

网易云音乐

9899 HK

中国媒体行业

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

有韧性的增长路径

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 13 日发布的题为《Resilient trajectory》的报告，网易云音乐的订阅收入在 2025 年下半年同比增长 12%，增速有所放缓，推动核心息税前利润同比增长 24%，利润率同比扩大 3.1 个百分点。管理层对其竞争力保持信心，并指出 ARPPU 将在 2026 年增长，这将支持利润率扩张。公司拥有 136 亿元净现金并已启动股票回购。

规模驱动的音乐订阅增长在 2025 年下半年持续

网易云音乐在 2025 年下半年订阅收入同比增长 11.6% 至 25.8 亿元。增长由强劲的付费用户增长驱动（同比 +15%），部分被 ARPPU 下降（同比 -3%）所抵消，后者受学生套餐渗透率提升影响（该套餐用户留存率较高）。88VIP 计划贡献稳定且对 ARPPU 稀释有限。管理层表示 2026 年 ARPPU 将因折扣优化而增长。分析预计 ARPPU 环比企稳，并认为 ARPPU 增长可印证其竞争力与货币化能力。

竞争影响有限

管理层仍对来自“汽水音乐”的竞争影响有限保持信心，理由包括忠诚用户群、差异化社区、独特内容库及产品创新。例如，其自主研发的 AI 生成推荐模型“Climber”显著提升了歌曲收藏率、推荐流量占比及收听时长。用户参与度与忠诚度的持续提升也印证了这一点：月活跃用户数（MAU 据估计超 2.1 亿）、日活/月活比率（>30%）及日均收听时长均实现同比与环比增长。

经营杠杆驱动的利润率扩张趋势未改

2025 年下半年，网易云音乐的毛利率同比扩大 2.7 个百分点至 35.0%，核心息税前利润率因规模扩张、严格费用管控及经营杠杆同比提升 3.1 个百分点至 16.9%。核心息税前利润同比增长 24.4% 至 6.65 亿。管理层预计 2026 年将持续利润率扩张，同时保持对原创优质内容及营销活动的投入。

催化因素

主要催化因素包括：顶级音乐内容回归、MAU 强劲增长、在线音乐付费用户净增加速、通过提价或推出高价套餐提升音乐 ARPPU、以及增强股东回报。

投资风险

我们预测与目标价的主要下行风险在于：1) 若用户获取与付费墙策略效果不佳导致 MAU 与订阅增长疲软；2) 因渠道渗透及折扣收窄不力导致 ARPPU 增长乏力；3) 无法以合理价格获取或保留顶级音乐内容，或内容成本上涨；4) 社交娱乐业务进一步收缩；5) 若在线音乐增长不及预期导致估值倍数下调。

公司概况

网易云音乐成立于 2013 年，是领先的创新者及中国第二大在线音乐服务平台，稳居约 30% 市场份额。

收入按产品分类

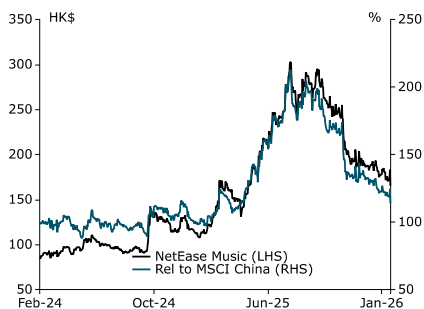
在线音乐服务	67.4%
社交娱乐服务及其他	32.6%

收入按地区分类

亚洲	100.0%
美洲	0.0%
欧洲	0.0%
中东及非洲	0.0%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 12 日): 165.4 港元

市场共识目标价 (路孚特): 318.01 港元

12 个月最高/最低价: 302.4 港元/130.7 港元

主要股东:

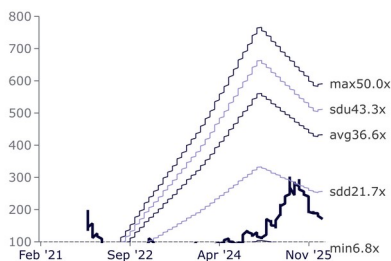
网易公司 59.31%

市值: 46.00 亿美元

富国基金管理 5.05%

3 个月日均成交额: 18.35 百万美元

市盈率区间



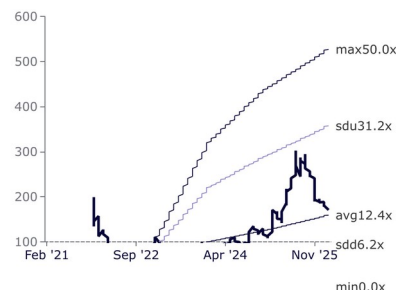
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。