

IP 全链路变现持续深化，期待生态流量内容合作增量

——腾讯音乐 (1698.hk) 26Q1 点评

核心观点

- 事项：**腾讯音乐发布一季报，26Q1 公司营收 79 亿元(yoy+7%)，较彭博预期高 0.1%，主要得益于会员服务收入增长超预期。毛利率 44.9% (yoy+0.8pp)，主要得益于会员服务收入增长以及渠道费用下降。Q1 经调整归属股东净利润 22.7 亿元 (yoy+7%)，较彭博预期高 1.3%。
- 流量竞争以及外部 AI 音乐分流或使公司 26Q1 在线音乐增长降速。**26Q1 公司在线音乐收入达 65 亿元 (yoy+12%)。其中，会员收入达 46 亿 (yoy+7%)，较彭博预期高 1.9%。增速降速主要系酷狗平台价格敏感型会员受到竞品价格竞争和 AI 盗版影响，但收入增长高于彭博预期。26Q2 来看，我们预期订阅收入增长仍然降速，主要判断近期外部流量竞争加剧：以无版权 AI 翻唱为主的外部音源起量明显。我们认为 26Q2 公司会员收入同比增速或降至 3%。26H2 来看，一方面，我们预期喜马拉雅有望交割并表对会员业务增速下滑进行对冲，内容协同导流和会员矩阵有望促进流量和 ARPU 修复；另一方面，4 月开始视频号开始挂载 QQ 音乐音源链接带来流量导流，我们认为有望逐渐上量带来正面影响。26Q1 公司非会员收入达 19 亿 (yoy+28%)，较彭博预期低 2.2%，主要判断系大型巡演主要会从 3 月开始，Q2 起或有更强劲表现。
- 社交娱乐业务表现企稳。**26Q1 社交娱乐收入 13.8 亿元 (yoy-11%)，较彭博预期低 2.2%。我们预期 26Q2 或有持续流量影响，社交娱乐收入或达 14 亿元 (yoy-11%)。

盈利预测与投资建议

- 我们认为如喜马拉雅正式交割，内容、流量、会员矩阵协同有望带来正面影响。此外，视频号对于 QQ 音乐音源挂载自今年 4 月启动，我们认为有望逐渐上量。我们预计 26-28 年归母净利润分别为 92/102/113 亿元(26-27 年原预测值为 94/104 亿元，因根据财报调整会员收入、社交娱乐收入、毛利率等调整盈利预测)。我们根据 27 年可比公司估值，给与 14 倍 P/E，目标价 52.39 港币(45.79 人民币)，维持“买入”评级。

风险提示

抖音音乐平台上线带来的格局洗牌风险；直播监管风险；直播行业内部竞争加剧风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	28,401	32,902	35,639	39,293	42,730
同比增长(%)	2.3%	15.8%	8.3%	10.3%	8.7%
营业利润(百万元)	7,349	9,678	10,379	11,739	13,065
同比增长(%)	53.8%	31.7%	7.2%	13.1%	11.3%
归属母公司净利润(百万元)	6,644	11,056	9,156	10,230	11,288
同比增长(%)	35.0%	66.4%	-17.2%	11.7%	10.3%
每股收益(元)	2.11	3.51	2.91	3.25	3.59
毛利率(%)	42.3%	44.2%	44.0%	44.5%	44.9%
净利率(%)	23.4%	33.6%	25.7%	26.0%	26.4%
净资产收益率(%)	10.7%	14.9%	10.8%	10.8%	10.7%
市盈率(倍)	14.6	8.8	10.6	9.5	8.6
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2026年05月13日)	35.28 港元
目标价格	52.39 港元
52 周最高价/最低价	101.37/34.54 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	314,781/148,286
H 股市值 (百万港币)	111,055
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2026 年 05 月 18 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.49	-4.08	-38.65	-33.59
相对表现%	-3.16	-6.92	-37.98	-47.78
恒生指数%	0.67	2.84	-0.67	14.19



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 香港证监会牌照：BXO329 jinmuyang@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

粉丝经济驱动高增，AI 音乐挑战机遇并存：——腾讯音乐 (1698.hk) 25Q4 点评	2026-03-29
粉丝经济成为第二增长曲线：——腾讯音乐 (1698.hk) 25Q3 点评	2025-11-16
粉丝经济新玩法有望驱动 SVIP 进一步增长：——腾讯音乐 (1698.HK) 25Q2 点评	2025-08-14

表 1：可比公司估值表（2026.5.13 收盘价）

代码	证券简称	总市值 (亿)	利润 (百万)		P/E	
			26E	27E	26E	27E
0772.HK	阅文集团	230.36	1,084	1,270	21.3	18.1
huya.n	虎牙	48.43	224	371	21.6	13.1
1024.hk	快手	1,960.75	15,460	17,729	12.7	11.1
9899.hk	云音乐	238.10	2,094	2,346	11.4	10.1
NFLX.O	奈飞	25,230.34	101,556	110,483	24.8	22.8
	调整后平均				19	14

数据来源：Wind，东方证券研究所（注：HKD/CNY=0.87）

表 2：季度盈利预测表

	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E
总营业收入 (亿)	84.4	84.6	86.4	79.0	87.9
yoy	17.9%	20.6%	15.9%	7.3%	4.1%
qoq	14.8%	0.2%	2.1%	-8.6%	11.3%
IFRS 净利润 (亿)	24.1	21.5	22.0	20.9	22.4
yoy	43.2%	36.0%	12.6%	-51.3%	-7.2%
qoq	-43.9%	-10.6%	2.3%	-5.1%	6.9%
Non-IFRS 净利润 (亿)	25.7	24.1	24.9	22.7	24.7
yoy	37.4%	32.6%	9.0%	7.0%	-4.0%
qoq	21.2%	-6.6%	3.3%	-8.5%	8.7%
公司毛利率	44%	44%	45%	45%	44.0%
yoy	2.4%	0.9%	1.1%	0.8%	-0.4%
销售费用率	3%	3%	3%	3%	4%
管理费用率	11%	12%	11%	12%	12%
在线音乐收入 (亿)	68.5	69.7	71.0	65.1	73.7
yoy	26.4%	27.2%	21.7%	12.2%	7.6%
qoq	18.1%	1.7%	1.9%	-8.2%	13.2%
会员收入 (亿)	44.3	45.6	46.3	45.7	45.7
yoy	18.6%	18.9%	14.8%	6.7%	3.0%
非会员收入 (亿)	24.2	24.1	24.7	19.4	28.1
yoy	43.7%	46.6%	37.4%	27.9%	16.0%
社交娱乐收入 (亿)	15.9	14.9	15.4	13.8	14.2
yoy	-8.5%	-2.7%	-5.2%	-11.0%	-10.7%
qoq	2.3%	-5.9%	3.2%	-10.4%	2.6%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	13,164	8,470	7,778	8,449	11,430	营业总收入	28,401	32,902	35,639	39,293	42,730
应收款项合计	7,228	7,990	8,655	9,542	10,377	主营业务收入	28,401	32,902	35,639	39,293	42,730
存货	23	41	45	49	53	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	84	111	122	128	135	营业总支出	21,052	23,224	25,260	27,554	29,665
流动资产合计	34,544	32,458	32,445	34,014	37,840	营业成本	16,376	18,367	19,960	21,827	23,565
固定资产净值	803	1,201	1,599	1,997	2,395	营业开支	4,676	4,857	5,299	5,727	6,100
权益性投资	4,669	1,659	1,742	1,829	1,920	营业利润	7,349	9,678	10,379	11,739	13,065
其他长期投资	25,226	40,344	50,430	60,516	69,593	净利息支出	-1,196	-925	-998	-1,000	-1,001
商誉及无形资产	21,991	23,707	23,707	23,707	23,707	权益性投资损益	96	42	-7	-5	-6
土地使用权	2,364	2,290	2,290	2,290	2,290	其他非经营性损益	71	2,632	41	23	19
其他非流动资产	847	863	949	1,044	1,149	非经常项目前利润	8,712	13,277	11,410	12,757	14,079
非流动资产合计	55,900	70,064	80,717	91,383	101,055	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	90,444	102,522	113,162	125,398	138,894	除税前利润	8,712	13,277	11,410	12,757	14,079
应交税金	934	1,092	1,201	1,321	1,453	所得税	1,603	1,924	2,006	2,243	2,475
短期借贷及长期借贷到期部分	0	0	0	0	0	少数股东损益	465	297	247	284	315
其他流动负债	6,583	7,213	7,574	8,331	9,164	持续经营净利润	6,644	11,056	9,156	10,230	11,288
流动负债合计	16,550	14,589	15,687	17,256	18,982	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	3,572	3,497	3,497	3,497	3,497	净利润	6,644	11,056	9,156	10,230	11,288
其他非流动负债	596	1,386	1,525	1,677	1,845	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	4,168	4,883	5,022	5,174	5,342	归属普通股股东净利润	6,644	11,056	9,156	10,230	11,288
负债合计	20,718	19,472	20,709	22,430	24,323	调整后归普通股股东净利润	7,671	9,588	10,024	11,119	12,177
归属母公司股东权益	67,863	80,287	89,443	99,673	110,961						
少数股东权益	1,863	2,763	3,010	3,295	3,610						
所有者权益合计	69,726	83,050	92,453	102,967	114,571						
负债和股东权益	90,444	102,522	113,162	125,398	138,894						

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,275	10,231	9,600	10,580	11,819
净利润	6,644	11,056	9,156	10,230	11,288
折旧与摊销	0	0	0	0	0
营运资本变动	0	0	197	66	215
其他非现金调整	3,631	-825	247	284	315
投资活动现金流	-6,818	-10,227	-10,653	-10,666	-9,671
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0
资本性支出	1,032	1,188	10,484	10,484	9,475
投资减少	30,924	16,481	18,129	19,942	21,936
其他投资活动现金流量净额	4	-716	-86	-95	-104
融资活动现金流	-3,830	-4,649	361	757	833
债务净增	0	0	0	0	0
股本增加	156	430	0	0	0
支付的股利合计	1,508	1,981	0	0	0
其他筹资活动现金流量净额	-419	-453	361	757	833

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	2.3%	15.8%	8.3%	10.3%	8.7%
归属普通股股东净利增长率	35.0%	66.4%	-17.2%	11.7%	10.3%
调整后归母净利润增长率	29.5%	25.0%	4.5%	10.9%	9.5%
获利能力					
毛利率	42.3%	44.2%	44.0%	44.5%	44.9%
净利率	23.4%	33.6%	25.7%	26.0%	26.4%
ROE	10.7%	14.9%	10.8%	10.8%	10.7%
ROA	8.0%	11.5%	8.5%	8.6%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	22.9%	19.0%	18.3%	17.9%	17.5%
流动比率	208.7%	222.5%	206.8%	197.1%	199.3%
速动比率	208.6%	222.2%	206.5%	196.8%	199.1%
每股指标 (元)					
每股收益	2.11	3.51	2.91	3.25	3.59
每股经营现金流	3.26	3.25	3.05	3.36	3.75
每股净资产	21.56	25.51	28.41	31.66	35.25
估值比率					
P/E	14.6	8.8	10.6	9.5	8.6
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。