

买入

AI 技术全面赋能，盈利能力持续释放

腾讯音乐 (TME.N)

2025-08-13 星期三

【投资要点】

➤ 在线音乐业务持续高增长，收入来源更加多元化

2025 年第二季度，腾讯音乐实现总收入达到 84.4 亿元，同比增长 17.9%，主要得益于在线音乐业务的持续高速增长，主要受音乐订阅和广告收入的驱动。盈利能力方面，实现归属于公司股东的净利润为 24.1 亿元，同比增长 43.2%。在非国际财务报告准则下，调整后净利润达到 26.4 亿元，同比增长 33.0%。本季度公司盈利结构持续优化，经营效率显著提升，成功实现了从规模增长向量质并重的成长路径转型，进一步巩固了以音乐为核心的发展模式。

➤ AI 技术应用创造全新价值，推动业务多维度实现增长

本季度公司推出 QQ 音乐的 12.5 版本引入了“AI 一起听”功能，结合人工智能和推荐算法，提供互动和智能的音乐体验，另一款产品酷狗音乐推出的行业首创“AI 合唱”功能，极大地激发了用户的创作热情和互动深度。在算法推荐方面，公司在升级后的 AI 推荐算法显著提升了内容分发效率，推动用户日均使用时长回升。通过这些用户提升的改善，推动业务多维度实现增长。

➤ 公司降本增效成果显著，维持买入评级

公司发展战略已从过去“降本增效”转型为“创造价值”及“AI 赋能”的新阶段。无论是“小琴”和“启明星”所代表的 UGC 和 AIGC 新模式，还是 AI 大数据分析驱动的全新互动体验，都能够不断创造新的商业模式以及提升用户使用体验。未来公司如果能够完成收购国内领先长音频平台“喜马拉雅”，将实现内容生态资源整合，从而打造“音乐+有声书+播客”的超级音频内容矩阵，进一步扩大用户覆盖面和提升用户使用时长。随着 AI 应用在生态中的落地和普及，公司在 SVIP 会员、内容分成、广告模式创新等方面的商业化潜力将逐步释放。凭借其强大的内容生态、领先的技术布局和清晰的商业化路径，相信公司将在未来 AI 数字音乐和音频娱乐市场中继续扮演领导者角色。综上，按照在线音乐业务 2025 年 14 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 32.7 美元的目标价，有 28.6% 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	32,714	36,702	40,294
同比增长	-2.07%	2.34%	15.18%	12.19%	9.79%
净利润	4,920	6,644	8,915	10,796	12,400
同比增长	35.97%	36.19%	34.18%	21.10%	14.86%
经调整净利润	6,145	8,047	10,562	12,654	14,441
净利润率	18.81%	25.03%	29.16%	31.47%	32.93%
每 ADS 盈利 (元)	3.15	4.29	5.76	6.97	8.01

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **32.70 美元**
现价: **25.39 美元**
预计升幅: **28.6%**

重要数据

日期	2025-08-12
收盘价(美元)	25.39
总股本(亿份 ADS)	15.48
总市值(亿美元)	393.03
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

研究部

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

【报告正文】

➤ 在线音乐业务持续高速增长，收入来源更加多元化

2025 年第二季度，腾讯音乐实现总收入达到 84.4 亿元，同比增长 17.9%，主要得益于在线音乐业务的持续高速增长，尤其是音乐订阅和广告收入的驱动。盈利能力方面，归属于公司股东的净利润为 24.1 亿元，同比大幅增长 43.2%。在非国际财务报告准则下，调整后净利润达到 26.4 亿元，同比增长 33.0%。公司盈利结构持续优化，经营效率显著提升，成功实现了从规模增长向量质并重的成长路径转型，进一步巩固了以音乐为核心的发展模式。

在线音乐服务收入已成为集团的绝对支柱，季度收入达到 68.5 亿元，同比增长 26.4%。其在总收入中的占比已提升至约 81%。其中音乐订阅收入作为在线音乐业务的基石，实现收入 43.8 亿元，同比增长 17.1%，主要得益于付费用户数量的健康增长以及单 ARPPU 的稳步提升。而以广告、LIVE 为代表的非音乐订阅业务增长同样迅猛，同比增长 35%，公司与音乐相关收入更加多元化。

社交娱乐服务业务板块的收入同比下降 8.5% 至 15.9 亿元，符合我们此前预期，收入下降是公司主动进行战略性调整、优化直播等业务以追求更健康、可持续发展模式的结果。尽管收入规模有所收缩，但其对集团整体利润的负面影响正逐渐减弱，有助于将更多资源聚焦于核心音乐生态的建设。

音乐业务用户规模截至 2025 年第二季度末，在线音乐 MAU 为 5.53 亿，相较于去年同期规模略有收缩，这反映了行业用户增长见顶的宏观背景以及公司将重心放在发展付费用户的策略。在线音乐付费用户数同比增长 6.3%，达到 1.244 亿。付费用户渗透率的持续提升，证明了 TME 在存量用户中进行价值挖掘和付费转化的能力不断增强。同时 ARPPU 从 2024 年同期的 10.7 元，提升至本季度的 11.7 元，同比增长 9.3%。ARPPU 的稳健增长主要归功于 SVIP 会员计划的成功推广、更丰富的会员权益以及高品质、差异化的音乐内容与服务，未来用户为优质体验付费的意愿还在增强。

➤ AI 技术应用创造全新价值，推动业务多维度实现增长

本季度公司推出 QQ 音乐的 12.5 版本引入了“AI 一起听”功能，结合人工智能和推荐算法，提供互动和智能的音乐体验。在该功能中，腾讯音乐创新引入了 AI 音乐伴侣“小琴”，这一虚拟 AI 助理角色将通过深入分析用户的播放习惯，来智能地推荐歌曲，并详细介绍每首歌曲背后的艺术内涵、创作历程以及歌手的生平故事等丰富内容，从而帮助用户更全面地领略音乐的魅力。这一功

能的设计不仅带来了技术上的突破，也为用户提供了前所未有的音乐体验。同时还支持用户通过简单指令一键生成个性化歌曲，该功能上线后日均调用量迅速突破 100 万次，极大地激发了用户的创作热情和互动深度。此外，另一款产品酷狗音乐推出的行业首创“AI 合唱”功能和测试中的“AI 一起听”功能，也为用户带来了前所未有的沉浸式和伴随式音乐体验，通过这些用户提升的改善，本季度进一步拉动了用户付费需求，将付费比率提升至 22.5% 的新高度。

在 AI 内容创作方面，公司推出的“启明星”AI 辅助作曲工具，日均生成原创曲目超过 5000 首，极大地丰富了平台曲库的多样性并降低了内容成本。此外公司推出的“AI 音乐治疗”功能，更是将 AI 应用拓展至大健康领域，是公司利用 AI 技术拓展非音乐应用场景的首次尝试。

在算法推荐方面，公司在升级后的 AI 推荐算法显著提升了内容分发效率，推动用户日均使用时长回升，并直接推动广告收入多个季度同比、环比实现增长。

➤ 新的商业化场景不断拓展，盈利能力持续释放

公司发展战略已从过去“降本增效”转型为“创造价值”及“AI 赋能”的新阶段。无论是“小琴”和“启明星”所代表的 UGC 和 AIGC 新模式，还是 AI 大数据分析驱动的全新互动体验，都能够不断创造新的商业模式以及提升用户使用体验。未来，公司如果成功收购国内领先的长音频平台“喜马拉雅”，将实现内容生态资源整合，从而将打造“音乐+有声书+播客”的超级音频内容矩阵，进一步扩大用户覆盖面和提升用户使用时长。随着 AI 应用在生态中的落地和普及，其在会员增值服务、内容创作分成、广告模式创新等方面的商业化潜力将逐步释放。凭借其强大的内容生态、领先的技术布局和清晰的商业化路径，公司将在未来的数字音乐和音频娱乐市场中继续扮演领导者角色。综上，按照在线音乐业务 2025 年 14 倍 PS 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 32.7 美元的目标价，有 28.6% 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（20250813）

代码	证券名称	总市值 亿港元	市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS
			2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
9899.HK	网易云音乐	599.3	34.1	688.5	598.7	5.5	7.0
SPOT.N	SPOTIFY	11,555.1	15.7	253.4	233.7	21.7	8.4
NFLX.O	奈飞	42,972.3	8.2	1,370.5	1,263.0	22.8	13.6
1024.HK	快手-W	2,788.8	16.8	29.8	24.9	3.9	2.0
WMG.O	华纳音乐	1,227.2	4.6	1.6	1.3	27.6	2.5
LYV.N	LIVE NATION	2,638.0	6.7	52.2	42.2	317.1	1.5

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						财务分析					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>											
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测		历史	历史	预测	预测	预测
收入	27,752	28,401	32,714	36,702	40,294	盈利能力					
成本	-17,957	-16,376	-17,000	-17,938	-18,897	毛利率 (%)	35.3%	42.3%	48.0%	51.1%	53.1%
毛利	9,795	12,025	15,714	18,764	21,398	EBIT率 (%)	21.8%	30.7%	34.6%	37.3%	39.0%
销售费用	-897	-865	-1,014	-1,138	-1,249	净利率 (%)	18.8%	25.0%	29.2%	31.5%	32.9%
管理费用	-4,121	-3,811	-4,580	-5,138	-5,641	ROE	9.1%	10.2%	11.9%	12.5%	12.5%
其他收入	1,282	1,361	1,196	1,196	1,196	营运表现					
营运利润	6,059	8,710	11,316	13,684	15,703	费用/收入 (%)	18.1%	16.5%	17.1%	17.1%	17.1%
投资收入	-14	2	-94	-94	-94	实际税率 (%)	13.6%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
税前利润	6,045	8,712	11,222	13,590	15,609	应收账款天数	38	44	44	44	44
所得税	-825	-1,603	-1,683	-2,038	-2,341	应付账款天数	102	153	153	153	153
净利润	5,220	7,109	9,539	11,551	13,268	财务状况					
经调整净利润	6,145	8,047	10,562	12,654	14,441	负债/权益	0.32	0.30	0.27	0.25	0.23
增长						收入/总资产	0.37	0.31	0.32	0.32	0.31
收入增长 (%)	-2.1%	2.3%	15.2%	12.2%	9.8%	总资产/权益	1.32	1.30	1.27	1.25	1.23
净利润 (%)	36.0%	36.2%	34.2%	21.1%	14.9%	现金/总资产	18.0%	14.6%	22.5%	30.0%	36.6%
资产负债表						现金流量表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年		2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	历史	历史	预测	预测	预测		历史	预测	预测	预测	预测
应收账款	2,918	3,508	4,041	4,533	4,977	税前利润	6,045	8,712	11,222	13,590	15,609
存货	8	23	24	25	27	非现金调整	607	479	381	220	-9
其他流动资产	3,475	3,839	4,415	4,948	5,427	运营资本变化	668	1,114	-654	-723	-952
存款	9,937	13,999	13,999	13,999	13,999	经营活动现金流	7,320	10,305	10,949	13,087	14,648
货币资金	13,598	13,175	22,805	34,480	47,602	购买物业及设备	-165	-319	-226	-249	-274
流动资产总计	29,936	34,544	45,283	57,985	72,032	购买无形资产	-999	-1,256	-837	-896	-986
固定资产	2,927	2,852	2,781	2,759	2,770	其他投资活动	-699	-5,764	-267	-267	-267
无形资产	21,941	22,306	22,768	23,513	24,640	投资活动现金流	-1,863	-7,339	-1,330	-1,412	-1,526
金融资产	6,540	14,498	14,498	14,498	14,498	上市融资	-1,408	-2,112	0	0	0
其他固定资产	14,192	16,244	16,244	16,244	16,244	其他融资活动	-130	-1,718	0	0	0
总资产	75,536	90,444	101,574	114,999	130,184	融资活动现金流	-1,538	-3,830	0	0	0
应付账款	5,006	6,879	7,141	7,535	7,938	汇兑变化	76	-30	0	0	0
应计负债	3,472	5,535	5,746	6,063	6,387	现金变化	3,995	-894	9,619	11,675	13,122
其他流动负债	3,536	4,136	4,606	5,041	5,432	期初持有现金	9,555	13,567	13,164	22,805	34,480
流动负债总计	12,014	16,550	17,493	18,639	19,757	期末持有现金	13,550	12,673	22,783	34,480	47,602
长期负债	6,320	4,168	4,168	4,168	4,168						
总负债	18,334	20,718	21,661	22,807	23,925						
股东权益	57,202	69,726	79,913	92,192	106,258						

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

免责声明

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著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收到任何形式的补偿。

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>