



## 买入（维持）

所属行业：互联网传媒  
当前价格(港币)：70.20 元

### 证券分析师

赵伟博

资格编号：S0120521090001

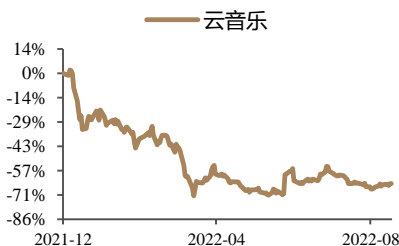
邮箱：zhaowb@tebon.com.cn

### 研究助理

刘文轩

邮箱：liuwx@tebon.com.cn

### 市场表现



对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.35	-7.24	11.46

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《云音乐(9899.HK) 1Q22 财报点评：内容供给优化推动付费率上升，成本日趋合理带来毛利率改善》，2022.5.25
- 《云音乐(9899.HK)：探索与共鸣——音乐内容社区的新篇章》，2022.2.10

# 云音乐(9899.HK) 1H22 财报点评： 内容供给持续优化，亏损大幅收窄

### 投资要点

- 事件：1H22 收入稳健增长，毛利率扭亏为盈，净亏损大幅收窄。**公司披露中期业绩，实现营业收入 42.58 亿元，同比增长 33.8%；实现毛利率 12.6%，对比去年同期的-0.4%的毛利率，同比扭亏为盈；实现 Non-IFRS 归母净亏损 2.17 亿元，同比下降 59.3%，大幅度收窄。
- 版权采买持续推进，行业内容成本合理化趋势下，ROI 与平台内容供给双升。**截止 1H22，云音乐曲库包含超过 1 亿首曲目，在独家版权制度取缔后，公司于上半年持续获取优质内容，先后与福茂唱片、SM 娱乐、时代俊峰等厂牌签署版权合作协议，将张韶涵、SUPER JUNIOR、少女时代、EXO、BIGBANG 等歌手和组合的内容添加于平台内。另一方面，独家版权制度取缔后，行业呈现出版权费用、成本结构更为合理的趋势，在获得增量版权、且直播收入同比增长 55.9%的背景下，内容服务成本仅同比增长 17.9%，获得厂牌版权内容的 ROI 提升。另一方面，公司持续培养和激励独立音乐人，截止 1H22，云音乐已经为 52.9 万独立音乐人提供服务，并于内容曲库中贡献约 230 万首曲目。此外，云音乐的自制音乐能力持续提升，于报告期内与央视合作参与《紫荆花盛开》的制作，并通过自制歌曲工作室，推出《再见莫妮卡》等热门曲目。
- 商业化持续演进，展望会员订阅与直播的付费率提升。**在更丰富的内容供给的驱动下，在线音乐服务业务付费率由 1H21 的 14.1% 提升至 1H22 的 20.7%，并带动会员订阅收入同比增长 37.56% 至 14.65 亿元。展望未来，我们认为随着音乐版权内容的逐步丰富，付费内容的数量有望提升，进而进一步带动付费用户数增长，并进一步摊薄版权成本，驱动公司利润率的提升。另一方面，社交娱乐及其他服务收入同比增长 56.7% 至 24.75 亿元，增长主要源于社交娱乐服务（主要是直播）的付费用户数同比增长 142% 至 120 万人。展望未来，我们认为公司的音频直播形式具有差异化的特征，而付费用户于整体 MAU 中的渗透率仍不足 1%。考虑到音频直播与云音乐平台调性契合度高、音乐产品与直播产品之间转换的设计合理，我们认为直播业务付费率仍有较大的提升空间。
- 盈利预测与投资建议：**基于中报的增量信息，我们调整公司的盈利预测至：预计 2022-2024 年实现营业收入 92/113/133 亿元，同比增长 32%/22%/18%；实现 Non-IFRS 净利润/亏损-5.8/-1.2/7.5 亿元。我们认为公司现阶段的投资逻辑在于，独家版权制度取缔后，内容供给持续优化，且成本愈加合理，补齐公司早期音乐版权不足的短板，推动会员订阅业务付费率提升；社交娱乐业务与在线音乐平台内容社区调性相符，且付费率仍处于低位，空间广阔；此外，随着收入增长，版权成本摊薄，经营杠杆释放，盈利能力浮现，维持对于公司的“买入”评级。
- 风险提示：**政策监管趋严风险；宏观经济波动风险；版权采买进度不及预期风险。

### 股票数据

总股本(百万股)：	209.60
流通港股(百万股)：	209.60
52 周内股价区间(港元)：	56.500-203.80
总市值(百万港元)：	14,776.84
总资产(百万港元)：	11,563.91
每股净资产(港元)：	41.89

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4896	6998	9241	11285	13348
(+/-)YOY(%)	111.2%	42.9%	32.1%	22.1%	18.3%
净利润(百万元)	-2951	-2056	-737	-326	546
(+/-)YOY(%)	46.4%	-30.3%	-64.1%	-55.8%	-267.6%
全面摊薄 EPS(元)	-15.39	-9.90	-3.52	-1.55	2.60
毛利率(%)	-12.2%	2.0%	12.4%	17.7%	24.7%
净资产收益率(%)	55.6%	-27.9%	-11.1%	-5.2%	7.9%

资料来源：公司年报(2020-2021)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润，汇率为 0.86 人民币/港元

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	-9.90	-3.52	-1.55	2.60
每股净资产	35.22	31.70	30.15	32.75
每股经营现金流	-4.33	-3.84	-1.85	2.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E		-17.17	-38.87	23.20
P/B		1.90	2.00	1.84
P/S		1.37	1.12	0.95
EV/EBITDA		-14.79	-28.50	37.45
股息率%		0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	2.0%	12.4%	17.7%	24.7%
净利润率	-29.4%	-8.0%	-2.9%	4.1%
净资产收益率	-27.9%	-11.1%	-5.2%	7.9%
资产回报率	-21.9%	-7.0%	-2.8%	4.2%
投资回报率	-15.7%	-11.3%	-6.6%	4.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	42.9%	32.1%	22.1%	18.3%
EBIT 增长率	-22.7%	-23.4%	-35.5%	-172.8%
净利润增长率	-30.3%	-64.1%	-55.8%	-267.6%
偿债能力指标				
资产负债率	21.4%	36.5%	46.5%	47.7%
流动比率	4.5	2.7	2.1	2.0
速动比率	4.5	2.7	2.1	2.0
现金比率	0.4	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	31.6	36.3	37.5	38.1
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	215.8	207.1	247.0	286.6

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-2056	-737	-326	546
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	16	10	10	10
非经营收益	955	-7	-8	-8
营运资金变动	177	-72	-65	-69
经营活动现金流	-908	-805	-388	479
资产	-40	-10	-10	-10
投资	-6748	-365	-603	-451
其他	2925	7	8	8
投资活动现金流	-3862	-369	-605	-453
债权募资	-11162	1194	1115	208
股权募资	2679	0	0	0
其他	11097	0	0	0
融资活动现金流	2614	1194	1115	208
现金净流量	-2153	20	122	234

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 19 日

资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所，汇率为 0.86 人民币/港元

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6998	9241	11285	13348
营业成本	6855	8097	9287	10048
毛利率%	2.0%	12.4%	17.7%	24.7%
营业税金及附加				
营业税金率%				
营业费用	431	724	846	934
营业费用率%	6.2%	7.8%	7.5%	7.0%
管理费用	97	178	226	267
管理费用率%	1.4%	1.9%	2.0%	2.0%
研发费用	869	1129	1411	1602
研发费用率%	12.4%	12.2%	12.5%	12.0%
EBIT	-1158	-888	-573	417
财务费用	-48	-65	-57	-57
财务费用率%	-0.7%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失				
投资收益	2	7	8	8
营业利润	-1423	-805	-405	577
营业外收支	-629	72	65	65
利润总额	-2051	-733	-340	642
EBITDA	-1143	-877	-562	427
所得税	5	4	-15	96
有效所得税率%	-0.2%	-0.5%	4.3%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-2056	-737	-326	546

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	853	874	995	1229
应收账款及应收票据	802	1059	1293	1530
存货	0	0	0	0
其它流动资产	7113	8044	8989	9799
流动资产合计	8769	9977	11278	12558
长期股权投资	93	149	199	237
固定资产	44	45	46	47
在建工程				
无形资产	11	9	8	6
非流动资产合计	619	485	534	572
资产总计	9388	10461	11813	13130
短期借款	0	1194	2309	2517
应付票据及应付账款	57	67	77	83
预收账款				
其它流动负债	1891	2497	3050	3607
流动负债合计	1948	3758	5435	6207
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	58	58	58	58
非流动负债合计	58	58	58	58
负债总计	2006	3817	5494	6265
实收资本	0	0	0	0
普通股股东权益	7382	6645	6319	6865
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	9388	10461	11813	13130

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

赵伟博，德邦证券研究所计算机行业首席分析师。中国人民大学金融学硕士及经济学本科，曾就职于东北证券、华泰证券。深耕计算机行业研究数年，致力于用扎实、严谨、客观的深度研究服务产业发展及广大客户，对网络安全、金融 IT、云计算、智能驾驶、工业软件、信创产业链等行业主要领域均有深入理解。

刘文轩，2021 年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。