

互联网	收盘价 港元 207.80	目标价 港元 240.00个	潜在涨幅 +15.5%
-----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 6 月 3 日

网易云音乐 (9899 HK)

1 季度毛利率优化超预期，看好盈利能力释放；上调目标价

基于快于预期的成本费用端优化，我们上调 2025/26 年经调整净利润 6%/9% 至 19.3/22.0 亿元，并基于 SOTP 估值上调未来 12 个月目标价至 240 港元（原 184 港元），其中 1）核心业务贡献 223 港元，基于优质内容及版权公司平均 20 倍年市盈率，以及 2025-26 年平均经调整净利润 20.1 亿元，2）现金贡献 17 港元，基于 30%折价。网易云音乐付费墙及 ARPPU 仍有较大运营空间，看好长期会员收入增长潜力，维持买入。

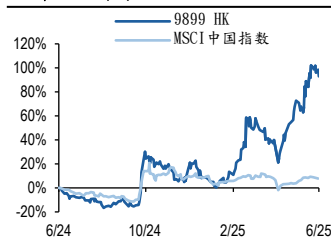
④ **1 季度毛利率优化超预期。**2025 年 1 季度网易云音乐公布收入 18.6 亿元（人民币，下同），同比降 8%，较 2024 年下半年 2%的降幅扩大，主要因社交娱乐收入下降。毛利率 36.7%，同比提升 3.7 个百分点，较 2024 年下半年提升 4.4 个百分点，好于我们/市场预期，受益于会员订阅收入增长，数专业务收入增加，及直播分成优化。

④ **2025 年展望：**1）在线音乐：我们看好会员订阅延续稳健增势，预计在线音乐收入同比增 15%，其中会员订阅收入或增 16%，仍受会员规模扩张拉动，预计 ARPPU 短期基本持稳，高端会员增加的积极影响或被学生会会员占比提升等抵消，长期对标同业及其他内容付费平台仍有较大提升空间。非会员业务收入同比增 11%，广告收入受高基数影响增速或放缓。2）社交：考虑收缩直播入口影响持续，我们下调社交收入预期 7%至 18 亿元，对应同比降 31%，但考虑分成成本优化，利润或基本持稳。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	217.60
52周低位 (港元)	89.75
市值 (百万港元)	43,673.33
日均成交量 (百万)	1.14
年初至今变化 (%)	81.96
200天平均价 (港元)	147.17

资料来源: FactSet

盈利预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	7,970	8,008	0%	8,675	8,700	0%	9,381	9,382	0%
在线音乐	6,180	6,056	2%	6,902	6,820	1%	7,612	7,544	1%
订阅	5,183	5,159	0%	5,842	5,893	-1%	6,487	6,578	-1%
非订阅	996	898	11%	1,061	926	14%	1,125	966	16%
社交娱乐	1,790	1,951	-8%	1,773	1,880	-6%	1,769	1,837	-4%
毛利润	2,967	2,796	6%	3,423	3,214	7%	3,878	3,583	8%
毛利率	37.2%	34.9%	2.3ppts	39.5%	36.9%	2.5ppts	41.3%	38.2%	3.1ppts
经调整经营利润	1,607	1,473	9%	2,021	1,886	7%	2,445	2,242	9%
经调整经营利润率	20.2%	18.4%	1.8ppts	23.3%	21.7%	1.6ppts	26.1%	23.9%	2.2ppts
经调整归母净利润	1,934	1,819	6%	2,203	2,021	9%	2,439	2,228	9%
经调整归母净利润率	24.3%	22.7%	1.6ppts	25.4%	23.2%	2.2ppts	26.0%	23.8%	2.2ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 财务预测

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	7,867	7,950	7,970	8,675	9,381
<u>彭博一致预期</u>			<u>8,170</u>	<u>8,862</u>	<u>9,558</u>
在线音乐	4,351	5,355	6,180	6,902	7,612
会员订阅	3,649	4,459	5,183	5,842	6,487
非订阅	702	896	996	1,061	1,125
社交娱乐及其他	3,516	2,596	1,790	1,773	1,769
营业成本	-5,764	-5,269	-5,003	-5,253	-5,504
毛利	2,103	2,682	2,967	3,423	3,878
毛利率	27%	34%	37%	39%	41%
营销费用	-758	-612	-529	-541	-548
一般管理费用	-165	-185	-189	-197	-205
研发费用	-869	-780	-781	-815	-844
运营利润/亏损	330	1,171	1,468	1,870	2,281
运营利润率	4%	15%	18%	22%	24%
经调整运营利润/亏损	414	1,309	1,607	2,021	2,445
经调整运营利润率	5%	16%	20%	23%	26%
税前利润/亏损	768	1,570	1,850	2,230	2,641
所得税	-33	-5	-47	-171	-359
净利润/亏损	734	1,562	1,795	2,052	2,275
净利率/亏损率	9%	20%	23%	24%	24%
经调整净利润/亏损	819	1,700	1,934	2,203	2,439
经调整净利率/亏损率	10%	21%	24%	25%	26%
<u>彭博一致预期</u>			<u>1,746</u>	<u>2,005</u>	<u>2,196</u>
经调整每股盈利/亏损	3.9	8.1	9.1	10.3	11.4

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 云音乐 (9899 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 6 月 3 日

网易云音乐 (9899 HK)

图表 3: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	83.06	99.00	19.2%	2025 年 05 月 22 日	广告
9899 HK	网易云音乐	买入	207.80	240.00	15.5%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	17.36	19.00	9.4%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.62	2.10	29.6%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	51.20	64.00	25.0%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	47.68	60.00	25.8%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.46	26.00	40.8%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	华文集团	中性	6.11	7.20	17.8%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.30	28.00	2.6%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	96.44	135.00	40.0%	2025 年 05 月 28 日	电商
JD US	京东	买入	32.86	50.00	52.2%	2025 年 05 月 14 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	114.75	165.00	43.8%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.82	15.60	21.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.78	4.80	27.0%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	35.90	46.00	28.1%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.91	12.00	34.7%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.13	13.30	31.3%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.25	46.00	42.6%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	123.20	143.00	16.1%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	505.00	604.00	19.6%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.82	10.20	3.9%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	136.60	165.00	20.8%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.38	21.00	14.3%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	12.12	18.50	52.6%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	15.00	13.50	-10.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.00	1.40	-30.0%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	19.00	21.00	10.5%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	12.32	9.60	-22.1%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	505.50	591.00	16.9%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.95	25.50	16.2%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	41.50	64.00	54.2%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 6 月 3 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,867	7,950	7,970	8,675	9,381
主营业务成本	(5,764)	(5,269)	(5,003)	(5,253)	(5,504)
毛利	2,103	2,682	2,967	3,423	3,878
销售及管理费用	(923)	(796)	(718)	(738)	(753)
研发费用	(869)	(780)	(781)	(815)	(844)
其他经营净收入/费用	20	65	0	0	0
经营利润	330	1,171	1,468	1,870	2,281
Non-GAAP标准下的经营利润	414	1,309	1,607	2,021	2,445
财务成本净额	438	406	382	360	360
应占联营公司利润及亏损	(0)	(7)	0	0	0
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	768	1,570	1,850	2,230	2,641
税费	(33)	(5)	(47)	(171)	(359)
净利润	734	1,565	1,803	2,059	2,282
作每股收益计算的净利润	734	1,562	1,795	2,052	2,275
Non-GAAP标准的净利润	819	1,700	1,934	2,203	2,439

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4,020	3,795	5,085	6,542	8,155
有价证券	5,485	6,421	7,063	7,769	8,546
应收账款及票据	923	1,055	1,160	1,276	1,404
其他流动资产	895	682	689	726	763
总流动资产	11,323	11,952	13,997	16,313	18,868
物业、厂房及设备	33	20	20	14	11
合资企业/联营公司投资	79	72	72	72	72
其他长期资产	175	1,538	1,547	1,554	1,561
总长期资产	287	1,630	1,639	1,641	1,645
总资产	11,611	13,582	15,636	17,953	20,512
应付账款	2,015	2,000	2,099	2,203	2,312
其他短期负债	1,084	1,312	1,468	1,624	1,778
总流动负债	3,100	3,312	3,567	3,827	4,090
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	70	89	99	110	120
总长期负债	70	89	99	110	120
总负债	3,170	3,401	3,666	3,937	4,210
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	8,441	10,181	11,970	14,016	16,302
股东权益	8,441	10,182	11,970	14,016	16,302
总权益	8,441	10,182	11,970	14,016	16,302

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	768	1,570	1,850	2,230	2,641
合资企业/联营公司收入调整	0	7	0	0	0
折旧及摊销	19	17	9	6	5
营运资本变动	(264)	488	(21)	(49)	(55)
利息调整	(438)	(406)	(382)	(360)	(360)
税费	(35)	(8)	(47)	(171)	(359)
其他经营活动现金流	138	107	139	151	164
经营活动现金流	189	1,775	1,549	1,808	2,036
资本开支	(6)	(4)	(5)	(5)	(5)
投资活动	813	(2,213)	(636)	(706)	(777)
其他投资活动现金流	419	278	382	360	360
投资活动现金流	1,227	(1,939)	(259)	(351)	(422)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(308)	(62)	0	0	0
融资活动现金流	(308)	(62)	0	0	0
汇率收益/损失	(5)	1	0	0	0
年初现金	2,917	4,020	3,795	5,085	6,542
年末现金	4,020	3,795	5,085	6,542	8,155

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.466	7.399	8.406	9.605	10.651
全面摊薄每股收益	3.466	7.399	8.406	9.605	10.651
Non-GAAP标准下的每股收益	3.864	8.055	9.056	10.313	11.417
每股账面值	39.850	48.242	56.039	65.620	76.320
利润率分析(%)					
毛利率	26.7	33.7	37.2	39.5	41.3
EBITDA利润率	4.4	14.9	18.5	21.6	24.4
EBIT利润率	4.2	14.7	18.4	21.6	24.3
净利率	9.3	19.7	22.6	23.7	24.3
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	26.7	33.7	37.2	39.5	41.3
EBITDA利润率	5.5	16.7	20.3	23.4	26.1
经营利润率	5.3	16.5	20.2	23.3	26.1
净利率	10.4	21.4	24.3	25.4	26.0
盈利能力(%)					
ROA	7.3	13.5	13.2	13.1	12.7
ROE	10.1	18.3	17.5	17.0	16.1
ROIC	3.7	11.5	11.9	12.3	12.1
其他					
流动比率	3.7	3.6	3.9	4.3	4.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。