

今日焦點:

► 騰訊音樂娛樂 (1698 HK, 港幣84.65元, 市值港幣2,620億元) 用戶增長放緩下的變現能力提升

每付費用戶平均收益增長與直播業務復甦推升利潤率：騰訊音樂娛樂 (TME) 第三季收入按年增長20.6%至84.6億元人民幣，優於市場預期。

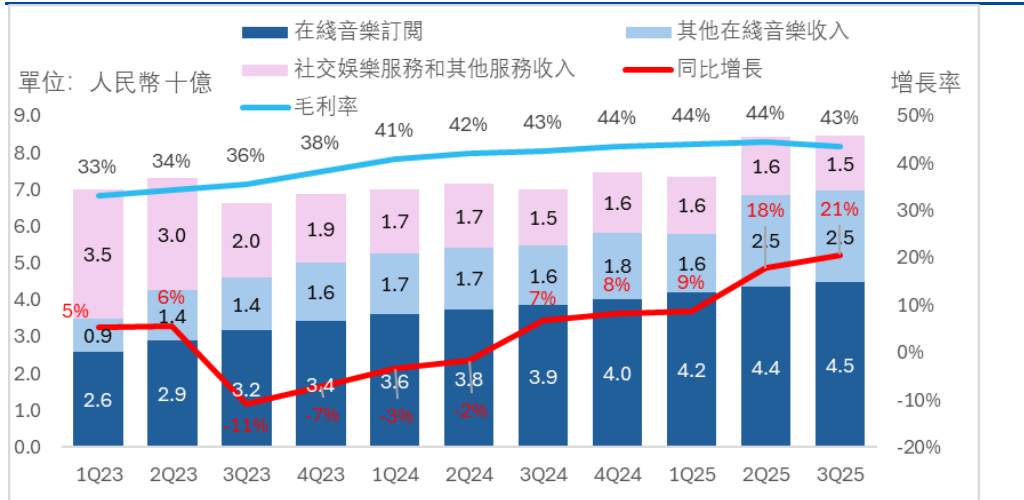
1). 在線音樂訂閱收入按年增長16.4%至45億元人民幣，主要受惠於每付費用戶平均收益由10.8元人民幣微升至11.9元人民幣，原因包括超級會員權益擴充及超級會員佔比提升。付費用戶數由1.19億增至1.257億，季度環比淨增130萬，然而在線音樂月活躍用戶降至5.51億，反映付費用戶增長放緩及活躍度減弱。

2). 其他在線音樂服務 (包括廣告、數字專輯及線下演唱會) 受惠於強勁的現場演出、票務及藝人周邊商品銷售，收入大幅增長52%至25億元人民幣。

3). 社交娛樂及其他業務收入按年下降2.7%，由15.4億元人民幣降至14.9億元人民幣，跌幅隨監管放寬而收窄。

毛利率由42.6%改善至43.5%，主要受訂閱與廣告業務貢獻提升及社交娛樂佔比下降推動，部分被線下演出及藝人周邊商品成本增加所抵銷。

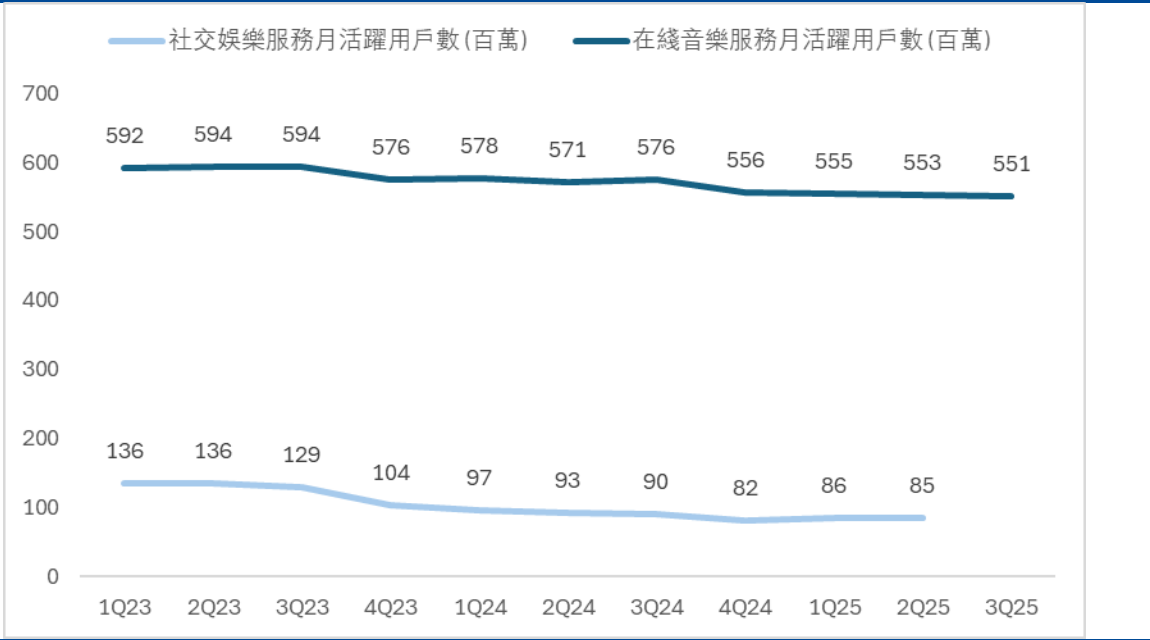
圖 1: 營收 (人民幣 十億) 拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

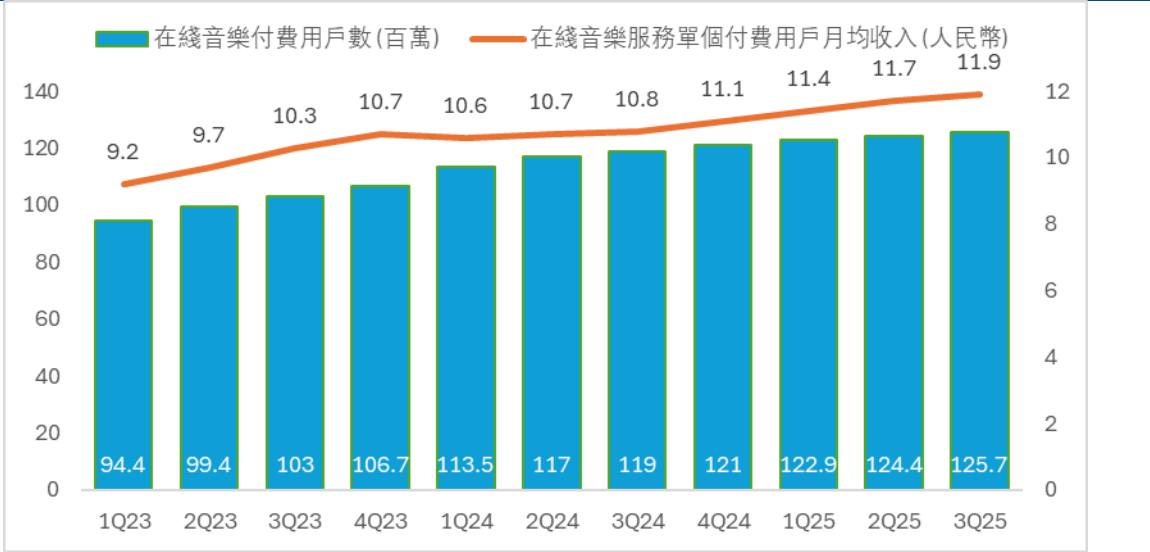
香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升		
恒生指數		26,922	0.8%	34.2%		
中資企業指數		9,538	0.8%	30.9%		
紅籌指數		4,342	1.2%	14.9%		
滬深300指數		4,645	-0.1%	18.1%		
上海A股		4,194	-0.1%	-3.9%		
上海B股		257	-0.3%	-3.9%		
深圳A股		2,623	-0.4%	28.1%		
深圳B股		1,321	0.1%	9.0%		
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升		
美國道指		48,254	0.7%	13.4%		
標普500		6,850	0.1%	16.5%		
美國納斯達克指數		23,406	-0.3%	21.2%		
日經平均指數		51,086	0.0%	28.1%		
英國富時指數		9,911	0.1%	21.3%		
法國證券公會指數		8,241	1.0%	11.7%		
德國法蘭克福指數		24,381	1.2%	22.5%		
商品價格		收市	每日升跌	今年累升		
金價	(美元/盎司)	4,195	1.7%	60.1%		
銅價	(美元/盎司)	2,408	2.1%	34.8%		
銀價	(美元/盎司)	53	4.0%	84.3%		
原油	(美元/桶)	58	-4.2%	-18.7%		
銅價	(美元/盎司)	10,944	1.4%	24.8%		
鋁價	(美元/盎司)	2,894	0.9%	13.4%		
鎳價	(美元/盎司)	1,617	2.0%	78.5%		
鉻價	(美元/盎司)	3,075	-0.2%	3.2%		
小麥	(美分/蒲式耳)	536	0.0%	-2.8%		
玉米	(美分/蒲式耳)	449	1.1%	-1.3%		
糖	(美分/磅)	N/A	N/A			
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,133	0.3%	9.7%		
PVC	(美元/噸)	N/A	N/A	-15.5%		
CRB 指數		302	-0.8%	3.0%		
BDI				107.8%		
匯率						
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	154.8	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	19.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.0		179.5	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.7	1.1	194.0		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.8	0.1	
市場情緒					目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期						
希臘					N/A	N/A
愛爾蘭					83	-2.4%
義大利					139	-0.6%
葡萄牙					207	-0.0%
西班牙					108	0.3%
波動率指數					17	-2.8%

