

传媒

2025 年 04 月 22 日

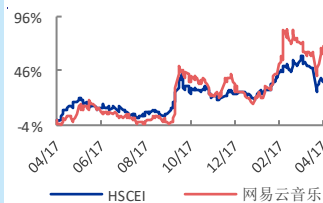
报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2025 年 04 月 17 日

收盘价（港币）	156.40
恒生中国企业指数	7897.44
52 周最高/最低（港币）	175.10/86.50
H 股市值（亿港元）	339.86
流通 H 股（百万股）	217.30
汇率（人民币/港币）	1.0766

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
袁伟嘉 A0230519080013
yuanwj@swsresearch.com

联系人

袁伟嘉
(8621)23297818x
yuanwj@swsresearch.com

网易云音乐 (09899)

——年轻用户浓度高、竞争格局好的悦己内容平台

投资要点：

- **音乐平台全球共振，景气好于其他内容付费赛道；付费增长趋势跟随悦己消费，与宏观相关性低。**根据财报，网易云音乐 24 年在线音乐收入 yoy+23%，主要靠订阅会员收入（yoy+22%）带动。24 年云音乐平均付费会员 5.5 亿 yoy+24%，对应付费率 26%。考虑到国内音乐平台低 ARPU 悦己消费属性和网易云音乐当前较低的付费墙比例，对标海外 Spotify 39%的综合付费率，云音乐会员规模仍有较大增长空间。
- **国内音乐平台格局好于海外：上游更为分散、理论盈利能力天花板更高。**24 年云音乐综合毛利率 34%/TME 42% 均高于 Spotify（30%），主要由于 1）较海外 Spotify/Apple/Amazon/Youtube 等相对分散的流媒体格局，国内 TME/云音乐一超一强格局更好。2）海外较为依赖头部版权方，三大唱片公司（环球、索尼、华纳）在 Spotify 中的播放份额较高，而国内头部版权播放集中度低。而网易云音乐的经营杠杆、直播分成下降、自制占比提升等均是未来毛利率提升的重要抓手。
- **年轻化突出、粘性强，手握长期增长期权。**网易云音乐年轻化特征明显，90 后占比超 90%，00 后占比达一半。平台粘性强、注重社区建设，留存领先同业。通过学生会、播放器联动皮肤等进一步获取年轻用户并逐步挖掘付费潜力。
- **24 年 9 月入通后流动性不断改善。**24 年 9 月 10 日公司被重新纳入港股通至今，日均换手率达到 0.31%，远高于 24 年初至入通前的 0.07%。此前持股比例较高的阿里巴巴持股目前已降至 5% 以下，整体流动性较 24 年更宽松。
- **调整盈利预测，维持买入评级。**公司社交娱乐业务 24 年底仍有调整，影响后续收入预期；但整体盈利能力改善超预期，我们调整盈利预测，预计 25-26 年营收为 82/91 亿（原预测为 88/95 亿）、新增 27 年预测为 100 亿；预计 25-26 年调整后归母净利润为 17.8/20.8 亿（原预测为 17.8/20.3 亿）、新增 27 年预测为 23.7 亿。对应 25-27 年 PE 为 18/15/13x。参考可比的影音内容和社区公司（音乐类腾讯音乐、Spotify；视频类哔哩哔哩、快手、奈飞、芒果超媒；社区类知乎），综合考虑单用户（MAU 和付费用户）价值和 PE 水平，目标价上调至 194 港币，基于 24% 的上升空间，维持买入评级。
- **风险提示：**付费用户增长不及预期；第三方授权变动风险；行业政策监管变化；新兴互联网娱乐形式冲击的风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,867	7,950	8,238	9,094	9,997
同比增长率（%）	-13	1	4	10	10
调整后归母净利润（百万元）	819	1,700	1,781	2,078	2,369
同比增长率（%）	0	108	5	17	14
调整后每股收益（元/股）	3.89	8.06	8.20	9.56	10.90
净资产收益率（%）	9.70	16.70	15.07	15.12	14.85
市盈率	38.6	18.6	17.7	15.2	13.3
市净率	3.7	3.1	2.7	2.3	2.0

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

合并利润表

报告日期 (人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,867	7,950	8,238	9,094	9,997
营业成本	-5,764	-5,269	-5,332	-5,790	-6,280
毛利润	2,103	2,682	2,906	3,304	3,718
销售及推广开支	-758	-612	-655	-718	-790
研发开支	-869	-780	-795	-814	-830
一般及行政开支	-165	-185	-190	-196	-203
其他收入	72	28	24	41	31
其他净收益/亏损	-52	37	43	40	41
营业利润	330	1,171	1,334	1,658	1,968
利息净收入	438	406	387	364	350
其他	0	-7	-8	-7	-7
税前利润	768	1,570	1,713	2,014	2,310
所得税	-33	-5	-72	-89	-103
非控制性权益	0	4	5	0	0
归母净利润	734	1,562	1,636	1,926	2,208
调整项 (股权支付成本)	84	139	145	153	161
调整后归母净利润	819	1,700	1,781	2,078	2,369

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。