



Company Report: Spotify (SPOT US)

公司报告: Spotify (SPOT US) 中文版 Chinese version

Teddy Lin 林荣叶
(852) 2509 5409

Muyang Zhao 赵沐阳
(852) 2509 5375

rongye.lin@gtjas.com.hk

muyang.zhao@gtjas.com.hk

3 June 2024

Spotify利润激增引领估值重塑

- 我们首予“买入”评级和 378.52 美元的目标价。与相对估值法得出的估值相比，我们基于用户生命周期价值的估值是一致的，并从长期视角而言支持市场对 Spotify 增长和盈利能力的预期。结合这两种估值方法，我们目前对公司的估值约为 754 亿美元市值，相当于 4.4 倍 2024 年市销率 (PSR)。我们预测 Spotify 2024 年至 2026 年每股盈利分别为 3.903 欧元、6.439 欧元和 9.487 欧元。从 2024 年起，Spotify 预计将转为盈利，2025 年每股盈利预计同比增长 65.0%，2026 年预计同比增长 47.3%。
- Spotify 作为最大的播客流媒体平台，被定位为不断增长的播客和有声读物市场的主要受益者。Spotify 来自播客的收入传统上来自广告，播客的长时间流媒体播放使得定时广告成为商业化的首选方法。来自广告的收入总量和占收入比例都有所增加，收入从 2016 年的 29.5 亿欧元增至 2023 年的 168.1 亿欧元，复合年增长率为 28.2%，其占收入比例则从 2016 年的 10.0% 增至 2023 年的 12.7%。随着 Spotify 计划扩展到有声读物市场，这部分收入预计还会不断扩张。
- Spotify 在不断增长的印度音乐流媒体市场中提供领先的音乐流媒体服务，这也是其增长最快的流媒体平台。Spotify 的市场份额从 2020 年的 10% 增至 2023 年的 26%，超过了信实的 JioSaavn、印度电信的 Wynk、苹果音乐、YouTube 音乐、亚马逊 Prime 音乐和 Gaana 等竞争对手。Spotify 的声誉、技术经验以及对本地化和印地语音乐（相较于西方音乐）的重视，使其在竞争对手仍未能实现变现的 15-30 岁年龄段市场中赢得了市场份额。Spotify 此前进入巴西和拉美等类似市场的经验，充分印证了 Spotify 在发展中市场具备获得和维持市场份额的能力。
- 催化剂：Spotify 为印度退出单独的收入报告分部；Spotify 的市场份额达到 40%，彰显其在印度的市场主导地位，从而导致政策风险大大降低。
- 风险：作为一家西方公司在印度市场运营的相关政策风险。

Rating:

Buy
Initial

评级:

买入 (首次覆盖)

6-18m TP 目标价:

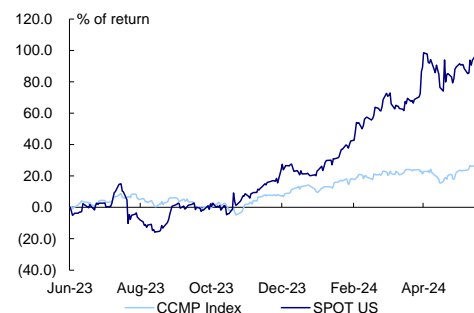
US\$378.52

Share price 股价:

US\$296.780

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	0.2	12.5	95.6
Rel. % to NASDAQ Index 相对纳指变动 %	(3.3)	9.7	69.2
Avg. share price (US\$) 平均股价 (美元)	299.45	284.49	203.02

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(€ m)	(€ m)	(€ m)	(Δ%)	(x)	(€)	(x)	(€)	(%)	(%)
2022A	11,727	(430)	(2.229)	n.a.	(121.1)	12.445	21.7	0.000	0.0	(19.0)
2023A	13,247	(532)	(2.732)	n.a.	(99.9)	12.956	21.1	0.000	0.0	(21.6)
2024F	15,746	777	3.903	n.a.	69.9	19.897	13.7	0.000	0.0	24.0
2025F	18,147	1,285	6.439	65.0	42.4	21.923	12.4	0.000	0.0	30.8
2026F	20,451	1,873	9.487	47.3	28.8	27.997	9.7	0.000	0.0	37.8
Shares in issue (m) 总股数 (m)			199.1		Major shareholder 大股东				Daniel Ek 15.6%	
Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)			59,088.9		Free float (%) 自由流通比率 (%)				62.4%	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)			1,959.5		FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%)				Net cash	
52 Weeks high/low (US\$) 52 周高/低 (US\$)			319.300 / 129.200		FY24 Est. NAV (US\$) FY24 每股估值 (美元)				393.0	

Source: the Company, Guotai Junan International.

目录

1. 投资概要	3
2. 通过音乐和播客释放人类创意潜力	4
2.1 Spotify: 从盗版的魔掌中拯救音乐产业的英雄	4
2.2 成熟产业整合: 与音乐供应链谈判	5
2.3 教育音频的未来: 播客和有声读物流媒体	7
3. 通过整合当地艺术家打入国际市场	8
3.1 初探西方市场: 欧洲和美国市场更为强劲	8
3.2 案例研究: 当前向印度的扩张复制了过去向巴西的扩张	9
3.3 向印度市场的扩张	10
3.4 国际音乐在移民群体中受到欢迎	12
4. 股东结构支持下的强大领导力	12
4.1 联合创始人埃克和洛伦松为 Spotify 带来互补优势	12
4.2 Spotify 展现出稳定的股东结构	13
5. 盈利预测	13
6. 估值	15
6.1 相对估值法	15
6.2 测算 Spotify 总 LTV 的估值法	15

1. 投资概要

投资论点： Spotify 是全球领先的音频和播客流媒体服务平台。Spotify 主要采用免费增值商业模式，即免费和付费服务相结合。这种模式允许用户免费使用基本服务，同时通过付费订阅获得更多高级功能和优质体验。虽然音频流媒体行业在美国和欧洲等地区已经相对成熟，但在发展中国家，如印度，市场渗透率仍有很大的增长空间。类似于中国市场在 2010 年至 2020 年间，随着智能手机的普及、电信基础设施的完善以及年轻消费者购买力的提升，音乐流媒体消费实现了快速增长，音乐流媒体行业的总市值预计也将继续增长。Spotify 在欧洲等多语言市场的经验及其技术优势使其能为消费者提供更好的产品质量，从而有望在音乐行业中占据更大的市场份额。

Spotify 在不断增长的印度音乐流媒体市场中提供领先的音乐流媒体服务，这也是其增长最快的流媒体平台。 Spotify 的市场份额从 2020 年的 10% 增至 2023 年的 26%，超过了信实的 JioSaavn、印度电信的 Wynk、苹果音乐、YouTube 音乐、亚马逊 Prime 音乐和 Gaana 等竞争对手。Spotify 的声誉、技术经验以及对本地化和印地语音乐（相较于西方音乐）的重视，使其在竞争对手仍未能实现变现的 15-30 岁年龄段市场中赢得了市场份额。Spotify 的声誉、技术积累以及对地区音乐和印地语音乐而非西方音乐的关注，使其能够在竞争对手未能实现变现的 15-30 岁人群中获得市场份额。Spotify 此前进入巴西和拉美等类似市场的经验，充分印证证明了 Spotify 在发展中市场具备获得和维持市场份额的能力

投资催化剂： Spotify 为印度退出单独的收入报告分部；Spotify 的市场份额达到 40%，彰显其在印度的市场主导地位，从而导致政策风险大大降低。

风险：

作为一家西方公司在印度市场运营的相关政策风险。

2. 通过音乐和播客释放人类创意潜力

2.1 Spotify: 从盗版的魔掌中拯救音乐产业的英雄

Spotify 于 2008 年 10 月在瑞典推出，并迅速成长为世界领先的音乐流媒体平台之一。它由丹尼尔·埃克（Daniel Ek）和马丁·洛伦松（Martin Lorentzon）创立，其愿景是通过提供免费增值服务模式，为音乐盗版提供一种合法且优质的替代方案，在这种模式下，用户可以免费听音乐但有广告，或者付费购买高级订阅以获得无广告体验。Spotify 对流媒体音乐的创新方法允许用户即时访问庞大的歌曲和专辑库，而无需下载文件，这在消费者获取音乐的方式上是一个重大转变，并为音乐行业收入模式的变革做出了贡献。

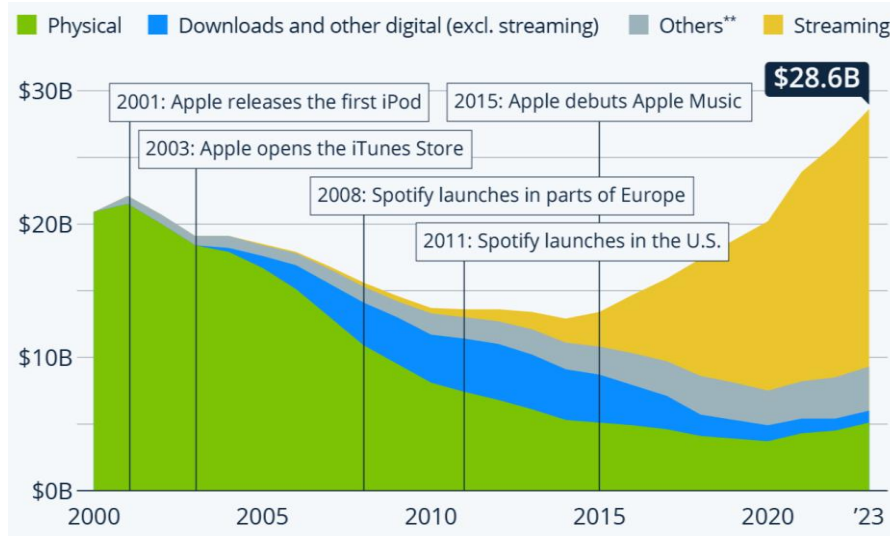
在其整个历史中，Spotify 一直处于流媒体革命的前沿，将其服务扩展到各个国家，并不断创新其平台。这包括“每周发现”等个性化播放列表，每周使用复杂算法为用户推荐新音乐。Spotify 的商业模式和成功通常归因于其用户友好型界面、个性化体验和广泛的音乐目录。到 2020 年代初期，Spotify 已成为音乐流媒体行业的主导参与者，其目录中拥有数百万首歌曲，拥有数亿活跃用户，包括大量付费订阅用户。尽管面临来自苹果音乐、亚马逊音乐和 YouTube 音乐等其他服务平台的竞争，Spotify 仍保持着显著的市场份额，并通过战略伙伴关系、独家内容以及在数字时代倡导艺术家权利和公平报酬，继续对音乐行业产生影响。

表-1: Spotify 主要业务发展历程

年份	发展历程
2006	Plus 上海成立并开始提供传统销售和市场营销服务。
2008	公司推出 Remotes，一个销售和营销项目管理工具，以及 MiJob Square，一个针对营销人员的公共连接器。
2009	Spotify 在其公开推出仅数月后的三月就达到了 100 万用户。
2011	Spotify 于 7 月在美国推出，显著扩大其影响力范围。
2012	平台在 12 月达到 2,000 万活跃用户和 500 万付费订阅用户。
2013	Spotify 在 12 月推出个性化播放列表“每周发现”，此后成为一个标志性特色。
2015	Spotify 宣布其在 6 月已达到 7,500 万活跃用户和 2,000 万订阅用户。
2016	在三月，Spotify 达到了 3,000 万订阅用户的里程碑。
2017	截至 7 月，Spotify 在 60 多个国家可用，拥有 1.4 亿活跃用户和超过 6,000 万付费订阅用户。
2018	Spotify 于 4 月 3 日成为一家上市公司，在纽约证券交易所直接上市，股票代码为 SPOT。
2019	Spotify 收购了播客公司 Gimlet Media、Anchor FM Inc. 和 Parcast，标志着在播客领域的一项重大投资。
2020	10 月，Spotify 宣布其每月活跃用户已超过 3.2 亿，订阅用户已超过 1.44 亿。
2021	Spotify 扩展到 80 多个新市场，并在其平台上增加了 36 种新语言，使其在全球总共超过 170 个市场可用。

资料来源：公司、国泰君安国际。

图-1: 音乐流媒体重振全球音乐产业, 全球音乐产业收入* (十亿美元)



资料来源: IFPI, 公司。
注*: 来自流媒体、付费下载、专辑和 CD 的收入。

2.2 成熟产业整合: 与音乐供应链谈判

凭借其流媒体服务模式, Spotify 为实体和数字销售提供了一种替代方案, 为用户提供付费订阅或通过广告支持的免费层级访问庞大的音乐库。这种方法扰乱了艺术家和唱片公司的传统收入流, 最初导致了版税率方面的紧张态势和谈判。然而, 随着时间的推移, 行业内许多人开始将 Spotify 视为一个至关重要的曝光和收入生成平台, 特别是随着实体销售继续下降以及数字下载让位于流媒体。

Spotify 的平台为艺术家提供了一个在没有实体发行的地域和财务限制的情况下触达全球受众的机会。这有利于独立艺术家, 降低了创作和将其音乐货币化的进入壁垒, 导致更多的内容创作者利用其自身创作能力来创作音乐和播客。尽管如此, 这种关系一直很复杂, 一些艺术家对相对较低的每次播放支付额表示担忧。Spotify 试图通过为艺术家提供与粉丝互动、访问分析以及通过直接商品销售和虚拟音乐会列表等功能更有效地将其作品货币化来解决这些担忧。

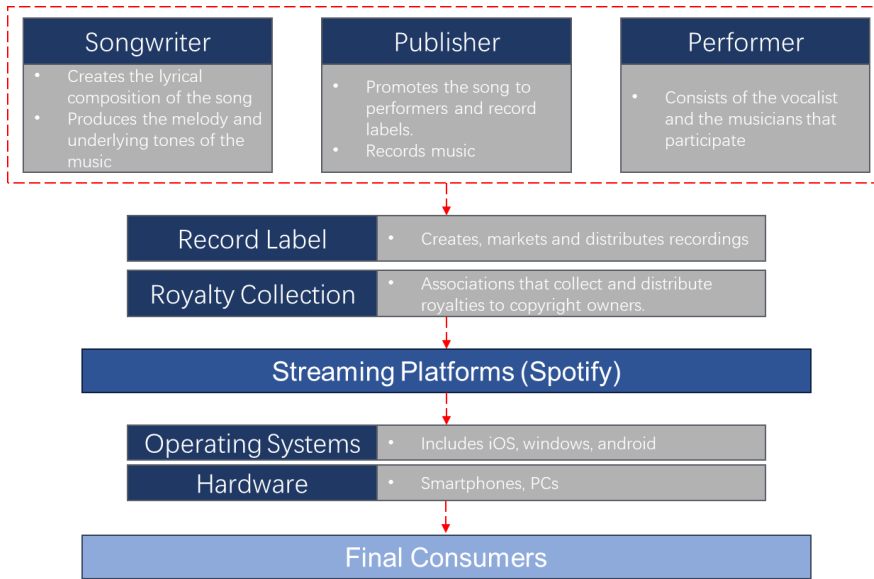
Spotify 与唱片公司的关系则有所不同, 唱片公司拥有比独立艺术家大得多的谈判权力。Spotify 与唱片公司关系的核心基于许可协议。唱片公司拥有其所代表音乐的权利, Spotify 需要从他们那里获得许可才能合法播放他们的音乐。这些协议决定了 Spotify 为播放向唱片公司支付多少费用, 反过来又影响艺术家的收入。拥有大量音乐目录的主要唱片公司最初在 Spotify 获得了有利的交易和股权, 使他们在流媒体时代早期就获得了优势。然而, 独立唱片公司和艺术家不得不争取更公平的条款和平台上更好的展示。然而, 随着 Spotify 在音乐行业内的影响力增加, 其在音乐分销链中的重要性也增加了。这导致 Spotify 能够根据需要重新谈判条款以降低使用音乐的成本。对 Spotify 而言, 最重大的开支一直是向唱片公司支付使用音乐的费用。

3 June 2024

Spotify Spotify (SPOT US)

Company Report

图-2: 音乐创作与发行供应链

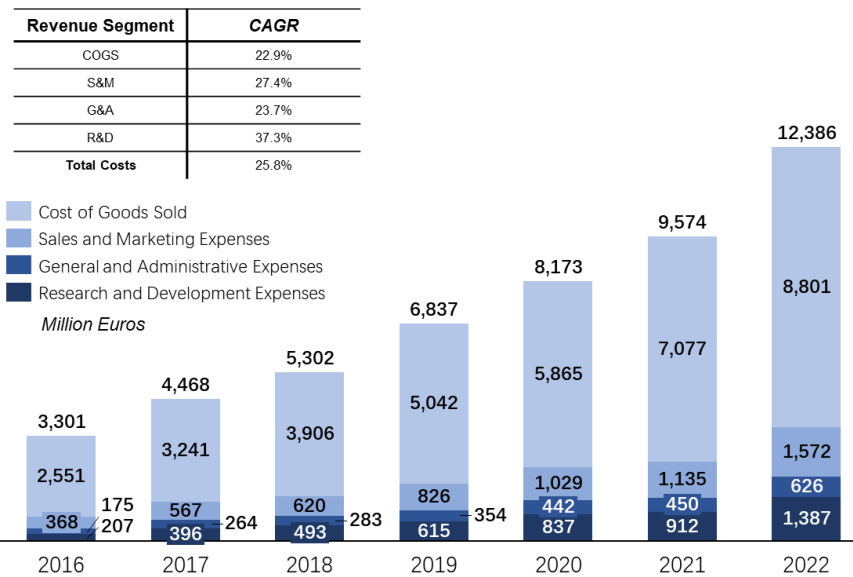


资料来源：公司、国泰君安国际。

与应用商店的关系一直是 Spotify 的另一个争议点。公司曾公开批评苹果应用商店和谷歌应用商店收取的费用，称他们阻止了竞争，并给予科技巨头自己的音乐服务不公平的优势。Spotify 带头努力游说，要求改变应用商店的运作方式，为自己和其他应用开发者争取更有利的条件。Spotify 和苹果之间的一个分歧实例是欧盟委员会对“音乐流媒体供应商滥用应用商店规则”进行的调查。该委员会认为，苹果通过对应用商店购买行为（包括 premium 的高级订阅）征收 30% 的佣金，已经达到不公平的交易条件，违反了《欧盟运行条约》（“TFEU”）第 102(a)条。2024 年 3 月 4 日，欧盟委员会对苹果处以 18 亿欧元的罚款，认为这足以对未来的违规行为起到威慑作用。

Spotify 最重要的支出仍然是销售成本，主要包括与内容流媒体相关的版税和分发成本。可变费用包括唱片公司费用和应用商店费用。与 Spotify 运营和产品开发相关的实际费用很少。此外，上下游运营杠杆都很高。这使得获取市场份额和强化护城河对于 Spotify 在供应链中获得议价能力极其重要。

图-3: 销售成本仍然是 Spotify 的主要支出



资料来源：公司、国泰君安国际。

3 June 2024

Spotify Spotify (SPOT US)

Company Report

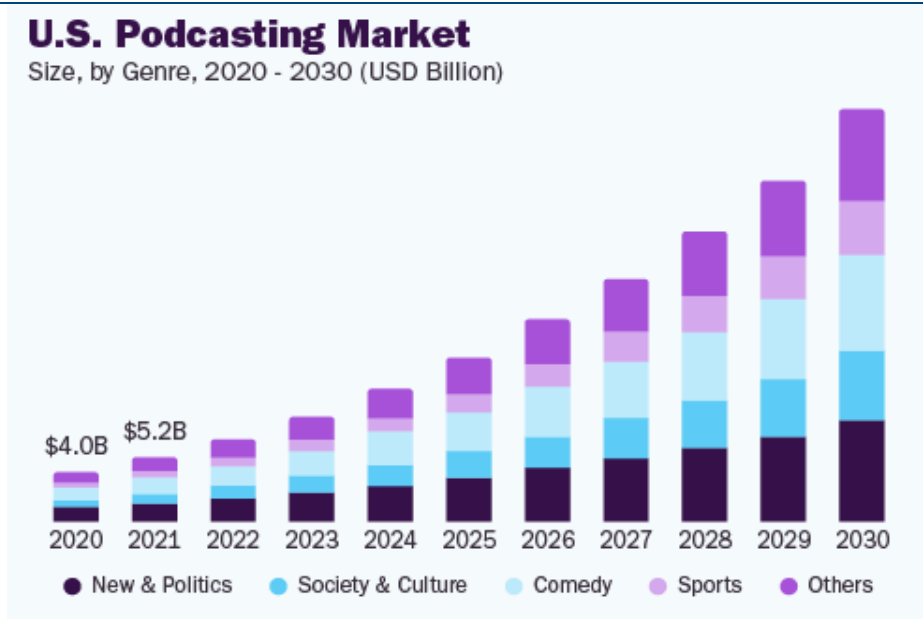
2.3 教育音频的未来：播客和有声读物流媒体

播客行业的起源可追溯到 2000 年初，源自互联网音频内容与不断发展的便携式媒体技术的协同作用。戴夫·温纳（Dave Winer）和亚当·科利（Adam Curry）等关键人物在开创播客所需软件方面发挥了重要作用，为一种新的广播媒体形式奠定了基础。“播客”这个术语本身，是“iPod”和“广播”的混合词，反映了这种媒体早期与苹果常见设备的关联。2005 年，苹果将播客支持整合到 iTunes 中，极大地增强了这种媒体的可及性和受欢迎程度。这个时代见证了内容的爆发，创作者利用这种媒体的低进入门槛，提供了迎合广泛兴趣的多种节目，将播客确立为听众与内容互动的一种独特而个性化的方式。

到 2010 年代中期，播客行业开始走向成熟，其标志是制作价值提高、传统媒体公司和流媒体平台的进入以及名人主持。叙事驱动型播客的成功，其中最著名的是《连载》（Serial），突显了这种媒体在讲故事和吸引大众方面的潜力。这一转折点吸引了主要科技和流媒体平台的关注，导致了该领域的大量投资。Spotify 更是通过收购、独家交易和原创内容创作来加强其参与度。苹果音乐和亚马逊等竞争对手也效仿了这些行动，但效果较为有限。播客的格局转向专业化，越来越强调广告、订阅模式和独家内容提供等货币化策略。这些发展将播客从一种小众消遣转变为一个有竞争力且利润丰厚的行业，吸引了更广泛的受众，并将播客确立为数字媒体的中流砥柱。

乔·罗根（Joe Rogan），世界上最受欢迎的播客之一“乔·罗根体验”（The Joe Rogan Experience）的主持人，于 2020 年 5 月与 Spotify 达成了一项独家授权协议。该协议是播客行业的一个分水岭时刻，标志着一个以平台独家性和流媒体服务之间激烈竞争为特征的新时代的开始。Spotify 的这一战略举措不仅证实了播客的商业潜力，还催化了行业格局的转变，促使其他内容平台追求类似的独家合作伙伴关系。因此，播客生态系统开始复制视频流媒体市场的竞争动态，潜在影响包括分散的收听体验以及创建可能影响播客分发传统开放性的“围墙花园”。该协议强调了向更有针对性的广告机会和优质内容模式的转变，重新定义了货币化策略，并提高了内容获取的风险。它还预示着行业内整合的趋势，因为较大的实体收购较小的播客网络，从而集中控制内容制作和分发。总体而言，此 Rogan-Spotify 协议成为一个更具竞争力和商业驱动的播客行业的先河，对内容创作者、平台和听众都有重大意义。

图-4: 多重增长因素下美国播客市场将会扩大



资料来源：Grandview Research、国泰君安国际。

未来行业展望及对其他媒体形式的影响。展望未来，播客行业有望持续增长和创新。此媒体的全球扩张，加上持续的技术进步，预示着一个充满活力和不断发展的未来。人工智能和互动元素的采用有望创造出更具沉浸感和个性化的收听体验，有可能再次重塑行业格局。随着行业的发展，其与其他媒体形式的关系变得越来越共生；播客充当内容的孵化器，这些内容可被改编成电视剧、书籍和其他媒体格式。此外，播客作为深度新闻和教育内容平台的兴起，表明其对这些领域有产生重大影响的潜力。播客形式的灵活性和亲密性继续受到全球听众的喜爱，巩固了其在更广泛的媒体生态系统中的关键角色，并促使传统媒体为应对播客的崛起而进行适应和创新。

Spotify 作为最大的播客流媒体平台，被定位为此趋势的主要受益者。Spotify 来自播客的收入传统上来自广告，播客的长时间流媒体播放使得定时广告成为商业化的首选方法。Spotify 来自广告的收入总量和占收入比例都有所增加，收入从 2016 年的 29.5 亿欧元增至 2023 年的 168.1 亿欧元，复合年增长率为 28.2%，其占收入比例则从 2016 年的 10.0% 增至 2023 年的 12.7%。随着 Spotify 计划进军有声读物市场（这一形式与播客非常相似）以及提高定向广告的质量以进一步提高广告单价，广告收入预计将会进一步增加。

3. 通过整合当地艺术家打入国际市场

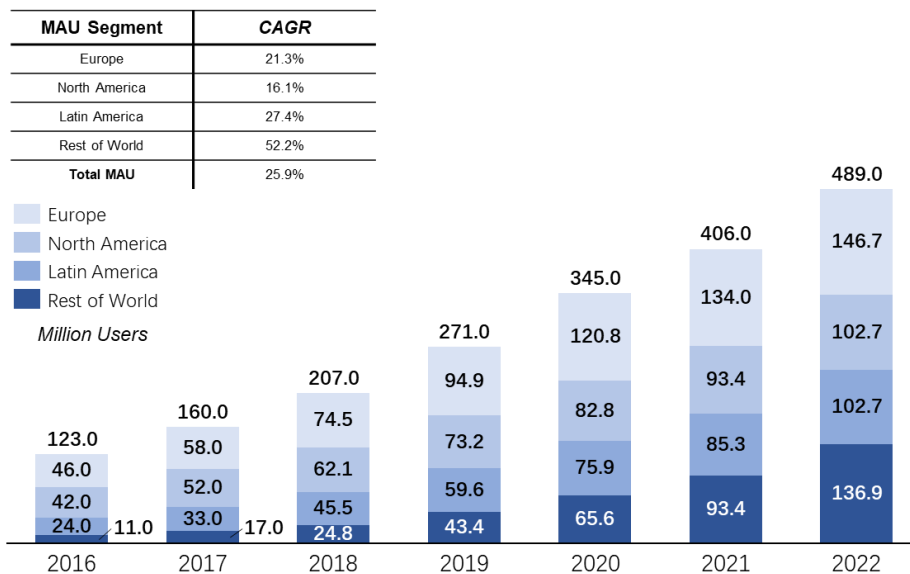
在每个新市场中，Spotify 采用全球和本地策略相结合的方式吸引用户。公司与当地电信提供商建立合作关系，将其服务与数据套餐捆绑，使其更易获取。公司强调本地化服务，策划与地区口味产生共鸣的内容，包括当地音乐、播客和播放列表。Spotify 还调整其订阅模式以匹配当地购买力和消费者习惯，提供分层定价和定制促销。这种方法不仅促使其更顺利地进入不同市场，还有助于将 Spotify 确立为一个对当地文化有深刻理解的全球品牌。

3.1 初探西方市场：欧洲和美国市场更为强劲

Spotify 在 2008 年于瑞典推出后不久就在欧洲开始国际扩张。其服务迅速扩展到其他欧洲国家，到 2009 年已覆盖英国、法国、西班牙和挪威。此欧洲立足点至关重要，使 Spotify 成为该地区音乐流媒体领域的重要参与者。Spotify 专注于将其服务本地化，以迎合多样化的欧洲市场。这包括提供本地化内容、策划特定地区的播放列表，以及使平台适应多种语言。对当地趋势和偏好的关注有助于 Spotify 引起不同国家用户的共鸣。

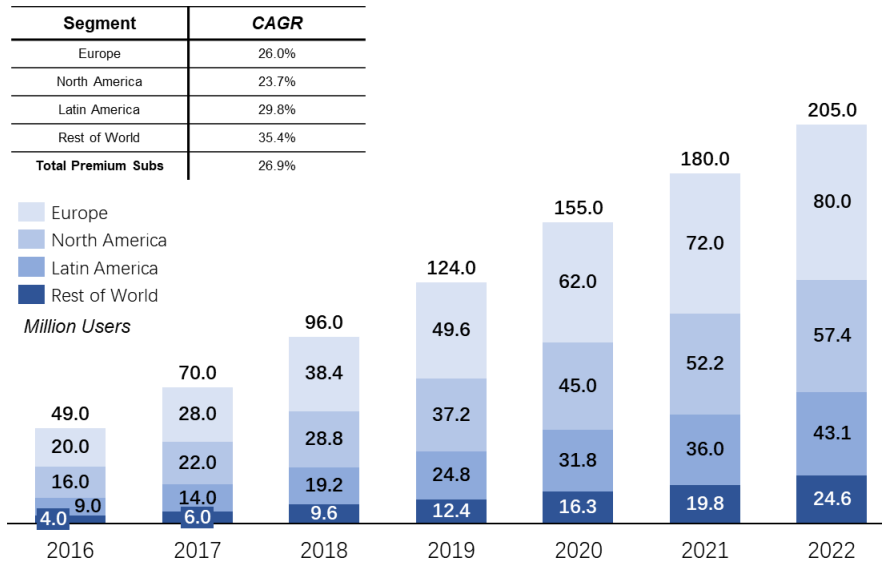
2011 年，Spotify 迈出关键一步，进入全球最大的音乐市场美国。这是一个重要的举措，需要适应竞争激烈且多样化的美国音乐场景。Spotify 与在美国市场已站稳脚跟的公司达成战略合作。例如，它与 Facebook 合作，允许用户在其社交动态中直接从 Spotify 分享音乐。这种合作不仅帮助 Spotify 获得了知名度，还利用了 Facebook 现有的用户基础，通过社交推荐促进了用户增长。公司提供了一种分层服务模式，包括免费服务、有广告支持的访问以及付费订阅，这在当时的美国市场是一种相对创新的方法。这种模式允许用户在没有经济承诺的情况下尝试服务，并帮助 Spotify 与 Pandora 和苹果音乐（稍晚推出）等其他服务区分开来。Spotify 对用户体验的关注以及广泛的音乐库帮助其迅速获得了庞大的用户基础。它的进入也加速了从音乐所有权（如 CD 和下载）到通过流媒体获取音乐的转变。截至 2023 年 3 月，Spotify 在苹果应用商店上的评论总数是第二名 YouTube Music 的 25.6 倍。在美国的成功巩固了 Spotify 的全球抱负，并为进一步的国际增长奠定了基础。

图-5: Spotify 的月活跃用户数量 (MAU) 越来越多地来自海外市场



资料来源：公司、国泰君安国际。

图-6: Spotify 的付费订阅用户越来越多地来自海外市场



资料来源：公司、国泰君安国际。

3.2 案例研究：当前向印度的扩张复制了过去向巴西的扩张

Spotify 于 2014 年开始向巴西扩张，这代表着一项战略举措，旨在打入拉丁美洲最大且音乐最为多样化的市场之一。巴西充满活力的文化景观，再加上其庞大的人口，为 Spotify 带来了巨大的增长机会。2014 年的巴西在技术发展和经济发展方面也与 2019 年的印度相似。巴西在许多方面也与印度有相似之处，比如都是大型半岛国家，都有多样化的地区文化和联邦政治制度。Spotify 在巴西使用的策略也复制了它目前在印度使用的策略，这为当前的分析人士提供了对巴西未来可能面临的方向和问题的洞察。

三大主要策略包括适应本地口味、与当地公司合作以及在智能手机普及率不断提高时进入市场。1) Spotify 调整其服务以迎合本地口味和偏好，其中包括广泛的音乐类型，例如 Sertanejo、Forró、Funk Carioca 和巴西流行音乐 (Música Popular Brasileira)。为了吸引这个多样化的受众，Spotify 策划了本地化内容，并突出展示巴西艺术家，创建了与当地文化产生共鸣的播放列表。这种本地化策略帮助 Spotify 与巴西用户建立联系，并与该地区其他受欢迎的服务相竞争。2) Spotify 与当地电信公司建立合作伙伴关系以提供捆绑服务，这使得其订阅服务在巴西对用户来说更容易获得，因为巴西的信用卡普及率低于许多发达市场。这些合作伙伴关系通常允许用户通过手机账单支付 Spotify 的高级订阅费用，或将 Spotify 作为现有数据套餐的一部分，降低了潜在订阅用户的进入门槛。3) 向巴西扩张的时机正好在该国智能手机普及率不断提高和互联网基础设施不断改善之时，使得流媒体服务对民众来说更容易获得。尽管存在通货膨胀和货币波动等经济挑战，但在年轻且精通技术的人群推动下，巴西市场在数字音乐消费方面继续呈现出强劲的增长。

进入巴西等庞大且多元化的国家所涉及的主要不确定性是复杂的政治和监管环境。Spotify 投入精力去了解巴西的法律框架，并确保遵守当地法律。这包括适应复杂的税收制度、尊重知识产权以及遵守《巴西通用数据保护法》等隐私法律。合规对于任何在巴西运营的外国公司来说都是关键，Spotify 可能聘请了当地法律专家并成立了合规团队来应对这些要求。与当地电信公司建立伙伴关系是一项战略举措，使 Spotify 能够触及更广泛的受众。与当地合作伙伴合作也有助于 Spotify 遵守由巴西国家电信局监管的电信法规。Spotify 与音乐行业的利益相关者，包括唱片公司、艺术家和权利组织进行接触，以确保公平的版税分配。通过与这些实体建立良好关系，Spotify 能够就合法在巴西运营所需的授权交易进行谈判，并为当地音乐生态系统做出贡献。最后，Spotify 建立了持续监测可能影响其运营的法律和政治变化的流程，并相应进行调整。这种积极主动的方法有助于 Spotify 提前发现潜在问题，并始终遵守巴西的法规。

Spotify 向巴西的扩张展示了公司在复杂且文化丰富的市场中适应和蓬勃发展的能力。通过战略性本地化、合作伙伴关系以及对技术格局的敏锐理解，Spotify 巩固了其在巴西音乐流媒体行业的关键参与者地位，为巴西音乐和文化的全球影响力做出了贡献。

3.3 向印度市场的扩张

Spotify 于 2019 年初进入印度，鉴于该国庞大的人口和独特的音乐版图，这是一次重大举措。印度的多元文化，以及浓厚的地区音乐和宝莱坞音乐传统，对 Spotify 来说既是机遇也是挑战。公司进入了一个已经挤满了 Gaana、JioSaavn 等成熟的本地参与者以及苹果音乐等国际竞争对手的市场。Spotify 面临的主要障碍之一是在一个复杂的版图中谈判音乐版权，在这个版图中，由于电影和音乐行业的融合，唱片公司和电影制片厂拥有相当大的影响力。尽管最初与华纳音乐集团在授权方面发生了法律纠纷，限制了对其曲库中一些艺术家的访问，但 Spotify 还是设法与许多本地唱片公司达成了协议，确保其平台有大量的印度音乐可供选择。

印度经济发展一直以来的特点是快速增长，特别是在过去的几十年里。作为世界上增长最快的主要经济体之一，该国见证了其中产阶级的大幅增长，以及可支配收入的增加。这种增长导致了一个新兴的消费市场，对音乐等娱乐的需求不断提高。价格实惠的智能手机的普及以及高速互联网接入的扩容，使得 Spotify 等数字音乐平台容易为广大受众所获取。因此，流媒体服务的订阅量大幅增加，这反过来又推动了对音乐的总消费需求。此外，印度音乐产业的多样化，包括宝莱坞曲目、地区音乐以及对国际流派日益增长的兴趣的融合，进一步推动了需求。在不断增长的赞助和媒体报道支持下，现场音乐会和音乐节的增加也反映了推动印度音乐消费的强劲经济动力。因此，印度的经济发展不仅提高了生活水平，还扩大了其民众对音乐的消费，使其成为对本地和国际音乐制作商和分销商都有吸引力的市场。

图-7: 印地语音乐是全球流媒体音乐中增长最快的语言部分

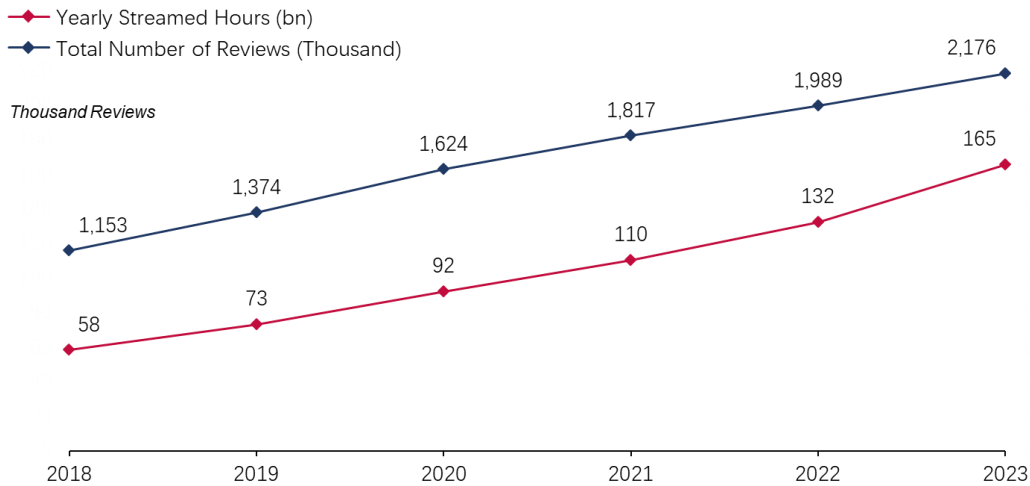


资料来源: Luminate、国泰君安国际。

Spotify 针对印度市场的策略包括几个关键要素。该平台提供了一个免费的有广告支持的层级和一个高级订阅，但定价适合印度市场，以使其具有竞争力和可负担性。了解到在印度移动使用的重要性，Spotify 确保其应用程序针对低数据消耗进行了优化，并包括对广泛设备的支持。该服务还提供了高度本地化的体验，有迎合印度各地各种语言和文化偏好的播放列表和策划内容。它不仅包括国际和宝莱坞音乐，还包括旁遮普语、泰米尔语、泰卢固语和孟加拉语等语言的地区内容，反映了印度多样化的音乐品味。此外，Spotify 推出了一些印度特有的功能，比如捕捉印度各个城市中心音乐特色的城市播放列表，以及“Spotify 年度回顾”，这也成为印度用户中一个受欢迎的年终特色。

我们将 IOS 应用商店上的评论总数作为衡量市场份额的有效方法。我们认为苹果应用商店上的评论数量是反映总用户参与度的最强实时统计数据。这些公司不会披露其应用程序的总下载量，所以我们使用评论总数作为替代来评估市场份额。只有对某个应用程序有某种形式承诺的用户才会发布评论，因此评论总数不仅反映了有多少人使用了某个应用程序，还反映了与该应用程序的互动，这反过来又反映了品牌忠诚度和用户承诺。我们认为评论数量较多可能表明在该应用程序上花费的时间更多。就音乐应用程序而言，总使用时长与两种收入获取形式相关，即成为高级订阅用户的机会和收听广告的数量。

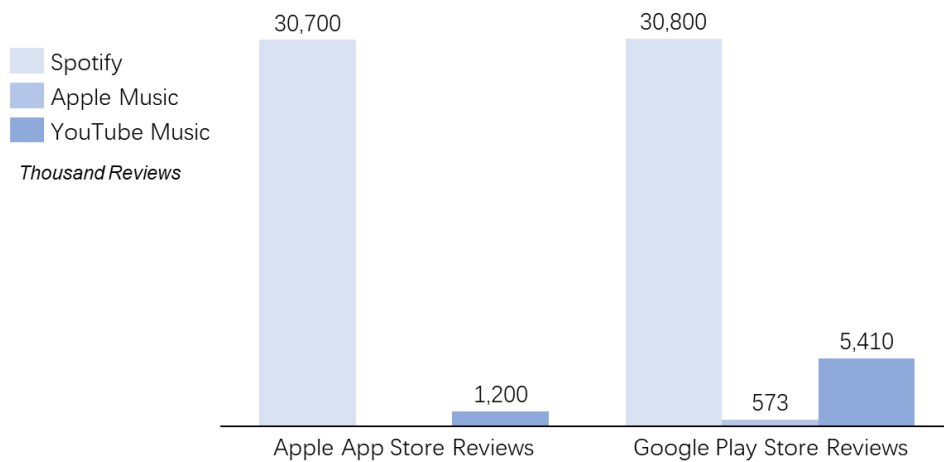
图-8: Spotify 的年度流媒体播放时长与 IOS 应用商店上的评论数量高度相关



资料来源: Apple App Store、国泰君安国际。

尽管印度的竞争格局分散，但 Spotify 已成为印度最大的音乐流媒体平台。以 IOS 应用商店上的评论总数计，Spotify 的市场份额从 2020 年的 10% 增至 2023 年的 26%，超过了信实的 JioSaavn、印度电信的 Wynk、苹果音乐、YouTube 音乐、亚马逊 Prime 音乐和 Gaana 等竞争对手。Spotify 的声誉、技术积累以及对地区音乐和印地语音乐而非西方音乐的关注，使其能够在竞争对手未能实现变现的 15-30 岁人群中获得市场份额。Spotify 此前进入巴西和拉美等类似市场的经验，证明了 Spotify 在发展中市场获得和维持市场份额的能力。

图-9: 美国主要应用商店中主要音乐应用程序的评论



资料来源: Apple App Store、Google Play Store、国泰君安国际。

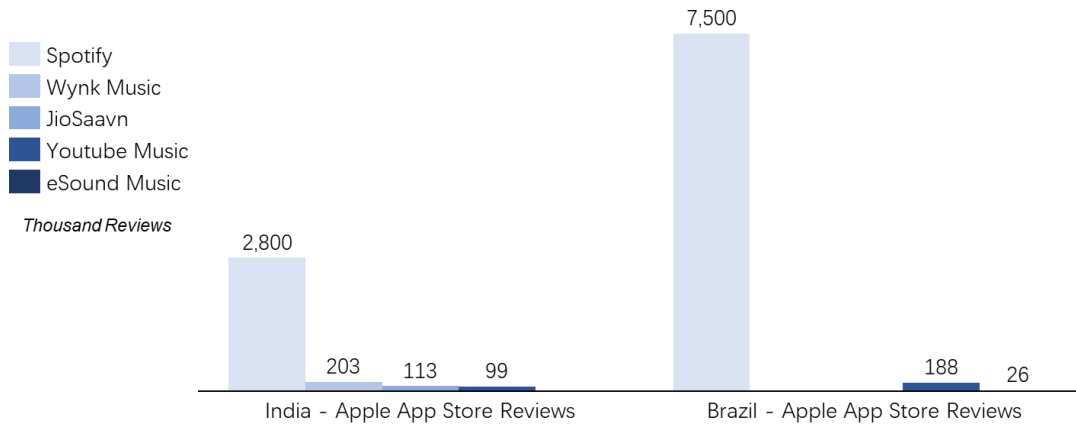
在美国这个最大的发达市场，就评论总数而言，Spotify 已成为明显的市场领导者。在 IOS 应用商店，Spotify 的评论数量为 3,070 万。与排名第二的 YouTube 音乐相比，Spotify 获得的评论总数是其 25.6 倍。这一事实很重要，因为即使在苹果主办的平台上，苹果音乐也无法获得大量评论。在美国谷歌应用商店上，YouTube 音乐的评论数量比在 IOS 应用商店上多得多，但仍明显少于 Spotify。这就说明，尽管安卓平台给予 YouTube 音乐优势，因为两者都归谷歌所有，但 Spotify 仍然能够保留大部分评论。就月活跃用户数而言，苹果音乐此后已停止定期发布数据，但就 MIDiA 咨询公司估计，Spotify 拥有 30.5% 的市场份额，而排名第二的苹果音乐仅拥有 13.7%。

3 June 2024

Spotify Spotify (SPOT US)

Company Report

图-10: 印度和巴西苹果应用商店中主要音乐应用程序的评论



资料来源: Apple App Store、国泰君安国际。

在印度的情况类似，Spotify 在苹果应用商店中占据大部分市场份额，且这一趋势在可预见的未来可能会继续。Spotify 的评论数量为 280 万，排在第二和第三位的 Wynk 音乐和 JioSaavn 分别有 20.31 万和 11.29 万。在巴西这个经济发展中的国家，Spotify 在完全饱和的流媒体音乐行业中是明显的领导者。Spotify 获得了约 750 万条评论，而排在第二位的 YouTube 音乐只有 18.76 万条评论。Spotify 试图获得大部分市场份额但没有成功的唯一大市场是中国，QQ 音乐和网易云音乐在中国拥有最高的市场份额，而这主要是出于政策考虑。到目前为止 Spotify 在印度如此成功的事实表明，印度的市场没有阻止 Spotify 进入的政策。此外，印度实施会显著限制 Spotify 市场份额政策的可能性较低，因为 Spotify 在印度已经占据主导地位，这使得 Spotify 很难与印度音乐市场分开。中国在电动汽车和智能手机制造行业也有类似的经历，特斯拉和苹果仍然保持着显著的市场份额。

3.4 国际音乐在移民群体中受欢迎

第一代移民也在美国和欧洲人口中占很大比例。通过增加进入国际市场的机会，Spotify 能够利用世界各地艺术家的创作潜力，从而创作出更适合第一代移民家庭的音乐，这些家庭通常更喜欢母语音乐。这代表着在发达国家市场总渗透率的显著提高，转化为更多的高级订阅用户。在美国，移民人口超过 4,000 万，占总人口的 13% 以上。这些移民中的大多数来自拉丁美洲，其中墨西哥在原籍国名单中居首，其次是中国、印度、菲律宾和萨尔瓦多等国家。因此，西班牙语是美国第一代移民中最流行的语言，还有汉语、印地语、他加禄语和越南语等其他语言。

4. 股东结构支持下的强大领导力

4.1 联合创始人埃克和洛伦松为 Spotify 带来互补优势

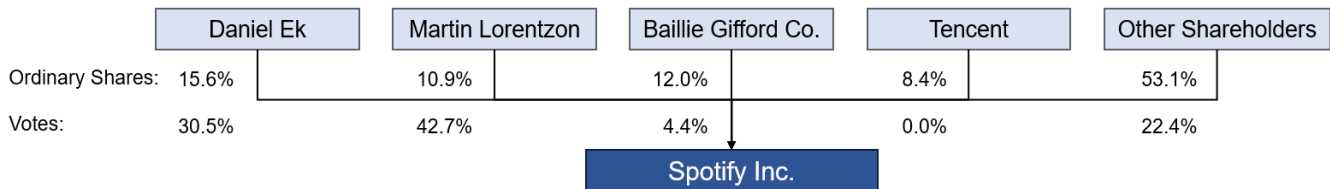
丹尼尔·埃克 (Daniel Ek) 和马丁·洛伦松 (Martin Lorentzon) 通过其领导能力和互补优势，深刻地塑造了 Spotify 的发展历史和竞争地位。丹尼尔·埃克凭借其在技术方面的背景和对音乐流媒体未来的清晰愿景，一直是 Spotify 背后的公众形象和战略思想家。他的领导特点是对技术格局和消费者数字体验都有深刻理解，在公司内部培育了创新和持续改进的文化。埃克的领导方式具有前瞻性思维且以数据为驱动，强调敏捷性和愿意适应不断变化的市场动态。埃克也一直是音乐行业内创造性破坏的代言人，为 Spotify 有声读物市场的进一步扩张创造了条件。

另一方面，马丁·洛伦松带来了他的创业敏锐度和建立成功企业的经验。他的贡献对于指导 Spotify 的早期成长阶段、塑造公司文化以及获得对 Spotify 启动至关重要的初始资金起到了重要作用。洛伦松的领导风格与埃克相辅相成，重点在于长期可持续性和战略增长。他擅于驾驭音乐行业复杂格局、建立对 Spotify 扩张至关重要的各种关系和合作伙伴关系。特别是，随着公司的竞争优势从以技术为导向转变为以商业为导向，洛伦松的专业知识在 Spotify 商业帝国的进一步扩张中变得尤为宝贵。

4.2 Spotify 展现出稳定的股东结构

Spotify 的决策制定和公司治理受到其双重股权结构的影响。这种结构允许丹尼尔·埃克和马丁·洛伦松通过他们持有的 B 类股对公司的战略决策保持实质性控制。截至 2023 年，丹尼尔·埃克拥有 16.5% 的普通股所有权和 31.7% 的投票权。马丁·洛伦松拥有 10.9% 的普通股和 42.6% 的投票权。这种集中的投票权确保了创始人能够根据其长期愿景来引导公司，保护公司免受潜在的敌意收购或可能优先考虑短期收益的激进投资者的影响。这确保了埃克和洛伦松领导下的竞争优势在未来一段时间得以维持，有利于股东长期利益。

图-11: Spotify 主要股东



资料来源：公司、国泰君安国际。

5. 盈利预测

基于行业和公司情况，我们对 Spotify 未来三年的盈利能力作出以下关键假设：

假设 1：一款音乐应用程序的总评论数量被假定为与市场收入份额以及该应用程序的总使用小时数相关。我们认为苹果应用商店上的评论数量是反映总用户参与度最强的实时统计数据，而不是下载数量。我们认为只有对某个应用程序有某种形式承诺的用户才会发布评论，因此评论总数不仅反映了有多少人使用了某个应用程序，还反映了在该应用程序上花费的总时间，这反过来又反映了品牌忠诚度和用户承诺。

假设 2：Spotify 所展现出的市场主导地位将使其在上下游拥有更大的议价能力，从而通过降低授权和版税成本获得更大的利润。Spotify 的主要业务开支与用于分发音乐、播客和有声读物的授权成本相关。在成为迄今为止最大的音乐流媒体平台后，它有能力通过谈判达成更好的交易来降低授权成本。

假设 3：印度市场因其高政策风险而令 Spotify 的投资者感到担忧。我们认为这种风险被高估了，因为 Spotify 已经获得了相当大的市场份额，这表明它有能力驾驭印度复杂的政治、文化和经济环境。此外，印度政府知道高市场份额的公司很难从行业中清除。因此，他们会发现与 Spotify 合作来发展该行业是更理想的一种方式。

表-2: 关键业绩和预测假设

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
(€ 百万)					
运营指标					
EOP 月活总数 (百万)					
北美	102.7	112.9	118.6	121.6	123.0
欧洲	146.7	167.1	185.2	197.4	204.6
拉美	102.7	130.9	147.5	158.4	163.3
其余地区 (除中国外)	136.9	191.1	227.0	263.8	298.3
EOP 广告支持月活 (百万)					
北美	62.0	71.1	74.8	76.6	77.1
欧洲	88.5	105.2	116.2	123.1	127.1
拉美	62.0	82.4	94.3	103.0	106.9
其余地区 (除中国外)	82.6	120.3	143.7	167.0	187.0
EOP 付费订阅 (百万)					
北美	57.4	63.7	66.7	67.7	68.7
欧洲	80.0	89.7	96.7	102.0	105.2
拉美	43.1	51.9	56.1	58.2	59.3
其余地区 (除中国外)	24.6	30.7	42.0	55.4	70.0
付费订阅 – 平均 (百万)	188.7	219.8	246.1	269.5	290.2
全球付费用户月均 ARPU (€)	4.5	4.4	4.6	4.9	5.1
广告支持月活 – 平均 (百万)	261.6	339.5	401.5	446.6	481.0
全球广告支持月活月均 ARPU (€)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
各地区收入					
北美	4,712.0	5,225.0	6,155.5	6,863.0	7,417.5
同比	n.a.	10.9%	17.8%	11.5%	8.1%
北美以外地区	7,015.0	8,022.0	9,590.4	11,284.1	13,034.0
同比	n.a.	14.4%	19.6%	17.7%	15.5%
总收入	11,727.0	13,247.0	15,746.0	18,147.1	20,451.5
同比	n.a.	13.0%	18.9%	15.2%	12.7%
各板块收入					
付费收入	10,251.0	11,566.0	13,696.4	15,734.8	17,732.8
同比	n.a.	12.8%	18.4%	14.9%	12.7%
广告收入	1,476.0	1,681.0	2,049.6	2,412.3	2,718.7
同比	n.a.	13.9%	21.9%	17.7%	12.7%
总收入	11,727.0	13,247.0	15,746.0	18,147.1	20,451.5
同比	n.a.	13.0%	18.9%	15.2%	12.7%
毛利润	2,926.0	3,397.0	4,453.7	5,378.0	6,272.6
毛利率	25.0%	25.6%	28.3%	29.6%	30.7%
研发费用	(1,387.0)	(1,725.0)	(1,619.1)	(1,633.2)	(1,687.2)
占收入比例	(11.8%)	(13.0%)	(10.3%)	(9.0%)	(8.3%)
销售推广费用	(1,572.0)	(1,533.0)	(1,376.2)	(1,419.3)	(1,470.9)
占收入比例	(13.4%)	(11.6%)	(8.7%)	(7.8%)	(7.2%)
一般行政费用	(626.0)	(585.0)	(526.2)	(544.4)	(562.4)
占收入比例	(5.3%)	(4.4%)	(3.3%)	(3.0%)	(2.8%)
经营利润	(1,029.0)	(951.0)	1,913.8	3,431.1	4,848.1
税前利润	(370.0)	(505.0)	946.2	1,712.2	2,495.7
净利润	(430.0)	(532.0)	776.6	1,285.2	1,873.2
净利率	n.a.	(4.0%)	4.9%	7.1%	9.2%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

6. 估值

我们采用相对估值法对 Spotify 进行估值，同时也尝试计算 Spotify 用户的客户生命周期价值（LTV）。我们将比较这两种估值方法的结果，以确定 Spotify 的合理估值范围。

6.1 相对估值法

在我们对 Spotify 的相对估值法中，我们选取一组由七家美国上市公司组成的同业，其中包括世界著名的音乐版权运营公司以及世界领先的互联网公司。尽管音乐版权运营公司和互联网公司乍一看属于两个差异较大的垂直行业，但从现在全世界传媒行业的发展来看，我们认为当前在主要的传媒行业，不管是持有大量有价值的版权还是有很多具有变现空间的内容的社区型互联网平台，其核心生存要素都是紧紧抓住其内容消费用户的忠诚度过程，尽可能变现其传媒娱乐内容。因此，我们将这组同业标记为“全球娱乐内容运营巨头”，并主要参考其 EV/EBITDA 比率和市销率。

考虑到 Spotify 独特的商业动态，市销率应是更合理的估值指标。根据彭博的数据，Spotify 的 2024 年 EV/EBITDA 比率为 44.1 倍，远高于同业组 12.4 倍的加权平均值。根据我们的预测，Spotify 当前的市场估值相当于 2024 年 39.7 倍经调整 EV/EBITDA 比率。这种差异可能是由于 Spotify 所在的领域具有全球性的绝对行业垄断地位以及其刚刚扭亏为盈，并具有巨大成长空间的营利性。因此不管是市盈率还是 EV/EBITDA 等盈利性相关的比率，都很难和同业对比。相较之下，我们认为市销率作为 Spotify 估值的参考依据相对更为合理，而我们所选取公司的市销率估值水平也能较好反应当前市场对于行业的理解。Apple 和 Meta 分别以 7.6 倍和 7.5 倍 2024 年市销率成为我们所选取同业组中最高存在，其估值也反映了其互联网属性以及其深厚的客户忠诚度。其次，估值紧接其后的是腾讯音乐娱乐（TME），我们认为其主要反映了目前中国市场相对于世界市场，具有更高的成长潜力。作为较为传统的音乐版权运营的华纳音乐，其市销率为 2.4 倍，反映了传统娱乐行业的行业成熟度和成长上的局限。同样地，其他两家传统传媒行业具有更低的市销率，也反映出其行业的成熟和成长的局限。

表-3: 同业估值 – 美国上市内容和信息平台

公司名称	股票代码	货币	股价	EV/EBITDA			PSR			PER	ROE	市值 百万 美元
				24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	24F	
音乐												
Spotify Technology	SPOT US	USD	296.78	44.1	28.3	20.6	3.5	3.0	2.7	55.8	28.3	296.78
Apple Inc	AAPL US	USD	192.25	21.6	20.3	20.1	7.6	7.2	7.0	29.1	151.8	192.25
Meta Platforms Inc	META US	USD	466.83	12.8	10.8	9.1	7.5	6.6	5.9	22.2	30.9	466.83
Sony Group Corp	SONY US	USD	82.34	7.6	n.a.	n.a.	1.4	1.3	1.3	n.a.	13.7	82.34
Tencent Music Entertainment	TME US	USD	14.45	19.2	15.4	13.1	6.2	5.5	5.0	23.2	11.6	14.45
Live Nation Entertainment In	LYV US	USD	93.74	12.5	11.2	10.0	0.9	0.8	0.7	64.2	84.7	93.74
Warner Music Group Corp	WMG US	USD	29.78	13.0	11.9	10.4	2.4	2.3	2.1	24.9	132.5	29.78
News Corp	NWSA US	USD	27.19	11.4	9.9	8.7	1.6	1.5	1.5	40.6	4.5	27.19
Fox Corp	FOX US	USD	31.94	6.6	5.9	6.2	1.1	1.0	1.1	n.a.	15.0	31.94
简单平均				11.9	10.8	9.6	3.0	2.7	2.5	35.0	41.8	
加权平均				12.4	10.8	9.1	6.7	5.9	5.3	23.2	30.7	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

注: 上述估值和ROE基于彭博一致预期。市值和股价截至2024年6月3日。

我们认为 Spotify 具有不亚于互联网社区平台的用户量和用户粘性。Spotify 目前的估值水平为 3.5 倍 2024 年市销率，与 TME 的 6.2 倍市销率相比有近 44% 的折让。尽管 TME 在国内市场有显著的用户增长潜力，但 Spotify 在全球舞台上的地位、高用户粘性和忠诚度表明其与 TME 相比应享受较小的折让。因此，我们给予 Spotify 4.3 倍 2024 年市销率的估值水平，其市值约为 754 亿美元。

6.2 测算 Spotify 总 LTV 的估值法

过去五个月，Spotify 的股价出现显著的提升，股价从年初的 187.91 美元提升至当下的 302.82 美元。这相当于升幅超过 60%，市值提升 220 亿美元以上。我们认为相对估值法无法很好地解释短期内 Spotify 估值出现的巨大提升，但是通过计算和分析整个公司的用户的 LTV（客户生命周期价值），可从另一个角度较好地解释 Spotify 当前的估值。

除了成功的全球扩张和盈利能力的改善大大提高了市场对 Spotify 未来收益的预期以外，Spotify 估值的重大变化还可归因于市场估值模式的转变。市场似乎认识到并采用了一种更微妙的方法来为 Spotify 估值，不仅关注当前的盈利能力，还关注其用户群产生的长期价值。这种针对 LTV 分析的估值模型的重新调整，反映出 Spotify 通过其强大的用户粘性和留存策略创造的内在价值得到了更深层次的认可。这种观点对于理解 Spotify 持续增长和盈利的潜力至关重要，因为它强调的是每用户的长期收入潜力，而不仅仅是即时的财务业绩。

图-12: 测算用户生命周期价值的关键公式

$$LTV = \sum_{X=1}^n \frac{ARPU_x - Costs_x}{(1 + WACC)^x} - SAC$$

资料来源：国泰君安国际。

LTV 公式的应用

为了计算出 Spotify 的总 LTV，我们将其用户划分为四个市场：北美、欧洲、拉美以及除了中国以外的世界其他地方。这种划分可以进行更细致的分析，因为每个地区都有不同的用户行为、定价策略和增长潜力。通过理解和计算每个市场的 LTV，我们能从每用户长期收入潜力的角度，全面了解 Spotify 的整体价值。这种方法不仅更符合 Spotify 多元化和全球用户群的内在价值，而且为其目前的市场估值提供了一个强有力的框架。通过关注 Spotify 用户的生命周期价值，我们可以深入了解公司经济价值的潜在驱动因素，而传统的短期估值指标可能会忽略这些因素。

图-13: 测算 LTV 的三种方法汇总

1. Basic LTV Formula:

$$LTV = ARPU \times \frac{1}{\text{Churn Rate}}$$

2. Alternative LTV Formula Using Customer Lifespan:

$$LTV = ARPU \times \text{Customer Lifespan}$$

3. Discounted LTV Formula:

$$LTV = \sum_{t=1}^n \frac{ARPU_t}{(1 + i)^t}$$

资料来源：国泰君安国际。

ARPU (Average Revenue Per User)：这是每个客户产生的平均收入，通常按特定时期（如每月或每年）计算。

流失率：这是指在一段时间内停止使用服务的客户比例。该公式使用流失率的倒数来估计客户平均持续产生收入的时间。

客户生命周期：这表示客户保持活跃的平均时间周期（月、年）。这种方法提供了每个用户的平均收入乘以客户与公司关系的估计持续时间的直接乘法。

在对 Spotify 估值的过程中，理解单个用户的生命周期价值（LTV）至关重要，尤其是对于 Spotify 等基于内容的应用程序。计算 LTV 的主流方法包括：LTV = LT×ARPU 以及 LTV = ARPU/流失率。考虑到计算所需信息和 Spotify 的收入模式，我们主要采用后一个公式，即 LTV = ARPU/流失率，这通常用于会员类应用程序。

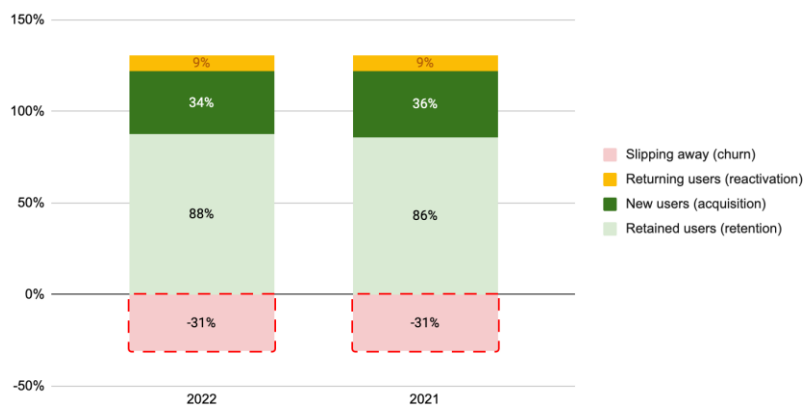
考虑到 Spotify 目前月活跃用户（MAU）的规模和稳定性，我们采用年化 ARPU 和年化流失率放入公式计算。对于每个地区的 ARPU 和流失率，我们会根据目前对于市场的了解给出不同的假设。在计算过程中，根据历史数据和预测，ARPU 的假设相对容易确定。然而，年化流失率却是一个相对复杂点，并很值得研究和分析的因素。根据公司信息不难看出，LTV 的价值的提升，是通过提升 ARPU 或者降低流失率来实现，当前我们认为 ARPU 相对较为稳定，而针对年化流失率的分析反而是对于 Spotify 估值更为重要的考量因素。

Spotify 流失率的分析

在我们对 Spotify 订阅用户动态的评估中，一个关键指标是流失率，它衡量的是在一段时间内停止使用服务的订阅用户比例。这项分析利用了费鲁乔·巴莱斯特里 (Ferruccio Balestreri) 的文章《对 Spotify SaaS 指标的反向工程》中所获取的数据和见解，该文章对 Spotify 的流失情况及其对公司整体订阅用户管理策略的影响进行了详细分解。根据这篇文章，Spotify 在最近的财务报告中并没有明确披露其流失率。然而，历史数据和公司高管的声明为估算这一关键指标提供了基础。例如，在 2020 年第三季度，Spotify 报告称其平均每月流失率首次降至 4% 以下。此外，据巴莱斯特的文章所述，Spotify 的首席财务官表示，2021 年的年平均流失率约为 3.9%。在美国等最成熟的市场，流失率一般在 1% 至 2% 之间

尽管年流失率较高，但 Spotify 展现出强大的订阅用户重新参与度。公司的文件显示，大约 70% 流失的用户会在 45 天内回到 Spotify，不是转向付费计划，就是转向免费计划。如此高的重新参与率凸显了 Spotify 产品的粘性以及其重新激活策略的有效性。出于建模目的，必须将流失率与（已离开用户的）返回率以及返回时选择付费订阅的用户比例结合起来考虑。2022 年，大约 41% 的总用户订阅了付费计划。在 2021 年和 2020 年，这一比例约为 43%。尽管流失率较高，但付费订阅率的这种持续性表明有一个稳定的核心用户基础，他们在 Spotify 的服务中发现了价值。巴莱斯特里概述了一种通过考虑流失用户和返回用户来计算新订阅用户获取的方法：新获取的订阅用户=第 N 年的订阅用户-第 (N-1) 年的订阅用户-返回用户+流失用户。通过应用这一框架，我们可以定量评估 Spotify 在用户获取、保留和重新激活方面的表现。这一指标不仅反映了 Spotify 吸引新用户的能力，还突出了它在重新吸引那些先前离开平台的用户方面的有效性。此外，计算得出的保留用户和返回用户与上一年相比的数字与我们的研究非常接近，进一步验证了我们的方法

图-14: Spotify 在用户获取、留存和重新激活方面的表现



资料来源: June.so、国泰君安国际。

表-4: 计算 Spotify 付费用户总 LTV 的关键假设和数据摘要

	2023E	2024E	2025E	2026E
付费用户价值				
北美				
ARPU-月度 (€)	6.4	6.9	7.3	7.7
ARPU-年度 (€)	77.1	82.6	87.4	92.4
月度流失率 %	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
年度流失率 %	16.6%	14.5%	14.5%	14.5%
经调整用户留存率	95.0%	95.6%	95.6%	95.6%
经调整年度流失率%	5.0%	4.4%	4.4%	4.4%
LTV (USD) – 正常流失率	465	568	602	636
LTV (USD) – 经调整流失率	1,550	1,894	2,006	2,120
平均付费用户 (百万)	61	65	67	68
收入成本%	71.2%	69.7%	69.0%	68.5%
市场推广费用率	11.6%	8.7%	7.8%	7.2%
总 LTV (百万美元)	16,200	26,682	31,225	35,092
欧洲				
ARPU-月度 (€)	5.8	6.2	6.8	7.5
ARPU-年度 (€)	69.6	74.4	81.4	89.5
月度流失率 %	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%
年度流失率 %	16.6%	14.5%	14.5%	13.5%
经调整用户留存率	95.0%	95.6%	95.6%	96.0%
经调整年度流失率%	5.0%	4.4%	4.4%	4.0%
LTV (USD) – 正常流失率	420	512	560	664
LTV (USD) – 经调整流失率	1,398	1,706	1,867	2,212
平均付费用户 (百万)	85	93	99	104
收入成本%	71.2%	69.7%	69.0%	68.5%
市场推广费用率	11.6%	8.7%	7.8%	7.2%
总 LTV (百万美元)	20,473	34,364	42,972	55,638
拉美				
ARPU-月度 (€)	3.3	3.5	3.9	4.2
ARPU-年度 (€)	39.6	42.3	46.3	50.9
月度流失率 %	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%
年度流失率 %	38.0%	37.6%	37.2%	36.8%
经调整用户留存率	88.6%	88.7%	88.8%	89.0%
经调整年度流失率%	11.4%	11.3%	11.2%	11.0%
LTV (USD) – 正常流失率	104	113	125	138
LTV (USD) – 经调整流失率	348	375	415	461
平均付费用户 (百万)	47	54	57	59
收入成本%	71.2%	69.7%	69.0%	68.5%
市场推广费用率	11.6%	8.7%	7.8%	7.2%
总 LTV (百万美元)	2,849	4,380	5,495	6,580
世界其他地方(除中国外)				
ARPU-月度 (€)	1.1	1.1	1.2	1.3
ARPU-年度 (€)	13.1	13.6	14.6	15.8
月度流失率 %	10.0%	9.0%	9.0%	8.5%
年度流失率 %	71.8%	67.8%	67.8%	65.6%
经调整用户留存率	64.1%	66.1%	66.1%	67.2%
经调整年度流失率%	35.9%	33.9%	33.9%	32.8%
LTV (USD) – 正常流失率	18	20	22	24
LTV (USD) – 经调整流失率	37	40	43	48
平均付费用户 (百万)	28	36	49	63
收入成本%	71.2%	69.7%	69.0%	68.5%
市场推广费用率	11.6%	8.7%	7.8%	7.2%
总 LTV (百万美元)	174	316	487	734
广告价值				
平均广告支持 MAU (百万)	340	401	447	481
月度广告 ARPU (广告支持 MAU)	0.4	0.4	0.5	0.5
隐含 CPM	14.4	15.0	15.9	16.6
月度流失率 %	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	7.0%	14.5%	20.8%	25.5%
总 LTV (百万美元)	264	662	1,114	1,538
总体 LTV (百万美元)	39,961	66,405	81,293	99,582

公司、国泰君安国际。

Spotify 的流失率虽然看似较高，但强大的重新参与策略缓解了这一情况，很大一部分流失用户重新回到平台。这种动态在维持服务的订阅用户基础方面起着关键作用，并且在对 Spotify 对其利益相关者的长期价值进行任何全面分析时都需要考虑到这一点。计算得出的流失率和重新参与率对于开发准确的客户生命周期价值（LTV）模型以及旨在实现订阅用户留存和收入增长的战略规划至关重要。

根据所提供信息，我们对 Spotify 在四个不同地区用户的年化流失率进行了计算。我们假设在美国和欧洲等成熟市场，Spotify 从 2023 年到 2026 年将保持 1-2% 的月度流失率，且每年逐渐改善。对于拉美市场，我们保持每月大约 3.9% 的持续流失率，而对于世界其他地区（不含中国），我们则从估计的 2023 年至 2024 年 10% 的月度流失率开始，预计每年会有所改善。

根据我们的计算可以发现，关于流失率的分析和假设对 Spotify 用户的生命周期价值（LTV）有重大影响。月度流失率使用以下公式进行年化：年化流失率 = $1 - (1 - \text{月度流失率})^{12}$ 。例如，要计算月度流失率为 3.9% 的拉美市场的年化流失率，算式如下：年化流失率 = $1 - (1 - 0.039)^{12} = 0.38$ 。这得出年化流失率约为 38%。这个数字表示 Spotify 预计每年取消订阅的用户百分比。直接使用年化流失率，结合我们假设的拉美市场每年 APRU 为 39.33 美元，使用“LTV = APRU / 流失率”公式对单个付费用户进行简单的生命周期价值计算，得出 2023 年的生命周期价值为 104 美元。然而，流失成员返回 Spotify 的可能性会显著改变计算结果。假设大约 70% 流失的用户在 45 天内返回 Spotify，转向付费或免费计划，我们相应地调整流失率。采用公式：返回的付费用户 = 流失用户 × 返回率 × 付费订阅比例。我们估计拉美市场的实际年化流失率约为 11.4%，得出单个付费用户的生命周期价值为 348 美元。

结合我们对 ARPU 和流失率的假设，以及收入成本和市场推广费用率，我们估算了订阅业务的总 LTV。同样地，我们也估算了广告业务的总 LTV。基于这些计算，我们估计 Spotify 在 2023 年、2024 年、2025 年和 2026 年的总 LTV 分别为 400 亿美元、664 亿美元、813 亿美元和 996 亿美元。与相对估值法得出的公司估值相比，我们基于 LTV 的估值非常契合，从长期角度支持了市场对 Spotify 增长和盈利能力的预期。

我们首予“买入”评级和 378.52 美元的目标价。与相对估值法得出的估值相比，我们基于 LTV 的估值是一致的，并从长期视角而言支持市场对 Spotify 增长和盈利能力的预期。结合这两种估值方法，我们目前对公司的估值约为 754 亿美元的市值，相当于 4.4 倍 2024 年市销率（PSR）。

财务报表和比率

损益表						资产负债表					
Year ended 31 Dec (€ mn)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	Year ended 31 Dec (€ mn)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Total Revenue	11,727	13,247	15,746	18,147	20,451	Property, Plant & Equipment	348	247	215	201	188
Cost of revenue	8,801	9,850	11,292	12,769	14,179	Intangible Assets	1,295	1,221	1,195	1,168	1,141
Gross Profit	20,528	23,097	27,038	30,916	34,630	Investment in Associates	0	0	0	0	0
Selling and distribution expenses	(1,572)	(1,533)	(1,376)	(1,419)	(1,471)	Long term investment	1,138	1,215	1,215	1,215	1,215
R&D expenses	(1,387)	(1,725)	(1,619)	(1,633)	(1,687)	Restricted Cash	78	75	75	75	75
Administrative expenses	(626)	(585)	(526)	(544)	(562)	Other Non-Current Assets	417	300	276	254	234
Operating profit	16,943	19,254	23,517	27,319	30,910	Deferred Tax Assets	8	28	28	28	28
Other income and gains	(17,313)	(19,759)	(22,570)	(25,607)	(28,414)	Total non-current assets	3,284	3,086	3,003	2,941	2,881
Profit before tax	(370)	(505)	946	1,712	2,496	Trade and Other Receivables	690	858	1,260	1,679	2,096
Income tax	(60)	(27)	(170)	(427)	(622)	Income Tax Receivable	5	20	16	18	20
Profit After Tax	(430)	(532)	777	1,285	1,873	Short Term Investments	867	1,100	1,100	1,100	1,100
Non-controlling Interest	0	0	0	0	0	Other Current Assets	307	168	205	263	327
Shareholders' Profit / Loss	(430)	(532)	777	1,285	1,873	Cash & cash equivalents	2,483	3,114	5,103	6,110	6,349
Basic EPS (€)	(2.229)	(2.732)	3.903	6.439	9.487	Total current assets	4,352	5,260	7,684	9,169	9,892
						Total Assets	7,636	8,346	10,687	12,110	12,774
现金流量表						Trade and Other Payables	845	978	1,165	1,334	1,493
Year ended 31 Dec (€ mn)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	Income Tax Payable	11	12	14	16	19
Net loss	(430)	(532)	777	1,285	1,873	Deferred Revenue	520	622	682	783	883
Depreciation of PPE	118	110	88	88	88	Accrued Expenses	2,093	2,440	2,900	3,343	3,767
Amortization of Intangible Assets	53	48	37	36	37	Provisions	26	21	25	29	32
Stock-Based Compensation	381	321	360	416	468	Derivative Liability	21	17	17	17	17
Impairment Loss	0	152	0	0	0	Total Current Liabilities	3,516	4,090	4,803	5,522	6,210
Loss on Disposal of Equipment	14	0	0	0	0	Long-Term Debt	1,128	1,203	1,203	1,203	0
Finance Income	(421)	(161)	(217)	(134)	(147)	Accrued Expenses	583	519	541	564	590
Noncash Interest	132	220	203	203	203	Provisions	3	3	3	3	3
Noncash Taxes	60	27	170	265	0	Deferred Tax Liabilities	5	8	178	442	442
Net Foreign Exchange	7	1	0	0	0	Total Non-current Liabilities	1,719	1,733	1,925	2,213	1,036
Changes in working capital	132	494	279	239	205	Total Liabilities	5,235	5,823	6,728	7,735	7,246
Cash from operating activities	46	680	1,696	2,398	2,727	Share Capital	0	0	0	0	0
Business Combinations	(306)	(7)	0	0	0	Other Paid in Capital	4,789	5,155	5,828	4,891	4,113
Purchase of Equipment	(25)	(6)	(10)	(28)	(29)	Other Reserves	1,259	1,550	1,550	1,550	1,550
Purchase of Investments	(457)	(1,590)	0	0	0	Accumulated Deficit	(3,647)	(4,182)	(3,419)	(2,065)	(136)
Sale of Short Term Investments	368	1,379	0	0	0	Total Shareholders' Equity	2,401	2,523	3,959	4,376	5,528
Change in Restricted Cash	0	4	0	0	0	Minority Interest	0	0	0	0	0
Change in Other Non-Current	(3)	3	0	0	0	Total Equity	2,401	2,523	3,959	4,376	5,528
Cash from investing activities	(423)	(217)	(9)	(28)	(29)	财务比率					
Financial Lease Payments	(41)	(64)	0	0	0		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Proceeds from Share Issuance	(2)	0	0	(1,500)	(1,500)	Gross margin (%)	175.0	174.4	171.7	170.4	169.3
Proceeds from Issuance of Debt	0	0	0	0	(1,203)	Cost to revenue (%)	(75.0)	(74.4)	(71.7)	(70.4)	(69.3)
Exercise of Share Options	3	298	313	146	255	Selling expense to revenue (%)	13.4	11.6	8.7	7.8	7.2
Cash from financing activities	(40)	234	313	(1,354)	(2,448)	Admin expense to revenue (%)	5.3	4.4	3.3	3.0	2.8
Net changes in cash	(417)	697	2,000	1,016	249	R&D expense to revenue (%)	(11.8)	(13.0)	(10.3)	(9.0)	(8.3)
Cash at beg of year	2,744	2,483	3,114	5,103	6,110	Operating profit margin (%)	144.5	145.3	149.4	150.5	151.1
Effect of exchange rate changes	156	(66)	0	0	0	Net margin (%)	(3.7)	(4.0)	4.9	7.1	9.2
Cash at end of year	2,483	3,114	5,103	6,110	6,349	ROE (%)	(19.0)	(21.6)	24.0	30.8	37.8
						ROA (%)	(5.8)	(6.7)	8.2	11.3	15.1

资料来源: 公司、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2024 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com