

今日焦點:

► 網易雲音樂 (9899 HK, 股價156.60港元, 市值340.3億港元) — 競爭加劇致增長放緩

作為中國領先的在線音樂平台，網易雲音樂於2025年下半年錄得總淨收入人民幣39億元（按年增長1%；按月增長3%），遜於市場預期。

圖 1: 24 年下半年和 25 年上半年數據對比 (人民幣/百萬)

	2H24		1H25		2H25		
	人民幣 百萬	% 總收入	人民幣 百萬	% 總收入	人民幣 百萬	% 總收入	按年同比 2024 下半年
在線音樂收入	2,795	72%	2,967	78%	3,027	77%	+8%
娛樂及其他	1,085	28%	860	22%	905	23%	-17%
總收入	3,880		3,827		3,932		+1%
成本	2,624		2,435		2,555		
毛利潤	1,256	32%	1,392	36%	1,377	35%	+10%
銷售費用	242	6%	163	4%	245	6%	+1%
管理費用	95	2%	93	2%	84	2%	-12%
研發費用	384	10%	379	10%	383	10%	+8%
核心經營利潤	535	14%	757	20%	665	17%	+24%
股東應佔利潤	752	19%	1,885	49%	863	22%	+15%

資料來源: 公司數據, 新華滙富

在線音樂服務: 2025年下半年收入達人民幣30.3億元（按年增長8%；按月增長2%），佔總收入穩定在77%。增長主要受會員訂閱持續增長所帶動，會員訂閱收入總計人民幣25.8億元（按年增長12%），佔該分部的總收入85%。儘管在線音樂付費用戶錄得逾10%的按年增幅，惟由於市場競爭，每付費用戶平均收入（ARPPU）按年錄得低單位數跌幅，拖累了該分部的整體增長。

社交娛樂服務及其他: 收入為人民幣9.05億元（按年下跌17%；按月增長5%），跌幅乃由於資源重新分配，以培養核心音樂業務更可持續的增長。

圖 2: 總營收 (人民幣/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

毛利率穩健擴張: 毛利率由去年同期的33%提升至2025年下半年的35%，主要由於收入分成開支減少，惟部分增幅被較高的內容授權成本所抵銷。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,413	-1.1%	3.1%
中資企業指數	8,959	-1.2%	0.5%
紅籌指數	4,384	0.1%	9.2%
滬深300指數	4,660	-1.3%	0.7%
上海A股	4,280	-1.3%	5.3%
上海B股	267	-0.1%	5.3%
深圳A股	2,804	-1.1%	5.9%
深圳B股	1,250	0.0%	-1.1%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,625	0.5%	3.3%
標普500	6,909	0.7%	0.9%
美國納斯達克指數	22,886	0.9%	-1.5%
日經平均指數	56,825	-1.1%	12.9%
英國富時指數	10,686	0.6%	7.6%
法國證券公會指數	8,515	1.4%	4.5%
德國法蘭克福指數	25,260	0.9%	3.1%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	5,107	2.2%	19.0%
銅價 (美元/盎司)	3,022	1.0%	18.8%
銀價 (美元/盎司)	84	7.8%	20.2%
原油 (美元/桶)	66	0.1%	14.6%
銅價 (美元/盎司)	12,964	0.4%	4.4%
鋁價 (美元/盎司)	3,102	0.4%	3.6%
鎳價 (美元/盎司)	2,158	3.7%	5.5%
鎘價 (美元/盎司)	3,382	0.9%	8.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	573	4.8%	13.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	439	0.7%	-1.9%
糖 (美分/磅)	74	3.5%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,153	0.4%	8.7%
PVC (美元/噸)	#####	#VALUE!	9.2%
CRB 指數	311	1.0%	3.0%
BDI		-1.0%	8.8%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	155.1	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	19.8	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.2		182.7	1.1	8.1
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	200.0		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.4	0.1	

市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	19	-8.3%

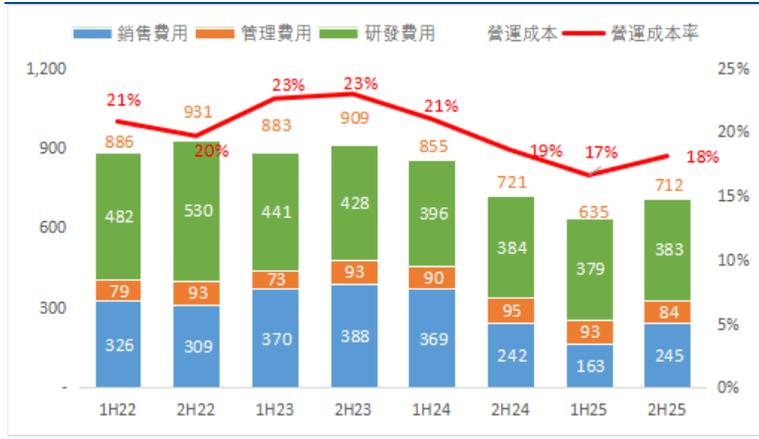
營銷開支減少提升盈利能力：2025年下半年核心經營溢利按年增長24%至人民幣6.65億元，帶動核心經營溢利率由去年同期的14%提升至17%。此改善歸因於更具成本效益的銷售及營銷，推廣開支的回報率提升，導致廣告及推廣開支減少。與此同時，應佔溢利按年上升15%至人民幣8.63億元，令純利率由去年的19%提高至22%。

管理層展望：公司正積極部署人工智能投資，以提升營運效率及推薦演算法。公司已於去年12月推出天音人工智能平台，讓大量用戶能夠生成高質量內容。公司亦重視股東回報，手持人民幣130億元現金，計劃於適當時候進行股份回購以提升股東價值。對於2026年，公司預期透過優化渠道結構及精準營銷，會員數量及價值均能得以提升。定價方面，公司計劃減少折扣優惠，而非直接提價。

我們的觀點：網易雲音樂仍以其社群主導平台及穩固的獨立音樂人生態系統作為差異化優勢。2025年，其日活躍用戶/月活躍用戶（DAU/MAU）比率維持在30%以上，並較去年有所改善，而日均手機聽歌時長亦見增加，反映用戶黏性增強。公司持續擴展其端到端的獨立音樂人支持模式。截至2025年底，估計已有逾100萬名獨立音樂人上載超過560萬首歌曲，此乃受校園計劃及品牌/節目/遊戲合作所支持。公司亦擴充了其授權內容，新增韓國流行音樂廠牌（RBW、StarShip、Shofar Music）以及來自李健、張藝興、陳楚生、易烱千璽、劉雨昕及楊千嬅等歌手的熱門華語流行曲。

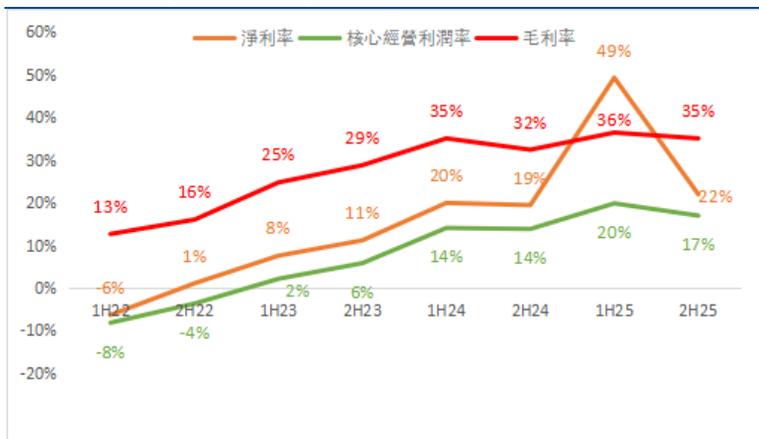
近期股價回調，似乎反映了來自抖音流量及潮流快速增長的「汽水音樂」所帶來的競爭。儘管汽水音樂更趨向以熱門歌曲為主且分發效率高，惟其缺乏網易雲音樂在熱門曲目以外的深度聆聽習慣及社群留存方面的受眾。預期短期內競爭將十分激烈，但該平台的社群心智佔有率及獨立音樂人生態系統應能隨時間逐步穩固其相對穩定的核心用戶基礎。公司估值為14倍2026財年預測市盈率。（研究部）

圖 3: 營運費用拆解(人民幣/百萬)



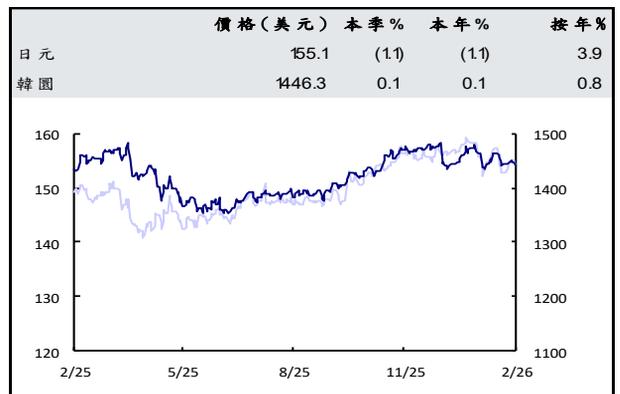
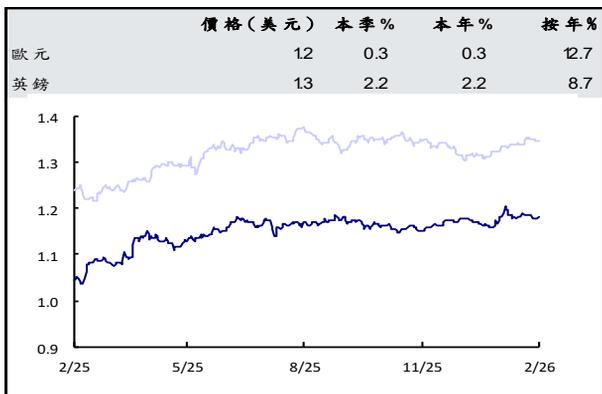
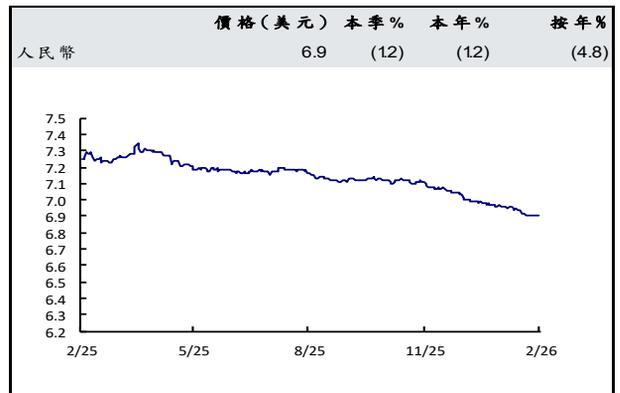
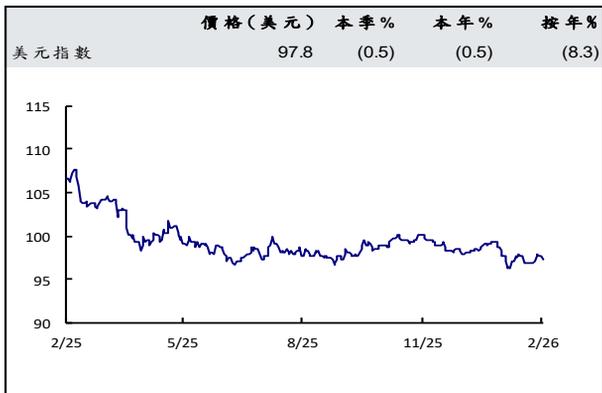
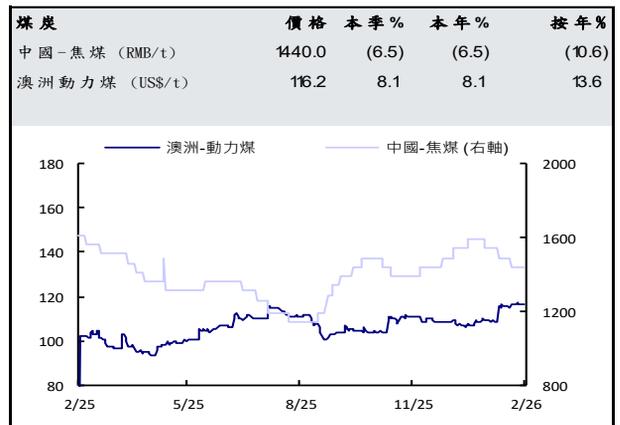
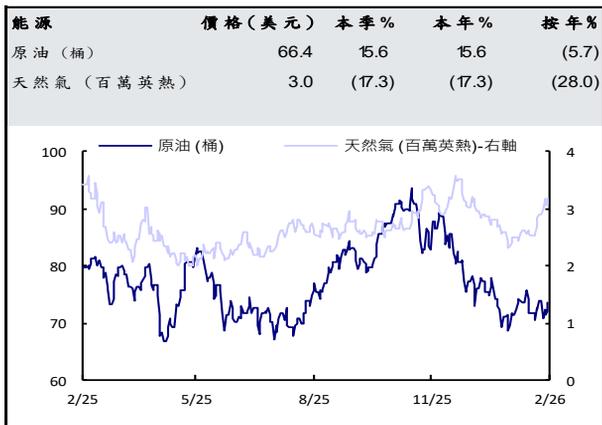
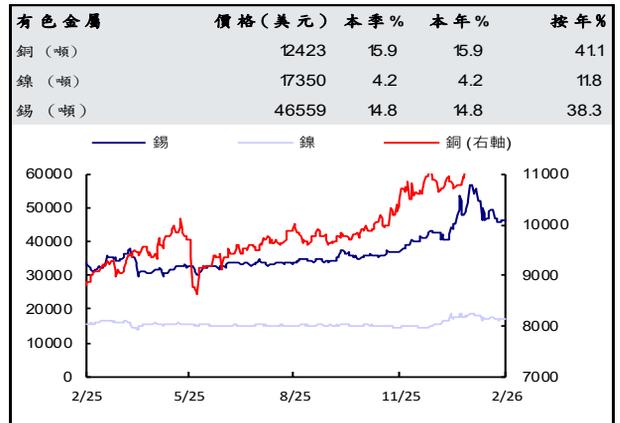
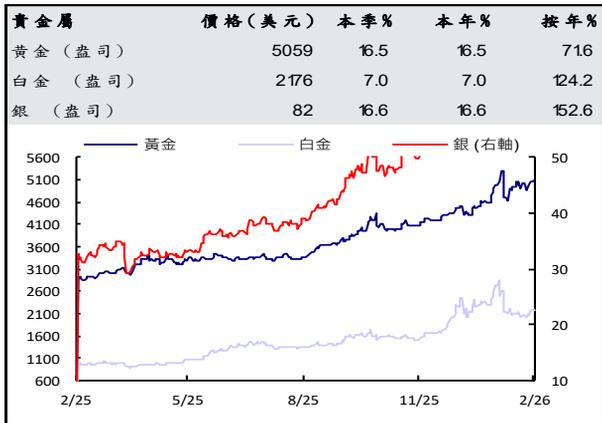
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 盈利拆解 (人民幣/百萬)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		26年2月23日
工廠訂單	月		26年2月23日
批發庫存	月		26年2月24日
消費者信心指數	月		26年2月24日
首次申請失業保險金人數	週		26年2月26日
生產者物價指數	月		26年2月27日
採購經理人指數	月		26年3月2日
零售業銷售額	月		26年3月2日
商業庫存	月		26年3月2日
就業報告	月		26年3月6日
貿易收支	月		26年3月9日
新屋開工與營建許可	月		26年3月9日
成屋銷售量	月		26年3月10日
消費者物價指數	月		26年3月11日
個人收入與支出	月		26年3月13日
國內生產毛額	季		26年3月13日
工業生產指數	月		26年3月16日
新屋銷售	月		26年3月20日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	季		26年3月7日
M2貨幣供應量	月		26年3月9日
生產者物價指數	月		26年3月9日
消費者物價指數	月		26年3月9日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
消費者物價指數	月		26年2月25日
國內生產毛額	季		26年2月25日
貿易收支	月		26年2月27日
M2貨幣供應量	月		26年2月27日
零售業銷售額	月		26年3月4日
採購經理人指數	月		26年3月4日
外匯儲備	月		26年3月6日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
失業率報告	月		26年3月18日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行者之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam