



# 텐센트 뮤직 (TME.US)

틱톡의 그림자가 드리워지다

- 3Q25 실적 예상치 상회. 非구독 매출성장 확대. 다만 투자확대로 수익성 QoQ 둔화
- 틱톡 산하 앱과 경쟁심화 우려 확대. 콘텐츠 강화가 더욱 중요해질 전망
- 단기적으로 투자심리 부진이 불가피하다는 판단. 4분기 실적에서 경쟁력 입증 필요

## 3Q25 예상치 상회. 非구독 매출성장 확대, 수익성은 QoQ 둔화

3Q25 매출은 85 억위안(YoY +21%), Non-IFRS 순이익은 24 억위안 (YoY +33%)으로 예상치(매출 82 억위안, 순이익 23 억위안)를 상회했다. 광고, 굿즈, 콘서트 등 非구독 매출이 전분기에 이어 높은 성장세(YoY +51%)를 기록하며 매출 예상치 상회를 견인했다. 이익도 영업레버리지 효과에 힘입어 가파른 증가세를 이어갔다. 다만 산업 경쟁심화에 따른 투자 확대로 인해 수익성은 QoQ 둔화되며 예상치를 소폭 하회했다. Non-IFRS 순이익률은 28%로 QoQ 4%p 하락했다.

## 틱톡 산하 앱과 경쟁심화. 콘텐츠 강화가 더욱 중요해질 전망

최근 틱톡의 음악 스트리밍 어플리케이션 Soda Music 과의 경쟁 심화 우려가 재차 부각되고 있다. Soda Music 은 틱톡 트래픽을 기반으로 출시 3 년만에 중국 4 위 음악 어플리케이션으로 부상했다. 1H25 그간 가팔랐던 성장세가 상대적으로 완화된 모습이었으나, 3 분기 MAU 증가가 다시 가속화됐다. 9 월말 기준 MAU 는 1.2 억명으로 6 월 대비 2 천만명 증가하며 이전 반기 수준의 증가폭을 한 분기 만에 달성했다. 텐센트뮤직은 음원 저작권, 콘텐츠 등 경쟁력을 기반으로 프리미엄/일반 유료 구독 전환율과 ARPU 상승이 지속되고 있다. 그럼에도 불구하고 경쟁심화에 따른 콘텐츠 투자 확대로 중장기 이익 성장 둔화 우려는 단기적으로 지속될 것으로 예상된다.

## 단기적으로 투자심리 부진 불가피. 향후 경쟁력 입증 필요

지난 8 월 콘서트 및 굿즈 등 사업 강화로 새로운 성장 동력을 확보하고, 음원 사업과의 시너지 기대가 부각되며 주가는 급등했으나, 9 월 말 이후 경쟁 심화 우려가 확대되며 주가가 조정 받았다. 특히 중국 최대 트래픽 경쟁력을 보유한 틱톡과의 직접 경쟁은 투자심리 악화 요인으로 작용하고 있다. 과거에도 일부 중국기업이 틱톡과의 경쟁으로 인해 성장 둔화 및 주가 부진을 경험한 사례가 있다. 과도한 우려는 경계할 필요가 있으나, 단기적으로 투자심리 위축은 불가피할 전망이다. 향후 Soda Music 과의 트래픽 경쟁 추이와 4 분기 실적에서 수익성의 추가 둔화 방어 여부에 대한 확인이 중요하다는 판단이다.

### ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.11.12): \$19.01

목표주가 컨센서스: \$27.06

### ▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
82%	15%	3%

### Stock Data

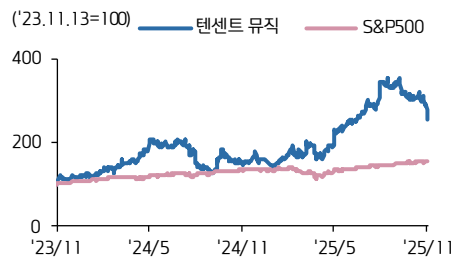
산업분류	엔터테인먼트
S&P 500 (11/12)	6,850.92
현재주가/목표주가	19.01 / 27.06
52주 최고/최저 (\$)	26.7 / 10.12
시가총액 (백만\$)	33,743
유통주식 수 (백만)	716
일평균거래량 (3M)	1,592,835

### Earnings & Valuation

(백만 CNY)	23	24	25E	26E
매출액	27,752	28,401	32,556	36,750
영업이익	6,059	8,710	12,008	12,339
OPM(%)	22	31	37	34
순이익	4,920	6,644	10,833	10,319
EPS	3.1	4.2	6.4	6.9
증가율(%)	37	36	51	8
PER(배)	20.5	19.3	21.1	19.5
PBR(배)	2.9	3.1	2.7	2.2
ROE(%)	9.5	10.7	13.8	12.7
배당수익률(%)	N/A	1.2	N/A	N/A

### Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	67.5	-15.2	32.7	74.1
S&P Index	16.5	4.6	17.2	14.5



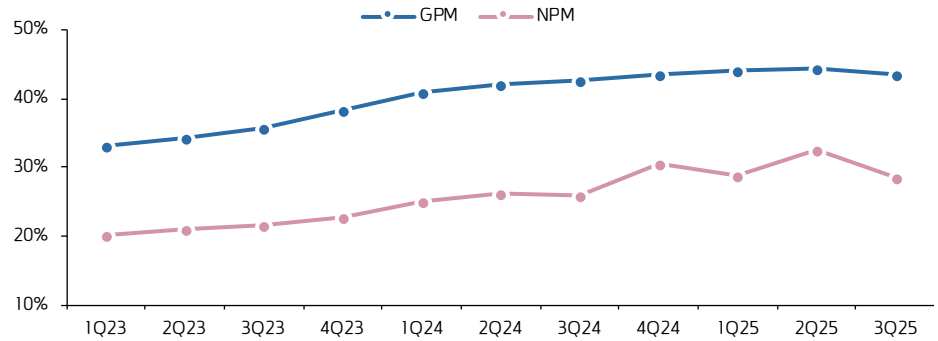
자료: Bloomberg, 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	24
<b>매출</b>	<b>7,015</b>	<b>7,458</b>	<b>7,356</b>	<b>8,442</b>	<b>8,463</b>	<b>28,401</b>
YoY	7%	8%	9%	18%	21%	2%
<b>매출총이익</b>	<b>2,991</b>	<b>3,253</b>	<b>3,242</b>	<b>3,749</b>	<b>3,682</b>	<b>12,025</b>
YoY	28%	23%	17%	25%	23%	23%
GPM	43%	44%	44%	44%	44%	42%
<b>판매 및 마케팅 비용</b>	<b>220</b>	<b>248</b>	<b>199</b>	<b>216</b>	<b>260</b>	<b>865</b>
YoY	0%	-3%	6%	3%	18%	-4%
% of sales	3%	3%	3%	3%	3%	3%
<b>일반관리비</b>	<b>998</b>	<b>926</b>	<b>944</b>	<b>940</b>	<b>1,051</b>	<b>3,811</b>
YoY	-5%	-8%	-1%	0%	5%	-8%
% of sales	14%	12%	13%	11%	12%	13%
<b>영업이익</b>	<b>2,144</b>	<b>2,409</b>	<b>4,836</b>	<b>2,978</b>	<b>2,710</b>	<b>8,710</b>
YoY	50%	41%	147%	35%	26%	44%
OPM	31%	32%	66%	35%	32%	31%
<b>순이익</b>	<b>1,682</b>	<b>1,583</b>	<b>1,957</b>	<b>4,291</b>	<b>2,409</b>	<b>2,153</b>
YoY	30%	36%	50%	202%	43%	36%
NPM	23%	23%	26%	58%	29%	25%
<b>Non-IFRS 순이익</b>	<b>1,873</b>	<b>1,814</b>	<b>2,280</b>	<b>2,124</b>	<b>2,754</b>	<b>2,405</b>
YoY	22%	29%	45%	25%	47%	33%
NPM	26%	26%	31%	29%	33%	28%

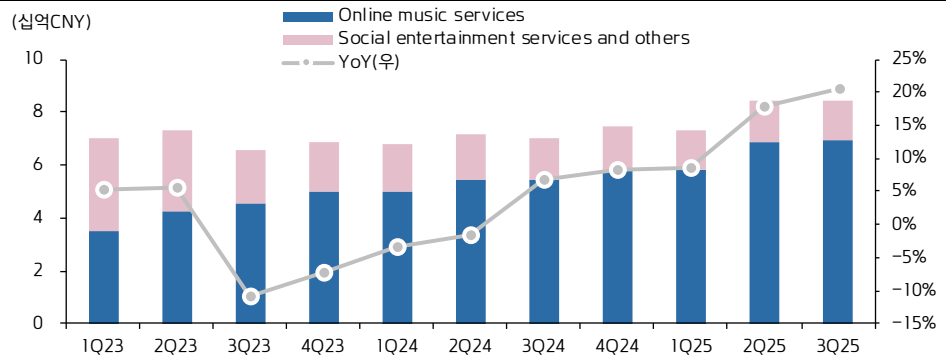
자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 수익성



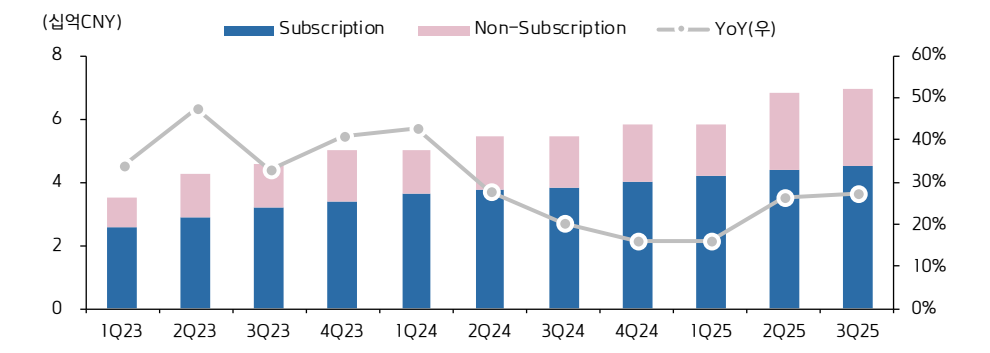
주: 순이익은 Non-IFRS 기준  
 자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 매출 구조



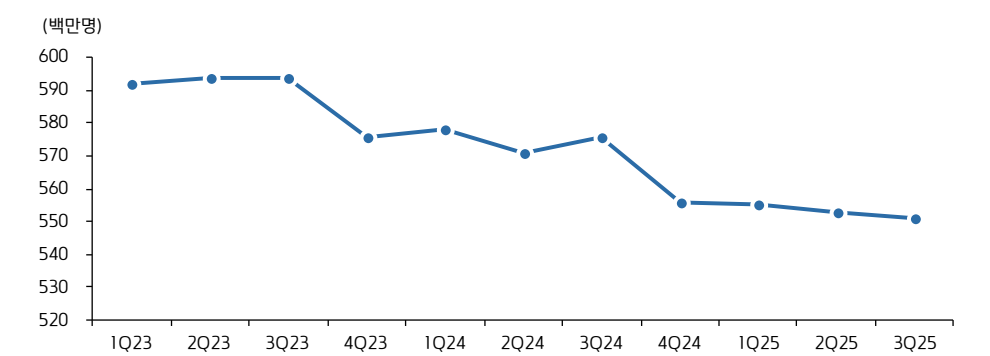
자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 온라인 음악 사업 매출 구조



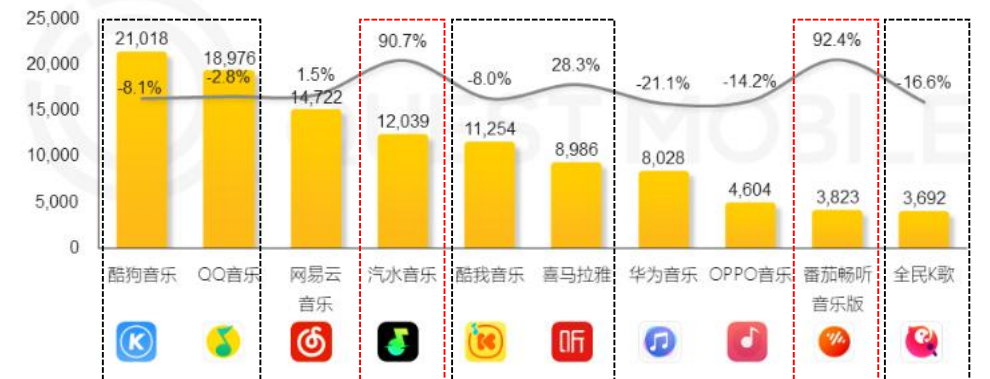
자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 온라인 음악 사업 MAU











자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

2025년 중국 음악 스트리밍 어플리케이션 월간 활성 사용자 수 및 증가율(단위: 만명)



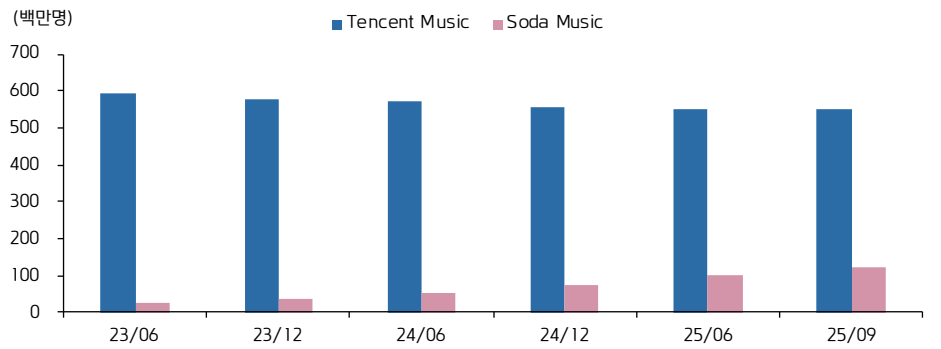
주: 검정색은 텐센트 뮤직, 빨간색은 틱톡 산하 어플리케이션  
 자료: QuestMobile, 키움증권 리서치

2025년 중국 음악 스트리밍 어플리케이션 간 중복 이용자수 및 증가율

경쟁 어플리케이션		중복 이용자수(만명)	YoY
 酷狗音乐	 汽水音乐	2,149	+63.9%
 QQ音乐	 网易云音乐	3,648	-3.0%
 网易云音乐	 QQ音乐	3,648	-3.0%
 汽水音乐	 QQ音乐	2,158	+72.9%

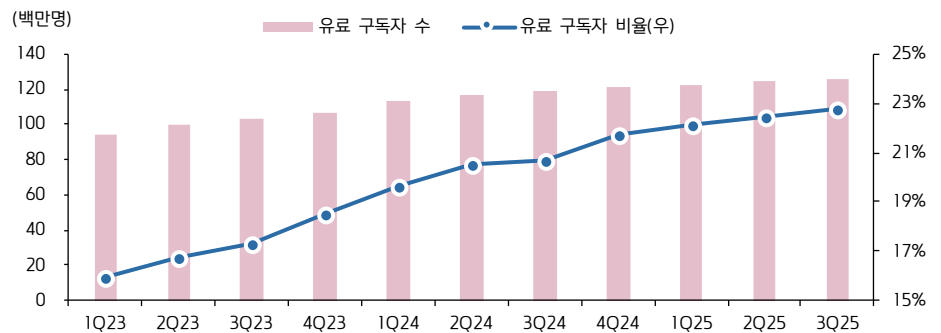
주: 검정색은 텐센트 뮤직, 빨간색은 틱톡, 파란색은 넷이즈 산하 음악 스트리밍 어플리케이션  
 자료: QuestMobile, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 및 Soda Music MAU 추이



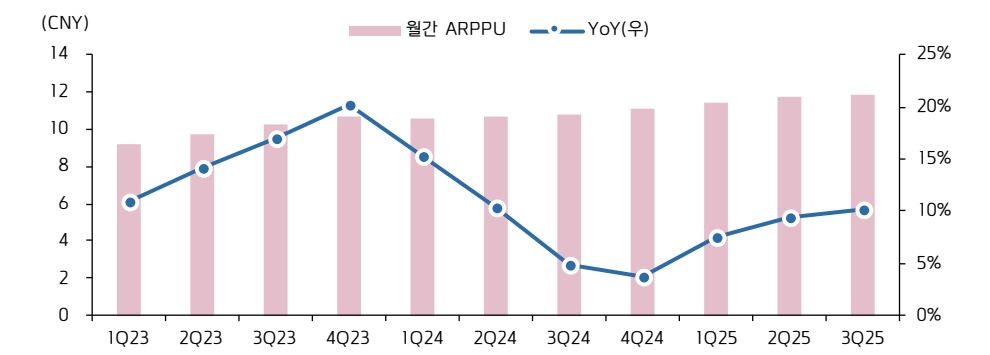
자료: QuestMobile, 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 온라인 음악 사업 유료 구독자수 및 비율



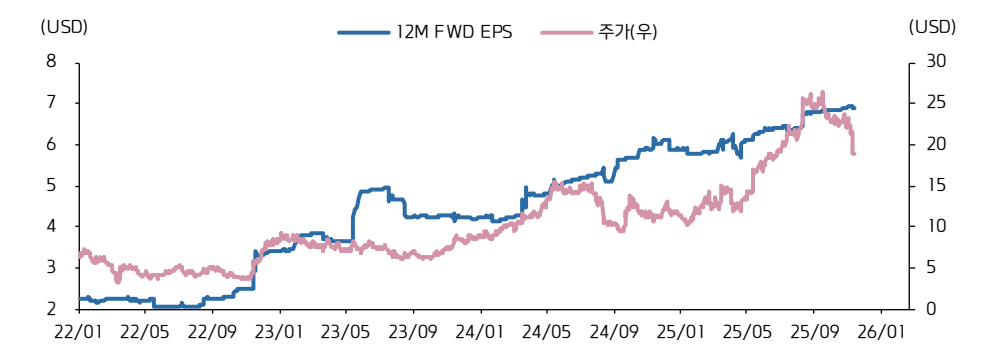
자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 온라인 음악 사업 월간 ARPU



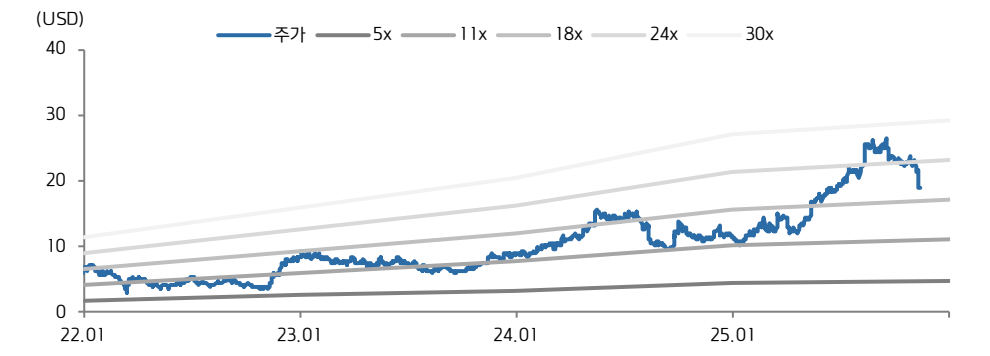
자료: 텐센트 뮤직, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 12M FWD EPS 및 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

텐센트 뮤직 12M FWD PER 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.