

腾讯音乐-SW (01698.HK)

在线音乐收入稳步增长，积极布局粉丝经济及演出业务
差异化优势凸显

公司发布 2025 年第二季度业绩公告，实现总收入 84.4 亿元，同比增长 17.9%；调整后归母净利润 25.7 亿元，同比增长 37.4%。

- 收入净利润表现亮眼，有效成本管控下人效提升。二季度公司收入及利润均实现稳健增长，毛利率从 2024 年 Q2 的 42% 提升至 44.4%，主要来自音乐订阅收入及广告服务收入的强劲增长，以及社交娱乐收入分成比例下降。期间费用达人民币 11.6 亿元，同比保持相对稳定，占总收入百分比从 2024 年 Q2 的 16% 下降至 13.7%，整体费用管控有效。
- 在线音乐稳步增长，丰富内容满足多元化音乐消费需求。1) 在线音乐业务方面，二季度在线音乐服务收入同比增长 26.4% 至 54.2 亿元，主要得益于订阅收入及广告服务、艺人周边及线下演出收入的增长。其中，在线音乐订阅收入为人民币 43.8 亿元，同比增长 17.1%，主要由 ARPPU 提升推动，ARPPU 从 2024 年同期的 10.7 元增长至 11.7 元，较一季度 (11.4 元) 进一步提升，主要得益于丰富超级会员权益带来的会员增长。在线音乐月活跃用户数 5.53 亿，同比下降 3%，付费用户数 1.244 亿，同比增长 9.3%，SVIP (超级会员) 用户数超 1500 万。此外，广告业务收入增长主要来自多元化产品组合和创新广告形式，如激励广告模式。艺人周边和线下演出收入增长也带动了在线音乐服务收入的增长。2) 社交娱乐业务方面，二季度收入同比下降 8.5% 至 15.9 亿元。
- 积极拓展粉丝经济及演唱会业务，差异化优势逐步加深。公司今年来通过国内外合作、自制等形式不断扩充曲库，如与 The Black Label、H Music 首次签约，增强韩国流行音乐内容优势。与此同时，公司不断丰富合作形式，如与 SM 娱乐共同为 NCT 成员钟辰乐打造中文专辑，为热门电影《长安的荔枝》打造片尾曲，与浙江卫视达成战略合作补充《闪光的夏天》《天赐的声音》等热门综艺音乐版权。此外，公司在粉丝经济及线上下演出等赛道逐步开始发力，粉丝经济方面，公司携手韩国 DearU 在 QQ 音乐应用内引入艺人互动社区 Bubble，为中国粉丝与 SM、JYP、CUBE 等公司旗下韩流艺人互动提供便利；线下演出方面，凭借优秀的演出打造能力，公司也成功主办了 G-DRAGON 权志龙在中国澳门的演唱会，吸引超 3.6 万名观众参与，官方周边迅速售罄，有望在后续覆盖更多地区。对于在线音乐业务而言，艺人相关权益对驱动超级会员转化效果显著，如数字专辑、演唱会门票优先购、艺人合作系列星光卡等，有望持续为基础业务贡献新增量。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司占据在线音乐市场约 70% 市场份额，内容版权优势稳固，随着国内用户付费意愿强化，平台持续强化会员分层机制及权益优化，以及粉丝经济、线上下演出等新消费赛道业务增长，公司有望实现付费率、SVIP 会员数及 ARPPU 值的进一步提升。我们上调公司 2025—2027 年营业收入预测至 323/363/403 亿元，经调整归母净利润 95/107/120 亿元，对应 PE 分别为 29.6/26.3/23.6x，维持“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、版权资源流失等。

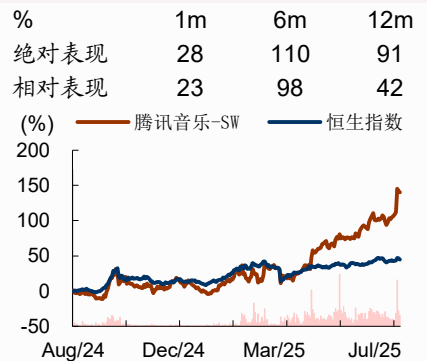
强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 99.9 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)	309.5
香港股市值 (十亿港元)	143.1
每股净资产 (港元)	27.1
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	19.9%
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



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《腾讯音乐-SW (01698) — 音乐恒久远，腾讯音乐始终相伴》
2025-06-03

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

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	27752	28401	32262	36253	40328
同比增长	-2%	2%	14%	12%	11%
经调整归母净利润(百万元)	5923	7671	9510	10705	11971
同比增长	25%	30%	24%	13%	12%
每股收益(元)	1.73	2.48	3.07	3.46	3.86
PE	52.7	36.8	29.6	26.3	23.6
PB	5.6	4.2	3.8	3.5	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

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	39911	47126	55504
现金及现金等价物	13567	13164	17535	23720	31046
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	3985	4478	4981
其它应收款	3327	0	0	0	0
存货	8	23	25	28	30
其他流动资产	88	3804	4321	4856	5401
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	98632	108280	118967
流动负债	12014	16550	17793	19706	21623
应付账款	5006	9033	9752	10859	11968
应交税金	0	934	934	934	934
短期借款	0	0	0	0	0
其他	7008	6583	7107	7913	8722
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	21961	23874	25791
股本	2	2	2	2	2
储备	69897	68961	75357	82466	90526
少数股东权益	1295	1863	2412	3038	3747
归属于母公司所有者权益	55907	67863	74259	81368	89428
负债及权益合计	75536	90444	98632	108280	118967

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7337	10275	7810	9718	11049
净利润	4920	6644	8410	9605	10871
折旧与摊销	0	0	0	0	0
营运资本变动	0	0	247	883	866
其他非现金调整	2417	3631	(847)	(770)	(687)
投资活动现金流	(1863)	(6818)	(1425)	(1037)	(913)
资本性支出	(1164)	(1032)	(1050)	(1015)	(1075)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	26628	67638	1003	613	388
其它	49	4	629	590	550
筹资活动现金流	(1538)	(3830)	(2014)	(2496)	(2810)
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	2496	2810
其它筹资	(230)	(419)	0	0	0
其它调整	0	(3016)	(4027)	(4993)	(5620)
现金净增加额	4012	(403)	4371	6184	7326

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	32262	36253	40328
主营业务收入	27752	28401	32262	36253	40328
营业成本	17957	16376	17679	19686	21696
毛利	9795	12025	14582	16568	18631
营业支出	5018	4676	5001	5438	5848
营业利润	4777	7349	9582	11130	12784
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	10978	12526	14180
所得税	825	1603	2019	2294	2600
少数股东损益	300	465	549	626	709
经调整归母净利润	5923	7671	9510	10705	11971
EPS(元)	1.73	2.48	3.07	3.46	3.86

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-2%	2%	14%	12%	11%
营业利润	49%	54%	30%	16%	15%
净利润	25%	30%	24%	13%	12%
获利能力					
毛利率	35.3%	42.3%	45.2%	45.7%	46.2%
净利率	17.7%	23.4%	26.1%	26.5%	27.0%
ROE	8.8%	9.8%	11.3%	11.8%	12.2%
ROIC	9.1%	9.7%	11.1%	11.6%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	24.3%	22.9%	22.3%	22.0%	21.7%
净负债比率	0.0%	3.9%	3.6%	3.3%	3.0%
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					
资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1632.5	1056.5	739.3	750.2	746.6
应收帐款周转率	4.7	5.8	8.6	8.6	8.5
应付帐款周转率	3.6	2.3	1.9	1.9	1.9
每股资料(元)					
每股收益	1.73	2.48	3.07	3.46	3.86
每股经营现金	2.14	3.32	2.52	3.14	3.57
每股净资产	16.29	21.91	23.97	26.26	28.87
每股股利	0.49	0.65	0.81	0.91	1.01
估值比率					
PE	52.7	36.8	29.6	26.3	23.6
PB	5.6	4.2	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	379.0	263.0	208.7	182.9	161.6

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。