

网易云音乐 (09899.HK)

优于大市

领先的年轻人音乐社区，付费用户数提升驱动订阅业务增长

核心观点

领先的年轻人音乐社区。网易云音乐是中国领先的在线音乐流媒体平台，核心业务涵盖在线音乐服务、社交娱乐服务及创新增值服务。依托 UGC 社区氛围与“乐评文化”沉淀，公司持续强化自制内容与原创音乐人扶持体系，构建平台独有内容壁垒。丁磊持股比例约 60%。截至 2024 年，网易集团持有公司控股权，持有股权约 60%；新加坡政府投资公司 (GIC) 合计持股超 6%，是第二大机构股东。阿里巴巴当前持股比例低于 5%。

竞争格局：聚焦年轻人，竞争稳定，版权逐步回归。网易云音乐与腾讯音乐构成双寡头格局。腾讯音乐市占 66%，网易云音乐约 27%。音乐平台集中度高主要系：1) 音乐平台当前主要系音乐播放器，用户重复播放需求较高。用户在一个平台上收藏歌曲，并形成歌单和个性化推荐，形成用户平台粘性；2) 中游音乐平台需要支付高额的音乐版权费用。腾讯音乐与网易云音乐的市场定位是用户需求自然分层的产物，网易云音乐聚焦年轻人。根据 21 年招股书，网易云音乐活跃用户中约 90% 是 90 后年轻用户。21 年独家版权取消后，网易云音乐版权逐步回归。网易云音乐通过情感化社区（乐评文化）、身份认同构建（黑胶唱片+个性化推荐）、圈层内容生态（垂直音乐+IP 联动）等打法，将工具型播放器升级为 Z 世代的情感归属地，有力稳住了 MAU 的基本盘。

财务分析：在线音乐业务是核心业务。24 年，公司收入 79.5 亿元，同比 +1%，主要系社交娱乐业务下滑拖累。网易云音乐的两大业务板块分别为在线音乐服务和社交娱乐服务。在线音乐服务是网易云音乐的核心业务，包括音乐播放、会员订阅、广告及数字专辑销售等，2024 年该板块收入占比为 67%。1) 24 年在线音乐收入 53.5 亿元，同比 +23%。细拆在线音乐业务，包含订阅业务和其他在线音乐服务。订阅业务收入=MAU (月活用户数) × 付费渗透率 × ARPPU (单付费用户收入)。24 年订阅业务收入 44.6 亿元，同比 +22%。当前公司订阅业务收入增长主要驱动是付费用户数的增长。2024 年网易云音乐付费渗透率分别为 25.2%，同比 +3.8pct。24 年公司加大订阅业务货币化能力。公司提升货币化能力的方法包含：①在变现模式单一时主要的驱动因素是付费墙，不断在付费墙中增加优质内容。②优质权益和垂类内容；③联合会员、促销、ToB 渠道扩展等。当前网易云音乐的付费墙约为腾讯音乐的一半。虽然网易云音乐当前付费渗透率高于腾讯音乐，折扣和 88VIP 有拉动作用；但从付费墙角度，付费用户数仍有较大提升空间。2) 社交娱乐业务包含直播等音乐衍生业务。23 年开始，受监管趋严等因素影响，网易云音乐社交娱乐服务收入持续下滑。23 年社交娱乐业务 35.2 亿元，同比 -34%；24 年 26.0 亿元，同比 -26%。

财务分析：毛利率、销售费率有优化空间。24 年网易云音乐经调整利润 17 亿元，同比 +108%。后续利润率提升主要靠：1) 毛利率进一步提升，版权成本仍有优化空间；2) 费率下降：网易云音乐销售费率仍有较大下降空间。毛利率：音乐平台的成本反应音乐平台作为中游对上游版权方/主播等、下游用户的把控能力，主要来自订阅业务给版权方（唱片公司等）分成成本；社交娱乐业务给主播的分成成本等。24 年网易云音乐毛利率 34%，同比 +7pct。毛利率提升主要系破除独家版权后，音乐版权

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：陈淑媛

021-60375431

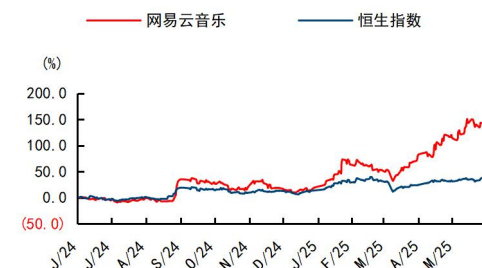
chenshuyuan@guosen.com.cn

S0980524030003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	311.00 - 354.00 港元
收盘价	239.60 港元
总市值/流通市值	52143/52143 百万港元
52 周最高价/最低价	254.60/87.85 港元
近 3 个月日均成交额	186.94 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云音乐 (09899.HK) - 社交娱乐业务仍在调整期，公司关注利润释放》——2023-09-01

成本逐步优化。当前网易云音乐版权仍有部分是固定保底金模式，故存在经营杠杆。后续随着实际结算模式更大规模覆盖，网易云音乐毛利率仍有持续提升空间。24 年网易云销售/管理/研发费率分别为 7.7%/2.3%/9.8%，同比-2/0/-1pct。24 年腾讯音乐、网易云音乐销售费率为 3%、7.7%。腾讯音乐借助腾讯自有渠道引流，销售费率较低。销售费用主要用于推广及广告费用。当前云音乐策略仍在获取新客。24H2 优化市场团队后采用了新的获客策略，如自制歌曲推广和游戏联合营销，提高了销售费用 ROI。

盈利预测：收入侧预计 25-27 年收入 87/97/108 亿元，同比+9%/12%+12%。利润侧预计网易云音乐经调整利润 25-27 年 21/25/30 亿元，CAGR 21%。25-27 年经调整利润率达 24%/26%/28%，同比+3/2/2pct。

投资建议：我们用国外音乐龙头 Spotify 和国内音乐龙头腾讯音乐做估值比较。当前 Spotify、腾讯音乐、网易云音乐股价对应 25 年 PE 值 70/22/23x，对应 PEG 1.7/1.3/1.1x。由于公司当前音乐版权持续优化，网易云音乐利润增速快于腾讯音乐。我们给予网易云音乐 1.3-1.5xPEG，对应 25 年 PE 值 29-33x，对应目标价 311-354 港币，对应当前涨幅 30-48%。我们认为音乐平台作为长期优质现金流资产，伴随收入稳步增长，利润率和利润释放能力增强。看好网易云音乐作为年轻音乐社区的持续发展。我们后续建议重点关注网易云音乐的业务驱动因素包括：短期观察付费用户增长，中期观察订阅缩减折扣；音乐版权谈判进展对毛利率的影响；双边效应下销售费率的变化。给予“优于大市”评价。

风险提示：音乐版权价格变动的风险；音乐赛道竞争格局恶化的风险；其他娱乐形式的竞争；在线音乐付费渗透率提升不及预期的风险；行业政策监管。

盈利预测和财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,950	8,668	9,676	10,810	11,891
(+/-%)	1.1%	9.0%	11.6%	11.7%	10.0%
调整后净利润(百万元)	1700	2073	2537	3043	3514
(+/-%)	108%	22%	22%	20%	15.5%
每股收益(元)-调整后	8.10	9.87	12.08	14.49	16.74
EBIT Margin	10.9%	20.7%	24.3%	27.2%	32.0%
净资产收益率(ROE)	15.3%	15.8%	17.5%	15.7%	16.8%
市盈率(PE)-调整后	27.2	23.0	18.8	15.6	13.2
EV/EBITDA	63.7	26.6	21.0	17.2	13.6
市净率(PB)	4.9	4.2	3.4	2.9	2.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

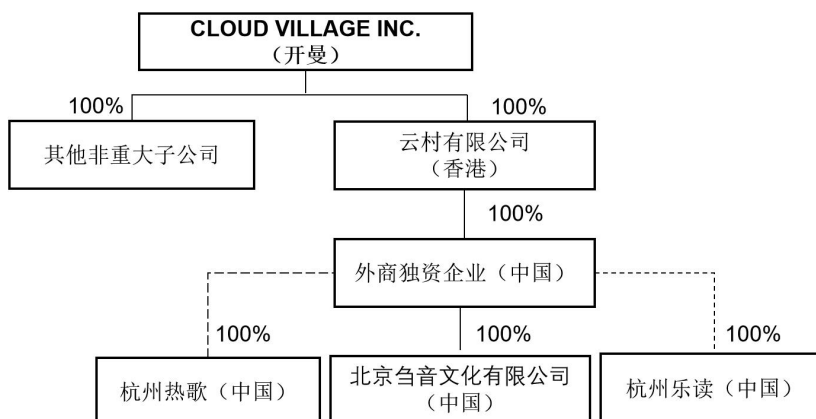
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司概况：领先的年轻人音乐社区

网易云音乐是中国领先的在线音乐流媒体平台，核心业务涵盖在线音乐服务、社交娱乐服务及创新增值服务。依托 UGC 社区氛围与“乐评文化”沉淀，公司持续强化自制内容与原创音乐人扶持体系，构建平台独有内容壁垒。国内腾讯音乐和网易云音乐构成双寡头格局，腾讯音乐市占 66%，网易云音乐约 27%。

丁磊持股比例约 60%。截至 2024 年，网易集团持有公司控股权，持有股权约 60%；阿里巴巴减持，持股比例低于 5%；新加坡政府投资公司（GIC）合计持股超 6%，成第二大机构股东。在内容侧，公司通过“云梯计划”“石头计划”等项目扶持原创音乐人，截至 2024 年 6 月，平台入驻原创音乐人数量突破 73 万，行业领先。管理团队具备深厚的音乐、内容及互联网运营经验，核心成员来自网易系、传统唱片行业及互联网平台，推动公司在年轻用户群体中形成高度粘性的内容与社区体验。

图1：网易云音乐股权结构



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：网易云音乐管理团队

董事			
姓名	职位	加入时间	履历
丁磊	董事会主席、CEO	2016年2月	网易创始人，1999年7月网易成立起担任董事，自2005年起担任首席执行官
李勇	执行董事	2019年9月	2019年加入网易并担任网易考拉副总裁。加入网易前任腾讯控股高级技术专家
王燕凤	执行董事	2020年7月	2013-2015年任网易传媒高级编辑兼专栏作家。2015年起负责集团品牌宣传
李日强	非执行董事	2018年9月	2003年加入网易，在集团的营销、业务合作伙伴和开发部门担任一系列要职
卢英杰	独立非执行董事	2021年12月	1992年起于中国及新加坡摩托罗拉工作10年，担任财务总监等财务管理工作
顾险峰	独立非执行董事	2021年12月	2004年6月起任职美国石溪大学，并于2021年1月起担任教授
许忠	独立非执行董事	2021年12月	任意大利维罗纳露天剧场首席指挥、上海歌剧院院长、苏州交响乐团首席指挥等
高级管理团队（除执行董事外）			
芦菊	财务副总裁	2018年5月	2016年5月至2018年2月担任紫光西部数据有限公司首席财务官
章行	产品副总裁	2023年12月	2007-2021年先后任网易、阿里巴巴、字节跳动产品总监
魏媛	版权副总裁	2023年12月	曾供职美国多样化协会、索尼音乐。2019-2021年任BIGO音乐与战略合作负责人

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

竞争格局：聚焦年轻人，竞争稳定，版权逐步回归

网易云音乐与腾讯音乐构成双寡头格局。国内腾讯音乐和网易云音乐构成双寡头格局，腾讯音乐市占 66%，网易云音乐约 27%。音乐平台集中度高主要系：1) 音乐平台当前主要系音乐播放器，用户重复播放需求较高。音乐平台存在部分差异化内容，但是同质化仍为严重。用户在一个平台上收藏歌曲，并形成歌单和个性化推荐，形成用户平台粘性；2) 由于上游版权较为集中，中游平台议价权弱。中游音乐平台需要支付音乐版权费用。

