

买入

整体业绩稳健增长，喜马并表开启双轮时代

腾讯音乐 (TME.US)

2026-08-19 星期三

【投资要点】

目标价: 11.00 美元

现价: 8.79 美元

涨幅: 24.8%

重要数据

日期	2026-08-17
收盘价(美元)	8.87
总股本(亿份 ADS)	15.48
总市值(亿美元)	139.60
净资产(亿美元)	121.08
总资产(亿美元)	149.46
52 周高低(美元)	7.94/26.47
每 ADS 净资产(美元)	7.36

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

腾讯	52.96%
SPOTIFY	9.13%

相关报告

腾讯音乐 (TME.US) - 首发报告 -
20200730腾讯音乐 (TME.US) - 更新报告 -
20250813、20251212、20260414

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

➤ 二季度稳健增长，收入结构持续优化

2026 年第二季度，公司总收入为 89.3 亿元，同比增长 5.8%；调整后净利润 27.8 亿元，同比增长 5.3%；经调整 EBITDA 为 32.5 亿元，同比增长 5.2%；毛利率 44.2%，维持高位。收入结构上，音乐相关服务收入 76.1 亿元，同比增长 11.0%，占总收入比重提升至 85.2%；其中会员服务收入 47.9 亿元，同比增长 8.1%；营销及消费类服务收入 28.1 亿元，同比增长 16.3%。社交娱乐及其他收入 13.3 亿元，同比下降 16.4%，主动的合规化调整仍在延续，但其现金牛属性保持稳固。本季度公司以约 4.0 亿美元现金回购 4,350 万股 ADS，股东回报力度显著加大。

➤ 订阅业务提质增效，SVIP 体系驱动 ARPU 提升

二季度音乐相关会员服务收入 47.9 亿元，同比增长 8.1%，增长动力已由用户规模扩张转向单用户价值深挖。SVIP 会员规模于 2026 年初突破 2,000 万，叠加 3D 空间音频、线下演出优先购票等高价值权益，带动 ARPPU 持续上行，会员体系的分层化运营大幅强化了用户粘性与品牌忠诚度。

➤ 非订阅业务实现高增长，喜马拉雅并表打造第二增长曲线

非订阅业务（广告+IP 衍生+线下演出）是本季度增长最亮眼的板块，广告支持的免费增值模式允许非付费用户通过观看激励广告换取会员权益，将数亿非付费用户纳入变现体系，深受电商、游戏等效果类广告主青睐。IP 商业化方面，公司上半年深度参与多场大型演出，自营票务平台鹤票票打通消费闭环。同时喜马拉雅于二季度完成并表，贡献收入 4.07 亿元，补齐长音频与车载场景版图，目前已与理想、特斯拉、蔚来等车企达成合作，音乐叠加音频双轮生态正式成型。

➤ 竞争加剧与战略调整并行，维持“买入”评级

虽然汽水音乐等免费模式竞品对泛用户时长形成分流，MAU 承压，但公司以腾讯生态协同、全场景渗透与高价值粉丝经济构筑差异化壁垒。综上，按照在线音乐业务 2026 年 18 倍 PE 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行估值，给予公司 11.0 美元的目标价，有 24.8% 的上升空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	28,401	32,902	36,070	39,609	42,998
同比增长	2.34%	15.85%	9.63%	9.81%	8.56%
净利润	6,644	11,056	9,467	10,533	11,917
同比增长	36.19%	59.70%	-14.38%	11.27%	13.13%
经调整净利润	8,047	12,380	10,811	11,976	13,464
净利润率	25.03%	34.51%	26.95%	27.31%	28.46%
每 ADS 盈利 (元)	4.29	7.21	6.17	6.87	7.77
PE	13.8	8.2	9.6	8.6	7.6

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 收入结构优化，盈利能力保持稳健

公司 2026 年二季度实现总收入 89.3 亿元，同比增长 5.8%；调整后净利润 27.8 亿元，同比增长 5.3%；经调整 EBITDA 为 32.5 亿元，同比增长 5.2%；毛利率 44.2%，同比微降 0.2 个百分点，主要受线下演出及喜马拉雅并表的成本影响，上半年总收入合计 168.3 亿元。收入结构上，音乐相关服务收入 76.1 亿元，同比增长 11.0%，占总收入比重提升至 85.2%；其中会员服务收入 47.9 亿元，同比增长 8.1%；营销及消费类服务收入 28.1 亿元，同比增长 16.3%。社交娱乐及其他收入 13.3 亿元，同比下降 16.4%，主动的合规化调整仍在延续，但其现金牛属性保持稳固。

➤ 订阅业务从用户规模扩张转向价值深挖

订阅收入的增长引擎已切换为 ARPPU 提升。SVIP 会员体系是核心抓手，截至 2026 年初，SVIP 订阅用户突破 2,000 万，其权益覆盖 3D 空间音频、极致音质、数字专辑折扣、线下演出优先购票等全维度增值服务，单用户商业价值显著高于普通付费用户，预计 SVIP 规模 2027 年有望达到 2700 万。内容供给端，公司策略从高价独家版权转向与头部艺人及厂牌（如种梦音乐）的深度共创与全链路商业开发，并通过战略投资 THE BLACK LABEL 等海外厂牌扩充国际化内容库，战略重心从泛用户规模转向存量用户价值经营的信号明确。

➤ 非订阅业务实现高增长，喜马拉雅并表打造第二增长曲线

非订阅业务（广告+IP 衍生+线下演出）是本季度增长最亮眼的板块，广告支持的免费增值模式允许非付费用户通过观看激励广告换取会员权益，将数亿非付费用户纳入变现体系，深受电商、游戏等效果类广告主青睐。IP 商业化方面，公司上半年深度参与多场大型演出，自营票务平台“鹅票票”打通“线上宣发—票务销售—线下体验—周边消费”闭环。同时，喜马拉雅于二季度完成并表，贡献收入 4.07 亿元，补齐长音频与车载场景版图，目前已与理想、特斯拉、蔚来等车企合作，“音乐+音频”双轮生态正式成型。

➤ AI 从效率工具走向核心变量，治理框架先行

应用层，公司以自研多模态大模型升级推荐引擎，AI 推荐播放份额创历史新高；QQ 音乐、酷狗内置的 AI Agent 升级为“个人 DJ”，支持场景化自然语言点歌，并接入微信 AI 助手“小微”，触达国民级社交场景，与“元宝”打通后还承担“智能导购”角色，缩短从听到买的转化链路。另外公司发布《AIGC 产品合规手册》，确立先授权后训练、独立标识、可溯源、分类隔离运营的治理框架，纯

AI 生成内容分类隔离运营并初期不参与版权分成，在拥抱技术红利的同时保护版权生态，让行业整体向秩序化发展。

➤ 竞争加剧与股东回报并行，维持“买入”评级

当前公司面临汽水音乐依托抖音流量池对泛用户时长的分流、竞品免费听歌策略对价格敏感用户的影响、以及 MAU 趋势性下滑的三重压力。但公司的应对是典型的非对称竞争，不陷入价格战，而是依托腾讯生态协同（视频号 BGM 一键跳转、微信 AI 助手集成）、全场景渗透（车载、长音频、可穿戴）与高价值粉丝经济构筑竞品难以复制的生态壁垒。现价对应 2026E 调整后净利约 9.8 倍 PE，处于历史估值区间低位。按照在线音乐业务 2026 年 18 倍 PE 及社交娱乐业务 5 倍 PE 进行分部估值，给予目标价 11.0 美元，对应约 24.8% 上升空间，叠加年化超 4 亿美元持续回购的安全边际，维持“买入”评级。

表 1：互联网娱乐服务行业估值比较（20260818）

代码	证券名称	总市值 亿元人民币	EPS（人民币元）			市盈率 PE			市净率 PB 2026TTM	市销率 PS 2026TTM
			2025	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
9899.HK	网易云音乐	213.6	13.0	9.2	10.3	7.8	10.6	9.5	1.7	2.9
SPOT.N	SPOTIFY	7,027.4	88.7	95.6	121.6	38.6	34.9	27.5	10.8	5.0
NFLX.O	奈飞	21,484.7	18.1	24.6	26.3	27.8	20.8	19.6	10.5	6.5
1024.HK	快手-W	1,500.0	4.4	3.2	3.7	8.1	10.8	9.4	1.9	1.1
WMG.O	华纳音乐	936.3	4.9	9.5	11.7	35.6	18.9	15.3	16.2	1.9
LYV.N	LIVE NATION	2,949.8	1.7	14.7	33.1	60.8	85.3	37.8	527.9	1.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 付费用户增长及 ARPPU 提升不及预期的风险；
2. 汽水音乐等竞品免费模式分流与政策风险；
3. 社交业务持续整合、喜马拉雅整合不及预期及 AIGC 版权治理风险。

【财务报表摘要】

财务报表摘要

损益表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	28,401	32,902	36,070	39,609	42,998
成本	-16,376	-18,367	-18,802	-20,392	-21,482
毛利	12,025	14,535	17,268	19,217	21,516
销售费用	-865	-941	-1,623	-1,782	-1,935
管理费用	-3,811	-3,916	-5,266	-5,783	-6,278
其他收入	1,361	3,686	1,054	1,054	1,054
营运利润	8,710	13,364	11,432	12,706	14,358
投资收入	2	-87	-129	-129	-129
税前利润	8,712	13,277	11,303	12,577	14,229
所得税	-1,603	-1,924	-1,582	-1,761	-1,992
净利润	7,109	11,353	9,721	10,816	12,237
经调整净利润	8,047	12,380	10,811	11,976	13,464
增长					
收入增长 (%)	2.3%	15.8%	9.6%	9.8%	8.6%
净利润 (%)	36.2%	59.7%	-14.4%	11.3%	13.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
应收账款	3,508	3,903	4,279	4,699	5,101
存货	23	41	42	46	48
其他流动资产	3,839	4,281	4,684	5,134	5,565
存款	13,999	15,763	15,763	15,763	15,763
货币资金	13,175	8,470	18,725	30,370	43,082
流动资产总计	34,544	32,458	43,493	56,011	69,558
固定资产	2,852	4,100	4,436	4,805	5,211
无形资产	22,306	23,098	22,737	22,684	22,768
金融资产	14,498	26,231	26,231	26,231	26,231
其他固定资产	16,244	16,635	16,635	16,635	16,635
总资产	90,444	102,522	113,532	126,365	140,403
应付账款	6,879	6,284	6,433	6,977	7,350
应计负债	5,535	3,558	3,642	3,950	4,161
其他流动负债	4,136	4,747	5,088	5,468	5,833
流动负债总计	16,550	14,589	15,163	16,396	17,344
长期负债	4,168	4,883	4,883	4,883	4,883
总负债	20,718	19,472	20,046	21,279	22,227
股东权益	69,726	83,050	93,486	105,087	118,176

财务分析

	2024年 历史	2025年 历史	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	42.3%	44.2%	47.9%	48.5%	50.0%
EBIT率 (%)	30.7%	40.6%	31.7%	32.1%	33.4%
净利率 (%)	25.0%	34.5%	27.0%	27.3%	28.5%
ROE	10.2%	13.7%	10.4%	10.3%	10.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	16.5%	14.8%	19.1%	19.1%	19.1%
实际税率 (%)	18.4%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
应收账款天数	44	43	43	43	43
应付账款天数	153	125	125	125	125
财务状况					
负债/权益	0.30	0.23	0.21	0.20	0.19
收入/总资产	0.31	0.32	0.32	0.31	0.31
总资产/权益	1.30	1.23	1.21	1.20	1.19
现金/总资产	14.6%	8.3%	16.5%	24.0%	30.7%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测	2027年 预测
税前利润	8,712	13,277	11,303	12,577	14,229
非现金调整	479	-1,439	993	853	889
运营资本变化	1,114	-1,614	-734	-348	-825
经营活动现金流	10,305	10,224	11,562	13,083	14,293
购买物业及设备	-319	-305	-336	-369	-406
购买无形资产	-1,256	-905	-1,010	-1,068	-1,175
其他投资活动	-5,764	-9,000	0	0	0
投资活动现金流	-7,339	-10,210	-1,346	-1,437	-1,581
上市融资	-2,112	-2,694	0	0	0
其他融资活动	-1,718	-1,955	0	0	0
融资活动现金流	-3,830	-4,649	0	0	0
汇兑变化	-30	-49	0	0	0
现金变化	-894	-4,684	10,216	11,645	12,712
期初持有现金	13,567	13,164	8,470	18,725	30,370
期末持有现金	12,673	8,480	18,686	30,370	43,082

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>