

Spotify (SPOT.US): 利润持续改善, 进入加速执行之年

整体业绩优于预期, 利润率创新高: 公司 FY24 Q4 多项业务指标均优于预期: 收入 42.42 亿欧元, 同比增长 15.6%, 优于市场预期 1.9%; 毛利率同比提升 5.6pp 至 32.2%, 优于指引的 31.8%, 主要受益于内容成本的优惠, 公司综合版权成本得到了进一步优化; 经营效率持续改善, 经营费用同比下降 15.5%, 经营利润为 4.77 亿欧元; 净利润为 3.67 亿欧元, 净利率提升至 8.7%, 创历史新高。

用户增长强劲, 展现强大定价能力: 得益于假期和营销活动, 公司 FY24 Q4 MAU 同比增长 12% 至 6.75 亿, 订阅用户数达到 2.63 亿, 主要受新兴市场的用户增长驱动。我们预计公司将持续受益于新兴市场的竞争格局改善。公司在多个市场进行了订阅提价, 推动 ARPU 同比增长 5% 至 4.85 欧元。用户数和 ARPU 共同推动了 Premium 收入同比增长 16.9% 至 37.05 亿欧元, 毛利率提升至 15.1%。尽管公司进行了价格上涨, 但用户增长仍然保持强劲, 我们认为这展现出了公司强大的定价能力。Amazon Music 近期也将订阅价格从 10.99 美元提升至 11.99 美元, 我们预计价格提升仍将是行业及公司未来 ARPU 提升的重要方式。此外, 未来更高级别订阅层级和增值服务也将成为公司基本面的强力支撑。

广告业务仍相对低迷, 公司持续完善技术建设: 公司 FY24 Q4 广告业务仍旧相对低迷, Ad-Supported 收入同比增长 7.2% 至 5.37 亿欧元, 主要受益于广告展示销售增长, 但部分被价格疲软抵消。公司已基本完成程序化广告的技术建设, 正寻求增加更多的合作伙伴, 以推动公司广告库存销售。我们预计广告业务有望在 2026 年迎来规模提升。

维持“买入”评级, 调整目标价至 700 美元: 公司将加速执行作为今年目标, 将在平台上投资更多音乐体验, 有望持续增强公司的产品力, 我们预计整体利润率也将随着规模增长而得到扩大。我们预计公司 FY25E/FY26E 收入为 181 亿/208 亿欧元, 调整后 EBITDA 为 27 亿/36 亿欧元, 提升目标价至 700 美元, 对应 FY26E 38x EV/EBITDA。我们看好公司强大用户粘性和新兴市场潜力, 维持“买入”评级。

投资风险: 用户增长不及预期; 版权版税风险; 行业竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万欧元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	13,247	15,673	18,120	20,801	23,406
经营利润	(446)	1,365	2,376	3,180	3,922
调整 EBITDA	33	1,753	2,736	3,552	4,310
目标 EV/EBITDA (x)		77.0	49.3	38.0	31.3

E=浦银国际预测,

资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2025 年 2 月 6 日

Spotify (SPOT.US)

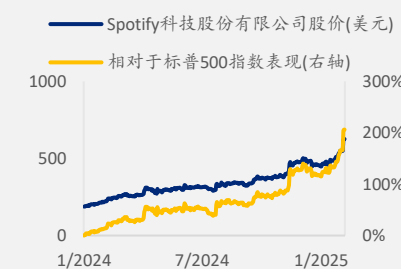
目标价 (美元)	700
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (美元)	626
52 周内股价区间 (美元)	227-631
总市值 (百万美元)	125,706
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1,338

注: 截至 2025 年 2 月 5 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2025 年 2 月 5 日收盘价
资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

欧元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	13,247	15,673	18,120	20,801	23,406
收入成本	(9,850)	(10,949)	(12,346)	(13,964)	(15,505)
毛利	3,397	4,724	5,775	6,837	7,901
研发费用	(1,725)	(1,486)	(1,493)	(1,640)	(1,802)
销售费用	(1,533)	(1,392)	(1,408)	(1,509)	(1,638)
管理费用	(585)	(481)	(498)	(508)	(538)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(446)	1,365	2,376	3,180	3,922
利息支出	(59)	(24)	100	100	100
其他收益	-	-	-	-	-
除税前盈利	(505)	1,341	2,476	3,280	4,022
所得税开支	(27)	(203)	(495)	(656)	(804)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(532)	1,138	1,981	2,624	3,218
调整后EBITDA	33	1,753	2,736	3,552	4,310

现金流量表

欧元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	(532)	1,138	1,981	2,624	3,218
折旧与摊销	158	121	120	124	128
营运资金变动	464	376	157	183	174
其他非现金调整	590	666	659	688	722
经营活动现金流	680	2,301	2,917	3,619	4,242
资本性支出	(6)	(17)	(20)	(22)	(25)
投资	(211)	(1,471)	(200)	(200)	(200)
其他投资活动	-	2	-	-	-
投资活动现金流	(217)	(1,486)	(220)	(222)	(225)
借款	-	-	(200)	(200)	(200)
股本	366	933	-	(500)	(500)
其他融资活动	(132)	(204)	-	-	-
融资活动现金流	234	729	(200)	(700)	(700)
汇兑收益及其他	(66)	123	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	631	1,667	2,497	2,696	3,317
期初的现金及现金等价物	2,483	3,114	4,781	7,278	9,975
期末的现金及现金等价物	3,114	4,781	7,278	9,975	13,292

资产负债表

欧元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	247	188	150	120	96
无形资产	84	48	43	39	35
商誉	1,137	1,201	1,144	1,077	1,001
投资	1,215	1,635	1,635	1,635	1,635
其他非流动资产	403	554	554	554	554
非流动资产合计	3,086	3,626	3,526	3,425	3,322
应收账款	858	771	891	1,023	1,151
现金及现金等价物	3,114	4,781	7,278	9,975	13,292
投资	1,100	2,667	2,867	3,067	3,267
其他流动资产	188	160	160	160	160
流动资产合计	5,260	8,379	11,196	14,225	17,870
资产总额	8,346	12,005	14,723	17,650	21,192
权益总额	2,523	5,525	8,165	10,977	14,416
长期借款	1,203	1,539	1,339	1,139	939
其他非流动负债	530	491	491	491	491
非流动负债合计	1,733	2,030	1,830	1,630	1,430
应付账款及票据	978	1,342	1,513	1,712	1,900
递延收入	622	683	790	906	1,020
其他流动负债	2,490	2,425	2,425	2,425	2,425
流动负债合计	4,090	4,450	4,728	5,043	5,345
负债总额	5,823	6,480	6,558	6,673	6,775
权益及负债总额	8,346	12,005	14,723	17,650	21,192

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	13.0%	18.3%	15.6%	14.8%	12.5%
毛利润增速	16.1%	39.1%	22.2%	18.4%	15.6%
经营利润增速	-32.3%	NM	74.1%	33.8%	23.4%
净利润增速	23.7%	NM	74.1%	32.4%	22.6%
盈利能力比率					
毛利率	25.6%	30.1%	31.9%	32.9%	33.8%
经营利润率	-3.4%	8.7%	13.1%	15.3%	16.8%
净利率	-4.0%	7.3%	10.9%	12.6%	13.7%
每股指标 (欧元)					
EPS	-2.7	5.5	9.4	12.2	14.6
估值 (倍)					
目标EV/EBITDA			49.3	38.0	31.3
目标P/S			7.9	7.0	6.3

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：Spotify (SPOT.US)



注：截至 2025 年 2 月 5 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

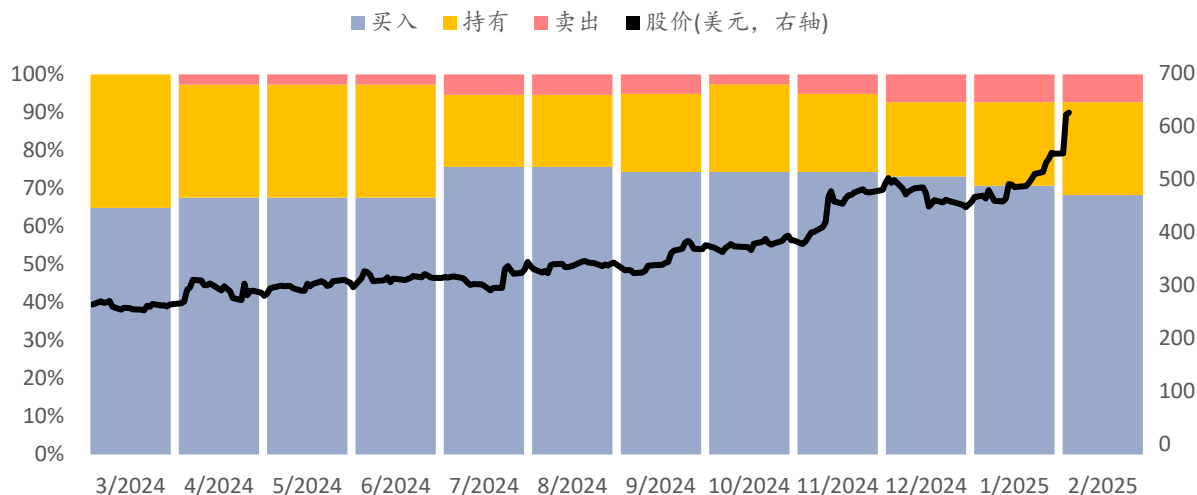
图表 3：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
NFLX US Equity	Netflix	392,778	918.9	46.3	38.6	32.2	36.6	30.7	26.0
ROKU US Equity	Roku	12,055	83.0	N/A	N/A	532.0	46.0	34.0	21.8
MSFT US Equity	Microsoft	3,325,399	447.3	36.2	32.5	27.8	23.2	20.8	18.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,332,894	191.4	23.3	20.9	18.0	15.7	13.7	12.1
AMZN US Equity	Amazon	2,391,744	227.5	36.2	31.9	26.8	16.8	14.5	12.4
META US Equity	Meta	1,566,628	620.4	26.6	23.7	20.9	17.2	15.2	12.7
CRM US Equity	Salesforce	339,075	354.3	35.7	32.1	28.6	21.3	20.4	18.9
NOW US Equity	ServiceNow	230,947	1,121.1	80.6	67.5	55.6	65.0	51.4	40.9
PLTR US Equity	Palantir	173,228	76.1	199.7	162.9	134.4	155.3	121.0	101.5
CRWD US Equity	CrowdStrike	90,654	368.0	97.2	87.3	69.2	87.9	74.8	54.7
DUOL US Equity	Duolingo	14,885	338.1	167.9	110.6	77.1	73.8	51.7	38.3
合计				83.1	66.6	52.3	56.2	44.0	34.0

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2025 年 2 月 5 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

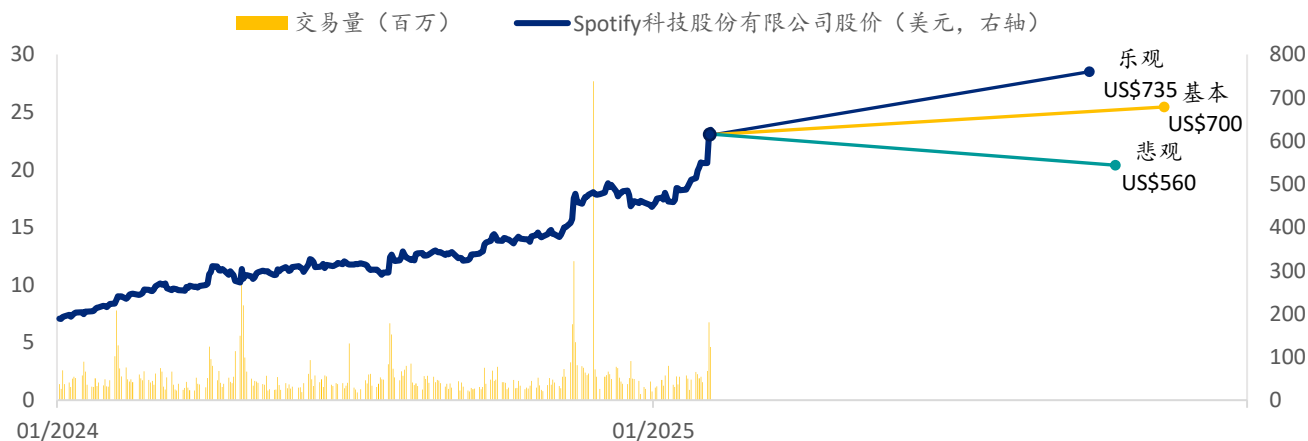
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：Spotify (SPOT.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：Spotify (SPOT.US)



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：735 美元

- 用户保持高速增长；
- 新兴市场付费用户转化优于预期；
- 广告业务加速增长；
- 利润加速改善。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：560 美元

- 用户增长放缓；
- 行业竞争加剧；
- 版权版税风险。

资料来源：浦银国际预测

图表 6: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	97.55	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	99.28	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	156.50	买入	178.00	20/1/2025	电商
JD US Equity	京东	39.81	买入	46.00	20/1/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	110.14	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.37	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	14.08	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.14	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.18	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	417.80	买入	500.00	7/1/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	101.27	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	158.60	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	139.90	买入	177.00	21/1/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	17.51	买入	23.00	21/1/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.26	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	26.15	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.94	买入	4.20	23/1/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.56	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.72	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	15.89	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	150.90	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	45.40	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.46	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.93	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	42.70	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.45	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	11.08	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.91	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.10	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	123.08	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	21.11	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	413.29	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	368.27	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	236.17	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	191.33	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	193.30	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	704.87	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	392.00	买入	400.00	17/1/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	626.00	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	11.75	买入	14.50	17/12/2024	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	45.60	买入	56.00	17/12/2024	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	122.70	买入	145.00	17/12/2024	在线音乐

注：股价截至 2025 年 2 月 5 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