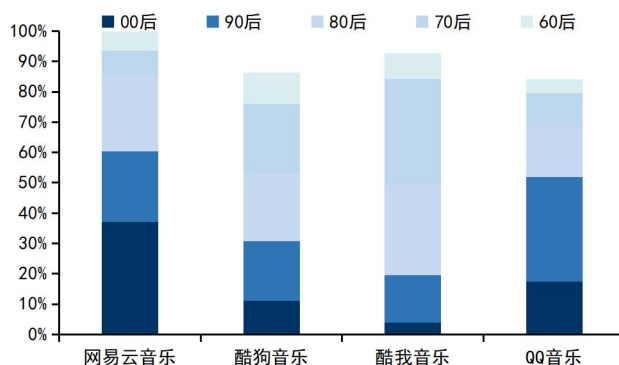
腾讯音乐与网易云音乐的市场定位是用户需求自然分层的产物，网易云音乐聚焦年轻人。根据 21 年招股书，网易云音乐活跃用户中约 90% 是 90 后年轻用户。腾讯旗下三大平台个性迥异，如 QQ 音乐（版权+社交）、酷狗音乐（下沉市场+娱乐化）、酷我音乐（场景化+长尾内容），而网易云音乐通过情感化社区（乐评文化）、身份认同构建（黑胶唱片+个性化推荐）、圈层内容生态（垂直音乐+IP 联动）等打法，将工具型播放器升级为 Z 世代的情感归属地，有力稳住了 MAU 的基本盘。

图3：国内音乐平台市占（按照不去重用户数）



资料来源：中国传媒大学音乐产业发展研究中心，国信证券经济研究所整理

图4：国内音乐平台用户年龄层次占比



资料来源：Questmobile、国信证券经济研究所整理

21 年独家版权取消后，网易云音乐版权逐步回归。2017 年，广电总局表示各音乐平台购买音乐版权时避免独家签约。2021 年 7 月，国家市场监管总局责令腾讯音乐解除数字音乐独家版权协议。2020 年 12 月，网易云音乐与腾讯音乐曲库数量相当都为 6000 万首。23 年，腾讯音乐、网易云曲库数量分别为 2 亿+、1.49 亿。从头部版权来看，网易云音乐与主流唱片公司开始合作，头部版权内容差距与腾讯音乐缩小（缺失周杰伦版权等）。

图5：云音乐版权回归



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

财务分析：在线音乐业务是核心业务，毛利率、销售费率有优化空间

在线音乐业务是核心业务。24年，公司收入79.5亿元，同比+1%，主要系社交娱乐业务下滑拖累。网易云音乐的两大业务板块分别为在线音乐服务和社交娱乐服务。在线音乐服务是网易云音乐的核心业务，包括音乐播放、会员订阅、广告及数字专辑销售等，2024年该板块收入占比为67%。24年在线音乐收入53.5亿元，同比+23%。细拆在线音乐业务，包含订阅业务和其他在线音乐服务。

1) 订阅业务主要是会员订阅。订阅业务收入=MAU（月活用户数）× 付费渗透率 × ARPPU（单付费用户收入）。24年订阅业务收入44.6亿元，同比+22%。当前公司订阅业务收入增长主要驱动是付费用户数的增长。MAU：网易云音乐强调回归音乐本质，仍在用户拉新上拓展。我们预计24年网易云音乐MAU在1.85亿，同比+5%。

付费渗透率：2024年网易云音乐付费渗透率分别为25.2%，同比+3.8pct。24年公司加大订阅业务货币化能力。公司提升货币化能力的方法包含：①在变现模式单一时主要的驱动因素是付费墙，不断在付费墙中增加优质内容。②优质权益和垂类内容；③联合会员、促销、ToB渠道扩展等。当前网易云音乐的付费墙约为腾讯音乐的一半。虽然网易云音乐当前付费渗透率高于腾讯音乐，折扣和88VIP有拉动作用；但从付费墙角度，付费用户数仍有较大提升空间。

ARPPU：测算24年订阅业务ARPPU最新数据约为7元，近三年基本稳定。24年订阅收入45亿元，同比+22%。

2) 其他在线音乐业务主要包含广告、专辑售卖等。24年其他在线音乐收入9.0亿元，同比+28%。

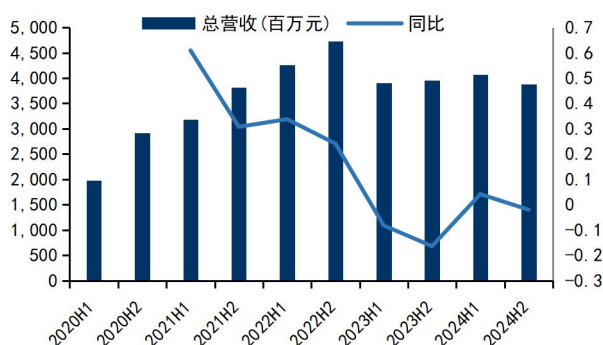
23年之后社交娱乐业务收入下滑，公司聚焦核心音乐业务。社交娱乐业务包含直播等音乐衍生业务。23年开始，受监管趋严等因素影响，网易云音乐社交娱乐服务收入持续下滑。23年社交娱乐业务35.2亿元，同比-34%；24年26.0亿元，同比-26%。

图6: 网易云音乐收入结构



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图7: 网易云音乐收入及增速（百万元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图8: 网易云音乐在线音乐服务业务收入及增速



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图9: 网易云音乐社交娱乐服务及其他业务收入及增速



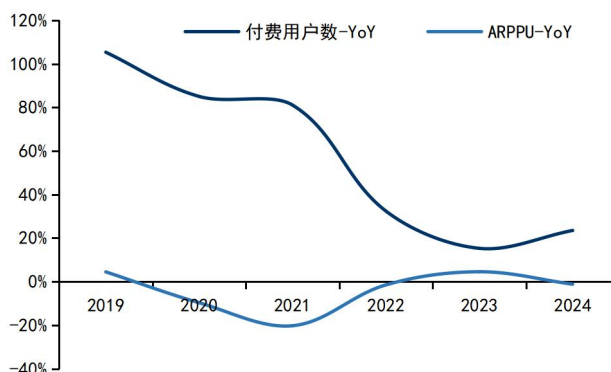
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图10: 网易云音乐 MAU 及付费渗透率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图11: 云音乐付费用户 yoy、ARPPU yoy: 付费用户数提升仍是主要驱动



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

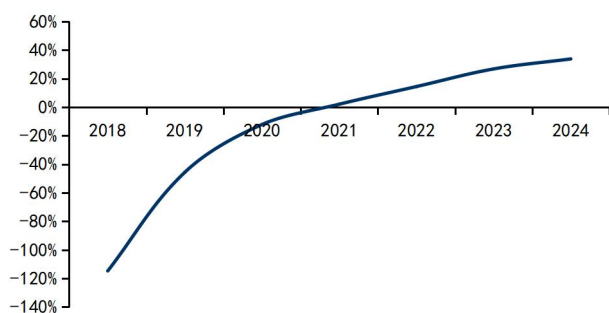
24年网易云音乐经调整利润17亿元，同比+108%。后续利润率提升主要靠：1）毛利率进一步提升，版权成本仍有优化空间；2）费率下降：网易云音乐销售费率

仍有较大下降空间。

1) 毛利率：音乐平台的成本反应音乐平台作为中游对上游版权方/主播等、下游用户的把控能力，主要来自：1) 订阅业务给版权方（唱片公司等）分成成本；版权成本主要支付给录制版权（唱片公司）和发行版权（音乐出版商）。全球：流媒体通常向唱片公司支付录音制品版权费 50 - 55%，向出版商支付词曲版权费 10 - 15%（合计 60 - 70%）。中国：国内平均支付率约 45 - 55%，且本土版权库成本更低（部分分成模式）。2) 社交娱乐业务给主播的分成成本等。随着音乐平台聚焦音乐业务，弱化社交娱乐业务发展，平台给主播直播收入的分成比例有所下降。整体社交娱乐业务毛利率向行业平均水平 40-50%靠拢。24 年网易云音乐毛利率 34%，同比+7pct。毛利率提升主要系破除独家版权后，音乐版权成本逐步优化。当前网易云音乐版权仍有部分是固定保底金模式，故存在经营杠杆。后续随着实际结算模式更大规模覆盖，网易云音乐毛利率仍有持续提升空间。

