



腾讯音乐 (TME.US/1698.HK): 收购喜马拉雅获批, 短期竞争压力仍存

考虑到行业竞争激烈对公司的提价节奏以及用户增长带来挑战, 导致公司近期核心订阅业务增速明显放缓, 短期营销投入的加大或对利润率造成影响, 下调至“持有”评级。

1Q26 业绩呈现经营韧性: 公司 1Q26 收入达到人民币 79.0 亿元, 同比增长 7.3%, 符合市场预期, 主要由音乐相关服务的强劲增长所贡献。在盈利能力方面, 毛利率由去年同期的 44.1% 提升至 44.9%, 经调整净利润同比增长 7.0% 至 22.7 亿元, 优于市场预期 2.2%。公司表示将在 2027 年 3 月前完成此前的 10 亿美元股票回购计划。

音乐相关服务稳健增长, 喜马拉雅收购获批: 音乐相关服务 1Q26 收入同比增长 12.2%, 略高于市场预期 0.7%; 其中会员服务收入同比增长 6.6%, 保持稳健增长态势, 增长动力主要源于超级会员体系的持续升级与差异化权益的深度开发。公司通过线下演出优先购票、艺人周边、以及 Fan Club、bubble 和 WeverseDM 等创新会员项目, 提升超级会员的吸引力与活跃度。非会员服务收入表现亮眼, 同比增长 28.0%。其中, 线下演出相关收入实现了三位数增长。此外, 国家市场监督管理总局已附条件批准公司收购喜马拉雅, 我们预计此交易有望在今年下半年完成, 收购的完成有望丰富平台内容库, 带来业务协同效应。

短期仍然面临竞争压力, 下调至“持有”评级: 受行业竞争影响, 我们预计公司会员订阅以及广告收入将承压, 预计二季度音乐相关服务收入同比增长 6.5%, 其中会员服务收入同比增长 3.0%。我们认为公司的版权优势以及丰富的音乐生态布局仍然构建了公司的核心竞争力, 但目前竞争对手汽水音乐的用户规模快速增长及其低价策略, 对公司的提价节奏以及用户增长带来了挑战, 导致公司核心订阅业务增速从过去的双位数放缓至个位数水平。此外, 短期营销投入的加大也或将影响利润率改善。考虑到行业竞争仍较激烈, 我们下调公司评级至“持有”, 下调美股/港股目标价至 10 美元/37 港元, 对应 FY26E 10x P/E。喜马拉雅的并表以及公司的回购计划或将为公司短期估值提供支撑。

投资风险: 用户增长不及预期; 竞争加剧; 利润不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	28,401	32,902	35,639	38,605	41,530
经营利润	8,710	13,364	11,729	12,581	13,750
调整后净利润	7,671	9,588	10,028	10,778	11,783
调整后目标 PE (x)			10.0	9.3	8.5

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA
科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2026 年 5 月 13 日

腾讯音乐 (TME.US)

目标价 (美元)	10
潜在升幅/降幅	+10%
目前股价 (美元)	9.07
52 周内股价区间 (美元)	8.78-26.7
总市值 (百万美元)	14,275
近 3 月日均成交额 (百万美元)	108

注: 截至 2026 年 5 月 12 日收盘价

市场预期区间



腾讯音乐 (1698.HK)

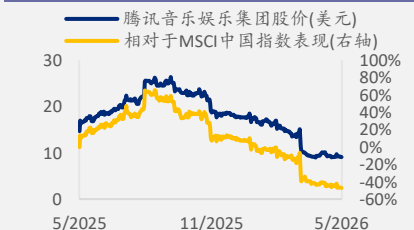
目标价 (港元)	37
潜在升幅/降幅	+5%
目前股价 (港元)	35.28
52 周内股价区间 (港元)	34.54-104
总市值 (百万港元)	111,055
近 3 月日均成交额 (百万港元)	87

注: 截至 2026 年 5 月 13 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2026 年 5 月 12 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	28,401	32,902	35,639	38,605	41,530
收入成本	(16,376)	(18,367)	(19,849)	(21,542)	(23,091)
毛利	12,025	14,535	15,790	17,063	18,440
销售费用	(865)	(941)	(1,197)	(1,235)	(1,329)
管理费用	(3,811)	(3,916)	(3,926)	(4,247)	(4,361)
其他费用	1,361	3,686	1,062	1,000	1,000
经营盈利	8,710	13,364	11,729	12,581	13,750
利息支出	(94)	(129)	(106)	(80)	(80)
其他收益	96	42	38	60	60
除税前盈利	8,712	13,277	11,661	12,561	13,730
所得税开支	(1,603)	(1,924)	(2,089)	(2,261)	(2,471)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	7,109	11,353	9,572	10,300	11,258
调整后净利润	7,671	9,588	10,028	10,778	11,783

现金流量表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	7,109	11,353	9,572	10,300	11,258
折旧与摊销	978	929	883	839	797
营运资金变动	1,556	(547)	289	337	296
其他非现金调整	632	(1,504)	663	717	764
经营活动现金流	10,275	10,231	11,406	12,193	13,115
资本性支出	(1,032)	(1,329)	(1,462)	(1,608)	(1,769)
投资	(5,835)	(13,847)	(500)	(500)	(500)
其他投资活动	49	4,949	-	-	-
投资活动现金流	(6,818)	(10,227)	(1,962)	(2,108)	(2,269)
借款	(119)	(75)	(1,500)	-	-
股本	(3,277)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他融资活动	(434)	(3,374)	-	-	-
融资活动现金流	(3,830)	(4,649)	(2,700)	(1,200)	(1,200)
汇兑收益及其他	(30)	(49)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(403)	(4,694)	6,744	8,885	9,646
期初的现金及现金等价物	13,567	13,164	8,470	15,214	24,098
期末的现金及现金等价物	13,164	8,470	15,214	24,098	33,744

资产负债表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
固定资产	803	1,201	1,141	1,084	1,030
无形资产	2,049	2,899	3,744	4,774	6,001
商誉	19,647	20,521	20,316	20,113	19,912
投资	29,586	41,700	41,700	41,700	41,700
其他非流动资产	3,815	3,743	3,743	3,743	3,743
非流动资产合计	55,900	70,064	70,643	71,413	72,386
应收账款	3,508	3,903	4,228	4,579	4,927
现金及现金等价物	13,164	8,470	15,214	24,098	33,744
投资	14,045	15,778	16,278	16,778	17,278
其他流动资产	3,827	4,307	4,307	4,307	4,307
流动资产合计	34,544	32,458	40,026	49,763	60,256
资产总额	90,444	102,522	110,670	121,176	132,641
权益总额	69,726	83,050	92,085	101,902	112,725
长期借款	3,572	3,497	1,997	1,997	1,997
其他非流动负债	596	1,386	1,386	1,386	1,386
非流动负债合计	4,168	4,883	3,383	3,383	3,383
应付账款及票据	6,879	6,284	6,791	7,370	7,900
递延收入	3,096	3,539	3,645	3,755	3,867
其他流动负债	6,575	4,766	4,766	4,766	4,766
流动负债合计	16,550	14,589	15,202	15,891	16,533
负债总额	20,718	19,472	18,585	19,274	19,916
权益及负债总额	90,444	102,522	110,670	121,176	132,641

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	2.3%	15.8%	8.3%	8.3%	7.6%
毛利润增速	22.8%	20.9%	8.6%	8.1%	8.1%
经营利润增速	43.8%	53.4%	-12.2%	7.3%	9.3%
净利润增速	36.2%	59.7%	-15.7%	7.6%	9.3%
调整后净利润增速	29.5%	25.0%	4.6%	7.5%	9.3%
盈利能力比率					
毛利率	42.3%	44.2%	44.3%	44.2%	44.4%
经营利润率	30.7%	40.6%	32.9%	32.6%	33.1%
净利率	25.0%	34.5%	26.9%	26.7%	27.1%
调整后净利率	27.0%	29.1%	28.1%	27.9%	28.4%
每股指标 (元)					
EPS	2.1	3.5	3.0	3.2	3.5
调整后EPS	2.5	3.1	3.2	3.5	3.8
估值 (倍)					
目标P/E			10.0	9.3	8.5
目标P/S			2.8	2.6	2.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：腾讯音乐（TME.US）



注：截至 2026 年 5 月 12 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：腾讯音乐（1698.HK）

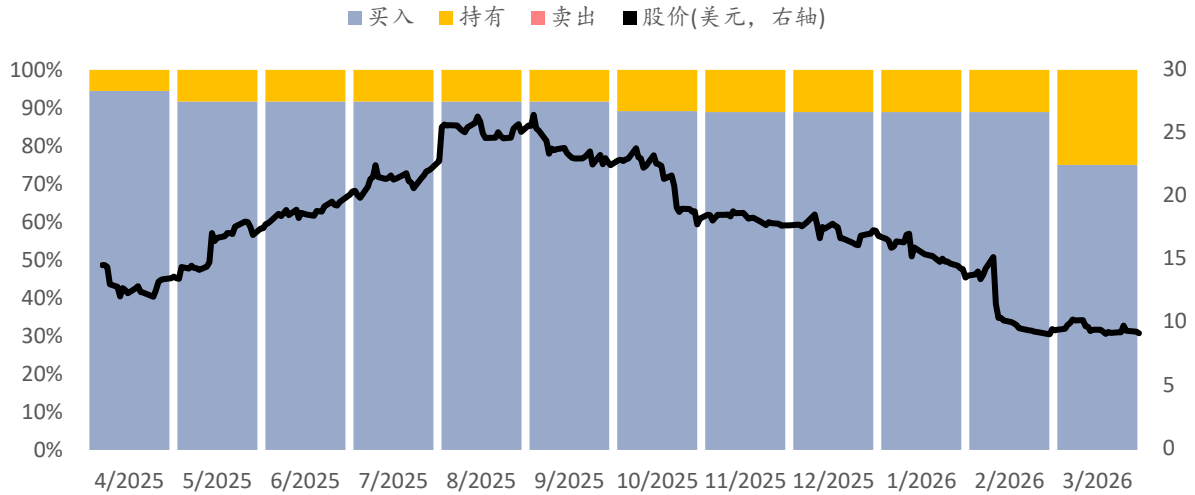


注：截至 2026 年 5 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

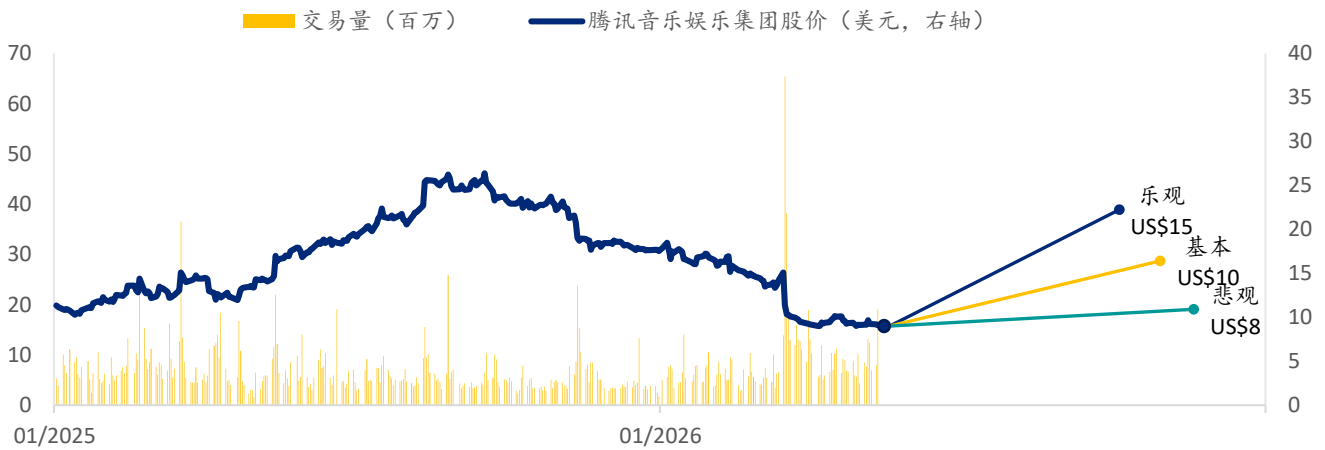
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：腾讯音乐（TME.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

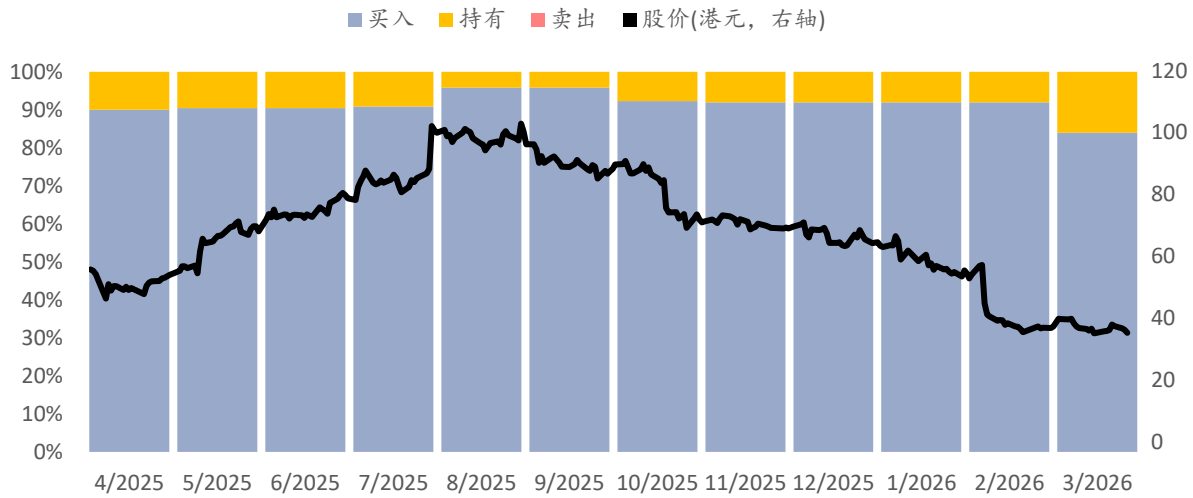
图表 5：SPDBI 情景假设：腾讯音乐（TME.US）



乐观情景：公司收入和利润好于预期 (概率：20%)	悲观情景：公司收入和利润不及预期 (概率：20%)
目标价：15 美元	目标价：8 美元
<ul style="list-style-type: none"> 竞争格局改善，订阅业务增长优于预期； SVIP 用户快速增长； 非订阅业务增长优于预期； 利润持续改善。 	<ul style="list-style-type: none"> 竞争加剧，导致订阅业务增长持续放缓； 非订阅业务增速放缓； 利润不及预期。

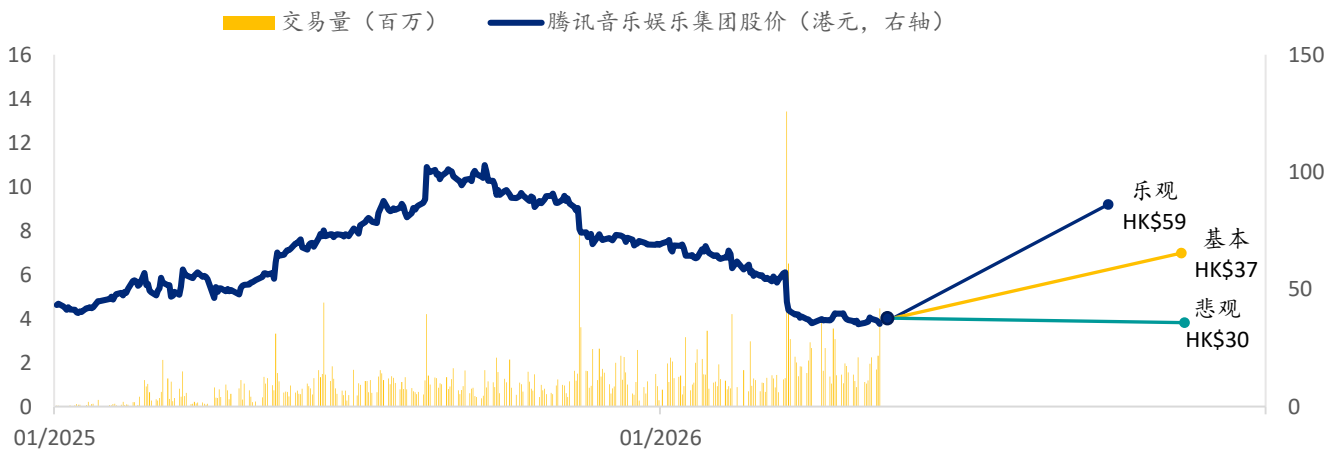
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 6: 市场普遍预期: 腾讯音乐 (1698.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 情景假设: 腾讯音乐 (1698.HK)



乐观情景: 公司收入和利润好于预期
(概率: 20%)

目标价: 59 港元

- 竞争格局改善, 订阅业务增长优于预期;
- SVIP 用户持续增长;
- 非订阅业务增长优于预期;
- 利润持续改善。

悲观情景: 公司收入和利润不及预期
(概率: 20%)

目标价: 30 港元

- 竞争加剧, 导致订阅业务增长持续放缓;
- 非订阅业务增速放缓;
- 利润不及预期。

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

