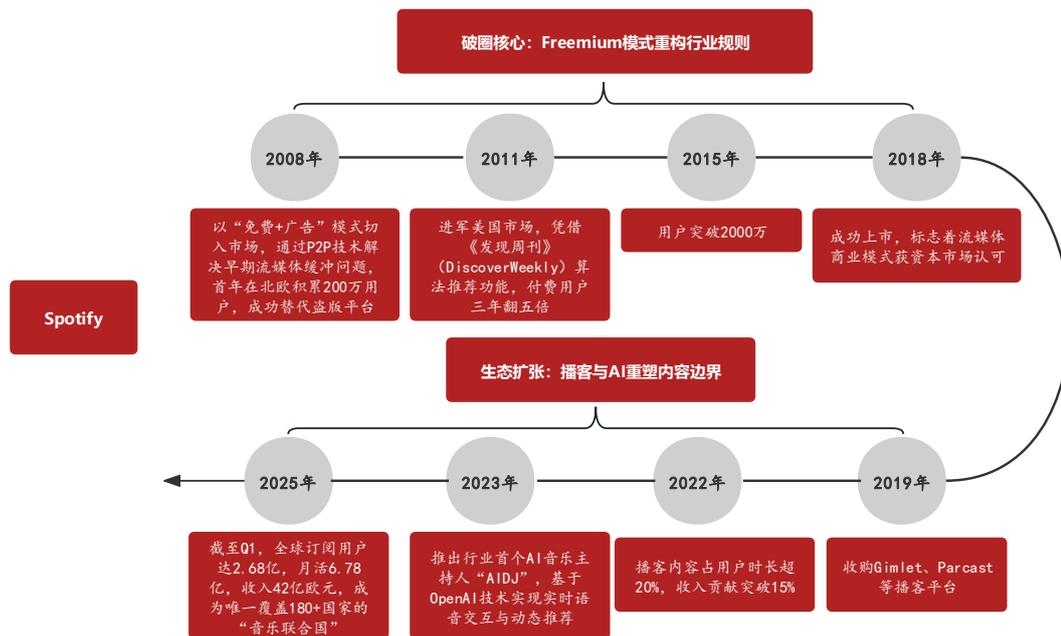
开创免费增值模式，构建算法驱动音频生态。作为行业颠覆者，Spotify 以“免费+广告+订阅”模式，实现商业转化，使平台免费用户转化率达 18%，高于行业平均水平 6 个百分点。在内容层面，平台采用“用户上传内容+正版曲库”的复合模式，快速积累超 8000 万首曲目，收购 Gimlet Media、Anchor 等播客公司，将业务边界拓展至音频生态，2025 年播客用户占比达 45%，深度契合 Z 世代对多元化听觉内容的需求。技术层面，Spotify 以算法为引擎，全面打通“生产-推荐-变现”链条。其自主研发的“Discover Weekly”“Blend”等智能推荐算法成为用户留存的核心抓手，与 Open AI 合作测试“AI DJ”功能大幅提高用户使用时长，成功塑造“音乐版 Netflix”的智能内容平台形象。此外，Spotify 支持第三方设备无缝连接，API 开放策略吸引超 20 万开发者创建音乐相关应用，自研 AI 模型“Crowd Mark”通过分析用户听歌数据反向指导独立音乐人创作，大幅降低成本。

硬件生态打造高端音质体验闭环。Apple Music 先依托 iOS 生态快速积累用户基础，再通过与环球音乐等合作，引入优质内容（如 Tylor Swift、周杰伦专辑）配

合创新音频服务构成体验壁垒，吸引追求高品质、注重生态协同的高端用户群体。其 AI 战略以个性化推荐和生态协同为核心，借助 Petey（基于 Chat GPT 技术的智能音乐助手）优化音乐推荐，实时交流并生成个性化播放列表。

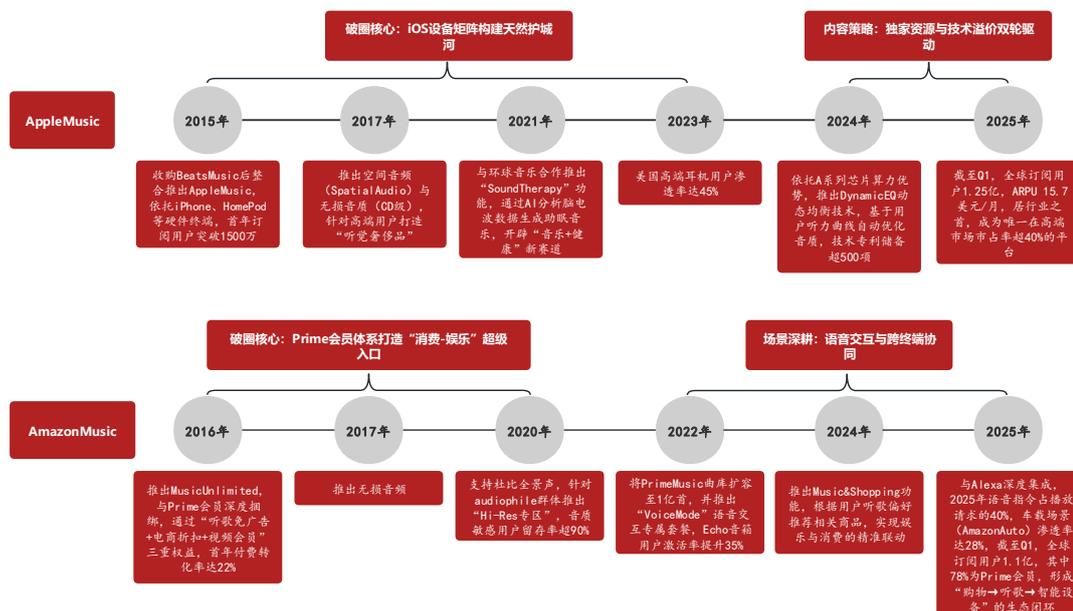
生态捆绑配合硬件渗透，于细分市场踏出差异化之路。Amazon Music 凭借 Prime 会员体系达成低成本获客，借 Echo 设备抢占家庭场景，以音质等差异化供给契合细分需求，最终在 Spotify 与 Apple Music 的双重夹击下，开辟出第三条增长路径。当前，Amazon Music 主要借助 AI 技术优化内容发现与播客体验：Maestro 可依据用户提示迅速生成适配歌单；依托 AWS 强大算力，支持 AI 对播客内容展开深度解析，实现播客内容的标签化处理。

图 12: Spotify 发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

图 13: Apple Music 和 Amazon Music 的发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

表 1: 海外在线音乐龙头差异化竞争策略对比

| 平台名称 | Spotify | Apple Music | Amazon Music |
|--------|-------------------------------|----------------------------|--|
| 破局核心 | 免费增值模式 | iOS 设备预装 | 会员捆绑+低价渗透 |
| 内容策略 | 复合曲库+播客生态 | 独家内容+无损音频 | 本地化低价套餐+电商数据驱动推荐 |
| 用户体验 | 社交化功能；第三方设备开放性，支持开发者应用 | 苹果生态闭环；极简界面+语音交互主导 | 多端覆盖；碎片化场景适配 |
| 价格策略 | 阶梯定价（免费/10.99 美元/家庭 19.99 美元） | 统一高价（10.99 美元，家庭 14.99 美元） | 三级分层（免费 200 万曲库/Prime 会员 10.99 美元/家庭 19.99 美元） |
| 核心用户画像 | 18-28 岁年轻探索者，免费用户为主 | 25-45 岁苹果生态用户 | 30-50 岁家庭消费者 |
| 技术优势 | AI 推荐算法与音乐生成；语音技术 | 硬件生态整合；精细化推荐算法 | 云计算算力；跨生态 AI 推荐 |

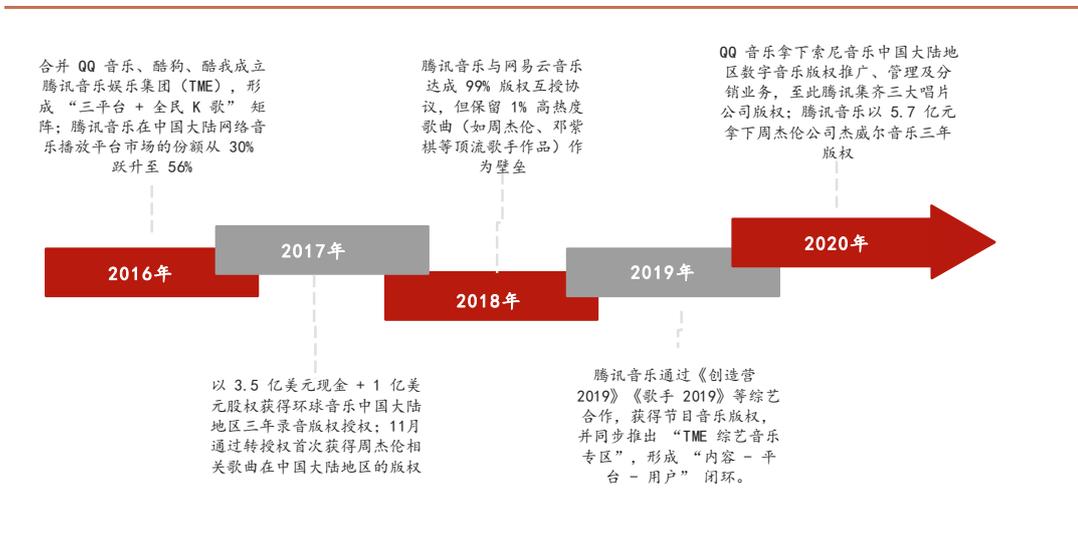
资料来源：公司官网、招商证券

2、对标行业龙头，多元发展实现破局

复盘腾讯音乐发展历程，公司从中国音乐流媒体市场的混战中突围成为龙头企业，核心在于版权优势、生态协同、技术驱动的破局路径，而其中不乏与海外龙头相似之处。

把握政策窗口构筑内容优势壁垒。内容方面，Spotify 采用“用户上传内容+正版曲库”的复合模式，快速积累超 8000 万首曲目，收购 Gimlet Media、Anchor 等播客公司，将业务边界拓展至音频生态，而腾讯音乐同样通过版权优势结合平台生态有效确保了市占率优势。2015 年国家版权局重拳打击盗版，腾讯抓住这一政策窗口，在 2016-2021 年间迅速构筑内容壁垒，曲库覆盖率飙升至 90%，同时与环球、索尼、华纳、SM 娱乐、乐华娱乐、Galaxy Corporation 等头部厂牌保持深度合作，版权资源覆盖流行、韩流、影视 OST 等多元领域。

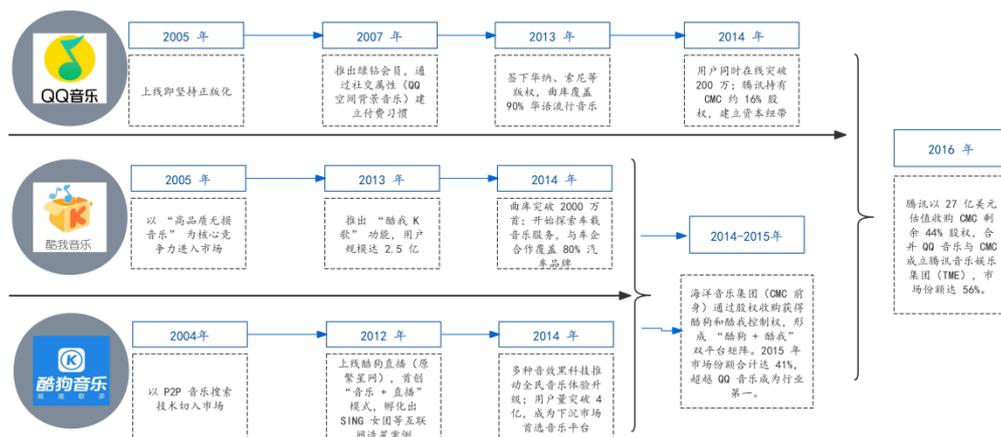
图 14: 腾讯音乐版权扩张过程



资料来源：公司官网、招商证券

后版权时代结合生态建设实现战略转型。2016 年腾讯合并中国音乐集团，整合 QQ 音乐、酷狗、酷我三大平台，形成覆盖 8 亿月活的流量矩阵，占据市场 70% 份额。反垄断政策后，为实现后版权时代的突围，腾讯音乐通过“原创扶持+场景渗透”重构价值链。投入资源孵化 58 万独立音乐人，进一步将原创内容占比提升至 22%。同时，公司通过 TMEA 盛典、斑马音乐节等线下活动及虚拟演唱会主办权，形成线上线下协同的内容生态闭环。

图 15: 腾讯音乐资本并购过程



资料来源：公司官网、招商证券

超级会员体系提供差异化权益，满足多元化用户需求。付费模式方面，Spotify、Amazon Music 均采用分层付费模式，满足不同用户需求，腾讯音乐则通过超级会员体系提供差异化权益（如独家音效、AI 伴唱、4K 演唱会等），推出“基础版-会员版-超级版”三级定价体系，与微信支付、QQ 会员权益互通，同时进行国际化差异布局和下沉市场精准运营，针对下沉市场推出含本地化内容的低价套餐，复制 Amazon Music 印度低价渗透策略，提升三、四线城市用户转化率，实现规模扩张与价值深挖的平衡，实现了会员数量和订阅收入的持续增长。2025 年 Q1 公司在线音乐订阅收入同比增长 16.6% 至 42.2 亿元，占总收入比重达 57.3%，成为公司主要收入来源，在线音乐付费用户数达 1.229 亿，ARPU 从 2020 年的 9.4 元提升至 11.4 元。

表 2: QQ 音乐会员收费模式

| | 豪华绿钻 | 超级会员 (SVIP) |
|-------|-------|-------------|
| 1 个月 | 18 元 | 40 元 |
| 3 个月 | 45 元 | 88 元 |
| 12 个月 | 168 元 | 348 元 |

资料来源：QQ 音乐、招商证券

图 16: QQ 音乐豪华绿钻及超级会员权益对比

| VIP特权 | | 豪华绿钻 | 超级会员 | 功能特权 | | 装扮特权 | 福利特权 |
|---------|--------|------|------|----------|---|---------|------|
| 会员曲库 | √ | √ | √ | 精品母带 | — | 线上演出铭牌 | — |
| 下载特权 | √ | √ | √ | 精品全景声 | — | 歌词海报 | — |
| Hires | √ | √ | √ | DTS音效 | — | 弹幕气泡 | — |
| 无损音质 | √ | √ | √ | 会员音效 | √ | 分享音乐卡 | — |
| 尊贵图标 | 豪华绿钻图标 | — | — | 线上演出回音 | — | AI歌词海报 | — |
| 对比音质 | — | — | — | 视频投屏 | √ | 一起听表情包 | — |
| MV清晰度 | 1080P | — | — | 智能设备 | — | 一起听心动字符 | — |
| 铃声特权 | √ | √ | √ | 个性化装扮 | √ | 弹一弹游戏装扮 | — |
| 数字抢先听 | — | — | — | 头像挂件 | √ | 特殊红名 | — |
| 臻品音质2.0 | — | — | — | 黑胶播放器 | √ | 等级勋章 | — |
| | | | | APP ICON | √ | 福利分商品 | — |
| | | | | 评论背景卡 | √ | 听书会员 | — |
| | | | | 动态歌词 | — | 扑海商品抢先购 | — |
| | | | | 歌词字体 | — | 会员体验券 | — |
| | | | | | | | |

资料来源: QQ 音乐、招商证券

社交生态+硬件联动有效结合, 存量竞争中优势稳固。平台生态方面, 对标 Spotify 的播客与原创生态, 腾讯音乐依托微信、QQ 的月活社交优势, 打造“音乐+社交+UGC”闭环, 通过在微信嵌入“琴乐大模型”等 AI 音乐工具, 降低使用门槛, 支持生成内容分享至社交平台, 形成社交裂变, 降低对外部版权依赖; 硬件场景方面, 借鉴 Apple Music 的设备联动策略, 腾讯音乐与小米、华为、小鹏等国内智能硬件生态合作, 推进“设备预装+场景化服务”, 如手机出厂预装精简版、智能音箱捆绑会员套餐, 优化车载端 AI 伴听功能, 覆盖家庭、出行等高频场景, 此外创意玩法包括通过智能手表监测心率生成情绪歌单, 实现音乐与生理数据实时联动。与此同时, 公司通过与车企合作和社交入口渗透, 实现了全场景覆盖, 车载用户日均播放时长超移动端 15%。公司通过技术赋能让内容融入用户行为轨迹, 配合微信社交裂变与 TMElive 线下演唱会变现网络, 后版权时代仍稳固在线音乐市场 70% 份额, 完成从“内容优势”到“音乐全链路服务商”的蜕变。相比之下, 网易云音乐在原创音乐领域占优, 以内容广度和社区生态巩固第二梯队; 汽水音乐依托抖音生态快速起量, 形成“听歌-创作-传播”闭环。

图 17: QQ 音乐车机版全新上线



资料来源: QQ 音乐官方公众号、招商证券

图 18: 腾讯音乐 TMElive 介绍



资料来源: 公司官网、招商证券

表 3: QQ 音乐、网易云音乐以及汽水音乐对比

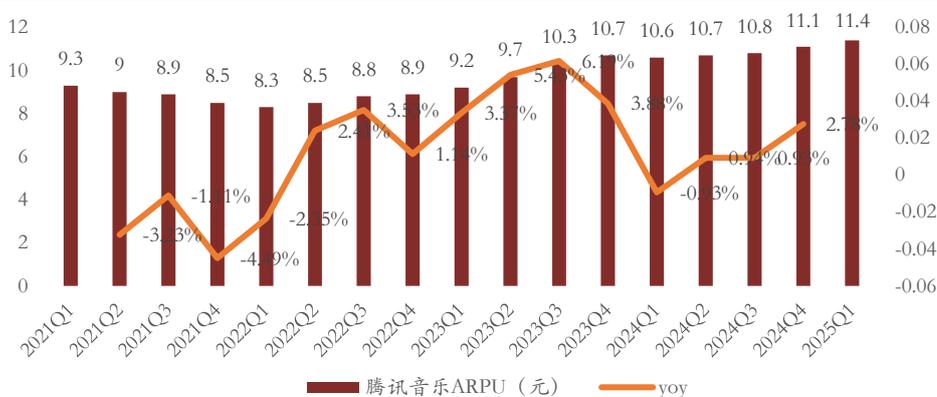
| 在线音乐平台 | QQ 音乐 | 网易云音乐 | 汽水音乐 |
|-------------------|--------------------------------|-----------------------------------|--|
| 平台特点 | 丰富音乐产品、海量内容曲库，与腾讯生态深度融合 | 注重内容社区和独立音乐人，社交互动属性更强，在年轻一代拥有高渗透率 | 依托抖音快速起量，音乐结合短视频创作 |
| 曲库数量（含 UGC、公共版权等） | 2.6 亿首+ | 1.8 亿首+ | 1500 万首+ |
| 版权数量 | 6000 万首+ | 3000 万首+ | 1000 万首+ |
| 代理版权 | 华纳、环球、索尼、英皇娱乐、YG 娱乐、杰威尔音乐等 | 索尼、环球、滚石、BMG 等 | 摩登天空、中文在线 |
| 版权优势 | 凭借优质版权库和与各大唱片公司合作，提供大量优质音乐内容 | 原创音乐领域具有竞争力，有大量独立音乐人和原创作品 | 与抖音音乐库共享版权，且可在抖音用于短视频创作，形成“听歌-创作-传播”闭环 |
| 音乐社区布局 | 推出“原创音乐人扶持计划”“校园音乐基地项目”“原力计划”等 | 入驻原创音乐人 23 万，代表歌手有隔壁老樊、房东的猫、颜人中等 | 推出“看见音乐计划”“汽水音乐人计划”，联动“银河方舟厂牌”等 |

资料来源：AppLovin 公众号、公司官网、招商证券

3、用户心智成熟叠加会员权益完善，付费率增长空间充足

付费与 SVIP 双轮驱动，持续助力 ARPU 提升。腾讯音乐通过动态调整付费内容比例，将 QQ 音乐热歌榜中约 50%~60% 的热门歌曲纳入 VIP 付费体系，有效推动用户转化。与此同时，公司也在缩减折扣以稳步提升 ARPU。截至 2025 年第一季度，单用户月收入进一步提升至 11.4 元，同比增幅达 7.5%。此外，公司通过持续丰富 SVIP 权益，吸引更高付费意愿的用户，在线音乐付费用户数已达 1.229 亿，SVIP 也将成为 ARPU 提升的重要驱动力。基于当前增长趋势，预计 2025 年付费用户规模将突破 1.26 亿，ARPU 有望达到 11.6 元，量价齐升逻辑持续验证。

图 19: 腾讯音乐 2021-2025Q1 ARPU 及其增速



资料来源：公司年报、招商证券

对标海内外同行，付费率增长空间充足。腾讯音乐在 2023 年的付费率为 17.83%，2024 年进一步上升至 21.76%，与 Spotify 2023 年付费率（39.4%）仍存在显著差距。Spotify 的优势源于全球化布局及更高 ARPU（37 元），而国内市场中，网易云音乐 2023 年付费率为 21.4%。此外值得注意的是，中国音乐订阅渗透率

为 17%，高于全球平均水平（12.5%），其中下沉市场及 Z 世代用户付费率超 30%，显示国内用户付费市场潜力充足。

会员分层模式下有望实现付费率 ARPU 值双重提升。2023 年腾讯音乐的付费率（17.83%）较腾讯视频（19.50%）略低，ARPU 值（9.44 元）也低于长视频平台中腾讯视频（15.98 元）与爱奇艺（17.62 元）水平。过去几年来，长视频平台通过“独家内容+会员分层”模式（如剧集独播、观影券特权）提升付费意愿，实现了付费用户破圈，而腾讯音乐正复制这一逻辑：提供 SVIP 会员权益，目前超 1000 万人，提供杜比音质、车载特权及跨界 IP 联名（如《黑神话：悟空》），推动 ARPU 向 13-15 元进一步提升。随着近年来国内用户付费心智逐渐成熟，会员权益趋向多元化，预计腾讯音乐付费率及 ARPU 值有望进一步实现提升。

图 20：国内外在线音乐及长视频平台付费率、ARPU 值对比（2023）



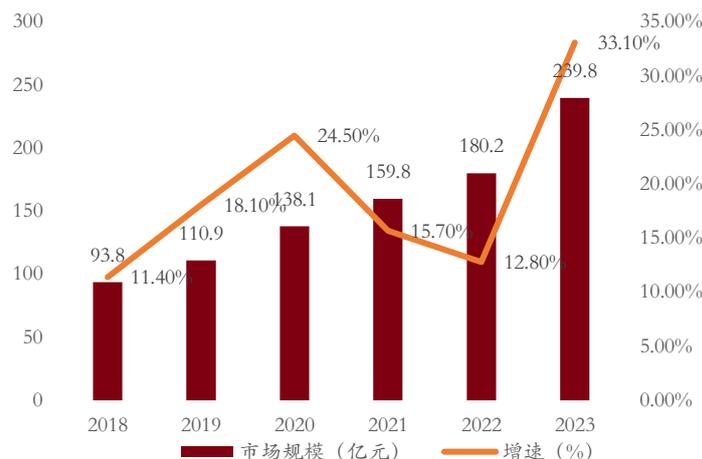
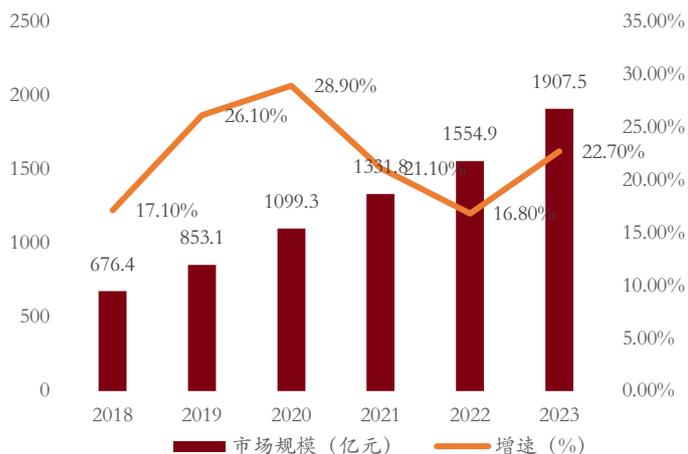
资料来源：公司年报、招商证券

四、技术创新与用户需求推动变革，产业生态加速重构

技术创新与用户需求推动变革，产业生态加速重构。据艾瑞咨询《2023 中国数字音乐行业研究报告》，2023 年数字音乐产业规模突破千亿。未来随着 AI 技术深度赋能创作与推荐，5G+VR/AR 打造沉浸式场景，区块链助力版权管理，推动行业向智能化、场景化演进，有望推动未来付费率逐年提升，年轻群体主导消费升级。

图 21: 2018-2023 数字音乐市场规模

图 22: 2018-2023 在线音乐市场规模



资料来源:《中国数字音乐行业研究报告(2023)》、招商证券

资料来源:《中国数字音乐行业研究报告(2023)》、招商证券

AI 技术赋能, 在线音乐产业发展趋向智能化、全球化、场景化。在 AIGC 等新技术的赋能下, 我们预期在线音乐产业发展将趋向三大方向: 1) 智能化驱动内容生产与服务升级: AI 技术从智能作曲到精准推荐算法, 有望全面推动音乐生产效率提升与个性化服务深化, 同时 5G 与元宇宙技术结合催生虚拟演唱会、AR 音乐互动等沉浸式场景; 2) 全球化拓展增长空间: 国内在线音乐厂商有望通过海外版权合作与本地内容孵化, 逐步打开东南亚、欧美市场, 据 IFPI《2023 全球音乐市场报告》, 2031 年中国有望跃升为全球第二大音乐市场, 区别于过去单一形式, 未来趋向于构建“音乐+”生态闭环; 3) 场景化创新重构用户体验: 区块链技术助力版权管理, 数字藏品、音乐 NFT 等新型确权模式普及, 同时随着影视原声、游戏音乐等细分市场爆发, 商业模式向多元化演进, 虚拟礼物、数字专辑等增值服务贡献新增长极。

积极拥抱产业变革, 多模态推荐赋能用户体验提升。腾讯音乐积极拥抱创新技术, 在多业务领域均实现了 AI 赋能。

1) **算法推荐方面**, 多模态推荐算法整合了微信、QQ 等社交平台的用户行为数据, 结合线下场景信息, 构建多维用户画像, 推荐覆盖更广场景, 实现情感识别与用户意图理解, 精准度大幅提升。例如, 用户微信讨论“健身”后, 系统可推荐运动歌单; 采用 MoE 架构, 将推理成本降至传统模型的 1/3, 同时保持高精度, 实时反馈优化算法, 使用户日均播放时长提升至 96 分钟, 推荐播放量占比达 68%, AI 推荐算法使长尾歌曲播放量占比提升至 35%, 帮助小众音乐人获得流量, 降低对头部版权的依赖, 进一步提升商业化效率;

2) **内容方面**, 腾讯音乐借助自研“琴乐大模型”将音乐制作成本压缩 30%, 既解决创作者变现难题, 又为短视频平台批量供应 BGM, 助力降本增效;

3) **用户体验方面**, 围绕用户生活场景构建体验闭环, 车载端“AI 伴听”依据车速自动切换音乐风格, 在 28% 的播放场景中应用; 推出 AI 伴奏工具和虚拟偶像“艾灵”演唱会, 观看人次破亿; 通过 AI 批量生产车载 DJ、广场舞神曲等垂类音乐, 降低创作成本, 丰富长尾内容。此外, 腾讯音乐打造虚拟社区“企鹅星光岛”, 用户可生成虚拟形象参与互动。

图 23: AI 赋能腾讯音乐



资料来源: 公司官网、招商证券

图 24: 腾讯音乐虚拟社区“企鹅星光岛”



资料来源: QQ 音乐、招商证券

五、盈利预测

公司背靠腾讯, 占据在线音乐市场约 70% 市场份额, 内容版权优势稳固, 在 AIGC 等创新技术的赋能下持续推进会员权益分层化、多元化, 2024 年来在线音乐业务持续回升, 社交娱乐业务在合规措施调整下逐步趋稳, 未来随着国内用户心智逐渐成熟, 有望实现付费率及 ARPU 值的进一步提升。

1) 在线音乐: 尽管行业竞争一直存在, 但公司近年来持续优化用户体验, 丰富内容权益, AI 技术的加持下推荐算法及用户体验均有明显改善, 会员分层制有望实现更多高付费能力用户转化, 我们预计后续月活跃用户逐步趋稳, 会员付费率及 ARPU 值将维持上升趋势, 预计 2025—2027 年在线音乐业务营收增速分别为 16%、13%、11%。

2) 社交娱乐: 近年来公司基于监管要求对社交娱乐业务进行有效调整, 长期来看有利于业务健康发展, 预计 2025 年社交娱乐业务收入仍将保持收缩趋势, 其中全民 K 歌及酷狗直播互动创新玩法贡献新增量, 2026 年开始逐步企稳, 预计 2025—2027 年社交娱乐及其他业务营收增速分别为 -12%、0.5%、2%。

我们预期公司 2025—2027 年营业收入有望达到 310/344/376 亿元, 经调整归母净利润 89/100/110 亿元, 对应 PE 分别为 22.8/20.2/18.4x, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 4: 分业务营业收入预测

| 单位: 百万元 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 27752 | 28401 | 30957 | 34362 | 37592 |
| YoY | -2% | 2% | 9% | 11% | 9% |
| 在线音乐 | 17325 | 21742 | 25112 | 28487 | 31592 |
| YoY | 39% | 25% | 16% | 13% | 11% |
| 社交娱乐及其他 | 10427 | 6659 | 5845 | 5874 | 6000 |
| YoY | -34% | -36% | -12% | 0.5% | 2% |

资料来源: 公司数据、招商证券

六、风险提示

- 1、付费用户数增长不及预期风险。**市场趋于存量竞争，存在付费用户及 ARPU 值增长速度不及预期的风险。
- 2、行业竞争加剧风险。**存在行业竞争加剧带来的用户流失、份额减少，影响相关收入增长的风险。
- 3、行业监管收紧风险。**存在监管趋严，影响直播或其他相关业务运营情况的风险。
- 4、版权相关风险。**存在市场竞争加剧或成本上升带来的版权资源优势减弱风险。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 29936 | 34544 | 38869 | 45296 | 52561 |
| 现金及现金等价物 | 13567 | 13164 | 16830 | 22378 | 28809 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他短期投资 | 9974 | 14045 | 14045 | 14045 | 14045 |
| 应收账款及票据 | 2972 | 3508 | 3824 | 4244 | 4643 |
| 其他应收款 | 3327 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 8 | 23 | 24 | 26 | 29 |
| 其他流动资产 | 88 | 3804 | 4146 | 4602 | 5035 |
| 非流动资产 | 45600 | 55900 | 58721 | 61154 | 63463 |
| 长期投资 | 19840 | 15397 | 16400 | 17013 | 17402 |
| 固定资产 | 490 | 803 | 1853 | 2868 | 3943 |
| 无形资产 | 24378 | 24355 | 24355 | 24355 | 24355 |
| 其他 | 892 | 15345 | 16112 | 16918 | 17764 |
| 资产总计 | 75536 | 90444 | 97589 | 106450 | 116025 |
| 流动负债 | 12014 | 16550 | 17318 | 18923 | 20471 |
| 应付账款 | 5006 | 9033 | 9477 | 10406 | 11301 |
| 应交税金 | 0 | 934 | 934 | 934 | 934 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 7008 | 6583 | 6907 | 7584 | 8236 |
| 长期负债 | 6320 | 4168 | 4168 | 4168 | 4168 |
| 长期借款 | 0 | 3572 | 3572 | 3572 | 3572 |
| 其他 | 6320 | 596 | 596 | 596 | 596 |
| 负债合计 | 18334 | 20718 | 21486 | 23091 | 24639 |
| 股本 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 储备 | 69897 | 68961 | 74824 | 81492 | 88867 |
| 少数股东权益 | 1295 | 1863 | 2377 | 2964 | 3616 |
| 归属于母公司所有者权益 | 55907 | 67863 | 73726 | 80394 | 87769 |
| 负债及权益合计 | 75536 | 90444 | 97589 | 106450 | 116025 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 7337 | 10275 | 7104 | 8921 | 9976 |
| 净利润 | 4920 | 6644 | 7877 | 9004 | 10006 |
| 折旧与摊销 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资本变动 | 0 | 0 | 109 | 727 | 714 |
| 其他非现金调整 | 2417 | 3631 | (882) | (809) | (744) |
| 投资活动现金流 | (1863) | (6818) | (1425) | (1037) | (913) |
| 资本性支出 | (1164) | (1032) | (1050) | (1015) | (1075) |
| 出售资产及处置现金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资增减 | 26628 | 67638 | 1003 | 613 | 388 |
| 其他 | 49 | 4 | 629 | 590 | 550 |
| 筹资活动现金流 | (1538) | (3830) | (2014) | (2336) | (2631) |
| 债务增减 | (116) | (134) | 0 | 0 | 0 |
| 股本增减 | (1192) | (1769) | 0 | 0 | 0 |
| 股利支付 | 0 | 1508 | 2014 | 2336 | 2631 |
| 其他筹资 | (230) | (419) | 0 | 0 | 0 |
| 其他调整 | 0 | (3016) | (4027) | (4671) | (5263) |
| 现金净增加额 | 4012 | (403) | 3666 | 5548 | 6432 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总营业收入 | 27752 | 28401 | 30957 | 34362 | 37592 |
| 主营业务收入 | 27752 | 28401 | 30957 | 34362 | 37592 |
| 营业成本 | 17957 | 16376 | 17181 | 18865 | 20488 |
| 毛利 | 9795 | 12025 | 13776 | 15497 | 17105 |
| 营业支出 | 5018 | 4676 | 4891 | 5154 | 5451 |
| 营业利润 | 4777 | 7349 | 8885 | 10343 | 11654 |
| 利息支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利息收入 | 1052 | 1196 | 1200 | 1200 | 1200 |
| 权益性投资损益 | 127 | 96 | 125 | 125 | 125 |
| 其他非经营性损益 | 89 | 71 | 71 | 71 | 71 |
| 非经常项目损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 6045 | 8712 | 10281 | 11739 | 13050 |
| 所得税 | 825 | 1603 | 1889 | 2149 | 2391 |
| 少数股东损益 | 300 | 465 | 514 | 587 | 652 |
| 经调整归母净利润 | 5923 | 7671 | 8897 | 10024 | 11026 |
| EPS(元) | 1.73 | 2.48 | 2.87 | 3.24 | 3.56 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -2% | 2% | 9% | 11% | 9% |
| 营业利润 | 49% | 54% | 21% | 16% | 13% |
| 净利润 | 25% | 30% | 16% | 13% | 10% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 35.3% | 42.3% | 44.5% | 45.1% | 45.5% |
| 净利率 | 17.7% | 23.4% | 25.4% | 26.2% | 26.6% |
| ROE | 8.8% | 9.8% | 10.7% | 11.2% | 11.4% |
| ROIC | 9.1% | 9.7% | 10.5% | 11.0% | 11.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 24.3% | 22.9% | 22.0% | 21.7% | 21.2% |
| 净负债比率 | 0.0% | 3.9% | 3.7% | 3.4% | 3.1% |
| 流动比率 | 2.5 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.6 |
| 速动比率 | 2.5 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资金周转率 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 存货周转率 | 1632.5 | 1056.5 | 729.1 | 745.3 | 741.4 |
| 应收账款周转率 | 4.7 | 5.8 | 8.4 | 8.5 | 8.5 |
| 应付账款周转率 | 3.6 | 2.3 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.73 | 2.48 | 2.87 | 3.24 | 3.56 |
| 每股经营现金 | 2.14 | 3.32 | 2.29 | 2.88 | 3.22 |
| 每股净资产 | 16.29 | 21.91 | 23.80 | 25.95 | 28.33 |
| 每股股利 | 0.49 | 0.65 | 0.75 | 0.85 | 0.93 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 37.9 | 26.4 | 22.8 | 20.2 | 18.4 |
| PB | 4.0 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 272.6 | 189.2 | 160.3 | 140.4 | 126.3 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。