

腾讯音乐

TME US

中国媒体行业

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

音乐盘点

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 1 月 16 日发布的题为《Music wrapped》的报告，腾讯音乐(TME US/1698 HK)年初至今股价表现落后，可能受多重因素影响，包括持续存在的竞争叙事、对 K-pop 演唱会重启预期的重置，以及反垄断活动加剧对收购喜马拉雅交易的担忧。考虑到其可持续的订阅模式及围绕粉丝-艺人关系构建的产品竞争力，中信里昂认为当前抛售已过度。腾讯音乐股价较峰值(2025 年 9 月 17 日的 26.7 美元)回调 38%，其主要受估值倍数下调驱动，鉴于当前风险回报具吸引力，这提供了良好投资机会。

对反垄断担忧的思考

中信里昂认为近期因潜在反垄断担忧引发的股价调整已过度。2021 年裁决后，中国所有独家音乐版权协议均已终止。近年来不断有新玩家进入音乐及音频娱乐行业，如字节跳动的汽水音乐和番茄小说。作为中国最大音乐娱乐平台，腾讯音乐强调与唱片公司、艺人等生态伙伴构建可持续共赢关系，以推动创新并释放收入潜力。腾讯音乐拟议的喜马拉雅收购案正处于监管审核阶段，分析预计未来五个月内会出示公告。

汽水音乐或扩大中国音乐用户基数

汽水音乐用户增长势头持续，2025 年 12 月移动端月活跃用户数增至 1.398 亿(同比+88%)。研究指出，尽管面临直播短视频等娱乐形式的竞争，自 2022 年汽水音乐上线以来，中国在线音乐行业总移动 MAU 已增加 6,000 万至 8.76 亿，显示其通过吸引轻度用户扩大了行业用户基数。据 Quest Mobile 数据，2025 年 12 月汽水音乐与 QQ 音乐/酷狗音乐/网易云音乐的用户重叠数分别为 2,300 万/2,000 万/2,400 万。

汽水音乐用户粘性与货币化潜力仍存疑

基于近期音乐年度报告研究，汽水音乐的用户粘性与货币化潜力似乎有限：1) 2025 年 69%汽水音乐用户使用时长低于 24 小时；2) 其曲库仅覆盖 QQ 音乐/网易云音乐热门歌曲的 60%+；3) 其付费墙比例已高于网易云音乐，而免费增值模式货币化效率较低；4) 缺乏粉丝-艺人互动及增值服务。2025 年 12 月，汽水音乐总收入同比增长 240%至 840 万美元，规模仅为腾讯音乐和网易云音乐的 1/8 和 1/3。

催化因素

SVIP 渗透率超预期、ARPPU 增长、非订阅收入增长、利润率改善。

投资风险

主要风险来自：1) 订阅用户增长疲软；2) ARPPU 提升慢于预期；3) 在线音乐竞争加剧导致价格战及内容成本上升。

公司概况

腾讯音乐成立于 2016 年，运营多个知名音乐平台，包括 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌。公司通过个性化方式让用户围绕音乐与音频内容进行发现、聆听、演唱、观看、表演及社交，构建了多元化商业模式。主要收入来自在线音乐订阅、在线 K 歌与直播、广告、内容转授权及数字专辑销售。经历 2022-2023 年艰难转型后，公司形成了更可持续的业务结构，在线音乐业务凭借成功的订阅策略与扎实执行接棒增长。

收入按产品分类

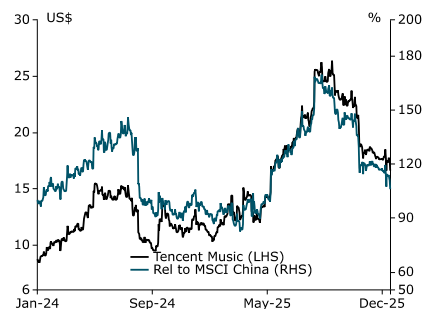
在线音乐服务	62.4%
社交娱乐服务及其他	37.6%

收入按地区分类

中东及非洲	0.0%
美洲	0.0%
亚洲	100.0%
欧洲	0.0%

资料来源：中信里昂

股票信息



资料来源：彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 1 月 15 日): 16.6 美元

12 个月最高/最低价: 26.36 美元/10.4 美元

市值: 270.90 亿美元

3 个月日均成交额: 103.27 百万美元

市场共识目标价(路孚特): 25.80 美元

主要股东:

腾讯控股 52.46%

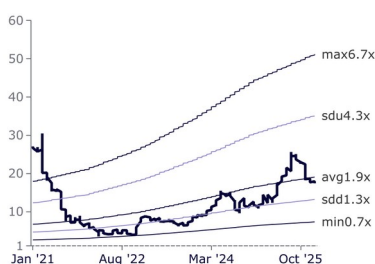
Spotify 8.24%

市盈率区间



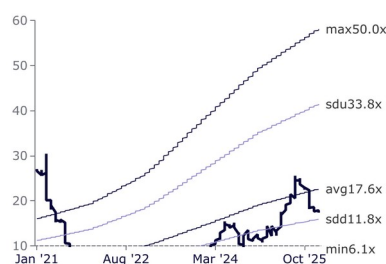
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F	FY24F	FY25F	FY26F
美图公司	1357 HK	46.6	8.91	46.3	43.6	33.5	7.4	6.2	5.0	0.0	0.0	0.0	17.6	15.5	16.4
哔哩哔哩	BILI US	120.9	33.12	-73.7	87.9	48.3	7.0	6.1	5.0	0.0	0.0	0.0	-9.5	7.4	11.4

资料来源：彭博、路孚特 注：截至 2026 年 1 月 15 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。