

Spotify 1Q26 财报点评：广告转型有待兑现，AI 布局重点关注

核心观点

从 Spotify 的业务规划和市场表现看，该公司和国内两大在线音乐龙头一样，处于业务和市场转变的重要阶段。Spotify 的广告业务正从直销转向程序化广告，目前基础架构已完成；腾讯音乐增加 IP 价值业务投入，重点拓展演唱会、衍生品等。业务转变有待业绩兑现，不确定性导致股价承压。此外加上网易云音乐，三家都在加强推荐算法、改善用户体验、保持平台调性，以便提升平台粘性。

Spotify 管理层交流中，市场关注点多数放在 AI 布局上。结合国内两大龙头来看，AI 推荐、Chatbot、AI 创作等功能是重要方向。在 AI 发展下，提升每位员工的工作量，以新功能、在研项目数量为考核目标，用户粘性、活跃度、使用体验有望改善。重点关注各平台功能上新进展。

Spotify 将于 5 月 21 日举办投资者交流日活动，届时将分享更多 AI 布局和新功能进展情况，建议关注。

我们预计 2026-2028 年公司实现净利润为 27.04/34.09/40.25 亿欧元，同比增长 22.24%/26.07%/18.08%，2026 年 5 月 8 日收盘价对应 PE 为 31.77/25.20/21.34x。

事件

Spotify 发布 2026 年一季报。2026 年一季度公司实现收入 45.33 亿欧元，同比增长 8.2%。经营利润为 7.15 亿欧元，同比增长 40.5%；净利润为 7.21 亿欧元，同比增长 220.4%。

重要财务指标

	2024	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万欧元)	15,673.00	17,186.00	19,374.41	21,903.71	24,464.77
增长率(%)	18.31	9.65	12.73	13.05	11.69
GAAP 净利润(百万欧元)	1,138.00	2,212.00	2,704.04	3,408.88	4,025.33
增长率(%)	313.91	94.38	22.24	26.07	18.08
EPS(元/股, 摊薄)	5.53	10.76	13.15	16.58	19.58
P/E(倍)	75.50	38.84	31.77	25.20	21.34
P/B(倍)	15.55	10.32	7.79	5.95	4.65

资料来源: Bloomberg, 中信建投

Spotify

Technology (SPOT.N)

首次评级

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

蔡佳成

caijiacheng@csc.com.cn

010-56135149

SAC 编号:S1440524080008

发布日期: 2026 年 05 月 10 日

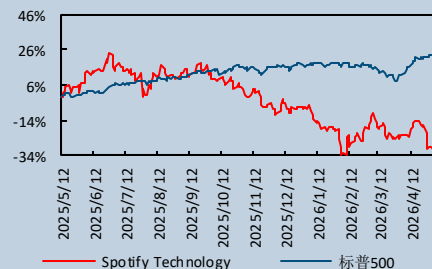
当前股价: 417.83 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-13.52/-32.73	-1.13/-15.09	-36.41/-84.38
12 月最高/最低价(美元)			775.90/412.75
总股本(万股)			20,562.01
流通股本(万股)			20,562.01
总市值(亿美元)			859.14
流通市值(亿美元)			859.14
近 3 月日均成交量(万)			252.19
主要股东			
Daniel Ek			13.90%

股价表现



相关研究报告

简评

Spotify 发布 2026 年一季度财报，业绩和主要运营指标符合市场预期，但公司给予的二季度经营利润指引不及市场预期。公司股价在财报发布后一个交易日下跌 12.43%，并且在随后依然小幅下跌。总结 Spotify 的业绩交流和市场反馈，目前的股价表现主要反映了市场对公司的短期投入能否转化为长期利益的不确定性。市场预期将主要围绕以下话题：1) 程序化广告能否驱动广告收入增长；2) 2026 年是关键的资本投入年份，公司将继续在营销、AI 等方面进行投入，通过改善用户活跃度，实现长期利益。

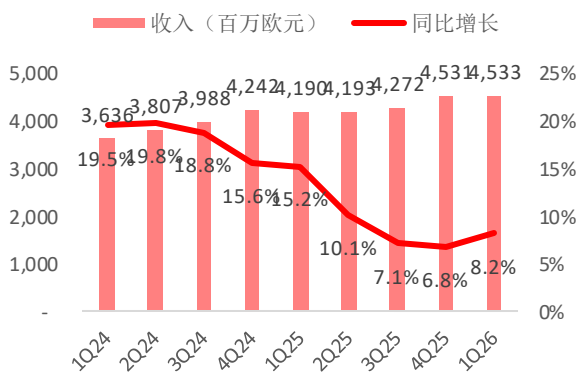
一、1Q26 情况：整体经营情况符合市场预期

Spotify 主要运营情况符合预期。据财报，2026 年一季度公司实现收入 45.33 亿欧元，同比增长 8.2%。订阅业务实现收入 41.48 亿欧元，同比增长 9.6%；广告业务实现收入 3.85 亿欧元，同比减少 5.4%。广告收入减少一方面是由于广告市场整体承压，另一方面是由于广告渠道调整，该业务正从直销型广告向程序化广告转型。在这方面，根据业绩交流，公司预计程序化广告自 2026 年下半年起将逐步放量，收入有望重回增长。

从利润看，同期公司毛利率为 33.0%，同比增长 1.4pct。其中订阅业务毛利率为 34.8%，同比增长 1.3pct；广告业务毛利率为 13.0%，同比减少 1.0pct。广告业务毛利率减少主要是尽管收入承压，但是用户活跃度依然较高，影响了毛利率水平。

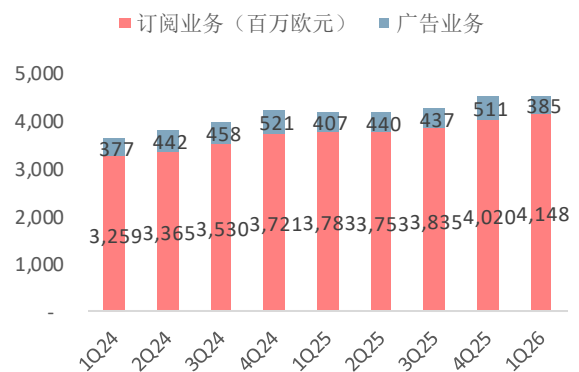
同期公司经营利润为 7.15 亿欧元，同比增长 40.5%，营业利润率 15.8%，同比增长 3.7pct。同时公司净利润为 7.21 亿欧元，同比增长 220.4%。一季度公司销售费用控制较好，实际支出略少于公司前期指引，因此最终经营利润略高于指引。

图表1: Spotify 收入情况 (百万欧元)



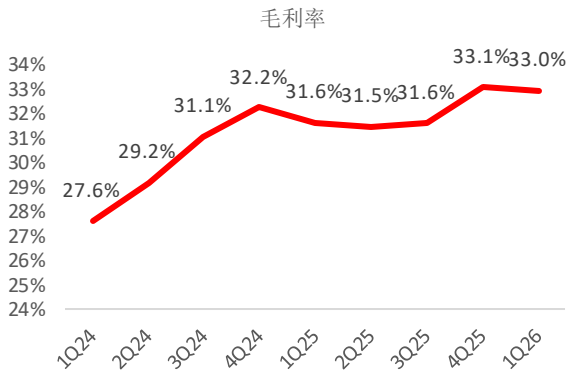
资料来源: Spotify 财报, 中信建投

图表2: Spotify 各业务收入情况 (百万欧元)



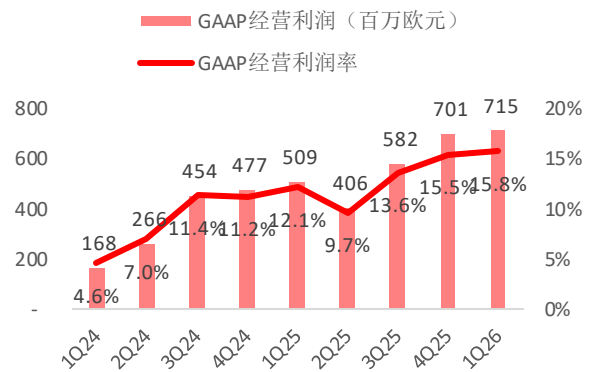
资料来源: Spotify 财报, 中信建投

图表3: Spotify 毛利率情况



资料来源: Spotify 财报, 中信建投

图表4: Spotify GAAP 经营利润和利润率 (百万欧元)

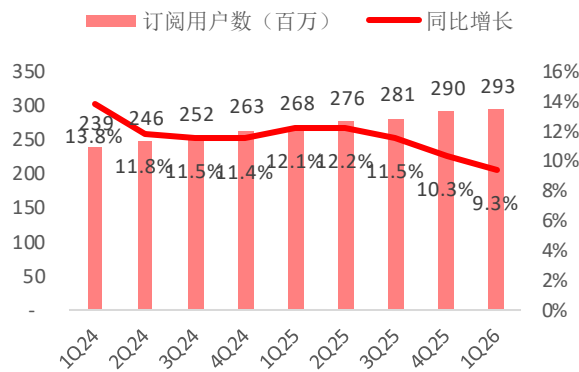


资料来源: Spotify 财报, 中信建投

订阅用户数稳健增长, 美国地区调价并未导致用户异常流失。截至 2026 年一季度末, 公司订阅用户数达 2.93 亿, 环比净增长 300 万。净增长主要来自拉丁美洲地区, 一季度净增长 400 万, 北美和欧洲地区均增长 100 万。此外, 尽管公司在 1 月上调了美国地区的会员费, 但是并没有出现调价导致的异常用户流失情况。

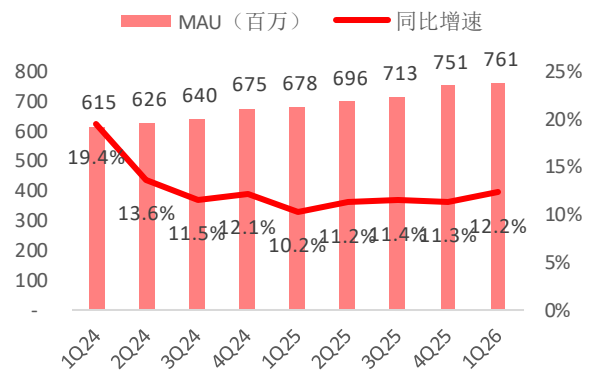
其他地区和北美地区驱动活跃用户增长。2026 年一季度, MAU 为 7.61 亿, 环比净增长 1,000 万, 其中广告 MAU 为 4.83 亿, 环比净增长 700 万。增长主要由世界其他地区和北美地区驱动, 分别净增长 1000 万和 200 万。这些地区持续受益于公司优化后的免费版服务推广。

图表5: Spotify 订阅用户数 (百万)



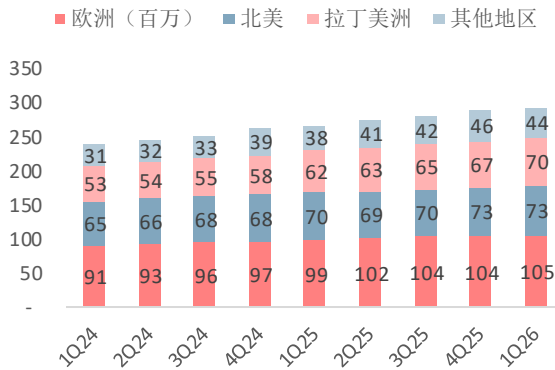
资料来源: Spotify 财报, 中信建投

图表6: Spotify MAU 情况 (百万)

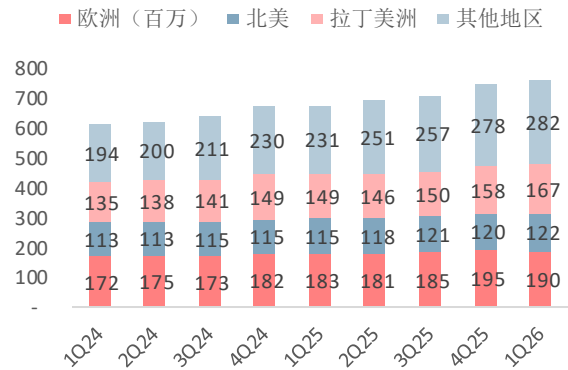


资料来源: Spotify 财报, 中信建投

图表7: Spotify 各地区订阅用户数情况 (百万)



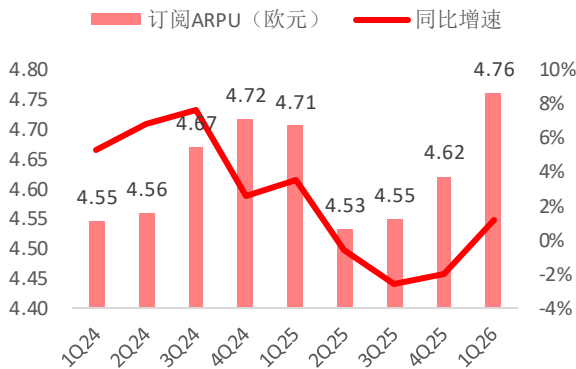
图表8: Spotify 各地区 MAU 情况 (百万)



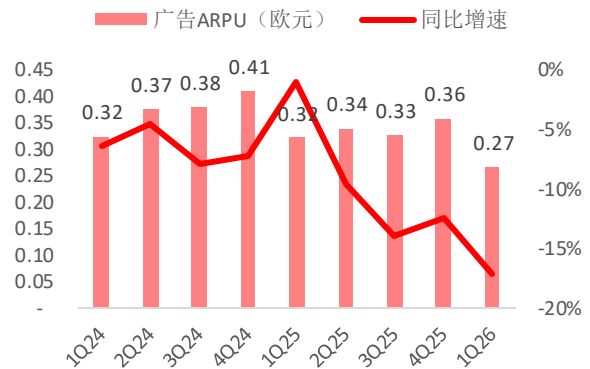
资料来源: Spotify 财报, 中信建投

订阅 ARPU 受益于调价, 广告 ARPU 受制于收入承压。2026 年一季度, 订阅 ARPU 为 4.76 欧元, 环比增长 3.0%; 广告 ARPU 为 0.27 欧元, 环比减少 25.7%。

图表9: Spotify 订阅 ARPU (欧元)



图表10: Spotify 广告 ARPU (欧元)



资料来源: Spotify 财报, 中信建投

资料来源: Spotify 财报, 中信建投

二、2Q26 指引: 经营利润低于市场预期

公司 2026 年二季度指引如下:

1) MAU 预计为 7.78 亿, 较一季度增加 1700 万。

2) 订阅用户数预计为 2.99 亿, 净增长 600 万。指引低于去年同期的超预期表现, 主要是去年同期净增长受益于美国地区 iOS 端的应用优化等有利因素。此外, 公司预计全年订阅用户将保持健康增长, 增长更多集中在下半年。

3) 公司收入预计为 48 亿欧元, 同比增长 15%。预计订阅 ARPU 同比增长 7% 至 7.5%, 主要受益于近期公布的调价举措, 部分被去年比荷兰和卢森堡地区调价的基数效应抵消。

4) 毛利率预计为 33.1%，同比增长 1.60pct。毛利率提升预计受益于核心业务持续走强，以及对新产品与新计划的再投入。

5) 营业利润预计为 6.3 亿欧元，同比增长 55.2%。公司至少未来一个季度内，AI 战略和营销投入将保持高位。因此，运营开支增长来自：算力需求提升（并不是员工数量增加，而是单员工算力开支）、营销投入（新功能营销活动）。

公司尽管不提供毛利率和营业利润率的全年指引，但是管理层预计 2026 年全年两项指标均将改善，季度表现存在波动，取决于投资投放时点。

三、资本投入：增加 AI 和营销费用等投入，持续推进向程序化广告转型

市场目前核心关注投入兑现和程序化广告转型进展。管理层交流后，市场对 Spotify 的争议主要在以下两方面：1) 未来运营成本的增长需要同步体现在运营和业绩数字上。比如公司在对 AI 战略和新功能进行投入的同时，活跃用户数量、用户活跃度、订阅或广告收入等指标需要有同步表现。目前这些指标的具体表现存在不确定性。2) 公司向程序化广告转型，上线 Spotify 广告交易平台 (SAX) 并规模化推广。业务转型对广告收入的影响将在 2027 年得到验证，目前仍在投入阶段。

1) 广告：基础架构完成，业绩有待兑现

程序化广告架构完成，业绩有待兑现。公司近年在交流中多次提到广告业务仍在完善中，经过一年半的重构，基础架构已经搭建完成。据管理层交流，2026 年一季度，竞价广告占广告收入的三分之一以上，并且增长迅速。品牌方看重 Spotify 的高用户参与度、优质平台形象和高质量内容。未来随着程序化广告的基础架构基本完成，公司的核心优势有望驱动广告收入恢复增长。

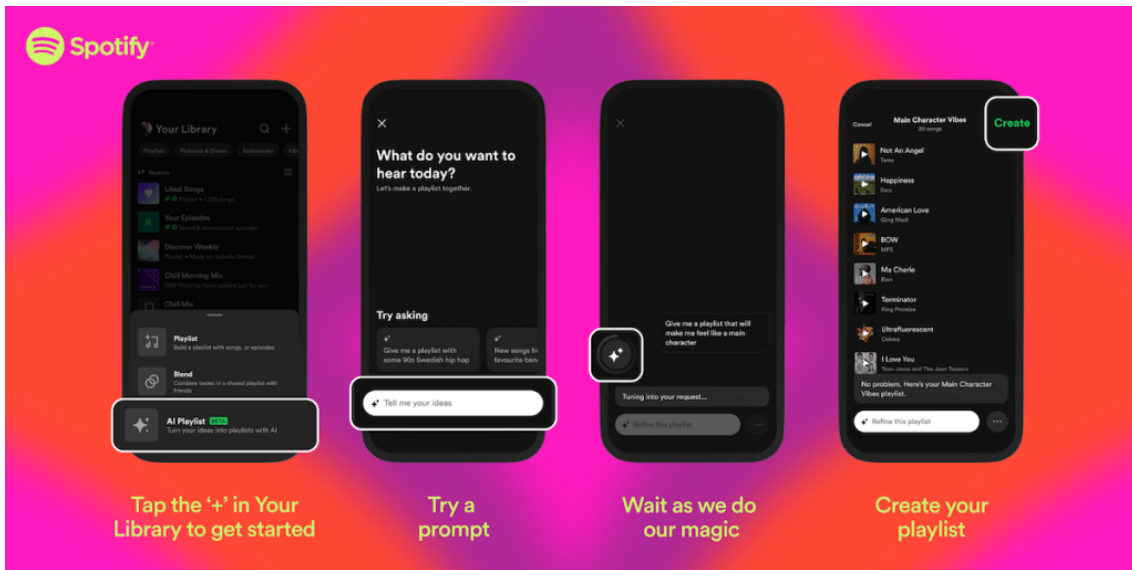
2) AI：加速推出新功能

在 AI 发展下，Spotify 的目标是全场景覆盖。据管理层交流，Spotify 要始终无处不在，与部分偏向自有生态的竞争对手相比，公司要执行差异化战略。从 Spotify 为用户推荐内容，转向用户主动塑造、引导并与平台互动，从被动使用转向主动交互，从静态体验转向动态适配，从单人使用转向多人互动。

内容推荐：“AI DJ”功能。公司的曲库数量已从 2008 年的 200 万首增长至目前的约 2.5 亿首，随着内容体量的增长，推荐算法越来越重要。截至一季度已有 9,400 万订阅用户使用了公司推出的“AI DJ”功能，即将突破 1 亿，带动数十亿小时的使用时长。

内容塑造：“AI Playlist”功能。2026 年一季度，公司更新了“AI Playlist”功能，允许用户成为自己的算法歌单创建者。用户可以输入指令，生成适配特定情绪、活动或文化趋势的歌单，涵盖音乐，现在还包括播客。

图表11: Spotify AI Playlist



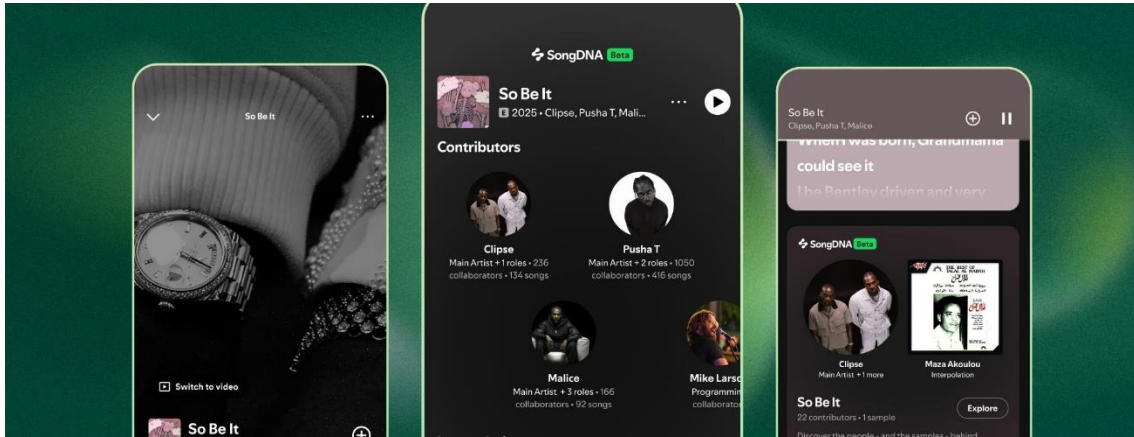
资料来源: TechCrunch, 中信建投

AI 将助力公司开发更多新功能，提升用户体验和活跃度。据管理层交流，在 AI 发展下，公司并不会大幅裁员，而是保持员工数量大致平稳的同时，大幅增加员工的工作量，为用户推出更多有价值的功能。为实现这一目标，公司将通过多个指标考核员工创新。技术层面的指标包括代码编写量，以及实际推出的功能数量。具体考核内容包括：完成的功能数量、项目评审会上在推进的项目数量等。

公司于一季度推出“SongDNA”和“About the Song”功能。一季度，Spotify 面向全球 Premium 用户发布了 SongDNA 的功能测试版，主要资源来自公司收购的 WhoSampled。SongDNA 是一个交互式地图，用户可以探索歌曲的合作者、采样、改编和翻唱等信息，帮助用户快速了解音乐的创作背景和传承脉络。在发布后的 4 周内，SongDNA 的用户量达 5,200 万。

目前 Taste Profile 功能处于测试阶段。用户可以通过这一功能清晰查看 Spotify 对其音乐、播客及有声书收听行为的数据分析，并将控制权交给用户，允许他们直接编辑和优化个人档案。

发力健身音乐场景。据管理层交流，公司的研究数据显示，70% 的付费用户每月有健身或瑜伽的习惯，用户因此创建了数亿个用于健身或瑜伽等场景的歌单。针对这一趋势，公司会继续发力健身场景并融合 AI，例如向用户推荐健身或瑜伽的播客视频、拉伸放松视频、教学视频等内容。

图表12: Spotify SongDNA


资料来源: Spotify Newsroom, 中信建投

3) 资本配置: 继续适时回购

持续回购抵消股权激励导致的股权稀释。2026 年一季度, 公司回购股票 3.61 亿美元, 未来公司将继续适时回购, 从而抵消股权激励导致的股权稀释。此外, 公司在一季度以现金清偿了 3 月到期的 15 亿美元可交换票据。截至 2026 年一季度末, 公司拥有 88 亿欧元现金及等价物。

建议重点关注投资者日活动。据管理层交流, 公司计划在 5 月 21 日于纽约举办的投资者日活动中, 讨论战略进展与人工智能相关计划。

四、从 Spotify 看国内在线音乐: 转型 vs 坚持, 业绩有待验证

Spotify vs 腾讯音乐: 同处转型阶段, 有待业绩验证。Spotify 的转型聚焦广告业务, 从直销型广告向程序化广告转型。据管理层交流, 该业务的基础价格已经完成, 有待未来释放业绩。腾讯音乐的转型聚焦 IP 价值业务。据 2025 年报, 公司要加速拓展现场演出、周边商品等业务布局, 提升 IP 价值业务潜力。因此, 对市场而言, 腾讯音乐和 Spotify 都面临相似的争议: 获得长期业务增长和壁垒需要短期资本投入, 但目前仍存在不确定性。公司业绩增长的主要驱动力中, 腾讯音乐和 Spotify 都在 ARPU 提升和会员权益方面有相似规划。

1) 提价: 腾讯音乐通过减少会员、SVIP 升级等措施提升 ARPU; Spotify 按不同地区错峰提价, 执行每 1-2 年的常态化调价策略。

2) 优化会员层级: 腾讯音乐通过音质升级、AI 功能、艺人/线下权益、全端覆盖、有声与高清视频等五大块提升 SVIP 价值; Spotify 推出全新产品分级套餐, 在服务权益与定价层面形成差异化竞争优势。

Spotify vs 网易云音乐: 以用户体验为核心。网易云音乐持续推进个性化内容分发。2025 年, 公司进一步升级了核心产品框架, 增强视觉吸引力并更好地满足用户多样化的音乐发现偏好。公司推进个性化内容分发, 并上线了自研的 AI 生成式推荐大模型 Climber。Spotify 同样在保持平台调性, 这是公司在向程序化广告平台转型的过程中, 持续吸引广告主的核心优势之一。

在 AI 方面，Spotify 和腾讯音乐都接入了大语言模型，提供更个性化的体验。据腾讯音乐的 2025 年报，QQ 音乐已接入腾讯 AI 应用元宝，为用户带来更智能、更个性化的音乐体验。在首页上方的对话框中，用户可以输入对音乐的需求或场景，智能生成歌单，实现类似 Spotify 的“AI Playlist”功能。

图表13： Spotify、腾讯音乐和网易云音乐的 AI 布局

	Spotify	腾讯音乐	网易云音乐
AI 推荐	AI DJ: 9,400 万订阅用户，带动数十亿小时的使用时长。	利用自研多模态大模型优化推荐功能，推动推荐播放份额创历史新高。	自研的 AI 生成式推荐大模型 Climber
AI Chatbot	AI Playlist: 允许用户成为自己的算法歌单创建者。	QQ 音乐已接入腾讯 AI 应用元宝，为用户带来更智能、更个性化的音乐体验。	
AI 创作	Spotify for Artists 提供 AI 数据分析工具，分析听众画像、推荐投放策略、识别爆款潜力曲目。	一站式 AI 音乐制作平台，已赋能超过 15 万名音乐人及逾 1,000 万普通用户进行更高效的音乐创作。	AI 写歌：实时把灵感写成歌
其他 AI 功能	SongDNA: 交互式地图，用户可以探索歌曲的合作者、采样、改编和翻唱等信息。 TasteProfile: 分析用户的音乐、播客及有声书收听行为的数据，并允许他们直接编辑和优化个人档案。	利用 AI 截取副歌高光片段，并生成视频内容。	AI 唱歌助手 2.0: 一键 MV 创作 AI 神光播放器: 个性化播放器背景

资料来源：Spotify、腾讯音乐和网易云音乐的公告，中信建投

投资建议：

从 Spotify 的业务规划和市场表现看，该公司和国内两大在线音乐龙头一样，处于业务和市场转变的重要阶段。Spotify 的广告业务正从直销转向程序化广告，目前基础架构已完成；腾讯音乐增加 IP 价值业务投入，重点拓展演唱会、衍生品等。业务转变有待业绩兑现，不确定性导致股价承压。此外加上网易云音乐，三家都在加强推荐算法、改善用户体验、保持平台调性，以便提升平台粘性。

Spotify 管理层交流中，市场关注点多数放在 AI 布局上。结合国内两大龙头来看，AI 推荐、Chatbot、AI 创作等功能是重要方向。在 AI 发展下，提升每位员工的工作量，以新功能、在研项目数量为考核目标，用户粘性、活跃度、使用体验有望改善。重点关注各平台功能上新进展。

我们预计 2026-2028 年公司实现收入 193.74/219.04/244.65 亿欧元，同比增长 12.73%/13.05%/11.69%；净利润为 27.04/34.09/40.25 亿欧元，同比增长 22.24%/26.07%/18.08%，2026 年 5 月 8 日收盘价对应 PE 为 31.77/25.20/21.34x。

风险分析

如果 Spotify 的广告业务的程序化转型不及预期，则需要下调公司的盈利预测。按照目前的中性情况下，我们假设 2026-2028 年广告业务的收入增速分别为-1.4%/11.1%/10.8%，则公司净利润分别为 27.04/34.09/40.25 亿欧元，2026 年 5 月 8 日收盘价对应 PE 为 31.77/25.20/21.34x。悲观情况下，假设增速分别为-4.1%/8.5%/11.4%，则公司净利润分别为 26.74/33.19/39.92 亿欧元，2026 年 5 月 8 日收盘价对应 PE 为 32.16/25.91/21.54x。乐观情况下，假设增速分别为 1.4%/13.5%/10.3%，则公司净利润分别为 27.74/35.19/41.92 亿欧元，2026 年 5 月 8 日收盘价对应 PE 为 31.01/24.44/20.51x。

国内在线音乐平台面临的风险包括汽水音乐加速商业化导致在线音乐市场竞争格局恶化、在线音乐业务付费用户提升不及预期、在线音乐业务 ARPU 提升不及预期、提价导致用户流失的风险、用户使用时长受短剧等其他在线娱乐竞争而下滑的风险、直播监管加剧的风险等。

Spotify 面临的风险包括在非欧美国家扩张拖累 ARPU 提升、SVIP 推出持续推迟的风险、非欧美国家用户对 SVIP 付费意愿不及预期的风险、视频内容扩张不及预期的风险、依靠视频内容提升广告收入不及预期的风险等。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

蔡佳成

中信建投证券传媒互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk