

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

腾讯音乐 (TME US)

25年二季度业绩超预期：多重因素驱动下增长前景乐观

■ 25年二季度营收同比增长18%，在线音乐业务强劲增长26%；净利润超预期14%，得益于审慎的成本控制

■ 得益于SVIP渗透率提升、内容与服务持续丰富，以及公司稳固的市场领先地位，我们上调增长前景

■ 增持：上调盈利预测；目标价上调至29.2美元（乐观情形下51.6美元）

25年二季度业绩超预期

集团营收达84.4亿元人民币，同比增长17.9%（上一季度为+9%），超市场一致预期6%。订阅收入为43.8亿元人民币，同比增长17%（与上一季度持平），付费用户达1.244亿，环比增长150万，ARPPU为11.7元人民币，环比提升0.3元人民币，付费率达22.5%，环比提升0.4个百分点。非订阅收入为24.7亿元人民币，同比增长47%（上一季度为+14%），主要受广告及线下演唱会活动驱动。社交娱乐服务收入为15.9亿元人民币，同比下降9%（上一季度为-12%）。毛利率同比提升2.4个百分点至44.4%。非GAAP净利润同比增长37%至25.7亿元人民币，超市场预期14%。净现金余额为186亿元人民币。

生态体系持续丰富，增长前景上调

订阅：我们将2025年订阅收入增长预期上调至同比+17%（此前为+16%），主要受SVIP渗透率提升推动，ARPPU增长趋势优于预期。我们预计2025财年付费用户将达到1.27亿，同比增长5%，净新增用户为600万，ARPPU同比增长11%至11.6元人民币。管理层指出，SVIP总人数已突破1,500万，占订阅用户结构约12%。这一增长主要得益于为SVIP推出的丰富兴趣内容与专属活动，例如长音频内容以及面向粉丝的互动产品（如Bubble等）。非订阅：我们将2025年非订阅收入增长预期上调至同比+29%（此前为+17%），主要受数字专辑与周边商品销售强劲增长、线下演唱会活动复苏，以及广告业务创新（如网赚激励广告）驱动。此外，随着社交娱乐业务逐步企稳，我们预计其对整体业绩的拖累将有所减轻。我们预测集团营收将在25/26财年分别同比增长14%/10%。同时，我们将盈利预测分别上调6%和7%，主要由于ARPPU提升、审慎的成本控制以及经营杠杆带来的利润率扩张机会。我们目前预计25/26财年非GAAP净利润将分别达到95亿/107亿元人民币。

增持：目标价上调至29.2美元

我们将未来12个月的SOTP目标价由18.0美元上调至29.2美元（图15），主要基于盈利预测上调及估值周期滚动。该目标价对应2026财年30倍市盈率（较我们对Spotify (SPOT US) 设定的64倍目标市盈率折让53%）以及2026财年1.5倍PEG。我们认为未来盈利仍有上行潜力，主要催化因素包括：SVIP渗透率提升带动订阅与ARPPU增长、AI辅助的成本控制、与腾讯生态体系的协同合作，以及喜马拉雅潜在并表（该收购已于2025年6月宣布）。主要风险：1）宏观/消费；2）监管；3）竞争。

盈利预测及估值

12月31日年结（人民币百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,752	28,401	32,319	35,414	39,074
同比增长	-2%	2%	14%	10%	10%
毛利	9,795	12,025	14,380	16,059	18,065
核心归母净利润	5,923	7,671	9,460	10,728	12,086
同比增长	25%	30%	23%	13%	13%
核心每股盈利（人民币）	3.74	4.90	6.10	6.92	7.80
市销率（倍）	10.2	10.0	8.8	8.0	7.2
市盈率（倍）	47.8	36.9	29.9	26.4	23.4
ROE	9.3%	10.5%	14.8%	11.8%	12.2%

注：截至2025年8月12日的收盘价；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystall@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

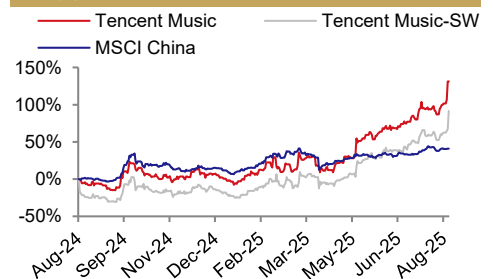
最新变动

25年二季度业绩：盈利预测和目标价调整

增持

前次评级	增持
股价（2025年8月12日）	25.4美元
12个月目标价（上涨/下跌空间）	29.2美元 (+15%)
前次目标价	18.0美元

股价表现



%	1m	6m	12m
TME US	22.8	106.7	131.2
1698 HK	12.8	88.9	67.1
MSCI中国	4.8	16.2	41.0

行业：TMT

恒生指数（2025年8月12日）	24970
MSCI中国指数（2025年8月13日）	80

重要数据

52周股价区间（港元）	25 - 48/98 - 192
市值（十亿港元）	46.7
日均成交量（百万股，美股/港股）	8.82/13.23

主要股东

腾讯	52.4%
Spotify Technology	8.9%
其他	1.7%
总股数（百万股）	1,767
自由流通股	37.0%

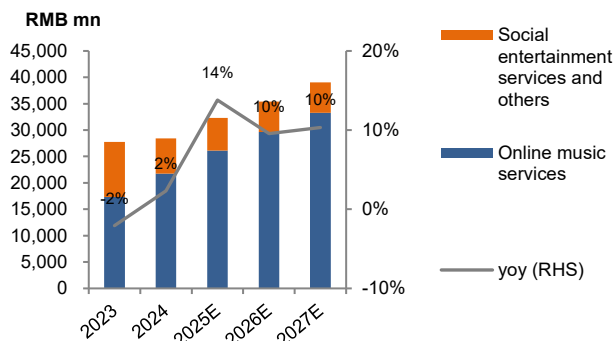
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

相关报告

1. 腾讯音乐 (TME US) - ARPPU 增长有望推动利润率扩大（增持）(2025/5/15)
2. 腾讯音乐 (TME US) - 24 年四季度业绩超预期：稳定盈利增长前景无损（增持）(2025/3/20)
3. 腾讯音乐 (TME US) - 收入增长换挡（增持）(2024/8/14)

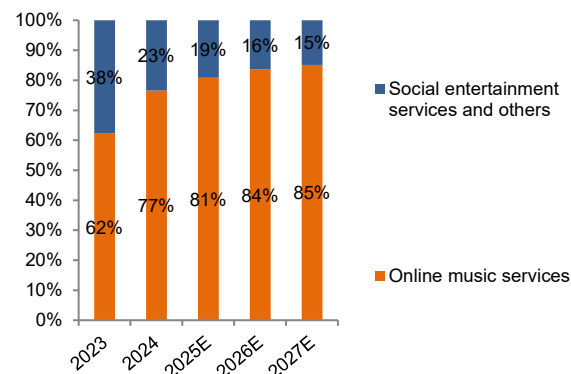
重点图表

图1: 腾讯音乐收入预测



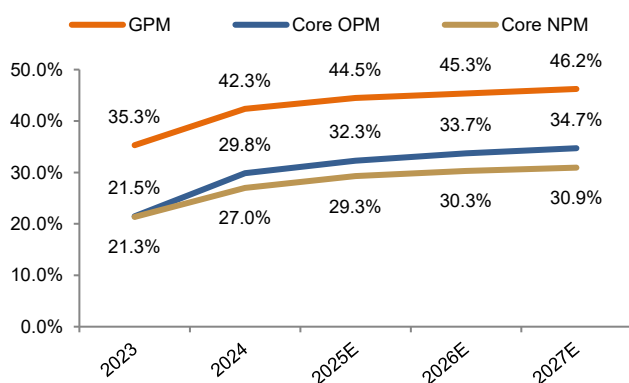
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 腾讯音乐收入结构



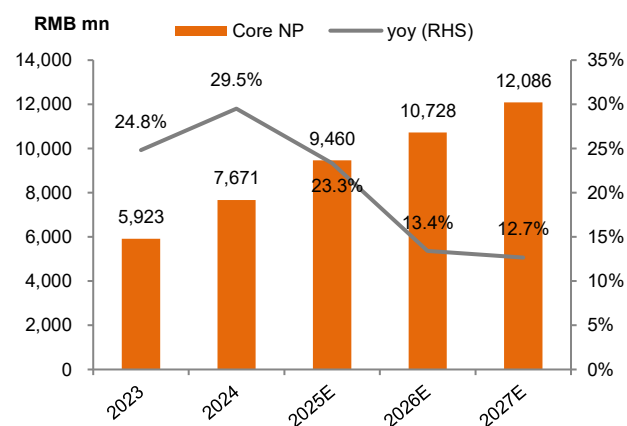
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 腾讯音乐利润率



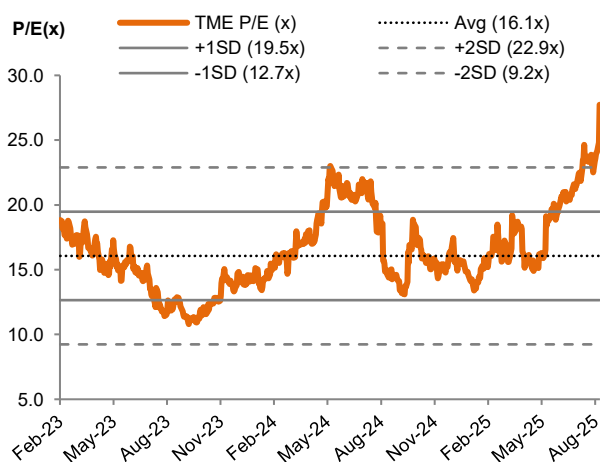
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 腾讯音乐利润率



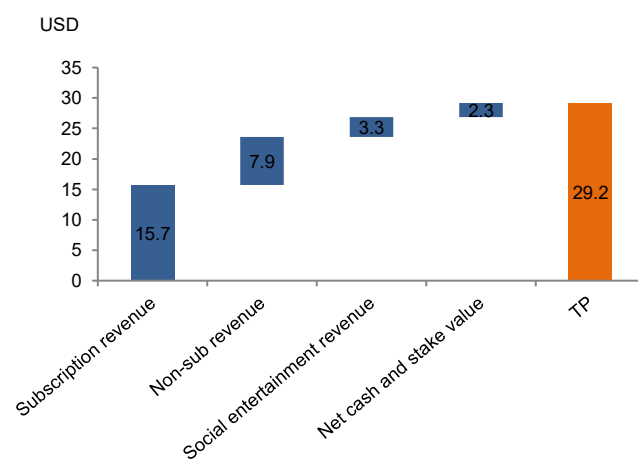
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 腾讯音乐市盈率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图6: 腾讯音乐分部加总估值



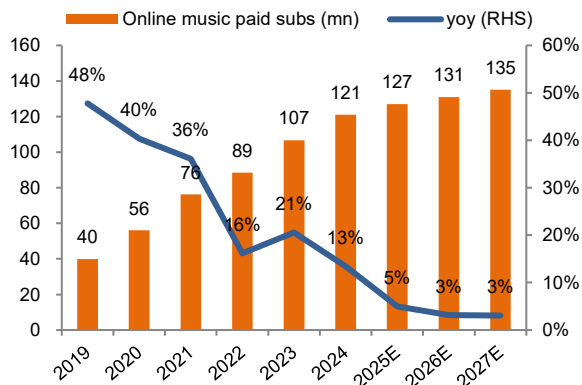
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图7: 腾讯音乐25年二季度业绩表现

季度业绩	实际数据			1Q25	2Q25	2Q25	招商证券预测		VA 一致预测	
百万人民币	2Q24	1Q25	2Q25	yoy	yoy	qoq	2Q25	差异	2Q25	差异
总净收入	7,160	7,356	8,442	9%	18%	15%	8,006	5%	7,969	6%
在线音乐服务	5,424	5,804	6,854	16%	26%	18%	6,446	6%	6,429	7%
订阅	3,740	4,220	4,380	17%	17%	4%	4,341	1%	4,341	1%
非订阅	1,684	1,584	2,474	14%	47%	56%	2,105	18%	2,089	18%
社交娱乐服务及其他	1,736	1,552	1,588	-12%	-9%	2%	1,560	2%	1,540	3%
毛利润	3,010	3,242	3,749	17%	25%	16%	3,560	5%	3,548	6%
经营利润	2,198	4,836	2,978	147%	35%	-38%	2,692	11%	2,298	30%
归母净利润	1,682	4,291	2,409	202%	43%	-44%	1,995	21%	2,023	19%
非 GAAP 经营利润 (招商证券调整后)	2,129	2,365	2,829	22%	33%	20%	2,656	7%	2,800	1%
非 GAAP 归母净利润	1,873	2,124	2,574	25%	37%	21%	2,278	13%	2,250	14%
经营性现金流	2,944	2,519	1,638	-6%	-44%	-35%				
总现金	24,505	26,643	22,146							
总负债	5,674	3,568	3,559							
净现金 (负债)	18,831	23,075	18,587							
总权益	62,879	75,199	86,375							
总现金/权益	29.9%	30.7%	21.5%							
利润率										
毛利率	42.0%	44.1%	44.4%		2.4 ppt	0.3 ppt	44.0%	0.4 ppt	44.5%	-0.1 ppt
经营利润率	30.7%	65.7%	35.3%	36.8 ppt	4.6 ppt	-30.5 ppt	32.0%	3.2 ppt	28.8%	6.4 ppt
净利率	23.5%	58.3%	28.5%	37.3 ppt	5 ppt	-29.8 ppt	23.7%	4.8 ppt	25.4%	3.2 ppt
非 GAAP 经营利润率	29.7%	32.2%	33.5%	3.4 ppt	3.8 ppt	1.4 ppt	31.0%	2.5 ppt	35.1%	-1.6 ppt
非 GAAP 净利率	26.2%	28.9%	30.5%	3.7 ppt	4.3 ppt	1.6 ppt	27.5%	3 ppt	28.2%	2.3 ppt
在线音乐订阅服务										
月活 (百万)	571.0	555.0	553.0	-4%	-3%	0%	557.0	-1%	560.8	-1%
付费用户数 (百万)	117.0	122.9	124.4	8%	6%	1%	123.0	1%	124.4	0%
净增	3.5	1.9	1.5				2.0	-25%	1.5	1%
付费率	20.5%	22.1%	22.5%	2.5 ppt	2 ppt	0.4 ppt	22%	-0.4 ppt	22%	0.3 ppt
月度 ARPPU (人民币)	10.7	11.4	11.7	8%	10%	3%	11.3	4%	11.6	1%
季度增加	0.0	0.3	0.3				0.2	47%	0.9	-67%

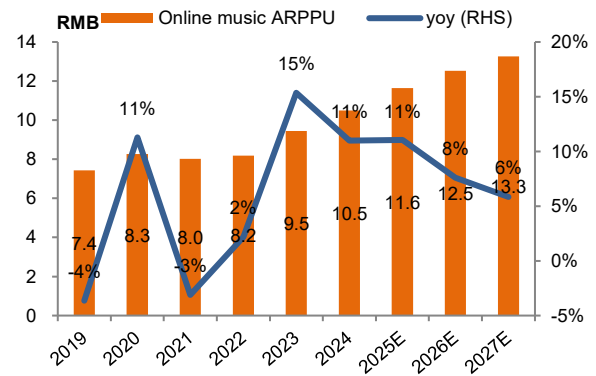
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图8: 腾讯音乐在线音乐付费订阅数



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图9: 腾讯音乐在线音乐ARPPU



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

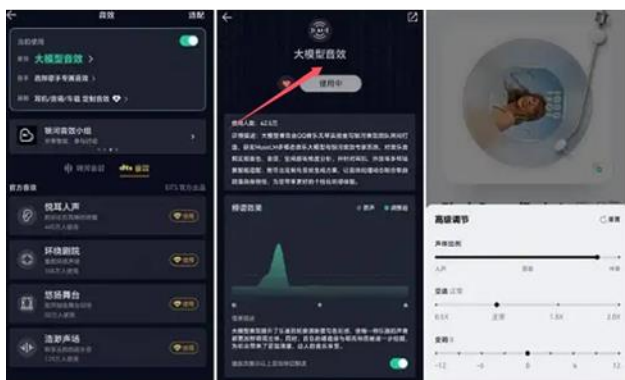
图10: 腾讯音乐人工智能应用实例



The AI assistant of QQ Music is connected to DeepSeek, enabling simple conversations and unlocking services such as song search, music knowledge Q&A, playback control operations, function jumps, and chat companionship.



Venus AI Tone Magician: After users upload a recording audio, a unique tone will be generated for them



QQ Music AI Large Model Sound Effects: It provides users with personalized sound effects to enhance the music listening experience.



Venus AI Creation: It can generate music according to text descriptions.

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图11: 盈利预测调整

百万元人民币	调整后			调整前			变动		
	FY25E	2026E	2027E	FY25E	2026E	2027E	FY25E	2026E	2027E
收入	32,319	35,414	39,074	31,170	34,148	37,544	4%	4%	4%
在线音乐服务	26,133	29,614	33,274	25,257	28,552	32,083	3%	4%	4%
社交娱乐服务及其他	6,186	5,800	5,800	5,913	5,596	5,461	5%	4%	6%
成本	(17,939)	(19,355)	(21,009)	(17,174)	(18,649)	(20,432)	-4%	-4%	-3%
毛利润	14,380	16,059	18,065	13,996	15,499	17,112	3%	4%	6%
核心经营利润 (调整后)	10,435	11,943	13,562	10,310	11,635	13,047	1%	3%	4%
核心归母净利润	9,460	10,728	12,086	8,940	9,980	11,128	6%	7%	9%
利润率分析									
非 GAAP 毛利润率	44.5%	45.3%	46.2%	44.9%	45.4%	45.6%	-0.4pp	0.0pp	0.7pp
非 GAAP 经营利润率	32.3%	33.7%	34.7%	33.1%	34.1%	34.8%	-0.8pp	-0.4pp	0.0pp
非 GAAP EBITDA 利润率	35.1%	36.8%	34.7%	36.0%	37.3%	34.8%	-0.9pp	-0.4pp	0.0pp
非 GAAP 归母净利润率	30.1%	31.0%	31.6%	30.3%	31.0%	31.4%	-0.2pp	0.0pp	0.2pp
同比增速									
收入	13.8%	9.6%	10.3%	9.7%	9.6%	9.9%	4.0pp	0.0pp	0.4pp
在线音乐服务	20.2%	13.3%	12.4%	16.2%	13.0%	12.4%	4.0pp	0.3pp	0.0pp
社交娱乐服务及其他	-7.1%	-6.2%	0.0%	-11.2%	-5.4%	-2.4%	4.1pp	-0.9pp	2.4pp
毛利润	19.6%	11.7%	12.5%	16.4%	10.7%	10.4%	3.2pp	0.9pp	2.1pp
经营利润	51.0%	-7.8%	13.2%	48.0%	-8.0%	12.1%	3.0pp	0.2pp	1.1pp
非 GAAP EBITDA	20.0%	15.0%	4.0%	18.7%	13.5%	2.5%	1.3pp	1.5pp	1.5pp
非 GAAP 归母净利润	19.7%	12.7%	12.7%	16.1%	11.9%	11.5%	3.6pp	0.7pp	1.1pp

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图12: 招商证券预测与彭博一致预测对比

百万元人民币	招商证券预测			一致预测			差异		
	FY25E	2026E	2027E	FY25E	2026E	2027E	FY25E	2026E	2027E
收入	32,319	35,414	39,074	31,278	34,908	38,464	3%	1%	2%
毛利润	14,380	16,059	18,065	14,026	16,173	18,116	3%	-1%	0%
核心经营利润 (调整后)	10,435	11,943	13,562	11,712	11,936	13,623	-11%	0%	0%
核心归母净利润	9,460	10,728	12,086	9,206	10,331	11,697	3%	4%	3%
核心毛利润率	44.5%	45.3%	46.2%	44.8%	46.3%	47.1%	-0.4pp	-1.0pp	-0.9pp
核心经营利润率	32.3%	33.7%	34.7%	37.4%	34.2%	35.4%	-5.2pp	-0.5pp	-0.7pp
核心归母净利率	29.3%	30.3%	30.9%	29.4%	29.6%	30.4%	-0.2pp	0.7pp	0.5pp

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 数据截至2025年8月12日

图13: 腾讯音乐会员订阅计划测算

百万元人民币					
FY26E	Bear case	Base case	Bull case	Blue sky	
超级会员					
MAU	500	551	551	600	
付费率	2.0%	3.9%	4.5%	5.0%	
订阅用户 (百万)	10.0	21.7	24.6	30.0	
月均 ARPU (人民币)	19.0	19.0	30.0	40.0	
收入	2,275	4,937	8,865	14,400	
车载会员					
MAU	500	551	551	600	
付费率	0.2%	0.4%	1.0%	3.0%	
订阅用户 (百万)	1.0	2.3	5.5	18.0	
月均 ARPU (人民币)	15.0	18.0	20.0	25.0	
收入	186	492	1,322	5,400	
绿钻					
MAU	500	551	551	600	
付费率	19.3%	19.3%	22.5%	25.0%	
订阅用户 (百万)	96.4	106.2	124.0	150.0	
月均 ARPU (人民币)	9.0	11.2	13.1	15.0	
收入	10,410	14,268	19,484	27,000	
总 MAU (百万)	500	551	551	600	
总付费率	21.5%	23.6%	28.0%	33.0%	
总订阅用户 (百万)	107.4	130.2	154.1	198.0	
整体 ARPU (人民币)	10.0	12.6	16.0	19.7	
总收入	12,871	19,698	29,672	46,800	

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图14: 超级会员敏感性分析

超级会员敏感性测试						
		超级会员付费率				
25 财年集团订阅收入		1.9%	2.9%	3.9%	4.9%	5.9%
17.0		16,934	18,055	19,177	20,298	21,420
18.0		17,062	18,250	19,437	20,625	21,812
超级会员 ARPPU (人民币)	19.0	17,190	18,444	19,698	20,951	22,205
20.0		17,318	18,638	19,958	21,278	22,598
21.0		17,447	18,832	20,218	21,604	22,990

超级会员敏感性测试						
		超级会员付费率				
25 财年集团订阅收入上行/下行空间		1.9%	2.9%	3.9%	4.9%	5.9%
17.0		-14%	-8%	-3%	3%	9%
18.0		-13%	-7%	-1%	5%	11%
超级会员 ARPPU (人民币)	19.0	-13%	-6%	0%	6%	13%
20.0		-12%	-5%	1%	8%	15%
21.0		-11%	-4%	3%	10%	17%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

估值

我们给予未来12个月在线音乐业务30倍市盈率（此前为20倍）；社交娱乐服务板块则给予20倍市盈率（此前为10倍）。我们对净现金采用了30%的折扣。我们的估值预期在基线情形下对应30倍26财年市盈率（在乐观情形下则对应12倍），较我们对Spotify（SPOT US）设定的64倍目标市盈率折让53%。我们认为该估值折让合理反映了TME相对较小用户规模、以及较低付费率及ARPPU。

我们认为潜在的盈利增长催化剂包括：SVIP 推动的订阅用户和 ARPPU 增加、AI 赋能成本控制、与腾讯生态系统的合作，以及喜马拉雅潜在并表（该收购已于 2025 年 6 月宣布）。我们认为长期结构性增长潜力包括：1）相较于 Spotify 40%以上的付费率，TME 20%的付费率水平仍然较低；2）与其他消费选项相比价格较低（图 17）；3）海外市场拓展机会。

图15：腾讯音乐分部加总估值

百万美元				
未来 12 个月	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
收入	28,169	35,414	45,917	67,386
同比增速	-13%	10%	42%	109%
相对基础情形的上行空间	-20%		30%	90%
毛利润	11,267	16,059	22,040	33,693
同比增速	-22%	12%	53%	134%
毛利率	40%	45%	48%	50%
相对基础情形的上行空间	-30%		37%	110%
核心净利润	5,936	10,728	16,709	28,361
同比增速	-37%	13%	77%	200%
核心净利润率	21%	30%	36%	42%
相对基础情形的上行空间	-45%		56%	164%
目标估值倍数（倍）	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
目标市盈率（倍）	24	28	33	34
订阅收入	25	30	35	35
非订阅收入	25	30	35	35
社交娱乐收入	15	20	25	25
核心净利润 24-26E CAGR		18%		
隐含 PEG	1.3	1.5	1.8	1.9
目标价值	143,223	303,403	556,774	972,196
加：Spotify 及 WMG 权益		6,316		
加：净现金，30%折让	20,723	20,723	20,723	20,723
减：少数权益		1,295		
目标权益价值（百万元人民币）	168,966	329,146	582,517	997,940
流通股数（百万）	1,565	1,565	1,565	1,565
目标价（美元）	15.0	29.2	51.6	88.4
上行空间	-41%	15%	103%	248%
目标价对应倍数 - 基础情形		2025E	2026E	2027E
P/E		34.8	30.7	27.2
P/S		10.2	9.3	8.4
目标价对应倍数 - 乐观情形		2025E	2026E	2027E
P/E		17.0	11.6	8.0
P/S		6.0	4.2	3.0

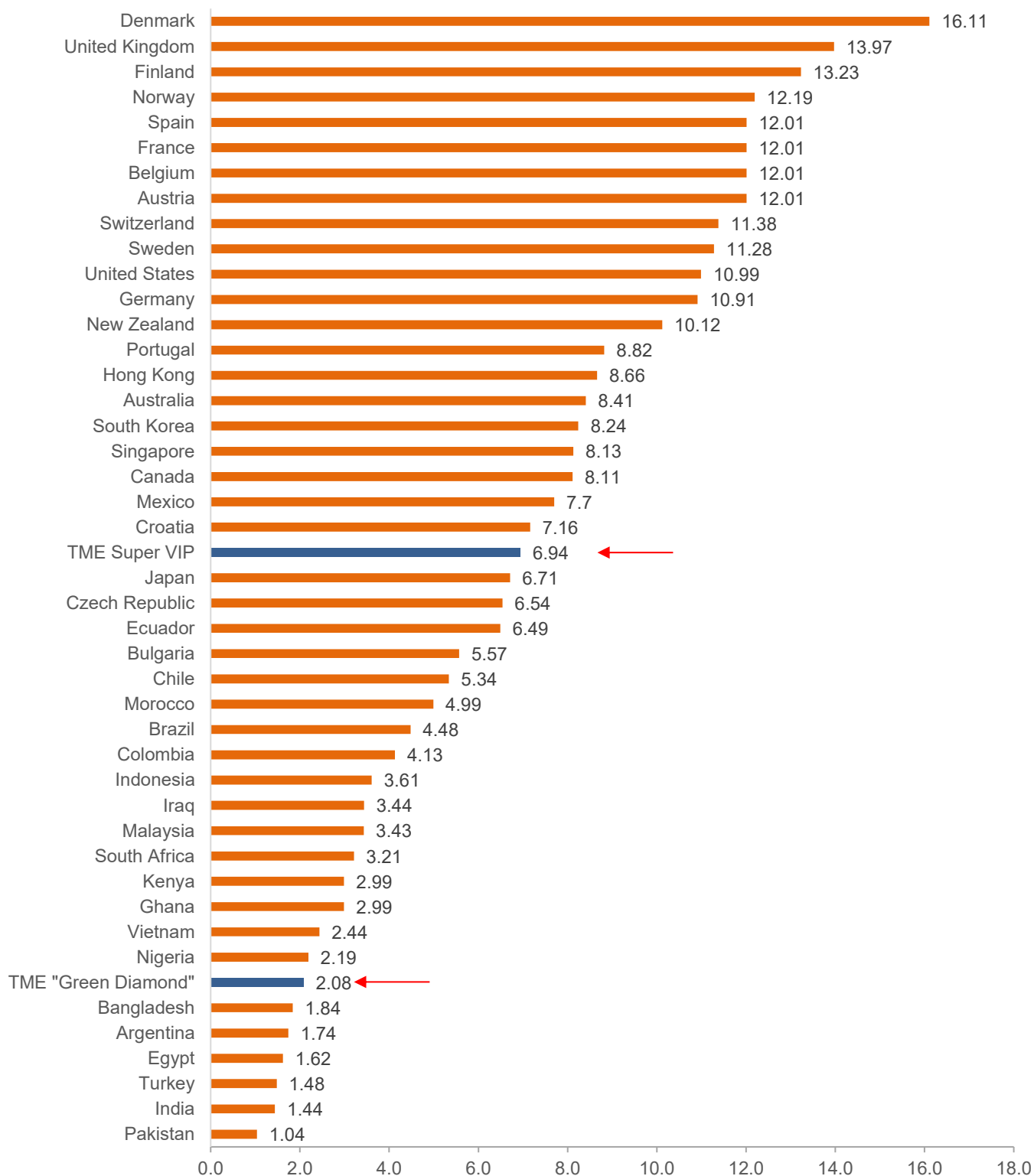
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图16: 腾讯音乐季度预测

CMS 预测	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
历史&预测估算								
在线音乐 MAU, 百万	576	556	555	553	552	551	551	551
同比增长	-3%	-3%	-4%	-3%	-4%	-1%	-1%	0%
年度/季度净增加	5.0	-20.0	-1.0	-2.0	-1.0	-1.0	0.0	0.0
在线音乐付费用户, 百万	119	121	123	124	126	127	128	129
同比增长	16%	13%	8%	6%	6%	5%	4%	4%
年度/季度净增加	2.0	2.0	1.9	1.5	1.3	1.3	1.0	1.0
付费率	20.7%	21.8%	22.1%	22.5%	22.8%	23.0%	23.2%	23.4%
	3.3%	3.2%	2.5%	2.0%	2.1%	1.3%	1.1%	0.9%
在线音乐 ARPPU, 人民币	10.8	11.1	11.4	11.7	11.9	12.2	12.4	12.6
同比增长	4%	4%	8%	10%	11%	10%	8%	7%
年度/季度净增加	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
收入, 百万元人民币	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
集团收入	7,015	7,458	7,356	8,442	8,247	8,273	8,073	9,242
同比增长	7%	8%	9%	18%	18%	11%	10%	9%
在线音乐	5,480	5,831	5,804	6,854	6,711	6,764	6,623	7,792
同比增长	20%	16%	16%	26%	22%	16%	14%	14%
订阅收入	3,840	4,030	4,220	4,380	4,492	4,658	4,763	4,869
同比增长	20%	18%	17%	17%	17%	16%	13%	11%
非订阅收入	1,640	1,801	1,584	2,474	2,218	2,107	1,861	2,923
同比增长	20%	12%	14%	47%	35%	17%	17%	18%
社交娱乐	1,535	1,627	1,552	1,588	1,537	1,509	1,450	1,450
同比增长	-24%	-13%	-12%	-9%	0%	-7%	-7%	-9%
收入占比								
在线音乐	78%	78%	79%	81%	81%	82%	82%	84%
社交娱乐	22%	22%	21%	19%	19%	18%	18%	16%
毛利润	2,991	3,253	3,242	3,749	3,616	3,773	3,636	4,171
毛利率	42.6%	43.6%	44.1%	44.4%	43.8%	45.6%	45.0%	45.1%
非 GAAP 经营利润 (经 CMS 调整)	2,050	2,345	2,365	2,829	2,528	2,713	2,683	3,239
非 GAAP 经营利率 (经 CMS 调整)	29.2%	31.4%	32.2%	33.5%	30.6%	32.8%	33.2%	35.0%
同比增长	50.7%	40.5%	21.5%	32.9%	23.3%	15.7%	13.4%	14.5%
非 GAAP 归母净利润	1,814	2,280	2,124	2,574	2,306	2,456	2,434	2,889
非 GAAP 归母净利率	25.9%	30.6%	28.9%	30.5%	28.0%	29.7%	30.0%	31.3%
同比增长	28.8%	44.8%	24.6%	37.4%	27.1%	7.7%	14.6%	12.2%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图17：腾讯音乐的“绿钻”和“SVIP”会员的月度订阅价格与全球各地的Spotify月度订阅价格相比较（美元）



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上行区间(%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
腾讯	700 HK	港元	增持	559.5	670.0	19.7	652.4	10.1	8.7	18.6	16.6	1.4	6.4	17.9	22.8	21.5	8.3	12.0	13.1
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	122.4	146.0	19.3	292.0	16.4	14.3	13.3	16.0	2.7	2.1	12.8	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
拼多多	PDD US	美元	增持	116.4	136.0	16.8	165.3	13.5	9.3	14.3	9.7	0.3	2.9	11.0	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7
美团	3690 HK	港元	增持	119.4	156.0	30.7	93.0	9.9	7.9	20.0	13.0	0.3	1.7	13.9	18.0	23.4	15.7	39.6	21.3
网易	NTES US	美元	增持	131.0	166.0	26.7	82.9	14.1	13.4	14.2	13.3	2.0	5.2	14.0	26.7	23.8	6.4	6.8	7.1
京东	JD US	美元	增持	32.1	42.0	30.8	46.7	10.2	6.2	13.3	8.3	0.2	0.3	6.8	20.3	10.6	6.8	45.5	44.0
腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.4	29.2	15.0	39.3	22.8	20.9	29.9	26.4	2.0	8.8	26.3	14.8	11.8	10.0	13.0	12.0
看准科技	BZ US	美元	增持	21.8	审视中	n.a.	10.5	10.2	9.5	21.6	18.6	1.2	9.3	17.2	22.0	22.6	10.4	14.9	12.6
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	22.9	28.0	22.5	9.6	16.8	12.5	30.7	21.3	0.6	2.3	21.1	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1
云音乐	9899 HK	港元	增持	260.0	审视中	n.a.	7.2	29.5	23.9	28.7	25.2	1.9	6.3	29.5	16.3	15.8	11.7	13.2	22.4
赤子城	9911 HK	港元	增持	10.3	12.2	19.0	1.8	9.2	7.5	11.8	9.3	0.4	1.9	16.3	54.0	34.5	19.1	22.8	26.3
唯品会	VIPS US	美元	中性	15.7	审视中	n.a.	8.1	9.3	6.8	6.6	6.1	1.2	0.6	5.0	17.6	18.4	1.9	5.0	26.3
携程	TCOM US	美元	未评级	59.3	n.a.	n.a.	38.8	13.6	11.8	16.1	13.8	0.9	5.2	20.2	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	87.8	n.a.	n.a.	30.8	2.1	1.7	10.5	9.6	0.8	1.7	6.6	7.1	7.0	5.5	12.7	17.7
快手	1024 HK	港元	未评级	71.6	n.a.	n.a.	39.4	9.2	7.8	14.0	11.9	0.7	2.2	10.6	24.4	23.0	8.7	17.6	16.3
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.7	n.a.	n.a.	27.5	13.5	9.3	30.7	19.2	0.4	1.0	16.9	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
阅文	772 HK	港元	未评级	31.2	n.a.	n.a.	4.1	18.7	16.5	21.9	19.7	1.7	3.6	19.2	6.0	6.3	6.1	11.4	13.9
美图	1357 HK	港元	未评级	10.3	n.a.	n.a.	6.0	43.8	26.0	n.a.	37.0	1.1	n.a.	33.5	15.2	17.6	20.6	33.3	52.2
欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.3	10.0	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.2	6.7	6.5	1.5	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.9	n.a.	n.a.	1.8	18.4	11.1	21.9	9.6	0.1	0.4	5.6	2.3	7.2	3.3	81.3	42.7
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	8.4	n.a.	n.a.	1.3	2.8	2.7	8.4	7.9	1.7	3.9	n.a.	19.7	17.6	5.5	4.6	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.2	n.a.	n.a.	0.2	36.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.5	n.a.	n.a.	0.8	25.7	9.6	29.1	24.3	0.7	0.9	18.6	2.4	3.5	7.0	36.8	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	10.1	n.a.	n.a.	2.5	4.1	4.0	5.4	5.3	1.5	1.4	4.9	10.7	10.1	2.9	3.4	3.4
映宇宙	3700 HK	港元	未评级	1.3	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	8.9	7.4	n.a.	0.3	n.a.	6.0	7.0	n.a.	n.a.	n.a.
中国公司均值								13.7	10.7	17.3	14.9	1.1	3.2	15.1	16.6	15.9	9.4	21.7	26.2
亚马逊	AMZN US	美元	增持	221.5	271.0	22.3	2,362.0	14.5	12.3	26.5	22.8	1.2	3.7	16.9	21.0	19.2	10.5	27.8	32.2
谷歌	GOOGL US	美元	增持	203.3	225.0	10.7	2,464.0	14.2	12.3	19.3	18.4	2.3	7.0	17.0	31.3	27.4	13.3	18.8	15.6
Meta	META US	美元	增持	790.0	审视中	n.a.	1,984.6	19.5	16.3	24.1	21.5	1.8	n.a.	18.3	35.2	29.2	15.5	7.9	21.4
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,225.3	1,423.0	16.1	520.7	37.3	31.0	45.5	39.6	1.9	n.a.	56.7	42.4	45.2	12.2	25.9	22.7
优步	UBER US	美元	增持	91.7	审视中	n.a.	191.3	22.6	17.9	24.4	22.3	1.6	4.3	20.4	27.6	26.9	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	689.4	766.0	11.1	143.7	n.a.	38.1	n.a.	n.a.	0.8	8.5	47.1	19.6	28.7	14.5	49.6	48.8
Lyft	LYFT US	美元	增持	13.9	21.0	51.1	5.6	8.9	6.9	12.1	10.8	0.7	1.0	6.3	19.2	26.5	12.8	16.6	n.a.
海外公司均值								19.5	19.3	25.3	22.6	1.5	4.9	26.1	28.1	29.0	13.3	24.4	28.1

注：股价采用2025年8月12日（所有市场）收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
存货	8	23	8	9	9
应收账款	2,918	3,508	3,398	3,724	4,108
预付款	3,438	3,793	3,793	3,793	3,793
短期投资	0	0	0	0	0
定期存款	9,937	13,999	13,999	13,999	13,999
现金及现金等价物	13,567	13,164	19,177	27,365	36,691
其他流动资产	68	57	57	57	57
总流动资产	29,936	34,544	40,432	48,946	58,657
物业、厂房及设备	490	803	1,001	1,211	1,434
使用权资产	367	295	295	295	295
无形资产	2,032	2,049	1,859	1,653	1,434
商誉	19,542	19,647	19,647	19,647	19,647
定期存款	8,719	10,419	10,419	10,419	10,419
其他非流动资产	14,450	22,687	22,687	22,687	22,687
总非流动资产	45,600	55,900	55,908	55,912	55,916
总资产	75,536	90,444	96,341	104,857	114,574
应付账款	5,006	6,879	5,001	5,396	5,857
其他应付款	3,472	5,535	4,043	4,431	4,888
递延收入	2,854	3,096	3,324	3,642	4,018
其他流动负债	682	1,040	1,040	1,040	1,040
总流动负债	12,014	16,550	13,408	14,508	15,804
应付票据	5,636	3,572	3,572	3,572	3,572
应付账款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	684	596	596	596	596
总非流动负债	6,320	4,168	4,168	4,168	4,168
总负债	18,334	20,718	17,576	18,676	19,972
储备	38,938	47,812	47,812	47,812	47,812
留存收益	16,969	20,051	28,828	36,002	44,148
非控股权益	1,295	1,863	2,125	2,367	2,642
总股东权益	57,202	69,726	78,764	86,181	94,602
总负债及股东权益	75,536	90,444	96,341	104,857	114,574
净现金	17,868	23,591	29,604	37,792	47,118

现金流量表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
息税前利润	6,045	8,712	13,095	12,004	13,601
调整项	506	-15	-954	-1,044	-1,213
流动资产变动	786	1,578	-3,017	774	910
经营性现金流	7,337	10,275	9,123	11,735	13,298
资本开支	-165	-319	-266	-292	-322
无形资产开支	-456	-713	-646	-708	-781
其他	-1,242	-5,786	0	0	0
投资性现金流	-1,863	-6,818	-913	-1,000	-1,103
融资性现金流	-1,538	-3,830	-2,198	-2,547	-2,868
现金净变动	4,012	-403	6,013	8,188	9,326
期初现金	9,555	13,567	13,164	19,177	27,365
期末现金	13,567	13,164	19,177	27,365	36,691

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

利润表

(百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	27,752	28,401	32,319	35,414	39,074
成本	-17,957	-16,376	-17,939	-19,355	-21,009
毛利润	9,795	12,025	14,380	16,059	18,065
销售费用	-897	-865	-932	-1,021	-1,127
管理费用	-4,121	-3,811	-4,002	-4,102	-4,448
总经营费用	-5,018	-4,676	-4,934	-5,124	-5,575
利息收入	1,052	1,196	1,136	1,189	1,230
其他净收益	230	165	2,571	0	0
股权支付费用	0	0	0	0	0
经营利润	6,059	8,710	13,153	12,124	13,721
投资收益	127	96	39	0	0
公允价值变动	-141	-94	-97	-120	-120
税前收益	6,045	8,712	13,095	12,004	13,601
所得税费用	-825	-1,603	-1,858	-2,041	-2,312
净利润	5,220	7,109	11,236	9,964	11,289
少数股东权益	300	465	262	242	274
归母净利润	4,920	6,644	10,975	9,721	11,014
核心经营利润 (调整后)	5,958	8,470	10,435	11,943	13,562
EBITDA	6,962	9,448	11,339	13,041	13,562
核心归母净利润	5,923	7,671	9,460	10,728	12,086
稀释每股收益 (人民币)	3.11	4.24	7.08	6.27	7.11
核心稀释每股收益 (人民币)	3.74	4.90	6.10	6.92	7.80

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比					
收入	-2%	2%	14%	10%	10%
毛利润	12%	23%	20%	12%	12%
经营利润	36%	44%	51%	-8%	13%
归母净利润	34%	35%	65%	-11%	13%
核心经营利润 (调整后)	31%	42%	23%	14%	14%
EBITDA	22%	36%	20%	15%	4%
核心归母净利润	25%	30%	23%	13%	13%
利润率					
毛利润	35%	42%	44%	45%	46%
经营利润	22%	31%	41%	34%	35%
归母净利润	18%	23%	34%	27%	28%
核心经营利润 (调整后)	21%	30%	32%	34%	35%
EBITDA	25%	33%	35%	37%	35%
核心归母净利润	21%	27%	29%	30%	31%
税率	14%	18%	14%	17%	17%
回报率 (%)					
资产周转率 (倍)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
杠杆比率 (倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
息税前利润率 (%)	22	31	41	34	35
利息负担 (倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净资产收益率 (%)	9.3	10.5	14.8	11.8	12.2
投资资产收益率 (%)	13.5	15.5	23.0	19.9	23.0
总资产收益率 (%)	6.9	8.0	11.8	9.7	10.0
估值					
市销率 (倍)	10.2	10.0	8.8	8.0	7.2
市盈率 (倍)	47.8	36.9	29.9	26.4	23.4

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828