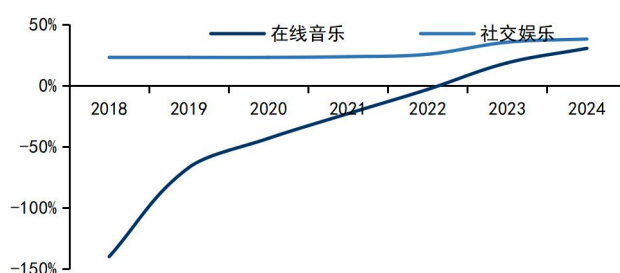
2) 费率：24 年网易云销售/管理/研发费率分别为 7.7%/2.3%/9.8%，同比-2/0/-1pct。24 年腾讯音乐、网易云音乐销售费率为 3%、7.7%。腾讯音乐借助腾讯自有渠道引流，销售费率较低。销售费用主要用于推广及广告费用。当前云音乐策略仍在获取新客。24H2 优化市场团队后采用了新的获客策略，如自制歌曲推广和游戏联合营销，提高了销售费用 ROI。

图12: 网易云音乐毛利率情况



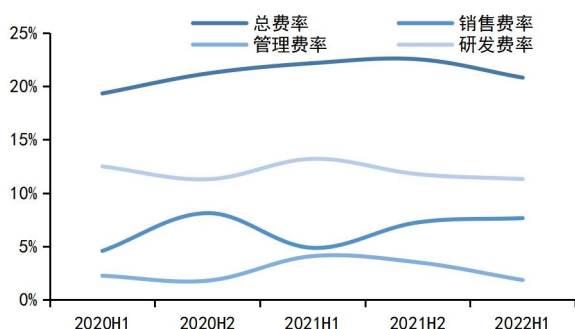
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图13: 网易云音乐分业务毛利率拆解



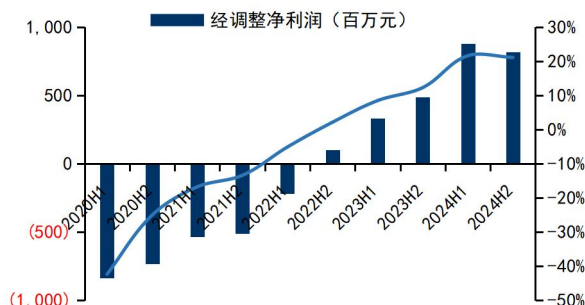
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图14: 网易云音乐费用率情况



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图15: 网易云音乐经调整净利润（百万元）及净利润率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

盈利预测&估值

盈利预测

1) 收入侧：预计 25-27 年收入 87/97/108 亿元，同比+9%/12%+12%。

- ✓ 预计在线音乐业务 25-27 年收入 65/76/87 亿元，同比 22%/16%/15%。订阅业务来看，当前 VIP 有 88vip 贡献约 30%左右，假设剔除 88vip，当前订阅渗透率为 17%。假设云音乐中期付费渗透率（剔除 88VIP）为 25%（和腾讯音乐中期对标），总体付费渗透率中期预计为 38%。但考虑到云音乐版权略弱于腾讯音乐，中期假设为 35%。假设公司一方面用户数和付费用户提升顺利，25-27 年 MAU 同比提升 8/7/6%，付费渗透率可达 29/31/33%，同比+4/2/2pct；另一方面，ARPPU 也可小幅提升为 6.8/7.0/7.2 元，同比+0.2/0.2/0.2 元。预计订阅业务 24-27 年 CAGR 18%。
- ✓ 预计社交娱乐业务 25-27 年收入 22/21/21 亿元，同比-17%/-2%/+1%。考虑到 25 年公司持续聚焦音乐业务，故预计社交娱乐业务收入持续下滑。假设 26/27 年该业务逐步企稳。

2) 利润侧：预计网易云音乐经调整利润 24-27 年 21/25/30 亿元，CAGR 21%。25-27 年经调整利润率达 24%/26%/28%，同比+3/2/2pct。

- ✓ 毛利率：毛利率主要看和版权方议价能力，假设 27 年毛利率可达 44%，24-27 年同比+5/3/2pct。
- ✓ 销售费率：经营杠杆可以释放优化空间。但考虑到公司当前需要持续获客，假设 25-27 年销售费率每年下降 0.5pct，27 年销售费率为 6%。

图16：网易云音乐盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6998	8992	7867	7950	8668	9676	10810
YOY	43%	29%	-13%	1%	9%	12%	12%
1. 在线音乐服务	3290	3699	4351	5355	6510	7570	8689
YOY	25%	12%	18%	23%	22%	16%	15%
2. 社交娱乐服务及其他	3708	5293	3516	2596	2158	2107	2121
YOY	63%	43%	-34%	-26%	-17%	-2%	1%
毛利润	143	1293	2103	2682	3356	4041	4776
毛利率	2%	14%	27%	34%	39%	42%	44%
销售费率	6%	7%	10%	8%	7%	7%	6%
管理费率	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
研发费率	12%	11%	11%	10%	9%	9%	9%
经营利润	-1347	-385	330	1171	1861	2414	3005
经调整净利润	-1044	-115	819	1700	2073	2537	3043
yoy	-33%	-89%	-814%	108%	22%	22%	20%
经调整净利率	-15%	-1%	10%	21%	24%	26%	28%
MAU（百万）	183	189	206	216	233	250	265
YOY	1%	4%	9%	5%	8%	7%	6%
MPU-在线音乐服务（万）	2958	3960	4572	5617	6956	7945	8951
YOY	81%	32%	15%	24%	24%	14%	13%
付费会员净增（万）	1329	1002	612	1045	1339	989	1006
付费渗透率-在线音乐（%）	16%	20%	21%	25%	29%	31%	33%
ARPPU-在线音乐（元）	6.7	6.6	6.9	6.8	6.8	7.0	7.2
MPU-社交娱乐服务（万）	68	133	160	168	184	200	212
YOY	109%	95%	20%	5%	10%	8%	6%
ARPPU-社交娱乐（元）	448	326	179	129	94	84	80

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理预测

估值

我们用国外音乐龙头 Spotify 和国内音乐龙头腾讯音乐做估值比较。当前 Spotify、腾讯音乐、网易云音乐股价对应 25 年 PE 值 70/22/23x，对应 PEG 1.7/1.3/1.1x。由于公司当前音乐版权持续优化，网易云音乐利润增速快于腾讯音乐。我们给予网易云音乐 1.3–1.5xPEG，对应 25 年 PE 值 29–33x，对应目标价 311–354 港币，对应当前涨幅 30–48%。

图17: 可比公司估值

	市值 (亿人民币)	PS			24–27年收入CAGR	PE				24–27年利润CAGR	PEG
		25E	26E	27E		24	25E	26E	27E		
Spotify	10,954	7.0	6.1	5.4	14%	106.6	69.9	47.3	37.8	41%	1.7
腾讯音乐	2,082	6.7	6.0	5.5	10%	25.6	21.8	18.7	16.3	16%	1.3
网易云音乐	478	5.8	5.4	5.0	6%	28.1	23.0	18.8	15.7	21%	1.1
爱奇艺	123	0.4	0.4	0.4	2%	13.1	20.9	9.1	6.3	28%	0.8
奈飞	39,006	11.6	10.4	9.4	12%	60.0	46.9	39.0	32.8	22%	2.1
泡泡玛特	3,092	14.2	10.5	8.4	44%	104.2	52.0	37.2	29.2	53%	1.0
赤子诚	130	2.1	1.8	1.5	23%	29.4	14.9	11.8	9.4	46%	0.3

资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

投资建议

我们认为音乐平台作为长期优质现金流资产，伴随收入稳步增长，利润率和利润释放能力增强。看好网易云音乐作为年轻音乐社区的持续发展。我们后续建议重点关注网易云音乐的业务驱动因素包括：短期观察付费用户增长，中期观察订阅缩减折扣；音乐版权谈判进展对毛利率的影响；双边效应下销售费率的变化。给予“优于大市”评价。

风险提示

音乐版权价格变动的风险：随着独家版权的开放，公司购买音乐版权成本可能持续提升；音乐版权采购成本、原创内容制作投入持续增加。

音乐赛道竞争格局恶化的风险：在线音乐行业的竞争不止于音乐 App，近年来短视频赛道对音乐赛道的时长造成了一定的冲击。若短视频巨头发力该领域，可能造成竞争格局的恶化。

其他娱乐形式的竞争：短视频、视频流媒体等其他娱乐形式的迅速发展，可能分流用户注意力。

在线音乐付费渗透率提升不及预期的风险：国内的虚拟产品付费环境与海外存在着较大的差别，可能存在付费渗透率提升不及预期的风险。

行业政策监管：行业监管政策的变动可能对内容审核、数据合规、版权管理等方面提出更高要求，增加合规成本或影响业务模式。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3795	5678	8962	11895	营业收入	7950	8668	9676	10810
应收款项	1728	1306	1458	1629	营业成本	5269	5313	5635	6034
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	2	2	2	3	销售费用	635	607	629	649
流动资产合计	11952	13413	16404	19674	管理费用	1180	954	1064	1189
固定资产	20	164	285	421	财务费用	3	(71)	(110)	(156)
无形资产及其他	1406	1205	1004	804	投资收益	0	(7)	(7)	(7)
投资性房地产	131	131	131	131	资产减值及公允价值变动	0	142	119	135
长期股权投资	72	92	112	132	其他收入	634	0	0	0
资产总计	13582	15007	17938	21163	营业利润	1498	2002	2570	3223
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	72	3	3	3
应付款项	146	51	54	58	利润总额	1570	2005	2573	3226
其他流动负债	3167	2668	2850	3067	所得税费用	5	87	8	484
流动负债合计	3312	2719	2904	3125	少数股东损益	4	5	6	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1562	1913	2558	2734
其他长期负债	89	189	370	632					
长期负债合计	89	189	370	632	现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3401	2908	3274	3757	净利润	1562	1913	2558	2734
少数股东权益	4	9	15	23	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	10178	12090	14649	17382	折旧摊销	(25)	203	203	204
负债和股东权益总计	13582	15007	17938	21163	公允价值变动损失	0	(142)	(119)	(135)
					财务费用	3	(71)	(110)	(156)
关键财务与估值指标	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	357	(72)	214	312
每股收益-调整后	8.10	9.87	12.08	14.49	其它	4	5	6	8
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1897	1907	2863	3123
每股净资产	48.56	57.68	69.89	82.93	资本开支	35	(4)	(4)	(4)
ROIC	69%	61%	63%	54%	其它投资现金流	(942)	0	445	(166)
ROE	15%	16%	17%	16%	投资活动现金流	(900)	(24)	421	(190)
毛利率	34%	39%	42%	44%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	21%	24%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	23%	26%	29%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	1%	9%	12%	12%	其它融资现金流	(1222)	0	0	0
净利润增长率-调整后	108%	22%	22%	20%	融资活动现金流	(1222)	0	0	0
资产负债率	25%	19%	18%	18%	现金净变动	(225)	1883	3284	2933
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	4020	3795	5678	8962
P/E-调整后		23.0	18.8	15.6	货币资金的期末余额	3795	5678	8962	11895
P/B	4.9	4.2	3.4	2.9	企业自由现金流	1231	1844	2753	3009
EV/EBITDA	63.7	26.6	21.0	17.2	权益自由现金流	7	1912	2863	3142

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032