



Spotify: 用户与盈利双升, 广告修复与产品扩张共振

— Spotify 事件点评报告

推荐(维持)

事件

分析师: 任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

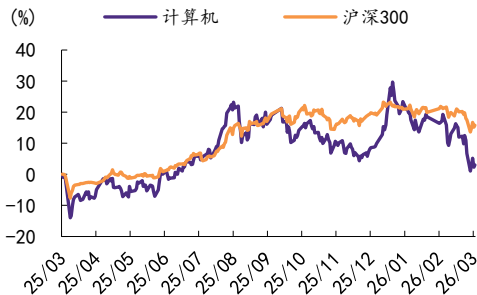
分析师: 谢孟津 S1050525120001

✉ xiemj@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	-13.7	-5.5	2.7
沪深300	-4.4	-3.2	15.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 1、《计算机行业周报: GPT-5.4mini 与 nano 轻量登场, SkyReels-V4 登顶视频大模型榜首》2026-03-25
- 2、《(Netflix): 25Q4 业绩稳健兑现, 内容与广告双轮驱动, 平台化变现能力持续增强》2026-03-23
- 3、《微软 (Microsoft): 云与 AI 维持高景气, Azure 持续强势》2026-03-22

Spotify 于 2026 年 2 月 10 日发布 2025 年第四季度股东更新。公司当季实现总营收 45.31 亿欧元, 同比增长 7%; 营业利润为 7.01 亿欧元, 营业利润率提升至 15.5%, 月活用户和 Premium 订阅用户分别达到 7.51 亿和 2.90 亿, 第四季度自由现金流达 8.34 亿欧元。

投资要点

■ 营收与盈利表现: 收入稳步增长, 利润率创历史新高

营收端: 2025 年第四季度实现总营收 45.31 亿欧元, 同比增长 7%, 按固定汇率口径则同比增长 13%。其中, Premium 订阅收入达 40.13 亿欧元, 同比增长 8%, 占总营收的 89%; 广告支持收入为 5.18 亿欧元, 同比下降 4%, 但按固定汇率口径已恢复至 4% 的正增长, 显示广告业务的边际修复已经开始体现。用户规模扩大与提价策略共同支撑了收入端的稳健增长。盈利端: 本季度毛利润为 14.99 亿欧元, 同比增长 10%, 毛利率升至 33.1%, 较上年同期提升 0.9 个百分点。营业利润达 7.01 亿欧元, 同比增长 47%, 营业利润率升至 15.5%, 创历史新高。盈利能力的持续改善, 反映出公司在内容成本控制与运营效率优化方面的成效。

■ 产品与技术矩阵: 广告平台修复推进, 内容生态持续扩张

公司广告业务转型持续推进。广告支持收入虽按 IFRS 口径同比下降 4%, 但按固定汇率口径已恢复至 4% 增长, 音乐广告受益于展示量增长, 播客广告则由赞助业务拉动, 自动化销售

渠道继续成为整体广告增长的较大贡献来源。产品层面，2025 年 Wrapped 年度回顾活动覆盖超过 3.00 亿名参与用户，并带来 6.30 亿次分享，强化了年度营销事件对拉新与留存的带动作用。此外，在播客领域，自 Spotify 合作伙伴计划（简称其为 SPP）推出以来，平台上的视频播客播放量增长超 90%，持续丰富产品功能与用户体验。

■ 客户与生态拓展:用户规模持续扩大，创作者生态吸引力增强

公司在用户与生态层面持续扩大影响力。第四季度月活跃用户（MAU）达 7.51 亿，同比增长 11%，高于公司指引 600 万；Premium 订阅用户达 2.90 亿，较指引高出 100 万，体现假日旺季下的拉新效率。广告支持 MAU 达 4.76 亿，同比增长 12%。在创作者生态方面，公司于 2025 年向音乐产业支付超过 110 亿美元，并通过票务合作伙伴帮助艺人实现超过 10 亿美元的票房收入。平台对创作者与版权方的吸引力持续增强，为内容生态的长期健康发展奠定基础。

■ 投资建议

Spotify 在 2025 年第四季度同时兑现了“用户扩张、收入增长、利润率提升和自由现金流保持高位”四项关键指标。Premium 订阅用户与 MAU 延续双位数增长，为平台提供了稳定的收入与议价基础；广告业务在固定汇率口径下已恢复正增长，叠加自动化销售、视频、有声书和创作者生态扩张，说明平台商业化空间仍在持续打开。我们认为，Spotify 凭借其在音频流媒体领域的用户规模优势、多元化产品矩阵以及持续改善的盈利结构，正处于巩固长期竞争力与拓展新增长边界的重要阶段。建议投资者持续关注其广告业务修复进度、内容成本控制成效以及新业务（视频、有声书）的扩张进展。

■ 风险提示

（1）汇率波动对收入与利润率造成扰动；（2）广告需求恢复不及预期；（3）版权成本、版税谈判及内容采购压力上升；（4）视频、有声书等新业务扩张效果不及预期。

关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2026-03-31 股价	EPS			PE			投资评级
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
MSFT.O	微软	370.16	13.64	16.69	19.08	27.14	22.18	19.40	未评级
GOOGL.O	谷歌	273.47	10.81	11.33	13.11	26.60	25.38	21.93	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期）

■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于2023年10月加入团队。

倪汇康：金融学士，2025年8月加盟华鑫证券研究所。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名**分析师**具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。