圖 2：音樂月活躍用戶數（百萬）



資料來源：公司數據，新華滙富

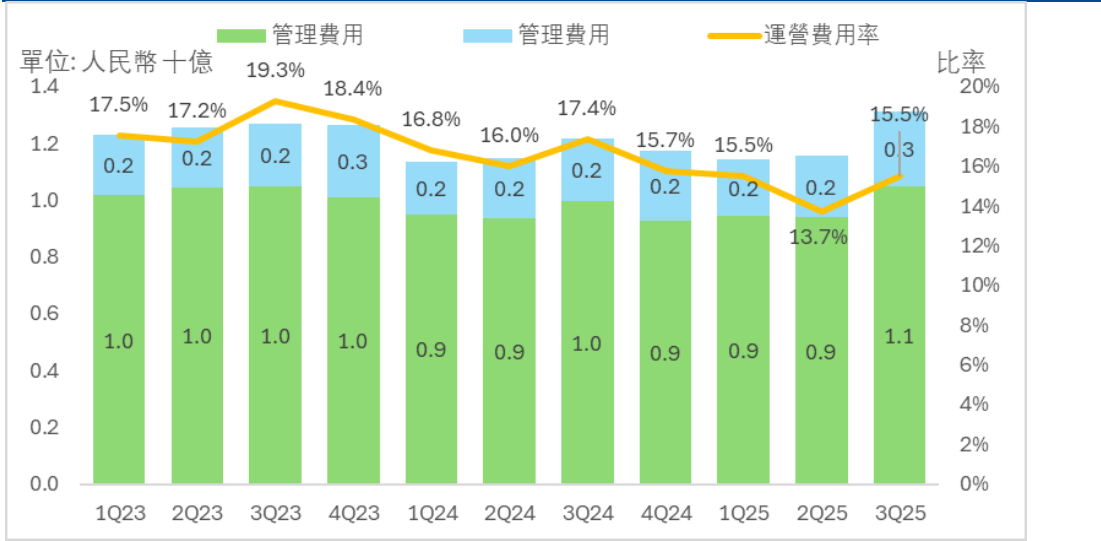
圖 3：在線影月服務付費用戶數（百萬）和單個付費用戶月均收入（人民幣）



資料來源：公司數據，新華滙富

效率提升與利潤率溫和增長：儘管總營運開支按年上升7.6%至13.1億元人民幣（主要因員工相關費用增加），但受規模效益帶動，營運開支比率由第三季的14.2%降至12.4%。非國際財務報告準則淨利潤按年增長27.7%至25億元人民幣，利潤率為29.3%，但淨利潤率按季連續第三個季度下跌。

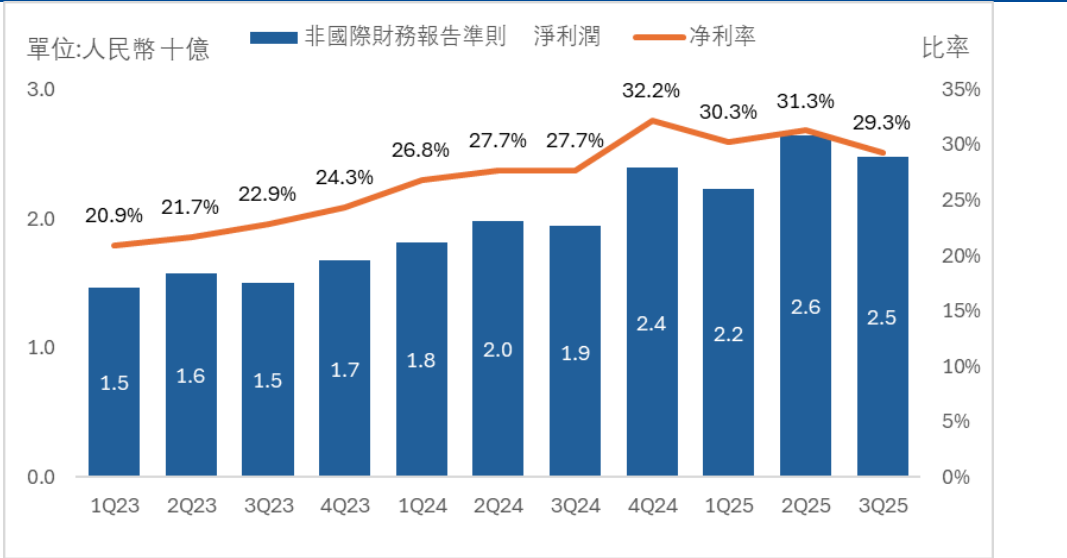
圖 4： 營運費用拆解



資料來源： 公司數據， 新華滙富

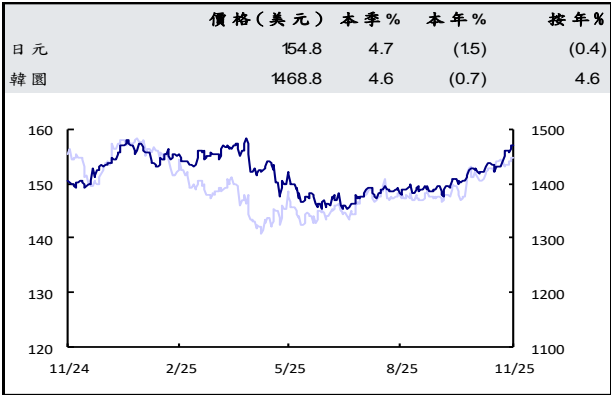
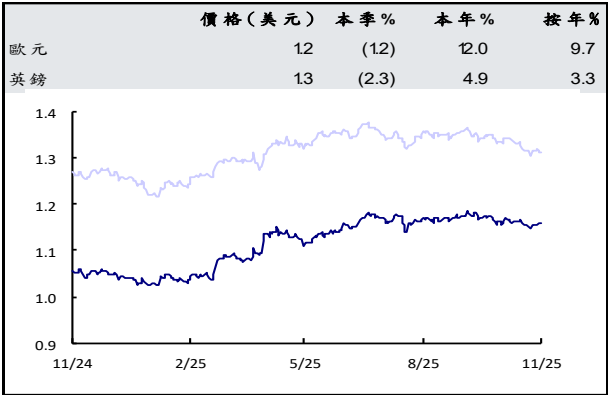
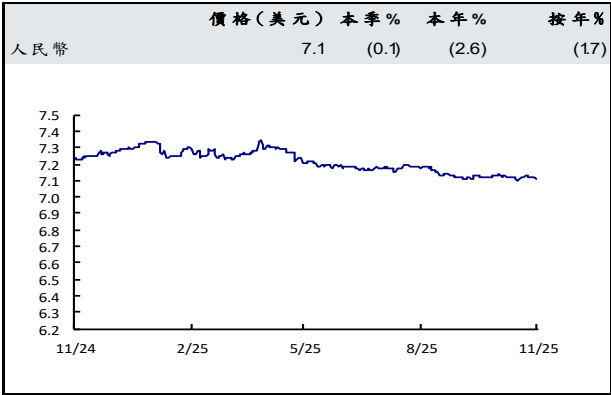
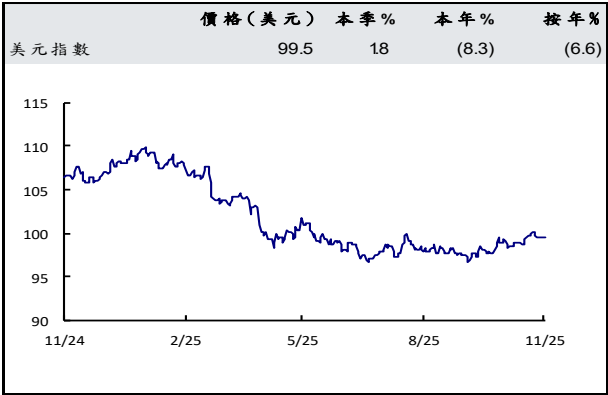
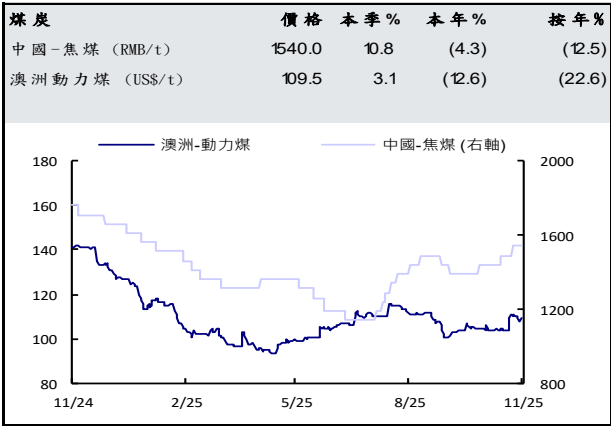
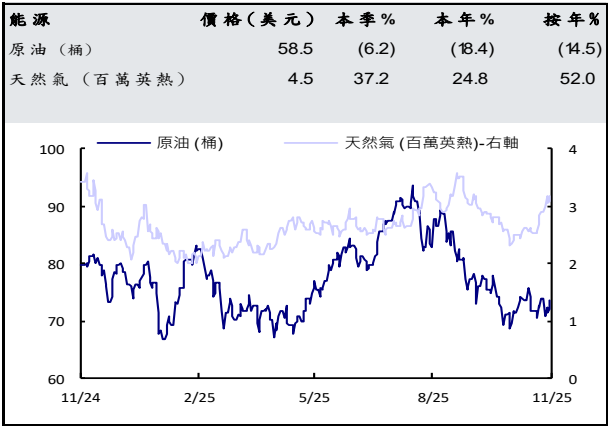
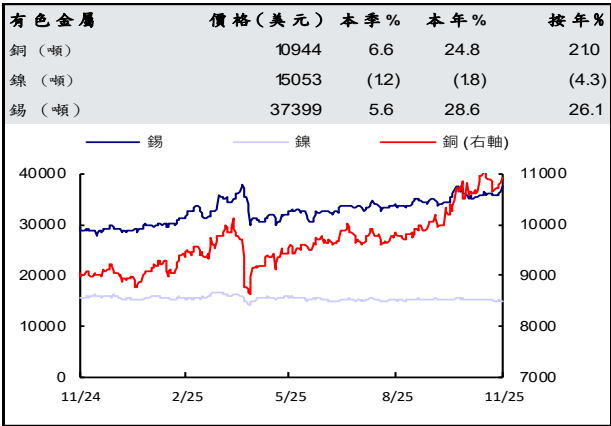
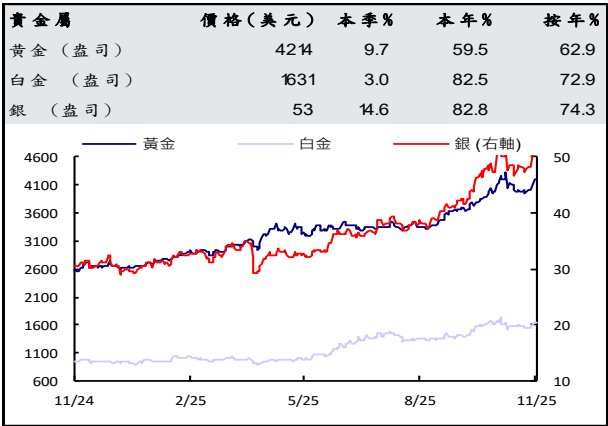
我們的觀點：雖然訂閱用戶增長及月活躍用戶增速放緩，但TME正透過豐富會員功能與服務提升付費率與每付費用戶平均收益。此外，公司正透過線下演唱會、廣告及數字專輯拓寬收入來源。人工智能應用應能持續降低成本並提升效率。儘管字節跳動的「汽水音樂」正快速擴張或加劇競爭，TME憑藉其獨特生態系統可捍衛市場地位。另者，行業內車載音頻系統的升級亦將支持高端音樂服務需求。相信TME能維持其領先地位並持續為用戶創造價值。該股份現時相當於24倍2025財年預測市盈率。（研究部）

圖 5： 盈利拆解



資料來源： 公司數據， 新華滙富

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
首次申請失業保險金人數	週		25年11月13日
消費者物價指數	月		25年11月13日
生產者物價指數	月		25年11月14日
商業庫存	月		25年11月14日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產指數	月		25年11月18日
新屋開工與營建許可	月		25年11月19日
成屋銷售量	月		25年11月20日
消費者信心指數	月		25年11月25日
批發庫存	月		25年11月26日
新屋銷售	月		25年11月26日
耐久財訂單	月		25年11月26日
國內生產毛額	季		25年11月26日
個人收入與支出	月		25年11月26日
採購經理人指數	月		25年12月1日
貿易收支	月		25年12月4日
工廠訂單	月		25年12月5日
就業報告	月		25年12月5日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年11月13日
零售業銷售額	月		25年11月14日
工業生產報告	月		25年11月14日
採購經理人指數	月		25年11月30日
外匯儲備	季		25年12月7日
貿易收支	月		25年12月8日
生產者物價指數	月		25年12月10日
消費者物價指數	月		25年12月10日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
國內生產毛額	季		25年11月14日
失業率報告	月		25年11月18日
消費者物價指數	月		25年11月20日
貿易收支	月		25年11月25日
M2貨幣供應量	月		25年11月28日
零售業銷售額	月		25年12月1日
採購經理人指數	月		25年12月3日
外匯儲備	月		25年12月5日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員	電郵	電話
王學宏 (Howard Wong)	Howard.wong@sunwahkingsway.com	(852)22837307
劉恩妍 (Ensley Liu)	Ensley.liu@sunwahkingsway.com	(852)22837618

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam