

网易云音乐 (09899.HK) 业绩延续高增长，曲库扩充与生态优化共驱成长

2025 年 08 月 15 日

— 港股公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

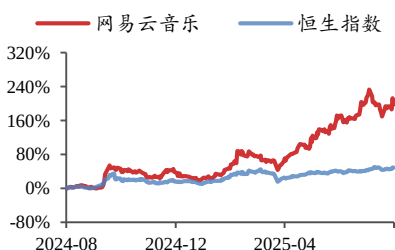
方光照 (分析师)

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

日期	2025/8/14
当前股价(港元)	270.20
一年最高最低(港元)	303.40/87.850
总市值(亿港元)	588.49
流通市值(亿港元)	587.59
总股本(亿股)	2.18
流通港股(亿股)	2.17
近 3 个月换手率(%)	33.21

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《毛利率提升，会员规模扩展有望继续驱动业绩增长—港股公司信息更新报告》-2025.2.23

《2024H1 业绩大增，曲库和社区生态再发力—港股公司信息更新报告》
-2024.8.24

● 毛利率同比提升，经调整营业利润大增，看好核心主业，维持“买入”评级

2025H1 公司实现营业收入 38.3 亿元（同比-6%），归母净利润 18.9 亿元（同比+132.8%），经调整营业利润 9.1 亿元（同比+35%），经调整净利润 19.5 亿元（同比+121%），毛利率为 36.4%（2024H1 为 35%），利润大增主要系公司 2025H1 确认递延所得税抵免 8.5 亿元并缩减广告费用。基于 2025H1 确认大额递延所得税抵免，我们上调 2025-2027 年业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 29.5/24.5/29.5（前值为 18.1/20.1/22.2）亿元，当前股价对应 PE 分别为 18.2/21.9/18.3 倍，我们看好订阅会员数稳健增长，规模效应释放驱动毛利率不断提升，打开在线音乐业务成长空间，维持“买入”评级。

● 聚焦核心音乐业务，会员订阅收入稳健增长，推动长效发展

公司持续增强以音乐为核心的变现能力,2025H1 公司在线音乐收入 29.7 亿元(同比+15.9%),其中会员订阅服务收入 24.7 亿元(同比+15.2%),主要系公司不断提升用户体验、升级会员权益及丰富音乐社区内容,月活用户数、月付费用户数稳定增长,日活用户/月活用户比例稳居 30%以上,用户听歌时长增加。社交娱乐服务及其他收入 8.6 亿元(同比-43.1%),主要系公司审慎经营社交娱乐业务,聚焦核心在线音乐业务、持续优化业务结构。

● 不断丰富音乐版权，提升用户体验，叠加 AI 赋能，拓展变现空间

公司持续扩充音乐储备，与 RBW 和 StarShip 娱乐等流行 K-Pop 厂牌达成版权协议，发力说唱、日本 ACG 及欧美音乐等受欢迎音乐品类，并持续强化独立音乐人生态，截至 2025 年 6 月，平台注册独立音乐人 81.9 万名（同比+11.9%），上传曲目约 480 万首（同比+33.3%），自制工作室致力于打造精品内容，产出《两难》、《莫愁乡》等多首热门歌曲，近期在平台上线 AI 音乐人身份赋能音乐创作，丰富平台内容。此外，公司精简网易云音乐 App 界面，推出“神光播放器”等创新功能，不断升级垂直专区体验，广受用户好评，借助 DeepSeek 推出“解读听歌品味”活动，或进一步打开用户付费空间。

● **风险提示：**用户规模增长及付费率提升不及预期，行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,867	7,950	7,853	8,829	9,732
YOY(%)	(12.5)	1.1	(1.2)	12.4	10.2
净利润(百万元)	734	1,562	2,952	2,451	2,945
YOY(%)	-431.5	112.7	89.0	-17.0	20.1
毛利率(%)	26.7	33.7	36.9	39.4	41.2
净利率(%)	9.3	19.6	37.6	27.8	30.3
ROE(%)	8.7	15.3	22.5	15.7	15.9
EPS(摊薄/元)	3.4	7.2	13.6	11.3	13.5
P/E(倍)	73.3	34.4	18.2	21.9	18.3
P/B(倍)	6.4	5.3	4.1	3.4	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所(以 2025 年 8 月 14 日 1 港币=0.9139 人民币对股价换算)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

1 / 3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn