

粉丝经济成为第二增长曲线

——腾讯音乐（1698.hk）25Q3 点评

核心观点

- 事项：**腾讯音乐发布三季报，25Q3 公司营收 84.63 亿元(yoy+21%)，较彭博预期高 2.8%，主要得益于粉丝经济相关收入增长。毛利率 43.5% (yoy+0.9pp)，主要得益于音乐订阅收入及广告服务收入的增长和社交娱乐服务的收入分成比例下降，部分被线下演出和艺人周边收入的增长所抵消。Q3 经调整归属股东净利润（Non-IFRS）24.1 亿元(yoy+33%)，较彭博预期高 3.7%，主要系在线音乐高增带来。
- 粉丝经济促进在线音乐收入加速增长。**25Q3 公司在线音乐收入达 69.7 亿元（yoy+27%）。其中，会员收入达 44.9 亿（yoy+18%），主要系小卡、Bubble 等粉丝经济 SVIP 组合套餐带来 ARPPU 提升，25Q3 ARPPU 达 11.9 元/月（yoy+12%）。我们预期小卡、Bubble，以及 Q4 新增 Weverse 合作有望带来更高 ARPPU 的 SVIP 转化持续提速，Q4 ARPPU 或达 12.2 元/月（yoy+14%），总会员收入或达 46.3 亿（yoy+20%）。25Q3 公司非订阅收入达 24.8 亿（yoy+48%），主要系演唱会、多组合创新广告形式、及粉丝经济周边等均表现强劲。我们预期 25Q4 或因演唱会淡季环比下滑，但同比收入仍维持高增。我们判断 25Q4 非订阅收入或达 23.2 亿元（yoy+18%）。
- 社交娱乐业务表现企稳。**25Q3 社交娱乐收入 14.9 亿元（yoy-2.7%），同比减少主要系此前对直播互动功能进行了调整和更严格的合规程序，但当前已企稳。我们预期 25Q4 社交娱乐收入或达 15.0 亿元（yoy-8%）。

盈利预测与投资建议

- 随着粉丝经济增速提速，我们判断公司会员 ARPPU 会因 SVIP 组合套餐占比增长而提速。我们预计 25–27 年归母净利润分别为 112/101/114 亿元(25–27 年原预测值为 116/111/128 亿元，因根据财报调整会员付费率，ARPPU、社交娱乐收入、毛利率等调整盈利预测)。因 25 年有高额其他收益，我们参照可比公司，给予 26 年 24 倍 P/E，目标价 87.50 港币(79.74 人民币)，维持“买入”评级。

风险提示

抖音音乐平台上线带来的格局洗牌风险；直播监管风险；直播行业内部竞争加剧风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,752	28,401	32,706	36,979	40,690
同比增长(%)	-2.1%	2.3%	15.2%	13.1%	10.0%
营业利润(百万元)	4,777	7,349	9,555	11,004	12,643
同比增长(%)	48.5%	53.8%	30.0%	15.2%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	4,920	6,644	11,161	10,128	11,435
同比增长(%)	33.8%	35.0%	68.0%	-9.3%	12.9%
每股收益（元）	1.59	2.14	3.60	3.27	3.69
毛利率(%)	35.3%	42.3%	44.3%	43.7%	44.8%
净利率(%)	17.7%	23.4%	34.1%	27.4%	28.1%
净资产收益率(%)	9.5%	10.7%	15.2%	12.0%	12.1%
市盈率（倍）	42.6	31.5	18.8	20.7	18.3
市净率（倍）	3.7	3.1	2.6	2.3	2.1

资料来源：公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025 年 11 月 14 日）	74.15 港元
目标价格	87.50 港元
52 周最高价/最低价	104/39.3 港元
总股本/流通 H 股（万股）	309,781/143,286
H 股市值（百万港币）	229,703
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 16 日

股价表现				
	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-14.28	-15.35	-26.44	84.96
相对表现%	-15.54	-19.8	-30.57	48.24
恒生指数%	1.26	4.45	4.13	36.72



证券分析师	
项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人	
沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
粉丝经济新玩法有望驱动 SVIP 进一步增长：——腾讯音乐（1698.HK）25Q2 点评	2025-08-14
特权、有声驱动 SVIP 转化，粉丝经济强化非包月收入增长：——腾讯音乐（1698.HK）25Q1 点评	2025-05-21
平台生态丰富，驱动付费率持续提升：——腾讯音乐（1698.HK）24Q4 点评	2025-03-26

表 1: 可比公司估值表 (美股 2025.11.13 收盘价, A 股、港股 2025.11.13 收盘价)

代码	证券简称	总市值 (亿)	利润 (百万)		P/E	
			25E	26E	25E	26E
300413.SZ	芒果超媒	500.60	1,403	1,777	35.7	28.2
0772.HK	阅文集团	355.25	1,315	1,316	27.0	27.0
HUYA.N	虎牙直播	43.54	-5	683	(831.0)	6.4
9899.hk	云音乐	404.67	2,747	2,249	14.7	18.0
NFLX.O	奈飞	34,658.98	78,234	98,130	44.3	35.3
		调整后平均			26	24

数据来源: ifind, 东方证券研究所 (注: HKD/CNY=0.91)

表 2: 季度盈利预测表

	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4E
总营业收入 (亿)	74.6	73.6	84.4	84.6	84.5
yoy	8.2%	8.7%	17.9%	20.6%	13.2%
qoq	6.3%	-1.4%	14.8%	0.2%	-0.2%
IFRS 净利润 (亿)	19.6	42.9	24.1	21.5	23.1
yoy	49.8%	201.8%	43.2%	36.0%	18.0%
qoq	23.6%	119.3%	-43.9%	-10.6%	7.2%
Non-IFRS 净利润 (亿)	22.8	21.2	25.7	24.1	25.1
yoy	44.8%	24.6%	37.4%	32.6%	10.2%
qoq	25.7%	-6.8%	21.2%	-6.6%	4.4%
公司毛利率	44%	44%	44%	44%	45%
yoy	5.3%	3.1%	2.4%	0.9%	1.4%
销售费用率	3%	3%	3%	3%	3%
管理费用率	12%	13%	11%	12%	12%
在线音乐收入 (亿)	58.3	58.0	68.5	69.7	69.5
yoy	16%	16%	26%	27%	19%
qoq	6%	0%	18%	2%	0%
会员收入 (亿)	38.7	39.3	43.8	44.9	46.3
yoy	13.1%	8.5%	17.1%	18.0%	19.7%
MAU (百万)	556	555	553	551	534
付费用户 (百万)	121.0	122.9	124.4	125.7	127.0
付费率	22%	22%	22%	23%	24%
ARPPU (元)	32.0	32.0	35.2	35.7	36.5
其他收入 (亿)	19.6	18.8	24.7	24.8	23.2
社交娱乐收入 (亿)	16.3	15.5	15.9	14.9	15.0
yoy	-13.0%	-11.9%	-8.5%	-2.7%	-7.8%
qoq	6.0%	-4.6%	2.3%	-5.9%	0.4%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13,567	13,164	17,957	22,171	28,672	营业总收入	27,752	28,401	32,706	36,979	40,690
应收款项合计	6,299	7,228	8,324	9,411	10,355	主营业务收入	27,752	28,401	32,706	36,979	40,690
存货	8	23	26	29	32	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	88	84	92	97	102	营业总支出	22,975	21,052	23,152	25,975	28,046
流动资产合计	29,936	34,544	40,444	45,754	53,206	营业成本	17,957	16,376	18,233	20,801	22,477
固定资产净值	490	803	1,116	1,429	1,742	营业开支	5,018	4,676	4,918	5,173	5,570
权益性投资	4,274	4,669	4,902	5,148	5,405	营业利润	4,777	7,349	9,555	11,004	12,643
其他长期投资	15,566	25,226	31,533	37,839	43,515	净利息支出	-1,052	-1,196	-1,074	-1,061	-1,060
商誉及无形资产	21,941	21,991	21,991	21,991	21,991	权益性投资损益	127	96	70	68	68
土地使用权	2,437	2,364	2,364	2,364	2,364	其他非经营性损益	89	71	2,706	359	363
其他非流动资产	892	847	932	1,025	1,127	非经常项目前利润	6,045	8,712	13,405	12,491	14,133
非流动资产合计	45,600	55,900	62,838	69,795	76,144	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	75,536	90,444	103,282	115,549	129,350	除税前利润	6,045	8,712	13,405	12,491	14,133
应交税金	0	934	1,027	1,130	1,243	所得税	825	1,603	1,952	2,077	2,371
短期借贷及长期借贷到期部分	0	0	0	0	0	少数股东损益	300	465	291	286	327
其他流动负债	7,008	6,583	6,912	7,603	8,364	持续经营净利润	4,920	6,644	11,161	10,128	11,435
流动负债合计	12,014	16,550	17,876	19,663	21,630	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	0	3,572	3,572	3,572	3,572	净利润	4,920	6,644	11,161	10,128	11,435
其他非流动负债	6,320	596	656	721	793	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	6,320	4,168	4,228	4,293	4,365	归属普通股股东净利润	4,920	6,644	11,161	10,128	11,435
负债合计	18,334	20,718	22,103	23,957	25,995	调整后归属普通股股东净利润	5,923	7,671	9,615	10,944	12,249
归属母公司股东权益	55,907	67,863	79,024	89,152	100,587	主要财务比率					
少数股东权益	1,295	1,863	2,154	2,441	2,768	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	57,202	69,726	81,178	91,593	103,355	成长能力					
负债和股东权益	75,536	90,444	103,282	115,549	129,350	营业收入增长率	-2.1%	2.3%	15.2%	13.1%	10.0%
现金流量表						归属普通股股东净利增长率	33.8%	35.0%	68.0%	-9.3%	12.9%
单位:百万元						调整后归母净利润增长率	24.8%	29.5%	25.3%	13.8%	11.9%
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	7,337	10,275	11,402	10,481	12,089	毛利率	35.3%	42.3%	44.3%	43.7%	44.8%
净利润	4,920	6,644	11,161	10,128	11,435	净利率	17.7%	23.4%	34.1%	27.4%	28.1%
折旧与摊销	0	0	0	0	0	ROE	9.5%	10.7%	15.2%	12.0%	12.1%
营运资本变动	0	0	-50	66	327	ROA	6.9%	8.0%	11.5%	9.3%	9.3%
其他非现金调整	2,417	3,631	291	286	327	偿债能力					
投资活动现金流	-1,863	-6,818	-6,938	-6,958	-6,349	资产负债率	24.3%	22.9%	21.4%	20.7%	20.1%
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	流动比率	249.2%	208.7%	226.2%	232.7%	246.0%
资本性支出	1,164	1,032	6,620	6,620	5,989	速动比率	249.1%	208.6%	226.1%	232.5%	245.8%
投资减少	12,940	30,924	34,016	37,418	41,160	每股指标 (元)					
其他投资活动现金流量净额	49	4	-85	-93	-102	每股收益	1.59	2.14	3.60	3.27	3.69
融资活动现金流	-1,538	-3,830	329	691	760	每股经营现金流	2.37	3.32	3.68	3.38	3.90
债务净增	0	0	0	0	0	每股净资产	18.05	21.91	25.51	28.78	32.47
股本增加	57	156	0	0	0	估值比率					
支付的股利合计	0	1,508	0	0	0	P/E	42.6	31.5	18.8	20.7	18.3
其他筹资活动现金流量净额	-230	-419	329	691	760	P/B	3.7	3.1	2.6	2.3	2.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。