

**买入**
**SVIP 渗透率驱动收入增长，未来围绕粉丝经济打造新业态**
**腾讯音乐 (TME.N)**

2025-12-12 星期五

目标价:	<b>21.84 美元</b>
现 价:	<b>18.20 美元</b>
预计升幅:	<b>20.0%</b>

### 重要数据

日期	2025-12-11
收盘价(美元)	18.20
总股本(亿份 ADS)	15.48
总市值(亿美元)	290.76
净资产(亿美元)	121.06
总资产(亿美元)	151.19
52 周高低(美元)	9.29/25.98
每 ADS 净资产(美元)	3.79

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

腾讯	53.56%
SPOTIFY	9.13%

### 相关报告

腾讯音乐 (TME.US) -首发报告-
20200730
腾讯音乐 (TME.US) -更新报告-
20200909、20201116、20210518、
20211020、20221229、20230425、
20241128、20250424、20250813

### 研究部

姓名: 李承儒  
SFC: BLN914  
电话: 0755-21519182  
Email: licr@gyzq.com.hk

### 【投资要点】

#### ➤ 非订阅收入增长超预期，未来围绕粉丝经济打造新业态

2025年第三季度公司业绩持续超出市场预期，总收入达到84.6亿元人民币，而驱动力仍然是来自于在线音乐业务的强劲表现。在线音乐服务收入同比增长27.2%，达到69.7亿元，在总收入中的占比已升至82.4%。公司完成构建由高质量音乐服务驱动可持续增长模型。非订阅业务板块呈现出增长加速态势，成为本季度业绩增长主要驱动力。该板块收入主要由广告服务、线下演出和艺人相关商品销售构成，在线音乐服务收入持续多元化且高质量。这表明公司将庞大的用户流量转化为多元化商业价值的能力，其商业化生态的广度和深度正在不断拓展。社交娱乐服务及其他业务的收入同比下降2.7%至14.9亿元，公司在主动进行战略收缩后，进行了优化资源配置以聚焦核心业务，因此能够保持整体收入规模没有继续下滑。整体来看，TME的收入结构已发生根本性转变，增长质量和未来发展的确定性得到提升。

#### ➤ SVIP 渗透率提升，带动 ARPPU 增长

本季度在线音乐业务持续高质量增长，得益于付费订阅和非订阅业务两大板块协同发力，目前已经形成了稳固的“双轮驱动”增长模型。首先，作为基本盘的音乐订阅业务表现稳健，收入同比增长17.2%，达到45.0亿元。付费用户数量持续增加和ARPU同比提升，这主要是由于公司推广SVIP会员计划成效显著，更高的会员权益和更优质的音质体验有效吸引了核心用户升级，从而提高SVIP会员渗透率。

#### ➤ 新的商业化场景不断拓展，盈利能力持续释放

综合来看，公司正凭借其在核心音乐业务上的稳固地位以及在AI技术上的前瞻性布局，成功构建了一个从内容创作、分发到粉丝互动与商业化的正向循环生态。随着AI技术进一步成熟和应用深化，不仅将持续巩固其在中国在线音乐市场的领导地位，更有望在全球范围内，打造数字音乐产业发展新路径。综上，按照在线音乐业务2026年8倍PS及社交娱乐业务5倍PE进行估值，给予公司21.84美元的目标价，有20.0%的上升空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	27,752	28,401	32,659	36,637	40,215
同比增长	-2.07%	2.34%	14.99%	12.18%	9.77%
净利润	4,920	6,644	9,272	10,133	11,198
同比增长	35.97%	36.19%	39.55%	9.29%	10.52%
经调整净利润	6,145	8,047	10,943	11,943	13,154
净利润率	18.81%	25.03%	30.38%	29.59%	29.79%
每 ADS 盈利(元)	3.15	4.29	5.99	6.54	7.23
PE	42.1	30.9	22.2	20.3	18.4

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

### ➤ 非订阅收入增长超预期，未来围绕粉丝经济打造新业态

2025年第三季度公司业绩持续超出市场预期，总收入达到84.6亿元人民币，而驱动力仍然是来自于在线音乐业务的强劲表现。在线音乐服务收入同比增长27.2%，达到69.7亿元，在总收入中的占比已升至82.4%。公司完成构建由高质量音乐服务驱动可持续增长模型。社交娱乐服务及其他业务的收入同比下降2.7%至14.9亿元，公司在主动进行战略收缩后，进行了优化资源配置以聚焦核心业务，因此能够保持整体收入规模没有继续下滑。整体来看，TME的收入结构已发生根本性转变，增长质量和未来发展的确定性得到提升。

### ➤ SVIP 渗透率提升，带动 ARPPU 增长

本季度在线音乐业务持续高质量增长，得益于付费订阅和非订阅业务两大板块协同发力，目前已经形成了稳固的“双轮驱动”增长模型。首先，作为基本盘的音乐订阅业务表现稳健，收入同比增长17.2%，达到45.0亿元。付费用户数量持续增加和ARPU同比提升，这主要是由于公司推广SVIP会员计划成效显著，更高的会员权益和更优质的音质体验有效吸引了核心用户升级，从而提高SVIP会员渗透率。其次，非订阅业务板块呈现出增长加速态势，成为本季度业绩增长主要驱动力。该板块收入主要由广告服务、线下演出和艺人相关商品销售构成，在线音乐服务收入持续多元化且高质量。这表明公司将庞大的用户流量转化为多元化商业价值的能力，其商业化生态的广度和深度正在不断拓展。

### ➤ 深化“内容+平台”双引擎，AI技术成核心抓手

在强劲业绩的支撑下，TME正坚定不移地推进其“内容+平台”双引擎战略。公司的战略重心已从早期的“用户规模扩张”全面转向“用户价值的深度挖掘”。在平台侧，公司持续通过技术创新和产品迭代提升用户体验，例如在2025年7月推出了全新的音乐识别应用，以满足用户在更多场景下的音乐发现需求。在内容侧，TME不仅深化与全球唱片公司和艺人的合作，还通过举办线下音乐节、展览等活动，增强IP的生命力和商业价值。同时在生态底层，公司正在进行系统性、大规模的投入，旨在利用AI提升服务、赋能内容创作并创造全新的互动体验，包括用于歌曲发现和推广的大型语言模型、零样本AI音乐制作工具Venus、自动化海报生成引擎Muse以及AI语音合成技术LyraSinger等，不仅丰富了平台的内容供给，也为构建了一个更具活力的创作者生态。第二，在音乐分发与宣推环节，基于大型语言模型的智能推荐系统，能够更精准地洞察用户偏好，实现个性化内容分发，从而提升用户粘性和收听时长。同时，AI驱动的Muse引擎等工具能够自动化生成大规模的宣发物料，大幅提升了运营效

率。第三，在用户消费体验环节，AI 驱动的音频增强技术（如 Viper HiFi）、AI 合唱工具以及沉浸式音景项目为用户带来了前所未有的高品质和趣味性体验，这直接转化为更高的用户满意度和付费意愿，公司有望持续通过 AI 保持未来行业领先地位，并探索新增长曲线。

### ➤ 新的商业化场景不断拓展，盈利能力持续释放

综合来看，公司正凭借其在核心音乐业务上的稳固地位以及在 AI 技术上的前瞻性布局，成功构建了一个从内容创作、分发到粉丝互动与商业化的正向循环生态。未来，随着 AI 技术进一步成熟和应用深化，不仅将持续巩固其在中国在线音乐市场的领导地位，更有望在全球范围内，打造数字音乐产业发展新路径。综上，按照在线音乐业务 2026 年 8 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 21.84 美元的目标价，有 20.0% 的上升空间，维持“买入”评级。

**表 1：互联网娱乐服务行业估值比较 (20251211)**

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS (人民币元)				市盈率PE		市净率PB	市销率PS
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
9899.HK	网易云音乐	382.6	7.5	12.4	10.4	24.4	14.2	16.9	3.2	5.0
SPOT.N	SPOTIFY	8,877.7	42.7	56.7	99.9	103.7	75.7	42.8	13.8	6.3
NFLX.O	奈飞	27,794.8	145.8	18.7	23.2	44.4	35.2	28.3	15.1	9.1
1024.HK	快手-W	2,638.8	3.6	4.1	4.8	17.2	14.7	12.7	3.6	1.9
WMG.O	华纳音乐	1,033.8	5.8	0.0	10.3	30.9	N/A	18.9	22.6	2.2
LYV.N	LIVE NATION	2,305.6	19.9	20.8	25.9	28.4	47.3	37.9	62.5	1.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 付费用户增长不及预期的风险；
2. 国内市场竞争与政策风险；
3. 社交业务持续整合风险。

## 【财务报表摘要】

### 财务报表摘要

#### 损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	27,752	28,401	32,659	36,637	40,215
成本	-17,957	-16,376	-17,000	-18,501	-20,106
毛利	9,795	12,025	15,659	18,136	20,110
销售费用	-897	-865	-980	-1,502	-1,649
管理费用	-4,121	-3,811	-4,246	-5,129	-5,630
其他收入	1,282	1,361	1,196	1,196	1,196
营运利润	6,059	8,710	11,630	12,701	14,027
投资收入	-14	2	-94	-94	-94
税前利润	6,045	8,712	11,536	12,607	13,933
所得税	-825	-1,603	-1,615	-1,765	-1,951
净利润	5,220	7,109	9,921	10,842	11,982
经调整净利润	6,145	8,047	10,943	11,943	13,154
<b>增长</b>					
收入增长 (%)	-2.1%	2.3%	15.0%	12.2%	9.8%
净利润 (%)	36.0%	36.2%	39.6%	9.3%	10.5%

#### 财务分析

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	35.3%	42.3%	47.9%	49.5%	50.0%
EBIT率 (%)	21.8%	30.7%	35.6%	34.7%	34.9%
净利率 (%)	18.8%	25.0%	30.4%	29.6%	29.8%
ROE	9.1%	10.2%	12.4%	11.8%	11.5%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	18.1%	16.5%	16.0%	18.1%	18.1%
实际税率 (%)	13.6%	18.4%	14.0%	14.0%	14.0%
应收账款天数	38	44	44	44	44
应付账款天数	102	153	153	153	153
<b>财务状况</b>					
负债/权益	0.32	0.30	0.27	0.25	0.24
收入/总资产	0.37	0.31	0.32	0.32	0.31
总资产/权益	1.32	1.30	1.27	1.25	1.24
现金/总资产	18.0%	14.6%	22.8%	30.1%	36.2%

#### 资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
应收账款	2,918	3,508	4,034	4,525	4,967
存货	8	23	24	26	28
其他流动资产	3,475	3,839	4,408	4,939	5,417
存款	9,937	13,999	13,999	13,999	13,999
货币资金	13,598	13,175	23,194	34,585	46,911
<b>流动资产总计</b>	<b>29,936</b>	<b>34,544</b>	<b>45,658</b>	<b>58,074</b>	<b>71,322</b>
固定资产	2,927	2,852	2,781	2,759	2,770
无形资产	21,941	22,306	22,768	23,513	24,640
金融资产	6,540	14,498	14,498	14,498	14,498
其他固定资产	14,192	16,244	16,244	16,244	16,244
<b>总资产</b>	<b>75,536</b>	<b>90,444</b>	<b>101,949</b>	<b>115,088</b>	<b>129,474</b>
应付账款	5,006	6,879	7,141	7,771	8,446
应计负债	3,472	5,535	5,746	6,253	6,796
其他流动负债	3,536	4,136	4,600	5,034	5,424
<b>流动负债总计</b>	<b>12,014</b>	<b>16,550</b>	<b>17,487</b>	<b>19,058</b>	<b>20,665</b>
长期负债	6,320	4,168	4,168	4,168	4,168
<b>总负债</b>	<b>18,334</b>	<b>20,718</b>	<b>21,655</b>	<b>23,226</b>	<b>24,833</b>
<b>股东权益</b>	<b>57,202</b>	<b>69,726</b>	<b>80,294</b>	<b>91,862</b>	<b>104,641</b>

#### 现金流量表

	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
<b>税前利润</b>	6,045	8,712	11,536	12,607	13,933
非现金调整	607	479	380	219	-11
运营资本变化	668	1,114	-577	-22	-70
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,320</b>	<b>10,305</b>	<b>11,338</b>	<b>12,803</b>	<b>13,852</b>
购买物业及设备	-165	-319	-226	-249	-274
购买无形资产	-999	-1,256	-837	-896	-986
其他投资活动	-699	-5,764	-267	-267	-267
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,863</b>	<b>-7,339</b>	<b>-1,330</b>	<b>-1,412</b>	<b>-1,526</b>
上市融资	-1,408	-2,112	0	0	0
其他融资活动	-130	-1,718	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,538</b>	<b>-3,830</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑变化	76	-30	0	0	0
现金变化	3,995	-894	10,008	11,391	12,326
期初持有现金	9,555	13,567	13,164	23,194	34,585
<b>期末持有现金</b>	<b>13,550</b>	<b>12,673</b>	<b>23,172</b>	<b>34,585</b>	<b>46,911</b>

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>