

曲库持续优化，在线音乐经营杠杆加强

——网易云音乐（9899.HK）24H2 点评

核心观点

- 24H2 营收 38.80 亿(yoy-2%,hoh-5%)，主要系社交娱乐业务影响。我们预期 25H1 达 39.48 亿 (yoy-3%，hoh+2%)，环比增长主要系我们预期随着授权音乐和原创音乐储备进一步完善，用户对音乐产品付费意愿增强；同比下滑主要系预期社交娱乐业务进一步进行审慎经营的调整。24H2 毛利率 32% (yoy+4%，hoh-3%)，主要系在线音乐业务收入的增加及持续的成本优化措施。24 H2 销售费用 2 亿(yoy-38%,hoh-34%)，主要由于更审慎的推广策略，推广及广告费用有所减少。H2 管理费用 0.9 亿 (yoy+3%,hoh+6%)，主要由于雇员福利费用增加。24H1 研发费用 4 亿 (yoy-10%,hoh-3%)，主要由于技术资源利用率提高。24H2 归母净利润（IFRS）7.52 亿 (yoy+71%,hoh-7%)，我们预期盈利能力随着会员收入提升持续优化。
- 24H2 在线音乐收入 28 亿(yoy+20%, hoh+9%)，主要系公司加强会员服务所提供产品及内容，如吸引韩国知名厂牌加入音乐储备，推广原创音乐，在线音乐付费用户有所提升。我们预期 25H1 在线音乐收入或达 30.1 亿 (yoy+18%，hoh+8%)，主要系我们预期随着曲库进一步完善，用户 MAU 和付费率将持续提升。
- 24H2 社交娱乐收入 11 亿 (yoy-33%, hoh-28%)，主要系对社交娱乐服务采取更为审慎的经营策略，同时专注核心音乐业务。我们认为 25H1 这一变化会持续，我们预期 25H1 社交娱乐收入或达 9.4 亿 (yoy-38%，hoh-14%)。此前公司主动减少了社交娱乐的站内曝光，我们预期会逐渐传导到付费端。

盈利预测与投资建议

- 公司持续引入韩国知名厂牌曲库加入音乐储备，同时强化原创音乐推广，我们认为在线音乐 MAU 或将因此受益。我们预计 24-26 年归母净利润分别为 15.6/17.2/21.8 亿元，（24-26 原值为 15.0/17.7/20.2 亿，因曲库引入超预期，我们上调在线音乐收入预测；因公司进一步收缩社交娱乐业务，我们下调该项业务收入预测，从而对盈利预测进行调整），根据可比公司 2025 年调整后平均 P/E20 倍，给予目标价 167.81 港币（154.80 人民币，HKD/CNY=0.92），维持“买入”评级。

风险提示

汽水音乐带来竞争；原创音乐收益不及预期；版权成本提高；行业监管政策趋严

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,995	7,867	8,015	8,262	9,158
同比增长(%)	28.5%	-12.5%	1.9%	3.1%	10.8%
营业利润(百万元)	-521	260	1,171	1,349	1,667
同比增长(%)	-63.4%	-150.0%	349.6%	15.2%	42.4%
归属母公司净利润(百万元)	-221	734	1,562	1,716	2,179
同比增长(%)	-89.2%	-431.5%	112.7%	9.9%	27.0%
每股收益(元)	-1.02	3.39	7.21	7.92	10.06
毛利率(%)	14.4%	26.7%	33.7%	35.7%	38.5%
净利率(%)	-2.5%	9.3%	19.5%	20.8%	23.8%
净资产收益率(%)	-2.9%	9.0%	16.8%	15.6%	16.8%
市盈率(倍)	-143.8	43.4	20.4	18.6	14.6
市净率(倍)	4.1	3.8	3.1	2.7	2.3

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（2025年03月04日）	159.3 港元
目标价格	167.81 港元
52 周最高价/最低价	175.1/82.65 港元
总股本/流通 H 股（万股）	21,672/21,672
H 股市值（百万港币）	34,524
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 03 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.39	31	22.35	71.01
相对表现%	-1.99	20.65	6.14	32.77
恒生指数%	-0.4	10.35	16.21	38.24



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 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人	
金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn

相关报告	
在线音乐收入增长超预期：——云音乐（9899.HK）24H1 点评	2024-08-29
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	2024-03-12
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

表 1：可比公司估值表（2025.3.4 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	487.51	1,761	2,124	28	23
0772.HK	阅文集团	233.67	1,344	1,485	17	16
1698.hk	腾讯音乐	1,567.15	6,427	7,856	24	20
1024.hk	快手	2,008.69	15,298	19,727	13	10
NFLX.O	奈飞	29,882.30	63,098	79,394	47	38
调整后平均					23	20

数据来源：ifind 一致性预期，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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,917	4,020	3,795	5,250	7,001	营业总收入	8,995	7,867	8,015	8,262	9,158
应收款项合计	1,359	1,797	1,728	1,781	1,974	主营业务收入	8,992	7,867	7,950	8,262	9,158
存货	0	0	0	0	0	其他营业收入	3	0	65	0	0
其他流动资产	8	21	2	2	2	营业总支出	9,516	7,607	6,844	6,913	7,491
流动资产合计	10,475	11,323	11,952	13,460	15,404	营业成本	7,699	5,764	5,269	5,310	5,632
固定资产净值	46	33	20	21	16	营业开支	1,817	1,842	1,576	1,603	1,859
权益性投资	79	79	72	72	72	营业利润	-521	260	1,171	1,349	1,667
其他长期投资	0	0	1,400	1,610	1,852	净利息支出	-183	-438	-406	-383	-530
商誉及无形资产	8	6	6	6	7	权益性投资损益	-14	0	-7	-7	-7
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	5	-2	0	0	0
其他非流动资产	283	169	131	145	159	非经常项目前利润	-347	696	1,570	1,726	2,190
非流动资产合计	416	287	1,630	1,854	2,106	非经常项目损益	143	72	0	0	0
资产合计	10,891	11,611	13,582	15,314	17,510	除税前利润	-204	768	1,570	1,726	2,190
应交税金	38	32	1	1	1	所得税	17	33	5	5	7
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	4	4	4
其他流动负债	2,920	2,991	3,287	3,287	3,287	持续经营净利润	-221	734	1,562	1,716	2,179
流动负债合计	3,010	3,100	3,312	3,315	3,317	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	-221	734	1,562	1,716	2,179
其他非流动负债	61	70	89	98	107	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	61	70	89	98	107	归属普通股股东净利润	-221	734	1,562	1,716	2,179
负债合计	3,071	3,170	3,401	3,412	3,425	EPS（摊薄）	-1.02	3.39	7.21	7.92	10.06
归属母公司股东权益	7,820	8,441	10,178	11,894	14,073	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	4	8	12	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所有者权益合计	7,820	8,441	10,182	11,902	14,086	成长能力					
负债和股东权益	10,891	11,611	13,582	15,314	17,510	营业收入增长率	28.5%	-12.5%	1.9%	3.1%	10.8%
现金流量表						归属普通股股东净利增长率	-89.2%	-431.5%	112.7%	9.9%	27.0%
单位:百万元						获利能力					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率	14.4%	26.7%	33.7%	35.7%	38.5%
经营活动现金流	1,843	189	1,608	1,691	2,016	净利率	-2.5%	9.3%	19.5%	20.8%	23.8%
净利润	-221	734	1,562	1,716	2,179	ROE	-2.9%	9.0%	16.8%	15.6%	16.8%
折旧与摊销	25	19	19	13	13	ROA	-2.2%	6.5%	12.4%	11.9%	13.3%
营运资本变动	2,094	-264	23	-42	-181	偿债能力					
其他非现金调整	-55	-301	4	4	4	资产负债率	28.2%	27.3%	25.0%	22.3%	19.6%
投资活动现金流	159	1,227	-1,369	-237	-265	流动比率	348.0%	365.3%	360.9%	406.1%	464.4%
出售固定资产收到的现金	2	2	0	1	1	速动比率	348.0%	365.3%	360.9%	406.1%	464.4%
资本性支出	26	6	1,406	225	252	每股指标（元）					
投资净增加	-31	-813	0	0	0	每股收益	-1.0	3.4	7.2	7.9	10.1
其他投资活动现金流量净额	151	417	38	-13	-14	每股经营现金流	8.5	0.9	7.4	7.8	9.3
融资活动现金流	-3	-308	296	0	0	每股净资产	36.1	38.9	47.0	54.9	64.9
债务净增	0	0	-1	0	0	估值比率					
股本增加	64	77	0	0	0	P/E	-143.8	43.4	20.4	18.6	14.6
支付的股利合计	0	0	0	0	0	P/B	4.1	3.8	3.1	2.7	2.3
其他筹资活动现金流量净额	-33	0	296	0	0	P/S	3.5	4.0	4.0	3.9	3.5

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。