

云音乐 (9899 HK)

商业化及利润率持续提升

首次覆盖给予买入评级。云音乐是中国第二大在线音乐平台，2021年占中国在线音乐市场19%的市场份额。与行业龙头腾讯音乐相比，云音乐处于较早期的商业化阶段，收入增长和利润率提升仍有较大空间。我们认为云音乐将受益于中国在线音乐行业付费率的持续提升、ARPPU增长以及音乐版权成本合理化的长期趋势，预计公司2021-2024年总收入复合增长率26.0%，2023/2024年调整后净利润有望达0.8/5.4亿元人民币（下同）（对比2021和2022年调整后净亏损为10.4/3.5亿元）。我们基于DCF的目标价为110.0港元，对应2.2x/1.8x 2022/2023E PS。首次覆盖给予买入评级。

■ **在线音乐市场商业经济持续向好。**据艾瑞咨询数据，中国在线音乐市场规模预计在2021-2025年期间实现17.6%的复合增长，在2025年达到330亿元，主要受付费率提升和ARPPU增长的推动。2021年中国在线音乐行业付费率仍然较低在13.8%（对比欧洲/北美/拉丁美洲/其他地区为54/56/42/22%）。我们预计多个因素将推动国内市场付费率和ARPPU增长，并改善行业经济效益：1）商业模式向付费听歌（Pay-for-Streaming）的持续转变；2）国内音乐版权保护力度提升；3）反垄断监管引导行业竞争及利润分成模式更为理性。

■ **云音乐商业化水平仍有提升空间。**云音乐商业化水平仍有提升空间。2021年云音乐每MAU总收入仅38.3元，对应腾讯音乐每MAU总收入的76%。我们预计公司持续丰富的内容库和社交功能创新将推动在线音乐和社交娱乐付费率的提升。我们预计公司2021-2024年总收入复合增长率为26.0%，其中在线音乐/社交娱乐收入复合增长率分别为19.0/31.7%。2024年在线音乐/社交娱乐业务将占总收入的39.6/60.4%（2021：47.0/53.0%）。

■ **多因素支撑利润率持续提升。**我们预计公司调整后净利润率将从2021/2022年的-14.9/-3.8%，提升至2023/2024年的+0.6/3.8%，主要得益于：1）监管机构自2021禁止独家音乐版权，推动音乐版权成本合理化；2）毛利率更高的社交娱乐业务收入占比提升（从2021年的53.0%增加至2024年的60.4%）；以及3）收入规模提升提供更高的运营杠杆。云音乐现价仅对应1.1倍2023年PS，相较腾讯音乐（1.3倍）有所折价。考虑其强劲的收入增速预期，当前估值提供可观风险回报。

财务资料

(截至12月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入(百万人民币)	4,896	6,998	9,092	11,595	14,006
同比增长(%)	111.2	42.9	29.9	27.5	20.8
毛利率(%)	(12.2)	2.0	12.9	17.0	20.0
运营利润(百万人民币)	(1,525)	(1,347)	(527)	(112)	388
净利润(百万人民币)	(2,951.5)	(2,056.1)	(454.8)	(40.8)	395.2
调整后净利润(百万人民币)	(1,568.0)	(1,043.7)	(345.7)	75.2	535.2
每股收益(人民币)	(24.17)	(9.90)	(2.19)	(0.20)	1.90
调整后每股收益(人民币)	(12.84)	(5.02)	(1.66)	0.36	2.57
市销率(倍)	2.6	1.8	1.4	1.1	0.9
市盈率(倍)	na	na	na	na	31.8

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入

目标价 **110.00 港元**
潜在升幅 **67.9%**
当前股价 **65.50 港元**

中国互联网

贺赛一

(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬

luwentao@cmbi.com.hk

陶冶

franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	13,623.7
3月平均流通量(百万港元)	70.1
52周内股价高/低(百万港元)	NA/NA
总股本(百万)	208.0

资料来源：FactSet

股东结构

网易	61.4%
阿里巴巴	9.9%

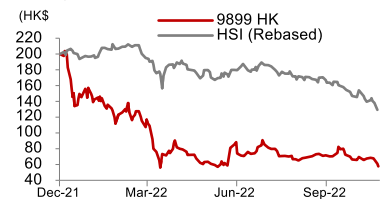
资料来源：公司资料

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.6%	-2.8%
3-月	-16.0%	13.4%
6-月	-9.2%	18.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	2,318	4,896	6,998	9,092	11,595	14,006
销售成本	3,375	5,491	6,855	7,921	9,624	11,209
毛利	(1,057)	(595)	143	1,171	1,971	2,797
运营费用	583	929	1,490	1,698	2,083	2,410
销售费用	223	327	431	627	812	931
行政费用	55	97	264	164	232	280
研发费用	363	576	869	1,000	1,148	1,317
其他	(59)	(71)	(75)	(93)	(108)	(119)
运营利润	(1,639)	(1,525)	(1,347)	(527)	(112)	388
投资盈亏	(1)	(4)	2	3	4	5
其他盈亏	(423)	(1,522)	(755)	0	0	0
利息收入	79	101	48	70	68	72
利息支出	(29)	0	0	0	0	0
税前利润	(2,014)	(2,950)	(2,051)	(454)	(41)	465
所得税	(2)	(2)	(5)	(1)	(0)	(70)
税后利润	(2,016)	(2,951)	(2,056)	(455)	(41)	395
净利润	(2,016)	(2,951)	(2,056)	(455)	(41)	395
调整后净利润	(1,580)	(1,568)	(1,044)	(346)	75	535
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	8,256	6,863	8,769	8,722	9,382	10,341
现金与现金等价物	911	3,006	853	337	489	934
应收账款	374	254	674	744	806	828
预付款项	1,447	1,642	1,345	1,444	1,572	1,732
短期银行存款	5,167	817	5,528	5,804	6,094	6,399
以公允价值计入损益的资产	339	971	241	265	291	320
其他流动资产	18	172	128	128	128	128
非流动资产	781	1,195	619	642	651	648
物业及厂房及设备 (净额)	24	21	44	49	48	62
使用权资产	0	0	11	11	11	11
合资及联营公司投资	74	89	93	93	93	93
其他非流动资产	683	1,085	471	490	500	483
总资产	9,037	8,057	9,388	9,364	10,033	10,990
流动负债	1,211	2,173	1,948	2,254	2,798	3,195
应付账款	126	1	0	0	0	0
应付税款	1	1	0	0	0	0
其他流动负债	239	146	56	56	56	56
租赁负债	0	0	3	3	3	3
合同负债	175	385	605	786	1,044	1,261
应计费用	670	1,640	1,284	1,409	1,695	1,875
非流动负债	10,772	11,192	58	74	124	148
可转换债券	10,764	11,162	0	0	0	0
其他非流动负债	8	29	58	74	124	148
总负债	11,983	13,364	2,006	2,328	2,922	3,343
股本	0	0	0	0	0	0
留存收益	(5,423)	(8,372)	(10,600)	(11,055)	(11,096)	(10,701)
其他储备	2,478	3,066	17,982	18,091	18,207	18,347
股东权益总额	(2,946)	(5,307)	7,382	7,036	7,111	7,646
总负债和股东权益	9,037	8,057	9,388	9,364	10,033	10,990

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	(2,014)	(2,950)	(2,051)	(454)	(41)	465
折旧摊销	14	22	15	32	35	19
税款	(2)	(2)	(6)	(1)	(0)	(70)
营运资金变化	(86)	531	177	134	393	258
其他	381	1,429	957	39	48	68
净经营现金流	(1,706)	(969)	(908)	(250)	436	740
投资现金流						
资本开支	(15)	(21)	(40)	(36)	(35)	(33)
收购与投资	(9,265)	(6,534)	(11,544)	(300)	(317)	(334)
处理短期投资所得现金	6,816	10,045	7,681	0	0	0
其他	24	(85)	40	70	68	72
净投资现金流	(2,440)	3,406	(3,862)	(267)	(284)	(294)
融资现金流						
发行股票所得现金	7,324	0	2,679	0	0	0
股票回购	0	0	0	0	0	0
其他	(2,836)	(321)	(65)	0	0	0
净融资现金流	4,488	(321)	2,614	0	0	0
净现金流变动						
年初现金	551	911	3,006	853	337	489
汇率变动	18	(21)	4	0	0	0
年末现金	911	3,006	853	337	489	934
增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	101.9%	111.2%	42.9%	29.9%	27.5%	20.8%
毛利润	na	na	na	720.6%	68.4%	41.9%
调整后净利润	na	na	na	na	na	612.0%
盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	(45.6%)	(12.2%)	2.0%	12.9%	17.0%	20.0%
营业利益率	(70.7%)	(31.1%)	(19.2%)	(5.8%)	(1.0%)	2.8%
调整后净利润率	(68.2%)	(32.0%)	(14.9%)	(3.8%)	0.6%	3.8%
股本回报率	na	na	(198.2%)	(6.3%)	(0.6%)	5.4%
资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(1.0)
流动比率 (倍)	6.8	3.2	4.5	3.9	3.4	3.2
应收账款周转天数	58.9	19.0	35.1	29.9	25.4	21.6
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	na	na	na	na	na	31.8
市盈率 (摊薄)	na	na	na	na	na	31.8
市帐率	na	na	3.8	1.8	1.8	1.6
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际证券。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

投资银行关系

招銀国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招銀国际证券并未给予投资评级

招銀国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招銀国际环球市场有限公司(“招銀国际环球市场”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。