

公司研究

聚焦产品优化&用户体验，盈利能力显著改善

——网易云音乐（9899.HK）2024年业绩公告点评

要点

事件：公司发布24年业绩公告，实现营收79.5亿元人民币，同比提升1.1%，收入增长平缓主要系社交娱乐业务持续收缩。**24年公司盈利能力显著改善：**实现毛利润26.82亿元，同比提升27.5%，对应毛利率由23年的26.7%提升至33.7%，主要系会员规模扩大所带来的规模效益、核心在线音乐业务的强劲变现水平以及持续的成本优化措施，若干内容授权费的一次性调整使得毛利率增加约1.3pct；公司实现经调整归母净利润17.0亿元，同比大幅提升107.7%。

点评：在线音乐收入增长维持韧性，公司持续保持领先的音乐衍生社区的用户粘性。24年在线音乐实现收入53.55亿元（yoy+23.1%），其中会员订阅收入同比增长22.2%，主要得益于会员规模的增长，但被每月付费用户收入的摊薄略微抵消。会员规模快速增长的情况下，平台每月活跃用户总数稳定增加，日活跃用户数/月活跃用户数比率稳居30%以上。

1) 公司不断专注差异化内容生态，丰富版权及原创音乐储备。公司加强与版权方合作，丰富音乐品类的内容供应；丰富广泛的音乐厂牌曲库，与国内外音乐人建立合作关系；与版权方密切合作，加强内容分发与商业化。公司致力于投资助力音乐人进行音乐创作，截至24年12月底，平台注册独立音乐人超过773,500名，上传约440万首音乐曲目。此外，公司积极扩充平台上的长音频内容储备，2024年长音频内容的消费实现稳定增加，平台上每名用户的长音频平均收听时间同比大幅增长35.8%。

2) 社区生态及产品创新：24年初以来全面升级应用，通过增强个性化内容推荐及创新功能，进一步专注于改善用户的音乐变现及消费体验，例如公司升级“音乐百科全书”并推出歌词本、AI唱歌、小灯泡等创新功能进行歌曲推广；培养以音乐为导向的社区共鸣及连接；拓展与网易的合作及多终端布局等。

社交娱乐业务策略调整，转向核心音乐业务。24年社交娱乐业务实现收入25.96亿元，同比减少26.2%，主要由于采取更为审慎的经营策略。

公司持续加强费用管控。24年销售费用同比下降19.3%至6.12亿元，主要由于采取更为审慎的推广策略，推广及广告费用有所减少；管理费用同比增加11.8%至1.85亿元，主要由于雇员福利费用有所增加；研发费用同比下降10.2%至7.80亿元，主要由于技术资源利用率提高。

盈利预测、估值与评级：网易云音乐高度重视产品功能优化及用户体验，规模效应及良好的成本控制带来盈利能力提升显著。考虑公司订阅付费用户增长态势良好，成本结构优化及运营效率进一步提升，上调25年经调整归母净利润预测至19.0亿元（与上次预测+64%），新增26-27年经调整归母净利润预测21.7/24.5亿元。基于盈利预测上修，上调至“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；用户付费提升不及预期；产品优化不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,867	7,950	8,493	9,231	9,937
增长率（%）	-12.5%	1.1%	6.8%	8.7%	7.6%
经调整归母净利润（百万元）	819	1,700	1,901	2,174	2,446
增长率（%）		107.7%	11.8%	14.3%	12.5%
经调整EPS（元）	3.78	7.84	8.77	10.03	11.28
经调整P/E	42	20	18	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2025-02-21；按照1HKD=0.9332RMB换算

买入（上调）

当前价：170.70 港元

作者

分析师：付天姿 CFA, FRM

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.17
总市值(亿港元)	369.95
一年最低/最高(港元)	82.65-175.1
近3月换手率(%)	26.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	34.5	28.4	47.3
绝对	51.5	50.9	87.7

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	7,867	7,950	8,493	9,231	9,937
在线音乐	4,351	5,355	6,298	7,191	7,979
社交娱乐	3,516	2,596	2,195	2,039	1,958
营业成本	-5,764	-5,269	-5,563	-5,972	-6,359
毛利	2,103	2,682	2,930	3,258	3,577
其它收入	20	65	52	35	10
营业开支	-1,792	-1,576	-1,588	-1,644	-1,690
营业利润	330	1,171	1,394	1,650	1,897
财务成本净额	438	406	413	431	456
应占利润及亏损	-0	-7	0	0	0
税前利润	768	1,570	1,807	2,080	2,353
所得税开支	-33	-5	-6	-6	-7
税后经营利润	734	1,565	1,801	2,074	2,346
少数股东权益	0	4	4	4	4
归母净利润	734	1,562	1,797	2,070	2,342
经调整归母净利润	819	1,700	1,901	2,174	2,446

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 24 年业绩公告已披露利润表、资产负债表, 但尚未披露现金流量表; 因此利润表、资产负债表为实际值, 现金流量表为光大证券研究所预测 (下同)

表 2：云音乐资产负债表（单位：百万元人民币）

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	11,611	13,582	15,417	17,758	20,245
流动资产	11,323	11,952	13,801	16,135	18,624
现金及短期投资	9,505	10,216	12,116	14,385	16,837
有价证券及短期投资	0	7	0	0	0
应收账款	923	1,055	1,012	1,100	1,184
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	895	675	673	651	602
非流动资产	287	1,630	1,616	1,622	1,621
长期投资	79	72	72	72	72
固定资产净额	33	20	12	18	17
其他非流动资产	175	1,538	1,531	1,531	1,531
总负债	3,170	3,401	3,434	3,701	3,842
流动负债	3,100	3,312	3,345	3,612	3,754
应付账款	0	24	9	9	10
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	3,100	3,288	3,337	3,603	3,744
长期负债	70	89	89	89	89
长期债务	0	0	0	0	0
其它	70	89	89	89	89
股东权益合计	8,441	10,182	11,983	14,057	16,402
股东权益	8,441	10,178	11,975	14,045	16,386
少数股东权益	0	4	8	12	16
负债及股东权益总额	11,611	13,582	15,417	17,758	20,245

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	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	189	1,499	1,600	1,978	2,137
净利润	734	1,562	1,797	2,070	2,342
折旧与摊销	16	16	28	34	41
营运资本变动	-923	-107	27	-87	-84
投资活动现金流	362	28	-252	-38	-162
资本性支出净额	1,227	-1,362	-113	-140	-140
资产处置	-3	-3	-20	-40	-40
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	0	7	0	0	0
自由现金流	1,230	-1,366	-93	-100	-100
融资活动现金流	1,352	1,370	772	1,843	2,206
股本变动	-308	425	413	431	456
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	0	0	0	0	0
净现金流	-308	425	413	431	456

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
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; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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曾与, 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”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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 Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP