

## 今日焦點:

### ► 騰訊音樂 (1698 HK, 股價36.16港元, 市值1,138億港元) - 收入增長具韌性, 惟利潤率見頂構成壓力

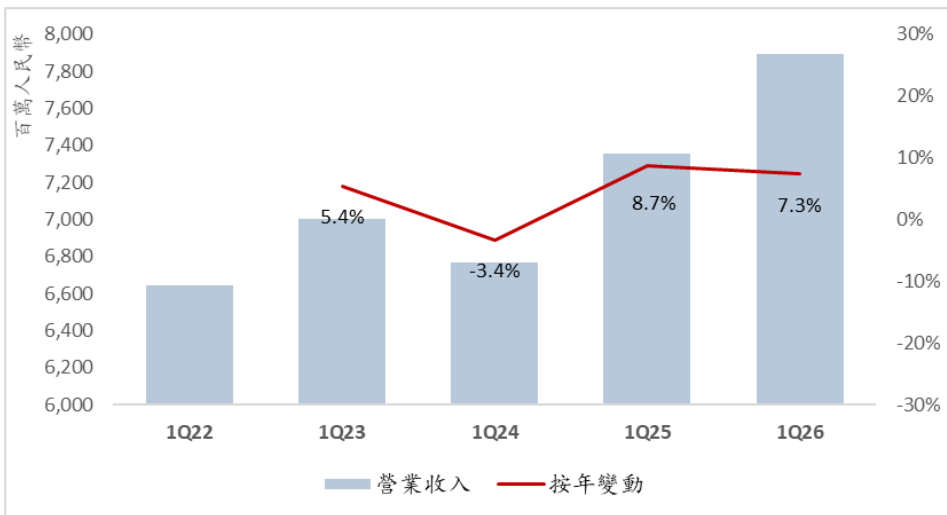
**收入增長持續** - 騰訊音樂 (TME) 是中國最大的音樂串流平台, 2026年第一季度收入錄得穩健的按年增長。總收入按年升7.3%至79億元人民幣, 主要受網上音樂付費用戶達1.32億 (按年+7.4%) 及每付費用戶平均收入 (ARPPU) 微升至每月11.5元人民幣所帶動。音樂會員收入按年增長6.6%, 而其他音樂相關服務 (廣告、數碼專輯) 則錄得28%的強勁按年增長, 反映收入結構持續優化。

**競爭加劇拖累盈利增長** - 經調整一次性項目後, 經營溢利按年增速僅放緩至3.3%, 相比2025年第一季的30.8%顯著回落。同時, 經營利潤率 (OPM) 在連續四年擴張後升幅收窄, 顯示利潤率上行空間或已見頂。內地音樂串流行業競爭日趨激烈, 以字節跳動旗下快速增長的汽水音樂為例, 其月活躍用戶 (MAU) 已達1.4億, 而TME於2025年底的MAU為5.3億 (按年下跌5%), 競爭壓力迫使TME維持促銷折扣, 從而限制了利潤率擴張。

**現場演出及IP變現漸具動力** - 除了訂閱收入外, TME的多元化策略有效帶動增量增長。非訂閱音樂服務在2026年第一季度延續強勁勢頭, 主要由廣告及數碼專輯銷售帶動, 其中現場演出收入錄得三位數按年增長。管理層目標全年非訂閱網上音樂服務增長25%, 高於市場共識的22.8%, 而全年訂閱收入指引僅為6%。此外, 通過Joox在東南亞的海外拓展, 為國內飽和市場之外的用戶基礎擴張提供了額外空間。

**我們的觀點:** 憑藉其強大的知識產權 (IP) 組合及410億元人民幣的現金餘額 (約佔市值的35%), TME的長期基本面依然穩健。然而, 短期盈利預期將面臨逆風, 因為在促銷壓力下, 訂閱ARPPU難以顯著提升, 同時銷售及市場推廣開支將大幅增加。預計未來數季其盈利增長將維持在低至中個位數。該股目前對應2026年預測市盈率為9.7倍。(研究部)

圖 1: 收入及按年變動



來源: 公司數據, 新華滙富研究

| 香港及中國市場指數 | 收市     | 每日升跌  | 今年累升  |
|-----------|--------|-------|-------|
| 恒生指數      | 26,347 | -0.2% | 2.8%  |
| 中資企業指數    | 8,882  | -0.0% | -0.4% |
| 紅籌指數      | 4,629  | 0.1%  | 15.3% |
| 港深300指數   | 4,948  | -0.1% | 6.9%  |
| 上海A股      | 4,419  | -0.2% | 13.5% |
| 上海B股      | 287    | 0.4%  | 13.5% |
| 深圳A股      | 3,039  | -0.6% | 14.8% |
| 深圳B股      | 1,159  | -0.9% | -8.3% |

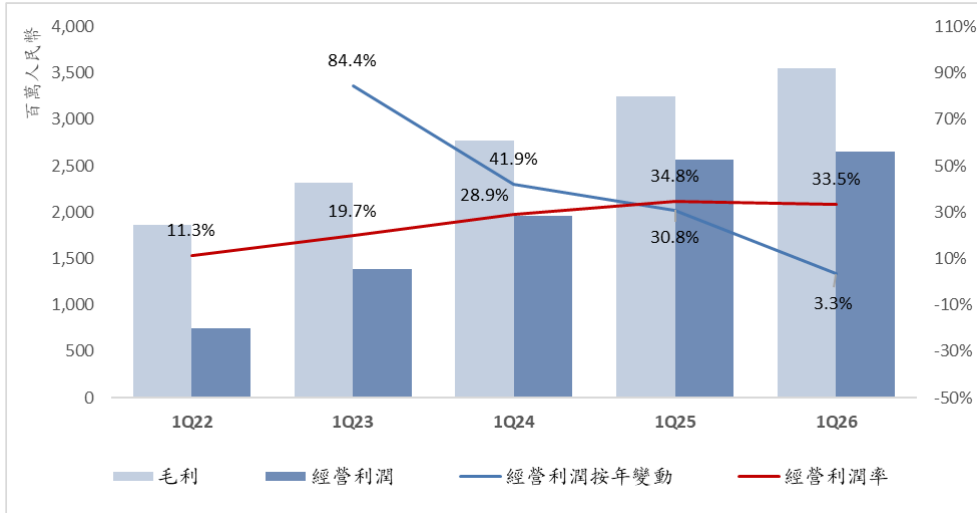
| 主要市場指數   | 收市     | 每日升跌  | 今年累升  |
|----------|--------|-------|-------|
| 美國道指     | 49,760 | 0.1%  | 3.5%  |
| 標普500    | 7,400  | -0.2% | 8.1%  |
| 美國納斯達克指數 | 26,088 | -0.7% | 12.2% |
| 日經平均指數   | 62,539 | -0.3% | 24.2% |
| 英國富時指數   | 10,265 | -0.0% | 3.4%  |
| 法國證券公會指數 | 7,979  | -0.9% | -2.1% |
| 德國法蘭克福指數 | 23,954 | -1.6% | -2.2% |

| 商品價格        | 收市     | 每日升跌  | 今年累升  |
|-------------|--------|-------|-------|
| 金價 (美元/盎司)  | 4,715  | -0.4% | 9.2%  |
| 銅價 (美元/盎司)  | 3,220  | -1.1% | 26.6% |
| 銀價 (美元/盎司)  | 86     | 0.5%  | 21.7% |
| 原油 (美元/桶)   | 102    | 4.2%  | 76.6% |
| 銅價 (美元/盎司)  | 14,021 | 3.3%  | 12.9% |
| 鋁價 (美元/盎司)  | 3,562  | 1.7%  | 18.9% |
| 鎳價 (美元/盎司)  | 2,130  | -0.2% | 3.2%  |
| 鎘價 (美元/盎司)  | 3,531  | 3.0%  | 13.3% |
| 小麥 (美分/蒲式耳) | 665    | 9.5%  | 31.2% |
| 玉米 (美分/蒲式耳) | 480    | 1.0%  | 5.7%  |
| 糖 (美分/磅)    | 116    | 5.2%  | -     |
| 黃豆 (美分/蒲式耳) | 1,226  | 1.1%  | 14.3% |
| PVC (美元/噸)  | 5,116  | -0.4% | 58.3% |
| CRB 指數      | 404    | 4.0%  | 3.0%  |
| BDI         | -      | -     | 59.9% |

| 匯率  | 美元  | 港元   | 歐羅  | 日元    | 瑞郎   | 人民幣 |
|-----|-----|------|-----|-------|------|-----|
| 美元  | -   | 7.8  | 0.9 | 157.6 | 0.8  | 6.8 |
| 港元  | 0.1 | -    | 0.1 | 20.1  | 10.0 | 0.9 |
| 歐羅  | 1.2 | 9.2  | -   | 185.0 | 1.1  | 8.0 |
| 日元  | 0.0 | 5.0  | 0.5 | -     | 0.5  | 0.0 |
| 瑞郎  | 1.3 | 10.0 | 1.1 | 201.9 | -    | 8.7 |
| 人民幣 | 0.1 | 1.2  | 0.1 | 23.2  | 0.1  | -   |

| 市場情緒           | 目前  | 5日升跌  |
|----------------|-----|-------|
| 信貸違約掉期 - 美元五年期 | -   | -     |
| 希臘             | NA  | NA    |
| 愛爾蘭            | 83  | -2.4% |
| 義大利            | 139 | -0.6% |
| 葡萄牙            | 207 | -0.0% |
| 西班牙            | 108 | 0.3%  |
| 波動率指數          | 17  | 3.5%  |

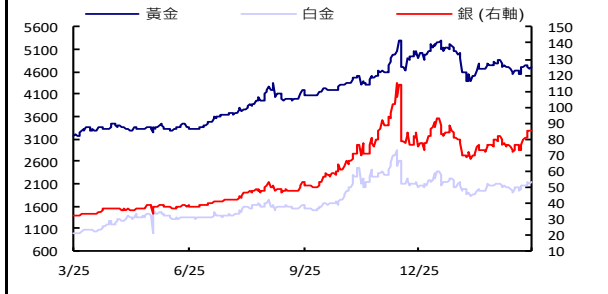
圖 2：盈利及利潤率



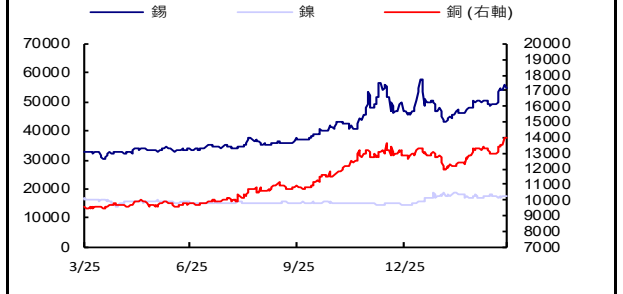
\*2025 年第一季經營溢利已作調整，剔除一次性收購收入的影响  
來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

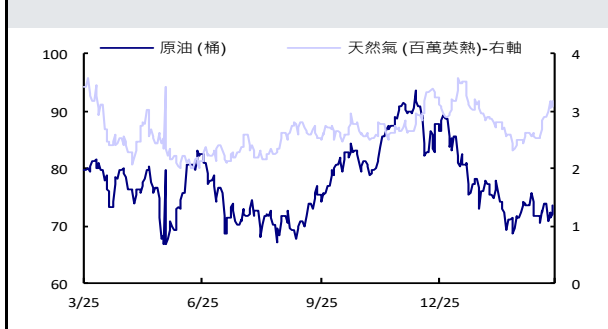
| 貴金屬     | 價格(美元) | 本季%   | 本年%   | 按年%   |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| 黃金 (盎司) | 4687   | (0.9) | (7.7) | 44.3  |
| 白金 (盎司) | 2119   | (13)  | (0.5) | 113.6 |
| 銀 (盎司)  | 85     | 0.0   | 4.2   | 159.0 |



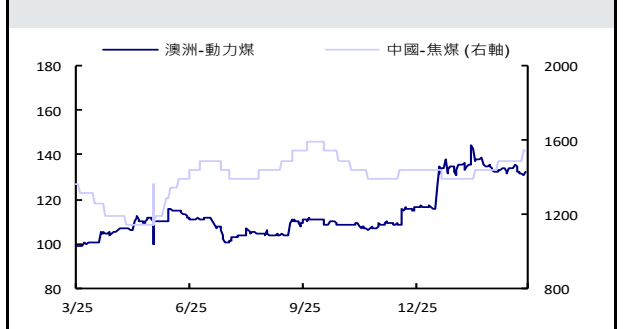
| 有色金屬  | 價格(美元) | 本季% | 本年% | 按年%  |
|-------|--------|-----|-----|------|
| 銅 (噸) | 14021  | 0.0 | 8.7 | 46.1 |
| 鎳 (噸) | 17469  | 0.0 | 4.9 | 5.5  |
| 錫 (噸) | 54812  | 0.0 | 9.8 | 67.5 |



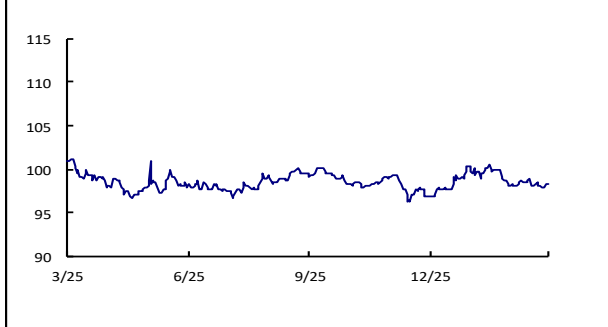
| 能源         | 價格(美元) | 本季% | 本年%   | 按年%    |
|------------|--------|-----|-------|--------|
| 原油 (桶)     | 102.2  | 0.8 | 26.1  | 60.5   |
| 天然氣 (百萬英熱) | 2.8    | 0.6 | (5.3) | (22.0) |



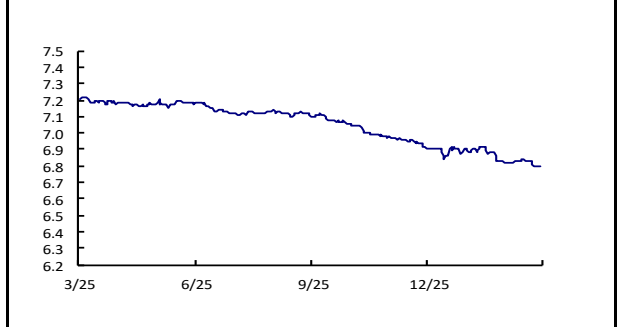
| 煤炭             | 價格     | 本季% | 本年%  | 按年%  |
|----------------|--------|-----|------|------|
| 中國-焦煤 (RMB/t)  | 1540.0 | 0.0 | 6.9  | 13.2 |
| 澳洲動力煤 (US\$/t) | 132.5  | 0.0 | (13) | 32.6 |



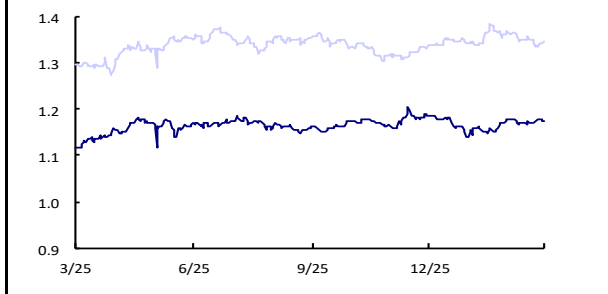
| 美元指數 | 價格(美元) | 本季%   | 本年%  | 按年%   |
|------|--------|-------|------|-------|
| 美元指數 | 98.3   | (0.0) | (10) | (2.7) |



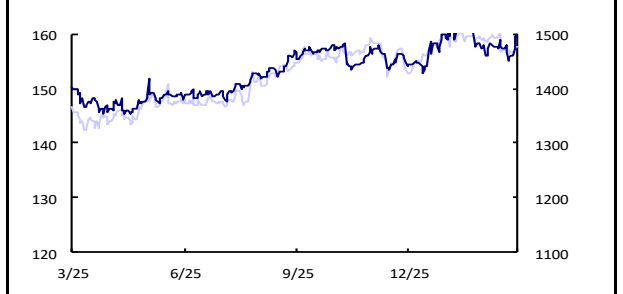
| 人民幣 | 價格(美元) | 本季% | 本年%  | 按年%   |
|-----|--------|-----|------|-------|
| 人民幣 | 6.8    | 0.0 | (17) | (5.7) |



| 歐元 | 價格(美元) | 本季%   | 本年%   | 按年% |
|----|--------|-------|-------|-----|
| 歐元 | 12     | 0.1   | 11    | 5.0 |
| 英鎊 | 13     | (0.3) | (0.3) | 4.3 |



| 日元 | 價格(美元) | 本季%   | 本年% | 按年% |
|----|--------|-------|-----|-----|
| 日元 | 157.6  | (0.1) | 0.0 | 6.9 |
| 韓圓 | 1493.9 | (0.2) | 0.7 | 5.4 |



資料來源：彭博

**美國經濟發布表**

| 指標項目        | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期   |
|-------------|----|-----|----------|
| 消費者物價指數     | 月  |     | 26年5月12日 |
| 消費者信心指數     | 月  |     | 26年5月26日 |
| 個人收入與支出     | 月  |     | 26年5月28日 |
| 國內生產毛額      | 季  |     | 26年5月28日 |
| 採購經理人指數     | 月  |     | 26年6月1日  |
| 耐久財訂單       | 月  |     | 26年5月28日 |
| 工廠訂單        | 月  |     | 26年6月3日  |
| 首次申請失業保險金人數 | 週  |     | 26年5月14日 |
| 貿易收支        | 月  |     | 26年6月9日  |
| 批發庫存        | 月  |     | 26年5月29日 |
| 新屋開工與營建許可   | 月  |     | 26年5月21日 |
| 就業報告        | 月  |     | 26年6月5日  |
| 零售業銷售額      | 月  |     | 26年5月14日 |
| 生產者物價指數     | 月  |     | 26年5月13日 |
| 成屋銷售量       | 月  |     | 26年6月9日  |
| 工業生產指數      | 月  |     | 26年5月15日 |
| 新屋銷售        | 月  |     | 26年5月28日 |
| 商業庫存        | 月  |     | 26年5月14日 |
| 汽車銷售        | 月  |     |          |

**中國經濟發布表**

| 指標項目    | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期   |
|---------|----|-----|----------|
| M2貨幣供應量 | 月  |     | 26年5月13日 |
| 零售業銷售額  | 月  |     | 26年5月18日 |
| 工業生產報告  | 月  |     | 26年5月18日 |
| 採購經理人指數 | 月  |     | 26年5月31日 |
| 外匯儲備    | 季  |     | 26年6月7日  |
| 貿易收支    | 月  |     | 26年6月9日  |
| 生產者物價指數 | 月  |     | 26年6月10日 |
| 消費者物價指數 | 月  |     | 26年6月10日 |
| 國內生產毛額  | 年  |     | 26年7月15日 |

**香港經濟發布表**

| 指標項目    | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期   |
|---------|----|-----|----------|
| 國內生產毛額  | 季  |     | 26年5月15日 |
| 失業率報告   | 月  |     | 26年5月19日 |
| 消費者物價指數 | 月  |     | 26年5月21日 |
| 貿易收支    | 月  |     | 26年5月28日 |
| M2貨幣供應量 | 月  |     | 26年5月29日 |
| 零售業銷售額  | 月  |     | 26年6月2日  |
| 採購經理人指數 | 月  |     | 26年6月3日  |
| 外匯儲備    | 月  |     | 26年6月5日  |
| 生產價格    | 季  |     | 26年6月12日 |
| 工業生產報告  | 季  |     | 26年6月12日 |
| 綜合利率    | 月  |     |          |

**滙富研究部**

**分析員**

王學宏 (Howard Wong)  
李旭佳 (Alan Li)

**電郵**

howard.wong@sunwahkingsway.com  
alan.li@sunwahkingsway.com

**電話**

(852)22837307  
(852)22837306



**免責聲明**

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行之董事或作為該等機構或發行之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

**總辦事處聯屬公司及海外辦事處**

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
中國廣州市南沙區  
蕉西路130號3棟6樓601-5室  
郵編511455