

公司研究

社交业务下降影响收入，毛利率进一步提升

——网易云音乐（9899.HK）25Q1 财务数据点评

要点

事件：公司发布 25Q1 未经审计财务业绩，实现营收 18.6 亿元人民币，同比下降 8.4%，主要系社交娱乐业务净收入下降影响，在线音乐收入增长维持韧性。25Q1 实现毛利润 6.8 亿元 (yoy-11.4%)，对应毛利率为 36.7%，同比下降 1.3pct，环比提升 4.8pct。24Q1 实现毛利润为 7.7 亿元，对应毛利率 38.0%，但由于 24Q1 某些版权费用的一次性调整增加了约 5 个百分点的毛利率，剔除该影响后 24Q1 真实毛利润约为 6.7 亿元，对应真实毛利率约 33.0%；因此 25Q1 真实毛利润同比增长约 2.0%，真实毛利率同比提升约 3.7pct。公司版权内容采购高度重视 ROI，经营杠杆释放带来毛利率持续提升。

网易云音乐聚焦差异化音乐内容，通过产品功能迭代持续增强用户粘性。

1) 公司注重独立音乐人生态。网易云音乐是中国最大的独立音乐人在线孵化器，21 年 3 月注册独立音乐人的音乐曲目占平台所有音乐流媒体播放量的比例超过 47%。独立音乐人成为平台内容创作的支柱，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，根据网易云音乐官方微博，25 年 5 月平台宣布新增两类音乐人身份：AI 音乐人与见习音乐人，鼓励初级音乐人入驻平台，进一步完善网易音乐人体系，吸引更多多元化的音乐创作力量，丰富平台原创音乐储备，打造差异化发展。

2) 公司持续丰富版权内容。近年来，公司着重加强与版权方的合作力度，全力丰富音乐品类的内容供应；25 年 1 月，网易云音乐与韩国 SM 娱乐公司在版权续约谈判上取得了初步共识，在 1 月 31 日版权到期后，SM 旗下全部歌曲将暂时无需下架，凸显公司将努力争取更长期稳定的版权合作机会。

3) 产品调整优化，提升用户体验。公司根据用户反馈对平台进行调整优化，自 25 年 2 月以来，于官方渠道发布了多则针对产品自身的优化公告，包括针对歌单界面排布、图标优化、云音乐桌面端交互与视觉升级等，进一步提升了用户体验，满足用户个性化需求。此外，针对产品的社交功能，平台创新性地推出了“陌生人一起听”功能，强化了社交属性。25 年 4 月，网易云音乐上线十二周年，推出「每次播放，都是遇见」主题庆典活动，包括十二周年听歌报告、你的 12 年特别歌手、网易音乐人荣誉里程碑 2025、你的有声书特别记忆等创意活动。

4) 推出功能创新，加速 AI 渗透。在 AI+音乐方面，网易云音乐于 25 年 3 月推出了 DeepSeek 锐评红心歌单功能，在提升用户体验、优化内容创作和分发效率以及探索音乐产业创新模式方面迈出了重要的一步。

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下盈利能力仍有提升空间。虽然社交业务收缩对总收入增长产生负面影响，但考虑到公司整体毛利率提升良好，且费用管控力度仍有超预期可能，我们维持 25-27 年经调整归母净利润预测，维持“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	7,718	8,239	8,788
增长率 (%)	-12.5%	1.1%	-2.9%	6.7%	6.7%
经调整归母净利润 (百万元)	819	1,700	1,901	2,174	2,446
增长率 (%)	NA	107.7%	11.8%	14.3%	12.5%
经调整 EPS (元)	3.77	7.82	8.75	10.00	11.25
经调整 P/E	47	22	20	18	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2025-05-15；按照 1HKD=0.9221RMB 换算

买入（维持）

当前价：190.0 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)	412.88
一年最低/最高(港元)	87.85-204.6
近 3 月换手率 (%)	37.8

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.2	29.9	68.3
绝对	22.4	33.6	91.2

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）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	7,867	7,950	7,718	8,239	8,788
营业成本	-5,764	-5,269	-4,926	-5,108	-5,317
毛利	2,103	2,682	2,793	3,131	3,471
其它收入	20	65	97	78	54
营业开支	-1,792	-1,576	-1,458	-1,385	-1,336
营业利润	330	1,171	1,432	1,824	2,189
财务成本净额	438	406	417	438	462
应占利润及亏损	-0	-7	0	0	0
税前利润	768	1,570	1,849	2,262	2,650
所得税开支	-33	-5	-92	-226	-398
税后经营利润	734	1,565	1,756	2,035	2,253
少数股东权益	0	4	4	4	4
归母净利润	734	1,562	1,752	2,031	2,249
经调整归母净利润	819	1,700	1,901	2,174	2,446

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	189	1,775	2,027	2,410	2,609
投资活动现金流	1,227	-1,939	-762	-782	-837
融资活动现金流	-308	-62	417	438	462
净现金流	1,108	-226	1,681	2,065	2,234

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	11,611	13,582	15,096	17,204	19,456
流动资产	11,323	11,952	13,476	15,574	17,825
现金及短期投资	9,505	10,216	11,897	13,962	16,195
有价证券及短期投资	0	7	0	0	0
应收账款	923	1,055	920	982	1,047
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	895	675	659	631	582
非流动资产	287	1,630	1,619	1,629	1,632
长期投资	79	72	72	72	72
固定资产净额	33	20	16	26	28
其他非流动资产	175	1,538	1,531	1,531	1,531
总负债	3,170	3,401	3,158	3,230	3,230
流动负债	3,100	3,312	3,069	3,142	3,141
应付账款	0	24	8	8	8
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	3,100	3,288	3,062	3,134	3,133
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	11,938	13,973	16,226
股东权益	8,441	10,178	11,930	13,961	16,210
少数股东权益	0	4	8	12	16
负债及股东权益总额	11,611	13,582	15,096	17,204	19,456

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