

公司在线音乐订阅+社交娱乐服务为主要营收来源，盈利能力持续提升。 网易云音乐于2013年上线，截至24H1，公司第一大股东为网易，持股59.83%，第二大股东为阿里巴巴集团，通过淘宝中国控股有限公司持股7%。商业模式：公司营收主要由在线音乐服务收入及社交娱乐服务收入构成，24H1分别占比总收入63%和37%，其中在线音乐服务中，音乐订阅收入占大头，占比总在线音乐服务收入的84%，广告、数专等占比16%。财务情况：营收整体呈提升趋势，毛利率提升趋势显著，由21Q1的-4%提升至24Q3的33%。2023年公司实现了首个财年盈利，净利润7亿元，净利率9%；经调整净利润8亿元，经调整净利率10%。24H1，公司盈利能力持续提升，净利润8亿元，净利率20%；经调整净利润9亿元，经调整净利率22%。

中国在线音乐行业进入后版权时代，目前形成“一超一强”格局。 产业链上下游：中国在线音乐平台的上游版权供应商数量多且市场集中度低，海外版权供应商集中度较高，下游为音乐订阅用户。从全球竞争格局来看，Spotify体量最大，但同时近几年受到Apple music、Amazon、YouTube等竞争。根据Business of Apps，2023年，Spotify为全球最大的流媒体音乐平台，在全球范围内市占率大概32.1%，排第二的为Apple music，市占率达到15%，排第三的为腾讯音乐，市占率达到14.1%。从中国竞争格局来看，经历了从百家争鸣到大量整合再到目前“一超一强”格局。整体来讲，海外付费用户分布相较于中国更平均，海外在线音乐平台上游版权商相较于中国版权商集中度更高。

网易云音乐是中国最大的独立音乐人在线孵化器之一，平台社区属性强。 原创+版权双管齐下不断扩充内容库，原创音乐生态为公司亮点之一。2021-2023年，网易云平台注册独立音乐人数量持续上升，由2021年的40万人提升至2023年的68.4万人；独立音乐人上传曲目由2021年的190万首提升至2023年的310万首。横向对比来看，截至2023年底，网易云音乐平台注册的独立音乐人接近68.4万人，上传约310万首音乐曲目。同期，TME吸引48万独立艺人，上传超过300万首不同类型的歌曲。此外，网易云音乐平台用户呈现年轻化趋势，00后用户占比高，平台社区属性强，音乐社区以标志性的乐评功能为中心，不断优化产品、运营及算法，扩大平台上的评论价值。网易云音乐靠原创和自制吸引新用户，靠社区做好用户留存。

投资建议：公司作为在线音乐平台龙头之一，当前策略侧重于付费用户数提升，未来付费用户数提升和ARPPU提升双轮驱动经营杠杆释放，业绩有望持续增长。我们预计公司2024/2025/2026年净利润分别为13/15/17亿元，基于12月24日股价，对应PE分别为18/16/14X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：监管不确定性；行业竞争加剧；会员数增长不及预期。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,867	8,105	8,718	9,516
增长率 (%)	-12.5	3.0	7.6	9.1
归母净利润	734	1,334	1,458	1,668
增长率 (%)	431.5	81.6	9.3	14.4
EPS	3.39	6.16	6.73	7.70
P/E	33	18	16	14
P/B	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年12月24日收盘价, 汇率1HKD=0.94RMB)

推荐
首次评级
当前价格:
117.30 港元

分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 柴梦婷

执业证书: S0100523100005

邮箱: chaimengting@mszq.com

目录

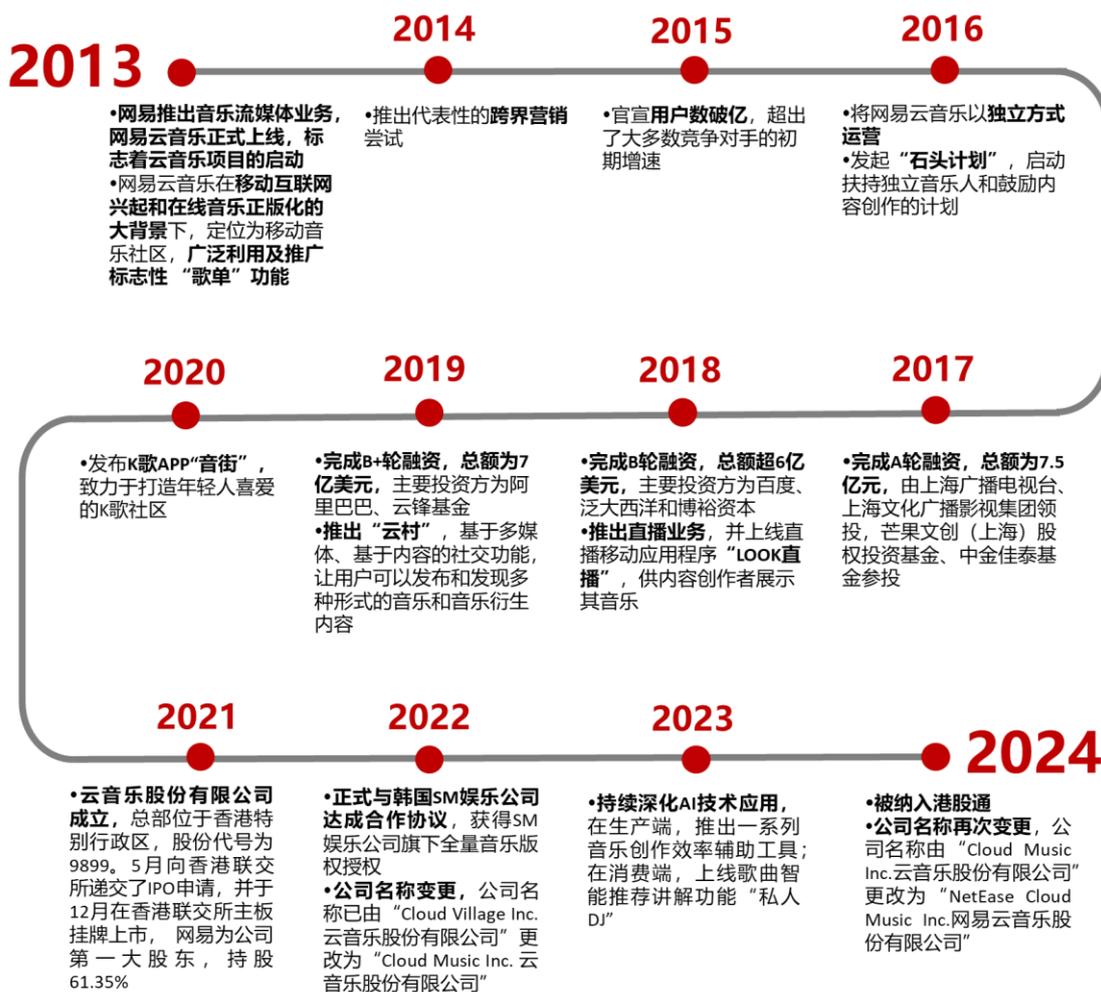
1 公司简介	3
1.1 历史沿革：网易云音乐于 2013 年上线，不断扩充品类和版权	3
1.2 商业模式：在线音乐服务收入+社交娱乐服务收入为主要营收来源	4
1.3 股权结构：股权结构稳定，网易为第一大股东	6
1.4 财务分析：毛利率持续提升，2023 年扭亏为盈	6
2 在线音乐行业	10
2.1 产业链上下游：中国音乐平台上游版权版权供应商集中度低，海外版权供应商集中度较高	10
2.2 在线音乐平台历史发展：独家版权时代已终结，行业目前呈现“一超一强”竞争格局	11
2.3 市场规模：流媒体高增长驱动全球音乐市场 U 型复苏，中国音乐市场规模增速最高	12
2.4 竞争格局：全球在线音乐竞争格局相对较分散，国内呈现“一超一强”格局	15
3 公司亮点	17
3.1 内容方面：原创+版权双管齐下丰富曲库，是中国最大的独立音乐人在线孵化器之一	17
3.2 用户及生态方面：年轻化趋势显著，平台社区属性强	18
4 盈利预测及投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 估值分析	20
4.3 投资建议	21
5 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

1 公司简介

1.1 历史沿革：网易云音乐于 2013 年上线，不断扩充品类和版权

网易云音乐于 2013 年上线，后续不断扩充品类和音乐版权。公司于 2013 年推出音乐流媒体业务，网易云音乐项目正式启动；于 2014 年探索跨界营销；于 2015 年官宣用户数破亿；于 2016 年将网易云音乐以独立方式运营，并发起“石头计划”；于 2017 年完成 A 轮融资，总额为 7.5 亿元；于 2018 年完成 B 轮融资，总额超 6 亿美元，并上线“LOOK 直播”；于 2019 年完成 B+轮融资，总额为 7 亿美元，并推出“云村”；于 2020 年发布独立 K 歌平台“音街”，并与抖音达成合作；于 2021 年在港交所上市；于 2022 年与韩国 SM 公司达成合作；于 2023 年持续深化 AI 应用；于 2024 年被纳入港股通。

图1：网易云音乐历史沿革



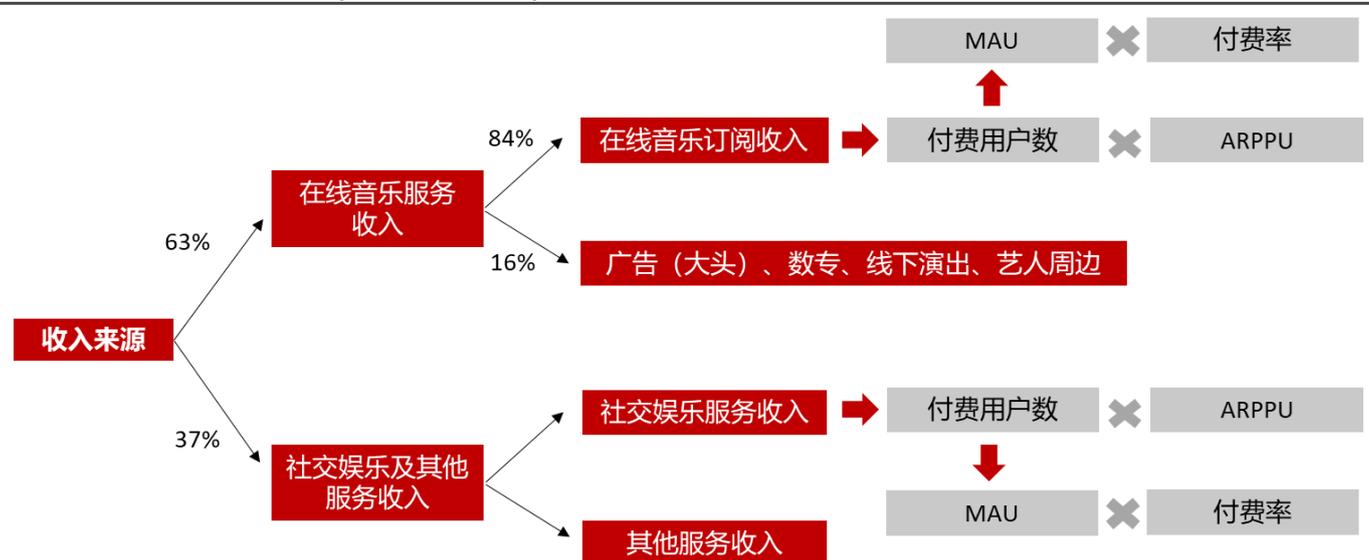
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 商业模式：在线音乐服务收入+社交娱乐服务收入为主

要营收来源

公司营收主要由在线音乐服务收入及社交娱乐服务收入构成。24H1，公司在在线音乐服务收入占总收入比重 63%，其中在线音乐订阅收入占大头，占比总在线音乐服务收入的 84%，广告、数专、线下演出、艺人周边等占比总在线音乐服务收入的 16%。24H1，公司社交娱乐及其他服务收入占总收入比重 37%，其中社交娱乐服务收入占大头。从各类别收入驱动因素来看，在线音乐订阅收入和社交娱乐服务收入均受付费用户数和 ARPPU 影响，付费用户数进一步受 MAU 和付费率影响。

图2：网易云音乐业务结构（24H1 财报数据）

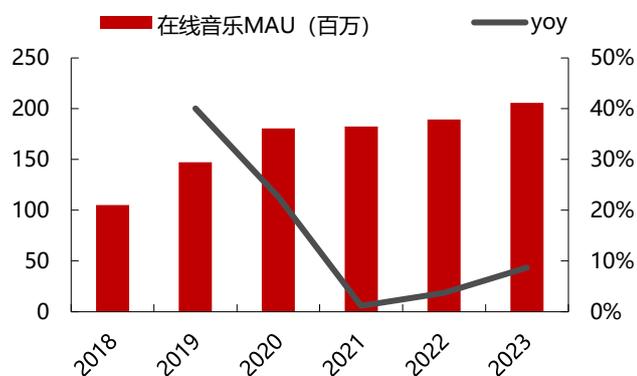


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在线音乐付费人数提升为近几年在线音乐订阅收入增长的核心驱动。在线音乐订阅收入受 MAU、付费率和 ARPPU 驱动。2018-2023 年，公司在线音乐 MAU 持续提升，由 2018 年的 1.05 亿人次提升至 2023 年的 2.06 亿人次，CAGR 为 14%。公司在线音乐付费用户数由 2018 年的 420 万人次提升至 2023 年的 4412 万人次，CAGR 高达 60%，付费率由 2018 年的 4%大幅提升至 2023 年的 21%。同行业对比来看，中国在线音乐用户付费率显著低于海外（Spotify 2023 年付费率 39%），2023 年网易云音乐的付费率高于国内友商（TME 2023 年付费率为 17%）。公司在线音乐 ARPPU 由 2018 年的 8.9 元下降至 2023 年的 6.9 元，2021 年 ARPPU 下降幅度较大主要系公司与其他平台合作增加联合会员套餐销售所致。在公司的定价优化措施及扩大会员权益助力下，在线音乐 ARPPU 从 2022 年下半年开始恢复。同行业对比来看，中国在线音乐付费 ARPPU 显著低于海外（Spotify 2023 年 ARPPU 为 4.39 欧元，约合 33.4 人民币），而网易云音乐的在线音乐 ARPPU 与国内友商仍有差距（TME 2023 年 ARPPU 为 10 元，24Q3 进

一步提升至 10.8 元)。

图3: 2018-2023 年公司在线音乐 MAU 及增速



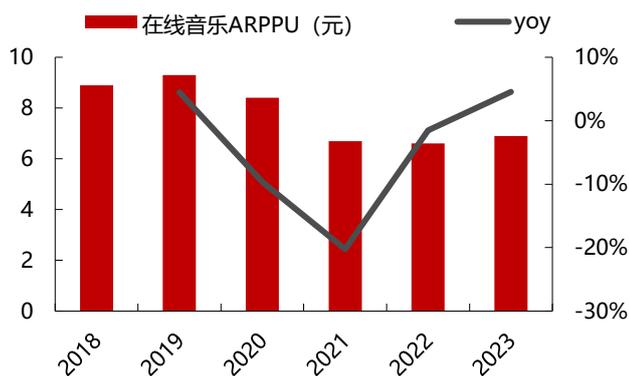
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图4: 2018-2023 年公司在线音乐付费用户数及增速



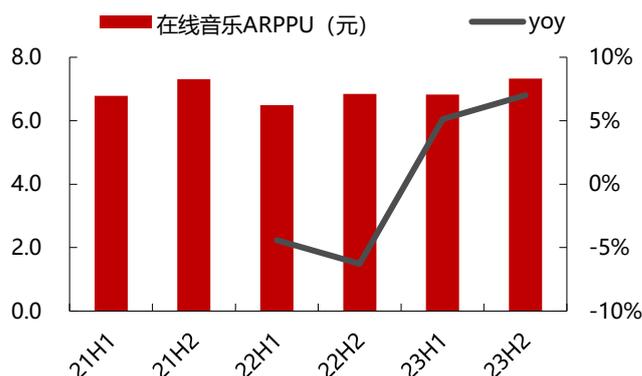
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 2018-2023 年公司在线音乐 ARPPU 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

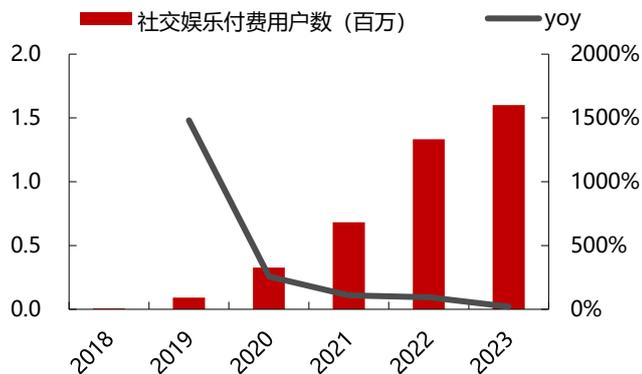
图6: 21H1-23H2 半年度在线音乐 ARPPU 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

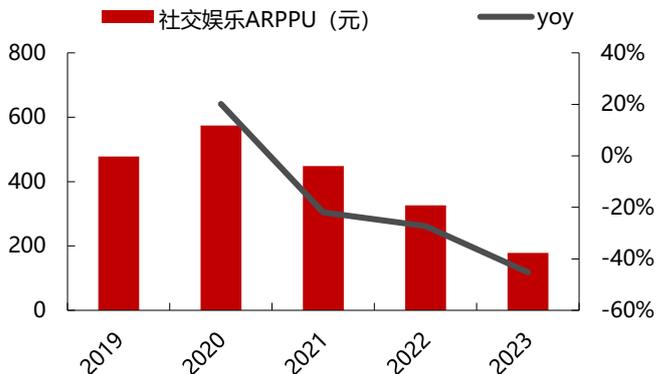
公司社交娱乐付费人数提升为近几年社交娱乐收入的核心驱动。社交娱乐服务收入受 MAU、付费率和 ARPPU 驱动。公司自 18H2 以来推出直播服务, 2018-2023 年, 公司社交娱乐付费用户数快速提升, 由 2018 年的 5800 人次提升至 2023 年的 160 万人次, CAGR 为 208%, 其中 2023 年增速放缓主要系公司对社交娱乐服务运营策略进行调整所致。公司社交娱乐 ARPPU 由 2019 年的 478 元下降至 2023 年的 179 元, 主要系运营策略调整所致。

图7：2018-2023 年公司社交娱乐付费用户数及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2018-2023 年公司社交娱乐 ARPPU 及增速

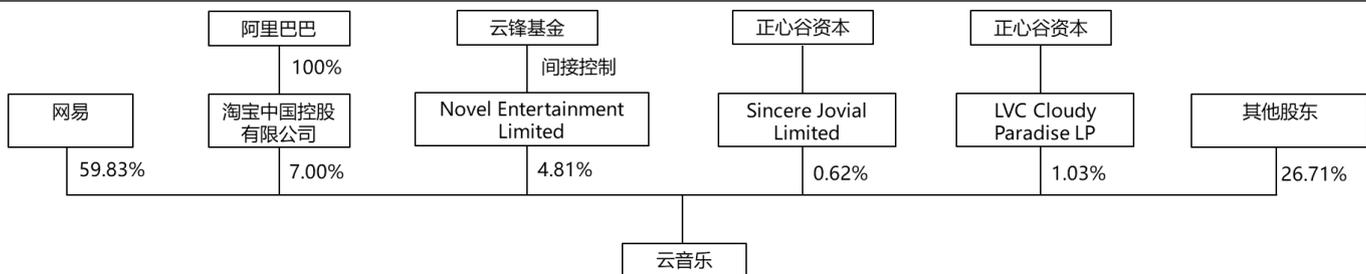


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 股权结构：股权结构稳定，网易为第一大股东

公司股权结构稳定，网易为第一大股东。截至 24H1，公司第一大股东为网易，持股 59.83%，第二大股东为阿里巴巴集团，通过淘宝中国控股有限公司持股 7%，云峰基金和正心谷资本均有持股。丁磊先生（通过其控制法团）拥有网易三分之一或以上权益，并通过网易拥有网易云音乐的权益。

图9：股权结构图



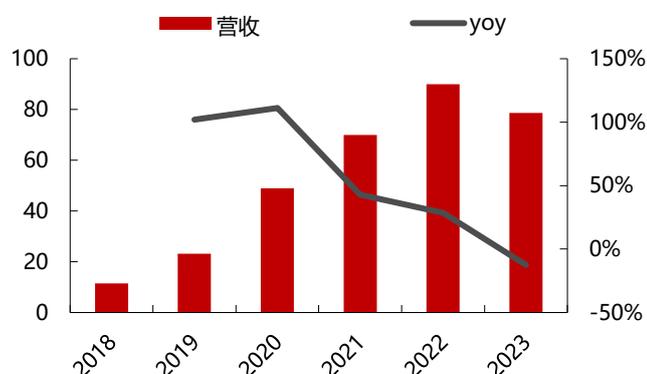
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 财务分析：毛利率持续提升，2023 年扭亏为盈

公司营收整体呈现提升态势，策略调整致使 2023 年社交娱乐服务收入下降。2018-2023 年，公司营收整体呈现提升态势，营收 CAGR 高达 47%。2023 年，营收同比下降 13%至 79 亿元，主要原因系公司对社交娱乐服务策略进行调整，社交娱乐服务收入同比大幅下降 34%。单季度来看，24Q3，营收实现 20 亿元，同比+1%，环比-2%。从营收构成来看，在线音乐订阅收入和社交娱乐服务收入为主要营收来源，2023 年分别占比总营收 46%和 45%。2018-2023 年，在线音乐订阅收入 CAGR 高达 52%，主要由在线音乐订阅付费用户数提升驱动，音乐订阅付费用户数由 2018 年的 420 万提升至 2023 年的 4412 万，CAGR 高达 60%。2018-2023 年，社交娱乐服务及其他收入 CAGR 高达 96%，主要由社交服务付费

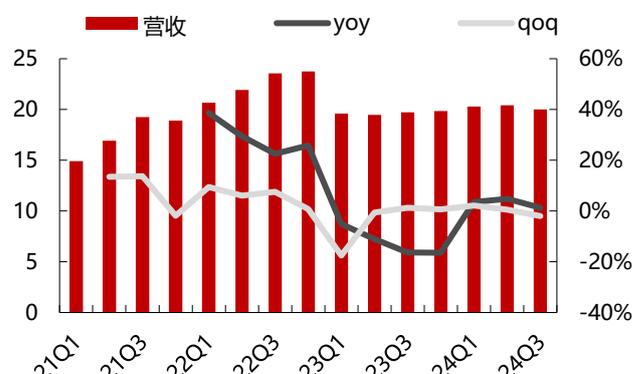
用户数提升驱动，社交服务付费用户数由 2018 年的 5800 人次提升至 2023 年的 160 万人次，CAGR 高达 208%。

图10：2018-2023 年收入（亿元）及增速



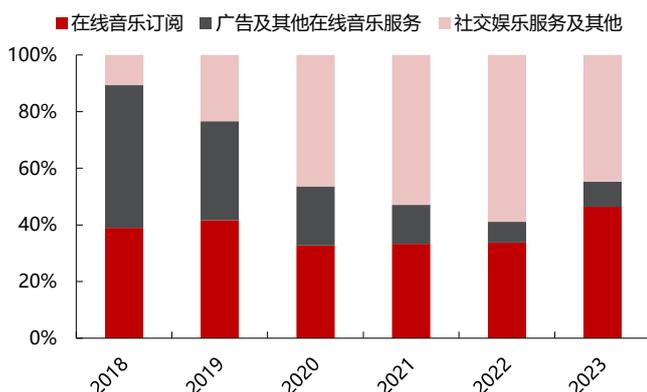
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：21Q1-24Q3 单季度收入（亿元）及增速



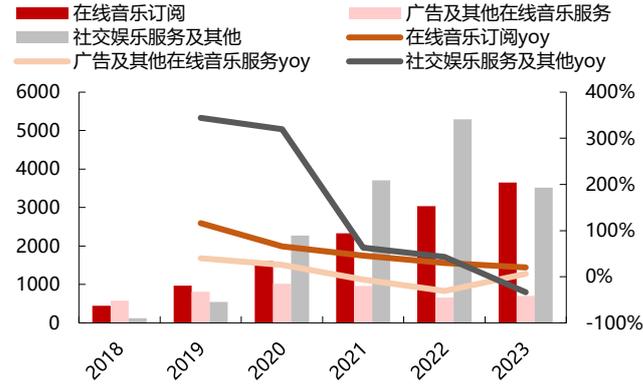
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2018-2023 年收入构成变化



资料来源：wind，民生证券研究院

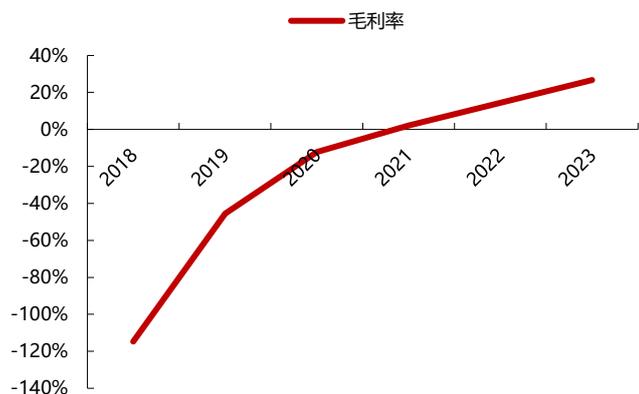
图13：2018-2023 年分业务收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

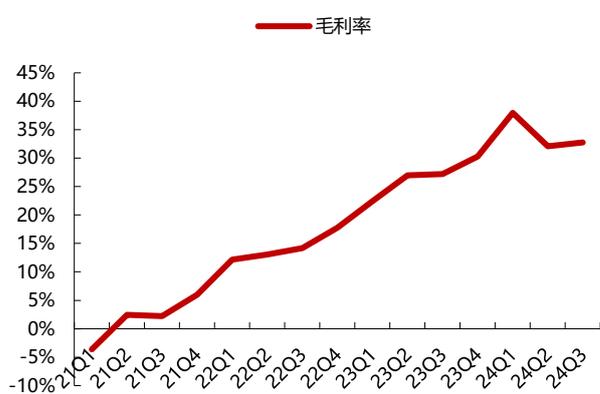
公司毛利率逐季提升，2023 年实现扭亏为盈。从毛利角度来看，公司毛利率提升趋势显著，由 21Q1 的-4%提升至 24Q3 的 33%。营业成本构成中，最主要的是内容服务成本，占总营业成本 80%左右。从净利角度来看，2023 年公司实现了首个财年盈利，实现净利润 7 亿元，对应净利率 9%；实现经调整净利润 8 亿元，对应经调整净利率 10%。24H1，公司盈利能力持续提升，实现净利润 8 亿元，对应净利率 20%；实现经调整净利润 9 亿元，对应经调整净利率 22%。

图14: 2018-2023 年毛利率



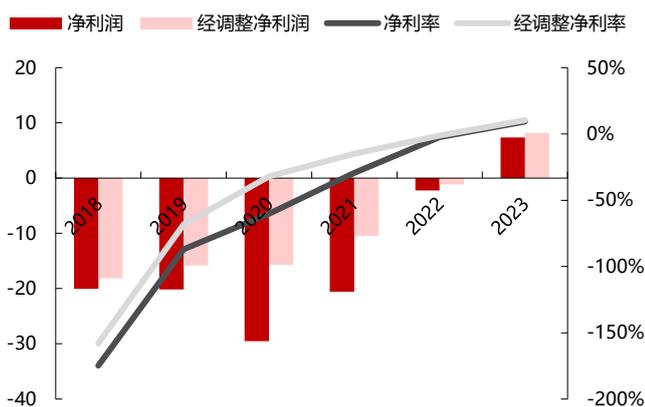
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 21Q1-24Q3 单季度毛利率



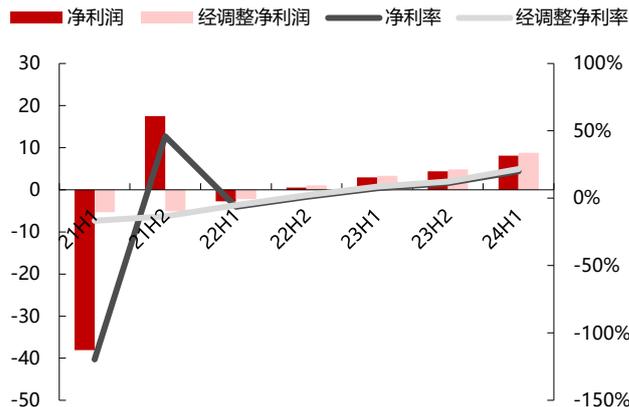
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2018-2023 年净利润 (亿元) 及净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

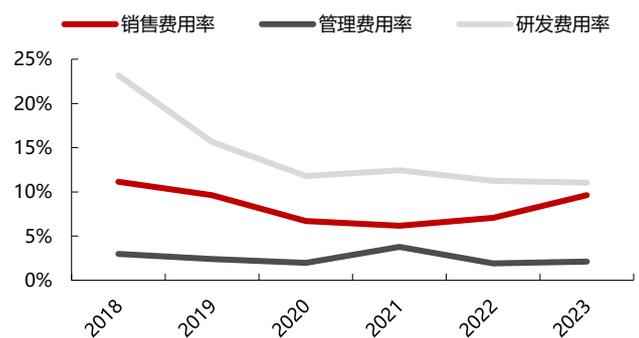
图17: 21H1-24H1 半年度净利润 (亿元) 及净利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

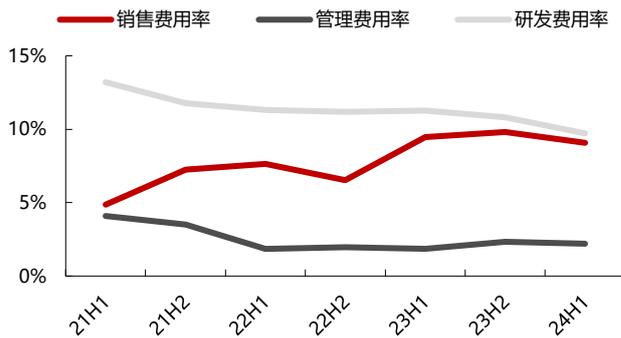
公司费用管控趋好, 研发费用率较高。从期间费用率来看, 费用管控整体趋好, 三费率由 2018 年的 37% 下降至 2023 年的 23%, 24H1, 三费率进一步下降至 21%。公司始终重视研发投入, 研发费用率始终较高, 近 3 年维持在 11% 左右。24H1, 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 9%/2%/10%。

图18: 2018-2023 年期间费用率



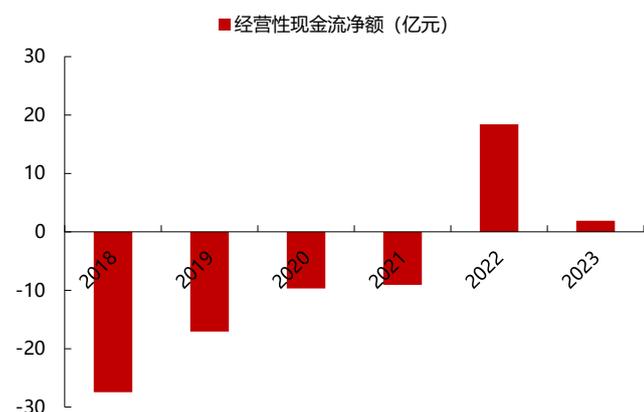
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 21H1-24H1 半年度期间费用率

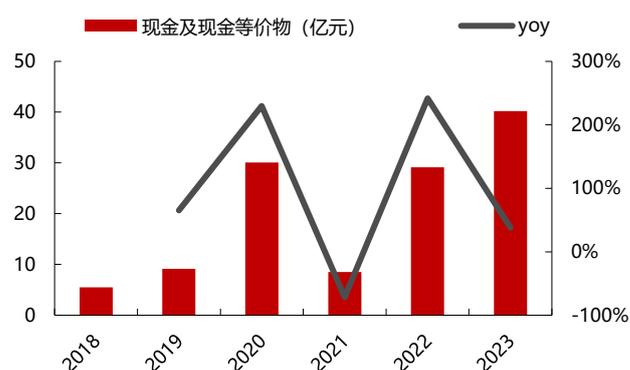


资料来源: wind, 民生证券研究院

公司经营性现金流自 2022 年转正，2023 年末账面现金 40 亿。从现金流角度来看，2022 年，公司经营性现金流由净流出改善为净流入，2022 年经营性现金流净额达到 18 亿元，2023 年经营性现金流净额达到 2 亿元。从期末现金值来看，截至 2023 年末，公司现金及现金等价物余额 40 亿元，yoy+38%。

图20：2018-2023 年经营性现金流净额


资料来源：wind，民生证券研究院

图21：2018-2023 年期末现金及现金等价物余额


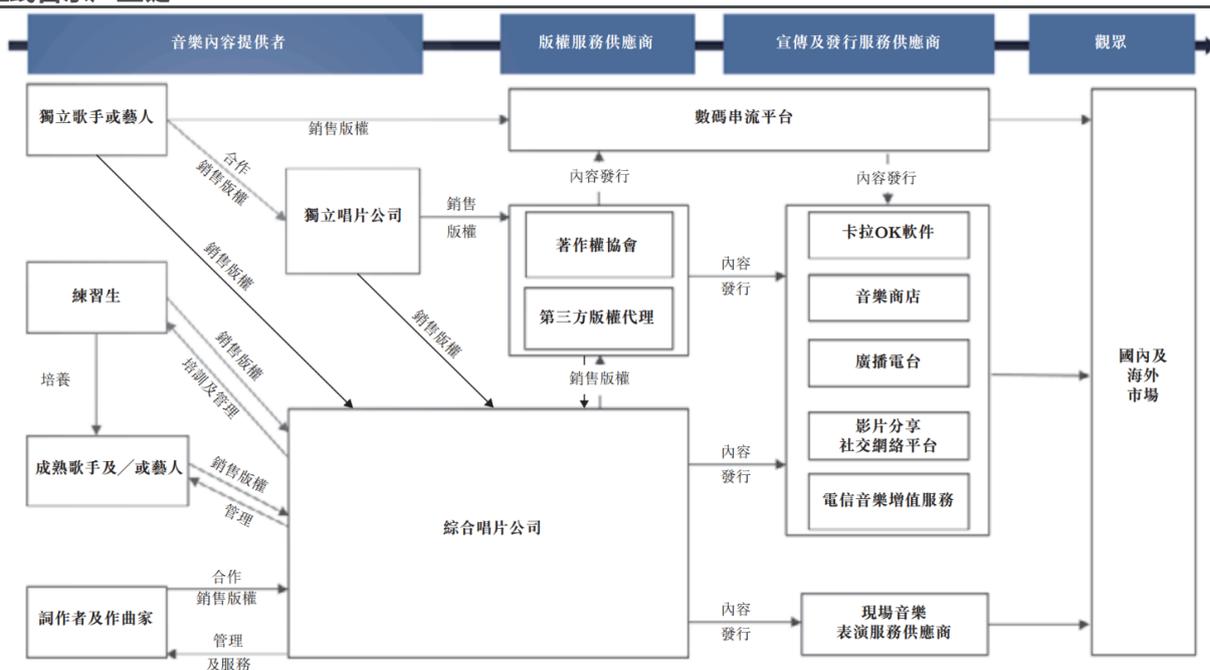
资料来源：wind，民生证券研究院

2 在线音乐行业

2.1 产业链上下游:中国音乐平台上游版权版权供应商集中度低, 海外版权供应商集中度较高

在线音乐平台上游为版权供应商（唱片公司、独立音乐人等），下游为终端用户。在线音乐产业链上游主要包括音乐内容提供者（歌手艺人等）；中游主要包括版权服务供应商（唱片公司等）；下游主要包括宣传及发行服务供应商，其中包括在线音乐流媒体平台、社交网络平台、广播电台等线上渠道，以及现场演出等线下渠道。在线音乐流媒体平台需要向其上游版权服务供应商支付内容授权费用，其中向音乐厂牌的付费方式包括最低保证授权费（为主导）和基于播放成果的授权费，向独立音乐人的付费方式主要基于播放成果而定。在线音乐平台商业模式主要来源于付费订阅和广告。

图22：在线音乐产业链



资料来源：风华秋实招股书，民生证券研究院

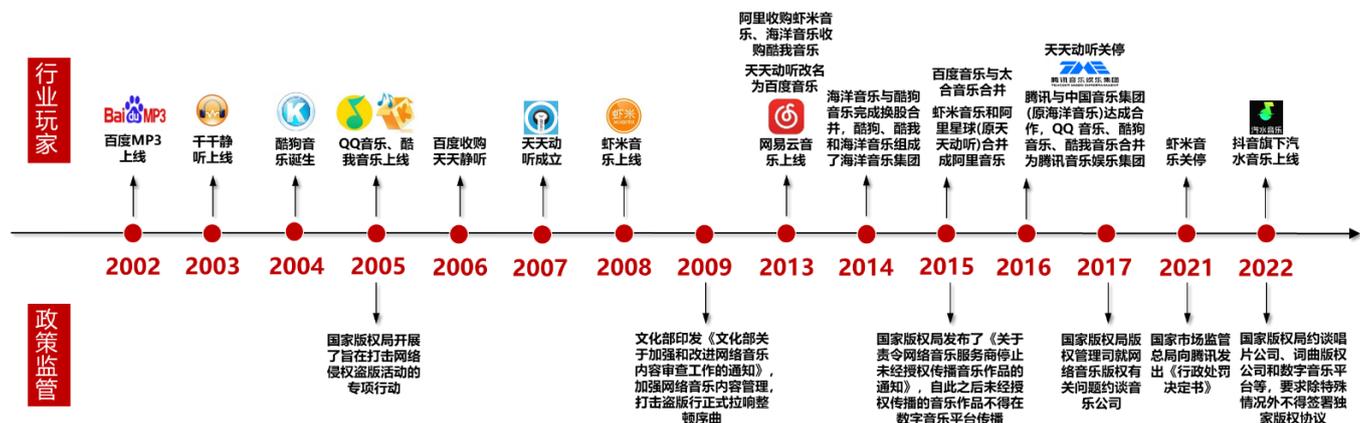
中国在线音乐平台的上游版权供应商数量众多且市场集中度低，海外版权供应商集中度较高。中国音乐版权市场主要由内地音乐唱片公司、国际音乐唱片公司、中国香港及中国台湾的音乐唱片公司和顶级艺人独立工作室组成，根据风华秋实招股书，按 2022 年的总体销售收益计算，各类别参与者分别占有 39%、33%、19%及 9%的市场份额。中国约有 400 家+音乐版权公司，根据风华秋实招股书，2022 年，中国唱片公司 CR10 市占率(按照音乐唱片公司销售收益口径)为 35.2%。对比全球音乐版权供应商格局来看，海外版权供应商集中度高，2023 年，全球唱片公司 CR3（环球、索尼、华纳）市占率高达 80%。

2.2 在线音乐平台历史发展：独家版权时代已终结，行业目前呈现“一超一强”竞争格局

音乐版权监管日益完善，独家版权时代已终结。从监管来看，1) 2005 年，国家版权局开展了旨在打击网络侵权盗版活动的专项行动。2) 2009 年，文化部印发《文化部关于加强和改进网络音乐内容审查工作的通知》，加强网络音乐内容管理，打击盗版行正式拉响整顿序幕。3) 2015 年，国家版权局发布了《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》，自此之后未经授权传播的音乐作品不得在数字音乐平台传播。4) 2017 年，国家版权局版权管理司就网络音乐版权有关问题约谈音乐公司。5) 2021 年，国家市场监督管理总局向腾讯发出《行政处罚决定书》，责令腾讯及关联公司采取三十日内解除独家音乐版权、停止高额预付金等版权费用支付方式、无正当理由不得要求上游版权方给予其优于竞争对手的条件等恢复市场竞争状态的措施。6) 2022 年，国家版权局约谈唱片公司、词曲版权公司和数字音乐平台等，要求除特殊情况外不得签署独家版权协议。

行业竞争从百家争鸣到大量整合再到目前“一超一强”格局。2002 年百度 MP3 上线；2003 年千千静听上线；2004 年酷狗音乐诞生；2005 年 QQ 音乐、酷我音乐上线；2006 年百度收购天天静听；2007 年天天动听成立；2008 年虾米音乐上线；2013 年网易云音乐上线，阿里收购虾米音乐，海洋音乐收购酷我音乐，天天静听正式改名为百度音乐；2014 年海洋音乐与酷狗音乐完成换股合并，酷狗、酷我和海洋音乐组成了海洋音乐集团；2015 年虾米音乐和阿里星球（原天天动听）合并成阿里音乐，同年，百度音乐与太合音乐合并；2016 年腾讯与中国音乐集团（原海洋音乐）达成合作，QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐合并为腾讯音乐娱乐集团，同年，天天动听关停；2021 年虾米音乐关停；2022 年抖音旗下汽水音乐上线。总结来看，1) 发展初期，百度率先看到机会，随后众多平台入局。2) 版权监管日益完善，业内开启版权争夺，在线音乐内容成本上升，业内平台开始整合，小平台开始出清。3) 独家版权时代已终结，行业竞争趋稳，形成“一超一强”格局。

图23：在线音乐平台历史发展



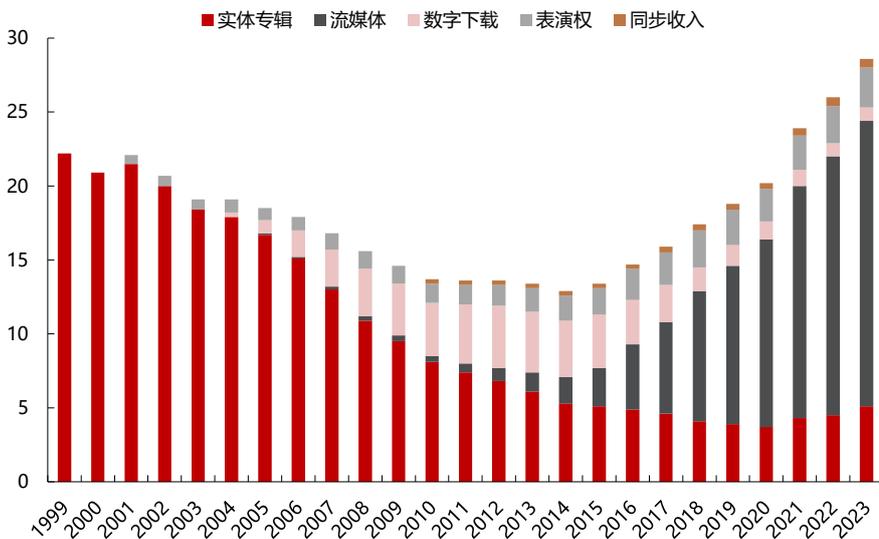
资料来源：人民网，民生证券研究院

2.3 市场规模：流媒体高增长驱动全球音乐市场 U 型复苏，中国音乐市场规模增速最高

2.3.1 全球音乐市场规模：流媒体高增长，北美占全球音乐市场规模份额最高

近几年流媒体高增长驱动全球音乐市场规模呈现 U 型复苏趋势。从全球音乐市场规模来看，根据国际唱片业协会 IFPI，全球音乐市场规模由 1999 年的 222 亿美元增长至 2023 年的 286 亿美元，CAGR 为 1%。其中，1999-2014 年，在实体专辑持续下滑的影响之下，全球音乐市场规模呈现下降趋势，2015 年之后，流媒体市场规模快速增长带动了整体音乐市场规模由 2015 年的 134 亿美元增长至 2023 年的 286 亿美元，CAGR 达到 10%。细分音乐市场类型来看，2023 年，实体专辑/流媒体/数字下载/表演权/同步收入规模分别为 51/193/9/27/6 亿美元，分别 yoy+13%/+10%/+0%/+8%/+0%，其中在流媒体收入中，付费订阅收入占比达到 73%，广告支持收入占比 27%。

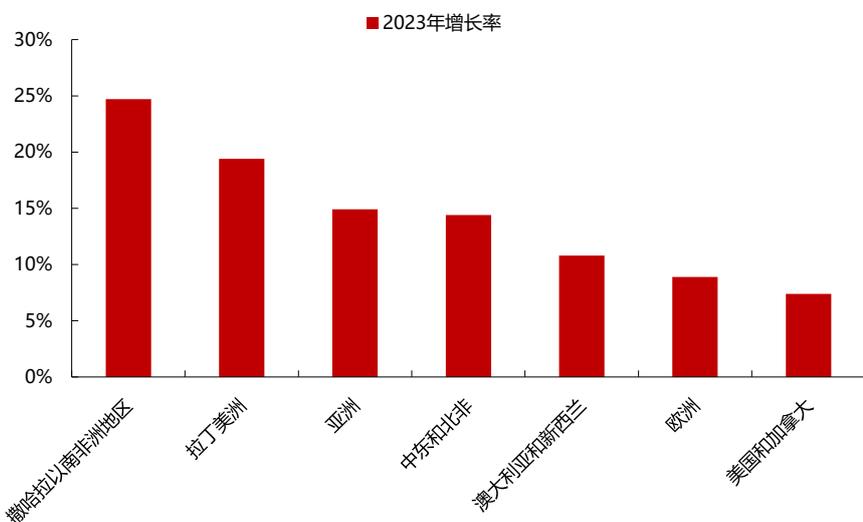
图24：1999-2023 年全球音乐市场规模（十亿美元）



资料来源：IFPI，民生证券研究院

北美地区占据全球音乐市场规模份额最高，2023 年中国音乐市场规模增速最高。根据国际唱片业协会 IFPI，分地域来看，北美地区（美国和加拿大）占据全球音乐市场规模份额最高，占比达到 41%；其次为欧洲地区，占据全球音乐市场规模份额达到 28%；排第三位的为亚洲地区。2023 年，全球前十大音乐市场分别为美国、日本、英国、德国、中国、法国、韩国、加拿大、巴西和澳大利亚。从增速来看，2023 年，撒哈拉以南非洲地区音乐市场规模增速最高，yoy+25%；其次为拉丁美洲地区，yoy+19%；排第三位的为亚洲地区，yoy+15%。值得注意的是，2023 年，中国音乐市场规模增速最高，yoy+26%，其次分别为巴西和加拿大，音乐市场规模分别 yoy+13%/+12%。

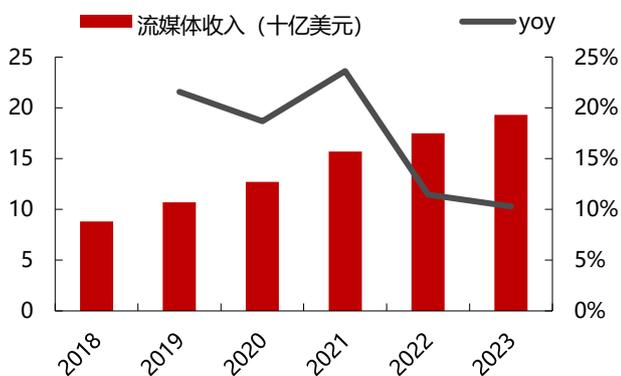
图25：2023 年全球各地区音乐市场规模增速



资料来源：IFPI，民生证券研究院

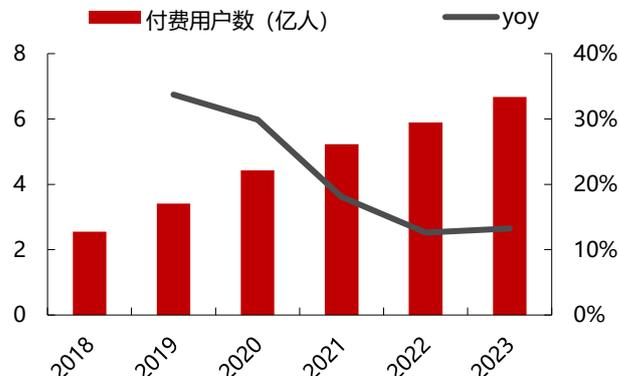
全球流媒体收入持续提升，付费订阅用户数增长为核心驱动力。聚焦流媒体市场来看，2018-2023 年，全球流媒体收入由 88 亿美元提升至 193 亿美元，CAGR 达到 17%。2018-2023 年末，全球流媒体付费订阅用户数由 2.55 亿人次增加至 6.67 亿人次，CAGR 达到 21%。

图26：2018-2023 年全球流媒体收入及增速



资料来源：IFPI，民生证券研究院

图27：2018-2023 年末流媒体付费订阅用户数



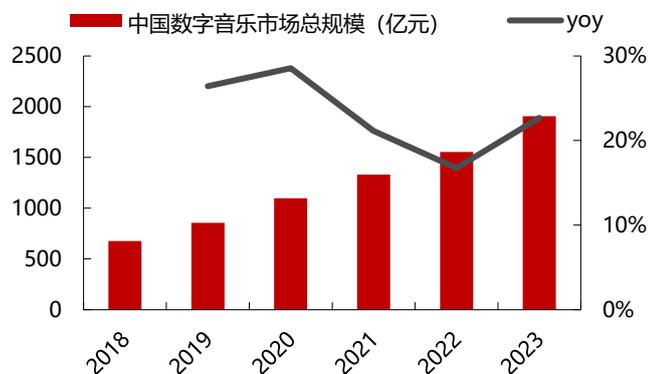
资料来源：IFPI，民生证券研究院

2.3.2 中国音乐市场规模：在线音乐市场规模高增长，中国在线音乐付费用户数已超过美国

中国在线音乐市场规模高增长，2018-2023 年市场规模 CAGR 为 21%。根据《中国数字音乐产业报告 (2023)》，2018-2023 年，中国数字音乐（包括在线音乐、音乐短视频、音乐直播、在线 K 歌业务）市场规模 CAGR 为 23%。2023 年，中国数字音乐市场总规模达到 1907.5 亿元，yoy+23%。聚焦在线音乐来看，2018-2023 年，中国在线音乐市场规模 CAGR 为 21%。2023 年，中国在线音乐

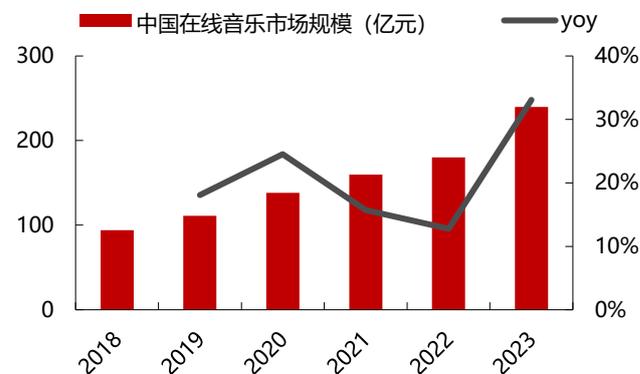
市场规模达到 240 亿元, yoy+33%。

图28: 2018-2023 年中国数字音乐市场规模及增速



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 民生证券研究院

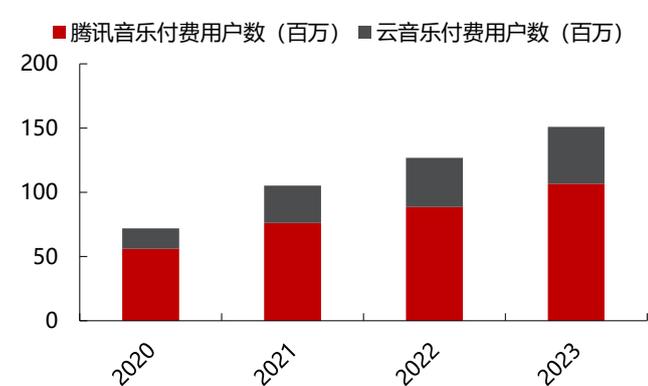
图29: 2018-2023 年中国在线音乐市场规模及增速



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 民生证券研究院

2023 年末中国在线音乐付费用户数已超过 1.5 亿, 已超过美国。从付费用户数角度来看, 根据腾讯音乐研究院发布的《华语数字音乐年度白皮书 2023》, 截至 2023 年末, 中国音乐付费用户已超过 1.5 亿人次, 其中腾讯音乐 (包括 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐) 付费用户数 1.1 亿人次, 网易云音乐付费用户数 0.4 亿人次。根据美国唱片业协会发布的数据, 截至 2023 年末, 美国拥有 9680 万付费音乐流媒体订阅账户, 中国在线音乐付费用户数已超过美国。

图30: 2020-2023 年中国在线音乐付费用户数变化



资料来源: 腾讯音乐研究院, 民生证券研究院

图31: 2019-2023 年美国在线音乐付费用户数变化

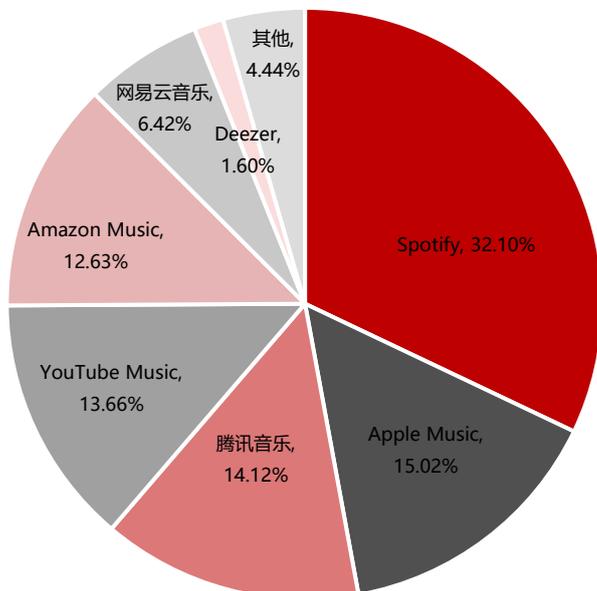


资料来源: 美国唱片业协会, 民生证券研究院

2.4 竞争格局：全球在线音乐竞争格局相对较分散，国内呈现“一超一强”格局

全球在线音乐竞争格局相对较为分散，Spotify 占据龙头地位。从全球在线音乐竞争格局来看，Spotify 体量最大，但同时近几年受到 Apple music、Amazon、YouTube 等竞争。根据 Business of Apps，2023 年，Spotify 为全球最大的流媒体音乐平台，在全球范围内市占率大概 32.1%，排第二的为 Apple music，市占率达到 15%，排第三的为腾讯音乐，市占率达到 14.1%。整体来讲，海外付费用户分布相较于中国更平均。

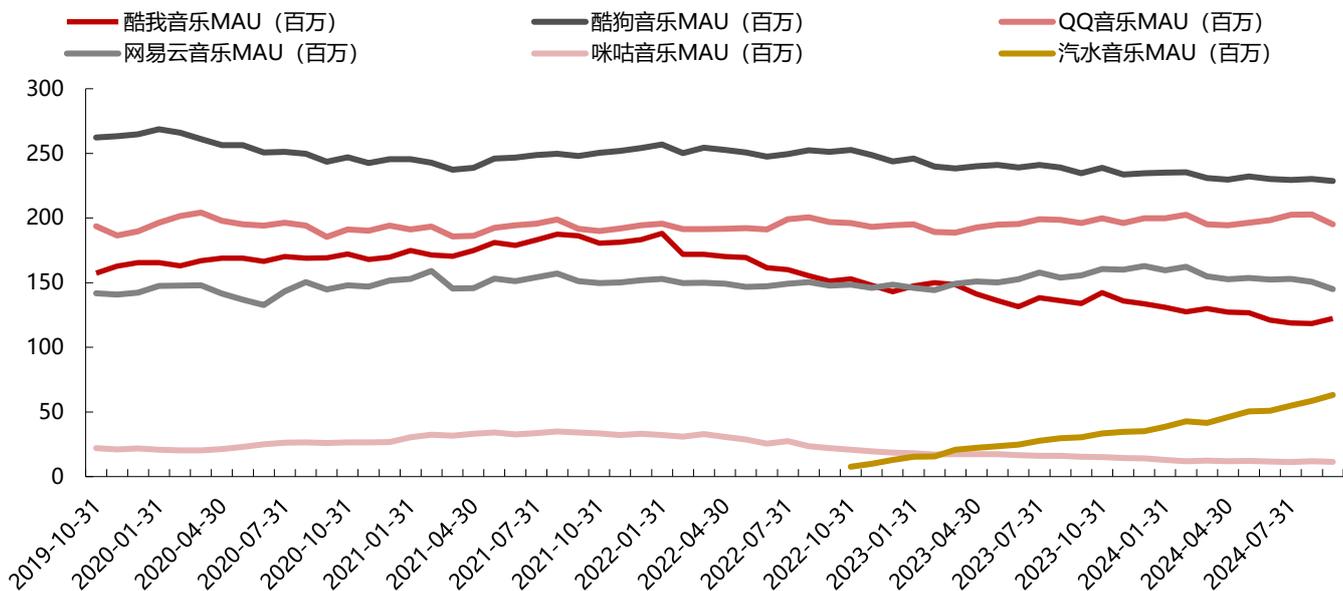
图32：2023 年全球流媒体音乐平台市占率



资料来源：Business of Apps，民生证券研究院

国内在线音乐市场呈现“一超一强”的竞争格局。从付费用户数、流量数据等多个维度来看，国内在线音乐市场呈现出显著的一超（腾讯音乐系）一强（网易云音乐）竞争格局。从付费用户数角度来看，国内音乐付费用户数主要集中在腾讯音乐系（QQ 音乐+酷狗音乐+酷我音乐）和网易云音乐平台，其中腾讯音乐系付费用户体量大约是网易云音乐付费用户体量 2.4 倍。从流量数据来看，腾讯音乐系 MAU（QQ 音乐+酷狗音乐+酷我音乐）稳居第一，网易云音乐稳居第二。虽然近期汽水音乐 DAU 趋势较猛，但从人均单日使用时长来看，汽水音乐仍与腾讯音乐系和网易云音乐有一定差距。

图33: 各音乐平台 MAU 数据



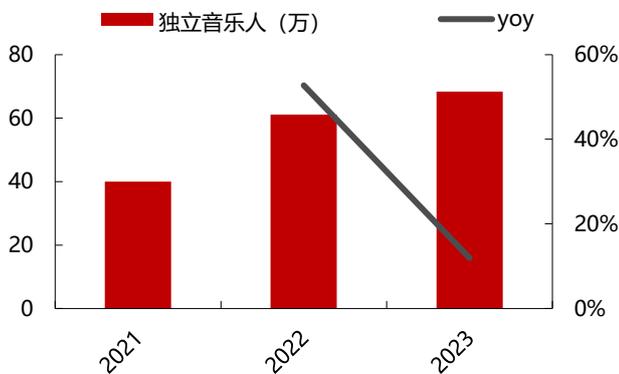
资料来源: Questmobile, 民生证券研究院

3 公司亮点

3.1 内容方面：原创+版权双管齐下丰富曲库，是中国最大的独立音乐人在线孵化器之一

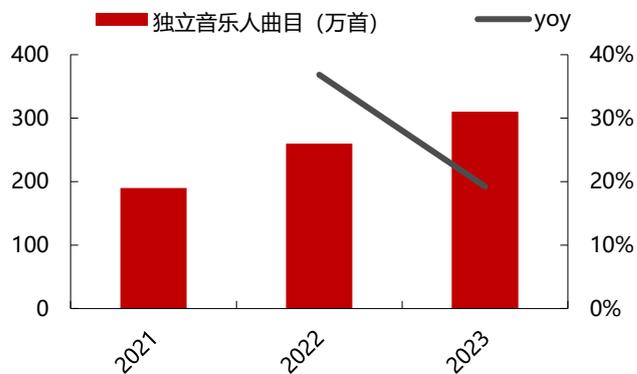
公司是中国最大的独立音乐人在线孵化器之一。2021-2023 年，网易云平台注册独立音乐人数量持续上升，由 2021 年的 40 万人提升至 2023 年的 68.4 万人；独立音乐人上传曲目由 2021 年的 190 万首提升至 2023 年的 310 万首。横向对比来看，截至 2023 年底，网易云音乐平台注册的独立音乐人接近 68.4 万人，上传约 310 万首音乐曲目。同期 TME 吸引 48 万独立艺人，上传超过 300 万首不同类型的歌曲。网易云音乐始终坚守初心，采取相关措施帮助独立音乐人提升影响力及商业收入，从而进一步强化平台的原创音乐生态。具体举措包括：1) 潜力音乐人挖掘和作品推广，例如持续举办“石头计划”等，该计划是国内音乐平台首个系统性的原创音乐扶持计划，已助推了棱镜、Fine 乐团、夏日入侵企画等；2) 持续优化和升级对音乐人的收益扶持，帮助音乐人实现收益最大化，更好地反哺平台原创音乐生态；3) 推出一系列 AI 辅助工具，支持音乐人创作能力。

图34：2021-2023 年网易云音乐独立音乐人数量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

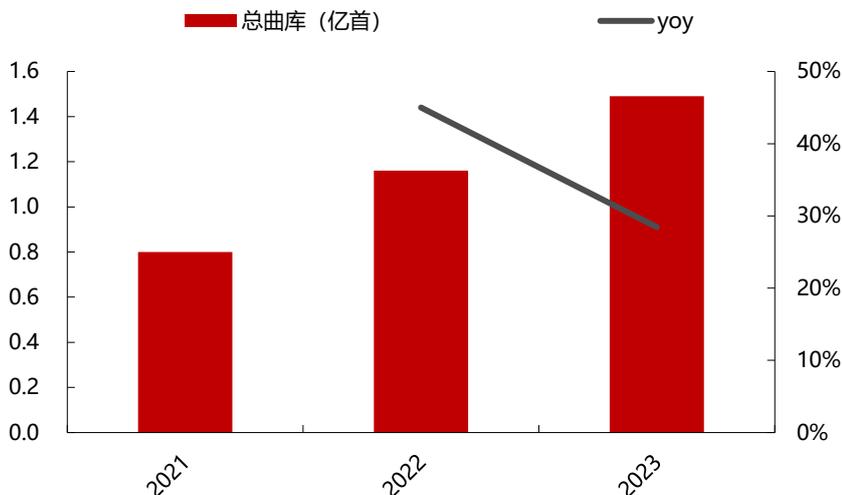
图35：2021-2023 年网易云音乐独立音乐人曲目及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司不断扩充音乐厂牌曲库，加强与版权方合作。2020 年，网易云音乐与华纳版权和环球唱片签订多年版权协议，2021 年，公司与索尼唱片签署了在中国的直接数字分销协议，并与华纳音乐集团达成直接协议，自此，网易云音乐与全球三大唱片集团均拥有直接数字分销合约。2022 年，后版权时代元年，网易云音乐与摩登天空、香港英皇娱乐、风华秋实、乐华娱乐、时代峻峰、韩国 SM 娱乐、YG 娱乐等达成版权合作。2023 年，网易云音乐与相信音乐、RYCE Entertainment 等达成合作。2024 年上半年，网易云音乐与韩国 JYP 娱乐和 Kakao 娱乐等主要韩国娱乐厂牌和果然娱乐等中国音乐厂牌展开合作。截至 2023 年末，网易云音乐已累计收录 1.49 亿首音乐。

图36: 2021-2023 年网易云音乐总曲库数及增速

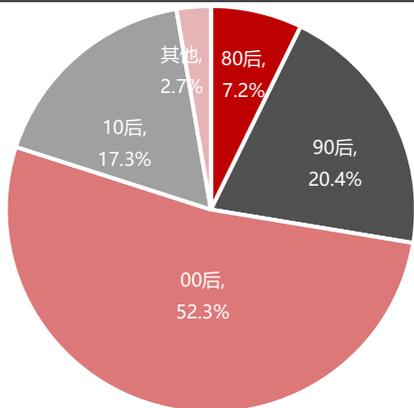


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 用户及生态方面: 年轻化趋势显著, 平台社区属性强

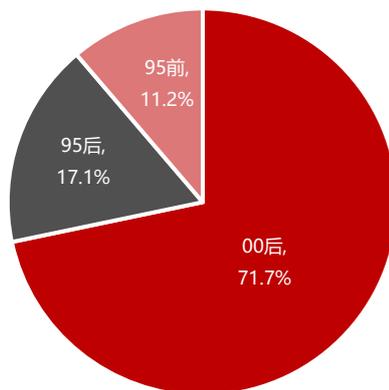
年轻用户为在线音乐平台最主要的增量来源, 网易云音乐平台上用户年轻化特征显著。根据 fastdata, 2022 年 12 月数字音乐平台新增用户中, 00 后占比高达一半以上, 为最主要的增量来源。根据云村研究所问卷调研显示, 2023 年, 网易云平台 00 后占比高达 72%, 成为最主要的消费人群, 平台用户画像具备年轻化特征。

图37: 2022 年 12 月数字音乐平台新增用户结构分析



资料来源: fastdata, 民生证券研究院

图38: 2023 年长音频用户各年龄段占比



资料来源: 云村研究所, 民生证券研究院

网易云音乐平台具备强社区属性, 有助于加强用户粘性。公司的音乐社区以平台上标志性的乐评功能为中心, 不断优化产品、运营及算法, 扩大平台上的评论价值。根据招股书, 截至 2021 年 6 月, 超过 48% 的聆听者亦浏览“评论区”, 从兴趣相近的音乐爱好者里寻求关联性和灵感。公司不断提升和强化平台的社区属性, 2022 年推出“星评馆”功能, 展示触动人心的评论, 进一步提升社区氛围, 激励创

作者发表高质量评论。同年，“乐迷团”功能的推出，为音乐人及其粉丝提供专属的互动交流场所。2023 年推出新功能“动态广场”，用户可以在该广场通过评论互动，形成用户分享和交流感受的社区，此外，公司不断提升社区内用户进行 UGC 创作的参与度。总结来看，网易云音乐从 UGC（包括歌单、播客、Mlog）+ 个性化推荐（包括每日推荐、私人漫游等）+ 互动评论三大方面构建社区生态。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入端：公司收入主要包括在线音乐服务收入和社交娱乐服务及其他服务收入，其中在线音乐服务收入主要包括在线音乐订阅收入和其他收入（广告占大头，其他包括数专等）。2024H1，1) 公司在线音乐订阅收入同比增速 25%（主要靠会员数提升驱动）；2) 广告等其他收入同比增速 33%；3) 社交娱乐等收入同比下降 20%。我们预计，1) 在线音乐订阅收入今年下半年同比增速较今年上半年增速有所放缓，主要系去年下半年会员数相对高基数所致。随着会员数基数不断提升，未来在线音乐订阅收入或将持续放缓（仍需关注后续 ARPPU 的提升速度）；2) 广告收入今年下半年同比增速较今年上半年同比增速有所放缓，主要系公司于去年下半年开始做激励广告，对于今年下半年来说广告业务是相对高基数，未来广告收入或将持续放缓；3) 社交娱乐收入今年环比持续下降，未来下降速度或将放缓。

盈利端：毛利率持续稳健提升，预计 2024/2025/2026 年毛利率分别为 34%/36%/37%，预计期间费用率保持相对稳定，2024/2025/2026 年净利率分别为 16%/17%/18%。

表1：分业务盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
1. 在线音乐服务	3,290	3,699	4,351	5,328	6,218	7,141
yoy	25%	12%	18%	22%	17%	15%
占比总收入	47%	41%	55%	66%	71%	75%
(a) 在线音乐订阅	2,334	3,037	3,649	4,416	5,078	5,738
yoy	45%	30%	20%	21%	15%	13%
(b) 其他	956	662	702	912	1,140	1,403
yoy	-6%	-31%	6%	30%	25%	23%
2. 社交娱乐服务等	3,708	5,293	3,516	2,778	2,500	2,375
yoy	63%	43%	-34%	-21%	-10%	-5%
占比总收入	53%	59%	45%	34%	29%	25%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

我们选取腾讯音乐、Spotify 作为公司可比公司，这些公司均为在线音乐平台，商业模式与公司相同。公司已于 2023 年实现盈利，我们采取 PE 估值法对其进行估值分析。根据我们对网易云音乐的盈利预测，基于经调整净利润口径，其 2024/2025 年 PE 分别为 17/15X，较同业均值比具备性价比。

表2：可比公司 PE 数据对比（采用经调整口径）

股票代码	公司简称	收盘价 (美元/ 港元)	EPS (美元/元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
TME	腾讯音乐	11.75	0.44	0.63	0.83	21	19	14
SPOT	Spotify	456.29	-2.42	6.12	9.68	/	75	47
		行业均值				/	47	31
9899.HK	网易云音乐	117.3	3.78	6.59	7.21	29	17	15

资料来源：BBG，民生证券研究院；

注：腾讯音乐和 Spotify 股价单位和 EPS 单位均为美元，网易云音乐收盘价单位为港元，EPS 单位为元，汇率 1HKD=0.94RMB；可比公司数据采用 BBG 一致预期，网易云音乐数据来自我们的预测，所有 EPS 和 PE 均采用经调整口径，股价时间为 2024 年 12 月 24 日

4.3 投资建议

公司作为在线音乐平台龙头之一，当前策略侧重于付费用户数提升，未来付费用户数提升和 ARPPU 提升双轮驱动经营杠杆释放，业绩有望持续增长。我们预计公司 2024/2025/2026 年净利润分别为 13/15/17 亿元，基于 12 月 24 日股价，对应 PE 分别为 18/16/14X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 监管不确定性的风险。在线音乐行业受到监管政策影响，如若监管不确定性加强，或将影响公司业务。

2) 行业竞争加剧的风险。后版权时代，行业参与者如若增加，或将影响行业格局，从而影响公司业绩。

3) 会员数增长不及预期的风险。公司在线音乐订阅业务为主营业务之一，如若订阅用户数不及预期，或将影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	11,323	12,423	14,088	16,030
现金及现金等价物	4,020	4,523	5,402	6,518
应收账款及票据	1,022	891	958	1,045
存货	0	0	0	0
其他	6,281	7,009	7,728	8,467
非流动资产合计	287	298	302	305
固定资产	33	70	74	78
商誉及无形资产	6	10	14	17
其他	248	218	214	210
资产合计	11,611	12,721	14,390	16,335
流动负债合计	3,100	2,866	3,082	3,362
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	76	55	58	62
其他	3,023	2,811	3,024	3,300
非流动负债合计	70	84	84	84
长期借贷	0	0	0	0
其他	70	84	84	84
负债合计	3,170	2,950	3,165	3,445
普通股股本	0	0	0	0
储备	8,441	9,771	11,225	12,889
归属母公司股东权益	8,441	9,771	11,225	12,889
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8,441	9,771	11,225	12,889
负债和股东权益合计	11,611	12,721	14,390	16,335

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	189	1,178	1,582	1,803
净利润	734	1,334	1,458	1,668
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	19	19	27	28
营运资金变动及其他	-564	-175	98	107
投资活动现金流	1,227	-671	-700	-684
资本支出	-6	-60	-35	-35
其他投资	1,233	-611	-665	-649
筹资活动现金流	-308	0	0	0
借款增加	-3	0	0	0
普通股增加	-304	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	1,104	503	879	1,116

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,867	8,105	8,718	9,516
其他收入	0	0	0	0
营业成本	5,764	5,373	5,623	5,995
销售费用	758	758	757	878
管理费用	165	174	179	200
研发费用	869	841	949	1,025
财务费用	-438	-410	-418	-421
权益性投资损益	0	0	-11	0
其他损益	20	-2	-92	-95
除税前利润	768	1,366	1,524	1,744
所得税	33	33	67	76
净利润	734	1,334	1,458	1,668
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	734	1,334	1,458	1,668
EBIT	330	956	1,106	1,323
EBITDA	349	975	1,133	1,351
EPS (元)	3.39	6.16	6.73	7.70

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-12.51	3.03	7.56	9.15
归属母公司净利润	431.47	81.63	9.31	14.41
盈利能力(%)				
毛利率	26.73	33.71	35.50	37.00
净利率	9.33	16.45	16.72	17.53
ROE	8.70	13.65	12.99	12.94
ROIC	3.74	9.55	9.43	9.81
偿债能力				
资产负债率(%)	27.30	23.19	21.99	21.09
净负债比率(%)	-47.63	-46.29	-48.13	-50.57
流动比率	3.65	4.33	4.57	4.77
速动比率	1.88	2.19	2.36	2.55
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.67	0.64	0.62
应收账款周转率	9.16	8.48	9.43	9.50
应付账款周转率	88.97	81.58	99.27	100.17
每股指标 (元)				
每股收益	3.39	6.16	6.73	7.70
每股经营现金流	0.87	5.44	7.30	8.32
每股净资产	38.96	45.10	51.81	59.49
估值比率				
P/E	33	18	16	14
P/B	2.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	61.03	21.87	18.82	15.78

插图目录

图 1: 网易云音乐历史沿革	3
图 2: 网易云音乐业务结构 (24H1 财报数据)	4
图 3: 2018-2023 年公司在线音乐 MAU 及增速	5
图 4: 2018-2023 年公司在线音乐付费用户数及增速	5
图 5: 2018-2023 年公司在线音乐 ARPPU 及增速	5
图 6: 21H1-23H2 半年度在线音乐 ARPPU 及增速	5
图 7: 2018-2023 年公司社交娱乐付费用户数及增速	6
图 8: 2018-2023 年公司社交娱乐 ARPPU 及增速	6
图 9: 股权结构图	6
图 10: 2018-2023 年收入 (亿元) 及增速	7
图 11: 21Q1-24Q3 单季度收入 (亿元) 及增速	7
图 12: 2018-2023 年收入构成变化	7
图 13: 2018-2023 年分业务收入及增速	7
图 14: 2018-2023 年毛利率	8
图 15: 21Q1-24Q3 单季度毛利率	8
图 16: 2018-2023 年净利润 (亿元) 及净利率	8
图 17: 21H1-24H1 半年度净利润 (亿元) 及净利率	8
图 18: 2018-2023 年期间费用率	8
图 19: 21H1-24H1 半年度期间费用率	8
图 20: 2018-2023 年经营性现金流净额	9
图 21: 2018-2023 年期末现金及现金等价物余额	9
图 22: 在线音乐产业链	10
图 23: 在线音乐平台历史发展	11
图 24: 1999-2023 年全球音乐市场规模 (十亿美元)	12
图 25: 2023 年全球各地区音乐市场规模增速	13
图 26: 2018-2023 年全球流媒体收入及增速	13
图 27: 2018-2023 年末流媒体付费订阅用户数	13
图 28: 2018-2023 年中国数字音乐市场规模及增速	14
图 29: 2018-2023 年中国在线音乐市场规模及增速	14
图 30: 2020-2023 年中国在线音乐付费用户数变化	14
图 31: 2019-2023 年美国在线音乐付费用户数变化	14
图 32: 2023 年全球流媒体音乐平台市占率	15
图 33: 各音乐平台 MAU 数据	16
图 34: 2021-2023 年网易云音乐独立音乐人数量及增速	17
图 35: 2021-2023 年网易云音乐独立音乐人曲目及增速	17
图 36: 2021-2023 年网易云音乐总曲库数及增速	18
图 37: 2022 年 12 月数字音乐平台新增用户结构分析	18
图 38: 2023 年长音频用户各年龄段占比	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 分业务盈利预测	20
表 2: 可比公司 PE 数据对比 (采用经调整口径)	21
公司财务报表数据预测汇总	23

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048