

互联网	收盘价 港元 107.30	目标价 港元 120.00个	潜在涨幅 +11.8%
-----	------------------	-------------------	----------------

2024年6月4日

云音乐 (9899 HK)

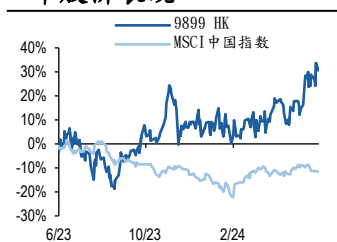
1 季度毛利率优化超预期，上调全年盈利预期

- 1 季度毛利率优化超预期。云音乐公布 2024 年 1 季度业绩，收入 39.6 亿元（人民币，下同），同比增 3.6%，基本符合我们预期。剔除部分版权费用的一次性调整影响，毛利率同/环比优化 11/3 个百分点，受益于在线音乐规模效应、版权成本优化以及社交收入分成比例收窄。
- 会员增长或略好于此前预期：网易在 1 季度业绩会上透露，音乐订阅收入增长较去年全年（+20%）加速增长，其中会员规模季度净增创两年新高，略好于我们此前预期。基于 Sensor Tower 流水数据，我们预测上半年会员数同比增 21%，月人均付费（ARPPU）同比+2%，环比或持平。
- 产品改版聚焦提升核心音乐用户体验，社交收入环比或继续承压。年初以来产品改版聚焦提升音乐用户体验和留存，强化个性化及社区属性，直播入口进一步收缩，或影响直播流量并带来流水环比下降，我们小幅下调 2024 年全年社交收入预期。我们认为音乐+社交新产品探索仍需时间，短期收入贡献有限。
- 毛利率或仍有上调空间。公司持续拓展版权内容覆盖，2024 年以来，与韩国娱乐公司 JYP、Kakao 达成合作，进一步拓展海外歌曲覆盖。基于 1 季度好于预期的成本优化（剔除一次性调整影响），同时考虑收入结构变化以及版权费用绝对值随版权拓展环比增长，或部分抵消音乐收入规模效应对固定成本摊薄，我们保守预计 2 季度及下半年公司毛利率 33%。
- 估值：基于好于预期的毛利率优化，我们上调 2024 年经调整净利润至 11 亿元，基于可比音乐及版权公司平均 20 倍 2024 年市盈率，我们上调目标价至 120 港元。音乐行业竞争格局稳定，付费墙（15%+）仍有较大运营空间，我们预计会员增长趋势不变。在线音乐收入增长带动固定成本摊薄，看好利润率改善拉动利润持续释放，维持**买入**。风险：用户规模流失超预期，付费会员增长不及预期。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	110.10
52周低位(港元)	67.00
市值(百万港元)	22,469.69
日均成交量(百万)	2.98
年初至今变化(%)	19.55
200天平均价(港元)	91.89

资料来源: FactSet

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	8,992	7,867	7,996	8,878	9,921
同比增长(%)	28.5	-12.5	1.6	11.0	11.7
净利润(百万人民币)	(115)	819	1,141	1,270	1,617
每股盈利(人民币)	(0.55)	3.89	5.44	6.05	7.70
同比增长(%)	-93.2	-809.5	39.8	11.2	27.3
前EPS预测值(人民币)			4.59	6.08	7.82
调整幅度(%)			18.6	-0.4	-1.5
市盈率(倍)	NA	25.6	18.3	16.4	12.9
每股账面净值(人民币)	37.42	40.12	44.72	50.13	57.16
市账率(倍)	2.66	2.48	2.22	1.98	1.74

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于Non-GAAP基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 财务预测

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	8,992	7,867	7,996	8,878	9,921
<i>彭博一致预期</i>			<u>8,198</u>	<u>9,099</u>	<u>9,957</u>
在线音乐	3,699	4,351	5,114	5,817	6,463
会员订阅	3,037	3,649	4,339	4,908	5,464
非订阅	662	702	775	909	998
社交娱乐及其他	5,293	3,516	2,882	3,062	3,458
营业成本	-7,699	-5,764	-5,246	-5,825	-6,373
毛利	1,293	2,103	2,750	3,053	3,548
毛利率	14%	27%	34%	34%	36%
营销费用	-635	-758	-785	-817	-849
一般管理费用	-172	-165	-176	-184	-206
研发费用	-1,011	-869	-864	-919	-968
运营利润/亏损	-385	330	925	1,132	1,526
运营利润率	-4%	4%	12%	13%	15%
经调整运营利润/亏损	-278	414	1,018	1,236	1,642
经调整运营利润率	-3%	5%	13%	14%	17%
税前利润/亏损	-204	768	1,165	1,372	1,766
所得税	-17	-33	-116	-206	-265
净利润/亏损	-221	734	1,048	1,166	1,501
净利率/亏损率	-2%	9%	13%	13%	15%
经调整净利润/亏损	-115	819	1,141	1,270	1,617
经调整净利率/亏损率	-1%	10%	14%	14%	16%
<i>彭博一致预期</i>			<u>1,011</u>	<u>1,288</u>	<u>1,557</u>
经调整每股盈利/亏损	-0.5	3.9	5.4	6.0	7.7

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 2: 云音乐 (9899 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际互联网和教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发布日期	子行业
BIDU US	百度	买入	95.67	132.00	38.0%	2024年05月17日	广告
9899 HK	云音乐	买入	107.30	120.00	11.8%	2024年06月04日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	14.70	17.00	15.6%	2024年05月24日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	4.51	6.70	48.6%	2024年05月17日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.00	17.00	21.4%	2024年05月14日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	55.75	75.00	34.5%	2024年01月23日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.42	5.90	8.9%	2024年05月29日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	29.47	33.00	12.0%	2024年05月29日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.20	29.00	6.6%	2024年02月21日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	146.92	213.00	45.0%	2024年05月23日	电商
JD US	京东	买入	29.90	40.00	33.8%	2024年05月17日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	77.90	111.00	42.5%	2024年04月11日	电商
DAO US	有道	买入	3.81	5.00	31.2%	2024年05月24日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	61.10	89.00	45.7%	2024年04月25日	教育
GOTU US	高途	买入	5.66	9.10	60.8%	2024年02月28日	教育
TAL US	好未来教育	买入	11.43	15.50	35.6%	2024年01月26日	教育
NTES US	网易	买入	88.31	117.00	32.5%	2024年05月24日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	25.25	30.00	18.8%	2024年05月22日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	377.40	457.00	21.1%	2024年05月16日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	11.82	15.00	26.9%	2024年03月28日	游戏
3690 HK	美团	买入	113.50	111.00	-2.2%	2024年03月25日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	25.50	26.00	2.0%	2024年03月18日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	12.60	11.30	-10.3%	2024年03月27日	物流
2618 HK	京东物流	中性	8.62	10.10	17.2%	2024年05月17日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.69	1.90	12.4%	2024年05月16日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	26.70	30.00	12.4%	2024年03月28日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.38	14.00	34.9%	2024年03月27日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	17.94	25.00	39.4%	2024年05月22日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	408.20	509.00	24.7%	2024年05月21日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年6月4日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	8,992	7,867	7,996	8,878	9,921
主营业务成本	(7,699)	(5,764)	(5,246)	(5,825)	(6,373)
毛利	1,293	2,103	2,750	3,053	3,548
销售及管理费用	(806)	(923)	(961)	(1,001)	(1,055)
研发费用	(1,011)	(869)	(864)	(919)	(968)
其他经营净收入/费用	140	20	0	0	0
经营利润	(385)	330	925	1,132	1,526
Non-GAAP标准下的经营利润	(278)	414	1,018	1,236	1,642
财务成本净额	183	438	240	240	240
应占联营公司利润及亏损	(3)	(0)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	(204)	768	1,165	1,372	1,766
税费	(17)	(33)	(116)	(206)	(265)
净利润	(221)	734	1,048	1,166	1,501
作每股收益计算的净利润	(221)	734	1,048	1,166	1,501
Non-GAAP标准的净利润	(115)	819	1,141	1,270	1,617

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,917	4,020	4,879	6,564	7,723
有价证券	6,192	5,485	5,485	5,485	5,485
应收账款及票据	558	923	391	1,068	562
其他流动资产	809	895	824	936	1,003
总流动资产	10,475	11,323	11,578	14,053	14,773
物业、厂房及设备	46	33	33	49	60
合资企业/联营公司投资	79	79	79	79	79
其他长期资产	291	175	160	186	201
总长期资产	416	287	272	315	339
总资产	10,891	11,611	11,850	14,368	15,113
应付账款	2,235	2,015	1,147	2,365	1,477
其他短期负债	776	1,084	1,237	1,392	1,538
总流动负债	3,010	3,100	2,384	3,757	3,015
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	61	70	80	90	100
总长期负债	61	70	80	90	100
总负债	3,071	3,170	2,464	3,847	3,115
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	7,820	8,441	9,386	10,521	11,997
股东权益	7,820	8,441	9,386	10,521	11,998
总权益	7,820	8,441	9,386	10,521	11,998

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(204)	768	1,165	1,372	1,766
合资企业/联营公司收入调整	3	0	0	0	0
折旧及摊销	25	19	12	18	21
营运资本变动	2,094	(264)	(265)	428	(449)
利息调整	(183)	(438)	(240)	(240)	(240)
税费	(11)	(35)	(116)	(206)	(265)
其他经营活动现金流	120	138	93	104	116
经营活动现金流	1,843	189	648	1,475	949
资本开支	(26)	(6)	(30)	(30)	(30)
投资活动	38	813	0	0	0
其他投资活动现金流	147	419	240	240	240
投资活动现金流	159	1,227	210	210	210
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(3)	(308)	0	0	0
融资活动现金流	(3)	(308)	0	0	0
汇率收益/损失	64	(5)	0	0	0
年初现金	853	2,917	4,020	4,879	6,564
年末现金	2,917	4,020	4,879	6,564	7,723

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.060)	3.489	4.994	5.556	7.152
全面摊薄每股收益	(1.060)	3.489	4.994	5.556	7.152
Non-GAAP标准下的每股收益	(0.548)	3.890	5.438	6.050	7.703
每股账面值	37.419	40.116	44.718	50.126	57.161
利润率分析(%)					
毛利率	14.4	26.7	34.4	34.4	35.8
EBITDA利润率	(4.0)	4.4	11.7	13.0	15.6
EBIT利润率	(4.3)	4.2	11.6	12.8	15.4
净利率	(2.5)	9.3	13.1	13.1	15.1
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	14.4	26.7	34.4	34.4	35.8
EBITDA利润率	(2.8)	5.5	12.9	14.1	16.8
经营利润率	(3.1)	5.3	12.7	13.9	16.5
净利率	(1.3)	10.4	14.3	14.3	16.3
盈利能力(%)					
ROA	(1.1)	7.3	9.7	9.7	11.0
ROE	(1.5)	10.1	12.8	12.8	14.4
ROIC	(5.3)	3.7	8.9	9.1	10.8
其他					
流动比率	3.5	3.7	4.9	3.7	4.9

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。