

公司研究

收入略不及预期，持续强化差异化内容生态

——网易云音乐（9899.HK）2025年业绩点评

要点

事件：公司发布2025年业绩公告，实现收入77.59亿元人民币（yoy-2.4%，vs 彭博一致预测79.13亿元）；实现毛利润27.70亿元，同比增长3.3%，对应毛利率35.7%，略低于彭博一致预期的36.4%；公司实现营业利润16.22亿元，同比提升38.5%，主要系销售费用收缩所致；实现经调整归母净利润28.60亿元，同比大幅提升68.2%，主要系确认递延所得税抵免7.47亿元，因全资子公司产生的累计税项亏损确认递延税项资产而导致，剔除该影响后，25年实现经调整归母净利润约21亿元。

会员订阅收入增长稳健，直播业务进一步收缩。2025年公司实现在线音乐服务收入59.94亿元（yoy+12.0%），其中订阅收入同比增长13.3%至50.53亿元，主要系会员订阅规模拉动，会员结构变化使得每月每付费用户收入有所下滑。社交娱乐服务及其他收入17.65亿元（yoy-32.0%），主要系24年底版本更新后直播入口关闭所致。用户方面，平台用户规模与活跃度均实现同比增长，DAU/MAU比率维持在30%以上，移动端用户日均听歌时长呈现上升。

公司持续强化差异化内容生态、推动产品创新与AI赋能：

1) 版权与原创内容双轮驱动：公司持续深化与国内外版权方的合作，2025年引入RBW、StarShip、Shofar Music等K-POP厂牌资源，补充日韩及粉丝向内容矩阵，同时丰富华语热门曲库及影视原声（OST）内容，强化说唱、欧美音乐等特色品类供给。原创自制方面，公司多首自制作品获得站内外广泛关注，持续提升平台原创标签与品牌影响力，增强内容差异化优势。

2) 独立音乐人生态持续壮大：截至2025年底，平台注册独立音乐人超过100万名，累计上传曲目超过560万首。独立音乐人生态的持续扩张不仅增强平台内容供给的独特性，也形成稳定的原创内容护城河。

3) AI产品创新提升用户体验：25年公司上线自研AI生成式推荐模型Climber，显著提升个性化推荐精准度；同时推出“神光播放器”、Automix及黑胶播放器横屏模式等创新功能，强化沉浸式听歌体验，并推广AI唱歌助手2.0、AI写歌等互动工具，丰富音乐消费与创作场景。

公司持续加强费用管控。25年销售费用同比下降33.2%至4.09亿元，主要系推广及广告投放更趋审慎，强调投放效率与转化效果；管理费用同比下降4.4%，得益于日常行政开支控制；研发费用同比下降2.3%，主要由于技术资源利用率提升、研发投入结构更加聚焦核心产品与AI能力建设。

盈利预测、估值与评级：网易云音乐注重差异化音乐内容、极致的产品功能体验。考虑公司重点聚焦扩大会员规模，后续预计增加一定的内容生产及市场营销投入，下修26-27年经调整归母净利润预测至22.1/24.7亿元（较上次预测-15%/-13%），新增28年经调整归母净利润预测27.3亿元。考虑公司中长期规模效应下盈利能力仍有提升空间，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,950	7,759	8,339	8,910	9,486
增长率(%)	1.1%	-2.4%	7.5%	6.8%	6.5%
经调整归母净利润(百万元)	1,700	2,860	2,210	2,467	2,732
增长率(%)	107.7%	68.2%	-22.7%	11.6%	10.7%
经调整EPS(元)	7.80	13.13	10.15	11.32	12.54
经调整P/E	21	12	16	14	13

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2026-02-11；按照1HKD=0.8888RMB换算

买入（维持）

当前价：183 港元

作者

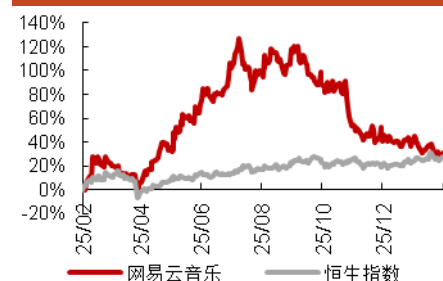
分析师：付天姿 CFA, FRM
执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebsecn.com

分析师：杨朋沛
执业证书编号：S0930524070002
021-52523878
yangpengpei@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.18
总市值(亿港元)	398.72
一年最低/最高(港元)	123.6-303.4
近3月换手率(%)	34.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.8	-9.1	9.0
绝对	-5.3	-8.4	37.1

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-05-16）
聚焦产品优化&用户体验，盈利能力显著改善——网易云音乐（9899.HK）2024年业绩公告点评（2025-02-24）
差异化内容+产品创新，首次实现全年盈利——云音乐（9899.HK）2023年业绩点评（2024-03-02）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入	7,950	7,759	8,339	8,910	9,486
营业成本	-5,269	-4,990	-5,256	-5,484	-5,732
毛利	2,682	2,770	3,083	3,426	3,755
其它收入	65	199	186	167	139
营业开支	-1,576	-1,347	-1,252	-1,292	-1,310
营业利润	1,171	1,622	2,018	2,300	2,584
财务成本净额	406	446	434	454	482
应占利润及亏损	-7	0	0	0	0
税前利润	1,570	2,068	2,452	2,754	3,065
所得税开支	-5	678	-368	-413	-460
税后经营利润	1,565	2,746	2,084	2,341	2,606
少数股东权益	4	-2	4	4	4
归母净利润	1,562	2,748	2,080	2,337	2,602
经调整归母净利润	1,700	2,860	2,210	2,467	2,732

现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,775	2,750	1,987	2,580	2,677
投资活动现金流	-1,939	-405	-570	-560	-560
融资活动现金流	-62	278	434	454	482
净现金流	-226	2,624	1,852	2,474	2,598

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 25 年业绩公告已披露利润表、资产负债表, 但尚未披露现金流量表; 因此利润表、资产负债表为实际值, 现金流量表为光大证券研究所预测

资产负债表	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	13,582	16,461	18,432	21,024	23,739
流动资产	11,952	14,074	16,037	18,632	21,356
现金及短期投资	10,216	12,175	14,027	16,501	19,099
有价证券及短期投资	7	0	0	0	0
应收账款	1,055	1,068	1,118	1,195	1,272
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	675	831	892	937	985
非流动资产	1,630	2,387	2,395	2,392	2,383
长期投资	72	52	52	52	52
固定资产净额	20	20	33	30	22
其他非流动资产	1,538	2,316	2,310	2,310	2,310
总负债	3,401	3,592	3,478	3,729	3,839
流动负债	3,312	3,486	3,372	3,624	3,733
应付账款	24	56	28	29	30
短期借贷	0	0	0	0	0
其它流动负债	3,288	3,430	3,344	3,595	3,703
长期负债	89	106	106	106	106
长期债务	0	0	0	0	0
其它	89	106	106	106	106
股东权益合计	10,182	12,869	14,954	17,295	19,900
股东权益	10,178	12,869	14,950	17,287	19,888
少数股东权益	4	0	4	8	12
负债及股东权益总额	13,582	16,461	18,432	21,024	23,739

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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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