



Company Report: Spotify (SPOT US)

公司报告: Spotify (SPOT US)

Teddy Lin 林荣叶
(852) 2509 5409

rongye.lin@gtjas.com.hk

26 July 2024

预期利润增长已实现

- 维持“买入”，目标价为 378.52 美元，我们维持对 2024 财年的盈利预测。**
Spotify 在 2024 年两次提价，但仍保持了强劲的 MAU 增长。这充分体现出公司长久积攒的用户忠诚度。我们认为，公司提升盈利性的大体方向来自稳步提升 premium 会员收入，同时在拓展新兴市场过程中，快速提升其广告收入，而由于广告收入目前能快速提升公司的经营利润，从而一步步印证其全球性的扩张计划和盈利性。但是我们洞悉到，苹果往后会在其产品捆绑式销售来增加其在流媒体音乐领域的市场份额，我们觉得在长远的未来会在一定程度上威胁到 Spotify 会员收入的增长。
- 总体而言，Spotify 的毛利率从 2023 年第二季度的 24% 上升到 2024 年第二季度的 29%，净利润则从 3.02 亿欧元的亏损上升到 2.74 亿欧元的利润，实现了 7% 的净利率。**2024 年第二季度 Spotify 的 premium 会员收入达到 33.51 亿欧元，符合我们此前预测，较 2023 年同期增长了 21%。高级订阅业务的经营利润为 10.51 亿欧元，较我们预期高 4%。这主要是由于毛利率提升超预期，订阅收入的毛利率从 2023 年第二季度的 28.5% 提高到 31.4%。广告收入达 4.56 亿欧元，仍然只占总收入的 12%。但期对毛利润的贡献却较去年同期大幅增加。广告毛利率从 2023 年第二季度的 -5.7% 大幅提高至 13.4%，表明盈利能力持续增强。
- 整体收入增长主要由 premium 会员板块推动，超预期的毛利率表现显示出 Spotify 强大的定价能力。**然而，付费业务的收入成本主要与内容授权费用挂钩。此外，随着人工智能行业的发展，我们预计将来微软和谷歌等人工智能云服务提供商的高额研发支出可能会转嫁给 Spotify 等下游用户。这可能会限制毛利率的提升。尽管如此，广告业务仍表现出显著超越市场的潜力。
- 有声读物目前在美国、英国、澳大利亚、加拿大、爱尔兰和新西兰等六个市场面向高级订户开放。**此外，Spotify 正在缩减房地产成本，导致 2024 年上半年产生 1,200 万欧元的减值费用作为其办公空间优化计划的一部分。我们认为，在未来一年，Spotify 的主要战略重点将是优化费用，并通过增加广告收入来提高整体盈利能力。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

US\$378.52

Revised from 原目标价:

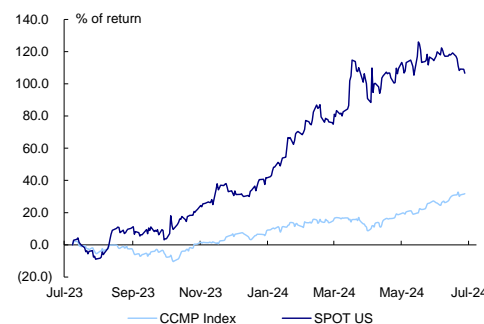
US\$378.52

Share price 股价:

US\$328.950

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 %	3.1	13.6	120.6
Rel. % to NASDAQ Index 相对纳指变动 %	6.6	5.7	99.0
Avg. share price (US\$) 平均股价 (美元)	310.24	306.36	225.44

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 15.3%	
Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)			65,493.9		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\$)			346.230 / 129.230		FY24 Est. NAV (US\$) FY24 每股估值 (美元)				393.0	

Source: the Company, Guotai Junan International.

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