核心音乐业务稳健增长，内容生态不断丰富

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-26

收盘价（港元）	286.60
近 12 个月最高/最低（港元）	303.4/87.9
总股本（百万股）	217
流通股本（百万股）	217
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	623
流通市值（亿港元）	623

公司价格与恒生指数走势比较

分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1.社区生态彰显差异化布局，付费转化打开商业化空间 2025-08-12

主要观点：

25H1：

公司发布 25H1 业绩，实现收入 38.3 亿元，yoy -6.0%；毛利润 13.9 亿元，yoy -2.3%，毛利率为 36.4%，同比增加 1.4pct；经调整营业利润 9.1 亿元，yoy +35.0%；经调净利润 19.5 亿元，yoy +121.0%。净利润的增加主要由于 2025H1 确认递延所得税抵免 8.5 亿元。

费用端上由于采取更审慎的推广策略，推广及广告费用有所减少。25H1 销售费用/管理费用/研发费用分别为 1.63/0.93/3.79 亿元，yoy 分别为-55.8%/+3.6%/-4.2%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比-4.8pct/+0.2pct/-0.2pct 至 4.3%/2.4%/9.9%。

聚焦核心在线音乐，业务持续发展

2025H1 在线音乐业务收入 29.67 亿元，yoy +15.9%，公司持续聚焦在线音乐业务；其中，会员订阅收入 24.7 亿元，yoy +15.2%，主要得益于音乐内容优势巩固和产品优化，带来付费用户增加。社交娱乐服务及其他收入 8.6 亿元，yoy -43.1%，主要原因是公司审慎经营社交娱乐业务，持续优化业务结构。

内容生态优势持续巩固，版权内容不断扩充

截至 2025 年 6 月，网易云音乐注册独立音乐人数量突破 81.9 万，共上传约 480 万首曲目，构成了庞大的原创内容库。显著的孵化能力推动独立音乐人持续创作，从 2021 年起，线下创作营制作的歌曲总播放量已超 60 亿次。

公司积极以合作策略扩充版权库：25H1 与韩国 RBW、StarShip 等厂牌签约，丰富 K-Pop 内容；上线李健、张艺兴等头部音乐人作品，并深度合作王嘉尔推出新热单。说唱、ACG 等垂类内容也得到加强。

自制内容上成果显著，独特的音乐内容，如《两难》、《莫愁乡》等说唱曲目成为热单。长音频战略有效提升用户时长，其中播客《亲爱的音乐》播放量破亿，罗大佑、林志炫等 KOL 入驻独家播客。

产品持续创新优化，消费体验及场景升级扩充

公司通过简化产品界面及交互体验、优化音乐推荐及分发系统、新增“神光播放器”、“音乐小卡片”，以 DeepSeek 为基础的“解读听歌品味”等功能提升优质听歌体验，深入改善音乐发现和消费体验，推动用户时长与活跃度提升，平台日活/月活比稳定保持在 30%以上。

公司持续提升多端消费系统体验，扩大覆盖范围，在车载场景方面，新增「心动模式」、Audio Vivid 及播客等功能，同时优化无缝续播。在电视设备端方面，提升「氛围漫游」等创新功能的渗透，并通过「随心唱」、「歌词动效」和「神光播放器」等功能重点打造电视端的视听娱乐。

● 投资建议

云音乐 2025E/ 2026E/ 2027E 收入分别为 79.4/86.0/94.6 亿元，对应 yoy 为-0.1%/ 8.3%/ 10.0%，Non-GAAP 净利润分别为 29.1/ 25.0/ 28.9 亿元，对应 yoy 为 71.0%/ -14.1%/ 15.8%，对应 PE 为 20.0/ 23.3/ 20.1，维持“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险；行业政策不确定性风险；版权价格波动风险；版权不确定性；用户付费率不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,950	7,943	8,604	9,461
收入同比（%）	1.1%	-0.1%	8.3%	10.0%
经调整归母净利润	1,700	2,906	2,496	2,890
经调整归母净利润同比（%）	107.7%	71.0%	-14.1%	15.8%
ROE（%）	15.4%	26.5%	21.1%	23.3%
每股收益（元）	8.1	13.3	11.5	13.3
市盈率（P/E）	14.4	20.0	23.3	20.1

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**11,952**	**12,386**	**13,045**	**13,699**
现金	3,795	4,054	4,309	4,482
应收账款及票据	1,055	970	1,089	1,210
其他流动资产	7,102	7,362	7,647	8,007
非流动资产	**1,630**	**1,645**	**1,688**	**1,760**
固定资产	20	23	29	36
权益投资	72	71	70	0
其他非流动资产	1,538	1,550	1,589	1,655
资产总计	**13,582**	**14,031**	**14,734**	**15,460**
流动负债	**3,312**	**3,335**	**3,546**	**3,721**
应付账款	24	12	21	28
预提费用及其他应付款	1,976	1,937	2,034	2,074
合同负债（短期）	1,235	1,310	1,414	1,542
应交税费	1	1	1	1
其他流动负债	75	75	76	76
非流动负债	**89**	**91**	**94**	**98**
合同负债（长期）	84	86	89	93
其他非流动负债	5	4	5	5
负债总计	**3,401**	**3,425**	**3,640**	**3,819**
股本				
其他储备金	18,708	18,820	18,971	19,161
累计亏损	-8,531	-8,218	-7,881	-7,524
所有者权益	**10,178**	**10,602**	**11,090**	**11,637**
非控制性权益	**4**	**4**	**4**	**4**
权益总计	**10,182**	**10,606**	**11,094**	**11,641**
负债和权益	**13,582**	**14,031**	**14,734**	**15,460**

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	**1,565**	**2,806**	**2,336**	**2,710**
折旧与摊销	17	18	19	20
少数股东权益	4	0	0	0
营运资金变动及其他	192	137	115	24
经营现金净流量	**1,778**	**2,961**	**2,470**	**2,754**
权益投资	0	1	1	1
其他投资	-1,939	-303	-349	-399
投资活动净流量	**-1,939**	**-302**	**-348**	**-398**
普通股增加	-60	-	-	-
借款增加	-2	-	-	-
其他	-0	-	-	-
融资活动净流量	**-62**	**-**	**-**	**-**
现金净增加额	**-222**	**2,659**	**2,122**	**2,356**

利润表 单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**7,950**	**7,943**	**8,604**	**9,461**
营业成本	5,269	5,089	5,335	5,771
毛利润	**2,682**	**2,854**	**3,270**	**3,690**
销售费用	612	394	430	449
管理费用	185	186	191	199
研发费用	780	758	783	809
其他收入	65	88	39	57
营业利润	**1,171**	**1,605**	**1,904**	**2,290**
权益投资	-7	-2	3	3
财务收入净额	406	408	430	473
税前利润	**1,570**	**2,011**	**2,337**	**2,765**
所得税	-5	795	0	-55
净利润	**1,565**	**2,806**	**2,336**	**2,710**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**1,565**	**2,806**	**2,336**	**2,710**
Non-IFRS：				
经调整净利润	**1,700**	**2,906**	**2,496**	**2,890**
EBIT	1,171	1,605	1,904	2,290
EBIDA	1,188	1,622	1,923	2,309
EPS（元）	8.14	13.33	11.45	13.26

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	7,950	7,943	8,604	9,461
归母净利润	1,565	2,806	2,336	2,710
获利能力				
毛利率	33.7%	35.9%	38.0%	39.0%
净利率	19.7%	35.3%	27.2%	28.6%
ROE	15.4%	26.5%	21.1%	23.3%
ROIC	18.1%	22.2%	24.5%	27.6%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	24.4%	24.7%	24.7%
流动比率	3.61	3.71	3.68	3.68
速动比率	3.61	3.71	3.68	3.68
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.58	0.60	0.63
应收账款周转率	7.54	7.60	8.10	8.00
应付账款周转率	60.53	55.50	59.00	58.50
每股指标（元）				
每股收益	8.14	13.33	11.45	13.26
每股经营现金流	0.01	0.01	0.01	0.01
每股净资产	0.05	0.05	0.05	0.05
估值比率				
P/E	14.35	20.01	23.30	20.12
P/B	2.29	5.48	5.24	5.00
P/S	2.82	7.32	6.76	6.15

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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；

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。