

## 公司研究

## 社交属性构建差异化优势，成本控制助力亏损大幅收窄

## ——云音乐（9899.HK）2022年中期业绩点评

## 要点

**事件：**公司 1H22 实现营收 42.6 亿元，同比上升 33.8%；毛利润 5.4 亿元（vs 去年同期-0.13 亿元），毛利率大幅提升 13pct 至 12.6%，Q2 毛利率环比+0.8pct 至 13%；Non-GAAP 净亏损 2.17 亿元，同比大幅收窄 59.3%，对应 Non-GAAP 净利率-5.1%（yoy+ 11.6pct），系收入上升及内容授权成本优化所致。

**点评：**原创音乐+版权回归强化内容曲库，用户付费高增驱动订阅收入稳步提升。1H22 实现在线音乐收入 17.8 亿元（yoy+11.2%）：**1）会员订阅收入** 14.6 亿元，同比提升 37.6%。付费用户数同比增加 44%至 37.6 百万人，2Q 环比净增 174 万人，对应付费率再创新高高达 20.7%，主要由于平台不断强化构筑庞大音乐内容库；截至 1H22 平台注册独立音乐人达 52.9 万名，内容库中约 230 万首曲目来自独立音乐人，同时重获多家公司版权，内容版图得到重要补充；月 ARPPU 为 6.5 元，同比下滑 4%，预计随折扣减少有望回升。**2）非订阅业务收入** 受到疫情和监管影响大幅下滑 40.9%至 3.2 亿元。**社交娱乐业务强劲增长，音频直播商业化进一步验证。**社交娱乐业务实现收入 24.8 亿元，同比大幅度增长 56.7%，占比总收入上升至 58%；音频直播是在线音乐社区的生态延伸，受益于用户在社区的情感积淀，社交娱乐业务付费用户数同比增长 149%至 123.5 万人；月 ARPPU 为 330 元（yoy-37.4%），系用户规模的扩大稀释了头部付费用户占比。

**高用户参与度铸就良好的社区生态系统，产品功能及服务创新持续推进。**1) 1H22 日活跃用户/月活跃用户比例稳定维持 30%以上，每名日活跃用户于平台日均花费 80.6 分钟听歌，同比增加 3.7 分钟；31.4%的音乐播放来自平台推荐；截至 1H22，平台积累 34 亿个用户生产内容歌单。**2）**公司不断优化社交网络功能，推出新的社交 APP，并于 5 月更新一键分享微信状态功能，正式接入微信生态。

**版权成本进一步合理化提振毛利。**1H22 营业成本 37.2 亿元（yoy+16.4%），占比营收同比降低 13pct 至 87%，成本增速大幅低于营收增速，主要由于公司加大对内容授权费的控制，未来成本结构有望持续优化。

**盈利预测、估值与评级：**云音乐凭借原创音乐及社区运营优势打造差异化优势，用户订阅付费持续高增；平台浓厚社区属性下用户维持高粘性，叠加社交属性产品创新，社交娱乐业务处于快速发展阶段，音频直播商业化进程加速。我们小幅上调 22 年营收预测至 91.8 亿元（与上次预测+0.5%），考虑到减少折扣可能带来的付费用户流失风险，小幅下调 23-24 年营收预测至 115/138 亿元（与上次预测-3.3%/-4.1%）；版权成本合理化带动盈利能力提高，上调 22-24 年经调整净利润预测至-5.0/-1.5/2.9 亿元（上次预测-9.1/-4.4/1.9 亿元）。维持目标价 102.71 港元；维持“增持”评级。

**风险提示：**内容成本上升；用户付费率和 ARPPU 提升不及预期；直播监管收紧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,896	6,998	9,184	11,495	13,816
增长率 (%)	111.2%	42.9%	31.2%	25.2%	20.2%
净利润 (百万元)	-2,951	-2,056	-597	-234	190
经调整净利润 (百万元)	-1568	-1044	-497	-154	290
EPS (元)	-14.1	-9.8	-2.9	-1.1	0.9
P/S	1.5	1.1	1.4	1.1	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-08-18；按照 1HKD=0.8646RMB 换算

## 增持（维持）

当前价/目标价：70.5/102.71 港元

## 作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：杨朋沛

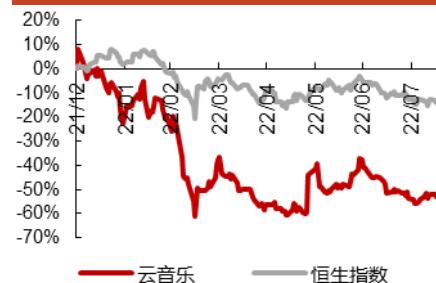
021-52523878

yangpengpei@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.09
总市值(亿港元)	147.77
一年最低/最高(港元)	54.1-205.8
近 3 月换手率	3.0

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.8	18.4	-48.3
绝对	-0.6	13.8	-64.7

资料来源：Wind

## 相关研报

数字音频平台的增长引擎是什么？——数字音频行业深度研究报告（2022-07-11）

表 1: 云音乐利润表 (单位: 百万元人民币)

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营收入</b>	4,896	6,998	9,184	11,495	13,816
在线音乐	1,177	2,623	3,290	3,930	4,796
社交娱乐	541	2,273	3,708	5,254	6,699
<b>营业成本</b>	-5,491	-6,855	-7,990	-9,541	-11,122
<b>毛利</b>	-595	143	1,194	1,954	2,694
其它收入	-1,451	-680	0	-25	-25
营业开支	-1,001	-1,565	-1,818	-2,192	-2,514
<b>营业利润</b>	-3,047	-2,102	-624	-262	155
财务成本净额	101	48	29	30	35
应占利润及亏损	-4	2	-1	-1	0
<b>税前利润</b>	-2,950	-2,051	-596	-234	190
所得税开支	-2	-5	-1	-0	0
<b>税后经营利润</b>	-2,951	-2,056	-597	-234	190
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	-2,951	-2,056	-597	-234	190
息税折旧前利润	-1,663	-1,332	-477	-95	344
息税前利润	-1,685	-1,347	-524	-162	255
每股收益 (元)	-24.22	-15.92	-2.85	-1.12	0.91
每股股息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利润率	-34.0%	-19.0%	-5.2%	-0.8%	2.5%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 云音乐资产负债表 (单位: 百万元人民币)

资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	8,057	9,388	11,403	12,725	13,658
<b>流动资产</b>	6,863	8,769	10,772	12,092	13,044
现金及短期投资	3,824	6,382	7,501	7,597	8,134
有价证券及短期投资	971	241	1,000	1,100	1,200
应收账款	254	674	456	570	686
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	1,813	1,472	1,815	2,825	3,024
<b>非流动资产</b>	1,195	619	631	633	615
长期投资	89	93	93	92	92
固定资产净额	21	44	67	70	51
其他非流动资产	1,085	482	471	471	471
<b>总负债</b>	13,364	2,006	4,618	6,174	6,917
<b>流动负债</b>	2,173	1,948	3,029	3,892	4,170
应付账款	1	0	100	119	139
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	2,171	1,947	2,929	3,773	4,031
<b>长期负债</b>	11,192	58	1,589	2,282	2,746
长期债务	0	0	0	0	0
其它	11,192	58	1,589	2,282	2,746
<b>股东权益合计</b>	-5,307	7,382	6,785	6,551	6,741
股东权益	-5,307	7,382	6,785	6,551	6,741
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债及股东权益总额</b>	8,057	9,388	11,403	12,725	13,658
净现金/(负债)	-7,367	6,323	5,911	5,315	5,387
营运资本	253	674	356	451	547
长期可运用资本	5,885	7,440	8,374	8,833	9,488
股东及少数股东权益	-5,307	7,382	6,785	6,551	6,741

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 云音乐现金流量表 (单位: 百万元人民币)

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-969	-908	589	-276	407
净利润	-2,951	-2,056	-597	-234	190
折旧与摊销	22	15	47	68	89
营运资本变动	-5	-421	317	-94	-96
其它	1,965	1,553	821	-15	225
<b>投资活动现金流</b>	3,406	-3,862	-1,030	-350	-370
资本性支出净额	3,915	2,843	-70	-70	-70
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	-15	-4	0	0	-0
其它资产变化	-494	-6,701	-960	-281	-300
<b>自由现金流</b>	1,789	79	-786	-505	615
<b>融资活动现金流</b>	-321	2,614	1,560	723	499
股本变动	142	2,682	0	0	0
净债务变化	0	0	0	0	0
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	-463	-68	1,560	723	499
<b>净现金流</b>	2,116	-2,157	1,119	97	536

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE