

公司研究

持续构建内容生态，创新订阅模式及功能

——腾讯音乐（TME.N）业务更新点评

要点

近期腾讯音乐在对外投资、订阅功能创新尝试方面布局较多：

1、全资收购喜马拉雅，完善长音频布局。6月10日，腾讯音乐宣布与喜马拉雅及相关方签署合并协议，拟以：1) 12.6亿美元现金，2) 不超过腾讯音乐A类普通股总股本5.1986%的新股，以及3) 向创始股东发行不超过腾讯音乐A类普通股总股本0.37%的新股为对价，全资收购喜马拉雅。喜马拉雅作为长音频的领军平台，23年全年月活用户超3.03亿，在有声书、知识付费、播客等方面有很强的竞争力；本次收购后，腾讯音乐将获得喜马拉雅庞大的音频内容库，形成“音乐+长音频”的内容矩阵。

2、强化K-POP版权优势，构建差异化壁垒。5月27日，韩国娱乐巨头HYBE宣布将持有的全部SM娱乐股份出售给腾讯音乐，交易完成后腾讯音乐将成为SM娱乐第二大股东。自19年以来，SM娱乐与腾讯音乐的合作一直占据市场主导地位，22年双方续签深度战略合作协议，腾讯音乐旗下平台成为SM娱乐新歌国内唯一首发30天的音乐平台。此次投资SM娱乐确保了TME顶级K-pop内容的资源优势，未来可推动SM艺人在中国市场的版权合作、音乐发行及粉丝经济等商业资源整合。

3、推出网赚畅听会员，创新结合“广告+订阅”收入。5月27日，QQ音乐在订阅模式上做出创新，新增“网赚畅听”会员模式，目前仅向少数免费模式用户开放该模式会员订阅入口，处于测试阶段。该模式融合了“广告+订阅”，为价格敏感型用户提供新选择，有望减少活跃用户流失，稳固用户基本盘。

4、推出艺人互动新入口。6月30日，韩国知名社交平台Bubble正式接入QQ音乐，首批入驻艺人阵容包括来自SM娱乐、JYP娱乐、CUBE娱乐等经纪公司旗下100多位K-pop顶流艺人。此次QQ音乐接入的Bubble功能将与海外Bubble在互动、内容、功能、体验上基本保持一致，为粉丝提供与偶像“一对一”聊天的机会；功能上线初期，QQ音乐推出优惠活动，用户在活动页面开通1个月超级会员（40元）即可赠送1个月用户自选的Bubble聊天，或者以28元连续包月开通Bubble功能。

投资建议：腾讯音乐竞争壁垒稳固，SVIP发展预计提振ARPPU，广告、演出票务、数字专辑等非订阅业务收入有望贡献增量；订阅ARPPU提升&规模效应下利润有望持续释放，基于喜马拉雅交割时间表尚未明确，订阅业务创新功能增量收益尚不显著，基于谨慎原则，我们维持25-27年经调整归母净利润预测93.5/109.1/125.0亿元；维持“增持”评级。

风险提示：用户付费不及预期、版权成本上升、行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,752	28,401	31,351	34,400	37,349
增长率（%）	-2.1%	2.3%	10.4%	9.7%	8.6%
经调整归母净利润（百万元）	5,923	7,671	9,349	10,913	12,496
经调整归母净利润增长率（%）	24.8%	29.5%	21.9%	16.7%	14.5%
经调整EPS（元）	1.91	2.48	3.02	3.52	4.03
经调整P/E	37	29	24	20	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2025-07-07；按照1USD=7.1534RMB换算；1ADR=2普通股

增持（维持）

当前价：20.04美元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebcn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

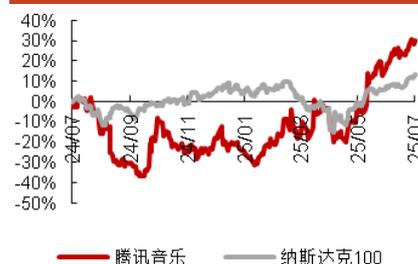
021-52523878

yangpengpei@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	30.98
总市值(亿美元):	310.38
一年最低/最高(美元):	9.46-20.04
近3月换手率(%) :	99.5

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.3	34.5	28.4
绝对	11.6	67.3	39.7

资料来源：Wind

相关研报

订阅ARPPU稳步提升，音乐内容多元化变现——腾讯音乐（TME.N）25Q1业绩点评（2025-05-14）

收入业绩超预期，音乐订阅业务高质量增长——腾讯音乐（TME.N）24Q4业绩点评（2025-03-19）

订阅用户稳健增长，SVIP推动ARPPU增长——腾讯音乐（TME.N）24Q3业绩点评（2024-11-19）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	27,752	28,401	31,351	34,400	37,349
在线音乐	17,325	21,742	25,497	28,862	31,755
社交娱乐	10,427	6,659	5,854	5,538	5,594
营业成本	-17,957	-16,376	-17,254	-18,094	-18,936
毛利	9,795	12,025	14,097	16,306	18,413
其它收入	230	165	2,555	125	35
营业开支	-5,018	-4,676	-4,712	-4,858	-4,934
营业利润	5,007	7,514	11,940	11,572	13,514
财务成本净额	911	1,102	1,082	1,165	1,251
应占利润及亏损	127	96	113	96	96
税前利润	6,045	8,712	13,135	12,833	14,861
所得税开支	-825	-1,603	-1,857	-2,310	-2,675
税后经营利润	5,220	7,109	11,278	10,523	12,186
少数股东权益	-300	-465	-457	-550	-630
归母净利润	4,920	6,644	10,821	9,973	11,556
经调整归母净利润	5,923	7,671	9,349	10,913	12,496
现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,337	10,275	12,401	13,806	14,650
投资活动现金流	-1,863	-6,818	-2,070	-4,967	-3,937
融资活动现金流	-1,538	-3,830	-1,947	-1,865	-1,779
净现金流	3,936	-373	8,384	6,974	8,935

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	75,536	90,444	102,169	113,968	127,469
流动资产	29,936	34,544	44,993	55,669	68,153
现金及短期投资	23,535	27,174	38,558	48,533	60,468
有价证券及短期投资	37	46	46	46	46
应收账款	2,918	3,508	3,062	3,359	3,650
存货	8	23	24	25	27
其它流动资产	3,438	3,793	3,303	3,706	3,963
非流动资产	45,600	55,900	57,176	58,298	59,316
长期投资	4,274	4,669	4,726	4,774	4,822
固定资产净额	490	803	978	1,081	1,111
其他非流动资产	40,836	50,428	51,472	52,443	53,383
总负债	18,334	20,718	21,165	22,440	23,756
流动负债	12,014	16,550	17,009	18,313	19,665
应付账款	5,006	6,879	7,247	8,142	9,089
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	7,008	9,671	9,762	10,170	10,575
长期负债	6,320	4,168	4,156	4,128	4,091
长期债务	5,636	3,572	3,572	3,572	3,572
其它	684	596	584	556	519
股东权益合计	57,202	69,726	81,004	91,527	103,713
股东权益	55,907	67,863	78,684	88,657	100,213
少数股东权益	1,295	1,863	2,320	2,870	3,500
负债及股东权益总额	75,536	90,444	102,169	113,968	127,469

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP