

腾讯音乐 (TME.N)

加强与视频号合作，收购喜马拉雅获批

优于大市

核心观点

收入同比增长 7%，经调整利润率同比持平。 26Q1，公司实现总收入 79 亿元，同比+7%，环比-8%。26Q1，公司毛利率 44.9%，同比+1pct，环比持平，增长主要系会员及广告业务增长、渠道费用下降驱动；IP 相关业务对毛利率影响较小。根据业绩会，预计 Q2 毛利率与去年同期持平。26Q1 公司经调整归母净利润 22.7 亿元，同比+7%。经调整利润率 28.8%，保持持平。

26Q1 销售费用同比增长 36%，预计后续季度回落到合理水平，加强与视频号合作。 26Q 销售费用为 2.7 亿元，同比+36%，主要因行业竞争加剧，公司战略性地增加了音乐平台的获客投入。具体措施包括：①通过不同渠道获取高价值用户，利用明星艺人合作获取高品质用户；②加大自有内容推广力度提升音乐曝光和核心内容竞争力。在腾讯生态方面，公司向微信视频号投入战略资源，帮助其建立音乐体系。4 月与微信视频号建立深度合作，用户可一键从短视频跳转至 QQ 音乐完整收听，打通从发现到收听、收藏和高品质消费的无缝链路。根据业绩会，全年销售费用率将保持合理水平。

订阅受到 AI 音乐影响，收购喜马拉雅获批。 在线音乐业务：2026Q1，在线音乐收入 65 亿元，同比+12%，环比-8%。1) 订阅业务收入同比增长 13%。26Q1，公司订阅业务收入 45.7 亿元，同比+7%。公司不再披露付费用户数与 ARPPU 具体细节。公司表示，酷狗音乐面临用户竞争压力较大，通过更灵活的定价和免费+广告会员模式应对。腾讯音乐今年的定位是打造一站式音乐服务平台，未来基于 IP 的音乐订阅——不仅是音乐订阅，还包括有声书、儿童音频等，这些 IP 驱动的内容将创造更大的商业机会并提升留存。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控股有限公司收购喜马拉雅公司股权案。五项限制性承诺包括不得提高在线音频播放平台服务价格、降低服务水平或者附加不合理交易条件；不得降低在线音频播放平台免费内容及免费热门内容比例等。

2) 其他在线音乐增长强劲，收入同比增长 28%。其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 19 亿元，同比+28%。演唱会等业务受到季节性影响，Q3/Q4 为旺季。

投资建议：关注 AI 音乐的影响。 当前 AI 音乐的发展使得公司面临版权等各方面的竞争，特别是酷狗音乐面临轻度用户流失。公司业绩会表示，公司仍然希望优先推动原创内容的发展，但同时也积极拥抱 AI 趋势。短期，收购喜马拉雅得到批准，帮助腾讯音乐完善内容库，有望夯实公司在音乐版权和内容侧的优势，后续持续关注收购具体进展。截至 26 年 3 月 31 日，公司现金及等价物、定期存款和短期投资合计 410 亿元。我们维持盈利预测，预计 26-28 年经调整归母净利润 104/115/127 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,401	32,902	36,082	39,679	43,308
(+/-%)	2.3%	15.8%	9.7%	10.0%	9.1%
经调整归母净利润(百万元)	7671	9588	10400	11519	12712

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：陈淑媛
0755-81982651 021-60375431
zhanglunke@guosen.com.cn chenshuyuan@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.07 美元
总市值/流通市值	143/67 亿美元
52 周最高价/最低价	26.00/9.78 美元
近 3 个月日均成交额	不适用

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《腾讯音乐 (TME.N) - 订阅业务 ARPPU 增长短期承压，关注 AI 音乐影响》——2026-03-26
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 在线音乐业务稳健发展，拓展泛音乐领域为增长蓄能》——2025-11-16
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 泛音乐领域不断扩展，ARPPU 值提升顺利》——2025-08-18
- 《腾讯音乐 (TME.N) - ARPPU 值提升或将成为订阅业务增长主要驱动》——2025-05-20
- 《腾讯音乐 (TME.N) - 会员数量增长稳健，ARPPU 值提升顺利》——2025-03-23

(+/-%)	29.5%	25.0%	8.5%	10.8%	10.4%
每 ADS 收益 (元)	4.47	5.59	6.06	6.71	7.41
EBIT Margin	22.8%	28.9%	28.6%	29.3%	29.2%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	7.6%	16.6%	16.0%	15.3%
市盈率 (PE) -调整后	13.0	10.4	9.6	8.6	7.8
EV/EBITDA	6.0	4.3	4.5	4.2	4.1
市净率 (PB)	1.97	2.04	1.98	1.75	1.57

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

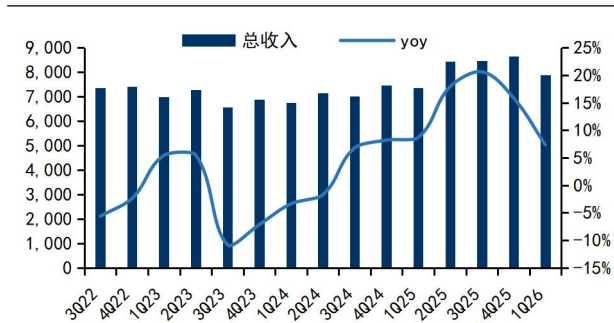
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩概览：收入同比增长 7%，经调整利润率同比持平

收入同比上涨 7%。26Q1，公司实现总收入 79 亿元，同比+7%，环比-8%。26Q1，公司毛利率 44.9%，同比+1pct，环比持平，增长主要系会员及广告业务增长、渠道费用下降驱动；IP 相关业务对毛利率影响较小。根据业绩会，预计 Q2 毛利率与去年同期持平。26Q1 公司经调整归母净利润 22.7 亿元，同比+7%。经调整利润率 28.8%，保持持平。

26Q1 销售费用同比增长 36%，预计后续季度回落到合理水平，加强与视频号合作。26Q 销售费用为 2.7 亿元，同比+36%，主要因行业竞争加剧，公司战略性地增加了音乐平台的获客投入。具体措施包括：①通过不同渠道获取高价值用户，利用明星艺人合作获取高品质用户；②加大自有内容推广力度提升音乐曝光和核心内容竞争力。在腾讯生态方面，公司向微信视频号投入战略资源，帮助其建立音乐体系。今年 4 月与微信视频号建立深度合作，用户可一键从短视频跳转至 QQ 音乐完整收听，打通从发现到收听、收藏和高品质消费的无缝链路。根据公司业绩会，全年销售费用率将保持合理水平。

图1：腾讯音乐总收入及增速（百万元，%）



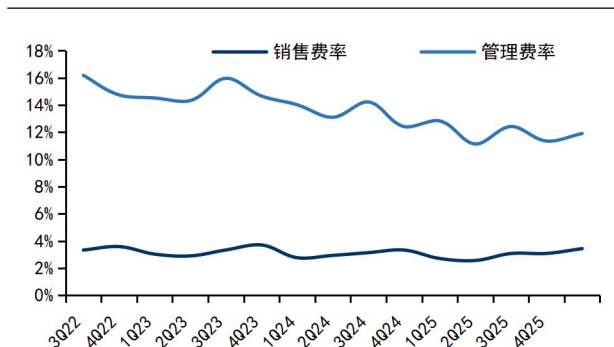
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：腾讯音乐毛利润与毛利率（百万元，%）



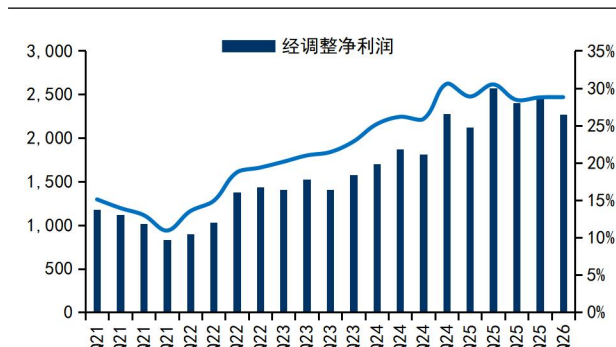
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：腾讯音乐各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：腾讯音乐经调整利润以及经调整利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：收入持续受到 AI 音乐影响，收购喜马拉雅获批

在线音乐业务：2026Q1，在线音乐收入 65 亿元，同比+12%，环比-8%。

1) **订阅业务收入同比增长 13%**。26Q1，公司订阅业务收入 45.7 亿元，同比+7%。公司不再披露付费用户数与 ARPPU 具体细节。部分竞争对手利用 AI 快速填充音乐库，采取激进策略抢夺流量和用户，争夺轻度用户。公司表示，酷狗音乐面临用户竞争压力较大，通过更灵活的定价和免费+广告会员模式应对。腾讯音乐今年的定位是打造一站式音乐服务平台，未来基于 IP 的音乐订阅——不仅是音乐订阅，还包括有声书、儿童音频等，这些 IP 驱动的内容将创造更大的商业机会并提升留存。

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控股有限公司收购喜马拉雅公司股权案。五项限制性承诺包括不得提高在线音频播放平台服务价格、降低服务水平或者附加不合理交易条件；不得降低在线音频播放平台免费内容及免费热门内容比例等。

2) **其他在线音乐增长强劲，收入同比增长 28%**。其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 19 亿元，同比+28%。演唱会等业务受到季节性影响，Q3/Q4 为旺季。

图5：腾讯音乐在线音乐收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：腾讯音乐社交娱乐与其他收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

社交娱乐业务业务收入同比下降 11%。26Q1，社交娱乐与其他收入 13.8 亿元，同比-11%。

投资建议：关注 AI 音乐的影响

当前 AI 音乐的发展使得公司面临版权等方面的竞争，特别是酷狗音乐面临轻度用户流失。公司业绩会表示，公司仍然希望优先推动原创内容的发展，但同时也积极拥抱 AI 趋势。短期，收购喜马拉雅得到批准，帮助腾讯音乐完善内容库，有望夯实公司在音乐版权和内容侧的优势，后续持续关注收购具体进展。截至 26 年 3 月 31 日，公司现金及等价物、定期存款和短期投资合计 410 亿元。我们维持盈利预测，预计 26-28 年经调整归母净利润 104/115/127 亿元。维持“优于大市”评级。维持“优于大市”评级。

风险提示

政策风险；付费用户增长不及预期的风险；受泛娱乐平台冲击，竞争格局恶化风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6591	14219	14187	8791	营业收入	32902	36070	39653	43269
应收款项	6285	3953	4237	4505	营业成本	18367	20290	22055	23864
存货净额	24	27	29	32	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	56	80	76	84	销售费用	897	1154	1190	1298
流动资产合计	26791	32115	40669	48833	管理费用	4121	4293	4798	5452
固定资产	243	1219	2174	3087	财务费用	(711)	(208)	(284)	(230)
无形资产及其他	22233	21841	21449	21057	投资收益	553	516	230	165
投资性房地产	1089	1089	1089	1089	资产减值及公允价值变动	0	516	528	520
长期股权投资	3599	4999	6371	7757	其他收入	(7149)	0	0	0
资产总计	67254	74562	85051	95123	营业利润	3632	11577	12660	13582
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	4329	4112	4464	4824	利润总额	3632	11577	12660	13582
其他流动负债	6121	5061	5515	6023	所得税费用	417	2084	2279	2445
流动负债合计	10450	9176	9986	10857	少数股东损益	186	67	91	115
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3839	9426	10290	11022
其他长期负债	5749	7665	10050	11421					
长期负债合计	5749	7665	10050	11421	现金流量表(百万元)				
负债合计	16199	16841	20036	22278	净利润	3839	9426	10290	11022
少数股东权益	738	805	897	1012	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	50317	56915	64118	71833	折旧摊销	824	433	466	500
负债和股东权益总计	67254	74562	85051	95123	公允价值变动损失	0	(516)	(528)	(520)
					财务费用	(711)	(208)	(284)	(230)
关键财务与估值指标					营运资本变动	126	2945	2908	1960
每股收益	2.44	6.09	6.64	7.12	其它	113	67	91	115
每股红利	0.48	0.91	1.00	1.07	经营活动现金流	4902	12356	13230	13079
每股净资产	15.98	18.37	20.70	23.19	资本开支	(499)	(501)	(501)	(501)
ROIC	46%	44%	55%	69%	其它投资现金流	1060	0	(8301)	(13282)
ROE	8%	17%	16%	15%	投资活动现金流	(783)	(1901)	(10174)	(15169)
毛利率	44%	44%	44%	45%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	29%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	30%	30%	30%	支付股利、利息	(1516)	(2828)	(3087)	(3307)
收入增长	16%	10%	10%	9%	其它融资现金流	(5624)	0	0	0
经调整净利润增长率	25%	8%	11%	10%	融资活动现金流	(8656)	(2828)	(3087)	(3307)
资产负债率	25%	24%	25%	24%	现金净变动	(4537)	7628	(31)	(5396)
息率	5.3%	9.0%	9.9%	10.6%	货币资金的期初余额	11128	6591	14219	14187
P/E-调整后	10.4	9.6	8.6	7.8	货币资金的期末余额	6591	14219	14187	8791
P/B	2.0	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	8875	11350	12394	12336
EV/EBITDA	4.3	4.5	4.2	4.1	权益自由现金流	3881	11520	12627	12525

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032