

网易云音乐 (09899.HK)

积极股东回报，26 年订阅业务有望量价齐升

优于大市

核心观点

25H2 经调整利润同比增长 12%，公司积极股东回报。2025H2，公司实现总收入 39.3 亿元，同比+1%，其中社交娱乐收入下降 17%，降幅收窄。25H2，公司毛利率达 35%，同比上升 2.4pct，环比下降 1.4pct。同比上升主要系公司音乐版权成本侧的不断优化，环比下降主要系高毛利率的其他在线音乐业务收入下滑。25H2，公司内容服务成本为 19 亿元，同比-3%。25H2，公司销售费率 6.2%，同比持平，环比增加 2pct。25H2，公司调整后利润 9.1 亿元，同比+12%。根据公司业绩指引，2026 年公司将在市场营销上继续加大投入，让更多人通过网易云音乐听到优美动听的内容。利润率方面，加大对高质量内容的投入不会导致利润率降低，利润率将继续提升。

根据业绩会，公司重视股东回报，目前拥有超过 130 亿的现金储备，将在合适的时候进行股票回购。2 月 12 日，网易云音乐耗资 1500 万港元回购 9.1 万股。

商业化：在线音乐业务增速放缓，社交娱乐业务降幅收窄。1) 在线音乐业务：增速受到其他在线音乐拖累，会员订阅业务增长稳健，26 年将提升 ARPPU。2025H2，公司在线音乐收入 30.2 亿元，同比+8%。①会员订阅收入 25.8 亿元，同比+12%。我们测算，25H2，在线音乐订阅用户增长达到 15%，ARPPU 同比下降个位数。根据业绩会，公司预计 2026 年会员量价齐升，部分渠道高折扣将收窄。②其他在线音乐服务收入为 4 亿元，同比下降 7%。同比下降主要受到电商广告排期，专辑排期影响等。2) 社交娱乐服务及其他：25H2，公司社交娱乐服务及其他业务收入 9.1 亿元，同比-17%，降幅较 25H1 的 43%有所收窄。

投资建议：公司关注年轻用户，发展自制内容打造差异化，继续维持“优于大市”评级。考虑到销售费用投放，预期公司 25-27 年经调整利润 22.2/24.9/27.5 亿元（下调 6/12/18%）。公司 26 年订阅业务有望量价齐升，当前开始股东回报，维持“优于大市”评级。

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等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,950	7,759	8,515	9,077	9,751
(+/-%)	1.1%	-2.4%	9.7%	6.6%	7.4%
调整后净利润(百万元)	1700	2860	2222	2485	2751
(+/-%)	108%	68%	-22%	12%	11%
每股收益(元)-调整后	8.10	13.62	10.58	11.83	13.10
EBIT Margin	14.1%	12.3%	20.5%	23.0%	24.4%
净资产收益率(ROE)	15.3%	21.4%	14.2%	14.5%	14.2%
市盈率(PE)-调整后	18.8	11.2	14.4	12.9	11.6
EV/EBITDA	34.6	41.2	19.3	16.5	14.8
市净率(PB)	3.4	2.7	2.3	2.0	1.7

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	165.40 港元
总市值/流通市值	36038/36038 百万港元
52 周最高价/最低价	303.40/123.60 港元
近 3 个月日均成交额	146.13 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

- 《网易云音乐 (09899.HK) - 内容营销促进用户活跃度提升，订阅业务增长顺利》——2025-08-18
- 《网易云音乐 (09899.HK) - 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》——2025-07-01

业绩概览：25H2 经调整利润同比增长 12%，公司积极股东回报

收入同比增加 1%。2025H2，公司实现总收入 39.3 亿元，同比+1%，其中社交娱乐收入下降 17%，降幅收窄。25H2，公司毛利率达 35%，同比上升 2.4pct，环比下降 1.4pct。同比上升主要系公司音乐版权成本侧的不断优化，环比下降主要系高毛利率的其他在线音乐业务收入下滑。25H2，公司内容服务成本为 19 亿元，同比-3%。

25H2，公司销售费率 6.2%，同比持平，环比增加 2pct。25H2，公司调整后利润 9.1 亿元，同比+12%。根据公司业绩会指引，2026 年公司将在市场营销上继续加大投入，让更多人通过网易云音乐听到优美动听的内容。利润率方面，加大对高质量内容的投入不会导致利润率降低，利润率将继续提升。

公司积极股东回报。根据业绩会，公司重视股东回报，目前拥有超过 130 亿的现金储备，将在合适的时候进行股票回购。2 月 12 日，网易云音乐耗资 1500 万港元回购 9.1 万股。

图1：云音乐总收入及增速（百万元，%）



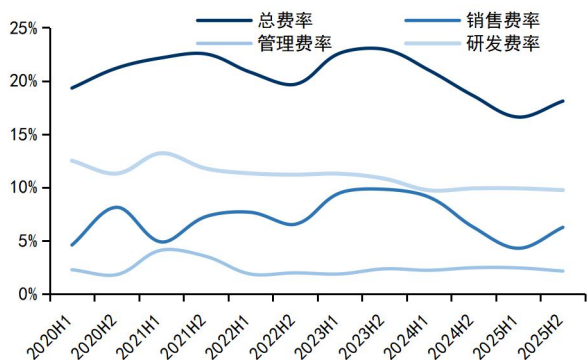
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：云音乐毛利润与毛利率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：云音乐各项费用率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：云音乐经调整利润以及经调整利润率（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化：在线音乐业务增速放缓，社交娱乐业务降幅收窄

在线音乐业务：增速受到其他在线音乐拖累，会员订阅业务增长稳健，26 年将提升 ARPPU。2025H2，公司在线音乐收入 30.2 亿元，同比+8%。1) 会员订阅收入 25.8 亿元，同比+12%。我们测算，25H2，在线音乐订阅用户增长达到 15%，ARPPU 同比下降个位数。根据业绩会，公司预计 2026 年会员量价齐升，部分渠道高折扣将收窄。

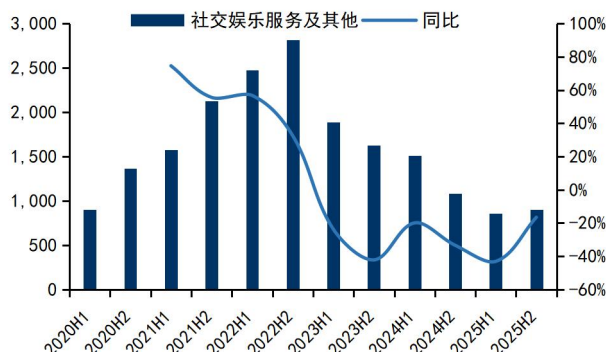
2) 其他在线音乐服务收入为 4 亿元，同比下降 7%。同比下降主要受到电商广告排期，专辑排期影响等。

图5：云音乐在线音乐收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：云音乐社交娱乐及其他收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

社交娱乐服务及其他：25H2，公司社交娱乐服务及其他业务收入 9.1 亿元，同比-17%，降幅较 25H1 的 43%有所收窄。

投资建议：公司关注年轻用户，发展自制内容打造差异化，继续维持“优于大市”评级

考虑到销售费用投放，预期公司 25-27 年经调整利润 22.2/24.9/27.5 亿元（下调 6/12/18%）。公司 26 年订阅业务有望量价齐升，当前开始股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示

付费用户增长不及预期的风险；受泛娱乐平台冲击，竞争格局恶化风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3118	5202	9559	12467	营业收入	7759	8515	9077	9751
应收款项	1899	1283	1368	1469	营业成本	4990	5365	5631	5955
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	0	0	0	1	销售费用	635	426	363	390
流动资产合计	14074	15543	18418	21783	管理费用	1180	979	998	1024
固定资产	20	160	277	409	财务费用	3	(0)	(0)	1
无形资产及其他	1406	1205	1004	803	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	910	910	910	910	资产减值及公允价值变动	0	142	119	135
长期股权投资	52	72	92	112	其他收入	1043	0	0	0
资产总计	16461	17890	20701	24017	营业利润	1996	1887	2203	2516
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	119	51	54	57	利润总额	2068	1890	2206	2519
其他流动负债	3367	2627	2716	2866	所得税费用	(678)	(246)	(331)	(378)
流动负债合计	3486	2678	2770	2923	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(3)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2748	2138	2540	2900
其他长期负债	106	206	389	654					
长期负债合计	106	206	389	654	现金流量表(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	3592	2884	3158	3578	净利润	2748	2138	2540	2900
少数股东权益	0	(2)	(5)	(8)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	12869	15008	17547	20447	折旧摊销	(25)	203	203	203
负债和股东权益总计	16461	17890	20701	24017	公允价值变动损失	0	(142)	(119)	(135)
					财务费用	3	(0)	(0)	1
关键财务与估值指标	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(757)	(92)	190	317
每股收益-调整后	13.62	10.58	11.83	13.10	其它	(2)	(2)	(3)	(3)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	1964	2104	2811	3283
每股净资产	61.40	71.60	83.72	97.55	资本开支	23	0	0	0
ROIC	87%	57%	55%	52%	其它投资现金流	(2630)	0	1566	(355)
ROE	21%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(2586)	(20)	1546	(375)
毛利率	36%	37%	38%	39%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	20%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	23%	25%	27%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	-2%	10%	7%	7%	其它融资现金流	(55)	0	0	0
净利润增长率-调整后	68%	-22%	12%	11%	融资活动现金流	(55)	0	0	0
资产负债率	22%	16%	15%	15%	现金净变动	(678)	2084	4357	2908
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	3795	3118	5202	9559
P/E-调整后		14.4	12.9	11.6	货币资金的期末余额	3118	5202	9559	12467
P/B	2.7	2.3	2.0	1.7	企业自由现金流	(117)	2082	2789	3260
EV/EBITDA	41.2	19.3	16.5	14.8	权益自由现金流	(174)	2082	2789	3259

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

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中所提及的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