

公司研究

音乐业务受竞争影响，关注 IP 全链路商业化

——腾讯音乐（TME.N）26Q1 业绩点评

要点

事件：26Q1 腾讯音乐实现总收入 79.0 亿元人民币（yoy+7.3%，vs 彭博一致预期 78.9 亿元），实现毛利润 35.5 亿元，对应毛利率 44.9%（vs 彭博一致预期 44.8%），经调整归母净利润 22.7 亿元（yoy+7.0%，vs 彭博一致预期 22.4 亿元），对应净利率 28.8%。股东回报方面，公司于 2025 年 3 月获批总额 10 亿美元、为期两年的股份回购计划，预计待喜马拉雅收购交割完成后，将正式启动股份回购。

1Q26 音乐相关服务收入延续增长但会员边际走弱、非会员保持较高增速。

1) 音乐相关服务收入 65.1 亿元（yoy+12.2%），其中会员服务收入 45.7 亿元（yoy+6.6%），增速有所放缓主要系行业竞争以及未经授权的 AI 生成内容增多，但公司持续进行内容维权、深化腾讯生态合作，SVIP 会员保持稳步增长；非会员服务收入 19.4 亿元（yoy+28.0%），主要由广告、IP 衍生消费及线下演出驱动，广告业务在竞争加剧的市场中面临更多挑战，公司已提升广告曝光度、降低准入门槛，线下演出相关收入实现三位数同比增长。
2) 社交娱乐服务和其他服务收入 13.8 亿元（yoy-11.0%），收入占比继续下降，公司继续聚焦音乐主业。

公司对 IP 全链路商业化保持乐观。公司聚焦内容与平台双轮驱动，拓展线下演出、周边、粉丝俱乐部等变现场景，提升用户生命周期价值；同时深化腾讯生态协同，借助微信视频号打通音乐引流链路，提升用户触达与分发效率，AI 主要用于内容生产与推荐优化。为优化会员价值体系，公司于 26 年 5 月上调 QQ 音乐豪华绿钻刊例价，由 20 元/月调整至 25 元/月，推动会员业务定价更趋健康；此外，市场监管总局附条件批准腾讯收购喜马拉雅股权，公司顺势推进“音乐+长音频”全域音频生态布局，长期成长空间进一步打开。

盈利方面：1Q26 毛利率 44.9%，同比提升 0.8pct，公司预计 26 年毛利率与 25 年的 44.2% 大体持平或略有下降。1Q26 销售及市场费用 2.71 亿元（yoy+36%），26 年公司将加大自有内容宣发与渠道推广的针对性投入，销售费用增速预计略高于收入增速，但增速会低于 Q1 水平；1Q26 管理费用保持相对稳定。公司核心业务盈利韧性较强，公司预计 26 年净利润同比增长，但净利率较 25 年基本持平或略有下降。

投资建议：腾讯音乐受竞争影响会员、广告业务增长边际放缓，演出、艺人周边等非会员业务收入贡献增量。喜马拉雅潜在并表预计对业绩有正向贡献，但考虑行业竞争带来的负面影响仍存，基于保守性原则，我们维持 26-28 年经调整归母净利润预测；维持“增持”评级。

风险提示：用户付费不及预期、新业务进展不及预期、行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,401	32,902	36,276	39,451	42,034
营业收入增长率(%)	2.3%	15.8%	10.3%	8.8%	6.5%
经调整归母净利润(百万元)	7,671	9,588	10,467	11,466	12,355
经调整归母净利润增长率(%)	29.5%	25.0%	9.2%	9.5%	7.8%
经调整 EPS(元)	2.44	3.05	3.33	3.64	3.93
经调整 P/E	13	10	9	9	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2026-05-12；按照 1USD=6.8431RMB 换算；1 ADR=2 普通股

增持（维持）

当前价：9.07 美元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

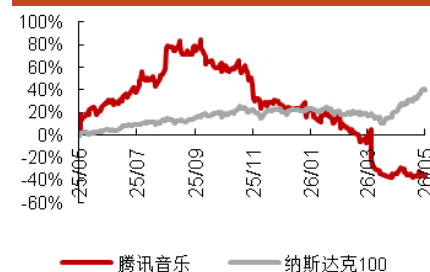
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.48
总市值(亿美元)	142.75
一年最低/最高(美元)	8.78-26.7
近 3 月换手率(%)	134.1

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.8	-60.4	-74.3
绝对	-3.1	-45.0	-35.0

资料来源：Wind

相关研报

非订阅业务多点开花，业绩超市场预期——腾讯音乐（TME.N）25Q2 业绩点评（2025-08-14）

订阅 ARPPU 稳步提升，音乐内容多元化变现——腾讯音乐（TME.N）25Q1 业绩点评（2025-05-14）

收入业绩略超预期，音乐订阅业务高质量增长——腾讯音乐（TME.N）24Q4 业绩点评（2025-03-19）

订阅用户稳健增长，SVIP 推动 ARPPU 增长——腾讯音乐（TME.N）24Q3 业绩点评（2024-11-19）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入	28,401	32,902	36,276	39,451	42,034
营业成本	-16,376	-18,367	-20,314	-22,033	-23,413
毛利	12,025	14,535	15,961	17,417	18,621
其它收入	165	2,632	138	65	-29
营业开支	-4,676	-4,857	-5,161	-5,370	-5,460
营业利润	7,514	12,310	10,938	12,113	13,131
财务成本净额	1,102	925	922	993	1,084
应占利润及亏损	96	42	50	50	50
税前利润	8,712	13,277	11,910	13,156	14,265
所得税开支	-1,603	-1,924	-2,025	-2,237	-2,425
税后经营利润	7,109	11,353	9,885	10,920	11,840
少数股东权益	-465	-297	-368	-404	-435
归母净利润	6,644	11,056	9,517	10,516	11,405
经调整归母净利润	7,671	9,588	10,467	11,466	12,355

现金流量表	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,275	10,231	9,470	10,896	12,128
投资活动现金流	-6,818	-10,227	-1,587	-1,428	-1,250
融资活动现金流	-3,830	-4,649	-2,112	-2,038	-1,942
净现金流	-373	-4,645	5,772	7,431	8,936

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	90,444	102,522	113,239	125,742	139,133
流动资产	34,544	32,458	41,804	53,169	65,675
现金及短期投资	27,174	24,248	33,020	43,450	55,386
有价证券及短期投资	46	83	83	83	83
应收账款	3,508	3,903	4,266	4,638	4,944
存货	23	41	28	31	33
其它流动资产	3,793	4,183	4,407	4,967	5,230
非流动资产	55,900	70,064	71,435	72,573	73,458
长期投资	4,669	1,659	1,684	1,709	1,734
固定资产净额	803	1,201	1,376	1,479	1,509
其他非流动资产	50,428	67,204	68,375	69,384	70,214
总负债	20,718	19,472	20,304	21,887	23,438
流动负债	16,550	14,589	15,645	17,235	18,765
应付账款	6,879	6,284	7,110	8,373	9,599
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	9,671	8,305	8,535	8,862	9,165
长期负债	4,168	4,883	4,659	4,652	4,673
长期债务	3,572	3,497	3,497	3,497	3,497
其它	596	1,386	1,162	1,155	1,176
股东权益合计	69,726	83,050	92,935	103,855	115,695
股东权益	67,863	80,287	89,804	100,320	111,725
少数股东权益	1,863	2,763	3,131	3,535	3,970
负债及股东权益总额	90,444	102,522	113,239	125,742	139,133

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