

音乐付费持续增长，会员成为利润引擎

——云音乐（9899.HK）23H2 财报点评

核心观点

- **23H2 营收 39.6 亿(yoy-16%, hoh+1%)，主要系直播业务的经营策略调整和内部控制所致。我们预期 24H1 达 36 亿，主要系直播业务首页流量权重调整影响。23H2 毛利率 28.7% (yoy+13pp, hoh+4pp)，主要系会员收入提升摊薄版权成本带来毛利率提升，我们预期这一趋势仍会持续。23H2 销售费用 3.9 亿 (yoy+26%,hoh+5%)。主要由于推广及广告费用有所增加以提升品牌影响力和用户规模。23H2 管理费用 0.9 亿 (yoy-0.4%,hoh+27%)。23H2 研发费用 4.3 亿 (yoy-19%,hoh-3%)。主要系雇员福利费减少及提升对技术开发费用的成本控制。23H2 归母净利润 (IFRS) 4.4 亿 (yoy+793%,hoh+50%)。我们预期盈利能力随着会员收入提升持续优化。**
- **23H2 在线音乐收 23.2 亿(yoy+22%, hoh+15%)，主要系公司积极完善音乐曲库，并先后与一些顶级厂牌签署了版权合作协议。23H2 MAU 2.05 亿 (yoy+4%, hoh-1%)；23H2 MPU 4649 万 (yoy+19% hoh+11%)；23H2 ARPPU 7.0 元 (yoy+4%, hoh+3%)。我们预期随着用户付费习惯的养成，付费率和 ARPPU 持续提升。我们预期 24H1 在线音乐收入或达 24.6 亿。**
- **23H2 社交娱乐收入 16.3 亿 (yoy-42%, hoh-14%)，主要系管理层针对市场变化采取更为审慎的经营策略。23H2 MPU168.1 万 (yoy+18%, hoh+10%)；23H2 ARPPU 158 元 (yoy-51%, hoh-21%)。收入减少主要系公司采取了更为审慎的经营策略，如减少部分功能在站内的曝光，并降低收入分成比例。公司也进一步强化了内部监控机制，我们认为 24H1 这一变化会持续。**

盈利预测与投资建议

- 公司 PGC 版权补短和 UGC 内容驱动 MAU 扩容，用户付费心智的养成也使付费率提升，在线音乐收入增长。我们预计 23-25 年归母净利润分别为 7.34/10.36/15.21 亿元，（原值为 5.85/8.82/11.91 亿，因 23 年度业绩公告超预期，调整音乐付费收入及毛利率假设，我们上调盈利预测），根据可比公司 2024 年调整后平均 P/E25 倍，给予目标价 133.85 港币（121.47 人民币，HKD/CNY=0.9），维持买入评级。

风险提示

汽水音乐带来竞争格局变化风险；付费用户及单用户付费增长不达预期风险；版权成本提高风险；行业监管政策趋严风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,998	8,995	7,939	7,614	8,467
同比增长(%)	42.9%	28.5%	-11.7%	-4.1%	11.2%
营业利润(百万元)	-1,423	-521	332	499	795
同比增长(%)	-10.8%	-63.4%	-163.8%	50.3%	139.3%
归属母公司净利润(百万元)	-2,056	-221	734	1,036	1,521
同比增长(%)	-30.3%	-89.2%	-431.5%	41.1%	46.8%
每股收益 (元)	-9.59	-1.03	3.42	4.83	7.09
毛利率(%)	2.0%	14.4%	26.7%	31.6%	35.4%
净利率(%)	-29.4%	-2.5%	9.2%	13.6%	18.0%
净资产收益率(%)	-198.2%	-2.9%	9.0%	11.6%	14.9%
市盈率 (倍)	-8.2	-76.4	23.0	16.3	11.1
市净率 (倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.5

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。

投资评级

买入（维持）

股价（2024年03月11日）	86.95 港元
目标价格	133.85 港元
52 周最高价/最低价	106/58.45 港元
总股本/流通 H 股（万股）	21,442/21,442
H 股市值（百万港币）	18,643
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024 年 03 月 12 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.66	2.29	-3.39	7.74
相对表现%	-6.61	-3.05	-5.77	21.88
恒生指数%	-0.05	5.34	2.38	-14.14



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
杨妍	yangyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523030001

联系人

金沐阳	jinqi@orientsec.com.cn
-----	------------------------

相关报告

付费习惯持续改善，盈利能力向好：——云音乐（9899.HK）23H1 中报点评	2023-09-04
版权高效回归；在线音乐付费率持续提升：——云音乐(09899)22Q4 点评	2023-03-06
多维发力促流量变现，UGC 内容领跑后版权时代：——云音乐（9899.HK）首次覆盖报告	2023-01-15

表 1：可比公司估值表（2024.3.11 收盘价）

代码	证券简称	总市值 (亿)	归母净利润(百万)		市盈率 P/E	
			24E	25E	24E	25E
300413.SZ	芒果超媒	458.70	2,429	2,760	19	17
0772.HK	阅文集团	232.65	1,087	1,325	21	18
HUYA.N	虎牙直播	75.65	21	287	369	26
1698.hk	腾讯音乐	1,292.61	5,376	6,521	24	20
1024.hk	快手	1,912.68	10,926	18,325	18	10
NFLX.O	奈飞	18,456.07	50,977	63,460	36	29
调整后平均					25	20

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
核心假设						
会员付费用户数（百万）	43	47.7	52.7	44.1	50.8	54.7
变动幅度				2.60%	6.53%	3.82%
会员 ARPPU（元/月）	6.9	7.1	7.2	6.9	7.1	7.3
变动幅度				0.00%	0.53%	1.61%
社交娱乐付费用户数（百万）	1.5	1.5	1.7	1.6	1.3	1.5
变动幅度				6.87%	-13.54%	-14.14%
社交娱乐 ARPPU（元/月）	190	179	179	179	160	160
变动幅度				-6.00%	-10.70%	-10.70%

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,641	8,009	9,196	7,867	7,614	8,467
变动幅度				2.96%	-4.93%	-7.92%
营业利润	213	336	453	332	499	795
变动幅度				55.97%	48.60%	75.52%
归属母公司净利润	585	882	1191	734	1,036	1,521
变动幅度				25.50%	17.49%	27.70%
每股收益（元）	2.74	4.13	5.57	3.42	4.83	7.09
变动幅度				24.97%	17.02%	27.35%
毛利率(%)	26.05%	28.14%	28.86%	26.73%	31.61%	35.42%
变动幅度				0.68%	3.47%	6.56%

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。

净利率(%)	7.66%	11.01%	12.95%	9.25%	13.61%	17.96%
变动幅度				1.59%	2.60%	5.01%

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	853	2,917	4,020	5,720	7,768	营业总收入	6,998	8,995	7,939	7,614	8,467
应收款项合计	2,147	1,359	1,797	1,724	1,917	主营业务收入	6,998	8,992	7,867	7,614	8,467
存货	0	0	0	0	0	其他营业收入	0	3	72	0	0
其他流动资产	0	8	21	25	30	营业总支出	8,420	9,516	7,607	7,115	7,672
流动资产合计	8,769	10,475	11,323	12,953	15,200	营业成本	6,855	7,699	5,764	5,208	5,468
固定资产净值	44	46	33	42	41	营业开支	1,565	1,817	1,842	1,907	2,204
权益性投资	93	79	79	79	79	营业利润	-1,423	-521	332	499	795
其他长期投资	0	0	0	0	0	净利息支出	-48	-183	-438	-603	-858
商誉及无形资产	11	8	6	13	21	权益性投资损益	2	-14	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-4	5	-2	0	0
其他非流动资产	471	283	169	186	205	非经常项目前利润	-1,376	-347	768	1,102	1,653
非流动资产合计	619	416	287	320	346	非经常项目损益	-676	143	0	0	0
资产合计	9,388	10,891	11,611	13,273	15,545	除税前利润	-2,051	-204	768	1,102	1,653
应交税金	15	38	4	5	5	所得税	5	17	33	66	132
短期借贷及长期借贷到期部分	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,876	2,920	3,095	3,715	4,457	持续经营净利润	-2,056	-221	734	1,036	1,521
流动负债合计	1,948	3,010	3,100	3,719	4,463	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	0	净利润	-2,056	-221	734	1,036	1,521
其他非流动负债	58	61	70	77	85	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	58	61	70	77	85	归属普通股股东净利润	-2,056	-221	734	1,036	1,521
负债合计	2,006	3,071	3,170	3,796	4,547	EPS (摊薄)	-9.59	-1.03	3.42	4.83	7.09
归属母公司股东权益	7,382	7,820	8,441	9,477	10,998	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
所有者权益合计	7,382	7,820	8,441	9,477	10,998	成长能力					
负债和股东权益	9,388	10,891	11,611	13,273	15,545	营业收入增长率	42.9%	28.5%	-11.7%	-4.1%	11.2%
现金流量表						归属普通股股东净利增长率	-30.3%	-89.2%	-431.5%	41.1%	46.8%
单位:百万元						获利能力					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	毛利率	2.0%	14.4%	26.7%	31.6%	35.4%
经营活动现金流	-908	1,843	232	1,132	1,355	净利率	-29.4%	-2.5%	9.2%	13.6%	18.0%
净利润	-2,056	-221	734	1,036	1,521	ROE	-198.2%	-2.9%	9.0%	11.6%	14.9%
折旧与摊销	16	25	26	19	24	ROA	-23.6%	-2.2%	6.5%	8.3%	10.6%
营运资本变动	177	2,094	-528	77	-190	偿债能力					
其他非现金调整	955	-55	0	0	0	资产负债率	21.4%	28.2%	27.3%	28.6%	29.3%
投资活动现金流	-3,862	159	95	-51	-50	流动比率	450.3%	348.0%	365.3%	348.3%	340.6%
出售固定资产收到的现金	1	2	0	0	0	速动比率	450.3%	348.0%	365.3%	348.3%	340.6%
资本性支出	40	26	20	35	31	每股指标 (元)					
投资减少	4,799	13,409	0	0	0	每股收益	-9.6	-1.0	3.4	4.8	7.1
其他投资活动现金流量净额	2,923	392	114	-17	-19	每股经营现金流	-4.2	8.6	1.1	5.3	6.3
融资活动现金流	2,614	-3	176	619	743	每股净资产	34.4	36.5	39.4	44.2	51.3
债务净增	0	0	-1	0	0	估值比率					
股本增加	2,679	31	0	0	0	P/E	-8.2	-76.4	23.0	16.3	11.1
支付的股利合计	0	0	0	0	0	P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.5
其他筹资活动现金流量净额	-64	0	176	619	743	P/S	2.4	1.9	2.1	2.2	2.0

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。