

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

Spotify 科技集团 (SPOT US)

与 ChatGPT 深度整合, 释放增长动能

■ 携手 ChatGPT 提供个性化音乐与播客服务, 提升用户参与度与覆盖率, 实现双赢合作

■ OpenAI 的合作战略旨在将 AI 深度嵌入生态系统, 扩大影响力, 挑战传统巨头

■ 增持; 领先市场地位与积极前景保持不变; 近期宏观环境与管理层变动带来入场机会

Spotify 与 ChatGPT 整合, 提升用户参与度与覆盖率

Spotify 日前宣布与 ChatGPT 达成整合合作(链接), 免费与付费用户现可在聊天界面中获得个性化的音乐与播客推荐。ChatGPT 用户只需在对话中提及“Spotify”, 即可链接账户, 并根据情绪、主题或艺人请求相关歌曲、播放列表或播客内容。系统将提供可直接跳转的 Spotify 链接。Spotify 免费用户可访问现有播放列表, 付费用户则可享受由 AI 生成的个性化内容推荐。在此次 Spotify 的整合之前, Shopify(链接)和 Etsy 均已宣布与 ChatGPT 合作。ChatGPT 推出“即时结账”(Instant Checkout)新功能, 美国用户可在对话页面中直接购买 Etsy 和 Shopify 商家的产品。OpenAI 与 Stripe 合作开发的“代理式商务 (Agentic Commerce)”电商技术框架, 为商家与用户提供无缝购物与整合体验, 不仅开辟了全新的销售渠道, 也为 OpenAI 在电商领域带来了新的收入来源。

OpenAI 的合作战略对现有巨头构成竞争压力

我们认为, OpenAI 的战略是通过与主流生态系统整合, 将其 AI 技术嵌入热门服务, 从而挑战传统科技巨头的垄断地位 (如 Apple、Amazon、Google 与 Meta)。这一战略有助于显著扩大 OpenAI 的影响力, 使其不再局限于单一聊天机器人的定位, 与主导市场的科技巨头展开正面竞争。OpenAI 拥有超过 8 亿每周活跃用户, 与各大平台的合作为 OpenAI 与其合作伙伴带来双赢效益, 打造“对话即平台”的全新一体化体验。正如 OpenAI 官方所展示(链接), 这些合作正呈现持续扩展与深化的趋势, 覆盖多个 To B/To C 垂直领域, 包括 Booking.com、Canva、Coursera、Figma、Expedia、Spotify 和 Zillow 等主流平台。我们认为, 面对 OpenAI 的平台整合战略, 传统科技巨头可能会加大对自身 AI 能力的投入, 并深化现有生态系统的整合。例如, Google 可通过 Gemini 加强与 Shopify 的协作, Amazon 则可能进一步提升其 Rufus AI 购物助手的功能。在电商领域, 目前尚难判断消费者是否更偏好 OpenAI 所提供的精选推荐, 还是更倾向于 Amazon 的广泛浏览模式或 Google 的全面商品搜索结果。

近期调整释放布局窗口, 与同行业公司相比 PSG 有优势

近期管理层变动导致股价疲软, 但公司整体前景保持不变, 这为我们提供了一个良好的入场机会。公司现任联席总裁兼首席产品与技术官, 以及联席总裁兼首席商务官, 将共同出任新的联席首席执行官。两位高管均在公司任职超过 14 年, 并将继续直接向创始人 Daniel Ek 汇报。Daniel Ek 仍将掌舵公司, 专注于整体战略方向, 类似于 Jeff Bezos 在 Amazon 的战略指导地位。DCF 目标价保持不变, 对应 26 财年 59 倍 P/E 与 8 倍 P/S。Spotify 当前估值为 26 财年 0.24 倍 PSG (25-27 财年核心净利润年复合增长率为 29%)。相比之下, Netflix 的估值为 0.62 倍, 腾讯音乐为 0.57 倍, 大型科技公司的中位数为 0.7 倍)。主要风险: 1) 宏观; 2) 需求弹性变化; 3) 竞争; 4) 监管。

盈利预测及估值

12 月 31 日 年结 (百万欧元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	13,247	15,673	17,479	19,787	22,190
同比增长	13.0%	18.3%	11.5%	13.2%	12.1%
核心经营利润	-77	1,685	2,305	3,246	3,927
核心净利润	-22	1,421	2,029	2,684	3,406
同比增长	n.a.	n.a.	42.8%	32.3%	26.9%
核心每股盈利 (欧元)	-0.1	7.3	10.4	13.8	17.5
市盈率 (倍)	n.a.	77.1	60.3	51.1	38.1
市销率 (倍)	9.3	9.1	8.1	7.2	6.4
净资产收益率 (%)	-0.9%	35.3%	32.7%	32.8%	30.4%

注: 截至 2025 年 10 月 7 日的收盘价; 资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk crystalli@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

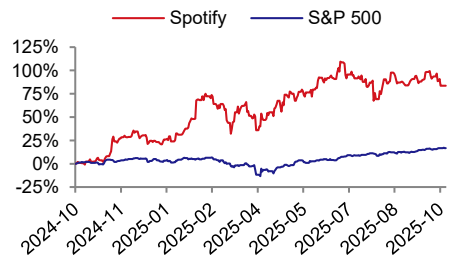
招商证券与市场对比

我们认为 Spotify 是一个跨平台的声音生态系统, 连接了 Android 和 iOS 用户, 现在还扩展到了 ChatGPT, 这一点是 Amazon 和 Google 的音乐应用较难实现的。相比市场, 我们对 CEO 的离职并不太担忧。

增持

前次评级	增持
股价 (2025 年 10 月 7 日)	680.0 美元
12 个月目标价	766.0 美元
(上涨/下跌空间)	(+13%)
前次目标价	766.0 美元

股价表现



%	1m	6m	12m
SPOT US	(3.8)	31.1	87.4
S&P 500	4.0	33.1	18.3

行业: TMT

S&P 500 (2025 年 10 月 7 日)	6,715
重要数据	
52 周股价区间 (美元)	364 - 785
市值 (百万美元)	141.9
日均成交量 (百万股)	1.94
主要股东	
Ek Daniel	15.0%
Lorentzon Martin	10.4%
腾讯控股	8.1%
其他	2.9%
总股数 (百万股)	205
自由流通量	63.5%

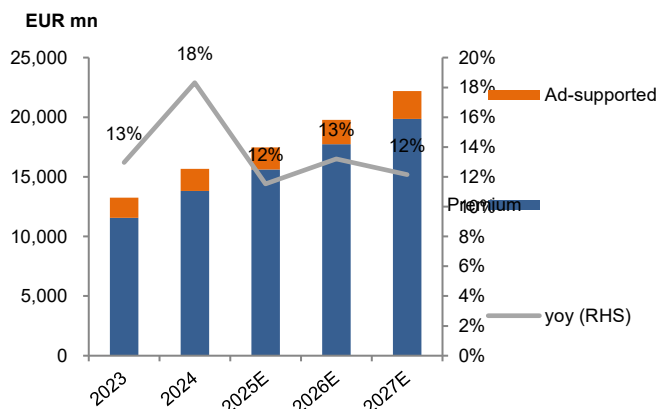
资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 研究部

相关报告

1. Spotify 科技集团 (SPOT US) - 尽管短期面临阻力, 长期前景仍然乐观 (增持) (2024/7/31)
2. Spotify 科技集团 (SPOT US) - Continued positive outlook into 2025 (增持) (Feb 5, 2025)
3. Spotify 科技集团 (SPOT US) - 经营杠杆持续助力公司前行 (增持) (2024/11/14)

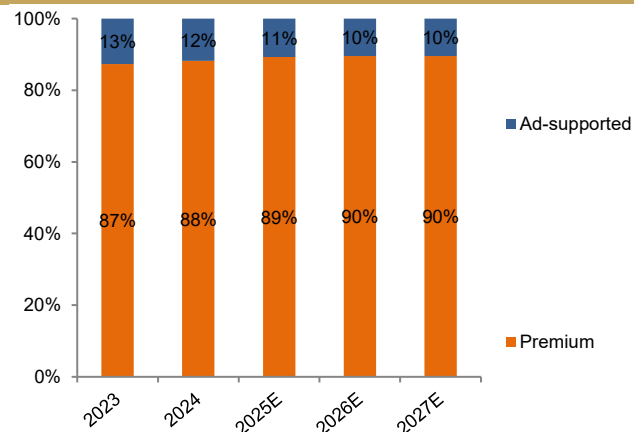
重点图表

图1: Spotify分部收入预测 (欧元 百万)



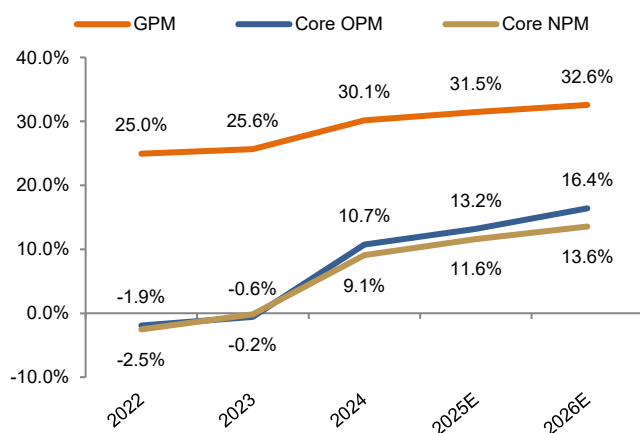
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: Spotify收入结构



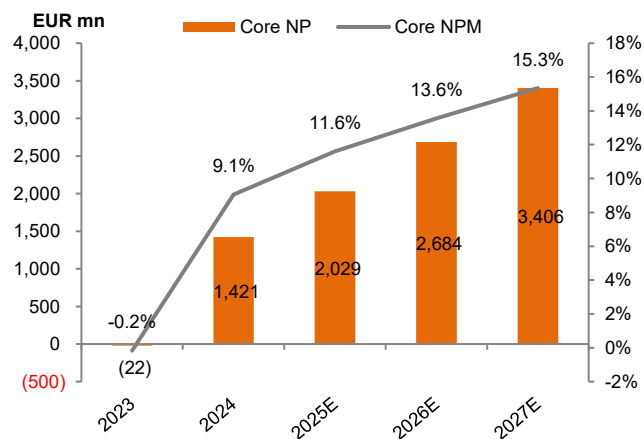
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: Spotify季度利润率



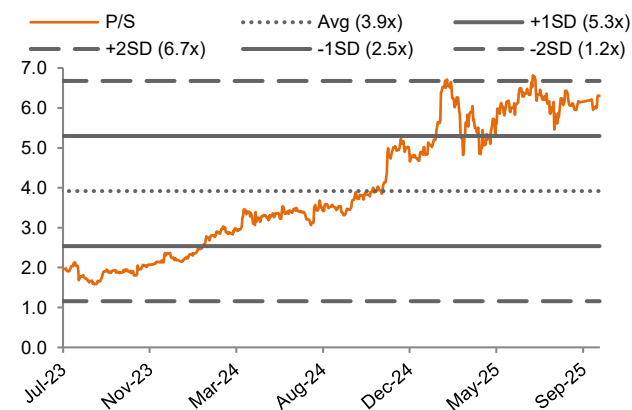
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: Spotify核心净利润和核心净利润率



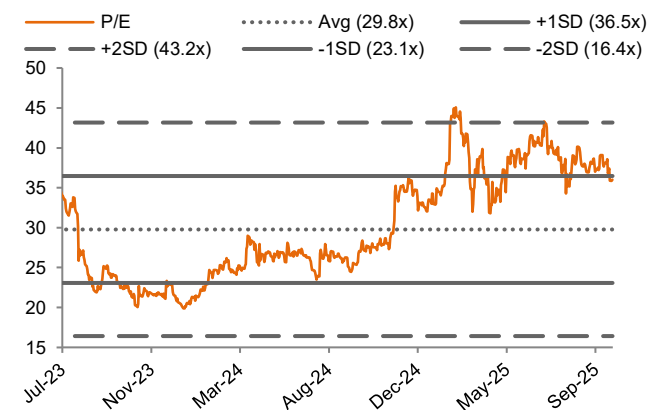
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图5: 市销率区间



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

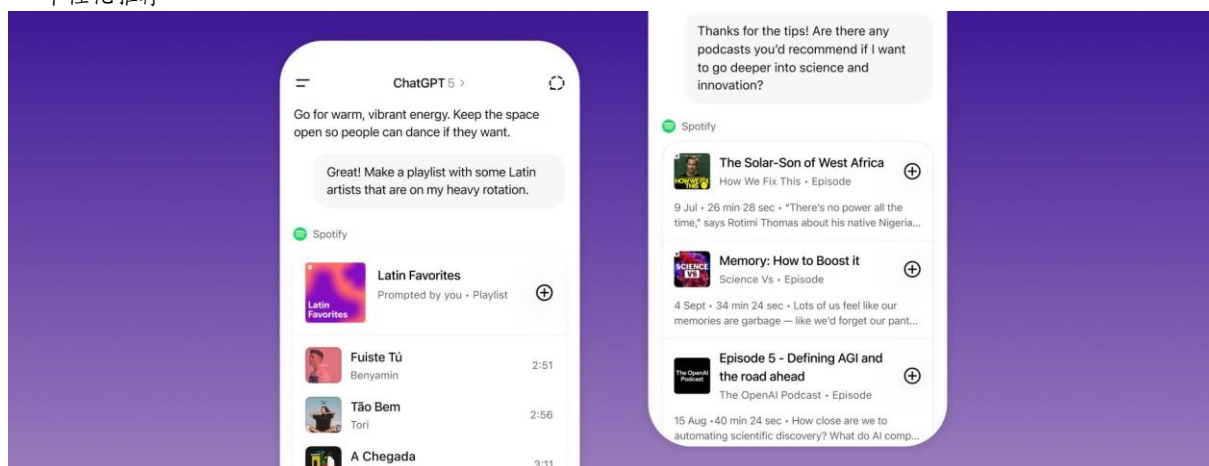
图6: 市盈率区间



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 7: Spotify 高级用户可以在 ChatGPT 中生成自定义播放列表

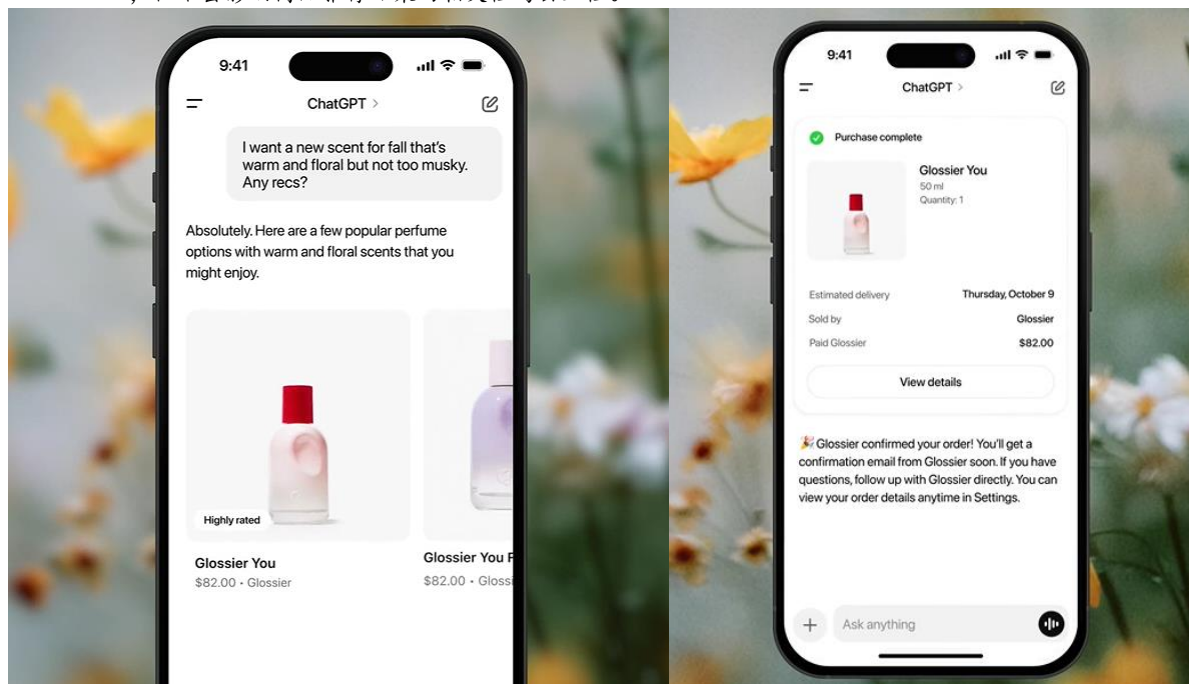
- 在 ChatGPT 中开始对话并提到 Spotify；首次使用时，用户会被提示连接他们的 Spotify 帐户
- 用户随后可以请求歌曲、艺人、专辑、播放列表或播客，也可以根据心情、主题或话题请求推荐；ChatGPT 会在对话中呈现 Spotify 的内容
- 点击曲目或节目会直接打开 Spotify 应用进行收听或观看；免费用户可以访问现有的播放列表，而高级用户则可获得个性化推荐



资料来源：公司、招商证券（香港）

图 8: ChatGPT 推出即时结账功能, 并与 Shopify 和 Etsy 合作, 试图进入自主电商领域

- 用户在对话中提出购物问题时, ChatGPT 将智能呈现来自全网的高相关度、非广告商品推荐。
- 某商品支持即时结账, 用户可以点击“购买”按钮, 在对话中直接确认订单、配送和付款信息, 并完成购买, 无需跳出聊天界面。
- 订单、付款和履约由商家的现有系统处理; ChatGPT 充当一个安全的中介角色, 类似于数字化的私人购物助手。
- 商家需为已完成的交易支付少量费用; 该服务对用户免费, 不影响商品价格。“即时结账”功能是商家排序参考因素之一, 但不会影响商品推荐结果的相关性与公正性。



资料来源: Shopify、OpenAI、招商证券 (香港)

图 9: OpenAI Agentic Commerce 流程图

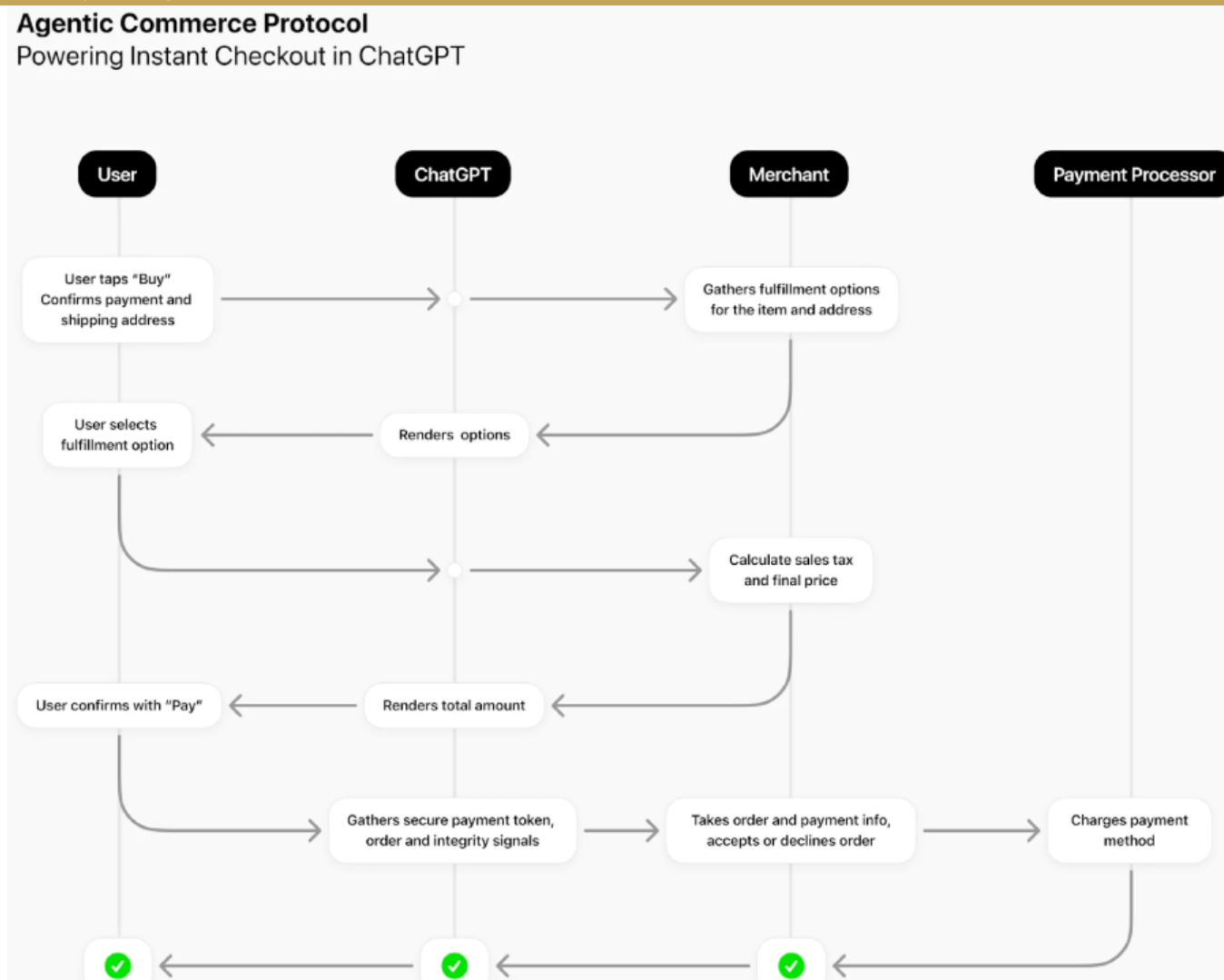
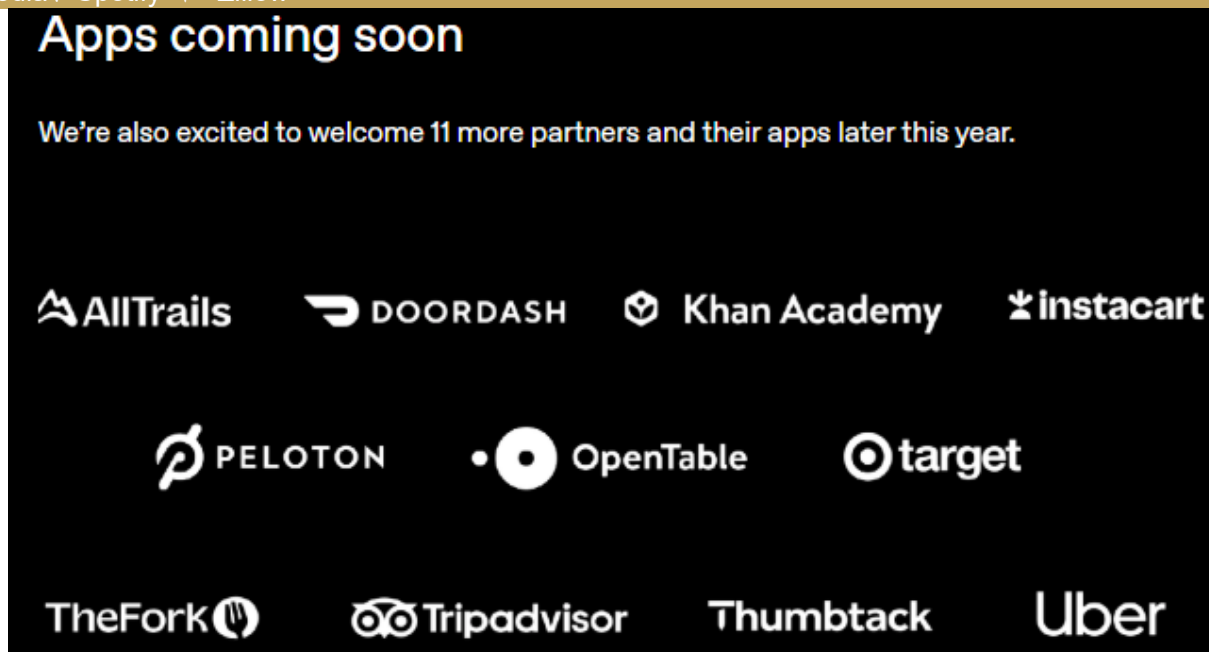
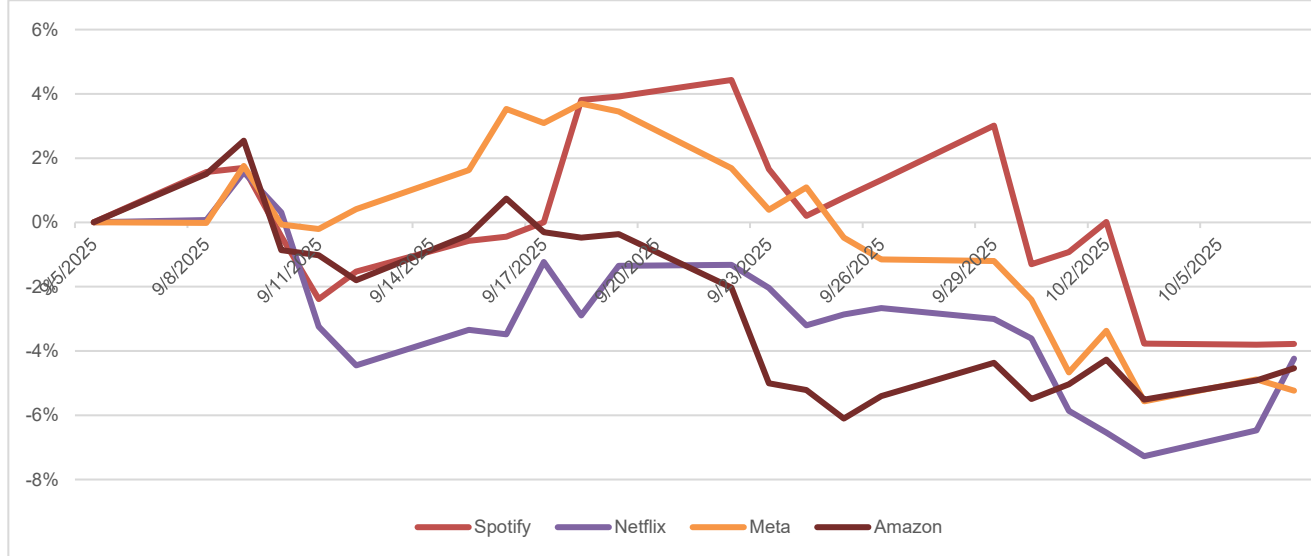
资料来源: OpenAI ([链接](#))、招商证券 (香港)

图 10: 即将推出的 ChatGPT 整合与合作: ChatGPT 现已具备类似“应用商店”的功能, 允许用户在聊天界面中直接接入第三方应用。OpenAI 的首批合作伙伴包括 Booking.com、Canva、Coursera、Figma、Expedia、Spotify 和 Zillow



资料来源: OpenAI、招商证券 (香港)

图 11:由于美国消费者支出、就业情况以及政府关门等宏观层面的担忧, Spotify、Netflix、Meta 和 Amazon 在过去一个月的股价表现较为低迷。



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

图 12: Spotify DCF 估值

百万欧元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	13,247	15,673	17,479	19,787	22,190	24,858	27,817	31,094	34,722	38,732	43,115	47,642
同比增速		18%	12%	13%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%
调整后 EBITDA	-22	1,753	2,379	3,294	3,966	4,940	6,084	7,423	8,983	10,796	12,880	15,185
同比增速		n.m.	36%	38%	20%	25%	23%	22%	21%	20%	19%	18%
调整后 EBITDA	0%	11%	14%	17%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%
减: 经营资金变动	464	376	366	357	392	424	457	493	532	573	616	659
减: 资本支出	-85	-25	-6	-17	-20	-25	-28	-31	-35	-39	-43	-48
收入占比	0.6%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无杠杆自由现金流	357	2,104	2,739	3,634	4,339	5,339	6,514	7,885	9,480	11,329	13,452	15,796
同比增长		30%	33%	19%	23%	22%	21%	20%	20%	19%	17%	17%
自由现金流利润率		13%	16%	18%	20%	21%	23%	25%	27%	29%	31%	33%
自由现金流折现终值			2,491	3,006	3,264	3,653	4,054	4,463	4,881	5,305	5,729	6,118
												276,112

WACC	
无风险利率	3.3%
Beta	1.20
股权风险溢价	6.0%
权益成本	10.5%
债务成本	4.0%
债务占比	6.9%
有效税率	20.0%
WACC	9.9%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	4.0%
自由现金流现值	42,964
终值现值	106,941
企业价值	149,904
2024 年净负债	-7,448
权益价值	157,352
流通股数 (百万)	205
每股价值	766

现金流折现敏感性测试						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	12.0%	314	320	326	334	342
	11.0%	357	366	377	388	402
	9.9%	416	430	766	467	490
	9.0%	495	518	546	579	622
	8.0%	610	650	699	763	848

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	12.0%	24	24	25	26	26
	11.0%	28	28	29	30	32
	9.9%	33	34	63	37	39
	9.0%	40	42	44	47	51
	8.0%	50	53	57	63	70

目标价对应估值倍数	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率 (倍), 非 GAAP	111	78	59	46
市盈率 (倍), 报告	138	144	67	51
市销率 (倍)	10.0	9.0	8.0	7.1
P/FCF (倍)	75	57	43	36
EV/EBITDA (倍)	86	63	46	38

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	当前股价	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		市销率(倍)		ROE (%)		2025E-2027E 年复合增速			PSG
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	SALES	NP	EBITDA		
大型科技公司																	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	246	2,980	17	15	18	17	8	31	28	13	13	14	0.6	
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	222	2,365	15	12	27	23	3	22	20	11	19	19	0.3	
META	META	META US	美元	713	1,791	17	15	22	19	8	38	35	16	12	20	0.5	
Microsoft	微软	MSFT US	美元	524	3,895	23	21	38	34	12	33	29	15	15	14	0.8	
Apple	苹果	AAPL US	美元	256	3,806	26	25	34	33	9	177	180	6	6	6	0.3	
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	433	1,440	110	89	244	172	13	7	9	18	40	29	0.7	
中位数						20	18	31	28	9	32	29	14	14	17	0.7	
社交媒体/娱乐																	
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	680	142	53	37	106	51	7	0.3	0.3	15	29	36	0.2	
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,191	506	36	30	44	38	10	44	44	12	21	20	0.6	
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	125	87	676	150	-76	-106	14	n.a.	n.a.	25	n.a.	22	0.6	
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	320	15	46	33	92	62	13	16	17	24	44	36	0.5	
中位数						46	33	44	38	14	30	31	24	33	22	0.5	
电商平台																	
Uber	Uber	UBER US	美元	98	204	24	19	26	24	8	33	30	15	14	24	0.5	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	21	9	15	11	17	15	11	56	84	13	14	27	0.9	
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	277	117			67	48	12	19	24	20	40	35	0.6	
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	161	210	108	82	109	86	15	12	15	23	29	33	0.7	
中位数						33	25	47	36	12	26	27	18	22	30	0.7	
AI 公司																	
Applovin	Applovin	APP US	美元	632	214	50	35	69	45	28	149	108	30	38	35	0.9	
Palantir	Palantir	PLTR US	美元	182	432	220	160	258	191	76	26	26	36	37	37	2.1	
GoDaddy	GoDaddy	GDDY US	美元	135	19	14	12	22	19	4	122	122	7	16	11	0.5	
中位数						50	35	69	45	28	122	108	30	37	35	0.9	
企业软件公司																	
Oracle	甲骨文	ORCL US	美元	284	810	35	26	65	41	12	71	57	20	37	32	0.6	
Salesforce	Salesforce	CRM US	美元	240	228	20	13	37	21	6	11	14	9	41	28	0.6	
IBM	IBM	IBM US	美元	294	274	18	17	26	24	4	34	31	4	7	6	0.9	
SAP	SAP	SAP US	美元	274	336	25	21	40	34	7	16	18	12	19	21	0.6	
Adobe	Adobe	ADBE US	美元	348	146	13	12	16	15	6	61	65	9	10	9	0.6	
Intuit	Intuit	INTU US	美元	658	183	32	21	47	28	9	20	27	12	39	32	0.7	
Block	Block	SQ US	美元	79	48	13	11	30	22	2	8	9	8	30	17	0.3	
Service Now	Service Now	NOW US	美元	904	188	40	33	53	45	12	22	20	19	20	22	0.6	
ADP	ADP	ADP US	美元	293	119	19	18	29	27	5	76	73	6	8	6	0.9	
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	200	50	25	18	45	24	8	15	n.a.	5	43	n.a.	1.5	
中位数						23	18	39	26	7	21	27	9	25	21	0.6	

注：股价采用 2025 年 10 月 7 日 (所有市场) 收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表

百万元欧元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	4,289	7,590	8,895	11,928	15,711
应收账款及其他应收款	858	771	1,049	1,187	1,331
物业及设备净值 (扣除折旧后的固定资产)	247	188	202	188	176
租赁使用权资产	300	226	264	252	241
商誉	1,137	1,201	1,201	1,201	1,201
长期投资	1,215	1,635	1,635	1,635	1,635
其他资产	300	394	388	399	416
资产总额	8,346	12,005	13,633	16,789	20,712
应付账款及其他应付款	978	1,342	1,198	1,334	1,482
递延收入	622	683	874	989	1,110
应计费用及其他负债	2,440	2,347	2,582	2,840	3,124
租赁负债	493	462	462	462	462
可交换票据	1,203	1,539	1,539	1,539	1,539
其他负债	1,290	1,646	1,646	1,646	1,646
负债总额	5,823	6,480	6,762	7,271	7,824
股东权益总额	2,523	5,525	6,871	9,518	12,888
净现金/市值比率	3.9%	6.9%	8.1%	10.9%	14.4%

百万元欧元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	13,247	15,673	17,479	19,787	22,190
毛利	3,397	4,724	5,498	6,445	7,365
销售与市场费用	-1,533	-1,392	-1,484	-1,580	-1,718
一般与行政费用	-585	-481	-481	-445	-485
研发费用	-1,725	-1,486	-1,513	-1,500	-1,548
运营费用总额	-3,843	-3,359	-3,477	-3,525	-3,752
营业利润	-446	1,365	2,020	2,920	3,613
核心营业利润	-77	1,685	2,305	3,246	3,927
调整后息税折旧摊销前利润	33	1,753	2,379	3,294	3,966
净非运营收入 (或支出)	-59	-24	-524	27	252
税前利润	-505	1,341	1,497	2,947	3,865
所得税费用	-27	-203	-405	-589	-773
净利润	-532	1,138	1,092	2,358	3,092
扣除少数股东权益后的核心净利润	-22	1,421	2,029	2,684	3,406
基本每股收益	-2.73	5.84	5.61	12.11	15.88
核心稀释每股收益	-0.11	7.30	10.42	13.78	17.49
核心稀释每股收益 (美元 注)	-0.13	8.48	12.12	16.03	20.34

现金流表

百万元欧元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	680	2,301	1,359	3,089	3,837
年度利润	-532	1,138	1,092	2,358	3,092
折旧与摊销	158	121	105	85	75
股份支付费用	321	267	254	289	278
营运资本变动	464	376	-9	357	392
其他项目	269	399	-82	0	0
投资活动现金流	-217	-1,486	-855	-1,095	-1,407
融资活动现金流	234	729	0	0	0
净现金流	697	1,544	505	1,994	2,430
自由现金流	674	2,284	1,340	3,069	3,818

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
同比增长					
总收入	13%	18%	12%	13%	12%
核心营业利润	n.a.	n.a.	37%	41%	21%
扣除少数股东权益后的 核心净利润	n.a.	n.a.	43%	32%	27%
盈利能力					
毛利率	25.6%	30.1%	31.5%	32.6%	33.2%
核心营业利润率	-0.6%	10.7%	13.2%	16.4%	17.7%
扣除少数股东权益后的 核心净利润率	-0.2%	9.1%	11.6%	13.6%	15.3%
股东权益回报率	-0.9%	35.3%	32.7%	32.8%	30.4%
资产回报率	-0.3%	14.0%	15.8%	17.6%	18.2%

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测; 股价截至 2025 年 10 月 7 日

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或

分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有