

腾讯音乐 (TME.N)

泛音乐领域不断扩展, ARPPU 值提升顺利

优于大市

核心观点

收入回归双位数增长, 经调整利润率同比+3.5pct。 25Q2, 公司实现总收入 84.4 亿元, 同比+17.9%, 环比+14.8%, 在线音乐收入占比达 81%。公司毛利率与经调整利润继续提升, 毛利率同比上升 2.4pct, 经调整利润率同比上升 3.5pct。25Q2, 公司毛利率 44.4%, 同比+2.4pct, 环比+0.3pct。毛利率提升主要系: 版权成本绝对值还是提升的, 但是有杠杆作用, 特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。我们预计 25Q3 毛利率环比略下降, 主要系演出等线下业务的发展。在成本端和费用端持续优化下, 25Q2 公司经调整净利润 26.4 亿元, 同比+33%。经调整利润率 31.3%, 同比+3.5pct, 环比+1pct。

订阅业务 ARPPU 值提升顺利, 其他在线音乐业务收入增长强劲。 2025Q2, 在线音乐收入 68.5 亿元, 同比+26.4%, 环比+18.1%。1) 25Q2, 公司订阅业务收入 43.8 亿元, 同比+17.1%。25Q2, 公司的在线音乐移动 MAU 为 5.53 亿, 同比-3.2%。在线音乐付费用户为 1.24 亿人, 同比+6.3%; 订阅用户环比净增 150 万, 付费率达 22.5%, 同比+2pct。月 ARPPU 为 11.7 元, 同比+9.3%, 环比+2.6%。SVIP 渗透率和 ARPPU 都展现出非常强劲的增长势头, 公司通过增加更多会员权益推动 SVIP 发展, 比如拓展周边产品、演唱会优先购票以及专辑权益等。我们测算当前 SVIP 在会员中占比 12%, 预计中期可达 20-25%。在 SVIP 发展推动下, 我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1.4 元(此前预期 1.2 元)。除此以外, 公司进一步精细化运营付费人群, 5 月 27 日, QQ 音乐新增“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。价格敏感型用户可以每月付较少会员费以及看广告解锁会员曲库。参考海外流媒体发展, 22 年奈飞首次推出含广告的基础套餐。奈飞分级会员体系通过精细化运营(分层定价、广告增量、共享管控)和内容生态扩张(IP 开发、直播), 实现了用户规模与收入的协同增长。

2) **其他在线音乐收入同比增长 47%。** 25Q2 其他在线音乐业务(广告、转授权、数字专辑等)收入 24.7 亿元, 同比+46.9%, 环比+56.2%。艺人周边和线下演出实现了强劲增长。腾讯音乐为艺人操盘演唱会, 今年首次操盘大型国际巡演, 比如权志龙澳门演唱会等。除此以外, 公司本季度广告业务增长较好, 主要系广告中网赚模式不断提量。

社交娱乐业务业务收入降幅持续收窄。 25Q2, 社交娱乐与其他收入 15.9 亿元, 同比-8.5%, 环比+2%。

投资建议: 公司龙头地位稳固, 决定公司订阅业务发展顺利。25 年以来, 公司在付费渗透率提升同时发展出 ARPPU 值提升的第二条增长曲线。公司发展粉丝经济(主办演唱会、推出 Bubble、售卖明星周边)、泛音乐(长音频)等, 不断音乐稳固领域龙头地位并推动第二增长曲线发展。6 月 10 日, 腾讯音乐发布收购长音频龙头喜马拉雅的公告, 当前财务还未并表。此举有望发挥长音频和音乐的协同性, 类似海外音乐龙头 Spotify, 助力腾讯音乐订阅业务 ARPPU 值提升顺利。根据招股书喜马拉雅 23 年收入 61.6 亿元, 同比+2%; 调整后净利润 2.24 亿元, 喜马拉雅利润率低主要系销售费用影响, 腾讯音乐收购后有望通过获客渠道赋能等带来喜马拉雅的利润释放。

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师: 张伦可 证券分析师: 陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	27.10 - 28.90 美元
收盘价	25.5 美元
总市值/流通市值	395/183 亿美元
52 周最高价/最低价	25.52/9.29 美元
近 3 个月日均成交额	不适用

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯音乐 (TME.N) -ARPPU 值提升或将成为订阅业务增长主要驱动》——2025-05-20
- 《腾讯音乐 (TME.N) -会员数量增长稳健, ARPPU 值提升顺利》——2025-03-23
- 《腾讯音乐 (TME.N) -订阅业务增长稳健, SVIP 会员达 1000 万》——2024-11-15
- 《腾讯音乐 (TME.N) -订阅业务健康发展, 下半年关注 SVIP 会员运营》——2024-08-16
- 《腾讯音乐 (TME.N) -订阅用户提升顺利, 公司派发现金股息》——2024-05-21

除此以外，腾讯音乐 25Q2 以来布局海外。①25 年 5 月，腾讯音乐拟入股韩国 SM 娱乐成为第二大股东；②25 年 6 月底，QQ 音乐正式上线“Bubble”产品，订阅费用 28 元/月。提供的是粉丝圈的高端定制服务。在 Bubble 内，艺人可以为粉丝发布专属消息，分享独家内容。③承办韩国艺人演唱会等。公司预计周边和演唱会等综合服务在未来几年的国际化进程中会有符合预期的发展，近期有望拓展至东南亚等地区。

考虑到公司泛音乐领域积极布局，我们用海内外可比公司进行估值。海外音乐龙头 Spotify 25 年 PE 估值 114 倍，对应 PEG 2.8 倍。国内泛娱乐领域大麦娱乐 25 年 PE 34 倍，对应 PEG 0.6 倍。估值切换至 26 年，考虑到腾讯音乐龙头地位稳固，泛音乐领域拓展性强，给予腾讯音乐 1.6-1.7xPEG，对应 26 年 30-32xPE，对应 ADS 股价 27.1-28.9 美元，上调幅度 66-71%。维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,752	28,401	29,065	33,458	36,135
(+/-%)	-2.1%	2.3%	2.3%	15.1%	8.0%
经调整归母净利润(百万元)	5923	7671	9674	11151	12672
(+/-%)	26.8%	30.7%	26.9%	16.2%	14.4%
每 ADS 收益(元)	3.45	4.47	5.64	6.50	7.38
EBIT Margin	15.3%	24.7%	24.4%	28.3%	27.6%
净资产收益率(ROE)	6.2%	7.6%	12.2%	14.2%	13.3%
市盈率(PE)-调整后	47.6	36.7	29.1	25.3	22.2
EV/EBITDA	18.7	12.2	12.5	9.8	9.9
市净率(PB)	5.45	5.66	5.17	4.66	4.22

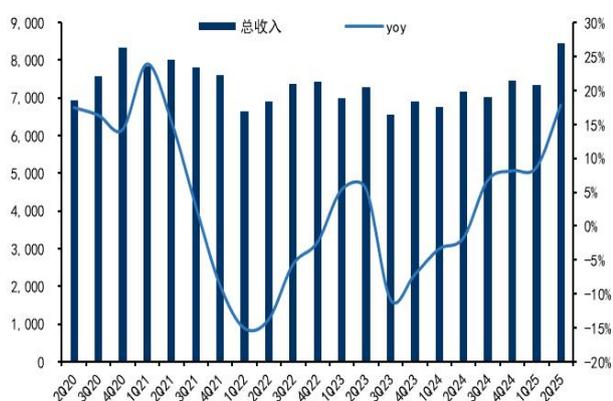
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩概览：收入同比增长 17.9%，经调整利润率同比+3.5pct

收入同比上涨 17.9%。25Q2，公司实现总收入 84.4 亿元，同比+17.9%，环比+14.8%，在线音乐收入占比达 81%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 2.4pct，经调整利润率同比上升 3.5pct。25Q2，公司毛利率 44.4%，同比+2.4pct，环比+0.3pct。毛利率提升主要系：版权成本绝对值还是提升的，但是有杠杆作用，特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。我们预计 25Q3 毛利率环比略下降，主要系演出等线下业务的发展。在成本端和费用端持续优化下，25Q2 公司经调整净利润 26.4 亿元，同比+33%。经调整利润率 31.3%，同比+3.5pct，环比+1pct。

图1：腾讯音乐总收入及增速（百万元，%）



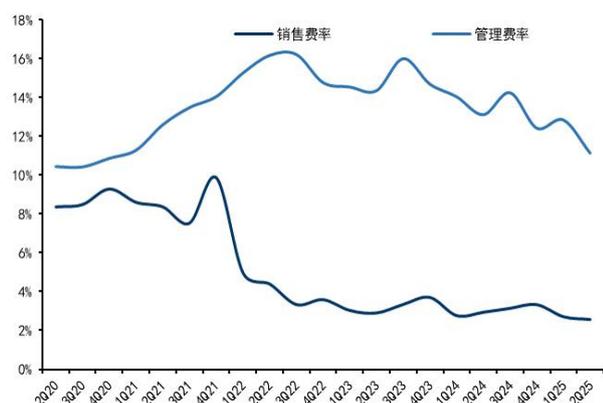
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯音乐毛利润与毛利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯音乐各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯音乐经调整利润以及经调整利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：在线音乐业务增长强劲

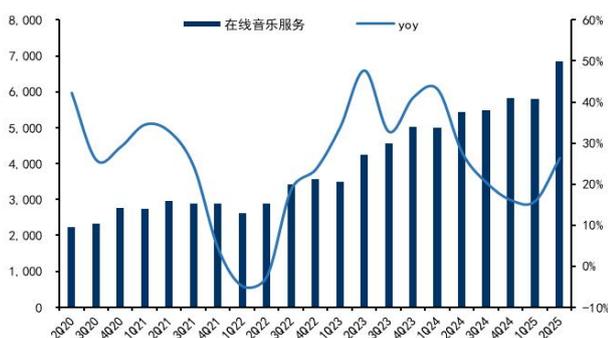
在线音乐业务：2025Q2，在线音乐收入 68.5 亿元，同比+26.4%，环比+18.1%。

1) 订阅业务收入同比增长 17.1%。25Q2，公司订阅业务收入 43.8 亿元，同比

+17.1%，环比+3.8%，付费用户数继续提升，ARPPU 持续上升：

- ✓ 25Q2，公司的在线音乐移动 MAU 为 5.53 亿，同比-3.2%。在线音乐付费用户为 1.24 亿人，同比+6.3%；订阅用户环比净增 150 万，付费率达 22.5%，同比+2pct。
- ✓ 月 ARPPU 为 11.7 元，同比+9.3%，环比+2.6%。SVIP 渗透率和 ARPPU 都展现出非常强劲的增长势头，公司通过增加更多会员权益推动 SVIP 发展，比如拓展周边产品、演唱会优先购票以及专辑权益等。我们测算当前 SVIP 在会员中占比 12%，预计中期可达 20-25%。在 SVIP 发展推动下，我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1.4 元(此前预期 1.2 元)。
- ✓ 除此以外，公司进一步精细化运营付费人群，5 月 27 日，QQ 音乐新增“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。价格敏感型用户可以每月付较少会员费以及看广告解锁会员曲库。参考海外流媒体发展，22 年奈飞首次推出含广告的基础套餐。奈飞分级会员体系通过精细化运营（分层定价、广告增量、共享管控）和内容生态扩张（IP 开发、直播），实现了用户规模与收入的协同增长。

图5：腾讯音乐在线音乐收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：腾讯音乐在线音乐订阅付费渗透率以及 ARPPU（元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

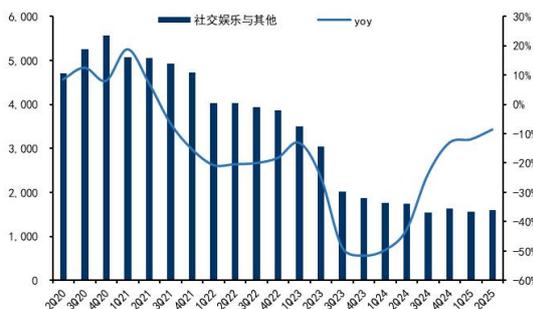
其他在线音乐增长强劲，收入同比增长 47%。其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 24.7 亿元，同比+46.9%，环比+56.2%。艺人周边和线下演出实现了强劲增长。腾讯音乐为艺人操盘演唱会，今年首次操盘大型国际巡演，比如权志龙澳门演唱会等。除此以外，公司本季度广告业务增长较好，主要系广告中网赚模式不断提量。

图7：腾讯音乐订阅业务收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：腾讯音乐社交娱乐与其他收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

社交娱乐业务业务收入降幅持续收窄。25Q2，社交娱乐与其他收入 15.9 亿元，同比-8.5%，环比+2%。

投资建议：订阅业务 ARPPU 值增长顺利，维持“优于大市”评级

考虑到在线音乐业务发展顺利，上调盈利预期，预计 25-27 年经调整净利润 97/112/127 亿元（上调 9/9/9%），CAGR 18%。

公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利。25 年以来，公司在付费渗透率提升同时发展出 ARPPU 值提升的第二条增长曲线。公司发展粉丝经济（主办演唱会、推出 Bubble、售卖明星周边）、泛音乐（长音频）等，不断音乐稳固领域龙头地位并推动第二增长曲线发展。6 月 10 日，腾讯音乐发布收购长音频龙头喜马拉雅的公告，当前财务还未并表。此举有望发挥长音频和音乐的协同性，类似海外音乐龙头 Spotify，助力腾讯音乐订阅业务 ARPPU 值提升顺利。根据招股书喜马拉雅 23 年收入 61.6 亿元，同比+2%；调整后净利润 2.24 亿元，喜马拉雅利润率低主要系销售费用影响，腾讯音乐收购后有望通过获客渠道赋能等带来喜马拉雅的利润释放。

除此以外，腾讯音乐 25Q2 以来布局海外。①25 年 5 月，腾讯音乐拟入股韩国 SM 娱乐成为第二大股东；②25 年 6 月底，QQ 音乐正式上线“Bubble”产品，订阅费用 28 元/月。提供的是粉丝圈的高端定制服务。在 Bubble 内，艺人可以为粉丝发布专属消息，分享独家内容。③承办韩国艺人演唱会等。公司预计周边和演唱会等综合服务在未来几年的国际化进程中会有符合预期的发展，近期有望拓展至东南亚等地区。

考虑到公司泛音乐领域积极布局，我们用海内外可比公司进行估值。海外音乐音乐龙头 Spotify 25 年 PE 估值 114 倍，对应 PEG 2.8 倍。国内泛娱乐领域大麦娱乐 25 年 PE 34 倍，对应 PEG 0.6 倍。估值切换至 26 年，考虑到腾讯音乐龙头地位稳固，泛音乐领域拓展性强，给予腾讯音乐音乐 1.6-1.7xPEG，对应 26 年 30-32xPE，对应 ADS 股价 27.1-28.9 美元，上调幅度 66-71%。维持“优于大市”评级。

表：腾讯音乐可比公司估值（截至 25/8/17）

	市值（亿元）	PE				25-27 年利 润CAGR	PEG
		24	25E	26E	27E		
Spotify*	10,661	162	114	55	41	41%	2.8
腾讯音乐	2,824	35	27	24	21	19%	1.4
网易云音乐	555	33	18	22	18	22%	0.8
大麦娱乐*	335	92	34	27	22	62%	0.6
奈飞*	37,574	52	47	38	32	24%	2.0

资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理 注：*采用彭博一致预期

风险提示

政策风险；付费用户增长不及预期的风险；受泛娱乐平台冲击，竞争格局恶化风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6591	11623	10296	7263	营业收入	28401	29065	33458	36135
应收款项	6285	3185	3575	3762	营业成本	16376	16759	18538	20021
存货净额	24	25	28	30	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	56	67	69	76	销售费用	897	885	970	1084
流动资产合计	26791	28735	36104	46549	管理费用	4121	4316	4490	5059
固定资产	243	1219	2174	3087	财务费用	(711)	(182)	(219)	(176)
无形资产及其他	22233	21841	21449	21057	投资收益	553	516	230	165
投资性房地产	1089	1089	1089	1089	资产减值及公允价值变动	0	516	528	520
长期股权投资	3599	4999	6371	7757	其他收入	(4639)	0	0	0
资产总计	67254	71182	80486	92838	营业利润	3632	8319	10438	10832
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	3859	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	4329	3384	3737	4031	利润总额	3632	8319	10438	10832
其他流动负债	6121	4305	4706	5133	所得税费用	417	1531	1670	1733
流动负债合计	10450	7689	8443	13022	少数股东损益	186	67	91	115
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3839	6721	8676	8984
其他长期负债	5749	7665	10050	11421					
长期负债合计	5749	7665	10050	11421	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	16199	15355	18494	24443	净利润	3839	6721	8676	8984
少数股东权益	738	805	897	1012	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	50317	55022	61095	67384	折旧摊销	824	433	466	500
负债和股东权益总计	67254	71182	80486	92838	公允价值变动损失	0	(516)	(528)	(520)
					财务费用	(711)	(182)	(219)	(176)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	126	2244	2745	1894
每股收益	2.48	4.34	5.60	5.80	其它	113	67	91	115
每股红利	0.49	0.65	0.84	0.87	经营活动现金流	4902	8949	11451	10972
每股净资产	16.24	17.76	19.72	21.75	资本开支	(499)	(501)	(501)	(501)
ROIC	34%	30%	45%	53%	其它投资现金流	1060	0	(8301)	(13282)
ROE	8%	12%	14%	13%	投资活动现金流	(783)	(1901)	(10174)	(15169)
毛利率	42%	42%	45%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	25%	24%	28%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	26%	30%	29%	支付股利、利息	(1516)	(2016)	(2603)	(2695)
收入增长	2%	2%	15%	8%	其它融资现金流	(5624)	0	0	3859
经调整净利润增长率	31%	27%	16%	14%	融资活动现金流	(8656)	(2016)	(2603)	1164
资产负债率	25%	23%	24%	27%	现金净变动	(4537)	5032	(1326)	(3033)
息率	1.9%	2.6%	3.3%	3.4%	货币资金的期初余额	11128	6591	11623	10296
P/E-调整后	36.7	29.1	25.3	22.2	货币资金的期末余额	6591	11623	10296	7263
P/B	5.7	5.2	4.7	4.2	企业自由现金流	6654	7973	10657	10268
EV/EBITDA	12.2	12.5	9.8	9.9	权益自由现金流	1659	8122	10841	14274

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032