

# 1Q26 业绩点评：喜马拉雅收购获批，关注腾讯生态合作

## 核心观点

1Q26 业绩基本符合预期。如公司前期指引，会员和广告收入受到市场竞争的影响，但是 IP 价值类业务实现增长强劲，其中线下演出收入实现同比三位数增长。利润方面，一季度毛利率创新高，尽管公司增加了对新业务的投入，但是会员收入增长、渠道费用下调等因素抵消了负面影响。销售费用如期增加以应对市场竞争。综合影响下，公司归母净利润符合预期。

近期多项事件落地，有望成为未来业务发展的新驱动力。财报发布当日，喜马拉雅收购案获得市场监管总局批准，公司有望在丰富会员权益并实现服务创新。此外公司与微信视频号深化合作，有望共建音乐生态并实现导流。后续重点关注 IP 生态和业务发展、版权执法、腾讯生态合作等方面的进展。

我们预计 2026-2028 年公司实现 Non-IFRS 归母净利润 100.45/109.21/118.59 亿元，同比增长 4.76%/8.73%/8.59%，2026 年 5 月 14 日收盘价对应 PE 为 10.72/9.86/9.08x。

## 事件

腾讯音乐发布 2026 年一季度财报。报告期内，公司实现收入 79.0 亿元，同比增长 7.3%；经调整 EBITDA 28.3 亿元，同比增长 10.5%；Non-IFRS 归母净利润 22.7 亿元，同比增长 7.0%。

### 重要财务指标

	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,401	32,902	36,119	39,409	42,547
增长率(%)	2.34	15.85	9.78	9.11	7.96
IFRS 归母净利润(百万元)	6,644	11,056	9,445	10,384	11,388
增长率(%)	35.04	66.41	-14.57	9.95	9.67
Non-IFRS 归母净利润(百万元)	7,671	9,588	10,045	10,921	11,859
增长率(%)	29.51	24.99	4.76	8.73	8.59
EPS(元/股，摊薄)	2.11	3.51	3.00	3.30	3.62
P/E(倍)	14.03	11.23	10.72	9.86	9.08
P/B(倍)	1.59	1.34	1.22	1.11	1.01

资料来源：wind，中信建投

## 腾讯音乐-SW (1698. HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

蔡佳成

caijiacheng@csc.com.cn

010-56135149

SAC 编号:S1440524080008

发布日期：2026 年 05 月 17 日

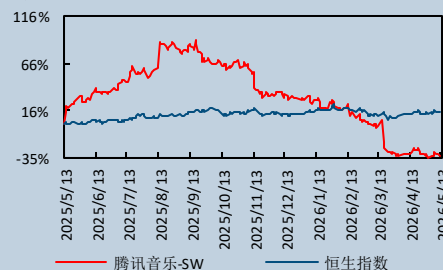
当前股价：35.28 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.34/-6.25	-45.72/-43.34	-38.11/-50.16
12 月最高/最低价(港元)		102.90/35.08
总股本(万股)		314,780.90
流通 H 股(万股)		314,780.90
总市值(亿港元)		1,110.55
流通市值(亿港元)		523.15
近 3 月日均成交量(万)		204.31
主要股东		
Min River Investment Limited		52.11%

### 股价表现



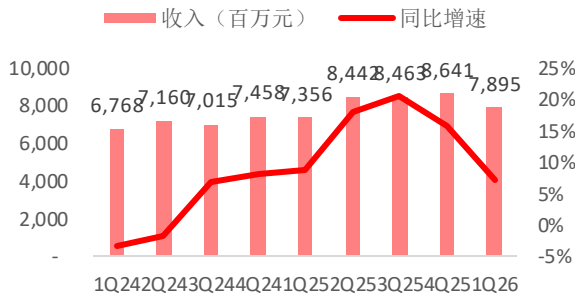
### 相关研究报告

## 简评

公司业绩基本符合预期。2026年一季度，公司实现收入 79.0 亿元，同比增长 7.3%；IFRS 归母净利润 20.9 亿元，同比减少 51.3%；Non-IFRS 归母净利润 22.7 亿元，同比增长 7.0%。IFRS 归母净利润减少主要是去年一季度公司确认了环球音乐的 2% 股权，为 23.7 亿元。

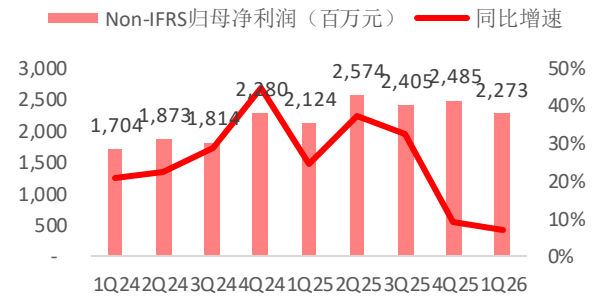
从业务看，订阅和广告承压，线下演出高增。一季度，音乐服务实现收入 65.1 亿元，同比增长 12.2%，增长主要来自订阅和线下演出收入。其中会员服务收入 45.7 亿元，同比增长 6.6%，预计会员数量保持增长。分产品看，QQ 音乐预计依然稳健，但酷狗音乐的低粘性用户受免费音乐平台的引流影响较大。非会员业务方面，据管理层交流，线下演出收入实现三位数同比增长。社交娱乐实现收入 13.8 亿元，同比-11.0%，战略性收缩导致收入自然下降。

图表1：腾讯音乐收入情况（百万元）



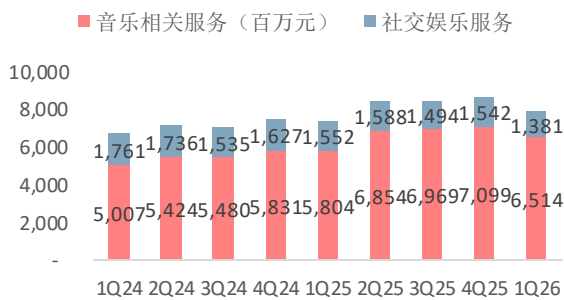
资料来源：公司公告，中信建投

图表2：腾讯音乐 Non-IFRS 归母净利润情况（百万元）



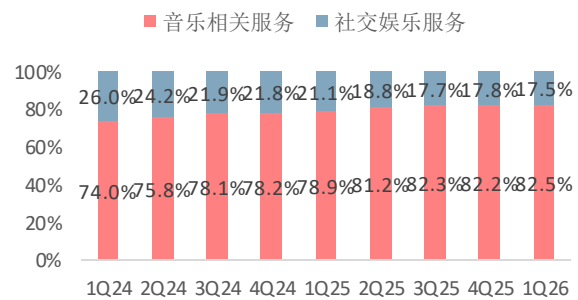
资料来源：公司公告，中信建投

图表3：腾讯音乐各业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

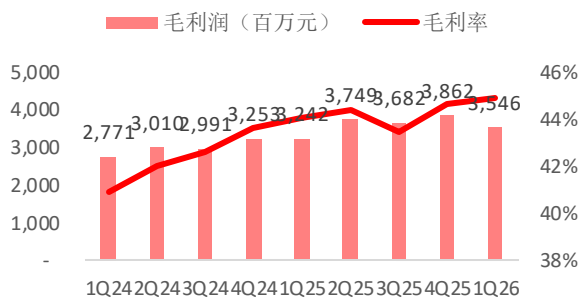
图表4：腾讯音乐各业务收入占比



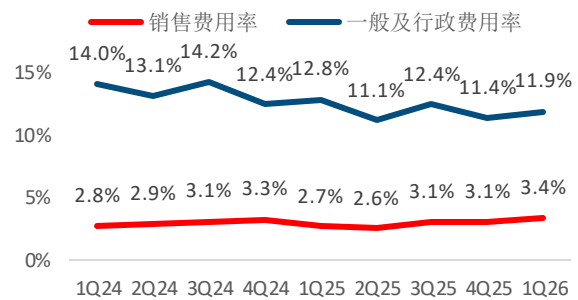
资料来源：公司公告，中信建投

新业务投入并未影响一季度毛利率。一季度，公司毛利率创新高，达 44.9%，同比增长 0.8pct。提升主要受益于高毛利的会员收入增长、苹果渠道费用下降。尽管一季度公司在线下演出、IP 价值等业务上增加了投入，但被正向影响抵消。全年看，尽管各季度之间，毛利率会受到新业务的投入节奏而有所波动，但是全年有望保持同比平稳。

竞争加剧推动公司增加销售费用，符合指引。一季度，公司销售费用为 2.71 亿元，同比增长 36.2%，销售费用率为 3.4%，同比增长 0.7pct，费用增长主要是渠道和内容推广。一般及行政费用为 9.40 亿元，同比基本平稳，费用率为 11.9%，同比减少 0.9pct。

**图表5：腾讯音乐毛利润和毛利率情况（百万元）**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表6：腾讯音乐销售费用率、一般及行政费用率情况**


资料来源：公司公告，中信建投

一季度，喜马拉雅收购案、微信视频号合作、演唱会场馆合作等事项有重要进展，有望成为未来业务发展的新驱动力。各事项的具体情况如下：

**1) 监管总局批准喜马拉雅收购案。**5月12日，市场监管总局发布公告，附加限制性条件批准腾讯收购喜马拉雅股权案。为减少收购后市场参与者集中导致的不利影响，市场监管总局要求腾讯、喜马拉雅等作出五项限制性承诺，主要关于定价、付费墙、独家版权、车企合作、主播合作等方面。

**合并完成后，公司有望挖掘以知识产权为基础的服务融合和创新。**喜马拉雅的收购预计将在二至三季度完成，腾讯音乐将在报表中确认喜马拉雅自收购完成之日起的业绩贡献。收购有望丰富腾讯音乐的长音频内容，公司有望在订阅业务的会员权益、IP 价值业务等方面实现更多增量。重点关注喜马拉雅的合并时间点，以及合并完成后的资源结合情况。

**2) 与微信视频号深化合作。**腾讯音乐有望与微信视频号共建音乐生态，将视频号用户在浏览短视频、收听背景音乐时产生的音乐消费需求，引导至腾讯音乐的平台上，形成收听体验无缝切换的流量漏斗。

**3) 与华润文体达成合作，增强演出业务优势。**据公众号，公司与华润文体签署战略合作协议，将共同打造演唱会、音乐节、官方周边衍生品等线下活动，合作范围覆盖市场宣发、会员体系、票务服务等领域。资源合作有望增强腾讯音乐的演出优势。华润文体拥有头部场馆资源，20 座运营场馆覆盖 10 个一、二线城市，是国内少数同时运营亚运会、全运会、大运会三大顶级场馆的文体公司。头部场馆包括深圳春茧、广州南沙大湾区体育中心等，及杭州、西安、无锡等城市的奥体中心。

**4) 加大版权防御力度。**据管理层交流，针对现在 AI 催生的盗版内容泛滥，以及靠 AI 内容弥补音乐版权短板等问题，已建立专属版权维权机制，常态化维护平台、版权方及创作者合法权益。公司将全力整治洗歌、抄袭等各类侵权行为。

### 投资建议：

1Q26 业绩基本符合预期。如公司前期指引，会员和广告收入受到市场竞争的影响，但是 IP 价值类业务实现增长强劲，其中线下演出收入实现同比三位数增长。利润方面，一季度毛利率创新高，尽管公司增加了对新业务的投入，但是会员收入增长、渠道费用下调等因素抵消了负面影响。销售费用如期增加以应对市场竞争。综合影响下，公司归母净利润符合预期。

近期多项事件落地，有望成为未来业务发展的新驱动力。财报发布当日，喜马拉雅收购案获得市场监管总局批准，公司有望在丰富会员权益并实现服务创新。此外公司与微信视频号深化合作，有望共建音乐生态并实现导流。后续重点关注 IP 生态和业务发展、版权执法、腾讯生态合作等方面的进展。

我们预计 2026-2028 年公司实现 Non-IFRS 归母净利润 100.45/109.21/118.59 亿元，同比增长 4.76%/8.73%/8.59%，2026 年 5 月 14 日收盘价对应 PE 为 10.72/9.86/9.08x。

## 风险分析

免费音乐平台的竞争导致公司用户流失的风险，其他平台通过 AI 音乐内容丰富音乐资源从而降低公司版权优势的风险，AI 内容持续侵害音乐版权的风险，与喜马拉雅的合并进展不及预期的风险，音乐用户对长音频内容接受程度不及预期的风险，现场演出业务开展进度不及预期的风险，在线音乐业务付费用户提升不及预期，在线音乐业务 ARPPU 提升不及预期，提价导致用户流失的风险，用户使用时长受短剧、漫剧等其他在线娱乐内容竞争而下滑的风险，直播监管风险等。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

### 蔡佳成

中信建投证券传媒互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk