

公司報告

騰訊音樂 (TME US)

加大粉絲經濟業務投資以強化護城河

- 2025年三季度業績超预期: 營收同增21%, 受非訂閱用戶收入同比大增51%驱动, 訂閱用戶收入表現穩健, 同增17%; 非GAAP淨利潤超预期4%
- 公司加大投資以強化長期業務護城河, 盤後股價下跌反成入場良機
- 增持: 我們看好公司豐富內容與服務構建的堅實護城河, 風險收益具吸引力; 目標價調降至25.6美元

25年三季度業績超预期

集團營收達84.6億元人民幣, 同比增長21% (上一季度為+18%), 超预期3%, 受非訂閱用戶收入同增51% (上一季度為+47%, 超预期11%) 驱动, 主要得益於線下演唱會和廣告業務表現良好。訂閱業務保持穩定且符合預期, 營收同比增長17% (上一季度為+17%), 付費用戶達1.257億, 环比增長130萬, ARPPU為11.9元人民幣, 环比提升0.2元人民幣, 付費率達22.8%, 环比提升0.3个百分点。社交娛樂服務收入仍面臨壓力, 營收同比下降3% (上一季度為-9%)。毛利率同比提升0.9个百分点至43.5%。非GAAP淨利潤同比增長33%至24.2億元人民幣, 超预期4%。淨現金餘額為187億元人民幣。

加大粉絲經濟業務投資, 筑牢未來競爭壁壘

騰訊音樂盤後股價下跌約8%, 主要因業務結構調整導致利潤率展望惡化: 受益於內容投資增加、活動規模擴大及人才引進, 低利潤率業務如線下演唱會和粉絲經濟業務收入預計將有所增長。我們預計2026年非訂閱用戶收入同增30%。儘管如此, 我們看好這些投資將長遠強化騰訊音樂在頂級IP版權、粉絲生態系統及海外擴展的護城河。我們預測2026年訂閱用戶收入同比增長10%, 保持穩定的利潤率; 付費用戶數增長3% (淨增400萬), ARPPU同比提升7%, 主要受益於SVIP滲透率提升, 以及豐富的內容和更多專屬權益 (如泡泡、明星卡、身份標識等)。整體來看, 我們預計2026財年集團收入同比增長13.3%, 非GAAP淨利潤同比增長10.4%, 严控運營開支及杠桿效應將抵消毛利率下降帶來的壓力影響。

增持: 目標價下調至25.6美元, 風險回報具吸引力

我們上調2026及2027財年集團營收預測5~6%, 調整後淨利潤預測基本持平, 反映非訂閱業務利潤率壓力。目標價由29.2美元下調至25.6美元 (圖18), 主因估值倍數調整、盈利預測調整及估值區間前移。目標價對應2026財年27倍市盈率 (較我們對Spotify設定的65倍目標市盈率折讓58%)。當前2026財年20倍市盈率的估值具吸引力 (市場均值上行1個標準差), 相較Spotify的历史均值折讓53% (圖12)。騰訊音樂相較騰訊的溢價迅速縮窄至6%, 遠低於均值的30% (圖13), 因此我們看好騰訊音樂堅實的護城河及穩健增長前景。潛在催化劑: SVIP驱动在线音乐业务加速、粉丝经济业务、海外扩张; AI辅助的成本控制; 喜马拉雅收购项目 (2025年6月宣布)。主要風險: 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	32,686	37,027	41,260
同比增长	-2%	2%	15%	13%	11%
毛利润	9,795	12,025	14,486	16,039	17,943
核心归母净利润	5,923	7,671	9,658	10,734	11,979
同比增长	25%	30%	26%	11%	12%
核心每股盈利 (人民币)	3.74	4.90	6.21	6.91	7.71
市销率 (倍)	7.6	7.5	6.5	5.7	5.1
市盈率 (倍)	35.8	27.6	22.0	19.7	17.7
ROE	9.3%	10.5%	14.9%	11.4%	11.7%

注: 截至2025年11月12日的收盘价; 资料来源: 彭博, 公司, 招商證券(香港)预测

此为 2025 年 11 月 13 日 “Tencent Music Entertainment Group (TME US) - Investment in fan-based business to strength moat” 的中文版

李怡珊, CFA

王騰杰

+852 3189 6122

+852 3189 6634

crystallii@cmschina.com.hk

tommywong@cmschina.com.hk

与市场的预期差

我们认为市场对Soda Music的竞争及其加大非订阅用户投入的担忧过度, 我们看好公司的投资将强化其核心护城河, 包括顶级版权内容、SVIP会员及独特的粉丝生态体系。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年11月12日)	19.0美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	25.6美元 (+35%)
前次目标价	29.2美元

股价表现



資料來源: 彭博

%	1m	6m	12m
TME US	(10.5)	41.3	90.0
1698 HK	(5.1)	53.5	84.9
MSCI中国	1.4	18.6	34.4

行业: TMT

恒生指数 (2025年11月12日)	26,923
MSCI中国指数 (2025年11月12日)	88

重要数据

52周股价区间 (港元)	10-27/40-104
市值 (十亿港元)	29.4
日均成交量 (百万股, 美股/港股)	4.34/0.85

主要股东

騰訊	52.4%
Spotify Technology	8.9%
其他	1.7%
總股數 (百万股)	1,767
自由流通股	37.0%

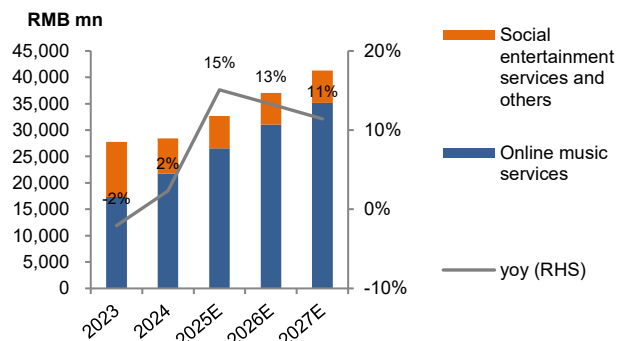
資料來源: 彭博, 招商證券(香港)研究部

相關報告

1. 騰訊音樂 (TME US) - 25年二季度業績超预期; 多重因素驱动下增长前景乐观 (增持) (2025/8/13)
2. 騰訊音樂 (TME US) - ARPPU 增长有望推动利润率扩大 (增持) (2025/5/15)
3. 騰訊音樂 (TME US) - 24年四季度業績超预期; 稳定盈利增长前景无损 (增持) (2025/3/20)

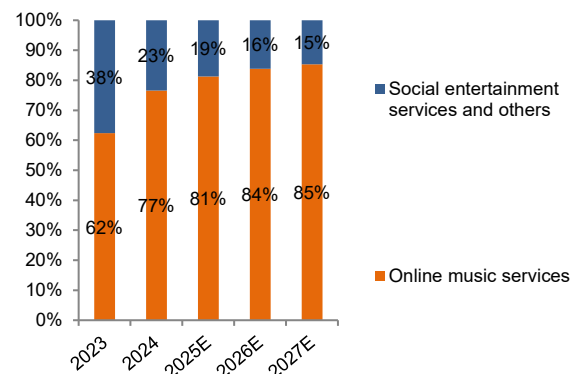
重点图表

图1: 腾讯音乐收入预测



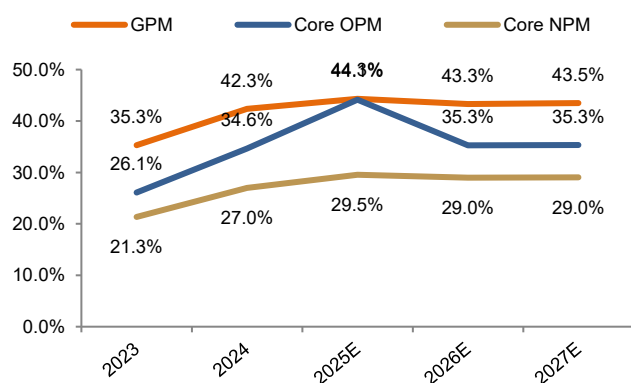
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 腾讯音乐收入结构



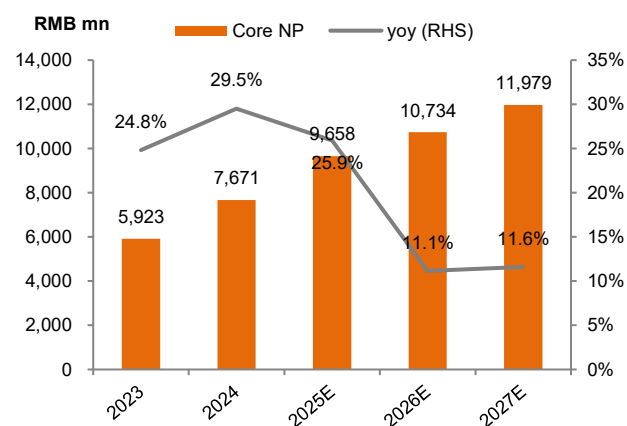
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图3: 腾讯音乐利润率



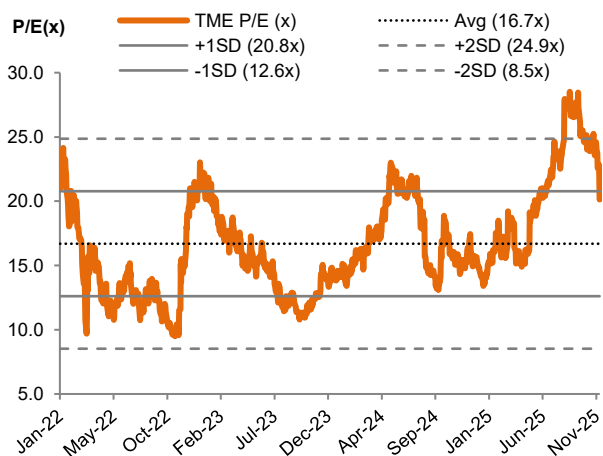
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 腾讯音乐核心净利润及核心净利润率



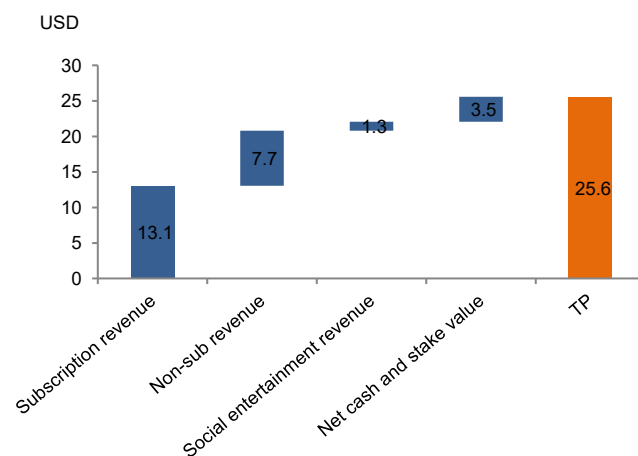
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

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



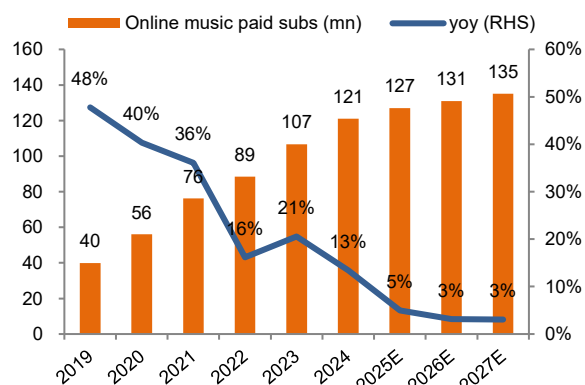
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图7: 腾讯音乐25年三季度业绩表现

季度业绩	实际数据			2Q25	3Q25	3Q25	招商证券预测		VA 一致预测	
百万人民币	3Q24	2Q25	3Q25	yoy	yoy	qoq	3Q25	差异	3Q25	差异
总净收入	7,015	8,442	8,463	18%	21%	0%	8,247	5%	8,223	3%
在线音乐服务	5,480	6,854	6,969	26%	27%	2%	6,711	6%	6,716	4%
订阅	3,840	4,380	4,500	17%	17%	3%	4,492	1%	4,498	0%
非订阅	1,640	2,474	2,469	47%	51%	0%	2,218	18%	2,218	11%
社交娱乐服务及其他	1,535	1,588	1,494	-9%	-3%	-6%	1,537	2%	1,507	-1%
毛利润	2,991	3,749	3,682	25%	23%	-2%	3,616	5%	3,609	2%
经营利润	2,144	2,978	2,710	35%	26%	-9%	2,576	11%	2,356	15%
归母净利润	1,583	2,409	2,153	43%	36%	-11%	2,061	21%	2,108	2%
非 GAAP 经营利润 (招商证券调整后)	2,421	3,214	3,018	30%	25%	-6%	2,528	21%	2,855	6%
非 GAAP 归母净利润	1,814	2,574	2,418	37%	33%	-6%	2,306	13%	2,316	4%
经营性现金流	2,165	1,638	3,683	-44%	70%	125%				
净现金 (负债)	25,034	18,587	18,736							
利润率										
毛利率	42.6%	44.4%	43.5%	2.4 ppt	0.9 ppt	-0.9 ppt	43.8%	0.4 ppt	43.9%	-0.4 ppt
经营利润率	30.6%	35.3%	32.0%	4.6 ppt	1.5 ppt	-3.3 ppt	31.2%	3.2 ppt	28.7%	3.4 ppt
净利率	22.6%	28.5%	25.4%	5 ppt	2.9 ppt	-3.1 ppt	25.0%	4.8 ppt	25.6%	-0.2 ppt
非 GAAP 经营利润率	34.5%	38.1%	35.7%	3.6 ppt	1.1 ppt	-2.4 ppt	30.6%	7.1 ppt	34.7%	0.9 ppt
非 GAAP 净利率	25.9%	30.5%	28.6%	4.3 ppt	2.7 ppt	-1.9 ppt	28.0%	3 ppt	28.2%	0.4 ppt
在线音乐订阅服务										
月活 (百万)	576.0	553.0	551.0	-3%	-4%	0%	552.0	-1%	557.7	-1%
付费用户数 (百万)	119.0	124.4	125.7	6%	6%	1%	125.7	1%	125.7	0%
净增	2.0	1.5	1.3				1.3	-25%	1.3	-1%
付费率	20.7%	22.5%	22.8%	2 ppt	2.2 ppt	0.3 ppt	23%	-0.4 ppt	23%	0.3 ppt
月度 ARPPU (人民币)	10.8	11.7	11.9	10%	11%	2%	11.9	4%	11.9	0%
季度增加	0.1	0.3	0.2				0.2	47%	0.2	3%

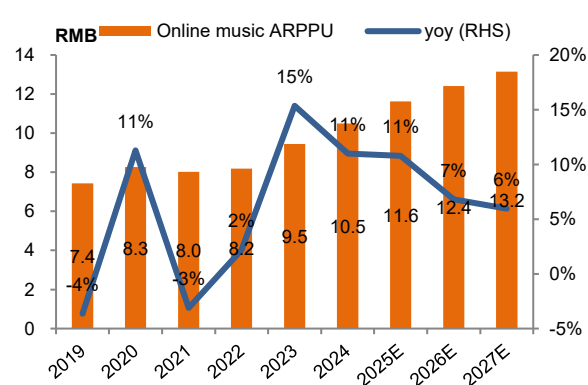
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图8: 腾讯音乐在线音乐付费订阅数



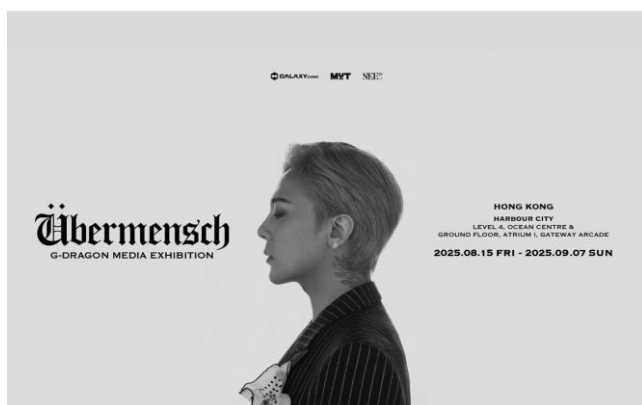
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

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: 腾讯音乐在2025年三季度筹办了G-DRAGON巡回演唱会 (Übermensch)



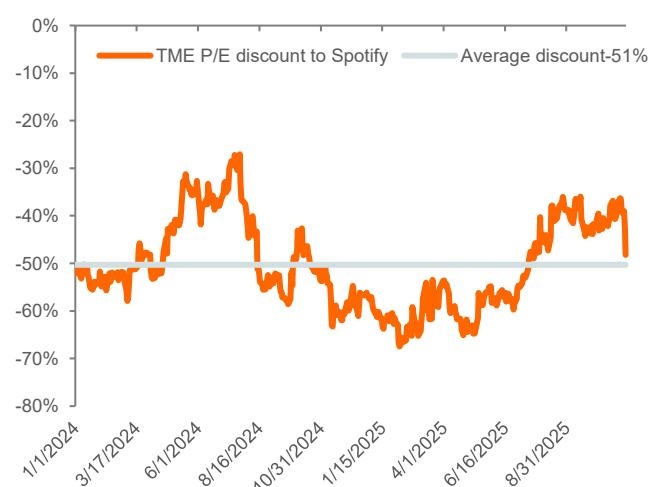
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图11: 腾讯音乐在2025年三季度协助发布了《王者荣耀》10周年主题曲 (由林俊杰演唱)



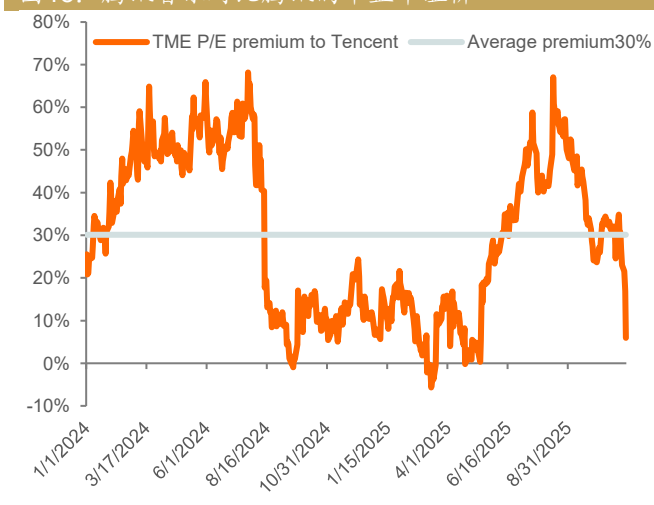
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图12: 腾讯音乐对比Spotify的市盈率折让



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图13: 腾讯音乐对比腾讯的市盈率溢价



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图 14: 盈利预测调整

百万元人民币	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	32,686	37,027	41,260	32,319	35,414	39,074	1%	5%	6%
在线音乐服务	26,556	31,043	35,183	26,133	29,614	33,274	2%	5%	6%
社交娱乐服务及其他	6,130	5,985	6,077	6,186	5,800	5,800	-1%	3%	5%
成本	(18,200)	(20,988)	(23,316)	(17,939)	(19,355)	(21,009)	-1%	-8%	-11%
毛利润	14,486	16,039	17,943	14,380	16,059	18,065	1%	0%	-1%
核心经营利润 (调整后)	14,430	13,069	14,580	14,142	13,131	14,793	2%	0%	-1%
核心归母净利润	9,658	10,734	11,979	9,460	10,728	12,086	2%	0%	-1%
利润率分析									
非 GAAP 毛利润率	44.3%	43.3%	43.5%	44.5%	45.3%	46.2%	-0.2pp	-2.0pp	-2.7pp
非 GAAP 经营利润率	44.1%	35.3%	35.3%	32.3%		34.7%	11.9pp	1.6pp	0.6pp
非 GAAP EBITDA 利润率	46.9%	38.3%	35.3%	35.1%	36.8%	34.7%	11.8pp	1.5pp	0.6pp
非 GAAP 归母净利润率	30.4%	29.6%	29.7%	30.1%	31.0%	31.6%	0.3pp	-1.4pp	-2.0pp
同比增速									
收入	15.1%	13.3%	11.4%	13.8%	9.6%	10.3%	1.3pp	3.7pp	1.1pp
在线音乐服务	22.1%	16.9%	13.3%	20.2%	13.3%	12.4%	1.9pp	3.6pp	1.0pp
社交娱乐服务及其他	-7.9%	-2.4%	1.5%	-7.1%	-6.2%	0.0%	-0.8pp	3.9pp	1.5pp
毛利润	20.5%	10.7%	11.9%	19.6%	11.7%	12.5%	0.9pp	-1.0pp	-0.6pp
经营利润	52.8%	-11.7%	11.9%	51.0%	-7.8%	13.2%	1.8pp	-3.8pp	-1.2pp
非 GAAP EBITDA	41.9%	-7.6%	2.8%	20.0%	15.0%	4.0%	21.9pp	-22.6pp	-1.1pp
非 GAAP 归母净利润	22.2%	10.4%	11.6%	19.7%	12.7%	12.7%	2.5pp	-2.3pp	-1.1pp

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 15: 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		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	32,686	37,027	41,260	32,668	36,940	41,351	0%	0%	0%
毛利润	14,486	16,039	17,943	14,476	16,138	18,130	0%	-1%	-1%
核心经营利润 (调整后)	14,430	13,069	14,580	13,297	13,027	14,889	9%	0%	-2%
核心归母净利润	9,658	10,734	11,979	9,610	10,725	12,302	0%	0%	-3%
核心毛利润率	44.3%	43.3%	43.5%	44.3%	43.7%	43.8%	0.0pp	-0.4pp	-0.4pp
核心经营利润率	44.1%	35.3%	35.3%	40.7%	35.3%	36.0%	3.4pp	0.0pp	-0.7pp
核心归母净利率	29.5%	29.0%	29.0%	29.4%	29.0%	29.8%	0.1pp	0.0pp	-0.7pp

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 数据截至 2025 年 11 月 12 日

图16: 腾讯音乐会员订阅计划测算

百万元人民币

FY26E	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
超级会员				
MAU	500	550	550	600
付费率	2.0%	3.9%	4.5%	5.0%
订阅用户 (百万)	10.0	21.5	24.5	30.0
月均 ARPU (人民币)	20.0	19.1	30.0	40.0
收入	2,400	4,937	8,820	14,400
车载会员				
MAU	500	550	550	600
付费率	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	17.8	20.0	25.0
收入	186	487	1,320	5,400
绿钻				
MAU	500	550	550	600
付费率	19.2%	19.2%	22.5%	25.0%
订阅用户 (百万)	96.2	105.9	123.8	150.0
月均 ARPU (人民币)	9.0	11.1	13.0	15.0
收入	10,395	14,088	19,371	27,000
总计				
总 MAU (百万)	500	550	550	600
总付费率	21.5%	23.6%	28.0%	33.0%
总订阅用户 (百万)	107.3	129.7	153.8	198.0
整体 ARPU (人民币)	10.1	12.5	16.0	19.7
总收入	12,981	19,512	29,511	46,800

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图17: 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%
	17.1	16,734	17,865	18,996	20,127	21,258
	18.1	16,860	18,057	19,254	20,451	21,648
超级会员 ARPPU (人民币)	19.1	16,986	18,249	19,512	20,775	22,038
	20.1	17,112	18,441	19,770	21,099	22,428
	21.1	17,238	18,633	20,028	21,423	22,818

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%
	17.1	-14%	-8%	-3%	3%	9%
	18.1	-14%	-7%	-1%	5%	11%
超级会员 ARPPU (人民币)	19.1	-13%	-6%	0%	6%	13%
	20.1	-12%	-5%	1%	8%	15%
	21.1	-12%	-5%	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25倍市盈率（此前为30倍）；社交娱乐服务板块则给予10倍市盈率（此前为20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27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65倍目标市盈率折让58%。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、线下活动和粉丝经济业务发展推动非订阅用户增长加速、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 20）；3）海外市场拓展机会。

图18：腾讯音乐分部加总估值

百万元人民币	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
FY26E				
订阅收入	12,981	19,512	29,511	38,800
占比		53%		
MAU	500	550	550	600
订阅用户	107	131	154	198
付费率	21.5%	23.8%	28.0%	33.0%
月均 ARPU (人民币)	10.1	12.4	16.0	19.7
非订阅收入	9,288	11,531	10,614	14,400
同比增速	5%	30%	20%	
社交娱乐收入	6,437	5,985	6,130	6,130
同比增速	5%	-2%	0%	
收入	28,706	37,027	46,256	67,330
同比增速	-12%	13%	42%	
相对基础情形的上行空间	-22%		25%	82%
毛利润	11,482	16,039	20,353	30,299
同比增速	-21%	11%	40%	109%
毛利率	40%	43%	44%	45%
相对基础情形的上行空间	-28%		27%	89%
核心净利润				
同比增速	25%	30%	35%	40%
核心净利润率	25%	30%	33%	40%
相对基础情形的上行空间	9%	24%	20%	8%
目标估值倍数 (倍)				
目标市盈率 (倍)	19	23	29	30
订阅收入	20	25	30	30
非订阅收入	20	25	30	30
社交娱乐收入	5	10	15	15
核心净利润 24-26E CAGR		18%		
隐含 PEG	1.0	1.3	1.6	1.6
加: Spotify 及 WMG 权益		20,777		
加: 净现金, 30%折让	20,852	20,852	20,852	20,852
减: 少数权益		2,133		
目标权益价值 (百万元人民币)	153,890	286,531	472,685	781,602
流通股数 (百万)	1,554	1,554	1,554	1,554
目标价 (美元)	13.7	25.6	42.2	69.8
上行空间	-28%	34%	121%	265%
目标价对应倍数 - 基础情形		2025E	2026E	2027E
P/E		29.7	26.7	23.9
P/S		8.8	7.7	6.9
目标价对应倍数 - 乐观情形		2025E	2026E	2027E
P/E		16.7	12.0	8.6
P/S		5.5	3.9	2.8

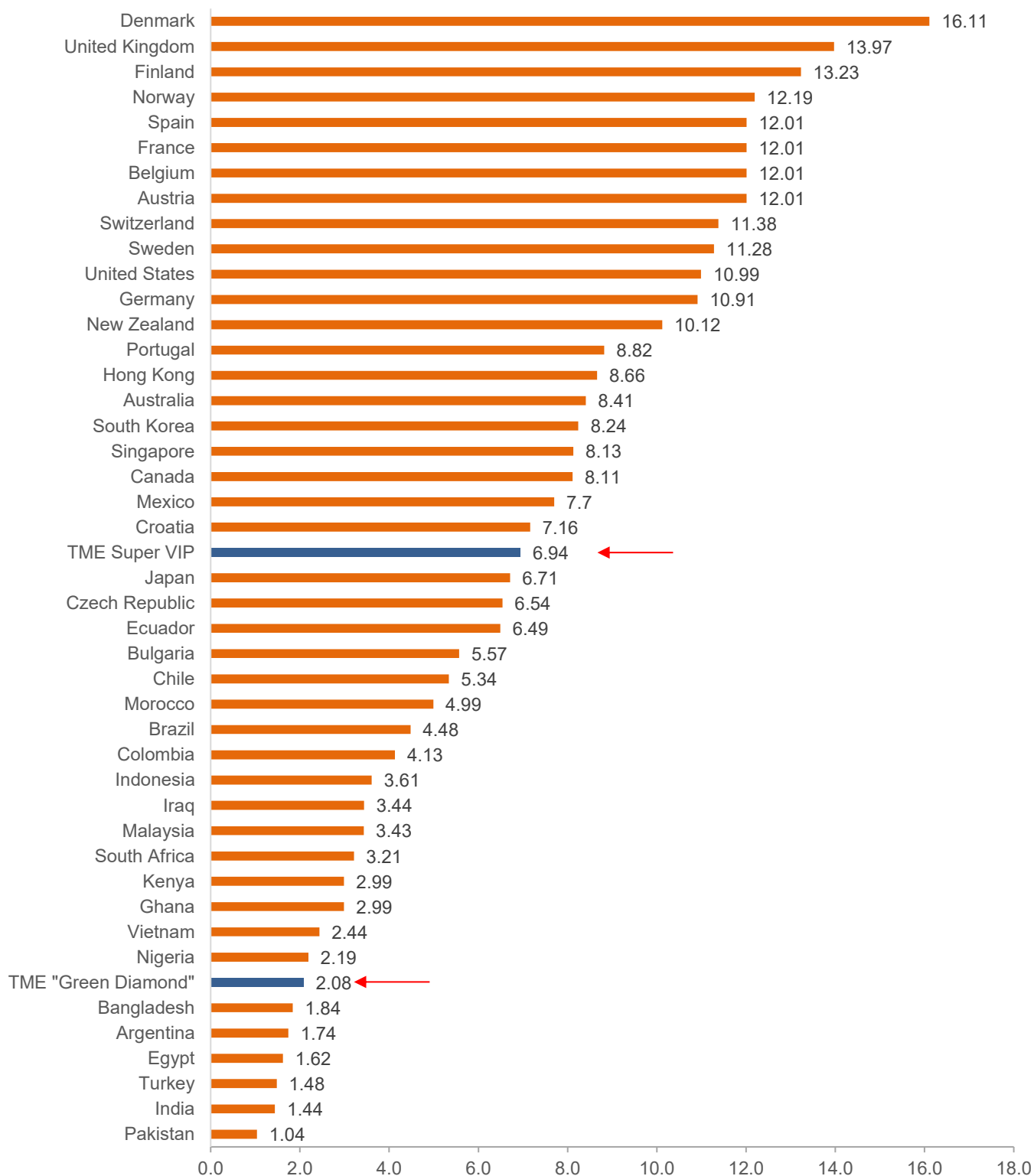
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图19: 腾讯音乐季度预测

CMS 预测	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
历史&预测估算								
在线音乐 MAU, 百万	556	555	553	551	550	550	550	550
同比增长	-3%	-4%	-3%	-4%	-1%	-1%	-1%	0%
年度/季度净增加	-20.0	-1.0	-2.0	-2.0	-1.0	0.0	0.0	0.0
在线音乐付费用户, 百万	121	123	124	126	127	128	129	130
同比增长		8%	6%	6%	5%	4%	4%	3%
年度/季度净增加	2.0	1.9	1.5	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0
付费率	21.8%	22.1%	22.5%	22.8%	23.1%	23.3%	23.5%	23.6%
	3.2%	2.5%	2.0%	2.2%	1.3%	1.1%	1.0%	0.8%
在线音乐 ARPPU, 人民币	11.1	11.4	11.7	11.9	12.1	12.3	12.5	12.6
同比增长	4%	8%	10%	11%	9%	7%	6%	6%
年度/季度净增加	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
收入, 百万元人民币	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
集团收入	7,458	7,356	8,442	8,463	8,425	8,462	9,501	9,613
同比增长	8%	9%	18%	21%	13%	15%	13%	14%
在线音乐	5,831	5,804	6,854	6,969	6,929	7,021	7,991	8,105
同比增长	16%	16%	26%	27%	19%	21%	17%	16%
订阅收入	4,030	4,220	4,380	4,500	4,611	4,716	4,823	4,932
同比增长	18%	17%	17%	17%	14%	12%	10%	10%
非订阅收入	1,801	1,584	2,474	2,469	2,318	2,305	3,168	3,174
同比增长	12%	14%	47%	51%	29%	46%	28%	29%
社交娱乐	1,627	1,552	1,588	1,494	1,496	1,441	1,510	1,507
同比增长	-13%	-12%	-9%	-3%	-8%	-7%	-5%	1%
收入占比								
在线音乐	78%	79%	81%	82%	82%	83%	84%	84%
社交娱乐	22%	21%	19%	18%	18%	17%	16%	16%
毛利润	3,253	3,242	3,749	3,682	3,813	3,645	4,105	4,097
毛利率	43.6%	44.1%	44.4%	43.5%	45.3%	43.1%	43.2%	42.6%
非 GAAP 经营利润 (经 CMS 调整)	2,675	5,102	3,214	3,018	3,096	2,962	3,454	3,289
非 GAAP 经营利率 (经 CMS 调整)	35.9%	69.4%	38.1%	35.7%	36.8%	35.0%	36.4%	34.2%
同比增长	33.2%	124.8%	30.4%	24.7%	15.7%	-41.9%	7.5%	9.0%
非 GAAP 归母净利润	2,280	2,124	2,574	2,418	2,542	2,432	2,836	2,703
非 GAAP 归母净利率	30.6%	28.9%	30.5%	28.6%	30.2%	28.7%	29.8%	28.1%
同比增长	44.8%	24.6%	37.4%	33.3%	11.5%	14.5%	10.2%	11.8%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图20: 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	FY26E	FY26E
腾讯	700 HK	港元	增持	657.0	审视中	n.a.	773.2	14.4	12.3	21.0	18.6	1.4	6.8	17.3	22.4	9.8	13.0	15.9
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	157.9	204.0	29.2	376.8	17.7	15.3	17.2	24.7	n.a.	2.5	17.9	10.7	12.3	2.6	13.2
拼多多	PDD US	美元	增持	136.0	审视中	n.a.	193.1	22.3	14.1	13.3	10.8	0.4	2.9	11.1	27.4	14.6	25.3	60.6
网易	NTES US	美元	增持	142.4	161.0	13.1	90.1	15.5	14.4	15.8	14.2	1.7	5.3	14.0	24.2	6.7	8.5	8.4
美团	3690 HK	港元	增持	101.8	139.0	36.5	80.1	15.6	11.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	15.0	3.6	12.1	n.a.	29.5
京东	JD US	美元	增持	31.3	42.0	34.2	45.4	12.6	7.4	11.3	8.5	0.2	0.2	6.9	12.1	7.1	38.5	55.5
腾讯音乐	TME US	美元	增持	19.0	25.6	34.7	29.4	20.3	19.1	22.0	19.7	1.7	5.7	16.3	11.4	12.4	11.4	11.6
看准科技	BZ US	美元	增持	21.3	26.0	22.1	10.3	13.8	16.8	21.1	18.1	1.2	8.0	14.9	22.6	11.3	15.6	7.3
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	27.2	30.0	10.3	11.5	21.0	15.4	35.0	24.7	0.7	2.5	17.8	12.3	9.0	34.7	29.9
快手	1024 HK	港元	未评级	69.7	n.a.	n.a.	38.9	8.5	7.3	13.5	11.7	0.7	1.8	7.4	23.8	9.1	16.9	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	128.9	n.a.	n.a.	45.2	8.8	8.0	17.5	16.2	1.3	2.4	11.4	6.1	5.8	12.7	12.5
阅文	772 HK	港元	未评级	39.9	n.a.	n.a.	5.2	22.3	21.3	27.7	24.7	2.0	4.6	19.9	6.8	7.2	12.3	9.1
美图	1357 HK	港元	未评级	8.5	n.a.	n.a.	5.0	35.4	25.4	37.7	28.2	0.9	7.1	18.7	17.1	23.0	31.7	36.1
中国公司均值								16.1	12.1	16.9	15.3	1.2	3.1	12.6	14.3	9.6	16.8	23.1
亚马逊	AMZN US	美元	增持	244.2	301.0	23.3	2,610.6	16.0	13.2	27.8	24.6	1.5	3.3	19.1	19.7	11.2	29.7	33.1
谷歌	GOOGL US	美元	增持	286.7	360.0	25.6	3,463.9	20.0	16.7	26.0	24.6	2.7	8.8	22.4	30.4	12.8	20.4	17.8
Meta	META US	美元	增持	609.0	870.0	42.9	1,535.4	15.1	12.6	21.8	18.6	1.1	6.5	13.7	29.3	16.9	4.1	14.4
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,157.5	1,423.0	22.9	490.5	36.1	29.0	44.4	37.4	1.8	9.6	n.a.	45.0	12.4	23.4	21.9
优步	UBER US	美元	增持	93.6	121.0	29.3	194.4	22.8	18.1	16.9	24.4	n.a.	3.2	20.4	23.7	15.4	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	647.9	776.0	19.8	135.1	49.0	35.6	n.a.	45.6	1.0	5.9	41.5	27.5	14.0	53.2	54.2
Doordash	DASH US	美元	增持	196.5	301.0	53.2	84.7	29.9	22.8	36.9	35.9	1.9	4.7	27.8	17.7	24.0	36.2	n.a.
Lyft	LYFT US	美元	增持	24.6	30.0	22.0	10.0	17.8	13.3	20.3	16.7	0.7	1.4	9.4	38.6	13.2	26.3	n.a.
微软	MSFT US	美元	增持	511.1	650.0	27.2	3,799.0	22.4	19.3	36.8	31.9	1.9	n.a.	27.5	29.6	14.6	n.a.	n.a.
海外公司均值								25.4	20.1	28.9	28.9	1.6	5.4	22.7	29.0	15.0	27.6	28.3

注：股价采用2025年11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	10
应收账款	2,918	3,508	3,437	3,893	4,338
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	19,362	27,732	36,818
其他流动资产	68	57	57	57	57
总流动资产	29,936	34,544	40,656	49,483	59,016
物业、厂房及设备	490	803	1,004	1,226	1,467
使用权资产	367	295	295	295	295
无形资产	2,032	2,049	1,866	1,689	1,507
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	55,918	55,964	56,022
总资产	75,536	90,444	96,574	105,447	115,038
应付账款	5,006	6,879	5,074	5,851	6,500
其他应付款	3,472	5,535	4,089	4,632	5,162
递延收入	2,854	3,096	3,361	3,808	4,243
其他流动负债	682	1,040	1,040	1,040	1,040
总流动负债	12,014	16,550	13,565	15,331	16,945
应付票据	5,636	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	17,733	19,499	21,113
储备	38,938	47,812	47,812	47,812	47,812
留存收益	16,969	20,051	28,897	35,768	43,481
非控股权益	1,295	1,863	2,133	2,368	2,631
总股东权益	57,202	69,726	78,841	85,948	93,925
总负债及股东权益	75,536	90,444	96,574	105,447	115,038
净现金	17,868	23,591	29,789	38,159	47,245
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	13,264	11,641	13,045
调整项	506	-15	-1,002	-979	-1,111
流动资产变动	786	1,578	-2,899	1,309	1,168
经营性现金流	7,337	10,275	9,362	11,971	13,103
资本开支	-165	-319	-269	-305	-340
无形资产开支	-456	-713	-654	-741	-825
其他	-1,242	-5,786	0	0	0
投资性现金流	-1,863	-6,818	-923	-1,046	-1,165
融资性现金流	-1,538	-3,830	-2,241	-2,556	-2,851
现金净变动	4,012	-403	6,198	8,370	9,086
期初现金	9,555	13,567	13,164	19,362	27,732
期末现金	13,567	13,164	19,362	27,732	36,818

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	32,686	37,027	41,260
成本	-17,957	-16,376	-18,200	-20,988	-23,316
毛利	9,795	12,025	14,486	16,039	17,943
销售费用	-897	-865	-978	-1,095	-1,220
管理费用	-4,121	-3,811	-3,997	-4,372	-4,788
总经营费用	-5,018	-4,676	-4,975	-5,467	-6,009
利息收入	1,052	1,196	1,136	1,189	1,230
其他净收益	230	165	2,665	0	0
股权支付费用	0	0	0	0	0
经营利润	6,059	8,710	13,313	11,761	13,165
投资收益	127	96	50	0	0
公允价值变动	-141	-94	-99	-120	-120
税前收益	6,045	8,712	13,264	11,641	13,045
所得税费用	-825	-1,603	-1,907	-1,979	-2,218
净利润	5,220	7,109	11,357	9,662	10,828
少数股东权益	300	465	270	235	263
归母净利润	4,920	6,644	11,087	9,427	10,564
核心经营利润(调整后)	7,240	9,831	14,430	13,069	14,580
EBITDA	8,244	10,809	15,335	14,176	14,580
核心归母净利润	5,923	7,671	9,658	10,734	11,979
稀释每股收益(人民币)	3.11	4.24	7.13	6.07	6.80
核心稀释每股收益(人民币)	3.74	4.90	6.21	6.91	7.71
趋势					
年结	2023	2024	2025E	2026E	2027E
12.31	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比					
收入	-2%	2%	15%	13%	11%
毛利	12%	23%	20%	11%	12%
经营利润	36%	44%	53%	-12%	12%
归母净利润	34%	35%	67%	-15%	12%
核心经营利润(调整后)	25%	36%	47%	-9%	12%
EBITDA	19%	31%	42%	-8%	3%
核心归母净利润	25%	30%	26%	11%	12%
利润率					
毛利	35%	42%	44%	43%	43%
经营利润	22%	31%	41%	32%	32%
归母净利润	18%	23.4%	34%	25%	26%
核心经营利润(调整后)	26%	34.6%	44%	35%	35%
EBITDA	30%	38.1%	47%	38%	35%
核心归母净利润	21%	27.0%	30%	29%	29%
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	32	32
利息负担(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
税务负担(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
净资产收益率(%)	9.3	10.5	14.9	11.4	11.7
投资资产收益率(%)	13.5	15.5	23.3	19.5	22.4
总资产收益率(%)	6.9	8.0	11.9	9.3	9.6
估值					
市销率(倍)	7.6	7.5	6.5	5.7	5.1
市盈率(倍)	35.8	27.6	22.0	19.7	17.7

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.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。

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