

买入
短期面临市场竞争加剧，技术融合重塑业务价值
腾讯音乐 (TME.N)

2026-04-14 星期二

【投资要点】

目标价:	12.10 美元
现价:	9.43 美元
预计升幅:	28.3%

重要数据

日期	2026-04-13
收盘价(美元)	9.43
总股本(亿份 ADS)	15.48
总市值(亿美元)	144.62
净资产(亿美元)	121.08
总资产(亿美元)	149.46
52 周高低(美元)	8.78/26.00
每 ADS 净资产(美元)	7.36

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

腾讯	52.96%
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、
 20251212

研究部

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

➤ 在线音乐业务持续扩张，付费用户数增速回落

2025 年公司总收入达到 329 亿元，同比增长 15.8%。在线音乐服务业务持续保持强劲增长势头，全年收入达到 267.3 亿元，同比增长 22.9%。社交娱乐服务业务全年收入约为 61.8 亿元，同比下降约 7.3%。2025 年第四季度，其月活跃用户数为 5.28 亿，较上年同期的 5.56 亿下降 5%。四季度在线音乐付费用户数增至 1.274 亿，同比增为 5.3%，第四季度 ARPU 为 11.9 元，提升至今今年新高。2025 年公司全年净利润为 110.5 亿元，同比增长 66.4%。若剔除一次性投资收益等非国际财务报告准则调整项，调整后净利润为 99.2 亿元，同比增长 22.0%。

➤ 会员价值体系深度挖掘，驱动 ARPU 持续提升

2025 年公司订阅业务在运营领域完成了从单一订阅模式到分层价值体系的战略升级，其中 SVIP 体系的落地与规模化，成为年度运营成果中最核心的亮点。截至 2025 年末，平台 SVIP 用户规模突破 2000 万，该群体的单用户商业价值显著高于普通付费用户。从长期战略维度分析，会员体系的分层化运营大幅强化了用户粘性与品牌忠诚度，有效降低了高价值用户流失率。

➤ 短期面临市场竞争加剧，战略性布局新业态谨慎前行

我们认为当前公司在在线音乐市场面临的竞争有所加剧，一是用户时长的竞争，短视频平台以及旗下产品对公司用户时长有所侵蚀，二是用户增长瓶颈，月活跃用户数出现了持续下滑；三是市场面临免费模式的扰动，竞品的免费听歌策略对价格敏感型用户产生了影响，延缓公司付费转化进程。但与此同时，公司也提出 2026 年新的战略展望，将聚焦于内容与平台协同深化、线下体验持续拓展、AI 技术应用深化三大方向来形成差异化竞争。在内容端，继续加强版权投入与原创音乐扶持，构建更丰富、更优质的内容生态。在平台端，深化 SVIP 会员体系、优化用户体验、拓展变现场景。在技术端，持续投入 AI 研发，将 AI 技术从效率工具升级为竞争壁垒。在场景端，布局车载、家居、可穿戴设备等多终端入口，抢占未来流量入口。综上，按照在线音乐业务 2026 年 20 倍 PE 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 11.6 美元的目标价，有 28.3% 的上升空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	28,401	32,902	36,070	39,609	42,998
同比增长	2.34%	15.85%	9.63%	9.81%	8.56%
净利润	6,644	11,056	9,467	10,533	11,917
同比增长	36.19%	59.70%	-14.38%	11.27%	13.13%
经调整净利润	8,047	12,380	10,811	11,976	13,464
净利润率	25.03%	34.51%	26.95%	27.31%	28.46%
每 ADS 盈利(元)	4.29	7.14	6.11	6.80	7.69
PE	15.0	9.0	10.5	9.4	8.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 在线音乐业务持续扩张，付费用户数增速回落

2025 年公司总收入达到 329 亿元，同比增长 15.8%，标志着公司已完成从付费用户规模驱动向付费用户价值驱动战略转型的阶段性成果。在线音乐服务业务持续保持强劲增长势头，全年收入达到 267.3 亿元，同比增长 22.9%，成为拉动整体业绩增长的核心引擎；而社交娱乐服务业务则延续近年来收缩趋势，全年收入约为 61.8 亿元，同比下降约 7.3%，公司对该业务的战略性调整已基本完成。2025 年第四季度，其月活跃用户数为 5.28 亿，较上年同期的 5.56 亿下降 5%，环比流失 2300 万名用户。四季度在线音乐付费用户数增至 1.274 亿，同比增为 5.3%，第四季度 ARPU 为 11.9 元，提升至今年新高。综合来看，公司业绩增长目前由用户价值深化与商业模式升级双轮驱动，不再单纯依赖付费用户规模扩张模式，而是构建起内容带动流量、多元服务转化价值、粉丝经济释放溢价、AI 技术赋能提升效率的综合生态体系，为公司长期发展奠定基础。最终 2025 年公司全年净利润为 110.5 亿元，同比增长 66.4%。若剔除一次性投资收益等非国际财务报告准则调整项，调整后净利润为 99.2 亿元，同比增长 22.0%。

➤ 会员价值体系深度挖掘，驱动 ARPU 持续提升

2025 年公司订阅业务在运营领域完成了从单一订阅模式到分层价值体系的战略升级，其中 SVIP 体系落地成为年度运营亮点。截至 2025 年末，平台 SVIP 用户规模突破 2000 万，该群体的单用户商业价值显著高于普通付费用户。平台为 SVIP 用户打造了覆盖全维度增值服务矩阵，形成了完整的高价值用户服务闭环。SVIP 体系落地成功构建两大核心壁垒。首先是平台多年积累的海量独家优质版权内容，构筑了内容护城河，同时粉丝经济与音乐消费场景的深度融合，让用户愿意为音乐背后的情感连接支付品牌溢价。2025 年平台 ARPU 持续攀升，核心驱动力就是 SVIP 规模快速扩张以及转化率提升。会员体系的分层化运营大幅强化了用户粘性与品牌忠诚度，有效降低了高价值用户流失率，为平台长期可持续增长构建基础。在付费用户增长层面，尽管平台整体月活跃用户规模出现小幅下滑，但付费用户数保持持续增长，付费转化率稳步提升，相信公司将持续聚焦高价值用户的深度挖掘、获取与长期留存，ARPU 能维持持续增长的趋势。

➤ 非订阅业务快速增长，内容生态多元化促进 IP 价值释放

2025 年，腾讯音乐在线音乐非订阅收入同比增长 39.2% 达到 90.7 亿元，体现了平台通过多年深耕内容生态来持续释放 IP 商业价值，目前平台非订阅收入主要由四大核心板块构成，包括广告收入、数字专辑与单曲销售收入、线下演出与

活动收入、艺人周边及衍生品销售收入。在广告业务板块，平台依托 AI 技术迭代优化广告推荐算法，显著提升了广告填充率与点击转化率，同时打造信息流广告、开屏广告、品牌定制合作等多元化广告产品矩阵，完成用户免费听歌广告商业变现模式的效率升级。在数字专辑业务板块，平台与头部艺人深度绑定，推出限量版数字专辑、签名电子专辑等创新产品，配合粉丝应援运营活动，直接带动数字专辑收入实现显著增长。在线下演出业务板块，平台凭借强大的艺人资源储备与成熟的粉丝运营能力，全年主办、参与了数百场线下演唱会、粉丝见面会等活动，成功将线上流量转化为线下消费。非订阅业务的爆发式增长得益于用户愿意为音乐所承载的情感价值、社交价值与身份认同价值支付溢价，成为非订阅业务持续增长的核心动力。

➤ AI 赋能内容创作工具及粉丝经济运营全面升级

公司利用 AI 技术深度赋能业务生态，深入融合到创作、分发、体验、粉丝互动、版权管理全环节布局，形成从生产到消费的完整 AI 生态，重构产业价值创造逻辑，打开新增长空间。在音乐创作端，腾讯音乐搭建了以 Vemus 未音和启明星为核心的 AI 创作工具矩阵。Vemus 未音面向大众，支持多模态生成音乐、全流程制作，大幅降低创作门槛，服务海量用户与音乐人，创作效率显著提升。启明星侧重服务专业音乐人，提供爆款预测、歌词辅助、音轨分离等人效工具，还搭建作品交易市场助力变现。在内容分发与用户体验端，AI 全面升级推荐算法，提升精准度与用户粘性，AI 推荐播放占比持续提升。QQ 音乐 AI Agent 依托腾讯元宝 AI 技术，支持自然语言完成复杂指令，实现从需求到行动的无缝体验。平台还推出 AI 一起听、AI 合唱、AI 音乐伴侣等互动功能，并用 AI 为海量歌曲生成封面，优化内容库体验；同时基于用户习惯智能推荐增值服务，实现体验与商业转化双赢。在粉丝经济赋能端，AI 打造了全新互动与变现模式。AI 虚拟歌手实现实时互动与定制演唱，开创虚拟陪伴经济，让粉丝从被动消费转向主动共创。整体来看，AI 已成为音乐生态核心基础设施，既提升运营效率与用户价值，也打通了新增长曲线。

➤ 短期面临市场竞争加剧，战略性布局新业态谨慎前行

我们认为当前公司在在线音乐市场面临的竞争有所加剧，一是用户时长的竞争，短视频平台以及旗下产品对公司用户时长有所侵蚀，二是用户增长瓶颈，月活跃用户数出现了持续下滑；三是市场面临免费模式的扰动，竞品的免费听歌策略对价格敏感型用户产生了影响，延缓公司付费转化进程。但与此同时，公司也提出 2026 年新的战略展望，将聚焦于内容与平台协同深化、线下体验持续拓展、AI 技术应用深化三大方向来形成差异化竞争。在内容端，继续加强版权投

入与原创音乐扶持，构建更丰富、更优质的内容生态。在平台端，深化 SVIP 会员体系、优化用户体验、拓展变现场景。在技术端，持续投入 AI 研发，将 AI 技术从效率工具升级为竞争壁垒。在场景端，布局车载、家居、可穿戴设备等多终端入口，抢占未来流量入口。综上，按照在线音乐业务 2026 年 20 倍 PE 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 11.6 美元的目标价，有 28.3% 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（20260414）

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 2026TTM	市销率PS 2026TTM
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
9899.HK	网易云音乐	233.0	13.0	9.6	10.8	8.5	11.1	9.9	1.9	3.1
SPOT.N	SPOTIFY	7,123.9	88.7	103.0	134.4	39.1	33.6	25.7	10.6	5.2
NFLX.O	奈飞	29,904.1	18.1	22.2	26.3	38.7	31.9	26.9	16.4	9.6
1024.HK	快手-W	1,699.5	4.4	3.7	4.3	9.1	10.6	9.2	2.2	1.2
WMG.O	华纳音乐	1,028.5	4.9	10.3	12.5	39.1	18.9	15.6	20.8	2.2
LYV.N	LIVE NATION	2,671.5	1.7	27.1	35.2	55.0	42.0	32.3	143.6	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

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	28,401	32,902	36,070	39,609	42,998
成本	-16,376	-18,367	-18,802	-20,392	-21,482
毛利	12,025	14,535	17,268	19,217	21,516
销售费用	-865	-941	-1,623	-1,782	-1,935
管理费用	-3,811	-3,916	-5,266	-5,783	-6,278
其他收入	1,361	3,686	1,054	1,054	1,054
营运利润	8,710	13,364	11,432	12,706	14,358
投资收入	2	-87	-129	-129	-129
税前利润	8,712	13,277	11,303	12,577	14,229
所得税	-1,603	-1,924	-1,582	-1,761	-1,992
净利润	7,109	11,353	9,721	10,816	12,237
经调整净利润	8,047	12,380	10,811	11,976	13,464
增长					
收入增长 (%)	2.3%	15.8%	9.6%	9.8%	8.6%
净利润 (%)	36.2%	59.7%	-14.4%	11.3%	13.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
应收账款	3,508	3,903	4,279	4,699	5,101
存货	23	41	42	46	48
其他流动资产	3,839	4,281	4,684	5,134	5,565
存款	13,999	15,763	15,763	15,763	15,763
货币资金	13,175	8,470	18,332	29,573	41,630
流动资产总计	34,544	32,458	43,100	55,214	68,106
固定资产	2,852	4,100	3,904	3,806	3,771
无形资产	22,306	23,098	23,661	24,480	25,659
金融资产	14,498	26,231	26,231	26,231	26,231
其他固定资产	16,244	16,635	16,635	16,635	16,635
总资产	90,444	102,522	113,531	126,365	140,402
应付账款	6,879	6,284	6,433	6,977	7,350
应计负债	5,535	3,558	3,642	3,950	4,161
其他流动负债	4,136	4,747	5,088	5,468	5,833
流动负债总计	16,550	14,589	15,163	16,396	17,344
长期负债	4,168	4,883	4,883	4,883	4,883
总负债	20,718	19,472	20,046	21,279	22,227
股东权益	69,726	83,050	93,486	105,087	118,176

财务分析

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	42.3%	44.2%	47.9%	48.5%	50.0%
EBIT率 (%)	30.7%	40.6%	31.7%	32.1%	33.4%
净利率 (%)	25.0%	34.5%	27.0%	27.3%	28.5%
ROE	10.2%	13.7%	10.4%	10.3%	10.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	16.5%	14.8%	19.1%	19.1%	19.1%
实际税率 (%)	18.4%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
应收账款天数	44	43	43	43	43
应付账款天数	153	125	125	125	125
财务状况					
负债/权益	0.30	0.23	0.21	0.20	0.19
收入/总资产	0.31	0.32	0.32	0.31	0.31
总资产/权益	1.30	1.23	1.21	1.20	1.19
现金/总资产	14.6%	8.3%	16.1%	23.4%	29.7%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
税前利润	8,712	13,277	11,303	12,577	14,229
非现金调整	479	696	706	537	305
运营资本变化	1,114	-3,742	-734	-348	-825
经营活动现金流	10,305	10,231	11,275	12,767	13,709
购买物业及设备	-319	-226	-249	-274	-301
购买无形资产	-1,256	-837	-896	-986	-1,084
其他投资活动	-5,764	-8,312	-267	-267	-267
投资活动现金流	-7,339	-9,375	-1,412	-1,526	-1,652
上市融资	-2,112	-4,575	0	0	0
其他融资活动	-1,718	-75	0	0	0
融资活动现金流	-3,830	-4,650	0	0	0
汇兑变化	-30	-49	0	0	0
现金变化	-894	-3,842	9,863	11,240	12,057
期初持有现金	13,567	13,164	8,470	18,332	29,573
期末持有现金	12,673	9,322	18,332	29,573	41,630

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>