

【广发传媒&海外】网易云音乐 (09899.HK)

盈利稳步增长，AI 赋能算法迭代

公司评级	买入
当前价格	165.40 港元
合理价值	239 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-13

核心观点:

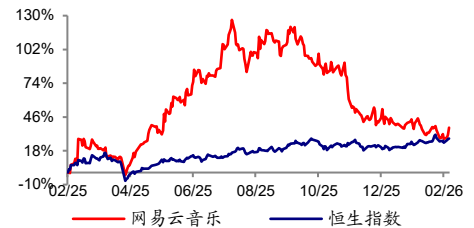
- 公司发布 2025 年报。**25 年总收入 77.6 亿元人民币，YoY-2%。经调整归母净利润 28.6 亿元人民币，YoY+68%，vs. 彭博一致预期为 28.36 亿元。25 年毛利润为 27.7 亿元，同比增长 3.3%，毛利率为 35.7%，同比提升 2pct。25 年运营利润 16.2 亿元，同增 39%，运营利润率为 21%，同比提升 6pct。管理和研发费用率同比保持稳定，销售费用绝对值下降。25 年末银行存款加现金共计 136 亿元。
- 通过扩充曲库和迭代算法提升用户体验。**DAU/MAU 保持 30% 以上，稳步提升，移动端日活时长提升。引进韩国厂牌，补充华语曲库，增加影视原声音乐，巩固说唱和欧美品类。有超过 100 万名独立音乐人上传超过 560 万首曲库。25 年在线音乐业务收入 59.94 亿元，YoY+12%。
 - 会员订阅业务收入同增 13.3% 达 50.52 亿元，受会员规模带动，会员结构变化带来的 ARPU 稀释部分抵消了会员规模增长。
 - 非订阅业务收入达 9.4 亿元，同比增长 5%。社交娱乐同比下滑 32%，达 17.65 亿元。
- 盈利预测与投资建议。**26 年订阅收入增长受“量价齐升”驱动具备安全边际，基于稳健业务和丰富的现金储备，公司于 2 月 12 日回购 91 万股，回购金额达 1499 万港元。我们预计 26-27 收入达 85.39/93.23 亿元，同增 10%、9%。预计 26-27 年 NonGAAP 归母净利润为 22.06 亿元和 25.61 亿元。参考可比公司，按 26 年 nonGAAP 归母净利润的 21x PE 估值，合理价值为 239 港元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**用户变现不及预期、行业竞争加剧和监管趋严等风险。

盈利预测：EPADS、PE、归母净利润为 NonGAAP 口径

货币单位：人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	7,950	7,759	8,539	9,323	10,094
增长率 (%)	1%	-2%	10%	9%	8%
EBITDA (百万元)	1,585	2,078	2,435	2,843	3,348
归母净利润 (百万元)	1,700	2,860	2,206	2,561	2,998
增长率 (%)	108%	68%	-23%	16%	17%
EPS (元/股)	8	14	10	12	14
市盈率 (x)	19	11	15	13	11
ROE (%)	15%	21%	14%	14%	14%
EV/EBITDA (x)	20	15	13	11	10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：报告使用人民币

相对市场表现



分析师： 旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 周喆



SAC 执证号: S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】网易云音乐 (09899.HK): 聚焦核心音乐生态; 盈利表现强劲 2025-08-17

【广发传媒&海外】网易云音乐 (09899.HK): 巩固年轻用户市场优势, 变现稳步提升 2025-02-23

注：本文的货币单位如无特别注明，单位均为人民币；港元兑人民币汇率采用1.125:1。

一、盈利预测和投资建议

公司25年整体表现稳健，利润略好于预期，25年小幅增加了版权曲库的获取，且保持了毛利率的持续优化，25H2销售费用控制较为纪律，没有额外投入进行营销，账上净现金持续增厚。公司积极拥抱AI，一方面体现为提供AI生成工具，赋能创作者，为AI音乐制作人提供宣发的途径，另一方面，自研Climber大模型，通过AI技术更好的实现音乐内容的分发，让AI更懂用户的需求，提升听歌体验。纵使市场上有新的产品崛起，从网易云音乐的报表表现来看，仍保持了健康的成长态势。一方面体现为社区用户的较强粘性，会员等商业化能力稳步提升，利润率持续优化。另一方面，公司没有增加成本，销售费用依旧非常纪律。公司未来会通过持续优化听歌体验来维持用户的粘性，并基于健康的社区生态，稳步提升变现能力。

预计公司26年以会员规模和ARPU优化共同驱动包月收入的增长，或带动毛利率的持续优化。我们预计26-27年公司总收入达到85.39亿元、93.23亿元人民币，同增10%和9%。（1）在线音乐收入预计在2026-27年达到67.21亿元、74.76亿元人民币，同比增长12%、11%。其中会员订阅收入预计2026-27年达到57.79亿元和64.86亿元，同比增长14%、12%，会员规模的增长仍是主要的驱动因素，公司或通过精细化运营，优化渠道折扣，提升ARPU。非订阅业务收入预计26-27年达到9.42亿元和9.89亿元，同比增长0%和5%，主要来自广告和数字专辑的销售，因网易云音乐以用户体验为先，广告不是主要的变现模式，而数字专辑的供应有一定的波动性，我们此处审慎预测非订阅业务的增速。（2）社交娱乐业务收入预计26-27年达到18.18亿元和18.47亿元，分别同比增长3%和2%，25H2社交娱乐业务环比H1略有复苏，我们预计该业务已经基本企稳，未来或随着流量规模的提升，稳中有增。

表1：分业务收入预测（2026-2028E）

（百万元 人民币）	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	6,998	8,992	7,867	7,950	7,759	8,539	9,323	10,094
YoY	43%	29%	-13%	1%	-2%	10%	9%	8%
在线音乐服务	3,290	3,699	4,351	5,355	5,994	6,721	7,476	8,243
YoY	25%	12%	18%	23%	12%	12%	11%	10%
(1) 会员订阅	2,334	3,037	3,649	4,459	5,052	5,779	6,486	7,205
YoY	45%	30%	20%	22%	13%	14%	12%	11%
(2) 非订阅	956	662	702	896	942	942	989	1,039
YoY	-6%	-31%	6%	28%	5%	0%	5%	5%
社交娱乐服务及其他	3,708	5,293	3,516	2,596	1,765	1,818	1,847	1,850
YOY	63%	43%	-34%	-26%	-32%	3%	2%	0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表2: 成本项预测 (2026-2028E)

(百万元 人民币)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成本	6,855	7,699	5,764	5,269	4,990	5,259	5,536	5,761
内容服务成本	5,961	6,712	4,599	4,009	3,734	3,986	4,262	4,430
占收入比	85%	75%	58%	50%	48%	47%	46%	44%
其他成本	894	987	1,166	1,260	1,256	1,273	1,274	1,331
占收入比	13%	11%	15%	16%	16%	16%	16%	13%
毛利润	143	1,293	2,103	2,682	2,770	3,280	3,787	4,332
毛利率	2%	14%	27%	34%	36%	38%	41%	43%
YoY		806%	63%	28%	3%	18%	15%	14%
销售费用	431	635	758	612	409	512	559	585
占收入比	6%	7%	10%	8%	5%	6%	6%	6%
管理费用	264	172	165	185	177	177	186	192
占收入比	4%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
研发费用	869	1,011	869	780	762	790	846	865
占收入比	12%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	9%
其他收入	72	142	72	28	182	160	160	160
其他净收益/亏损	3	-3	-52	37	17	15	15	15
营业利润	-1,347	-385	330	1,171	1,622	1,976	2,370	2,865
营业利润率	-19%	-4%	4%	15%	21%	23%	25%	28%
YoY				255%	39%	22%	20%	21%
所得税费用	-5	-17	-33	-5	678	-330	-385	-453
净利润	-2,056	-221	734	1,565	2,746	2,094	2,445	2,881
净利润率	-29%	-2%	9%	20%	35%	25%	26%	29%
YoY				113%	75%	-24%	17%	18%
经调整归母净利润	-1,044	-115	819	1,700	2,860	2,206	2,561	2,998
经调整归母净利润率	-15%	-1%	10%	21%	37%	26%	27%	30%
YoY				108%	68%	-23%	16%	17%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

我们预计2026-27年内容服务成本为40亿元和43亿元, 占收入比分别达到47%和46%, 音乐收入增长较快, 有效摊薄了版权成本, 推动毛利率提升至38%、41%。期间费用率来看, 公司的销售费用、管理费用和研发费用预计保持平稳。我们预计公司26-27年营业利润分别为19.76亿元和23.70亿元, YoY+22%和20%, 持续优化经营效率。考虑到公司在2025年有一次性的税务处理提高了净利润, 从25H2开始按交税, 导致净利润在25-26年之间有较大的波动, 因此经营利润的增速对公司业务的变化更具有参考性。我们预计26-27年公司经调整归母净利润将达到22.06亿元和25.61亿元。

我们参考可比平台26年PE估值, Spotify为32x, TME为17x, 海外Spotify因全球用户成长性强, 加速商业化转盈利后, 利润复合增速明显高于国内平台, 因此单看Spotify

静态PE估值较高。网易云音乐和TME的业务模式和所处市场更为可比，从两年的利润复合增速来看，网易云音乐略快于TME。按网易云音乐2026年nonGAAP归母净利润为22.06亿元，给予21x PE估值(我们认为网易云音乐的成长空间更高，优化ARPU的举措才刚刚开始，未来2年利润增速更快，我们给予比国内友商更高的PE倍数)，认为公司的合理价值为521亿港元，对应为239港元/股，维持“买入”评级。

表 3: 网易云音乐可比公司对比估值

公司名称	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)			NonGAAP 净利润 (LC mn)			PS (x)			PE (x)		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
Spotify	99,243	20,315	23,333	26,494	1,857	3,103	3,990	5	4	4	53	32	25
TME	26,146	4,725	5,323	5,938	1,392	1,562	1,767	6	5	4	19	17	15
平均值								5	5	4	36	24	20

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司取 Bloomberg 一致预期, 股价为 2026 年 2 月 12 日收盘价。

二、风险提示

(一) 用户变现不及预期的风险

平台主要通过会员订阅和销售虚拟物品实现变现，如果无法持续提供高质量的音乐内容和优秀的用户体验以满足用户的偏好和需求，可能无法增加付费用户的数量和培养用户付费的意愿。

(二) 行业竞争加剧的风险

公司面临来自其他在线音乐平台和社交娱乐平台的竞争，如果行业竞争加剧，公司未能有效竞争，平台的用户流量和市场份额可能会减少，从而导致用户流失、当前或潜在广告主流失、品牌实力下降。

(三) 政策监管趋严的风险

如果对互联网数据使用，粉丝经济等业态的监管收紧，或带来平台商业化变现的负面影响。

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
流动资产	11,952	14,436	16,915	19,283	22,616
货币资金	3,795	6,575	8,478	11,129	13,901
应收及预付	1,728	1,439	2,015	1,731	2,293
其他流动资产	6,429	6,423	6,423	6,423	6,423
非流动资产	1,630	1,629	1,652	1,680	1,706
物业、厂房及设备	20	22	24	27	29
使用权资产	6	7	7	8	9
使用权益法计算的投资	72	83	94	107	122
预付内容许可费	107	117	127	138	145
其他非流动资产	1,424	1,400	1,400	1,400	1,400
资产总计	13,582	16,065	18,568	20,963	24,322
流动负债	3,312	3,128	3,522	3,377	3,739
应付账款	24	0	0	0	0
预提费用及其他应付款	1,976	1,804	2,180	2,014	2,351
合约负债	1,235	1,235	1,235	1,235	1,235
其他流动负债	76	88	106	127	153
非流动负债	89	84	84	84	84
合约负债	84	84	84	84	84
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
其他金融负债	0	0	0	0	0
租赁负债	5	0	0	0	0
负债合计	3,401	3,212	3,606	3,461	3,823
股本	0	0	0	0	0
其他储备金	18,708	18,637	18,652	18,748	18,863
累计亏损	-8,531	-5,785	-3,691	-1,246	1,635
所有者权益总额	10,178	12,853	14,962	17,503	20,498
负债和股东权益	13,578	16,065	18,568	20,963	24,322

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,950	7,759	8,539	9,323	10,094
营业成本	5,269	4,990	5,259	5,536	5,761
销售费用	612	409	512	559	585
管理费用	185	177	177	186	192
研发费用	780	762	790	846	865
营业利润	1,171	1,622	1,976	2,370	2,865
营业外收支	399	446	448	460	469
除税前利润	1,570	2,068	2,424	2,830	3,334
所得税	-5	678	-330	-385	-453
净利润	1,565	2,746	2,094	2,445	2,881
NonGAAP 归母净利	1,700	2,860	2,206	2,561	2,998
EBITDA	1,585	2,078	2,435	2,843	3,348
EPS (元)	7.5	13.0	9.9	11.5	13.4
NonGAAP EPS	8.1	13.6	10.4	12.0	14.0

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,775	2,453	1,510	2,179	2,275
净利润	1,570	2,068	2,424	2,830	3,334
折旧摊销	15	11	12	13	14
营运资金变动	488	96	-196	121	-220
其他	-298	278	-730	-785	-853
投资活动现金流	-1,939	327	393	473	496
资本支出	-2	-4	-4	-4	-4
投资变动	6,726	0	0	0	0
其他	-8,663	331	397	476	500
融资活动现金流	-62	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
其他	-62	0	0	0	0
现金净增加额	-226	2,780	1,903	2,651	2,772
期初现金余额	4,020	3,795	6,575	8,478	11,129
期末现金余额	3,795	6,575	8,478	11,129	13,901

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	1%	-2%	10%	9%	8%
营业利润增长	255%	39%	22%	20%	21%
归母净利润增长	108%	68%	-23%	16%	17%
获利能力					
毛利率	34%	36%	38%	41%	43%
净利率	21%	37%	26%	27%	30%
ROE	15%	21%	14%	14%	14%
偿债能力					
资产负债率	25%	20%	19%	17%	16%
流动比率	361%	462%	480%	571%	605%
速动比率	309%	416%	423%	520%	543%
营运能力					
总资产周转率	1	1	0	0	0
应收账款周转率	8	8	8	8	8
每股指标 (元)					
每股收益	7	13	10	11	13
每股经营现金流	8	12	7	10	11
每股净资产	49	61	71	82	96
估值比率					
P/E	20	12	15	13	11
NonGAAP P/E	19	11	15	13	11
P/S	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	20	15	13	11	10

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。