

产业链重塑价值可期，国内流媒体仍是估值洼地

华泰研究

2025年2月26日 | 美国

深度研究

音乐纵深布局能力强，看好国内流媒体平台长期价值

基于产权关系的约束和保护，音乐产业形成了明确分工和产业链上下游的关系，海外成熟市场为国内提供了良好的参考标尺。从空间来看，国内相比欧美市场在线上渗透率和付费率方面仍有较大提升空间。从盈利能力来看，国内流媒体平台在上下游整合能力、市场竞争格局方面构筑起稳定的护城河，中长期盈利好于海外平台。同时结合海外产业链估值体系来看，我们认为国内流媒体被显著低估，随着盈利能力的持续释放和股东回报的兑现，看好音乐流媒体板块的估值提升，我们首次覆盖腾讯音乐（买入）和 Spotify（增持），并维持网易云音乐“买入”评级。

相比海外的成熟体系，国内音乐市场仍有较大空间

海外音乐市场发展历史悠久，形成了完整产业链分工体系，流媒体平台和唱片公司是产业链的中枢。23年全球录制音乐市场实现收入286亿美元，其中流媒体占比67%，实体唱片占比18%。而国内商业化起步较晚，在线音乐的渗透率和付费率仍有提升空间，当前我国在线音乐渗透率约为50%，截面来看仍以80、90后为主，随着年龄分布前移渗透率有望提升至70%。不考虑人均付费的提升，24Q2付费率约为23%（欧美市场为47%）。综上，渗透率和付费率作为产业核心变量具有持续提升的空间。

流媒体重塑定价体系，国内流媒体盈利天花板更高

进入流媒体时代，价值分配在创作者-唱片公司-流媒体平台实现了重构。不同于海外传统唱片公司固有的利益格局，国内市场格局更加分散，流媒体平台可施展的空间更大。基于产业链的价值的分工，我们认为国内流媒体在内容创作（上游布局深入）、版权管理（海外&国内版权）、渠道发行（国内集中度更高）、内容鉴定（流量推荐权更分散）等四个方面有更高的参与度和定价权，中长期来看盈利能力上或具有更高的天花板。

从底层资产到下游平台对比，国内流媒体平台显著低估

行业估值的基础来自于音乐资产长期商业化能力。考虑到成长的持续性、全球扩张的空间以及产业链议价能力的转移，音乐产业链估值体系存在一定的连续性，流媒体平台（Spotify 50x BF PE）>唱片公司（20x BF PE）>音乐资产（16-20x TTM PE）。反观国内，由于产业链不完善，缺乏一致性的估值体系。考虑到 Spotify 仍处于爬坡期我们以27年为估值窗口期，腾讯音乐（TME US）和网易云音乐 FY27PE 分别为 12.6/12.3x，Spotify/UMG/WMG 分别为 30/18/15x（基于VA一致预期）。国内流媒体平台的估值显著低于缺乏持续性假设的音乐资产的估值，而且没有考虑两家公司对产业链更深掌控力所带来的估值溢价。综上我们认为，短期市场更多纠结于付费和客单价的趋势，而忽视了国内流媒体平台的长期资产价值。

风险提示：付费率提升不及预期，行业竞争格局激化，版权续约进度不及预期。

互联网

增持（维持）

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	唐博
SAC No. S0570523110002	zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698	+(86) 21 2897 2228
研究员	郑裕佳
SAC No. S0570524070002	zhengyujia@htsc.com
SFC No. BTB676	+(86) 10 6321 1166

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
腾讯音乐-SW	1698 HK	64.40	买入
网易云音乐	9899 HK	205.47	买入
Spotify	SPOT US	700.06	增持

资料来源：华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
全球音乐流媒体趋势确立，产业分工明确	4
全球音乐市场增长稳健，拆分分工价值体系	4
为何海外市场唱片公司集中度如此之高?	5
上游高集中度下，下游流媒体盈利承压	8
产业链价值从唱片公司向流媒体平台转移	9
对比海外，国内流媒体对产业链塑造能力强	13
后独家版权时代，国内集中度仍高于海外	13
国内音乐商业化起步较晚，流媒体平台上游布局更深	14
音乐鉴定权显著优于海外，短视频形成一定冲击	17
未来国内流媒体盈利能力优于海外，仍有较大发展空间	21
国内在线音乐市场仍有较大发展空间	21
国内盈利能力有望持续优于海外流媒体平台	22
从全球音乐市场估值体系看国内流媒体平台	24
如何对音乐资产估值?	24
如何对唱片公司估值?	25
如何对流媒体平台估值?	28
推荐标的	30
腾讯音乐-SW (1698 HK, 买入, 目标价 64.40 港币)	30
网易云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价 205.47 港币)	30
Spotify (SPOT US, 增持, 目标价 700.06 美元)	30
风险提示	31
首次覆盖公司	30
腾讯音乐-SW (1698 HK, 买入, 目标价 64.40 港币)	30
Spotify (SPOT US, 增持, 目标价 700.06 美元)	46

核心观点

音乐产业商业化的基础来自于清晰的产权关系，清晰的确权进一步带来产业链明确的分工体系和价值兑现。从分工的角度来看，产业中的参与者在音乐产业主要承担了四个方面的价值创造，即内容创作、渠道发行、版权管理、内容鉴定。互联网技术的发展导致产业链的价值在不同参与者中发生了迁移，流媒体平台的价值在产业链中持续释放，成为带动产业发展的核心力量。海外市场音乐产业发展于 19 世纪后期唱片机技术的更新，经过百年的产业链塑造，形成了传统的分工体系，因此当新技术的出现时，价值分配转移需要长时间的产业链生态的合作和博弈。而国内市场，音乐商业化发展时间相对较短，产业利益格局更加松散，版权制度认知逐步形成，互联网技术在产业链的变化成为主导力量，对传统价值体系改造能力也更强。我们整体看好国内外流媒体平台长期的成长空间，尤其考虑到，国内流媒体的产业链重塑能力和产业链估值定价可比性，这两方面来看，国内流媒体平台都是中长期的优质投资选择。

本篇报告主要分为三个部分：首先对海外音乐产业的分工体系进行介绍，然后结合国内与海外对比论述了国内流媒体平台的差异化价值，最后对全球音乐产业链条上公司的估值体系进行分析。

不同于市场认知，我们结合产业链分工、市场空间测算、盈利能力天花板的探讨和估值体系分析等方面提供了差异化的研究视角：

1) 我们认为流媒体平台在产业链的地位有望持续演进，占据主导地位。音乐产业链的分工明确，参与方主要价值体现在内容创作、版权管理、内容鉴定和渠道发行，流媒体平台的发展重塑了价值创造体系。因此，从中长期来看，头部的流媒体平台有望持续在演进中，挖掘更大的产业链价值。

2) 从空间发展来看，国内在线音乐市场前景可期。首先从人口结构来看，国内在线音乐线上渗透率已经接近欧美市场，但从年龄结构来看，消费主体依然以 90 后为主，随着年龄分布的迁移，我们认为从渗透率有望从 50% 提升到 70%。其次对比付费率，国内音乐订阅付费用户渗透率约为 23%，欧美约为 47%，仍有翻倍空间。最后考虑行业仍出现于商业化早期，人均付费金额有望稳定提升。综上我们认为国内在线音乐市场规模仍有翻倍以上的空间。

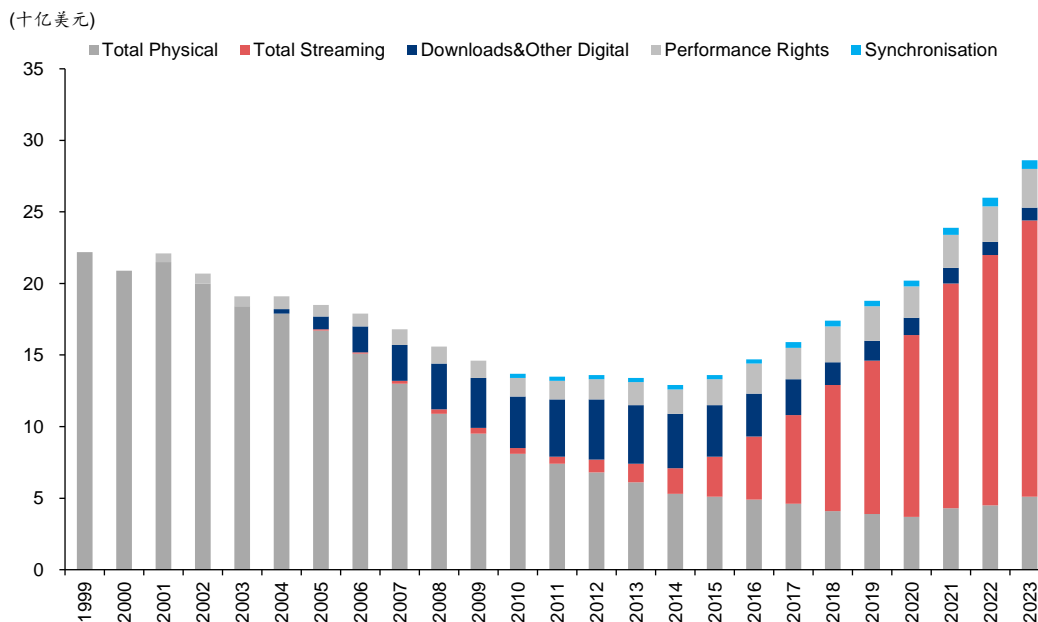
3) 对比海外，我们认为国内流媒体盈利能力具有更高的天花板。基于产业链的价值的分工，国内流媒体在内容创作（上游布局深入）、版权管理（海外&国内版权）、渠道发行（国内集中度更高）、内容鉴定（流量推荐权更分散）等四个方面有更高的参与度。因此我们认为中长期来看，国内流媒体平台的盈利能力有望持续高于海外。

4) 全球视角下看估值体系，国内流媒体平台估值具有较高的性价比。报告对产业链条上的音乐资产（一级交易）、唱片公司和流媒体平台的估值进行分析，海外产业链以 BF PE 为估值基础，从高到低依次为流媒体平台（约 50x）> 唱片公司（约 20x）> 音乐资产（约 16x P/过去 12 个月 NPS, 类似于静态 PE, 因此 BF PE 略低 16x），主要反映中长期价值创造的主动性和成长性。而基于 Visble alpha 的盈利预测，腾讯音乐（TME US）和网易云音乐估值 27 PE 分别为 12.6/12.3x，显著低于海外音乐资产（27 PE Spotify/UMG/WMG 分别为 30/18/15x），当前处于产业链估值洼地。

从全球音乐产业链分工体系和估值体系来看，我们认为以腾讯音乐和云音乐为代表的国内流媒体平台，在国内音乐产业链中卡位清晰，承担着更为多元的价值分工，竞争格局稳定的背景下，中长期盈利能力有望持续超市场预期随着盈利能力的持续释放和股东回报的兑现，看好音乐流媒体板块的估值提升，我们首次覆盖腾讯音乐（买入）和 Spotify（增持），并维持网易云音乐“买入”评级

唱片公司作为产业中枢环节，承接产业周期切换。全球市场来看，随着互联网技术的发展，线上流媒体逐步取代了实体唱片作为音乐商业化变现的主要渠道，推动行业增长，2021 年行业规模超过此前高点。23 年录制音乐市场实现收入 286 亿美元，其中流媒体占比 67%，实体唱片占比 18%。

图表3：全球录制音乐市场规模（十亿美元）

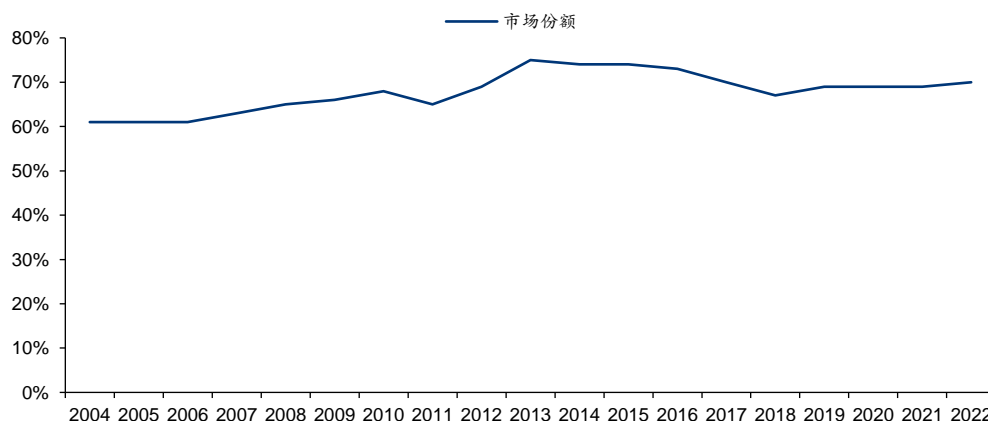


资料来源：IFPI、华泰研究

为何海外市场唱片公司集中度如此之高？

海外唱片公司高集中度特征显著。根据 Music & Copyright 的统计，22 年全球录制音乐市场主要有 UMG（环球音乐）、WMG（华纳音乐）、Sony Music（索尼音乐）构成，三家公司合计占据市场约 70% 的份额，其中 UMG//Sony WMG 分别占比 31%/23%/16%，这一特征短期难以被打破。

图表4：三大唱片公司市场占有率

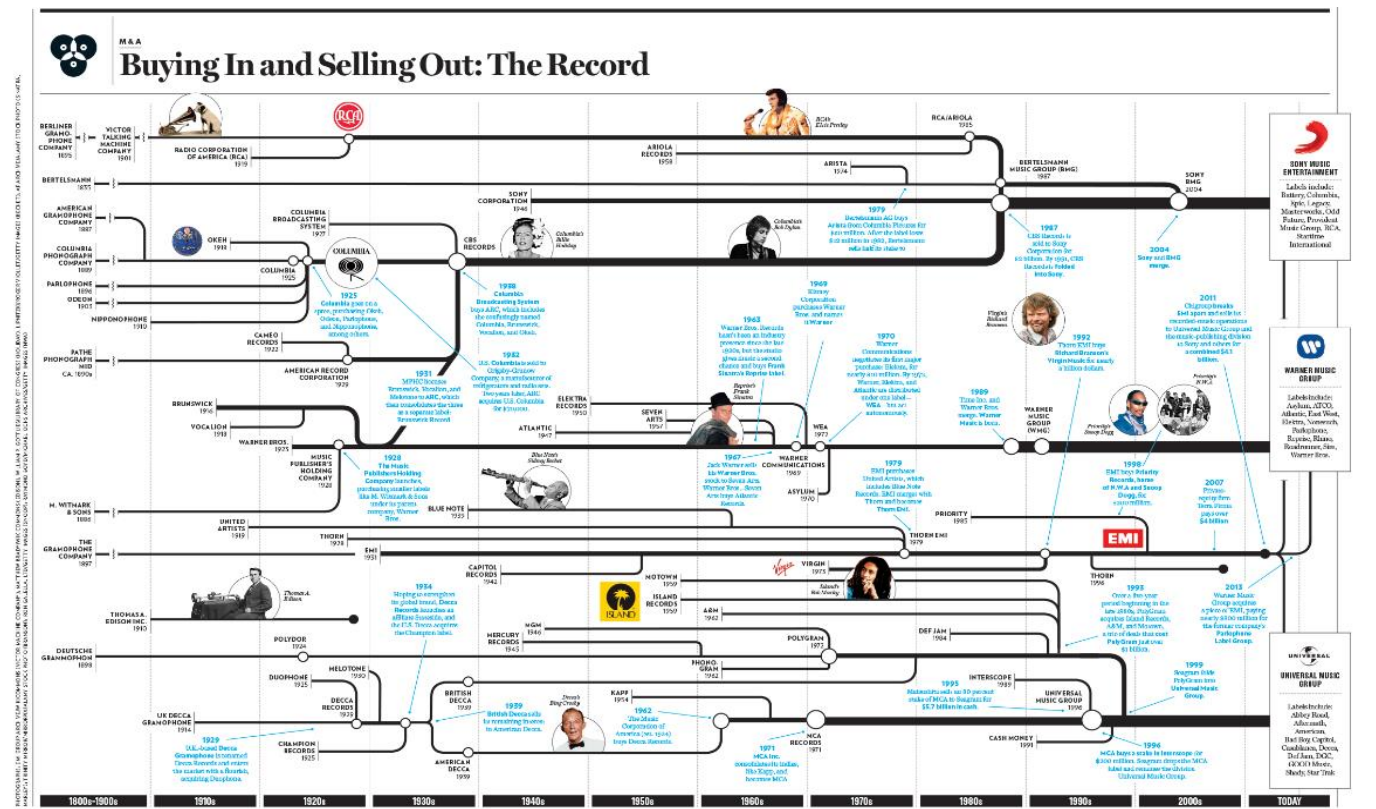


资料来源：Music & Copyright、华纳公告、华泰研究

海外唱片市场的高集中度是长期市场整合的结果，其背后有三个核心驱动因素：技术变革、商业模式稳定性和优质资产的稀缺性。行业的整合历史梳理如下：

- 1) 1800 年代后期，以 Thomas A. Edison Company、Victor Talking Machine Company 和 Columbia Phonograph Company 为首，实现了留声机和留声唱片的商业化。
- 2) 1910 年代，录音专利的到期使独立唱片公司得以出现。
- 3) 1930 年代，美国留声机公司、Decca 和 RCA Victor 成为主要唱片公司。
- 4) 1940 年代，见证了新的独立唱片公司和电影制片厂进入音乐行业的崛起。
- 5) 1960 年代，发生了重大整合，CBS、华纳兄弟和其他公司收购了许多较小的唱片公司。
- 6) 1970 年代，见证了积极的扩张和合并，华纳创建了 WEA，宝丽金收购了几个唱片公司。EMI 和 MCA 也通过收购实现了增长。
- 7) 1980 年代，重大收购仍在继续，包括通用电气的 RCA 和索尼的 Columbia。像 Def Jam 和 SubPop 这样的新厂牌出现了。
- 8) 1990 年代，MCA 更名为环球音乐集团，CBS 唱片公司更名为索尼音乐，华纳-Elektra-Atlantic 更名为华纳音乐集团。
- 9) 2000 年代，环球音乐集团、索尼音乐娱乐和华纳音乐集团是前三大唱片公司。

图表5：音乐厂商整合历史



资料来源：Culture、华泰研究

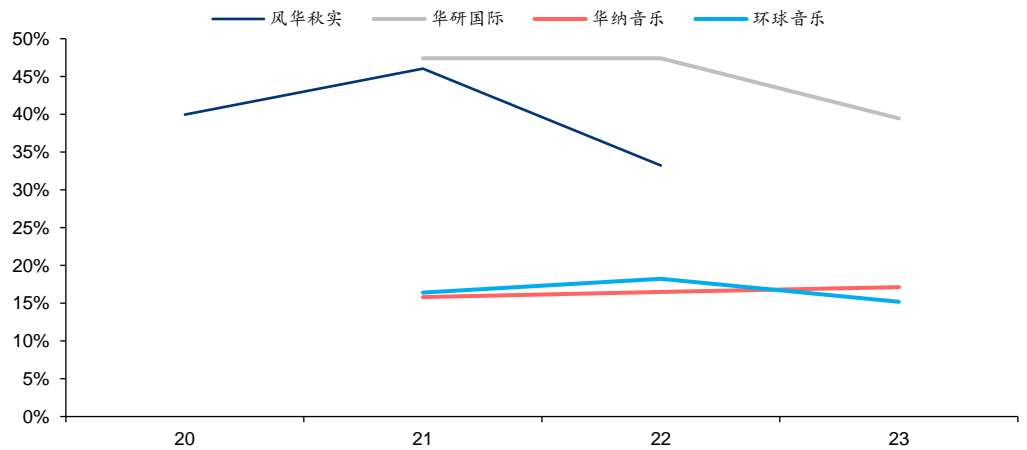
行业持续并购的整合背后的驱动力是什么？我们认为是本质是来自于商业模式的稳定性。

1) 从盈利能力来看，我们无法看到大唱片公司相比小唱片公司有更高的盈利能力。从业务模型来看，对创作者的分成比例与销售费用是成反向关系。UMG 因拥有更多头部创作者，版税分成比例较高，但销售费用率低于华纳音乐，两者盈利能力接近。然而，UMG 收入规模远超华纳，这表明唱片行业似乎无法具有显著的规模经济。再对比国内的风华秋实和华研国际都是区域内唱片公司，可以看到盈利能力显著好于环球和华纳这类大唱片公司。

2) 相反, 我们认为更多来自于商业模式的稳定性。歌曲通常会经历不同的阶段, 版税也会经历正常的生命周期——增长、衰退、复苏、稳定。因此单一音乐或者歌手的音乐, 会随着时间的推移播放量会逐步下降, 早期独立厂牌依靠单一歌手可以保持较高的盈利能力, 而随着时间推移歌曲的影响力下降, 运营维护的成本提高, 独立唱片的盈利预计就会减弱, 最终被合并整合到大公司音乐集团中。

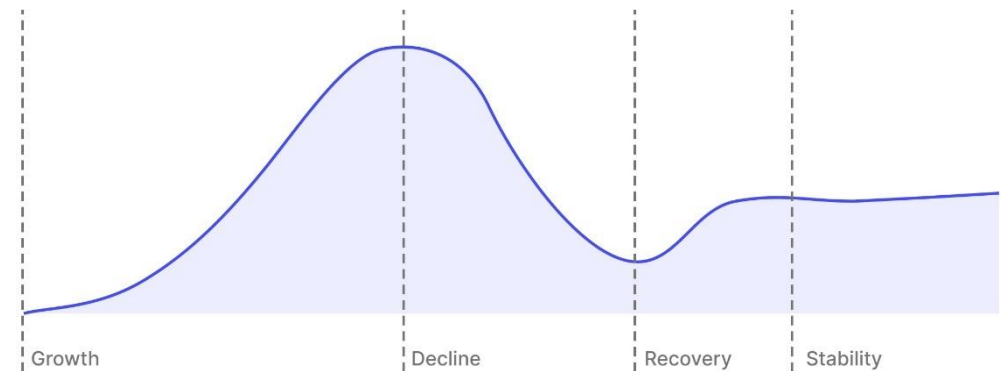
3) 头部唱片公司对艺人的依赖度低, 奠定了生态的稳定性。华纳音乐在 22 年 11 月的业绩会上表示, 十年前前五名音乐人创造了超过 15% 的录制音乐和数字音乐收入, 到 2022 年, 这一比例仅略高于 5%。环球音乐 22/23 年 top 50 音乐人贡献收入分别为 22%/24%。

图表6: 唱片公司经营利润率对比



资料来源: 公司财报、华泰研究

图表7: 音乐的版税周期曲线 (示意图)



资料来源: Master Exchange、华泰研究

最后从资金的角度来看, 资本雄厚的公司在获取优质母带资源上优势更大。优质母带资源在海外同样是稀缺资源。传统唱片公司、新兴版权公司和投资公司争相争夺最赚钱的母带和出版资产, 越来越多的超级明星音乐家和词曲作者以巨额价格出售他们的音乐目录。

图表8：近年最重要的音乐目录交易

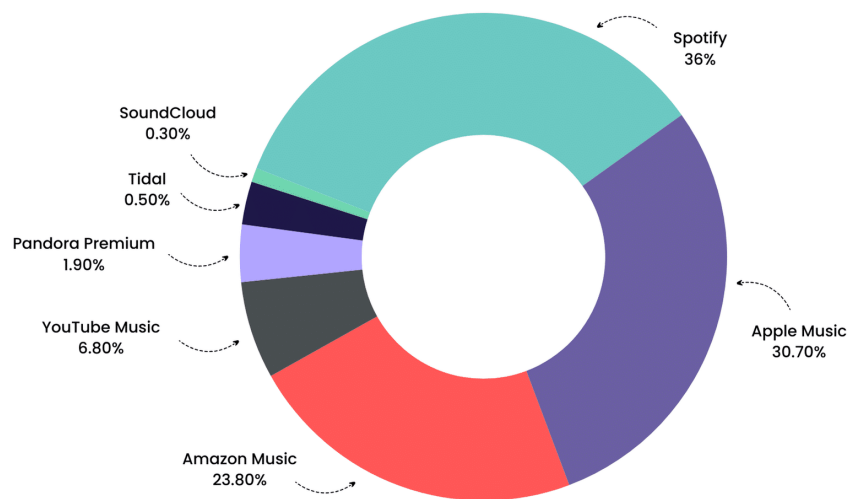
艺术家/乐队	销售金额（美元）	年份	交易买方
Imagine Dragons	\$100 million+	2020	Concord
The Beach Boys	\$100 million+	2021	Iconic Artists Group
Red Hot Chili Peppers	\$140 million+	2021	Hipgnosis
Mötley Crüe	\$150 million	2021	BMG
Neil Young	\$150 million	2021	Hipgnosis
Ryan Tedder	\$200 million	2021	KKR
Justin Bieber	\$200 million	2023	Hipgnosis
Dr. Dre	\$200 million+	2023	Universal Music & Shamrock Holdings
Katy Perry	\$225 million	2023	Litmus Music
David Bowie	\$250 million	2022	Warner Chappell Music
Paul Simon	\$250 million	2021	Sony
Kiss	\$300 million	2022	Pophouse Entertainment
Phil Collins and Genesis	\$300 million	2022	Concord Music
Tina Turner	\$300 million	2021	BMG
Sting	\$300 million	2022	Universal
Taylor Swift	\$300 million	2020	Shamrock Capital
Pink Floyd	\$400 million	2023	Sony
Bob Dylan	\$500 million	2021	Sony Music
Bruce Springsteen	\$500 million	2021	Sony
Michael Jackson	\$600 million	2023	Sony Music Group
Queen	\$1.2 billion	2023	Sony

资料来源：Lovemoney、华泰研究

上游高集中度下，下游流媒体盈利承压

双边网络效应造就行业较高的集中度。内容和用户的双边网络效应，以及音乐的多样化带来用户体验的提升，海外市场流媒体平台呈现较高的集中度。海外市场来看，Spotify 订阅用户为 2.52 亿（24Q3），Apple Music/Amzon Music 为 0.93/0.8 亿（截止 2023）。具体观察美国市场，24 年 7 月三家公司合计占据美国 90.5% 的用户市场，呈现较高的集中度。

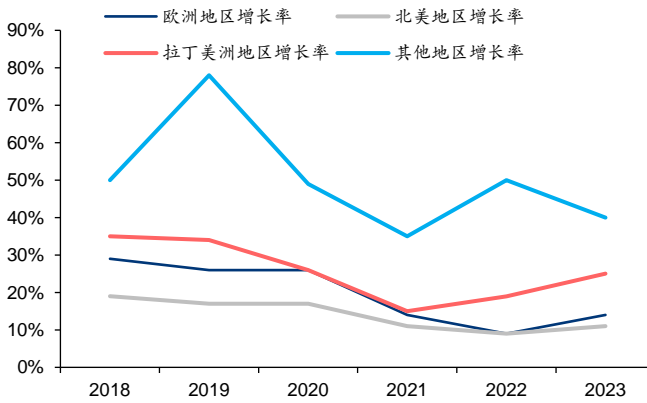
图表9：海外流媒体订阅用户市场份额（截止 24 年 7 月）



资料来源：Demandsage、华泰研究

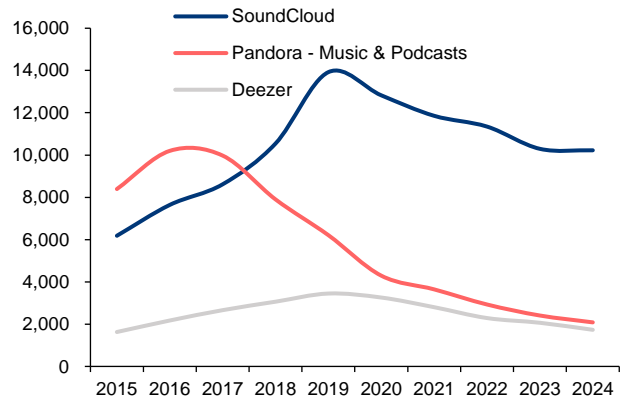
行业进入稳定增长期，中小平台增长受到挤压。可以看到 Spotify 依然在全球进行积极的扩张，欧美地区增长稳健，公司持续向亚洲等地区加大扩张力度。观察海外的音频分享平台 SoundCloud，电台模式龙头 Pandora 和法国音乐流媒体服务商 Deezer，可以看到海外中小平台的用户增长是显著放缓的，这背后是音乐跨文化传播和多样性带来的内容竞争力。

图表10: Spotify MAU 各区域增长情况



资料来源: 公司财报、华泰研究

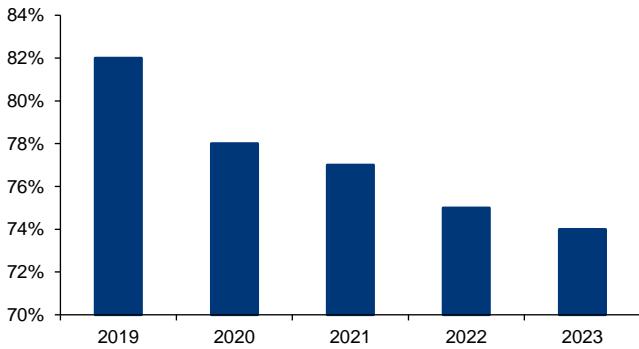
图表11: 中小音乐平台用户情况 (MAU, 万, 截止 24 年 11 月)



资料来源: Sensortower、华泰研究

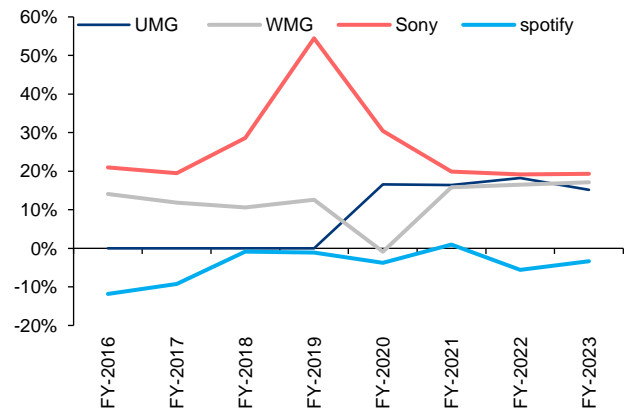
上游强势的集中度, 对流媒体的盈利形成了挤压。Spotify 的播放量中, 三大厂商和 Merlin 的占比超过 70%。上游较强的溢价能力导致 Spotify 较弱的盈利能力, 23 年经营利润率仅为 -3%, 盈利能力显著弱于唱片厂商。

图表12: 三大厂商及 Merlin 播放量占比



资料来源: 公司财报、华泰研究

图表13: 经营利润率对比

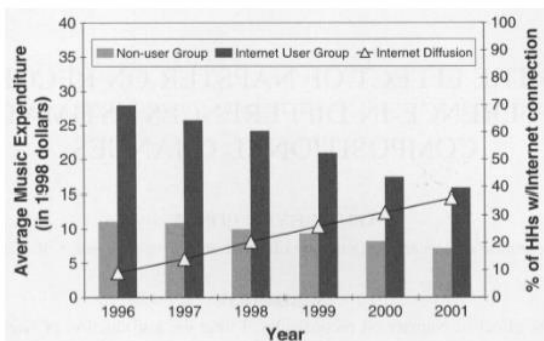


资料来源: 公司财报、华泰研究

产业链价值从唱片公司向流媒体平台转移

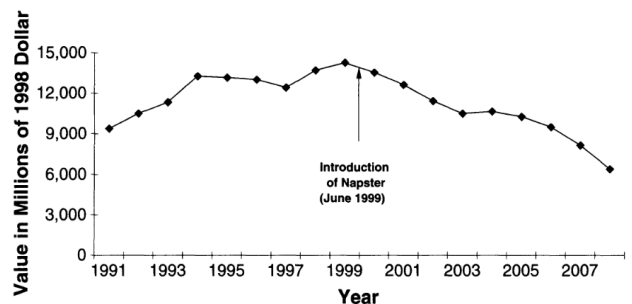
早期互联网的盗版问题, 严重冲击了唱片公司的经营环境。随着 CD 刻录机、MP3 格式和互联网的普及, Napster 等平台的兴起使盗版行为激增, 例如 1999 年 Napster 的推出标志着数字盗版的快速扩散。到 2001 年, BitTorrent 协议进一步推动了去中心化盗版的流行, 用户能够以更快的速度, 低成本的获取热门资源。

图表14: 1996-2001 互联网普及与 CEX 中平均每季度音乐支出



资料来源: Wiley、华泰研究

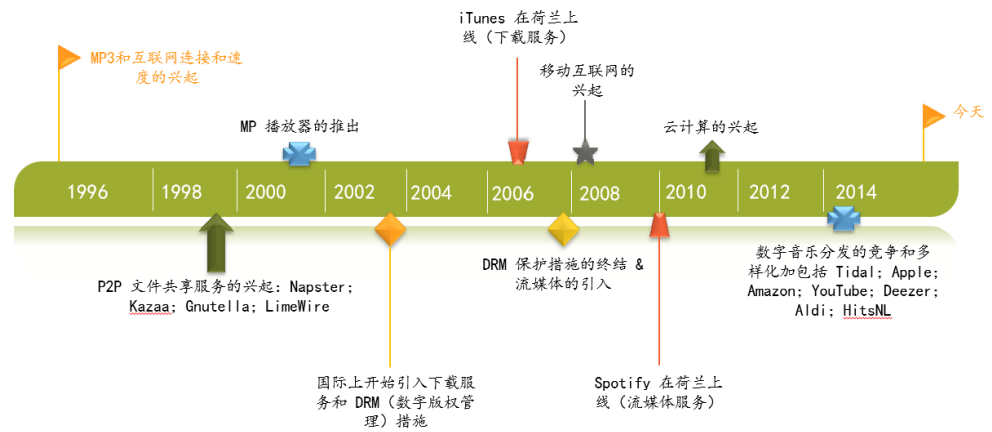
图表15: 美国唱片业协会 (RIAA) 销售额变化



资料来源: Wiley、华泰研究

数字商店模式是行业发展的重要过渡期。智能手机和互联网技术的发展，为 iTunes 等平台发展铺平了道路，这一时期唱片公司从抵制网络分发，逐步将数字商店作为一个分发渠道，过程中也持续推动了唱片公司数字化的转型，从产业链的角度来看，数字商店更多是渠道的变迁，在版权管理，内容发现上没有提供额外的新价值。

图表16：音乐市场发展阶段

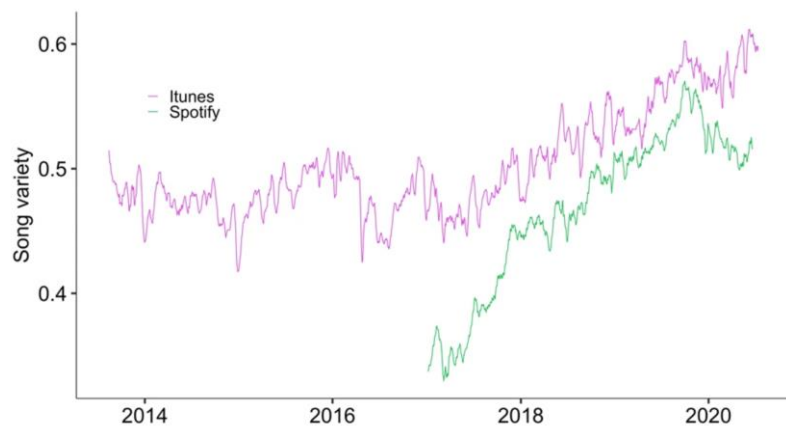


资料来源：ScienceDirect、华泰研究

通过流媒体平台实现商业生态系统的平台化。从 2010 年开始，Spotify（2008 年在瑞典推出，2010 年在荷兰推出）、Deezer（2007 年在法国推出，2012 年在荷兰推出）和 Apple Music（2015 年在全球推出）等流媒体平台以订阅费用提供对大型音乐目录的访问。如今流媒体平台已经成为行业内的主导力量之一，我们认为原因如下三个方面：**渠道集中，版权管理以及音乐鉴定**，下面我们分别展开来阐述。

移动互联网时代实现了渠道价值。移动互联网的发展将行业从下载模式切换到在线音乐服务的模式，消费者可以不受时间地点的限制，低成本享受到音乐服务。广泛、多样化的曲库供给与大规模的用户体验和付费，形成良好的互动和反馈，符合双边平台的基本规律，带来行业较高的集中度。

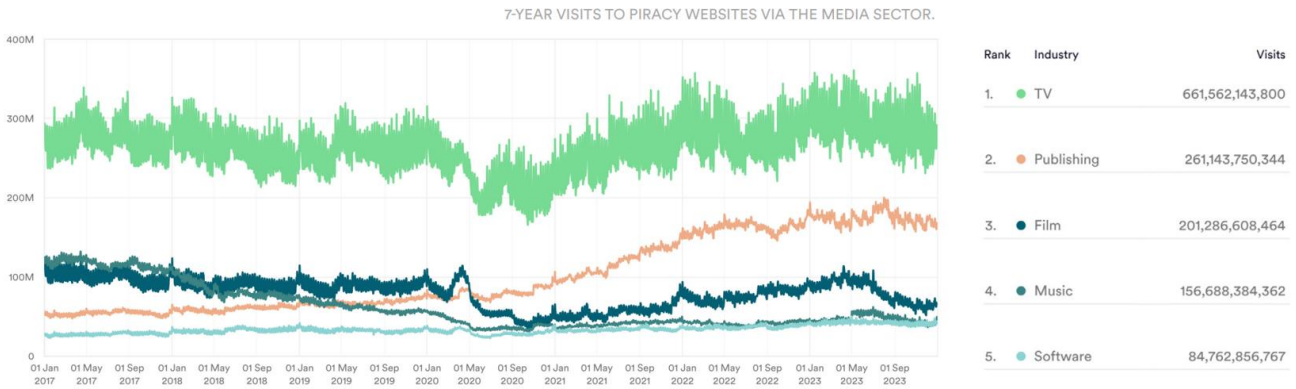
图表17：流媒体推动音乐多样化



备注：针对两个数据集的国家/地区（16 个国家/地区）和相同的前 100 排行计算相似性
资料来源：Nature、华泰研究

高集中度带来版权管理成本的下降。早期通过免费模式，对盗版流量形成了挤压，流量集中后逐步导入订阅付费。结合 MUSO 的统计，可以看到 17 年以来音乐盗版流量持续下降，只是在 23 年有小幅回升。上游唱片公司也在这一过程实现充分的版权价值变现，对流媒体的平台的态度也从反对到合作。

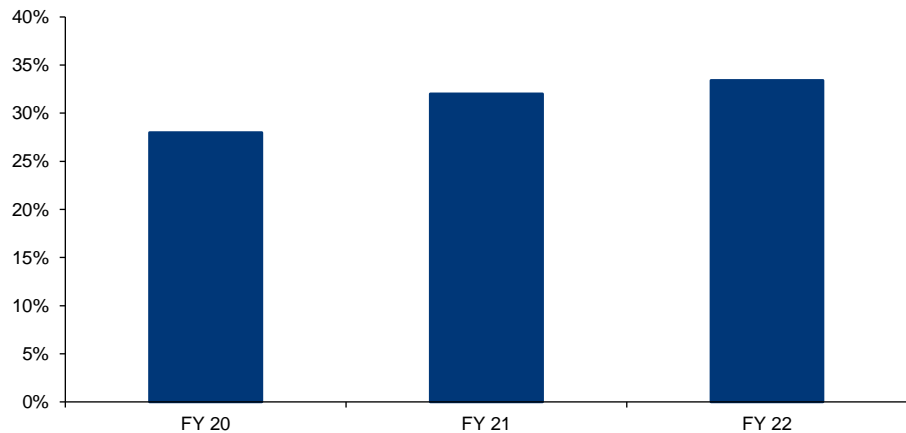
图表18: 盗版流量数据情况



资料来源: MUSO、华泰研究

最后是音乐的鉴定价值,帮助消费者拓展音乐的边界。音乐的流行与否,是否能够成为经典,不仅仅来自于消费者的投票,流媒体平台在其中也发挥更为重要的作用。腾讯音乐 24Q2 推荐音乐流量占比接近 40%。网易云音乐 2022 年 33.4% 的音乐播放来自平台推荐。可以看到流媒体平台在决定音乐的曝光度上具有较强的话语权。

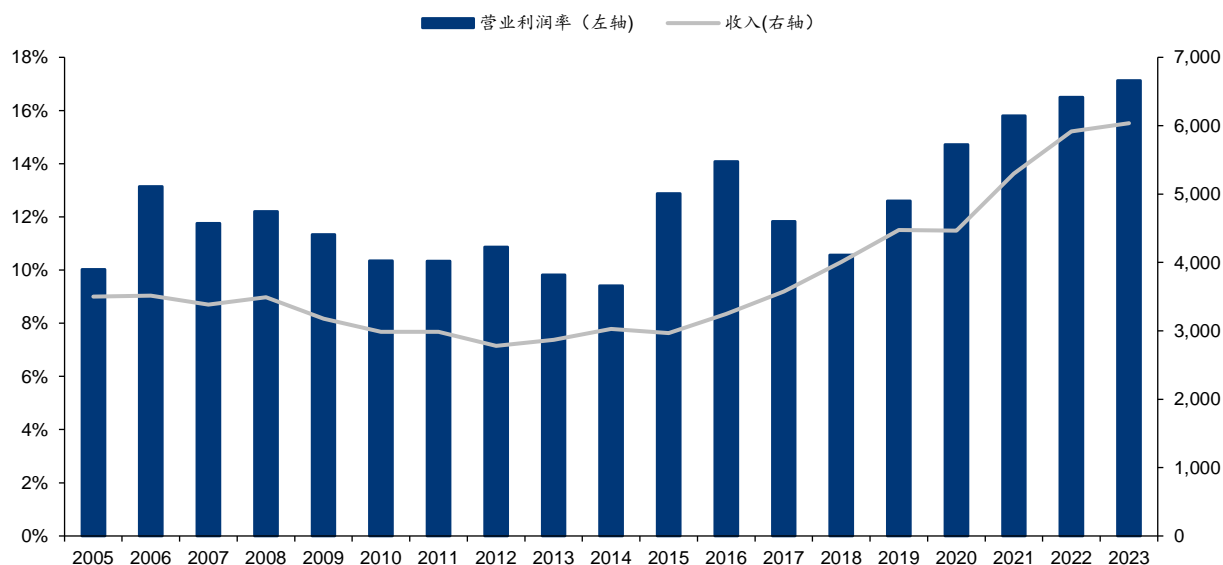
图表19: 网易云音乐来自于推荐的播放量占比



资料来源: 公司公告、华泰研究

在历史变化中,唱片公司产业链的功能被分化。在传统唱片时代,唱片公司在商业生态系统中充当了基石参与者。唱片公司精心策划了各种参与者的价值创造和捕获机制,协调制作人和艺术家之间的合作,并为艺术家提供生态系统结构,以便与商品、活动、广播和电影提供商互动。唱片公司还在游说音乐行业的法规方面发挥了重要作用,维护了与实体分销渠道的关系,并为艺术家提供了合法性。然而随着流媒体的出现,渠道价值被显著弱化,平台和独立音乐人的合作也削弱了唱片厂商鉴定价值,但从版权价值来看,流量重新聚集后,版权维护成本降低,流媒体平台保障了唱片公司获取稳定的版权收益,显著减弱盗版问题,以华纳为例,流媒体平台成为唱片公司有效的变现渠道之后,唱片公司营业利润率在流媒体时代相显著提升。

图表20：华纳音乐收入（百万美元）及营业利润率



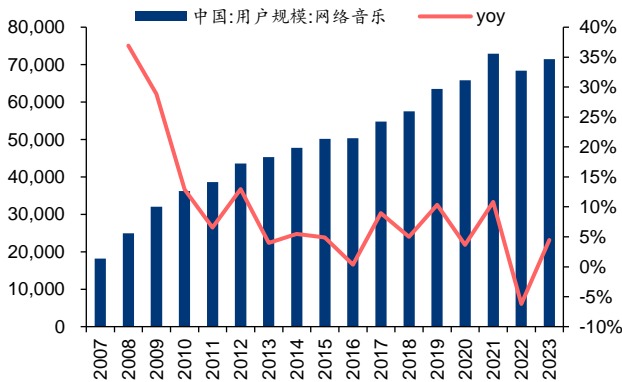
资料来源：公司财报、华泰研究

对比海外，国内流媒体对产业链塑造能力强

后独家版权时代，国内集中度仍高于海外

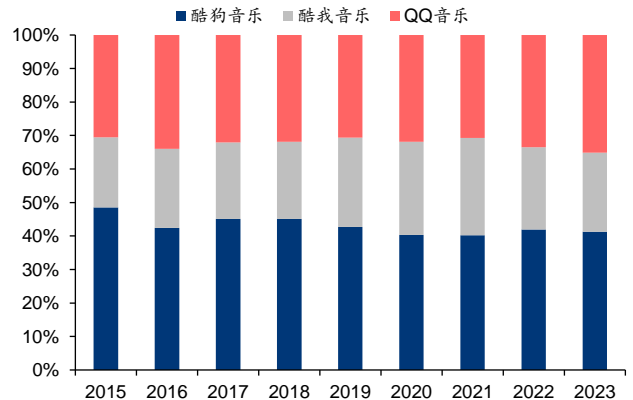
行业发展进入平稳期，市场规模缓慢增长。根据 CNNIC 的数据，2024 年上半年我国网络音乐用户达到 7.29 亿，19 年以来复合增速 3%。网易云音乐依然在用户端保持稳定增长，23 年月活突破 2 亿。截止 24Q3 腾讯音乐 MAU 为 5.76 亿，QQ 音乐持续增长，在集团内部 MAU 占比提升到了 35%（截止 23 年）。

图表21：中国网络音乐用户规模（万人）及增长



资料来源：CNNIC、华泰研究

图表22：腾讯音乐集团旗下 APP MAU 占比



资料来源：Questmobile、华泰研究

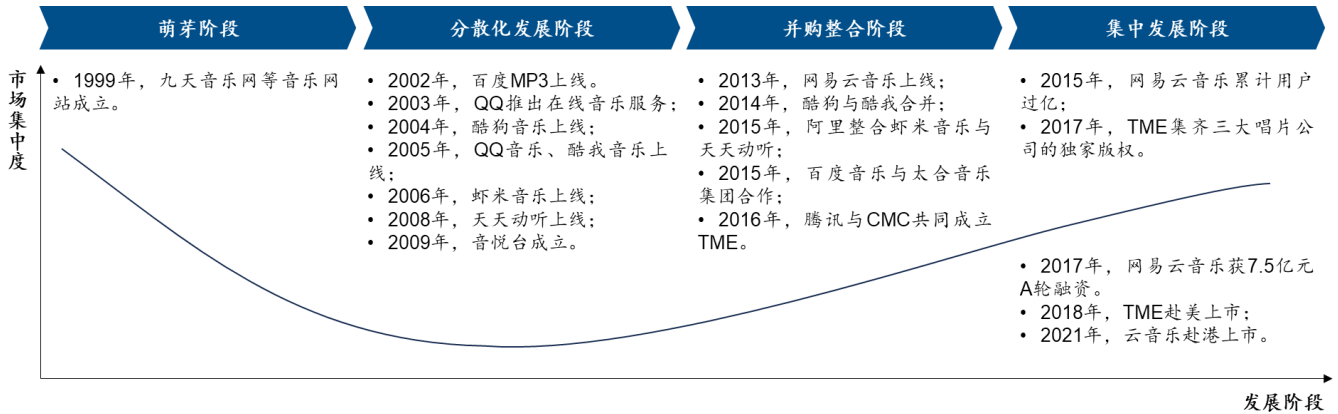
流媒体平台在国内市场经历从分散到集中的过程。流媒体平台市场萌芽可以追溯到 1999 年九天音乐网等网站的成立，音乐网站为消费者提供最早的歌曲免费在线试听和下载功能。随后各大在线音乐平台相继成立：2002 年百度 MP3 上线、2003 年酷狗音乐上线、2005 年 QQ 音乐和酷我音乐上线、2006 年虾米音乐上线、2008 年天天动听上线等。市场迎来快速发展期，各类音乐产品竞相进入市场，竞争格局较为分散。但由于版权保护机制并不完善，初期音乐流媒体平台主要依靠广告、游戏等方式实现流量变现。

音乐流媒体平台市场开始进行大规模的重组整合，市场格局逐步收拢。随着 2005 年国家版权局开展“剑网行动”，2009 年文化部《关于加强和改进网络音乐内容审查工作通知》发布，对音乐版权的管理和保护日趋完善。唱片公司开始展开对下游流媒体平台歌曲侵权行为的起诉，昂贵的音乐版权使小规模音乐网站逐步退出市场竞争，头部音乐平台也开始寻求并购与合作。2015 年，阿里整合虾米音乐和天天动听；同年，百度音乐与太合音乐集团合并；2016 年，CMC 与腾讯共同成立腾讯音乐娱乐集团。自此，市场形成以腾讯系、阿里系、百度系三大巨头为主的基本格局。在三大集团开展版权收购竞赛的同时，网易于 2013 年推出网易云音乐，通过统计用户的本地歌曲，再利用算法推算出用户的大致喜好，然后推荐心仪的歌曲，大获成功。2017 年，腾讯音乐成功获得环球、华纳、索尼三大唱片公司的独家版权，叠加酷狗音乐、酷我音乐、QQ 音乐、全民 K 歌四大高竞争力产品线，阿里系和百度系发展日渐式微，音乐流媒体平台市场逐步发展成以腾讯音乐和网易云音乐的两强格局。

2021 年非独家版权时代到来，上游版权资源逐步开放。

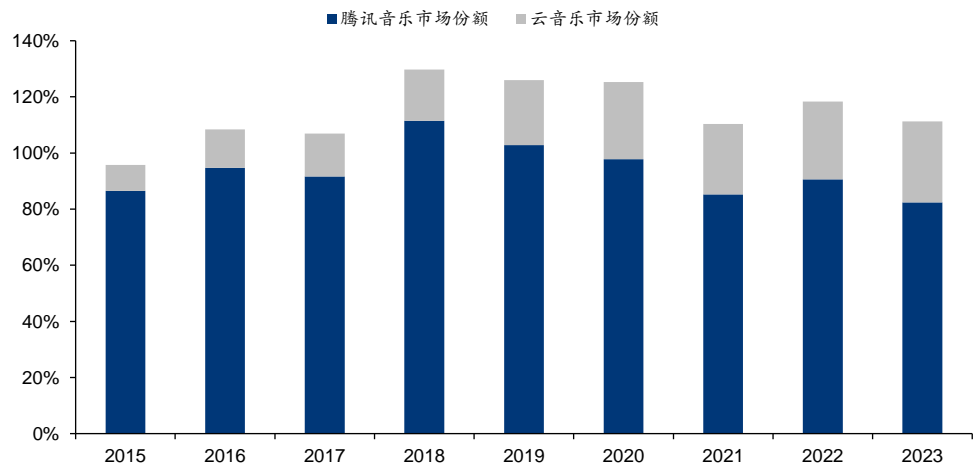
- 2021 年 7 月 24 日国家市场监督管理总局发布《腾讯控股有限公司收购中国音乐集团股权违法实施经营者集中行政处罚决定书》新（国市监处[2021]67 号）（以下简称“《决定书》”），要求腾讯音乐自决定书发布之日起三十日内解除与上游版权方已达成的独家协议。
- 2021 年 8 月 31 日晚，腾讯发布关于放弃音乐版权独家授权权利的声明，放弃与上游相关版权方音乐版权独家协议中有关音乐版权独家授权的权利。腾讯表示严格按照《决定书》要求，通过邮件方式正式向相关上游版权方发送《音乐版权授权合作协议解除通知函》及《音乐版权授权合作协议解除催告函》，最大限度寻求与相关上游版权方尽快解除独家协议。

图表23：国内音乐市场整合历程



腾讯音乐与海洋音乐(CMC)整合后，行业格局保持较高集中度。根据21年的行政处罚决定书，2016年7月合并发生时，腾讯和中国音乐集团的月活跃用户市场份额合计为83%，月时长占比85.42%，同期根据QuestMobiles数据网易云音乐月活为0.69亿，占比为17%。2023年延续同样趋势，腾讯音乐（包含QQ音乐、酷狗、酷我）/网易云音乐占比分别为82%/29%，高集中度持续保持。

图表24：腾讯音乐和网易云音乐份额（两家公司 MAU/网络音乐用户）



注：腾讯音乐包含酷狗、酷我、QQ音乐，用户数据不去重
 资料来源：CNNIC、公司公告、华泰研究

国内音乐商业化起步较晚，流媒体平台上游布局更深

国内商业化音乐市场起步较晚。1979年广州东方宾馆开办了全国首家营业性的音乐茶座，成为国内音乐产业复苏的标志。1990年《中华人民共和国著作权法》以及1994年《音像制品管理条例》奠定了行业发展的法律基础，标志国内音乐产业商业化的正式起步。

因此国内流媒体平台在上游布局方面限制较少，与海外市场形成鲜明对比。由于海外市场的高度集中，Spotify难以深入整合上游资源，其与上游合作方式呈现状态如下。

- 1) Spotify本身并没有成为一个唱片公司，不会拥有所授权的音乐。
- 2) Spotify并不要求独家发行权，艺术家也可以将自身音乐出售给Apple和Google以及其他任何人。
- 3) Spotify不会追逐已经与唱片公司签约的巨星，否则会引发与唱片公司的全面战争。

相反的是，国内上游厂商相对分散，因此各家唱片公司难以形成合力制约流媒体平产业链渗透。根据音集协的统计，注册会员数量为 641 个 (yoy+17.7%)，注册会员基本涵盖了国内主要的唱片公司。国内音乐市场除了国内本土唱片公司之外，欧美、日韩，港台也是重要的组成部分。

图表25：中国音像著作权集体管理协会理事单位

北京东方二十一文化传媒有限公司 Beijing Orient 21st Culture Media Co., Ltd.	北京华谊兄弟音乐有限公司 Beijing Huayi Brothers Music Co., Ltd.
北京摩登天空文化发展有限公司 Beijing Modern Sky Culture Development Co., Ltd.	北京鸟人艺术推广有限责任公司 Beijing New Run Entertainment Co., Ltd.
北京无限星空音乐有限公司 Wuxian Star Music	北京乐华圆娱文化传播股份有限公司 YH Entertainment Group
北京竹书房文化传播有限责任公司 Beijing Zhushufang Culture Communication Company, LLC	福茂唱片音乐股份有限公司 Linfair Records Limited
佛山市顺德区孔雀娱乐唱片有限公司 Foshan Shunde Peacock Gallery Entertainment Record Co., Ltd.	滚石国际音乐股份有限公司 Rock Records Co., Ltd.
华纳唱片中国(香港)有限公司 Warner Music China (HK) Ltd.	瑞凯知识产权代理(上海)有限公司 Ruikai Intellectual Property Agency (Shanghai) Co., Ltd.
上海风华秋实文化发展有限公司 Shanghai Rock Forward Company Limited	上海乐雅文化传播有限公司 Shanghai Leyi Culture & Media Co., Ltd.
索尼音乐娱乐(上海)有限公司 Sony Music Entertainment (Shanghai) Limited	太合音乐集团 Taihe Music Group
新二十一东艺术发展(北京)有限公司 New 21 East Culture Development (Beijing) Co., Ltd.	正大国际音乐制作中心 Chia Tai Ice Music Production Ltd.
正东音乐娱乐咨询(北京)有限公司(环球音乐) Go East Music Entertainment Consulting (Beijing) Ltd. (UMG)	中国唱片集团有限公司 China Record Group Co., Ltd.

资料来源：音集协、华泰研究

图表26：音集协会会员数量



资料来源：音集协、华泰研究

国内流媒体实际成为海外唱片公司版权代理人。腾讯音乐和网易云音乐承担了海外音乐在国内发行的职能，更为重要的是承担了国内版权保护的代理方。经过海外授权，对上游唱片公司价值不仅仅体现在渠道获客上，国内流媒体平台实际承担了国内音乐版权保护的权力。非独家版权时代后，腾讯音乐与网易云音乐都完成了环球，华纳和索尼的三大厂的内容合作。

图表27：版权权利授权路径

版权方	转授权人	被授权人
杰威尔公司	SURELEGENDINTERNATIONALLIMITED 1、授权著作：本公司拥有著作财产权或代理权之录音著作及MV视听著作；2、授权权利：包括复制权、公开播送权、公开演出权、公开传输权（信息网络传播权）；3、授权性质：专属授权，包含转授权；4、授权产品：在数字产品范围内，不限其传输方式、传输媒介与产品种类；5、授权期限：自2015年4月1日起至2020年3月31日；6、授权区域：中国大陆地区（包括香港、澳门地区）。	腾讯音乐 授权人授权被授权人以被授权人的名义制止、打击侵权和盗版行为，包括但不限于申请证据保全、财产保全、行政投诉、提起民事诉讼、上诉、申请执行、和解、获得赔偿金等
韩国星船娱乐公司	立梵醒(香港)有限公司 授权人将其享有著作权及相关邻接权的全部音乐作品(词曲)、录音制品/作品、MV(包括电影作品和录像制品)、微电影作品的信息网络传播权专有许可给被授权人(详见附件清单)以及授权人在授权期限内新发行的歌曲音源和(MV);该授权书的信息网络传播权系指以有线或者无线方式向公众提供或传播作品、录音录像制品及表演，具体使用形式包括但不限于网络点播、下载、网页/个人空间背景音乐定制、音乐片段、视频背景音乐等;被授权人有权以自己的名义制止、打击侵权和盗版行为，包括但不限于申请证据保全、提起民事诉讼、获得赔偿金等;本授权为独占性授权，即被授权人有权排除授权人及任何第三方使用上述授权内容且被授权人有权进行转授权;期限自2022年9月15日至2024年9月14日止，授权地域范围为中华人民共和国(不含中国香港、中国台湾、中国澳门地区)。	网易音乐 被授权人有权以自己的名义制止、打击侵权和盗版行为，包括但不限于申请证据保全、提起民事诉讼、获得赔偿金等;本授权为独占性授权，即被授权人有权排除授权人及任何第三方使用上述授权内容且被授权人有权进行转授权

资料来源：北大法宝、华泰研究

图28：三大厂均与腾讯和网易云音乐合作



资料来源：公司官网、华泰研究

国内流媒体平台对上游具有更强大的把控，腾讯音乐是其中的佼佼者。腾讯音乐首先承袭了海洋的合作渠道，后续投资创立了海葵音乐、阔景音乐等公司，产业链上游布局深厚。

- 1) **海洋音乐（已经与腾讯音乐合并）**：2015年 CMC 集团拥有的独家录音版权音乐作品超过 200 万首，词曲版权量累计超过 1630 万首；彩虹公司还获得超过 1 万首的有声读物和 4000 首的特色音乐的独家版权。同时，CMC 集团版权合作已覆盖国内 90% 的唱片公司或个人，成功签约国内 800 余家唱片公司，积累了近 2000 万首数字音乐授权，创建了海量的正版音乐曲库。
- 2) **海葵音乐**是一家由腾讯音乐控股，以原创为主的音乐集团，旗下有十余家子公司及近百家公司厂牌。经过多年的探索和发展，海葵音乐跳脱出了传统的版权公司和唱片公司的固有模式，通过中台系统扶持原创音乐人、歌手、创业者发展，架构和模式带有更具创新性的互联网基因。结合 2023 年的报道，海葵音乐歌曲版权在国内音乐市场的占有率超过 10%，现拥有包括胡睿（胡 66）、刘梦妤（Uu）、大籽、王靖雯、王唯乐（小乐哥）、程 jiajia、海来阿木等在内的 300+ 签约歌手。
- 3) **阔景音乐集团**是腾讯音乐集团控股的司，旗下拥有诸多备受瞩目的音乐厂牌，其中包括潮石音乐、潮水音乐、启韵文化、昌禾文化、重低音文化、万象星云、千亩稻田词曲版权等，拥有薛之谦、张靓颖、张信哲、潘玮柏、高进等知名歌手。

图29：海葵音乐介绍



资料来源：湖北日报、华泰研究

另外独立音乐人成为平台差异化的重要关注点。在非独家授权已成为版权合作主流模式的背景下，新歌独家首发的价值显得尤为突出，尤其是网络歌曲的热度往往也就维持几个月，甚至更短。新歌独家首发能给平台带来大量拉新和付费会员转化。

国内流媒体平台积极发展独立音乐人计划。「云梯计划」是网易云音乐于2018年推出的针对音乐人的多元化扶持计划，包含收入、流量及功能服务等多个方面，旨在为音乐人提供更好的创作环境和发展空间。腾讯音乐人成立以来，先后推出过多个为音乐人提供更多展示舞台与多元收入激励的支持计划，从不同维度建构了一个完善的音乐人服务体系。从规模来看，23年网易云音乐和腾讯音乐独立音乐人分别为68.4/48万，云音乐处于领先地位。

图表30：网易云村计划激励机制

云梯计划2024收入分成新比例					
受激励歌曲		新签独家歌曲			
受激励人群		独家音乐人		非独家音乐人	
年收入规则		当年自然年收入 ≤ 20万	当年自然年收入 > 20万	当年自然年收入 ≤ 20万	当年自然年收入 > 20万
播放分成	会员包 (订阅服务)	100% (50%激励金)	70% (20%激励金)	100% (50%激励金)	70% (20%激励金)
	单曲销售	100% (30%激励金)	70%	100% (30%激励金)	70%
	数专销售				
广告分成	基础广告			/	/
	好音乐广告 NEW	100% (50%激励金)	70% (20%激励金)		

资料来源：网易云音乐、华泰研究

图表31：腾讯音乐独立音乐人激励计划

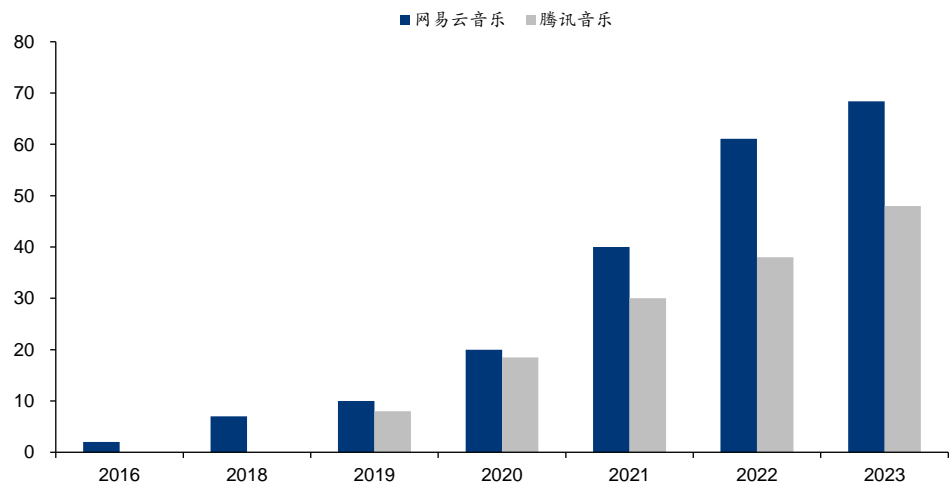
	签约非独家单曲	签约独家单曲	参与“自制唱片合作” NEW
会员收入		20万收入以内 100%	签约12个月内 100% 分成无上限
广告收入	50%	超过20万部分 60%	签约12个月外 60% 分成无上限
乐币收入			

* 亿元激励计划不影响单曲订购与K歌直播收入

举例：
假设你的一首原创作品全年版权收入为**100万**：
如果它是签约非独家单曲，按照50%分成结算，则最终收入**50万**；
如果它是签约独家单曲，最终结算收入将达到**68万**（20万按照100%分成为20万，超出部分80万按照60%分成为48万）；
如果它参与“自制唱片合作”签约，则12个月内收入按照100%分成无上限结算，最终收入**100万**

资料来源：新音乐产业观察、华泰研究

图表32：两家公司独立音乐人数量（万人）



资料来源：公司财报、《腾讯音乐人年度盘点报告》、《中国音乐人生存现状报告》、华泰研究

音乐鉴定权显著优于海外，短视频形成一定冲击

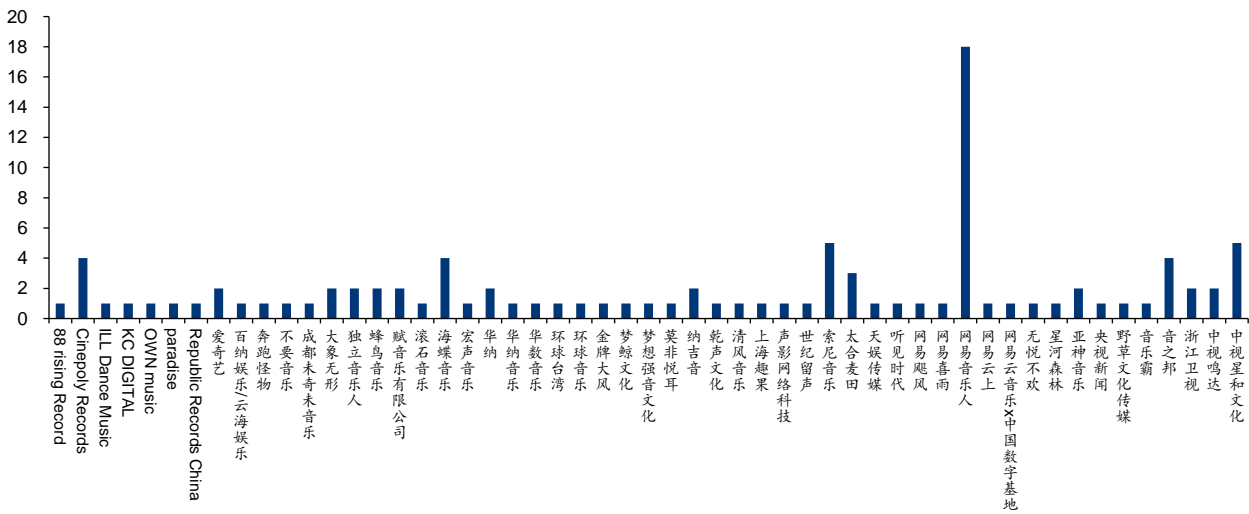
流媒体平台对音乐鉴定权可以通过排名的集中度来进行判断。Spotify TOP 50 周榜排名中，环球，华纳和索尼音乐，歌曲数量占比分别为 36%、20%、26%，播放量占比分别为 44%，20%，20%，这说明对于音乐的流行程度控制力上 **Spotify** 相对较弱，上游厂牌通过多年的积累的发行能力，依然在流行音乐上掌控着话语权的优势。而不同于海外的高集中度，国内来看上游厂牌非常分散，同时网易云音乐的独立音乐人占比显著高于腾讯音乐，从流量的分配逻辑来看，云音乐对于独立音乐人的流量支持更为突出。

图表33: Spotify 全球周度 TOP 50 歌曲厂牌分布(20241116)

版权方	数量	数量占比	流媒合计	流媒占比
环球音乐集团	18	36%	515,639,526	44%
索尼音乐	13	26%	235,824,527	20%
华纳音乐	10	20%	234,619,315	20%
独立厂牌	7	14%	121,052,139	10%
HYBE	1	2%	42,991,877	4%
独立音乐人	1	2%	14,631,200	1%
三大合计		82%		

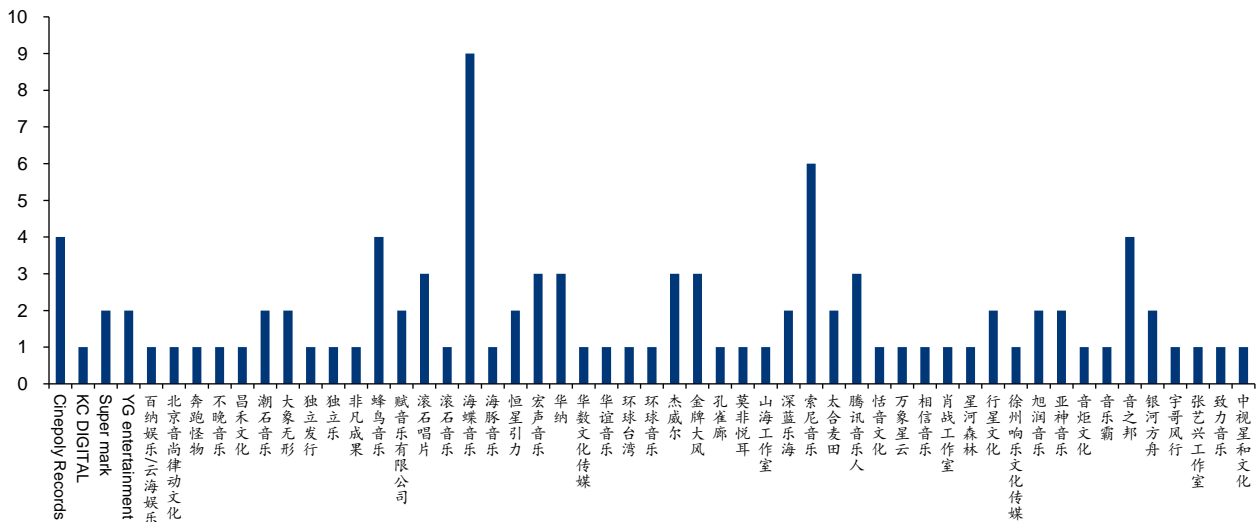
资料来源: Spotify、华泰研究

图表34: 网易云音乐热歌 TOP 100 厂牌信息整理 (20241116)



资料来源: 云音乐 APP、华泰研究

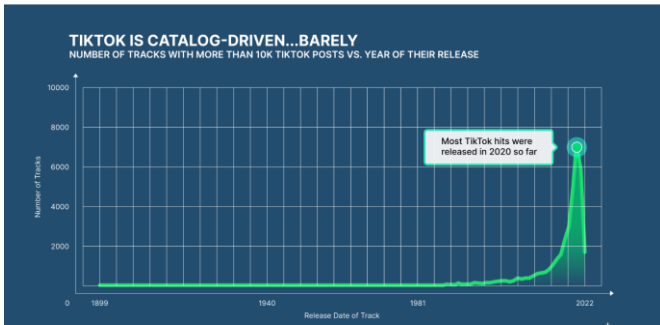
图表35: 腾讯音乐热歌 TOP 100 厂牌信息整理 (20241116)



资料来源: 腾讯音乐 APP、华泰研究

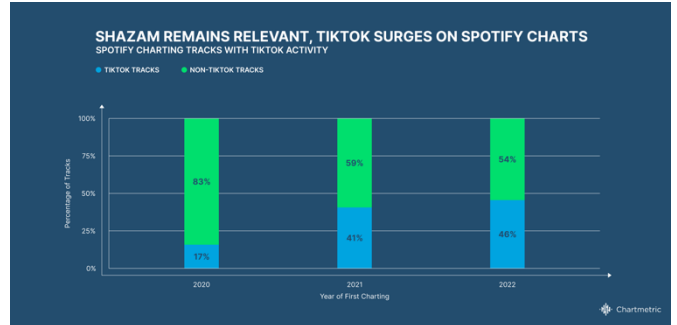
但是用户注意力也发生了变迁，短视频平台对音乐的鉴定权的产生了一定威胁。短视频平台的快速发展，一定程度改变了流行趋势。根据 Chartmetric 的统计，从 2020 年到 2021 年，TikTok-Spotify 的相关性从 17% 急剧跃升至 41%。在 2020 年，相同的 1138 首独立排行榜曲目中只有 195 首（17%）同时在 TikTok 上取得成功（>10K TikTok 帖子），而 21 年开始这一比例大幅提升。因此一定程度上，大型音乐公司也加强了在短视频平台的内容运营。

图表36： 曲目发布时间与歌曲数量（10K+短视频数量）



资料来源：Chartmetric、华泰研究

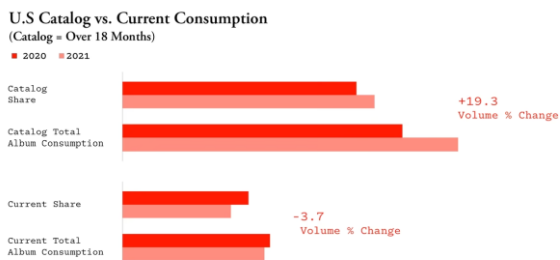
图表37： Tiktok 和 Spotify 的曲目流行相关性



资料来源：Chartmetric、华泰研究

新流量渠道降低了平台的鉴定权，也一定程度提升了老音乐的消费量。根据 MRC Data 数据显示，2021 年老歌（18 个月以上的歌曲）占美国音乐市场的 70%，且增速显著高于新歌。Luminate 2022 年流媒体消费增长了 19%，新歌（18 个月以内）消费下降了 2.6%。这意味着新歌的消费占比在下降，老歌的生命周期在延长。从国内平台来看，也能看到这一趋势，腾讯音乐华语音乐 2 年以上的老歌的播放量占比提升。

图表38： 美国老歌播放量提升显著



资料来源：The Atlantic、华泰研究

图表39： 华语音乐老歌份额



资料来源：《华语数字音乐年度报告》、华泰研究

国内市场呈现类似趋势，短视频已经对音乐发行产生了较大的影响力。2023 年 TOP 1500 歌曲流媒体播放中，70% 的走红原因跟抖音密切相关，23 年抖音音乐人已经达到 30 万，在抖音上线的新曲超过 80 万，抖音已经成为当前音乐发行重要渠道。我们将 QQ 音乐整理的抖音热榜歌曲与 QQ 音乐平台自身的热歌榜单进行对比，可以看到 60% 的歌曲是重合的。

图表40：抖音流行音乐宣发能力较强



资料来源：《抖音音乐 2023 报告》、华泰研究

图表41：抖音发行的成功案例



资料来源：《抖音音乐 2023 报告》、华泰研究

如何看待短视频平台对流媒体的影响？UMG与TikTok的许可协议事件为我们提供了样本对这一影响进行分析。24年1月授权到期后，UMG将音乐从TikTok下架，直至24年5月1日两家公司才重新恢复合作（广告分成率提升）。根据哈佛商学院《The Value of Silence: The Effect of UMG's Licensing Dispute with TikTok on Music Demand》的研究，通过这一自然实验可以看到，如果音乐被从TikTok移除掉，Spotify的播放量会提升2-3%，因此从竞争角度来看，短视频对流媒体的有负面影响较小。另外同一音乐家的不知名歌曲会一定程度受益于tiktok的传播，移除之后播放量下降1-3%。因此从流媒体平台的角度来，短视频平台争夺的价值更多体现在宣发阶段，对实际头部音乐的交付影响有限。

如果参考海外，对国内影响进行分析，我们认为对于腾讯音乐和网易云音乐的影响不同

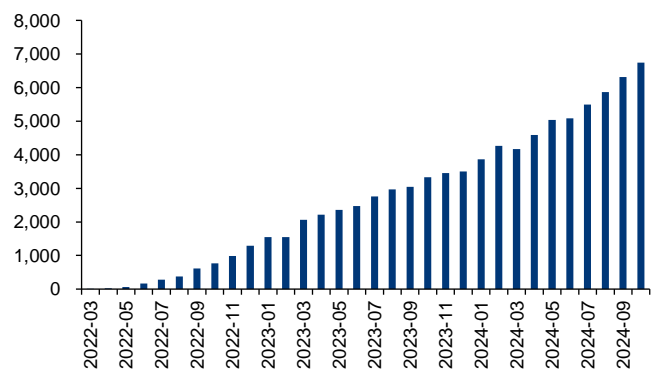
- 1) 腾讯音乐更多从音乐交付的角度来看，抖音会分流一部分音乐需求，但是优质版权内容的交付能力的优势依然稳定。
- 2) 网易云音乐更多体现在独立音乐人的发现上，这一层面网易云音乐的鉴定权被削弱，但是更多短视频的曝光也会提升平台内独立音乐人交付量，形成互补效应。

图表42：UMG与TikTok恢复合作



资料来源：公司官网、华泰研究

图表43：抖音汽水音乐月活数据（万人）



资料来源：Qustmobile、华泰研究

未来国内流媒体盈利能力优于海外，仍有较大发展空间

国内在线音乐市场仍有较大发展空间

国内在线音乐渗透率与海外相近。以北美市场为例，根据财报和 SensorTower 的数据，Spotify 23 年 MAU 分别为 0.64 亿，Youtube music 为 0.54 亿，考虑到 Apple music 和 Amazon music 付费用户与 Youtube music 相近，预计北美市场用户数超过 2 亿，北美地区人口（美国+加拿大）为 3.75 亿，线上渗透率达到 53.33%。同样是不去重口径下，腾讯音乐和网易云音乐 23 年 MAU 为 7.95 亿，对应线上渗透率 56.4%，从线上渗透化率的角度，国内已经达到发达国家水平。而从年龄分布的角度来看，结合人口普查的数据来看，国内在线音乐 APP 已经实现较高的渗透率，随着人口迁移，未来渗透率仍有持续提升空间。

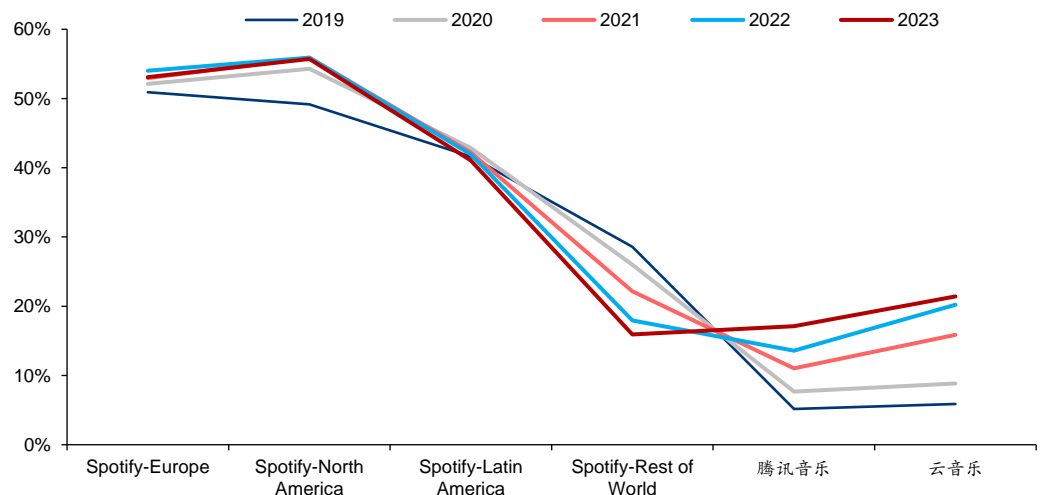
图表44：2024 年在线音乐线上渗透率

人口：万人	合计	0-15	15-24	25-34	35-44	45-54	55-65	65+
酷狗音乐	23220	1672	2786	4644	5108	5341	3251	418
QQ 音乐	19648	2201	3537	6680	3340	2161	1179	550
网易云音乐	15372	1599	3843	6764	1691	769	307	400
酷我音乐	12664	507	507	1773	3799	4559	1393	127
整体年龄分布	70904	5978	10673	19861	13939	12830	6130	1494
人口年龄分布	140967	23090	15168	18791	20891	21779	19538	21709
线上渗透率	50%	26%	70%	106%	67%	59%	31%	7%

资料来源：国家统计局、Questmobile、华泰研究

但付费率较欧美仍有较大差距。海外付费收听习惯建设较早，上游唱片公司对 Spotify 的付费要求也较高。以 MAU 为测算基数，截止 2023 年，Spotify 欧美地区付费率分别为 53%/56%，而 23 年腾讯音乐和云音乐的付费率分别为 17%/21%。如果以人口基数作为测算依据，国内市场 24 H1 7.29 亿的音乐用户中订阅付费用户约为 1.69 亿，对应付费渗透率为 23.18%。北美地区人口为 3.75 亿，Spotify 北美地区付费用户 0.64 亿（市占率 36%），对应北美地区付费率为 47.41%（如果考虑线上渗透化率，海外付费率预计更高），超过国内的 2x。

图表45：Spotify 分区域、腾讯音乐、云音乐付费率对比（付费订阅用户/MAU）



资料来源：公司财报、华泰研究

综上，按照年龄分布计算，在线音乐已经几乎实现了全覆盖，未来随着人口的推移，MAU 渗透率有望达到 70%，相比 24 年的 50%，提升 40%；付费率有望逐步提升到 30%+，仍有接近 50% 的空间。因此我们认为行业收入规模中长期能看到翻倍提升的空间。

国内盈利能力有望持续优于海外流媒体平台

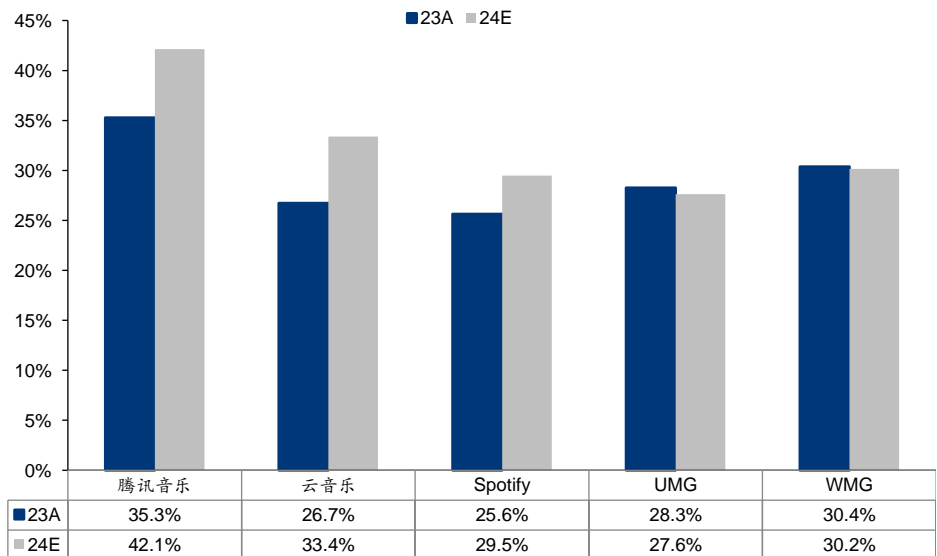
基于产业价值的基本模型，国内毛利率端的优势已经逐步兑现。从产业链价值来看，国内流媒体平台在内容供给、渠道价值、版权管理和音乐鉴定权这四个方面都显著优于海外，这一特征已经在报表中得到了充分体现，以 23 年财报为例，腾讯音乐/网易云音乐/Spotify 的毛利率分别为 35.3%/26.7%/25.6%。那么如何衡量国内流媒体平台毛利率的天花板呢？对比拆分我们认为，流媒体渠道价值毛利率为 35%，版权管理和内容制作毛利率为 30%，鉴定权价值在 5%，这意味流媒体平台全产业链音乐毛利率在 70%，第三方音乐毛利率在 40%，如果一个平台 30% 的内容来自于自有内容，那么毛利率天花板预计为 49%。

图表46：Spotify 长期毛利率的指引

Future Growth Drivers			
Gross Margin Profiles by Vertical: Medium to Long-term			
	2021	3-5 years	Long-term
Music	28%	30%	35%
Podcasting	-57%	30-35%	40-50%
Other	NM*	30-60%	40-80%

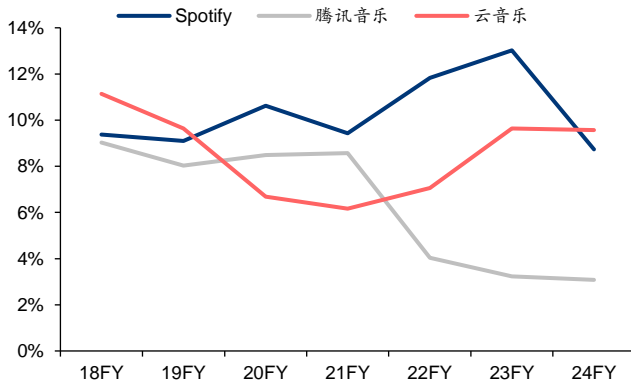
资料来源：2022 年 Spotify investor day、华泰研究

图表47：毛利率对比

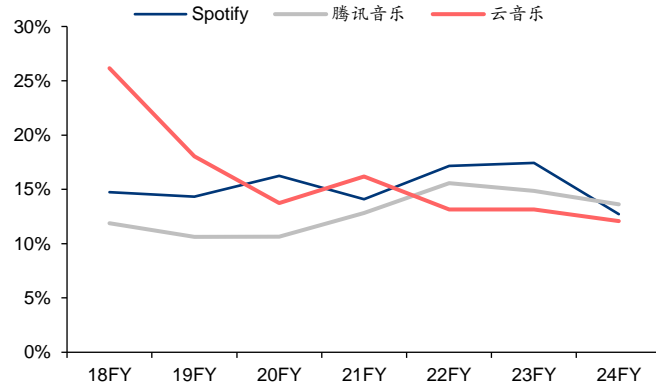


资料来源：Visible alpha、公司财报、华泰研究

中长期来看，平台经济展现了持续的规模效应。销售费用率更多反映公司的成长阶段和竞争格局，国内市场腾讯音乐领先地位稳固，用户规模较为稳定，销售费用率显著低于用户增长为导向的云音乐和全球扩张的 Spotify。而管理研发费用率方面，考虑到腾讯音乐在上游布局更深入，所以管理和研发费用率略高于同业。中长期来看，国内相比国际集中度更高，销售费用率腾讯音乐优于 Spotify 和云音乐，管理和研发费用率预计三家平台较为接近。

图表48：销售费用率对比


资料来源：公司财报、Visible alpha、华泰研究

图表49：管理&研发费用率对比


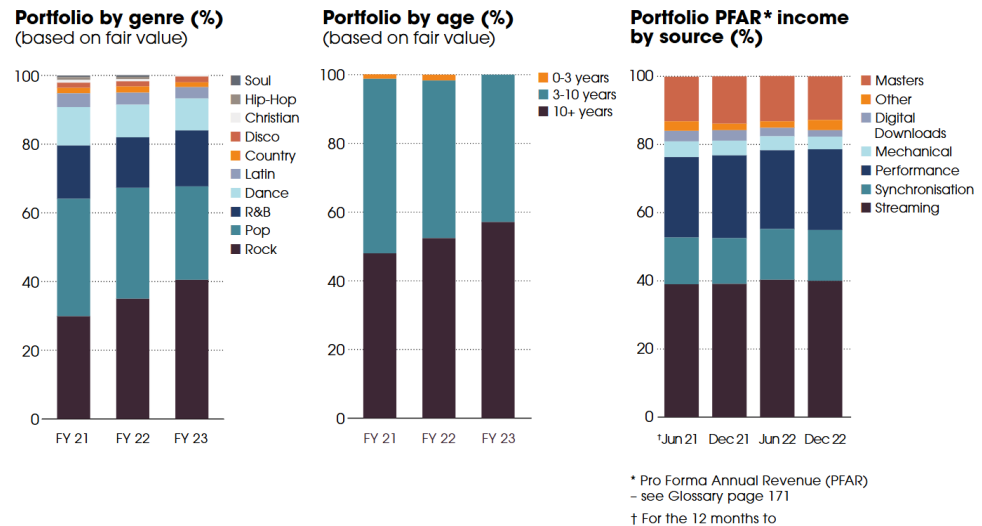
资料来源：公司财报、Visible alpha、华泰研究

从全球音乐市场估值体系看国内流媒体平台

如何对音乐资产估值？

音乐行业最底层资产的估值来自于音乐的所有权。Hipgnosis 歌曲基金是英国第一家为投资者提供歌曲和相关音乐知识产权纯投资的投资公司。公司建立一个多元化的投资组合，收购一系列由全球头部词曲作者的热门歌曲建立的目录。从该公司的数据可以看到，10 年以上的音乐占比超过 50%，而且在 20-22 年 10 年以上的经典曲目实现了稳定的收入增长。

图表50：公司歌曲的属性、年份和收入来源



资料来源：公司公告、华泰研究

图表51：Hipgnosis 分类收入增长（同口径对比）

百万美元	22FY (21年4月-22年3月)		23FY (22年4月-23年3月)	
	20年	21年	21年	22年
Vintage >10 years	64.12	65.54	66.2	73.7
YOY		2%		11%
Vintage <10 years	57.14	49.32	50	56.5
YOY		-14%		13%

备注：20/21/22年（为日历年，即1月1日-12月31日），22/23FY为对应财报年公布，增速为可比口径

资料来源：公司财报、华泰研究

一级市场音乐资产交易呈现较为稳健的估值。正如上文整理，近年来存在着较多音乐家出售自身音乐版权的交易，估值方法采取当期 NPS 估值法，即基于过去 12 个月的所有版权收入减向其他出版方分成及其他管理费用后所留存下来的收益，**相当于该音乐资产给所有人创造的净利润**。音乐资产的估值主要受到控制权归属、支付获取方式、版权保护期长度、收入的趋势以及曲风等。

海外市场对音乐资产的估值观点较为接近，有交易价值的音乐资产近年来估值逐步提升，预计平均估值在 15x 左右，头部作品估值可以在 20x。

- 根据 Synchronblog 的经验数据，18 年以来行业的估值倍数从 13~14x 提升到 17~18x (20 年的观点)
- 结合 Anote 经验数据，常青音乐目录的交易价格通常在 NPS 的 10~15x，而更新鲜和不太知名的音乐目录的交易价格在 5~10 倍 NPS 之间。(21 年的观点)
- 结合 Shot tower Capital 的数据我们可以看到，2023-2024 年 5 月的音乐版权交易，平均估值在 16.3x。
- 根据 Citrin Cooperman，22-23 年与 Hipgnosis 相似的经典音乐目录交易估值平均在 21.92x。

图表52: 知名音乐版权交易 (2023-2024 YTD)

年份	NPS 估值倍数	权利属性
2024	19.0x/17.0x (EBITDA)	Partnership/JV with Admin
2023	9.5x	Control
2023	20.0x	Control
2023	16.2x	Approx. 30% Passive
2023	16.4x	Control
2023	19.6x	Mixed
2023	10.0x	Passive
2023	20.0x	Control
2023	16.3x	Mixed
Average	16.3x	

资料来源: Shot tower Capital、华泰研究

图表53: 与 Hipgnosis 相似的音乐组合的交易倍数 (22-23 年)

Genre	Vintage	Simplified Vintage	Multiple
Rock	1960s, 1970s	Standards Music	24.15
Rock	1960s, 1970s, 1980s	Standards Music	23.97
Hip Hop, Pop	1990s	Standards Music	17.32
Latin, Pop	1990s, 2000s, 2010s	Standards Music	23.64
Country, Pop Rock	1990s, 2000s, 2010s	Standards Music	20.40
Country, Pop	1970s, 1980s, 1990s	Standards Music	24.58
Pop	2000s, 2010s	Standards Music	25.46
Rock, R&B	1960s, 2010s	Standards Music	18.76
Hip Hop	2010s, 2020s	Contemporary Music	24.67
Pop	1980s, 1990s	Standards Music	16.73
Country	1970s, 1980s, 1990s	Standards Music	21.39
Average Multiple			21.92

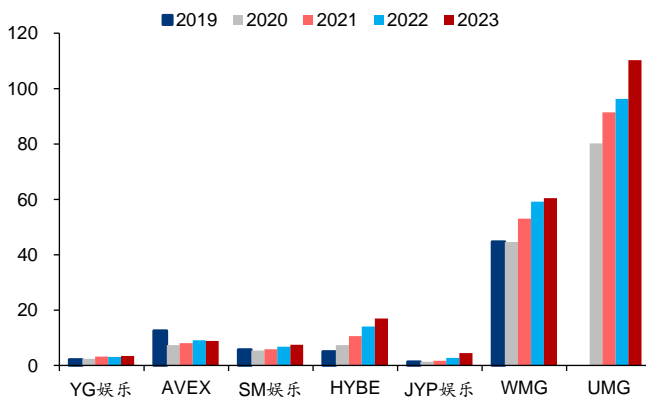
资料来源: Citrin Cooperman、华泰研究

音乐资产是音乐产业链估值的基础, 对比音乐唱片公司和流媒体平台, 前者更多体现为被动收入, 主动价值的释放和成长性更多依赖于唱片公司和流媒体平台的运营管理, 因此从资产长期成长的角度来看, 唱片和流媒体平台的估值应该会高于音乐资产的估值。

如何对唱片公司估值?

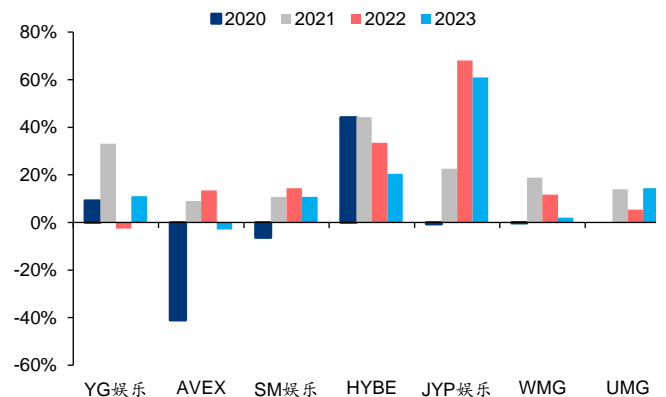
头部唱片公司规模领先, 增长稳健。对比收入来看, 环球与华纳作为全球公司收入体量显著领先日韩区域内龙头。但是从收入增长来看, 日韩音乐阶段性爆发一定程度推动了日韩公司收入的加速与放缓, 收入增长的弹性较大。而环球和华纳更多是跟随全球市场的增长, 增长较慢。

图表54: 唱片公司收入体量对比 (亿美元)



资料来源: Wind、华泰研究

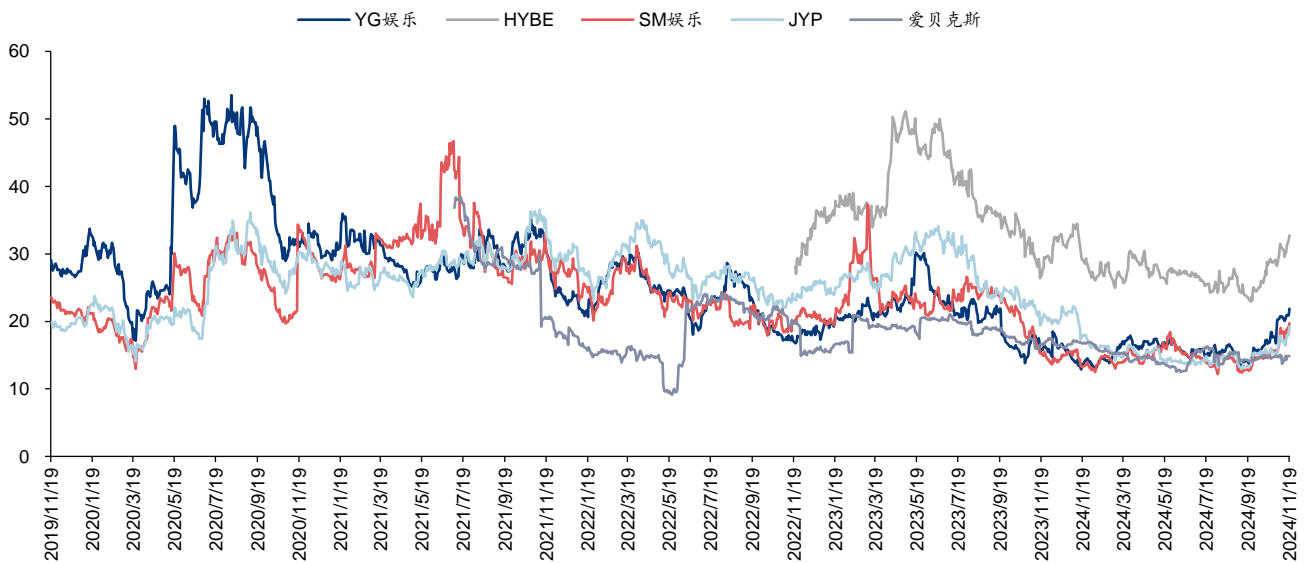
图表55: 收入增速对比 (%)



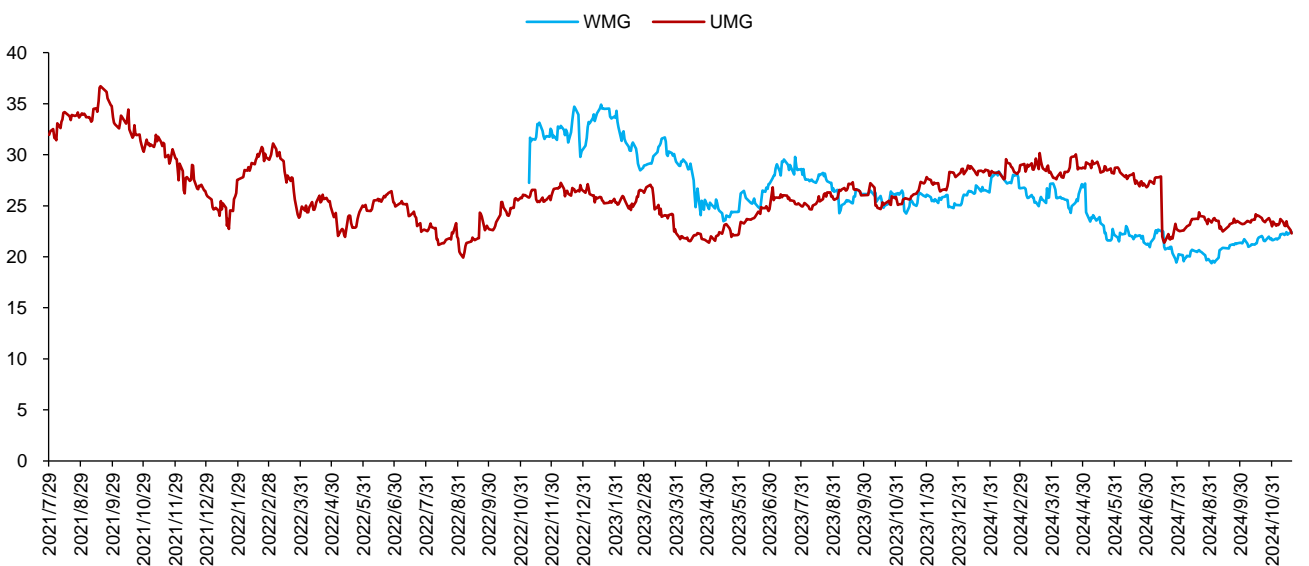
资料来源: Wind、华泰研究

与收入增长相对应的，估值层面也体现了波动性。环球和华纳上市以来估值波动较小，估值区间在 BF PE 20-25x，主要由于单一歌曲或者团队对公司的影响相对较小，业绩增长也较为稳健。**YG 娱乐、HYBE 和 SM 娱乐估值波动较大，主要体现阶段性事件的利好催化：**

- 1) 20 年 5 月~10 月，YG 娱乐估值大幅提升，主要是由于韩国女团 BLACKPINK 于 6 月 26 日回归，并于 2020 年 10 月 2 日发布专辑《The Album》，该专辑获得亚洲流行音乐大奖 2020 海外最佳专辑。
- 2) 21 年 6 月~8 月，SM 娱乐股价提升，主要由于 NCT 首张正式版专辑销量亮眼。
- 3) 23 年初 HYBE 股价表现强势，主要来自于外延扩张预期，一个是公司计划收购 SM 娱乐第一大股东、前总制作人李秀满的股份（但最后未能实现），另一个是收购亚特兰大的说唱音乐公司 Quality Control。

图表 56：日韩上市唱片公司 PE 估值（彭博 BF PE）


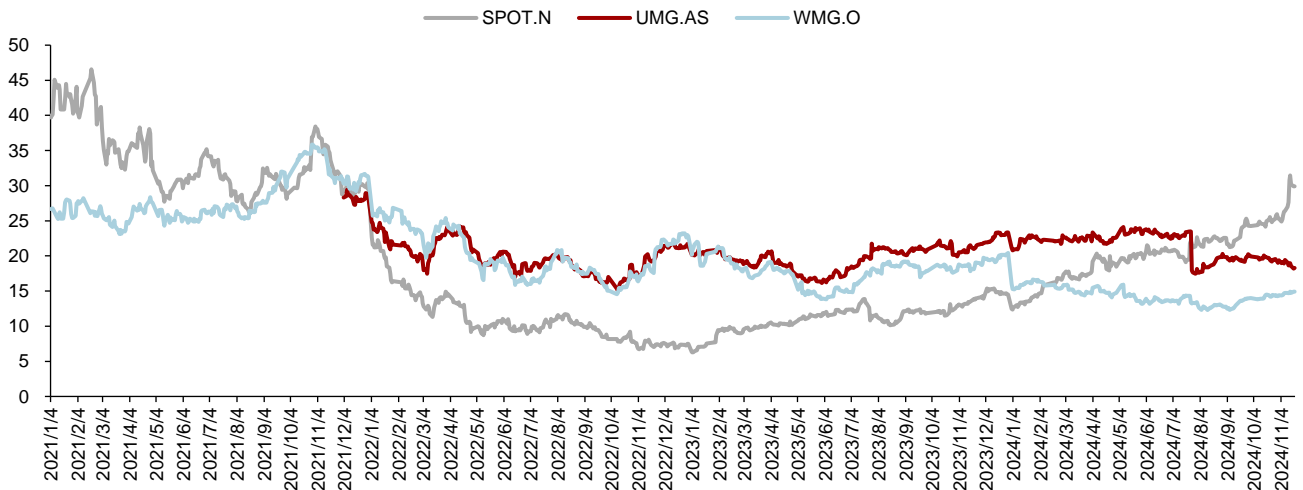
资料来源：Wind、彭博、华泰研究

图表 57：环球与华纳的 PE 估值（彭博 BF PE）


资料来源：Wind、彭博、华泰研究

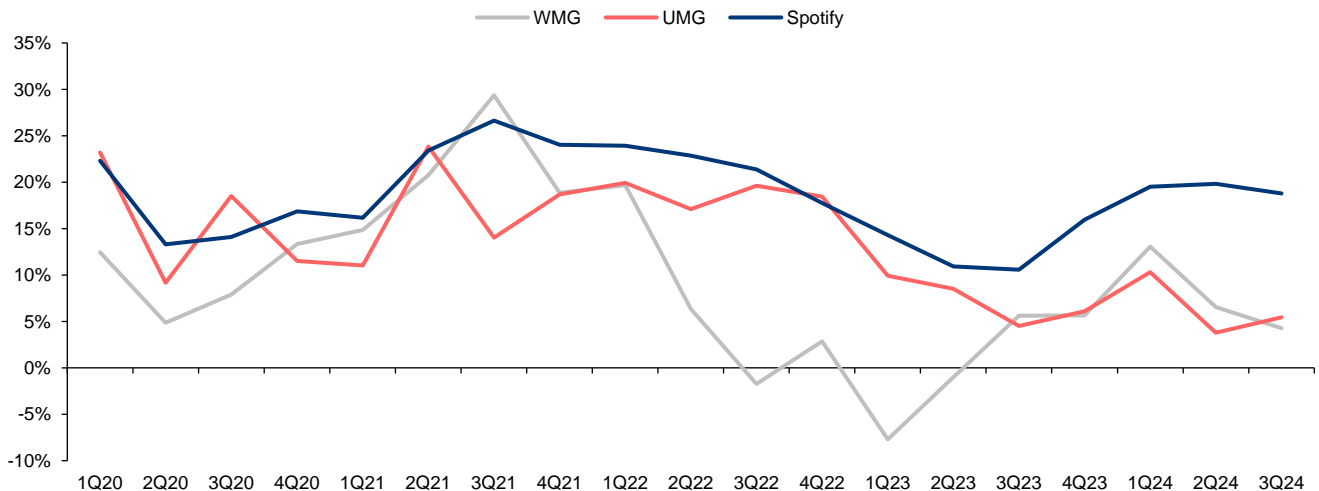
海外市场流媒体成长的价值兑现，估值已经优于唱片公司。对比唱片公司和流媒体平台的估值差别，我们认为来自于上游和下游的依赖关系和各自的成长性，23 年之前上下游收入增速相近，反映的是流媒体平台无法对上游进行成本管控，可以看到两者增速是显著趋同的且接近的。兼顾议价权和成长性的因素，唱片公司与流媒体平台估值相近。随着 Spotify 22 年在有声书和博客的投入，虽然短期市场对新业务的盈利预期存在担忧，叠加美股科技股回调较多，估值下行，但是随着播客的盈利以及订阅费的提升，流媒体多元发展下，减轻了上游版权的压力，从 23 年下半年开始唱片公司的增速与流媒体平台的增速差距在拉大。最终反映在估值上，长期成长性的远景带动估值超越了唱片公司。

图表 58：当期市值/三年后调整后净利润



资料来源：Visible alpha、华泰研究

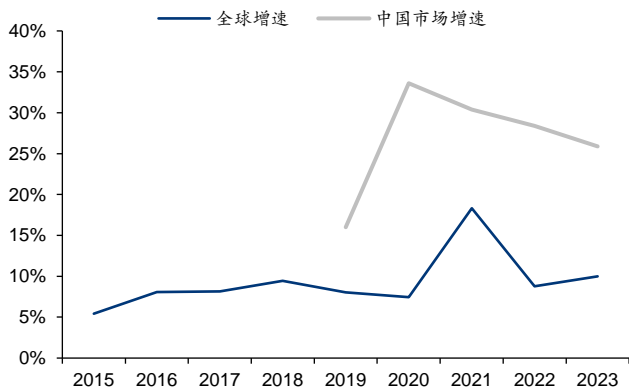
图表 59：UMG、WMG 和 Spotify 流媒体收入同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

国内录制音乐市场保持中高速增长。根据 IFPI 的数据，2023 年国内录制音乐市场实现 26% 的高增长，已经是全球第五大的市场。产业仍然处于资本化的早期，独立音乐人发展较快，流媒体平台有望在产业链上游产生更大的影响力，产业链上游利润和估值溢价应该在流媒体得以体现。

图表60: 全球和中国录制音乐市场增速对比



资料来源: IFPI、华泰研究

图表61: 中国音乐市场全球排名

排名	2023	2022	2021	2020	2019	2018
USA	1	1	1	1	1	1
JAPAN	2	2	2	2	2	2
UK	3	3	3	3	3	3
GERMAN	4	4	4	4	4	4
CHINA	5	5	6	7	7	7
FRANCE	6	6	5	5	5	5
SOUTH K	7	7	7	6	6	6
CANADA	8	8	8	8	8	9
BRAZIL	9	9	-	-	10	10
AUSTRAL	10	10	9	9	9	8

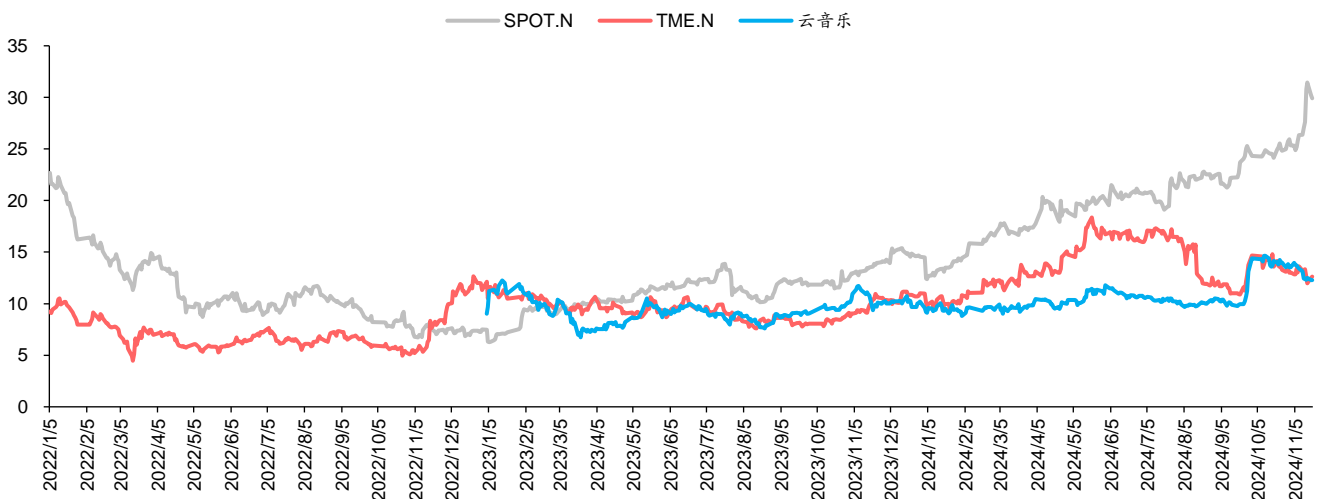
资料来源: IFPI、华泰研究

如何对流媒体平台估值?

Spotify 作为全球音乐流媒体核心资产, 估值显著高于国内流媒体平台, 主要原因来自于全球化的成长空间。在 2022 年的投资者交流日上, 公司表示未来 10 年有望实现 1000 亿美元收入, 月活用户达到 10 亿(截止 24Q3 为 6.4 亿)。公司在音乐之外, 拓展了博客, 有声书等新的垂直领域, 进一步将客单价提升到 100 美元。**24 年以来估值重回扩张期:**

- 1) 22 年公司估值有所下修: 市场受到持续加息影响, 整体表现较弱, 同时公司由于加大了播客的投入, 毛利率扩张弱于市场预期, 所以估值下降较多。
- 2) 23 年估值缓慢修复: 市场受财政和美联储扩张支撑表现较好, Spotify 新业务投入放缓下利润率持续提升, 同时在 23 年 7 月开始提价, 所以估值修复。
- 3) 24 年以来公司估值大幅提升: 市场受益于宏观经济稳健及降息预期表现优异, 公司持续在区域进行了提价, 同时通过捆绑的形式降低了唱片公司的分成, 盈利能力或进一步提升。另外我们认为 AI 在 spotify 的应用也带动了公司的估值提升。

图表62: 当期市值/三年后调整后净利润



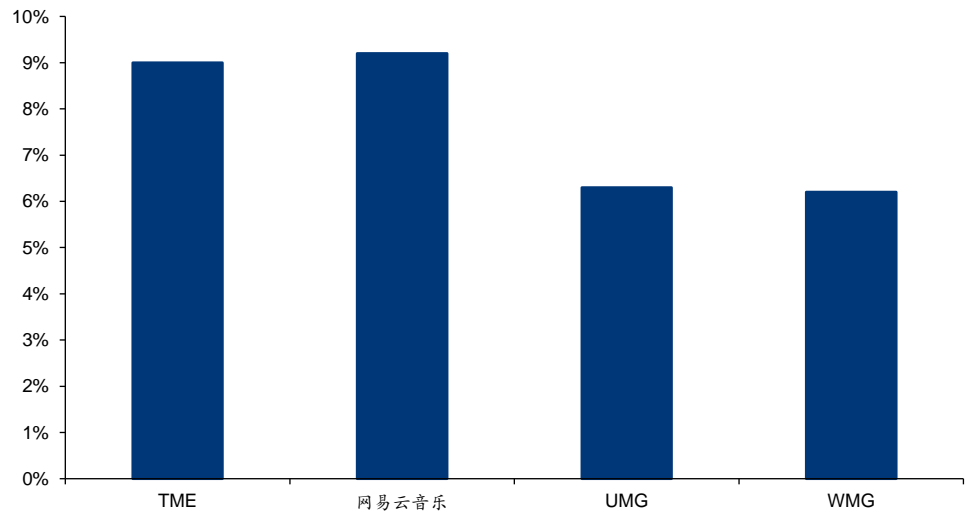
资料来源: Wind、Visible alpha、华泰研究

图表63: Spotify 相关 AI

应用领域	Spotify 如何使用 AI
个性化推荐	Spotify 通过分析用户的收听习惯、搜索历史和互动数据,结合协同过滤、自然语言处理(NLP)和深度学习,生成个性化播放列表,如“Discover Weekly”和“Daily Mix”。
音乐分类	Spotify 使用 NLP 分析歌曲的元数据、歌词和文本内容,根据主题、情绪和流派对歌曲进行分类,改善搜索功能和播放列表创建。
AI 驱动的内容创作	Spotify 收购了 AI 音乐创作公司 Jukedeck,利用 AI 生成原创音乐,应用于背景配乐、播客、视频或个性化冥想歌单等场景。
语音激活功能与 AI	Spotify 集成了 AI 驱动的语音识别,用户可以通过语音命令控制 Spotify,进行免提操作,如播放歌曲、跳过曲目或搜索艺术家。
广告定位和受众细分	Spotify 使用 AI 分析用户的收听习惯、偏好和人口统计数据,进行精准的广告定向投放,从而提高广告的相关性和效果。
增强用户参与度	机器学习算法驱动的“Spotify Wrapped”等功能,通过总结用户的年度收听习惯,创建有趣、互动的个性化体验,鼓励用户分享他们的结果,从而提升用户参与度和品牌传播。

资料来源:华泰研究

国内音乐平台成长空间仍在,估值仍有上升空间。 综上对海外音乐产业链估值体系的梳理,从稳态的角度来看,腾讯音乐(TME US)和网易云音乐 FY27PE 分别为 12.6/12.3x(基于 VA 一致预期)与海外一级市场的音乐交易估值 15-20x(静态 PE)相比,显著低估。从成长性来看,结合 VA 预测,未来三年腾讯音乐/网易云音乐/UMG/WMG 收入复合增速为 9.0%/9.2%/6.3%/6.2%,而其中在线音乐服务增速更高,腾讯音乐和网易云音乐增速为 13%/14%。从空间来看,虽然国内流媒体平台 MAU 难以超过 Spotify,但从产业链布局的深度来看,腾讯音乐和云音乐对上游的整合能力更强,竞争力突出。因此我们认为国内流媒体的中长期估值仍有持续提升的支撑。

图表64: 25-27 收入复合增速预测对比


资料来源:Visible alpha、华泰研究

推荐标的

音乐纵深布局能力强，看好国内流媒体平台长期价值。基于产权关系的约束和保护，音乐产业形成了明确分工和产业链上下游的关系，海外成熟市场为国内提供了良好的参考标尺。从空间来看，国内相比欧美市场在线上渗透率和付费率方面仍有较大提升空间。从盈利能力来看，国内流媒体平台在上下游整合能力、市场竞争格局方面构筑起稳定的护城河，中长期盈利好于由于海外平台。同时结合海外产业链估值体系来看，我们认为国内流媒体被显著低估，随着盈利能力的持续释放和股东回报的兑现，看好音乐流媒体板块的估值提升。

我们首次覆盖腾讯音乐-SW（买入，目标价 64.40 港币）、Spotify（增持，目标价 700.06 美元），同时维持网易云音乐买入评级（买入，目标价 205.47 港币）。

腾讯音乐-SW（1698 HK，买入，目标价 64.40 港币）

腾讯音乐娱乐集团（TME）是中国在线音乐娱乐服务开拓者，提供在线音乐和以音乐为核心的社交娱乐两大服务。近年来面对行业监管调整、短视频竞争等压力，公司积极调整业务方向，核心主业在线音乐收入持续兑现较高增速，规模效应持续显现，盈利能力稳步提升。我们认为公司国内龙头地位稳固，以会员订阅为主的商业模式较为成熟，现金流充沛，账面现金资产占比高，股东回报潜力充足。我们预计公司 24-26 年调整后归母净利润为 73.50/81.52/94.66 亿元，基于调整后归母净利润得到目标价 64.40 港元，对应 25E 25x PE。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：订阅用户增长放缓，宏观压力影响用户付费意愿，内容成本上涨，社交娱乐监管收紧。

网易云音乐（9899 HK，买入，目标价 205.47 港币）

网易云音乐 2024 年实现收入 79.5 亿元（yoy+1.1%），经调整净利润为 17 亿元（yoy+107.7%），规模效应下经营杠杆持续释放。公司专注于打造全面且差异化的内容生态，核心在线音乐服务变现能力稳健提升，利润率有望持续改善。我们预计 25-27E 调整后归母净利润为 19.20/20.57/21.88 亿元，基于 DCF 估值法的目标价 205.47 港币，维持“买入”评级。

风险提示：订阅用户增长放缓，内容成本抬升，行业监管收紧等。

Spotify（SPOT US，增持，目标价 700.06 美元）

Spotify 是全球用户规模最大的综合性音频平台，公司凭借强大的产品创新的能力、良好的综合体验、优秀的跨设备兼容性和高度本土化的运营策略实现了双边网络效应的全球化复制，利用平台流量分发能力和对播客、有声书等非音乐内容的前瞻性布局强化自身产业链议价能力，逐步打开盈利空间，24 全年实现扭亏为盈。我们认为 Spotify 在拉美、印度、东南亚等新兴市场仍有提升付费转化的潜力，规模效应下盈利能力有望持续改善。我们预计公司 25/26/27 年 Non-GAAP 净利润为 22.71/29.16/36.47 亿欧元，基于 DCF 估值给予目标价 700.06 美元（对应 25E 59.71x 调整后 PE），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：订阅用户增长放缓，宏观压力影响用户付费意愿和广告收入，内容成本上涨，汇率波动风险。

图表 65：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (调整后, 财报货币)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E
腾讯音乐	1698 HK	买入	51.80	64.40	177,786	1.73	2.14	2.38	2.76	27.71	22.33	20.13	17.34
网易云音乐	9899 HK	买入	163.20	205.47	35,369	3.44	7.21	8.22	8.85	43.70	20.84	18.27	16.96
Spotify	SPOT US	增持	601.61	700.06	122,635	(1.03)	6.89	11.14	14.31	(552.53)	82.94	51.31	39.96

注：数据截至北京时间 2 月 25 日，1698 HK 的 2024 EPS 为预测值，9899 HK 和 SPOT US 的 2024 EPS 为实际值。

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测



风险提示

1. 付费率提升不及预期

国内流媒体付费率仍然低于海外市场，国内流媒体平台短期增长动力来源于付费用户和人均付费的提升，若付费率提升不及预期会导致收入增长承压。

2. 行业竞争格局激化

短视频平台占据了大量的用户时长，音乐消费一定程度受到了挤压，同时短视频平台也加大音乐类产品的供给，对音乐流媒体平台产生竞争。

3. 版权续约进度不及预期

流媒体平台需要和上游唱片公司进行定期的版权续约，若续约进度不及预期或版权成本大幅提升，或制约流媒体平台的盈利能力。

回归音乐初心，内容价值为王

华泰研究

2025年2月26日 | 中国香港

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

64.40

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

詹博

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570524070002
SFC No. BTB676

郑裕佳

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

腾讯音乐娱乐集团(TME)是中国在线音乐娱乐服务开拓者,提供在线音乐和以音乐为核心的社交娱乐两大服务。近年来面对行业监管调整、短视频竞争等压力,公司积极调整业务方向,核心主业在线音乐收入持续兑现较高增速,规模效应持续显现,盈利能力稳步提升。我们认为公司国内龙头地位稳固,以会员订阅为主的商业模式较为成熟,现金流充沛,账面现金资产占比高,股东回报潜力充足,首次覆盖给予“买入”评级,基于调整后归母净利润得到目标价 64.40 港元,对应 25E 25x PE。

在线音乐订阅成为主要增长引擎,增长动力逐步切换至 ARPPU 提升

2021年以来,公司积极响应国内互联网直播行业监管要求及外部竞争环境变化,经营重心逐步回归到在线音乐服务上来,2021-24 前三季度在线音乐服务收入 yoy+22.65%/18.86%/38.79%/29.33%,其中,在线音乐订阅收入 yoy+31.9%/18.6%/39.1%/29.03%,占在线音乐服务收入比例从 63.9% 提升至 70.1%,成为驱动收入增长的主要业务。拆分量价来看,24Q1 以来,外部宏观环境影响下付费用户净增逐步放缓,面向高粘性用户的超级会员(SVIP)对 ARPPU 的带动效应逐步体现,截至 9 月 SVIP 数量已超 1000 万。

我们与市场观点不同之处

我们更多基于全球比较视角,我们认为 TME 率先完成产业上下游整合,生态地位优于海外同业。在上游版权链,TME 与海内外头部唱片公司建立了深度合作,同时通过自有厂牌和艺人矩阵创作了大量优秀的原创内容,具备更强内容控制力和差异化优势。作为音乐平台,TME 拥有全面的海内外主流音乐内容曲库,在线音乐用户规模(以 MAU 计)领先。在下游演出市场,TME 通过三大自有音乐盛典 IP、音乐节、艺人演唱会等进一步拉近年轻用户,品牌影响力持续放大。通过上下游的深入布局,TME 逐渐打造出相对完善的内容生态,有望持续巩固其在产业生态链上的长期话语权。

盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年调整后归母净利润为 73.50/81.52/94.66 亿元,可比公司彭博一致预期均值为 21.43x,考虑到公司龙头地位稳固、账面现金充足、股东回报有望提升,给予一定估值溢价,基于调整后归母净利润,按 25x 25E PE 得到目标市值 2038 亿人民币,目标价 64.40 港元,给予“买入”评级。

风险提示: 订阅用户增长放缓,宏观压力影响用户付费意愿,内容成本上涨,社交娱乐监管收紧。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	28,339	27,752	28,248	30,709	33,835
+/-%	(9.30)	(2.07)	1.79	8.71	10.18
归母净利润(人民币百万)	3,677	4,920	6,359	7,153	8,465
+/-%	26.27	33.80	29.25	12.49	18.34
归母净利润(调整后,人民币百万)	4,745	5,923	7,350	8,152	9,466
+/-%	17.77	24.83	24.09	10.92	16.11
EPS(调整后,人民币,最新摊薄)	1.38	1.73	2.14	2.38	2.76
PE(调整后,倍)	34.59	27.71	22.33	20.13	17.34
PB(倍)	27.29	23.48	21.08	18.91	16.86
ROE(调整后,%)	9.64	11.39	12.44	12.38	12.85
EV EBITDA(倍)	37.52	33.87	26.34	17.68	14.32

资料来源:公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(港币)	64.40
收盘价(港币截至2月25日)	51.80
市值(港币百万)	177,786
6个月平均日成交额(港币百万)	7.68
52周价格范围(港币)	36.25-62.50
BVPS(人民币)	18.50

股价走势图



资料来源: S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	28,339	27,752	28,248	30,709	33,835
销售成本	(19,566)	(17,957)	(16,347)	(17,195)	(18,384)
毛利润	8,773	9,795	11,902	13,515	15,450
销售及分销成本	(1,144)	(897.00)	(872.02)	(959.20)	(1,036)
管理费用	(4,413)	(4,121)	(3,858)	(4,115)	(4,301)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	603.00	911.00	970.05	858.88	950.33
应占联营公司利润及亏损	38.00	127.00	94.00	116.00	116.00
税前利润	4,373	6,045	8,458	9,637	11,402
税费开支	(534.00)	(825.00)	(1,615)	(1,941)	(2,294)
少数股东损益	162.00	300.00	482.97	543.30	642.92
净利润	3,677	4,920	6,359	7,153	8,465
Non-GAAP 调整项	1,068	1,003	991.00	999.00	1,001
调整后净利润	4,745	5,923	7,350	8,152	9,466
折旧和摊销	(1,160)	(1,004)	(700.20)	(752.45)	(787.53)
EBITDA	4,383	4,774	5,834	8,240	9,566
EPS (人民币, 基本)	0.85	1.07	1.43	1.85	2.08

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	14.00	8.00	8.00	8.00	8.00
应收账款和票据	5,628	6,356	4,629	5,266	5,449
现金及现金等价物	9,555	13,567	22,070	28,488	37,793
其他流动资产	11,362	10,005	10,005	10,005	10,005
总流动资产	26,559	29,936	36,712	43,767	53,254
固定资产	323.00	490.00	486.62	485.77	479.70
无形资产	2,368	2,032	2,308	2,255	2,142
其他长期资产	37,759	43,078	43,162	43,279	43,401
总长期资产	40,450	45,600	45,956	46,020	46,023
总资产	67,009	75,536	82,668	89,786	99,277
应付账款	9,020	8,478	8,777	10,328	10,712
短期借款	123.00	115.00	106.00	106.00	106.00
其他负债	2,574	3,421	3,421	3,421	3,421
总流动负债	11,717	12,014	12,304	13,855	14,239
长期债务	5,842	5,933	5,933	3,803	3,803
其他长期债务	323.00	387.00	387.00	387.00	387.00
总长期负债	6,165	6,320	6,320	4,190	4,190
股本	29,907	29,280	29,280	29,280	29,280
储备/其他项目	18,192	26,627	32,986	40,140	48,605
股东权益	48,099	55,907	62,266	69,420	77,885
少数股东权益	1,028	1,295	1,778	2,321	2,964
总权益	49,127	57,202	64,044	71,741	80,849

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	56.36	44.63	33.36	25.81	22.94
PB	27.29	23.48	21.08	18.91	16.86
调整后 PE (倍)	34.59	27.71	22.33	20.13	17.34
调整后 ROE	9.64	11.39	12.44	12.38	12.85
EV EBITDA	37.52	33.87	26.34	17.68	14.32
股息率 (%)	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	2.75	1.12	3.61	4.23	4.46

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	4,383	4,774	5,834	8,240	9,566
融资成本	(603.00)	(911.00)	(970.05)	(858.88)	(950.33)
营运资本变动	1,582	(1,264)	2,025	915.10	200.43
税费	(534.00)	(825.00)	(1,615)	(1,941)	(2,294)
其他	2,653	5,563	3,230	2,034	2,507
经营活动现金流	7,481	7,337	8,504	8,389	9,030
CAPEX	(1,053)	(1,164)	(962.00)	(700.20)	(675.00)
其他投资活动	(393.00)	(699.00)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(1,446)	(1,863)	(962.00)	(700.20)	(675.00)
债务增加量	606.00	83.00	(9.00)	(2,130)	0.00
权益增加量	(2,490)	(627.00)	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(1,535)	(994.00)	970.05	858.88	950.33
融资活动现金流	(3,419)	(1,538)	961.05	(1,271)	950.33
现金变动	2,616	3,936	8,503	6,418	9,305
年初现金	6,591	9,207	13,567	22,070	28,488
汇率波动影响	348.00	76.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	9,207	13,567	22,070	28,488	37,793

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(9.30)	(2.07)	1.79	8.71	10.18
毛利润	(6.71)	11.65	21.51	13.55	14.32
营业利润	14.13	34.16	47.66	17.16	19.31
净利润	26.27	33.80	29.25	12.49	18.34
调整后净利润	17.77	24.83	24.09	10.92	16.11
EPS (基本)	(29.92)	26.27	33.80	29.25	12.49
盈利能力比率 (%)					
毛利率	30.96	35.29	42.13	44.01	45.66
EBITDA	14.03	16.85	21.02	29.17	31.15
净利润率	12.98	17.73	22.51	23.29	25.02
调整后净利润率	16.74	21.34	26.02	26.55	27.98
ROE	7.47	9.46	10.76	10.86	11.49
调整后 ROE	9.64	11.39	12.44	12.38	12.85
ROA	5.48	6.90	8.04	8.30	8.95
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(7.46)	(13.45)	(25.75)	(35.41)	(43.51)
流动比率	2.27	2.49	2.98	3.16	3.74
速动比率	2.27	2.49	2.98	3.16	3.74
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.42	0.39	0.36	0.36	0.36
应收账款周转天数	76.02	77.73	70.00	58.00	57.00
应付账款周转天数	158.06	175.40	190.00	200.00	206.00
存货周转天数	0.35	0.22	0.18	0.17	0.16
现金转换周期	(81.69)	(97.45)	(119.82)	(141.83)	(148.84)
每股指标 (人民币)					
EPS (基本)	0.85	1.07	1.43	1.85	2.08
EPS (调整后, 基本)	1.38	1.73	2.14	2.38	2.76
每股净资产	1.75	2.04	2.27	2.53	2.84

投资要点

1) TME 作为音乐流媒体平台的内容价值在国内处于持续领先地位

版权丰富度决定了在线音乐平台的内容价值。虽然 2021 年独家版权协议被禁止后，头部音乐流媒体平台总曲库数量差距逐渐缩小，但 TME 在华语、欧美、日韩、东南亚等头部唱片公司、厂牌合作布局，以及主流音乐内容的全球化覆盖方面仍然具有显著优势，并且，TME 凭借与版权方的深度合作取得新歌 30 天首发、定制艺人周边等独家权益，能够充分抓住头部优质内容的商业化变现黄金窗口期，具备强大的内容价值优势。

2) TME 对上游布局深入，掌控力强，长期利润存在提升空间

在非独立版权时代，在线音乐平台仅仅依靠外采版权难以形成差异化竞争力，而 TME 在上游版权链经过多年深入布局已经形成了自有厂牌+合作艺人+独立音乐人+跨界共创的原创内容生产力，不仅有助于丰富其独家版权内容库，打造差异化竞争优势，也有助于强化其对上游其他版权方的议价能力，提升长期利润空间。

3) 商业模式相对成熟稳健，股东回报潜力充足

公司为轻资产商业模式，以订阅为主的在线音乐付费模式带来良好的现金流和充沛的资金储备，截至 24Q3 公司账面现金类流动资产（现金及现金等价物、受限制资金、定期存款）达到 285 亿元，占流动资产比例超 80%。2023 年 3 月-2024 年 9 月公司累计回购约 3.355 亿美元，派发现金股息 2.12 亿美元，按 1 月 3 日市值计算回报率接约 2.8%。我们预计随着公司运营效率的持续提升，后续有望逐步实现常态化分红和回购，持续提升股东回报。

我们与市场观点不同之处

本文更多基于全球视角，我们认为 TME 对产业链的纵向整合能力和商业化变现能力在全球音乐流媒体范围内均走在前列。在上游版权链，海外流媒体平台如 Spotify 更多是单纯承担渠道功能而难以直接参与到上游内容制作环节，而 TME 在上游版权链拥有相对完善的布局，直接具备音乐内容生产能力，这使得 TME 在产业生态中拥有更强的话语权。在下游演出市场，TME 打造了亚洲影响力最强的音乐盛典 IP 之一（TMEA），打造过多个城市主题音乐节，拥有联动密度高、范围广的校园演出资源，并持续发力承办海内外艺人大型演唱会。完善的生态布局孵化出更加多样的音乐玩法，不仅有助于 TME 在年轻用户群体中的品牌影响力持续扩大，更为未来可持续商业化提供了延伸空间。

回归音乐初心，内容价值为王

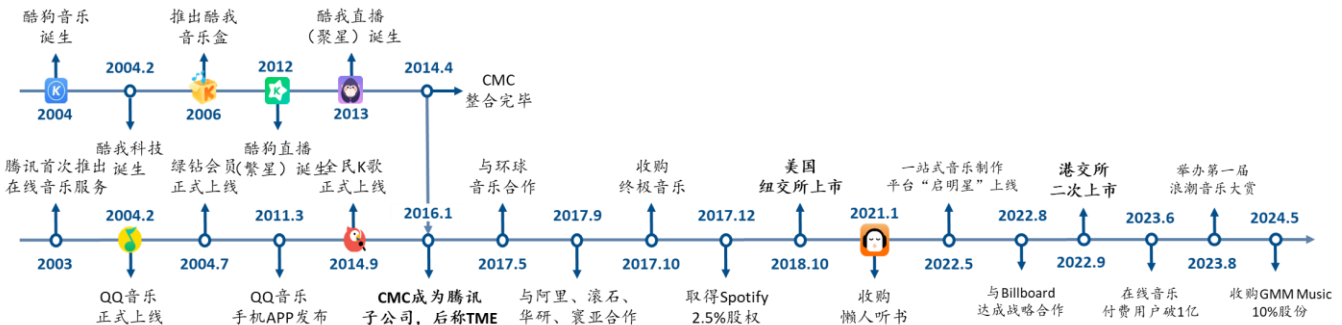
发展历史：股权运作打造在线音乐娱乐帝国

并购中国音乐集团（CMC），成为在线音乐服务市场最大玩家（2003-2016）。2003年QQ推出在线音乐服务，2005年推出“QQ音乐”，2016年7月腾讯控股（简称腾讯）完成对中国音乐集团（CMC）的收购整合，2016年12月整合后的中国音乐集团更名为“腾讯音乐娱乐集团”（简称TME）。收购前CMC旗下拥有酷狗音乐、酷我音乐等知名音乐平台，庞大的正版曲库，超过4.6亿月活用户，市场份额为行业第一；整合后的TME市场份额超过80%，不仅在传统音乐服务的用户数量、版权资源等方面建立了显著优势，还进一步完善了音乐直播秀场、数字音乐播放器、及其他音乐衍生业务的布局。

通过交叉持股/成立合资厂牌等深度绑定上游版权方合作关系，夯实内容壁垒（2017-2020）。2017年TME通过交叉持股获得Spotify约2.5%股权（腾讯持有Spotify 7.5%股权），2018年华纳音乐集团（简称华纳）、索尼音乐集团（简称索尼）分别以1亿美元入股TME，同年TME与索尼音乐共同成立国际电音厂牌Liquid State，2020-2021年腾讯收购华纳10.4%的A类普通股以及牵头收购Universal Music Group（简称UMG）的母公司合计20%的股权，至此腾讯及TME完成对海外最大音乐流媒体平台和三大全球性唱片公司的深度战略合作布局。

加码长音频赛道，完善在线音乐内容生态，拓展东南亚市场（2021-2024）。2021年1月TME收购懒人听书100%股权，后与酷我畅听合并升级为“懒人畅听”，并成立了全新的长音频业务线。2021年6月TME确立了内容与平台“一体两翼”战略，成立全新内容业务线，2021年7-8月应国家市场监督管理总局反垄断要求，TME解除了与上游版权方的独家授权协议，但仍保留战略合作关系和全球化内容版权，并着力探索音乐内容的制作与共创，持续完善平台内容生态。2024年6月，腾讯及TME战略投资泰国最大娱乐公司GMM Grammy旗下的音乐公司GMM Music，占股10%，进一步拓展其国际化布局。

图表66：TME发展历程



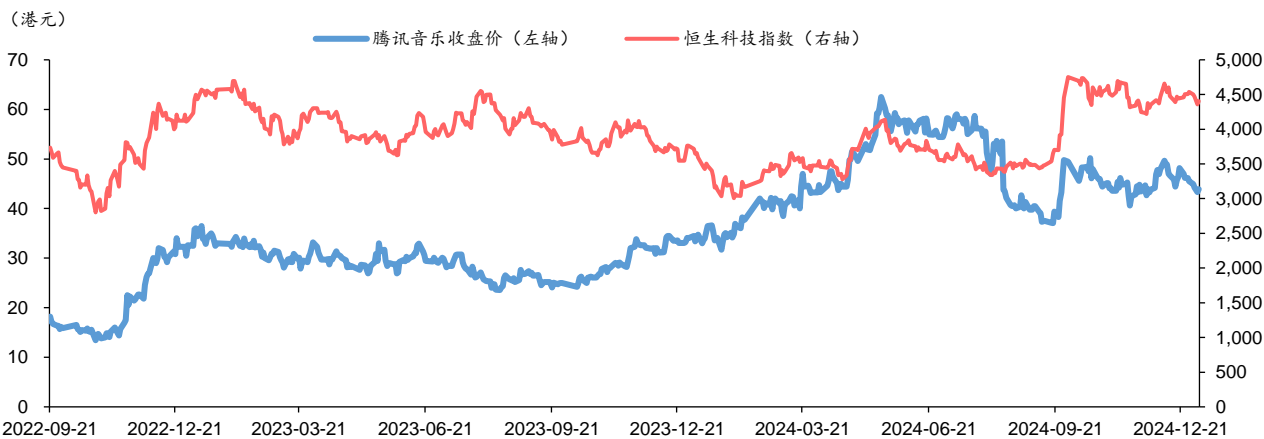
资料来源：公司公告，TME官方公众号，华泰研究

股价复盘

2022-2023：短视频竞争对公司股价形成了较大的压制，在港交所上市初期公司股价与收益率变现弱于恒生科技指数。2019年，公司订阅收入降速，发力社交直播，成本在内容和直播分成加大投入，毛利率承压。5月14日谢国民辞任腾讯音乐相关职务，8月份市场传公司接受反垄断调查，9月同业云音乐获阿里投资，11月Q3财报强调短视频竞争压力。综合业务和财务情况，股价表现弱于大盘。2020-2022年，公司持续提升付费墙转化订阅用户，直播业务同比增长由正转负，公司持续在内容和长音频方向投入，毛利率连续三年同比下降，这一阶段外部环境和竞争依然是主导因素，22年9月在港交所二次上市后，公司股价波动基本和大盘同比，且弹性弱于大盘。

2023 年以来行业竞争格局逐渐稳固，公司在线音乐服务增长能力得到持续验证，开始逐步提升自身资产的差异化价值。收入端订阅业务实现连续两年量价齐升，直播业务投入减少，内容成本和长音频投入放缓，毛利率连续两年同比提升。短视频用户竞争减弱，直播业务获客投入降低。这一时期，综合财务的良好表现，公司兑现高于宏观波动的稳定性和显著的超额收益。

图表67：腾讯音乐与恒生科技股价复盘

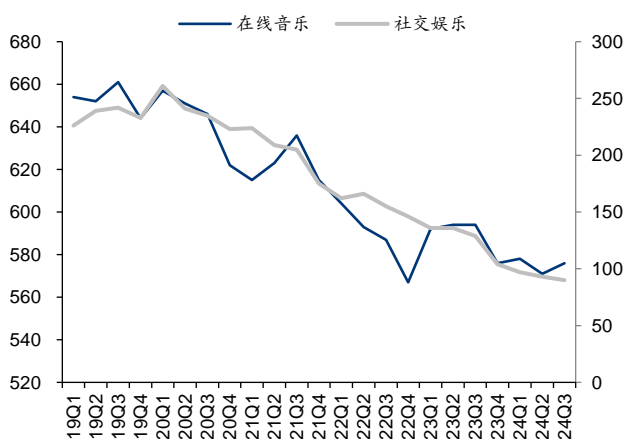


资料来源：wind、华泰研究

在线音乐订阅成为主要增长引擎，聚焦用户价值提升

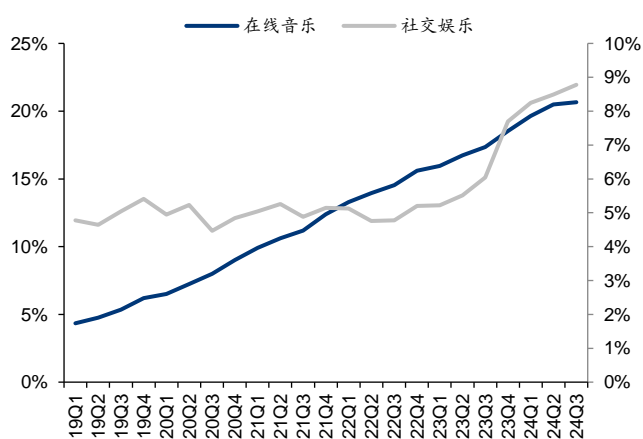
格局稳固下，在线音乐用户规模已经企稳。由于直播相关的监管政策，可以看到公司社交娱乐业务的 MAU 呈现持续下滑的趋势，但是边际已经降幅已经收窄，24 年的降幅更多是自身产品流量分配的改变。预计 25 年 MAU 处于环比较为稳健。在线音乐可以看到 24 年已经环比企稳，24Q3 为 5.76 亿（环比提升 0.9%），短视频的娱乐形式流量红利期已经消退，音乐消费存在刚性，我认为用户端的竞争暂时告一段落，汽水和云音乐更多是同类产品的竞争，腾讯音乐的优势依然较为显著。另外通过付费率我们也可以观察到，腾讯音乐的在线音乐付费率持续提升，平台对核心用户的商业化能力较强。

图表68：TME MAU（百万）



资料来源：公司公告、华泰研究

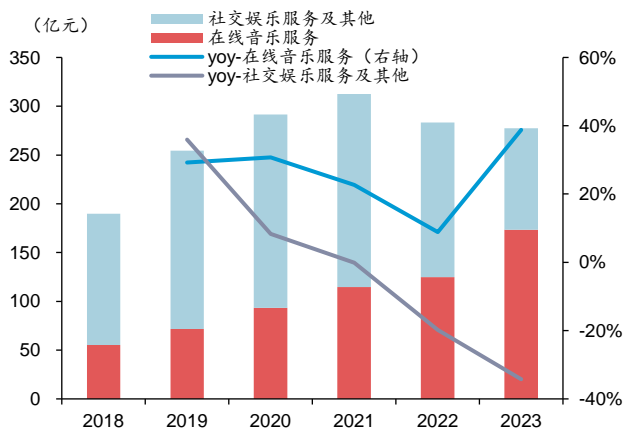
图表69：分业务付费率趋势



资料来源：公司公告、华泰研究

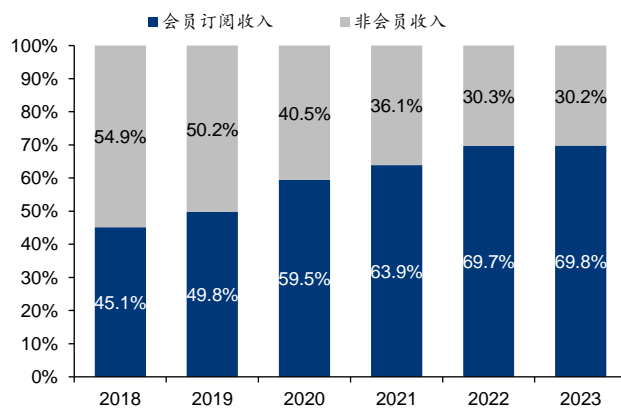
在线音乐订阅是收入增长的主要驱动力。TME 的业务主要分为两大板块：“在线音乐服务”和“社交娱乐服务及其他”，前者收入主要来自会员订阅及广告，后者收入主要来自 K 歌和直播中的虚拟礼物销售。2021 年以来，公司积极响应国内互联网直播行业监管要求及外部竞争环境变化，经营重心逐步回归到在线音乐服务上来，2021-24 前三季度在线音乐服务收入为 114.67/124.83/173.25/159.11 亿元，yoy+22.65%/8.86%/38.79%/29.33%，占总收入比例从 2021 年 36.70% 迅速提升至 78.12%。其中，在线音乐订阅收入 2021-24 前三季度分别为 73.33/86.99/120.96/112 亿元，yoy+31.9%/18.6%/39.1%/29.03%，占在线音乐服务收入比例从 63.9% 提升至 70.1%。

图表70：TME 分业务收入增速



资料来源：公司公告，华泰研究

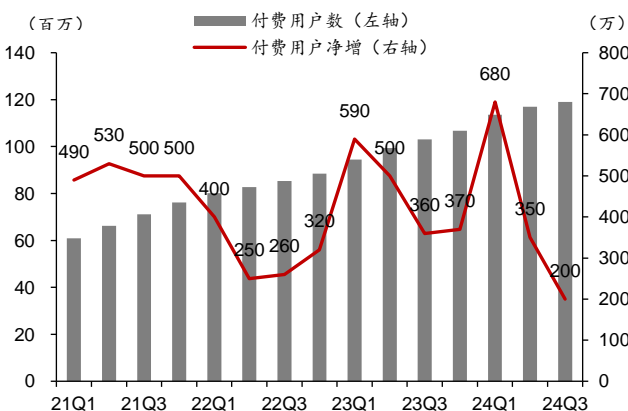
图表71：TME 在线音乐服务收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究

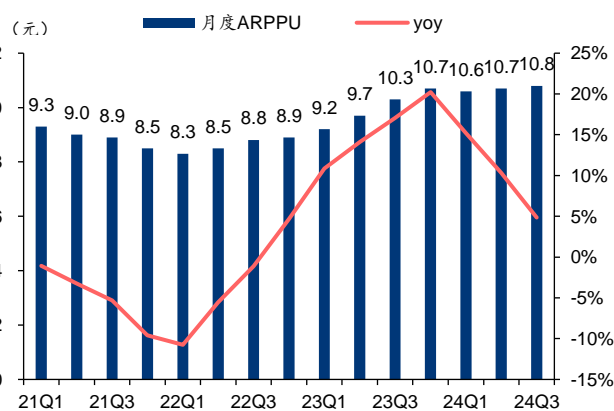
拆分量价来看，在线音乐付费用户净增逐步放缓，增长动力切换至 ARPPU 提升。2018-24Q3，公司在线音乐付费用户数从约 2440 万增至 1.19 亿，付费率从 3.8% 提升至 20.7%。24Q1 以来，外部宏观环境影响下付费用户净增逐步放缓，公司采取更加均衡的增长策略，在维持付费用户规模增长的同时，通过提供丰富且差异化的会员权益推动 ARPPU 逐季度提升，超级会员 (SVIP) 带动效应逐步显现，截至 9 月 SVIP 数量已超 1000 万，ARPPU 和参与度均高于非 SVIP 用户。

图表72：在线音乐付费会员数及净增



资料来源：公司公告，华泰研究

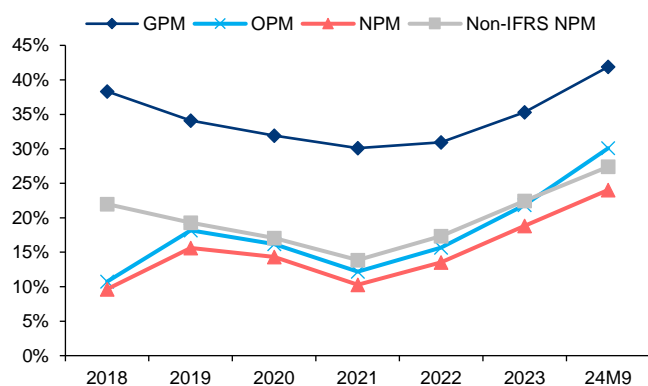
图表73：在线音乐月度 ARPPU



资料来源：公司公告，华泰研究

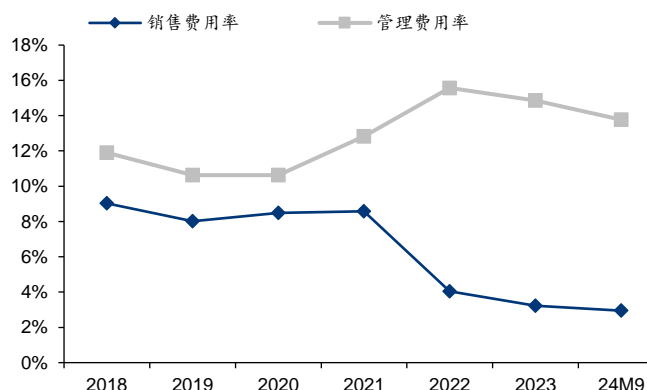
利润端：内容成本显著优化，规模效应下经营效率持续改善，盈利能力稳健。2021年以后，随着自制内容逐步增加、直播业务分成比例下调，TME的内容成本得到显著优化，毛利率自2021年的30.10%低点逐步提升至24Q3的42.64%。外部宏观和竞争环境变化下，公司更加注重付费用户的高质量增长和运营效率的持续改善，2022-24前三季度经营开支（销售费用+管理费用）绝对额同比持续下降，经营利润率（OPM）从2021年的12.16%大幅提升至24Q3的30.56%。24Q3公司净利率（NPM）和Non-IFRS NPM分别达到24.36%和27.66%（yoy+ 5.14/4.77pct），相比2021年水平提升14.07/13.79pct，盈利能力持续稳步提升。

图表74：TME 利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

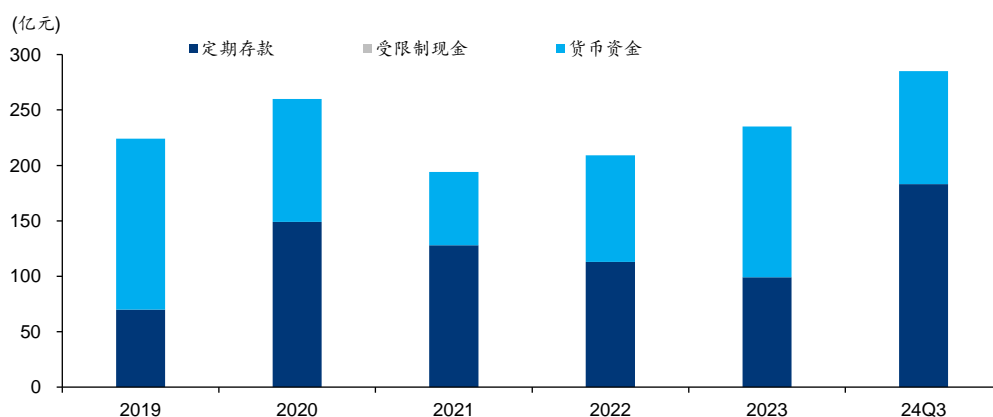
图表75：TME 费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

账面现金储备充沛，有望逐步加大股东回报。以订阅为主的在线音乐付费模式带来良好的现金流和充沛的资金储备，公司自2018年以来各季度经营性现金流持续为正，截至24Q3公司账面现金类流动资产（现金及现金等价物、受限制现金、定期存款）达到285亿元，占流动资产比例超80%。2023年公司公布5亿美元股份回购计划，截至24年Q3已回购3.355亿美元。2023年公司首次派发年度现金股息2.12亿美元。我们预计随着公司运营效率的持续提升，后续有望逐步实现常态化分红和回购，持续提升股东回报。

图表76：TME 账面现金类流动资产充足



资料来源：Wind，华泰研究

内容价值为王，国内龙一地位稳固

全面的主流音乐版权库仍是TME的核心壁垒。公司已与欧美三大（环球、华纳、索尼），华语第一梯队，韩国四大（HYBE、SM、JYP、YG），日本最大唱片公司AVEX、动漫音乐大厂Being和吉卜力，泰国最大娱乐公司GMM Grammy等海内外头部版权方达成了长期合作，并取得了时代峰峻、SM/YG/CUBE等多家版权方新歌独家限时首发权益，曲库全面、类型丰富，尤其在大众流行、影视/综艺/动漫音乐等领域拥有明显优势。

图表77：TME 版权资源梳理（部分）

地区	唱片公司
欧美	华纳音乐集团、索尼音乐娱乐公司、环球音乐集团、Merlin Network、Kobalt Music、Cooking Vinyl、peermusic、The Royalty Network、Galaxy Corporation
华语	杰威尔音乐有限公司（JVR）、华研国际音乐、英皇娱乐集团、时代峰峻娱乐、大象音乐、华谊兄弟、梦响当然、寰亚唱片、滚石唱片、福茂唱片、摩登天空、丰华唱片、果然娱乐、芒果 TV、北京有此山文化传媒有限公司、中国唱片集团公司、相信音乐、乐华娱乐、鱼丁糸
日韩	HYBE、SM 娱乐、JYP 娱乐、YG 娱乐、CUBE 娱乐、CJ E&M、LOEN 娱乐、Genie Music、爱贝克思（Avex Group）、B ZONE（原名 Being）、吉卜力工作室、CoMix Wave Films Inc.、AKS、SPACE SHOWER、TOHO animation Records、S.E.N.S、Rambling RECORDS、Music Ray'n、U'S MUSIC、YAMAHA、DSP
泰国	GMM Music

资料来源：公司公告、公司官方公众号、公司官网、华泰研究

用户规模持续领先，基本实现全年龄全场景用户覆盖。以 MAU 计，TME 是国内用户规模最大的在线音乐平台，截至 24Q3 在线音乐服务 MAU 为 5.76 亿（vs 网易云音乐 2023 年 MAU 2.06 亿）。旗下三大音乐平台中，QQ 音乐相对聚焦高线城市、年轻用户、粉丝经济；酷狗音乐在低线城市、更高年龄段用户中口碑深厚；酷我音乐则卡位车载场景，2022 年 MAU 超 3000 万，市占率超 80%。三大平台几乎完整覆盖了从 60 后-00 后的全年龄群体和各线城市，在用户年龄层、地理位置、使用场景方面形成互补。

图表78：TME 三大平台在用户年龄层、地理位置形成互补

用户画像分析	指标	酷狗音乐 活跃占比	酷我音乐 活跃占比	QQ 音乐 活跃占比
年代分布	00 后	11.03%	3.96%	17.32%
	90 后	19.67%	15.54%	34.65%
	80 后	22.54%	29.75%	16.54%
	70 后	22.80%	34.92%	11.00%
	60 后	10.33%	8.51%	4.43%
城市等级分布	一线城市	10.07%	10.55%	11.85%
	新一线城市	17.41%	19.61%	21.95%
	二线城市	19.37%	20.57%	19.41%
	三线城市	24.21%	22.07%	22.09%
	四线城市	17.34%	17.16%	14.99%
	五线及以下城市	11.60%	10.04%	9.70%

注：数据截至 2024.12

资料来源：Questmobile，华泰研究

我们认为腾讯音乐综合实力优于竞争对手。在国内，竞争对手主要包括云音乐和抖音，虽然独家版权取消，但是音乐版权依然需要通过市场化交易完成续约，稳定合作关系保证了用户良好的使用体验，而考虑综合投入意愿来看腾讯音乐采买能力优于同业。另外强化自制内容的投入，也保证了自身内容差异化的竞争力。因此我认为当前市场格局预计较为稳固。在海外，海外竞争对手较多，且实力雄厚，Spotify、Apple Music 和 Youtube 都具有较强的竞争力，因此腾讯音乐整体投入也相对较为谨慎，公司未来的成长空间更多是国内用户的持续渗透和转化，并在全产业链布局深度持续巩固自身地位。根据我们观察，海外暂时缺乏进入国内的可能，对公司的冲击不大。

具备产业链纵深贯通能力和商业模式创新能力，内容生态完善

深度介入上游版权链，内容掌控力强。TME 在上游版权链的布局主要包括：1) 自有厂牌：TME 旗下成立了制作家工作室和哆咪嗦工作室，其中制作家工作室作为 TME 旗下以内容为核心的精品音乐内容生产厂牌，自有版权精品歌曲达 1500+，授权合作作品达 4000+，合作国内外头部艺人超百位，累计音乐播放次数近两百亿次，自有版权作品多次获得国内外大奖。此外，TME 控股海葵音乐、阔景音乐两大音乐版权商，其中海葵音乐拥有超过 20 万首海量曲目，已经制作发行了超过 500 首热歌，累计播放量超百亿次，阔景音乐旗下则拥有薛之谦、张靓颖、张信哲、潘玮柏等知名歌手版权。2) 艺人资源：TME 与张韶涵、袁娅维、米卡、力丸、易家扬等华语乐坛优质艺人和音乐制作人达成了战略合作，深度参与到企划创作、音乐宣推、影视歌曲、娱乐综艺、线下演出等环节；同时，公司大力扶持独立音乐人，挖掘多元创作力量，2023 年腾讯音乐人平台共有 48 万独立音乐人入驻，原创歌曲规模达 310 多万首，收听达数千亿次。3) 跨界联动：TME 参与了《玫瑰的故事》《庆余年 2》等大热影视作品的高质量音乐原声带的共创和出品，斩获千万级播放量，并联动《王者荣耀》《和平精英》等热门游戏定制主题音乐，最高收藏数过百万。

图表79：TME 制作家工作室作品示例



资料来源：腾讯广告，华泰研究

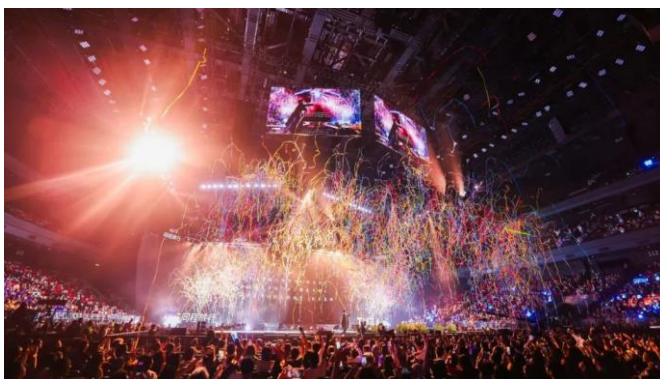
图表80：TME 参与《玫瑰的故事》OST 共创



资料来源：QQ 音乐官方微博，华泰研究

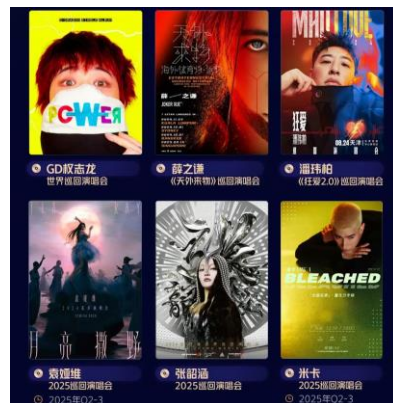
自有现场演出 IP 进一步强化内容交付能力，传播力持续放大。TME 旗下拥有三大音乐盛典 IP，其中 TMEA 腾讯音乐娱乐盛典拥有众多国际化 TOP 级艺人；浪潮音乐大赏则为乐迷推荐华语乐坛的品质佳作；QQ 音乐巅峰盛典则为年轻乐迷打造专属潮流音乐体验。同时，TME 多年深耕校园市场，以赛事、巡演、街舞、歌曲、乐队、校园之间的 PK 等形式为主，拥有联动密度高、覆盖范围广的校园资源；以城市为音乐基地，TME 联动品牌方承包艺人大型演唱会，围绕艺人巡演和演唱会等形式展开合作；此外，近年来文旅市场大热，TME 针对不同城市特色，打造了一系列城市文旅项目，例如淄博“慕思烧烤音乐节”、林芝“深林其境音乐节”、哈尔滨“冰雪寻乐音乐节”等。

图表81：2024TMEA 腾讯音乐娱乐盛典



资料来源：TME 官方公众号，华泰研究

图表82：TME Live 25 年演唱会计划（部分）



资料来源：TME 官方公众号，华泰研究

完整的产业链布局能力正是我们认为的相比于抖音等新进入者的核心竞争力，结合行业框架短视频更多影响的是音乐的鉴定权，抖音对独立音乐人的扶持更多是流量曝光的扶持。但是音乐本质是版权商业化的过程，而腾讯音乐在各个环节上都具有较好的基础：

- 创作端：专业的音乐创作工具和持续稳定的上游唱片公司大的合作能力。
- 版权侧：对版权充分的保护和商业化意愿，更能保证版权商业化价值兑现。
- 渠道端：丰富的音乐供给心智，专业化音质的提供能力。
- 鉴定端：丰富的用户行为，精准的音乐推荐能力，AI有望进一步提升精准度。
- 商业化：用户持续的付费能力，以及多元化变现如线上、线下商演的组织能力。
- 独立音乐人培养：从流量扶持、演出扶持、创作营扶持和多元服务扶持等四个维度全方位助力独立音乐人创作和扩大影响力。

图表83：腾讯音乐人扶持计划（2023）

全量音乐人	独家音乐人	新势力音乐人
<p>来了就有</p> <p>原创歌曲只要满足基本质量要求，都可以获得基础流量扶持，全年100亿+流量池等你来瓜分</p>	<p>生态联动</p> <p>与腾讯公益、腾讯游戏等平台展开生态合作，帮助音乐人实现最大程度曝光</p>	<p>资源加码</p> <p>除新歌首发流量扶持外，更有机会得到千万播放量级的歌单推荐、企划合作、首屏曝光等26项权益</p>
<p>精细化运营</p> <p>三大赛道全面开启，针对核心赛道选手开展定制化活动</p>	<p>更大舞台</p> <p>联合TME live，与各大权威媒体，给你不只是舞台之上的光芒与荣耀</p>	<p>100%分成</p> <p>直接享受8-20倍的顶级流量扶持，和独一无二的收入100%分成优势</p>
<p>专业培养</p> <p>联合TME音乐学堂，打造专属于音乐人的陪伴式学习计划</p>	<p>商业合作</p> <p>定制品牌主题曲，特色商演舞台，为你的音乐之旅注入无限新鲜感</p>	<p>走向国际</p> <p>即刻与世界接轨，直通TME QQ音乐 × Billboard公告牌「THE ONE」原创音乐大赛</p>
<p>活动全年无休</p> <p>全年50+场原创征集活动，音乐人的每一次灵感火花都有处可安放</p>	<p>重磅企划</p> <p>头部音乐人合作、海外文化碰撞、节日营销、音乐跨界，各种你想不到的惊艳企划，等你加入</p>	<p>能力进阶</p> <p>音乐人可参与TME音乐学堂创作营、音程公益公开课，与行业大师直播连线对话，与大咖共同打造品质金曲</p>

资料来源：腾讯音乐人公众号、华泰研究

图表84： 抖音音乐人计划



资料来源：抖音音乐人计划、华泰研究

AI 赋能音乐创作、宣推和消费

公司积极借助 AI 技术赋能产业链上中下游。首先，在产业上游帮助内容生产者创作。腾讯音乐天琴实验室通过 AI 技术，为音乐创作者提供了全新的创作平台和工具，不仅降低了音乐创作的门槛，同时也为音乐创作者提供更多创作灵感。其次，在产业中游实现精准宣发，通过用户授权之后，AI 能分析用户的听歌历史、喜好等数据，以了解用户的音乐偏好，实现更加精准的推荐。最后，在产业下游提升用户参与度，线上发起的 AI 合唱，众多用户用自己的“AI 音色”快速学会、翻唱了新作品，增加用户体验方式。

图表85： 腾讯音乐 AI 相关应用

分类	AI 功能	具体介绍
音乐创作	腾讯 AI 琴乐大模型	可根据用户输入的中英文关键词、描述性语句或音频，智能生成立体声音频或多轨乐谱。功能包括音乐生成、乐谱生成、自动编辑、音频文本对齐、乐谱 / 音频表征提取、大语言模型预测、音频恢复，且生成的音乐遵循音乐理论
音乐创作	AI 作词辅助	腾讯音乐启明星平台的功能，能根据需求生成歌词灵感，为作词者提供创作方向和素材
音乐创作	AI 作曲	启明星平台可基于海量数据和用户喜好生成高品质的音乐旋律，为作曲工作提供灵感与参考
音乐推荐	AI 伴听	腾讯音乐与长城汽车合作推出的智能座驾领域功能，整合位置、天气、时间、情绪等场景信息，结合推荐人模型，开启对话式歌曲推荐新模式，还有虚拟人物进行串场词与歌曲介绍播报
音乐推荐	精准推荐	通过分析用户的听歌历史、喜好等数据，利用精准的用户画像和推荐算法，实现音乐作品的精准分发，让用户发现更多符合自己口味的音乐
用户互动	AI 助手	QQ 音乐推出的功能，可满足用户多维度找歌需求，具备音乐知识问答、播放控制操作、功能跳转和聊天陪伴等功能，提供“斯达罗”和“艾音女士”2 个虚拟人角色与用户通过文本和语音互动
用户互动	AI 一起听	支持用户与他人一起听音乐时，利用 AI 实现一些互动功能，如 AI 主持聊天、根据共同喜好推荐歌曲等，增加社交互动性
用户互动	AI 音色魔法师	用户演唱 30 秒的任意歌曲后，授权 AI 可将用户声音合成新的歌曲，能智能合成中日韩等各类语言歌曲，涵盖流行、说唱、戏曲等多样风格唱腔
音乐制作	AI 音乐分离	启明星平台功能，可将歌曲人声与伴奏轻松分离，便于音乐后期制作，节省人工分离的时间和精力
音乐制作	智能曲谱	能自动生成乐器乐谱及 Demo，创作者可快速获得乐谱参考，提高创作效率，降低制作成本
音乐制作	AI 智能封面	根据歌曲或歌单的主题、风格等描述，智能生成对应的歌曲封面或歌单封面，为音乐作品增添视觉吸引力
其他	听歌识曲与哼唱识别	通过 AI 技术，QQ 音乐能够识别正在播放的歌曲，或者根据用户的哼唱找到对应的歌曲，方便用户查找不知道歌名的音乐
其他	智能修音	在全民 K 歌等平台中，AI 可以自动检测并纠正用户唱歌时的音准问题，还能提供个性化的音色调整和实时伴奏，让用户唱歌效果更好

资料来源：中国新闻周刊、腾讯云、搜狐等、华泰研究

盈利预测及估值

收入端：我们预计 24-26 年总收入为 282.48/307.09/338.35 亿元，yoy+1.79%/8.71%/10.18%。

1) **在线音乐服务：**24-26E 在线音乐服务业务收入为 217.70/250.88/286.66 亿元，yoy+25.66%/15.24%/14.26%。

订阅收入：24Q1-Q3 付费用户数净增 680/350/200 万，逐步回归常态化增长；月度 ARPPU 为 10.6/10.7/10.8 元，SVIP 拉动效应下逐季度提升。考虑到公司持续追求稳健的增长和留存，我们预计 24Q4 在线音乐付费用户净增环比持平为 200 万，付费用户数达到 1.18 亿；SVIP 拉动下 ARPPU 环比继续提升，预计 24 全年平均月度 ARPU 为 10.8 元。我们预计 25-26E 付费用户净增继续放缓，付费用户数分别达到 1.27/1.35 亿；月度 ARPPU 随着 SVIP 占比提升加速增长（11.5/12.5 元）。综合来看，我们预计订阅收入为 151.92/175.24/201.95 亿元，yoy+25.6%/15.4%/15.2%。

非订阅收入 24Q1-Q3 同比增长 53.9%/23.9%/20.3%，主要由广告和线下演出带动。由于 23Q4 非订阅收入为高基数（16.02 亿元），我们预计 24Q4 同比增长 16.5% 至 18.66 亿元，基数效应下 25-26E 收入同比增速或逐步放缓，综合来看我们预计 24-26E 非订阅收入为 65.78/75.64/84.71 亿元，yoy+25.80%/14.99%/11.99%。

2) **社交娱乐服务及其他：**直播业务合规化调整下 24Q1-Q3 收入同比持续下降，yoy-49.7%/-42.8%/-23.9%，但付费率有所提升（8.2%/8.5%/8.8%），ARPPU 降幅环比加速收窄（yoy-55.4%/-45.8%/-24.8%）。由于直播监管整体趋严，我们预计 24-26E 社交娱乐服务付费人数和 ARPPU 继续收缩调整，预计分部收入达 64.78/56.21/51.69 亿元，yoy-37.87%/-13.22%/-8.05%。

利润端：24 年前三季度毛利率为 41.89%（yoy+7.59pct），我们预计 24-26E 随着版权和直播分成成本的持续优化、自制内容的增加，规模效应下毛利率有望持续提升，分别为 42.13%/44.01%/45.66%。费用方面，24 年前三季度销售费用率、管理费用率分别为 2.95%/13.78%，同比-0.13/-1.13pct，体现运营效率的持续提升。我们预计 24-26E 销售费用率整体较为平稳，规模效应下管理费用率持续优化。此外，考虑到境外分红相关的预提所得税影响，我们预计 24-26E 所得税率为 19.10%/20.14%/20.12%，预计 Non-IFRS 净利润为 78.33/86.96/101.09 亿元，Non-IFRS 归母净利润为 73.50/81.52/94.66 亿元。

图表86: 盈利预测

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	27,752	28,248	30,709	33,835
yoy	-2.07%	1.79%	8.71%	10.18%
在线音乐服务	17,325	21,770	25,088	28,666
yoy	38.79%	25.66%	15.24%	14.26%
-- 订阅收入	12,096	15,192	17,524	20,195
yoy	39.05%	25.60%	15.35%	15.24%
付费用户数	101	118	127	135
yoy	19.83%	16.57%	7.91%	6.03%
月度 ARPPU	10.0	10.8	11.5	12.5
yoy	16.28%	7.64%	6.89%	8.69%
-- 非订阅收入	5,229	6,578	7,564	8,471
yoy	38.19%	25.80%	14.99%	11.99%
社交娱乐服务及其他	10,427	6,478	5,621	5,169
yoy	-34.24%	-37.87%	-13.22%	-8.05%
付费用户数	7.6	7.8	6.8	6.4
yoy	-2.56%	2.83%	-12.39%	-7.05%
月度 ARPPU	114.3	69.1	68.4	67.7
yoy	-32.61%	-39.57%	-0.95%	-1.07%
毛利率	35.29%	42.13%	44.01%	45.66%
销售费用率	-3.23%	-3.09%	-3.12%	-3.06%
管理费用率	-14.85%	-13.66%	-13.40%	-12.71%
所得税率	-13.65%	-19.10%	-20.14%	-20.12%
净利润	5,220	6,842	7,697	9,108
Non-IFRS 调整	1003	991	999	1001
Non-IFRS 净利润	6,223	7,833	8,696	10,109
Non-IFRS 归母净利润	5,923	7,350	8,152	9,466

注: 调整项包括股权激励费用、收购或合并产生的资产摊销、投资收益相关的所得税调整等。

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

我们预计公司 24-26 年调整后归母净利润为 73.50/81.52/94.66 亿元, 可比公司 Wind 一致预期均值为 21.43x, 考虑到公司音乐平台领先地位依然稳固, 账面现金充足、股东回报有望提升, 给予一定估值溢价, 按 25x 25E PE 得到目标市值 2038 亿人民币, 目标价 64.40 港元, 给予“买入”评级。

图表87: PE 估值关键假设 (截至 2 月 21 日)

	2025E
	(百万元)
经调整归母净利润	8,152.49
PE	25.00
股权价值	203,812.21
股份数 (百万)	3,432.15
港元兑人民币	0.92
目标价 (港元)	64.40

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 华泰研究预测

图表88: 可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价	市值(百万)	EPS			PE(倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9899 HK	云音乐	170.70	36,995	7.48	7.06	8.15	21.00	22.24	19.27
700 HK	腾讯控股	517.00	4,745,451	20.13	22.63	25.20	23.63	21.02	18.87
SPOT US	Spotify	607.38	123,811	5.67	9.92	13.61	107.12	61.20	44.63
WMG US	华纳音乐	35.26	18,348	0.83	1.24	1.46	42.48	28.44	24.15
BABA US	阿里巴巴	143.75	338,579	65.02	73.86	83.48	15.92	14.01	12.40
NTES US	网易	103.22	66,071	9.28	9.56	10.71	11.12	10.79	9.63
平均值							25.76	21.43	18.67

注: 数据截至北京时间 2025 年 2 月 21 日。收盘价和市值为交易货币单位, EPS 为报表货币单位, 美元兑人民币为 7.20, 港元兑人民币为 0.92。预测值来自 Wind 一致预测。计算均值时剔除最大最小值。

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

风险提示

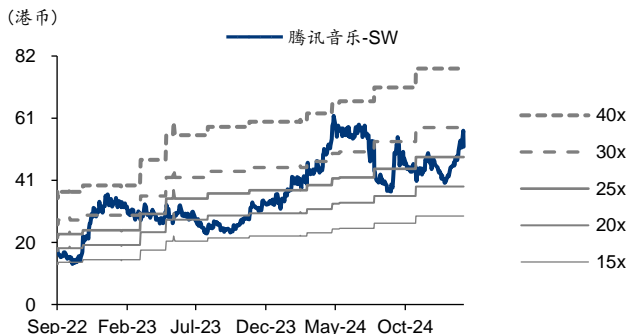
订阅用户增长放缓: 随着订阅用户基数的扩大, 若公司未能通过精细运营平衡好拉新和留存, 则订阅用户增长可能放缓, 进而影响收入增长。

宏观压力影响用户付费意愿: 若宏观经济修复缓慢, 用户付费意愿或持续降低, 进而导致 ARPPU 承压。

内容成本上涨: 随着互联网产品对用户时长的争夺逐渐激烈, 优质内容的成本或会上升, 从而降低公司盈利能力。

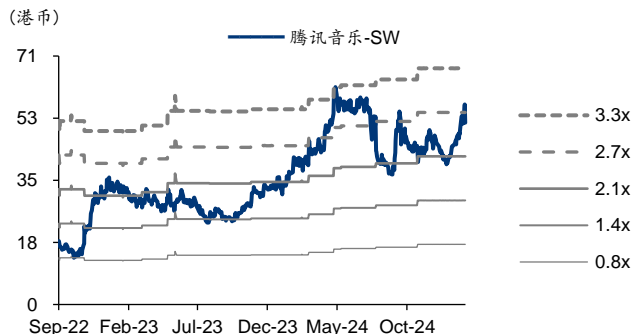
社交娱乐监管收紧: 若有关部门进一步收紧对社交娱乐业务盈利模式、内容的监管, 则可能导致公司社交娱乐业务收入进一步下滑。

图表89: 腾讯音乐-SWPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表90: 腾讯音乐-SWPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

不只是音乐，全球综合性音频平台

华泰研究

2025年2月26日 | 美国

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

增持

目标价(美元):

700.06

研究员	夏路路
SAC No. S0570523100002	xialulu@htsc.com
SFC No. BTP154	+(852) 3658 6000
研究员	詹博
SAC No. S0570523110002	zhanbo@htsc.com
SFC No. BUS698	+(86) 21 2897 2228
研究员	郑裕佳
SAC No. S0570524070002	zhengyujia@htsc.com
SFC No. BTB676	+(86) 10 6321 1166

Spotify 是全球用户规模最大的综合性音频平台，公司凭借强大的产品创新的能力、良好的综合体验、优秀的跨设备兼容性和高度本土化的运营策略实现了双边网络效应的全球化复制，利用平台流量分发能力和对播客、有声书等非音乐内容的前瞻性布局强化自身产业链议价能力，逐步打开盈利空间，24 全年实现扭亏为盈。我们认为 Spotify 在拉美、印度、东南亚等新兴市场仍有提升付费转化的潜力，规模效应下盈利能力有望持续改善，基于 DCF 估值给予目标价 700.06 美元（对应 25E 59.71x 调整后 PE），首次覆盖给予“增持”评级。

数据驱动产品创新，造就全球最大的音频流媒体平台

通过对平台上海量的用户数据进行深入分析，Spotify 能够精准地理解用户的音乐偏好和使用习惯，基于算法生成个性化的音乐推荐；产品设计上，Spotify 会根据用户的反馈和行为数据不断优化用户界面，提升美观度和便捷性；Spotify 还推出了丰富的 AI 功能帮助用户深度挖掘潜在兴趣、增强社交互动，有效地提升了用户粘性，推动用户数持续增长。截至 24Q3 Spotify 的 MAU 达到 6.4 亿（16 年以来复合增速超过 20%），Premium 订阅用户 2.52 亿，覆盖 184 个国家和地区，是全球用户规模最大的音频流媒体平台。

全面强化盈利能力，运营效率持续提升

由于毛利率长期受制于上游版权方，提升盈利能力成为公司中期发展的主题。一方面公司尝试提升会员费价格，推动订阅业务量价齐升；另一方面通过并购大力发展播客和有声书业务，成功打造了差异化竞争力，并通过捆绑套餐等形式有效地降低了对音乐版权方的分成。随着规模效应的逐步体现和新业务投入的下降，24 前三季度公司实现扭亏为盈，业绩增长迈上新台阶。

我们与市场观点不同之处

市场对于音乐消费形态转变的研究较少，我们认为以英、法、德、日、韩为代表的部分主要音乐市场尚未像中国和美国一样基本完成从实体向流媒体的转变，流媒体收入占录制音乐收入比例仍有提升空间，给 Spotify 为代表的海外主流音乐平台带来长期增长机遇。

盈利预测与估值

我们预计公司 25/26/27 年 Non-GAAP 净利润为 22.71/29.16/36.47 亿欧元，采用 DCF 估值法，参照彭博 WACC 参数假设（WACC 为 8.76%），假设永续增长率 3%，得到目标市值 1356 亿欧元，对应目标价 700.06 美元。

风险提示：订阅用户增长放缓，宏观压力影响用户付费意愿和广告收入，内容成本上涨，汇率波动风险。

经营预测指标与估值

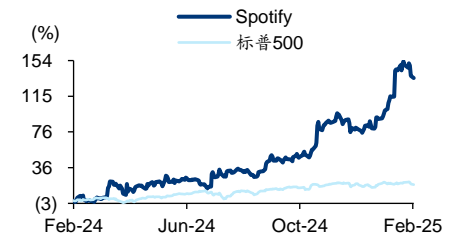
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (欧元百万)	13,247	15,673	18,173	20,753	23,553
+/-%	12.96	18.31	15.95	14.20	13.49
归母净利润 (欧元百万)	(531.90)	1,138	2,046	2,686	3,409
+/-%	23.61	(313.95)	79.83	31.25	26.92
归母净利润 (调整后,欧元百万)	(210.90)	1,405	2,271	2,916	3,647
+/-%	327.79	(766.19)	61.63	28.42	25.05
EPS (调整后,欧元,最新摊薄)	(1.03)	6.89	11.14	14.31	17.89
PE (调整后,倍)	(552.53)	82.94	51.31	39.96	31.95
PB (倍)	46.19	21.09	15.39	11.36	8.53
ROE (调整后,%)	(8.57)	34.92	34.68	32.71	30.49
EV EBITDA (倍)	(410.77)	78.66	45.61	34.18	26.21

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (美元)	700.06
收盘价 (美元 截至 2 月 24 日)	601.61
市值 (美元百万)	122,635
6 个月平均日成交额 (美元百万)	993.54
52 周价格范围 (美元)	249.38-652.63
BVPS (美元)	28.06

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (欧元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,247	15,673	18,173	20,753	23,553
销售成本	(9,850)	(10,949)	(12,334)	(13,856)	(15,489)
毛利润	3,397	4,724	5,840	6,897	8,064
销售及分销成本	(1,533)	(1,392)	(1,398)	(1,493)	(1,577)
管理费用	(585.00)	(481.00)	(504.30)	(555.20)	(606.50)
其他收入/支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务成本净额	(59.00)	(24.00)	(27.80)	(31.80)	(36.10)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(504.90)	1,341	2,408	3,160	4,011
税费开支	(27.00)	(203.00)	(361.14)	(473.99)	(601.58)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(531.90)	1,138	2,046	2,686	3,409
Non-GAAP 调整项	321.00	267.00	224.40	230.30	237.80
调整后净利润	(210.90)	1,405	2,271	2,916	3,647
折旧和摊销	(158.00)	(121.00)	(79.21)	(82.56)	(88.81)
EBITDA	(287.90)	1,486	2,515	3,274	4,135
EPS (欧元, 基本)	(2.61)	5.58	10.04	13.18	16.72

资产负债表

会计年度 (欧元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	858.00	771.00	893.98	1,021	1,159
现金及现金等价物	3,114	4,781	6,976	9,759	13,276
其他流动资产	1,288	2,827	2,827	2,827	2,827
总流动资产	5,260	8,379	10,697	13,607	17,262
固定资产	247.00	188.00	188.41	187.86	187.30
无形资产	1,221	1,249	1,249	1,249	1,249
其他长期资产	1,618	2,189	2,131	2,129	2,123
总长期资产	3,086	3,626	3,569	3,565	3,559
总资产	8,346	12,005	14,266	17,172	20,821
应付账款	978.00	1,342	1,556	1,777	2,017
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3,112	3,108	3,108	3,108	3,108
总流动负债	4,090	4,450	4,664	4,885	5,125
长期债务	1,696	2,001	2,001	2,001	2,001
其他长期债务	37.00	29.00	29.00	29.00	29.00
总长期负债	1,733	2,030	2,030	2,030	2,030
股本	5,155	6,124	6,124	6,124	6,124
储备/其他项目	(2,632)	(599.00)	1,447	4,133	7,542
股东权益	2,523	5,525	7,571	10,257	13,666
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	2,523	5,525	7,571	10,257	13,666

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(219.08)	102.40	56.94	43.39	34.18
PB	46.19	21.09	15.39	11.36	8.53
调整后 PE (倍)	(552.53)	82.94	51.31	39.96	31.95
调整后 ROE	(8.57)	34.92	34.68	32.71	30.49
EV EBITDA	(410.77)	78.66	45.61	34.18	26.21
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.13	1.41	1.90	2.41	3.04

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (欧元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(287.90)	1,486	2,515	3,274	4,135
融资成本	59.00	24.00	27.80	31.80	36.10
营运资本变动	464.00	376.00	91.08	93.99	102.01
税费	(27.00)	(203.00)	(361.14)	(473.99)	(601.58)
其他	471.90	618.00	(27.80)	(31.80)	(36.10)
经营活动现金流	680.00	2,301	2,245	2,894	3,636
CAPEX	(6.00)	(17.00)	(22.00)	(79.21)	(82.56)
其他投资活动	(211.00)	(1,469)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(217.00)	(1,486)	(22.00)	(79.21)	(82.56)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	366.00	933.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(59.00)	(90.00)	(27.80)	(31.80)	(36.10)
融资活动现金流	234.00	843.00	(27.80)	(31.80)	(36.10)
现金变动	697.00	1,658	2,195	2,783	3,517
年初现金	2,483	3,114	4,781	6,976	9,759
汇率波动影响	(66.00)	123.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	3,114	4,781	6,976	9,759	13,276

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	12.96	18.31	15.95	14.20	13.49
毛利润	16.11	39.06	23.61	18.11	16.91
营业利润	(32.37)	(406.12)	78.42	31.05	26.79
净利润	23.61	(313.95)	79.83	31.25	26.92
调整后净利润	327.79	(766.19)	61.63	28.42	25.05
EPS (基本)	23.61	(313.95)	79.83	31.25	26.92
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.64	30.14	32.13	33.23	34.24
EBITDA	(2.17)	9.48	13.84	15.78	17.56
净利润率	(4.02)	7.26	11.26	12.94	14.47
调整后净利润率	(1.59)	8.96	12.50	14.05	15.48
ROE	(21.60)	28.28	31.25	30.13	28.50
调整后 ROE	(8.57)	34.92	34.68	32.71	30.49
ROA	(6.66)	11.18	15.58	17.09	17.94
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(56.20)	(50.32)	(65.70)	(75.63)	(82.50)
流动比率	1.29	1.88	2.29	2.79	3.37
速动比率	1.29	1.88	2.29	2.79	3.37
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.66	1.54	1.38	1.32	1.24
应收账款周转天数	21.03	18.71	16.49	16.61	16.66
应付账款周转天数	33.31	38.14	42.30	43.30	44.09
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (欧元)					
EPS (基本)	(2.61)	5.58	10.04	13.18	16.72
EPS (调整后, 基本)	(1.03)	6.89	11.14	14.31	17.89
每股净资产	12.38	27.10	37.14	50.32	67.04

投资要点

1) 数据驱动的产品创新能力是 Spotify 的核心竞争力

Spotify 平台上拥有超 80 亿个用户自建歌单和海量用户行为数据,包括播放历史、收藏歌曲、搜索记录、跳过行为等,这些歌单和数据是 Spotify 的核心资产,为其精准预测用户喜好、开发个性化音乐推荐功能、优化界面和播放功能设计、以及基于用户画像的精准营销提供了强大的数据基础。通过数据分析和个性化推荐,Spotify 能够帮助用户更轻松地发现和分享音频内容,并能为创作者提供更多曝光机会和触达潜在粉丝群体,双边网络效应下平台内容生态持续丰富,用户粘性不断提升,有力地推动了 Spotify 全球化扩张。

2) 播客、有声书的前瞻性布局带来差异化竞争力

海外唱片公司授予主流音乐平台的版权通常不存在排他性,因此音乐内容本身难以形成差异化,而播客和有声书可以。Spotify 通过收购头部播客内容生产商(Gimlet Media 和 Parcast)、签约独家名人播客、收购有声书平台(Findaway)等前瞻性布局储备了丰富且优质的音频内容,并推出音乐+播客+有声书的捆绑套餐,减少用户单独购买这些服务的成本,增强了订阅套餐的吸引力,也带来更多广告变现空间。

3) 上游议价能力逐步强化,有望打破盈利天花板

相比长期受上游版权成本压制的音乐来说,Spotify 对播客和有声书业务的上游掌控力较强,且播客和有声书具有一定固定成本特征,规模效应强于偏变动成本的音乐业务,毛利率潜力更高。此外,通过将播客和有声书纳入捆绑套餐,Spotify 得以享受美国机械版税的折扣费率,进一步优化音乐业务毛利率。公司预计音乐业务长期毛利率有望达 30-35%,播客业务毛利率有望达到 40-50%,有声书的毛利率也有望达到 40%以上,规模效应下整体利润率有望持续提升。

我们与市场观点不同之处

我们认为与中国相比,海外唱片业距离完成从实体向流媒体的转变尚远。由于网络基建、音乐产业运营差异(例如偶像音乐产业发达的地区听众更倾向于购买实体唱片)、用户使用习惯等因素的存在,2023 年全球前十大音乐市场中,日本(约 35%)、英国(63%)、法国(64%)、韩国(69%,根据流媒体使用人数比例估算)等市场的流媒体收入占录制音乐收入比例仍低于或仅略高于全球平均水平(67%),远低于中国(约 99%)的水平。我们认为全球流媒体替代实体的大逻辑下,对于以 Spotify 为代表的海外主流音乐平台来说,仍存在市场份额提升的长期空间。我们以中国市场头部音乐平台渗透率(以 MAU/互联网用户总数计)为标准,参考 Spotify 近年市占率水平(约 1/3)和每年 MAU 净增(约 6000 万),估计到 2030 年 Spotify 用户数有望达到 10 亿。

股价复盘

复盘 Spotify 的股价趋势,可以看到公司股价整体与纳斯达克指数具有较高的相关性,但是依然能看到局部性催化带来的较强的股价弹性,从大周期的角度,可以分为四个阶段:

1) 2018-2020 年主要体现稳步增长,验证平台竞争力的阶段

2018 年年初:上市以来市场给予公司积极预期,进入到 5 月 Youtube music 推出手机应用,市场竞争加剧,用户增长预期回落。年底随着整体反弹,公司股价局部反弹。2019 年股价整体缺乏向上动力,音频优先战略加大投入,对公司的利润率产生了短期压力,同时由于学生用户低于计划导致订阅用户低于市场预期。此外,CFO 退休也是造成短期波动的原因之一。

2) 2020-2021 年为疫情扰动阶段,股价波动较大

2020 年疫情扰动消除后,订阅和广告增长亮眼,公司签约独家播客内容,播客 LTV 增量逻辑逐步兑现,叠加年末宣布提升(但后续提价速度低于预期),对股价产生了较强的带动。

2021 年年初正在 20 年上半年低基数下保持较快增长,随着下半年基数恢复,一定程度透支了短期需求,公司 MAU 放缓,股价表现较弱。

3) 2022 年加大播客投入阶段，制约短期盈利能力

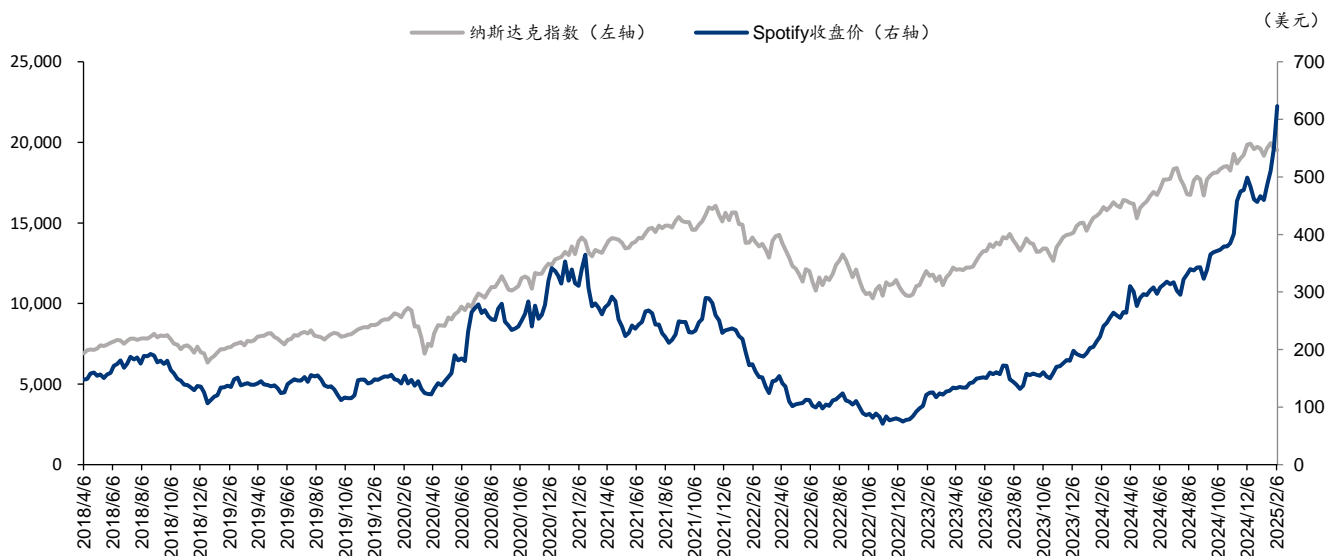
2022 年年初受到俄乌事件的逆风，播客的投入持续以及版权费率的提升导致公司毛利率同比下降，股价延续弱势表现。

4) 2023 年至今：量价齐升，盈利提升，强化对上游议价

2023 年以来用户持续增长，公司多地区提升价格，同时新业务投入放缓的情况下，盈利能力持续提升，股价整体表现好于大盘。

2024 年基本延续 23 年的趋势，24 年年中推出捆绑套餐模式，逐步兑现流量平台对上游的议价能力，长期盈利空间打开。

图表91：Spotify 股价复盘



资料来源：wind、华泰研究

Spotify: 不只是音乐, 全球综合性音频平台

发展历史: 从音乐到音频, 持续全球化渗透

Spotify 为全球最大的音频流媒体平台。公司是海外最早以流媒体方式提供音乐服务的平台, 2008 年起公司在瑞典、英国、法国等欧洲国家推出在线音乐服务, 2011 年正式进入美国市场, 2019 年起陆续收购了多家播客和有声书公司, 并提出“音频, 而不仅仅是音乐, 将成为 Spotify 的未来”。2024 年公司实现收入 156.73 亿欧元, 同比增长 18% (16 年以来复合增速 26%), MAU 超过 6 亿, Premium 订阅用户超 2 亿, 覆盖全球 184 个国家和地区。

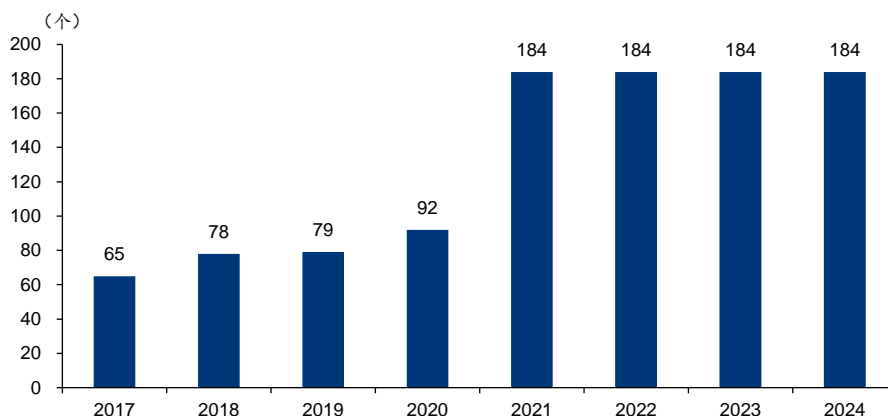
双边网络效应的全球化复制。Spotify 致力于为听众和创作者建立一个双边市场, 通过数据分析和个性化推荐帮助用户更轻松地发现 and 分享音频内容, 同时为创作者提供分析和创新工具以帮助他们理解听众和赋能内容创作, 并通过独特的市场洞察为创作者提供更多被发现和货币化的机会。Spotify 与环球、华纳和索尼等全球主要唱片公司建立了长期稳定的合作关系, 拥有庞大的正版音乐曲库, 并通过持续的并购丰富了在播客和有声书领域的内容布局。据公司官网, 目前平台上有超过 1 亿首歌曲、超过 600 万条播客、35 万有声书, 海量的音频内容资源能够全面地满足不同听众的喜好和场景需求, 从而吸引越来越多的听众使用该平台, 有力地推动了 Spotify 全球化扩张。而随着平台用户规模和影响力不断扩大, 更多的创作者不断涌入平台以获得更多的曝光机会和潜在的粉丝群体, 进一步丰富了平台的内容生态, 推动平台进入良性的正向增长循环。

图表92: 公司发展历程

时间	事件
2008 年 10 月	在芬兰、法国、挪威、西班牙、瑞典和英国正式推出
2011 年 3 月	Spotify 付费用户达到 100 万
2011 年 7 月	在美国正式推出
2013 年 4 月	在东南亚和墨西哥正式推出
2014 年 3 月	推出学生计划
2014 年 10 月	推出家庭计划
2014 年 12 月	首次推出高级假日优惠
2015 年 7 月	推出每周推荐 (个性化推荐歌单)
2015 年 12 月	首次推出 Spotify Wrapped
2016 年 9 月	在日本正式推出
2017 年 3 月	用户达到 5000 万
2018 年 4 月	在纽约证券交易所上市, 股票代码为 SPOT
2018 年 11 月	在中东和北非正式推出
2019 年 2 月	在印度正式推出
2019 年 4 月	宣布第一季度财报达到 1 亿付费用户
2019 年 7 月	Spotify Lite 在 36 个国家推出
2020 年 6 月	全球推出双人计划
2021 年 2 月	在亚洲、非洲、加勒比地区和拉丁美洲的 80 多个新市场推出
2022 年 12 月	最大规模的 Wrapped 以及第 20 次假日优惠
2023 年 1 月	宣布 2022 年第四季度 Spotify 付费用户增长至 2.05 亿
2023 年 10 月	有声读物作为 Spotify Premium 订阅的一部分
2024 年 3 月	音乐视频 (MV) 以 Beta 版形式向特定市场的 Premium 用户推出
2024 年 11 月	宣布 2024 年第三季度 Spotify 付费用户突破 2.5 亿

资料来源: 公司官网、华泰研究

图表93: Spotify 服务的国家和地区数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

分阶段、高度本土化的打法是 Spotify 征服多元化市场的关键，其核心是通过数据驱动决策、内容和功能本地化、灵活定价和合作伙伴关系，逐步渗透不同市场。

➤ **初期聚焦欧美市场，利用成熟数字音乐市场和高付费意愿用户建立基础。**策略重点包括：**1) 版权合作：**与三大唱片公司（环球、索尼、华纳）达成版权协议，确保丰富的内容储备优势。**2) 社交媒体合作：**2011年 Spotify 与寻求在媒体领域拓展的 Facebook 达成合作，Facebook 为 Spotify 开通 Newsfeed 推广功能，用户可以直接在 Facebook 平台上播放 Spotify 的歌曲，凭借 Facebook 庞大的用户群和流量迅速打开美国市场。**3) 播客战略：**收购知名播客公司（如 Gimlet、The Ringer），打造“音频全生态”，吸引高黏性用户。

➤ **拓展新兴市场，优先选择人口基数大、移动互联网渗透率高的地区，强调高度本土化+灵活定价+运营商合作：**

● **拉美市场（例：墨西哥、巴西、哥伦比亚）：**1) 本地音乐合作：扶持本土艺术家（如 Bad Bunny、J Balvin、Karol G），推广雷鬼顿（Reggaeton）、桑巴等本土流派。2) 灵活定价：在巴西、哥伦比亚等地推出月费约 3 美元的廉价套餐，降低门槛。3) 运营商合作：与 Claro、Vivo 等电信运营商绑定流量免费用 Spotify。

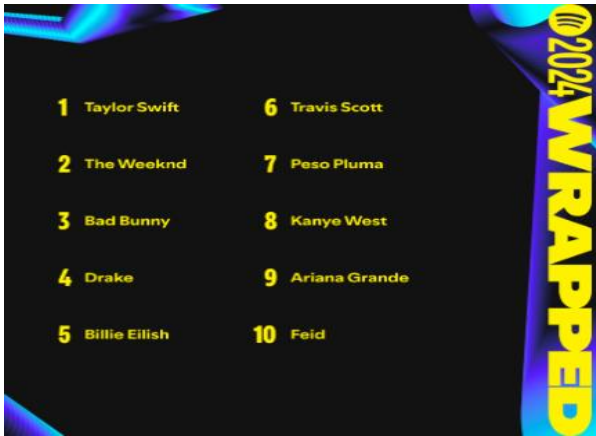
● **亚洲市场（例：日本、印度、东南亚）：**

日本：作为全球第二大音乐市场，用户非常偏好本土内容，Spotify 在日本的成功得益于全面本土化——1) 内容方面：上线《进击的巨人》《Final Fantasy》等二次元原声内容；推出本土化歌单；举办 Tokyo Super Hits Live 2020 演唱会。2) 产品与功能方面：优化日语界面下的流畅使用体验；推出 HiFi 音质套餐，迎合日本用户对音质的极致追求。3) 与东京电视台（TV Tokyo）联合创作广播剧，并提供独家流媒体服务。

印度：用户价格敏感度高，本地流媒体（如 Gaana、JioSaavn）竞争激烈，因此 Spotify 在印度主要通过超低价策略扩大用户基础，推出 29 卢比/周（约合 0.33 美元）的 Premium Mini 套餐、119 卢比/月（约合 1.36 美元）的 Premium 个人套餐的全球最低价订阅计划。同时，Spotify 全面发力本土化，包括：内容本地化——与 T-Series 等印度唱片公司合作，覆盖 90% 本土音乐内容；语言本地化——App 支持印地语、泰米尔语等 12 种语言；歌单本地化——根据区域用户偏好调整推荐歌单。

东南亚：1) 主推 K-POP 内容，迎合当地年轻用户喜好；2) 与 Grab（新加坡）、Telkomsel（印尼）等头部电信运营商合作，推出流量包+Spotify 会员套餐。3) 利用社交裂变拉新，允许用户分享歌单至 WhatsApp、Line 等社交软件。

图表94: Spotify 推动拉美音乐发展, 24 年全球艺人前 10 占 3



注: Bad Bunny、Peso Pluma、Feid 为拉美艺人。
资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表95: Spotify 在印度推行超低价策略以扩大用户基础

Premium 计划	价格 (印度卢比)	价格 (美元)
Mini	₹29/周	\$0.33/周
个人	₹119/月	\$1.36/月
双人	₹149/月	\$1.71/月
家庭	₹179/月	\$2.05/月
学生	₹59/月	\$0.68/月

注: 2月5日 INR/USD=0.011
资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表96: Spotify 日区上线《Final Fantasy》原声大碟



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表97: Spotify 与印尼最大无线网络运营商 Telkomsel 合作

Nikmati 3 bulan Spotify Premium untuk dengerin musik tanpa jeda iklan

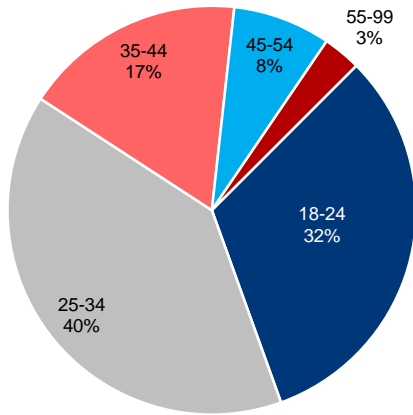
Beragam pilihan musik melalui Spotify yang bisa bikin #DiRumahTerusTerhibur

Aktifkan di talkmsel.com/spotify

资料来源: 公司官网, 华泰研究

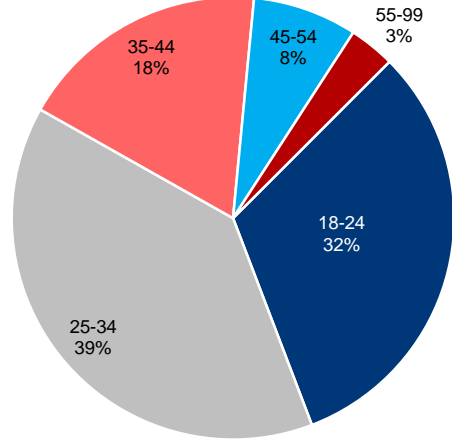
欧洲和北美用户构筑稳健的付费基本盘, 拉美用户成为重要增长力量。从年龄看, 18-34 岁的年轻用户构成 Spotify 的主力用户群, 在 iOS/Android 双平台占比均超过 70% (SensorTower 数据)。从地区分布看, 欧洲和北美付费用户占比高。欧洲、北美作为 Spotify 最早渗透的区域市场, 整体运营已进入成熟期, MAU 增速虽然缓慢 (24Q3 欧洲、北美分别 yoy+6%/3%), 但付费率维持在较高水平 (24Q3 欧洲、北美付费率分别为 55%/59%), 是公司订阅收入的主要贡献者。拉丁美洲是公司近年重点拓展的新兴区域市场, MAU 增速快 (24Q3 yoy+17%), 付费率仍有提升潜力 (24Q3 为 39%)。

图表98: Spotify 用户年龄分布 (iOS)



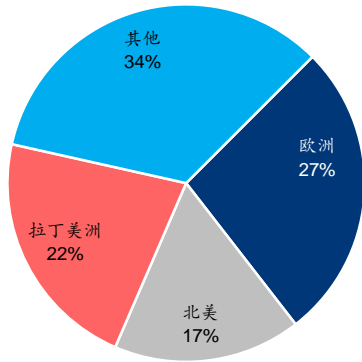
注: 数据统计周期为 2024.1-2025.2
资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表99: Spotify 用户年龄分布 (Android)



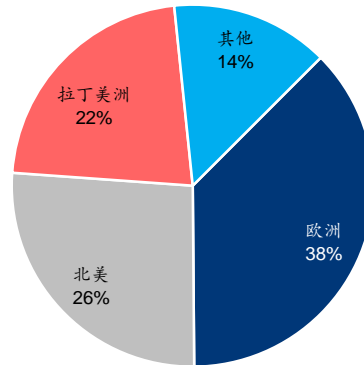
注: 数据统计周期为 2024.1-2025.2
资料来源: SensorTower, 华泰研究

图表100: Spotify MAU 地区分布 (24Q4)



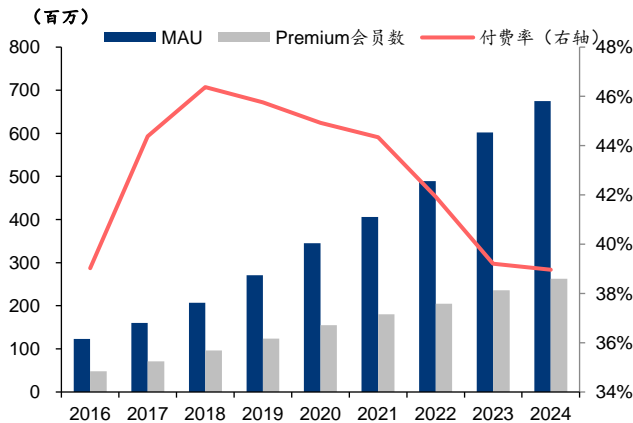
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表101: Spotify Premium 用户地区分布 (24Q4)



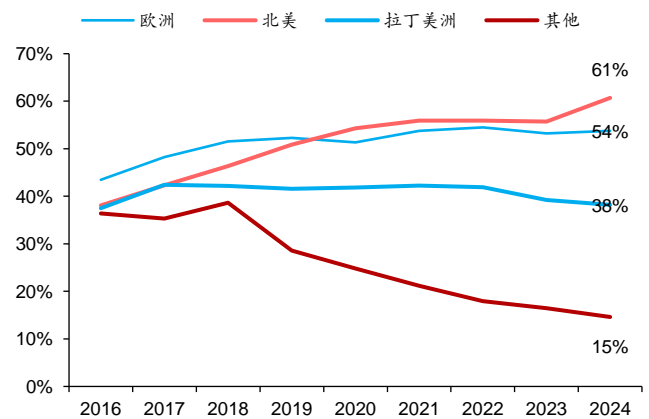
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表102: Spotify 整体付费率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表103: 分地区 Premium 付费率



注: Premium 付费率=该地区 Premium 用户数/该地区 MAU
资料来源: 公司公告, 华泰研究

创始人主导公司发展, 上游唱片公司持有一定比例股权。截至 2024 年, 创始人 Daniel Ek 与联合创始人 Martin Lorentzon 分别持有的普通股比例为 14.3%和 9.8%, 享有的投票权比例为 29.1%和 41.6%, 两人合计持股达 24.1%, 投票权合计达 70.7%, 决策权相对集中于核心管理团队。此外, 公司也与腾讯音乐交叉持股。截止 2024 年年报, 公司持有腾讯音乐约 9%的股权, 腾讯(腾讯音乐第一大股东)持有公司 8.2%的股权。

图表104: Spotify 主要股东 (截至 2024 年报)

股东名称	普通股数量	普通股持股比例	受益凭证数量*	受益凭证比例*	投票权比例
Daniel Ek	29,105,267	14.3%	124,732,980	38.4 %	29.1%
Martin Lorentzon	20,051,949	9.8%	200,000,000	61.6 %	41.6%
Baillie Gifford & Co	15,570,335	7.6 %	-	-	2.9%
Tencent	16,631,969	8.2%	-	-	-

注: 受益凭证不附带任何经济权利, 颁发受益凭证是为了向此类证书的持有人提供额外的投票权。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

产品创新能力强, 积极拥抱 AI

首创个性化推荐玩法, 用户歌单是其核心资产。Spotify 以帮助用户“发现”优质音频内容为己任, 2012 年搭上移动互联网大潮的 Spotify 开始将基于用户数据和算法的个性化推荐作为产品的差异化核心, 平台上海量的用户创建歌单 (截至 2024 年 7 月超过 80 亿个) 为其提供了丰富的用户喜好信息, 成为 Spotify 开发新功能和针对性营销的重要数据来源。2015 年 Spotify 推出基于 AI 推荐的个性化歌单 Discover Weekly (每周新发现), 其推荐精准度广受好评, 有效地提升了用户粘性——Discover Weekly 用户的听歌时长是非 Discover Weekly 用户的两倍多。2016 年, Spotify 又推出了 Release Radar (新歌雷达), 于每周五为用户进行个性化新歌推荐, 截至 2021 年已成为全球听众的前三大个性化播放列表, 尤其受到年轻用户的广泛喜爱, 18 至 29 岁的听众占比 50% 以上。2019 年推出的 On Repeat (反复播放) 播放列表是另一大成功创新, 该列表基于每个用户在过去 30 天内收听最多的曲目推出, 推出后两年内总收听时长突破 7.5 亿小时, 全球流量突破 120 亿次, 18-24 岁的用户是 On Repeat 播放最频繁的听众。

AI 持续赋能产品创新和用户粘性提升。2023 年 Spotify 推出 AI DJ 功能, 根据用户的音乐品味为其播放精选的音乐内容, 并根据用户反馈不断刷新内容。这是一项由 Spotify 的个性化技术、OpenAI 的生成式 AI 技术、以及 Spotify 收购的 Sonantic 的动态语音 AI 技术共同打造的全新聆听体验。这项功能在北美推出几周以后很快占据了用户 25% 的收听时间, 超过一半的首次听众第二天仍会使用 AI DJ。2024 年 4 月 Spotify 面向英国、澳大利亚的 Premium 用户推出 AI Playlist 测试版, 能够根据用户输入的提示词自动创建氛围相匹配的个性化播放列表, 并在 9 月将使用范围扩大至北美、爱尔兰、新西兰等市场。AI 的赋能将进一步将全球数亿用户与他们喜爱的音频内容联系起来, 为提升用户粘性起到了关键作用。

产品设计上, Spotify 会根据用户的反馈和行为数据不断优化用户界面, 提升操作便捷性和美观度。Spotify 整体使用界面遵循简约设计原则, 确保最重要的功能和信息, 如搜索栏、播放列表、音乐推荐等能够在最显眼的位置呈现, 方便用户快速访问和操作, 减少用户寻找功能的时间成本, 让用户能够专注于音乐内容本身。同时, Spotify 陆续推出了自定义播放列表图片、视频播放背景、歌词显示等功能, 能够满足不同用户的个性化审美需求和沉浸式听歌体验。

图表105: 公司产品持续迭代

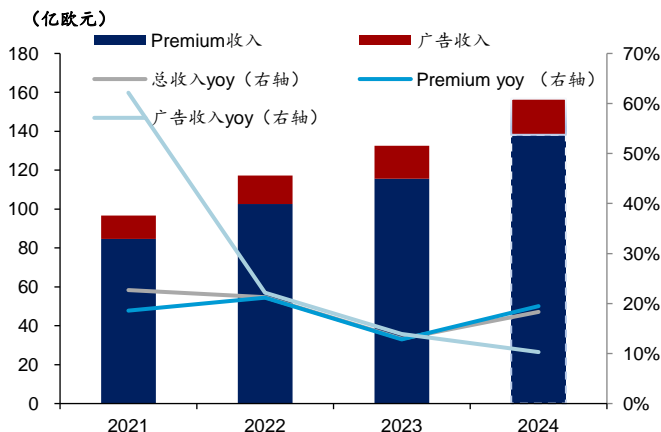
年份	发展历程与功能更新
2012 年	- 增加对淡入淡出过渡和无缝播放的支持 - 发布 iPad 应用程序
2013 年	- “你的资料库”（此前称为“你的音乐”和“收藏”） - 免费套餐用户可在移动应用（手机和平板）上使用带广告服务 - 年度 Spotify Wrapped 统计数据（此前称为“年度音乐总结”）
2014 年	- 增加“单曲循环”设置 - 推出家庭订阅计划
2015 年	- Spotify 应用程序在 PlayStation 平台上可用 - 推出“每周新发现”（个性化播放列表） - 在 Spotify 应用程序中查看即将举行的音乐会 - 拓展至播客领域
2016 年	- 推出“新歌雷达”（个性化播放列表） - 推出“每日合集”（个性化播放列表）
2017 年	- 推出 Spotify 分享代码
2018 年	- Spotify 应用程序在 Apple Watch 上可用 - 在移动应用中推出 Canvas（循环视频）功能 - 可以查看歌曲创作人员信息
2019 年	- （移动版）2019 年“你的资料库”重新设计 - 推出“反复播放”和“倒带重温”（个性化播放列表）
2020 年	- 推出双人订阅计划 - 主页快捷方式 - 可以从移动应用上传自定义播放列表图片
2021 年	- 丰富 Spotify 每日推荐：艺术家组合、流派组合和老歌组合 - 在移动应用中推出“最新音乐发布”动态 - 拓展至视频播客领域 - 推出增强型播放列表 - 支持歌词显示
2022 年	- 增加一个控制连接设备上自动播放的设置 - 安卓系统可以使用 spotify 支付系统
2023 年	- 提供了 AI DJ 服务
2024 年	- 提供了 tiktok 和 ins 分享的功能 - 提供了 AI Playlist 服务

资料来源：公司官网、华泰研究

中期目标：全面强化盈利能力

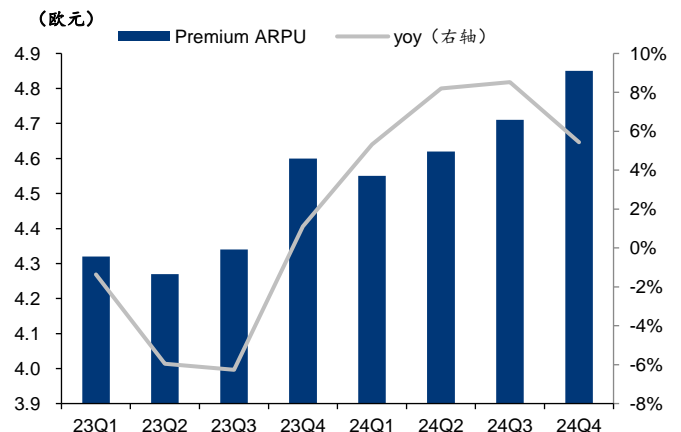
Premium 会员订阅是主要创收方式，付费用户数仍是增长主要动力。公司收入主要来自 Premium 会员订阅及广告，其中会员订阅收入占比达到 88%（24Q3），占收入主导地位。21-24 年付费会员数维持稳健增势，24Q4 达 2.63 亿，yoy+11%，ARPU 为 4.85 欧元，yoy+5%。

图表106: Spotify 的收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表107: Spotify Premium 订阅用户的 ARPU



资料来源：公司公告，华泰研究

从会员费提价到捆绑销售，公司尝试了多种方式提升变现能力：2023年7月宣布在全球多个市场提高 Premium 套餐价格，以个人套餐为例，涨价幅度约 10%；2023年11月开始将有声书服务加入个人 Premium 套餐中，当地的 Premium 个人用户每月可免费收听 15 小时的有声读物。2024年4月 Spotify 宣布把音乐和有声读物结合起来的 Premium 级别套餐重新归类为“捆绑套餐”，并在 2024年6月推出不包含免费有声书时长的个人基本套餐，定价比有声书+音乐的捆绑套餐低 1 美元；2024年7月再次上调美国、英国、澳大利亚、泰国等多个市场的套餐价格。

提价过程中付费用户增长未受到显著影响。涨价后 Spotify 的付费用户数仍保持了良好增长，在主要的涨价周期内（23Q3/23Q4/24Q3）季度付费会员数分别净增了 600 万、1000 万、600 万。我们认为主要有三个原因：

- 1) Spotify 自身的丰富内容储备与个性化推荐系统带来了较高的用户粘性。
- 2) Spotify 的捆绑套餐提供了更多的播客和有声书服务，形成内容上的差异化优势，对于用户来说可以减少单独购买这些服务的成本，增加了订阅套餐的吸引力。
- 3) 在唱片公司的推动和版权成本上升的压力下，同时期其他平台也在涨价。22 年 10 月 Apple Music 上调美国、英国等市场的个人订阅 (+10%) 和家庭计划价格 (+13%)；23 年 1 月 Amazon 上调非 Prime 用户订阅 Amazon Music Unlimited Individual 的价格 (+10%) 和学生优惠套餐价格 (+20%)；23 年 8 月 YouTube Music Premium 在美国、阿根廷、澳大利亚、奥地利、智利、德国、波兰和土耳其等国家也进行了价格调整；Deezer、Tidal 亦宣布了涨价措施。相比之下，Spotify 涨价幅度与竞争对手基本一致。

图表108: Spotify 历次提价梳理

时间	事件
2011 年	Spotify 在美国推出 Premium 订阅服务，个人套餐价格为 9.99 美元/月，双人套餐为 12.99 美元/月，家庭套餐为 15.99 美元/月，学生套餐为 4.99 美元/月。
2021 年	Spotify 将美国市场的家庭订阅套餐价格从 14.99 美元提升至 15.99 美元。
2023 年 7 月	<p>美国：个人高级会员月费从 9.99 美元涨至 10.99 美元；双人套餐月费从 12.99 美元涨至 14.99 美元；家庭套餐月费从 15.99 美元涨至 16.99 美元；学生套餐月费从 4.99 美元涨至 5.99 美元。</p> <p>英国：个人高级会员月费从 9.99 英镑涨至 10.99 英镑；双人套餐月费从 13.99 英镑涨至 14.99 英镑；家庭套餐月费从 16.99 英镑涨至 17.99 英镑；学生套餐月费 5.99 英镑不变。</p> <p>法国：个人高级会员月费从 9.99 欧元涨至 10.99 欧元；双人套餐月费从 12.99 欧元涨至 14.99 欧元；家庭套餐月费从 15.99 欧元涨至 17.99 欧元；学生套餐月费从 4.99 欧元涨至 5.99 欧元。</p> <p>其他多个市场，包括大部分欧盟国家、加拿大、中南美洲、亚洲及大洋洲部分地区等，价格均有不同程度上涨</p>
2024 年 7 月	<p>美国：个人高级会员月费从 10.99 美元涨至 11.99 美元；双人套餐月费从 14.99 美元涨至 16.99 美元；家庭套餐月费从 16.99 美元涨至 19.99 美元；学生套餐月费 5.99 美元不变。</p> <p>英国、澳大利亚、泰国等市场：价格有不同程度上涨。</p>

资料来源：公司官网、华泰研究

图表109：主要在线音乐平台价格对比（以英国为例）

	计划	价格/月	内容
Spotify	个人高级会员	£11.99	1 个高级账户：随时取消；每月 15 小时的有声书订阅听书时间
	个人基本会员	£10.99	除不包括有声书的免费时长以外，与个人套餐权益一致
	家庭	£19.99	最多 6 个高级账户或儿童账户；控制标记为 Explicit 的内容；访问 Spotify Kids：随时取消；每月 15 小时的有声书订阅听书时间（仅限计划管理者）
	学生	£5.99	1 个经过验证的高级账户；符合条件的学生可享受折扣；随时取消
	双人	£16.99	2 个高级账户；随时取消；每月 15 小时的有声书订阅听书时间（仅限计划管理者）
Apple Music	个人	£10.99	无广告、离线收听、高质量音频
	家庭	£16.99	最多 6 个账户，每个账户拥有独立的订阅
	学生	£5.99	无广告、离线收听、高质量音频
YouTube Music	个人	£10.99	无广告、离线收听、高质量音频
	家庭	£16.99	最多 6 个账户，每个账户拥有独立订阅
	学生	£5.49	无广告、离线收听、高质量音频
Amazon Music	个人 (Prime 会员)	£9.99	无广告、离线收听、高质量音频
	个人 (非 Prime 会员)	£10.99	无广告、离线收听、高质量音频
	家庭	£17.99	最多 6 个账户，每个账户拥有独立订阅
	Echo/Fire TV	£5.99	仅限在 Echo/Fire TV 设备上使用，功能有限

注：数据截至 2024.12

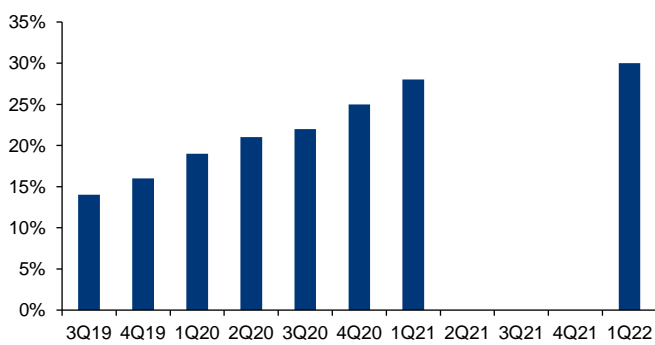
资料来源：各平台官网、华泰研究

播客和有声书等非音乐业务是提升利润率的重要抓手。

1) 播客的发展为平台带来更多广告变现的空间：22Q1 Spotify 上有超过 1.25 亿月度用户收听播客，约占用户基数的 30%，占总收听时长的 7%，平台上 14% 的播客收听时间实现了商业化，创作者和出版商可以将自己的播客内容接入 Spotify Audience Network，通过广告展示获得收益，广告商也可以通过接入该平台根据自己的目标受众精准投放广告。此外，快速发展的视频播客有望作为优质的广告载体推动广告库存和广告收入增长。

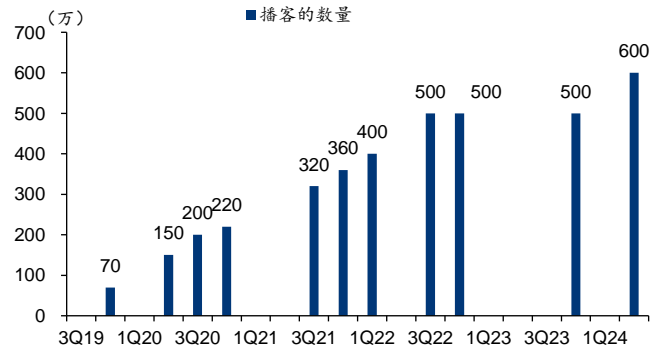
2) 播客和有声书的毛利率潜力更高：Spotify 通过收购头部播客内容生产商（Gimlet Media 和 Parcast）、签约独家名人播客、收购有声书平台（Findaway）等获得了对上游较强的掌控力，相比长期受上游版权成本压制的音乐来说，播客和有声书的毛利率更加可控。并且，非音乐业务成本具有一定的固定成本特征，规模效应更加显著。根据 22 年管理层在投资者日活动上的介绍，公司预计长期来看播客业务毛利率有望达到 40-50%，有声读物的毛利率也有望达到 40% 以上，均高于其对音乐业务（30-35%）的利润预期。

-----2024 年公司逐步摆脱了长期以来的盈利困境，实现了全年盈利，全年毛利率达到 30.1%，Non-GAAP 经营利润率达到 10.4%。

图表110：Spotify 播客 MAU 占总 MAU 的比重


注：空白处为数据缺失。

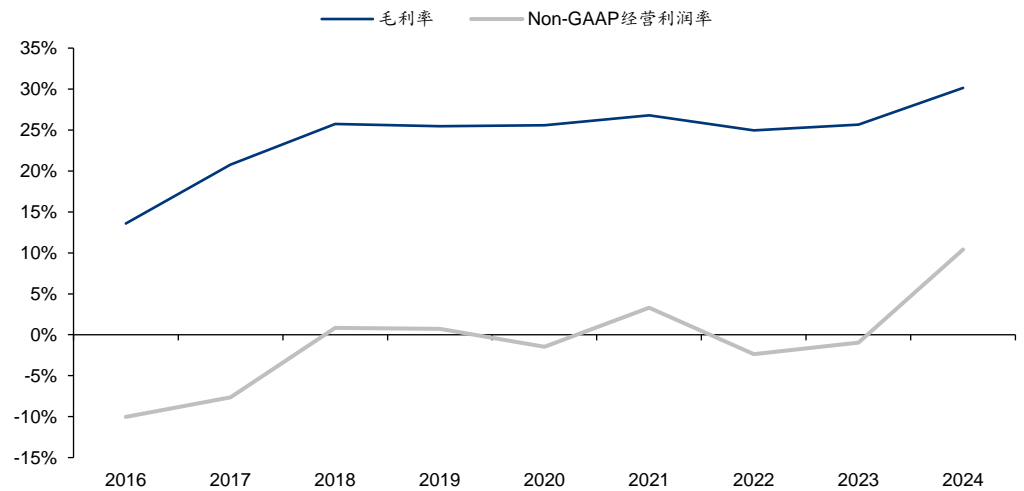
资料来源：公司公告，华泰研究

图表111：Spotify 平台上播客数量


注：空白处为数据缺失

资料来源：公司公告，华泰研究

图112: Spotify 的毛利率、Non-gaap 经营利润率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

海外尚未完成流媒化替代, 主流音乐平台份额提升逻辑仍在

海外唱片业流媒替代实体是大势所趋, 英法德日韩等主要音乐市场流媒体收入占比仍有提升空间。2023 年全球录制音乐行业流媒体平均收入贡献占比约为 67% (IFPI 数据), 前十大音乐市场中, 中国、美国、巴西、澳大利亚流媒体收入占比超过 80%, 而日本 (约 35%)、英国 (63%)、法国 (64%)、韩国 (69%, 根据流媒体使用人数比例估算) 以及德国 (75%) 则有进一步增长空间。举例来说, 按照德国音乐产业协会 (BVMI) 的估算, 26 年流媒体收入占录制音乐总收入比例有望增长至 85%, 即在 23 年基础上增长 10%。我们认为由于网络基建、音乐产业运营差异 (例如偶像音乐产业发达的地区听众更倾向于购买实体唱片)、用户使用习惯等因素的存在, 海外唱片业尚未像中国市场一样基本完成从实体向流媒体的转变, 因此对于海外主要的音乐平台来说, 仍存在市场份额提升的长期逻辑。

图113: IFPI 前十大音乐市场流媒体收入占比

IFPI 排名	国家/地区	流媒体收入占比
1	美国	84%
2	日本	35%
3	英国	63%
4	德国	75%
5	中国*	99%
6	法国	64%
7	韩国*	69%
8	加拿大	77%
9	巴西	87%
10	澳大利亚	86%
全球平均		67%

注: 均为 2023 年数据, 中国的流媒体收入占比为我们根据数字音乐收入和音乐图书与音像出版产业收入总和估算, 韩国数据为我们根据 KOCCA 调查的流媒体使用人数比例估算。

资料来源: IFPI、RIAA、BPI、ARIA、BVMI、Music Canada、Music Business Worldwide、华泰研究预测

Spotify 凭借良好的综合体验和优秀的跨设备兼容性在海外主流市场占据优势。根据 MIDia 的统计, 22-23 年 Spotify 市占率基本稳定在 30% 以上, Apple Music、Amazon Music 分别以 10%+ 的市占率分列二、三位, YouTube Music 通过绑定 YouTube Premium 会员权益追至第四位, 市占率接近 10%。我们从版权与曲库、推荐算法、音质、设备兼容性、价格及附加功能等多个维度对海外主流音乐平台进行对比。综合体验上看, Spotify 和 Apple Music 占据较大优势, 前者胜在算法和跨平台兼容性, 后者以音质见长。YouTube Music 和 Amazon Music 则更依赖在原本成熟的应用生态上的延伸, 前者适合视频与音乐结合的体验, 后者则更适合 Prime 生态内的用户。

图表114: 海外主流音乐平台对比

	Spotify	Apple Music	YouTube Music	Amazon Music
曲库	1亿+歌曲、600万+播客、35万有声书 支持用户上传本地内容	1亿+歌曲	1亿+歌曲 支持用户上传本地内容	1亿+歌曲
推荐系统	算法驱动为主 (eg, Discover Weekly)	算法+人工编辑 (eg, For You)	基于视频观看历史推荐	基础推荐+Alexa语音交互
最高音质	320kbps	24位/192kHz (无损+杜比全景声)	256kbps	24位/192kHz (无损+杜比全景声)
设备兼容性	跨平台兼容性优秀, 支持iOS、Android、Windows、游戏主机 (PS5/Xbox)、智能音箱 (包括 Google Home) 等	苹果生态适配度良好 (如 iPhone、HomePod、CarPlay), 但对非苹果设备支持有限	谷歌生态适配度良好 (如 Android、Chromecast)	与 Echo 设备深度绑定, 支持语音控制; 非亚马逊硬件 (如 Apple TV) 兼容性一般
免费版	有 (含广告)	无	有 (含广告)	有限免费 (需 Prime 会员)
价格 (美区个人会员)	\$11.99/月 (高级会员) \$10.99/月 (基本会员)	\$10.99/月	\$10.99/月	\$11.99/月 (Prime 会员) \$10.99/月
附加功能	-	-	YouTube Premium 会员可免费使用	Prime 会员享受订阅优惠
核心优势	社交功能、多设备兼容	无损音质、苹果生态整合	视频音乐结合、YouTube 资源	Prime 会员性价比、家庭场景语音控制

资料来源: 公司官网、华泰研究

Spotify 用户增长仍有空间, 预计 2030 年左右有望突破 10 亿。我们以中国市场头部音乐平台渗透率 (以 MAU/互联网用户总数计) 为标准, 参考 Spotify 近年市占率水平 (约 1/3), 估计中长期 Spotify 用户数有望达到 10 亿, 当前公司 MAU 约为 6.8 亿, 仍有接近 50% 的增长空间, 按照当前每年净增 6000 万左右的速度估算到 2030 年左右有望达成。

图表115: Spotify 中长期用户规模测算

指标	数据	数据源
全球互联网用户数 (亿)	55	国际电信联盟 (ITU), 2024
- 中国互联网用户数 (亿)	11	中国互联网络信息中心 (CNNIC), 2024
= 海外互联网用户数 (亿)	44	
* 音乐软件 MAU/互联网用户	70%	参考中国头部音乐平台用户情况
= 海外音乐软件用户总数 (亿)	31	
* Spotify 市占率	33%	参考 MIIDiA 近三年数据
= Spotify 用户数 (亿)	10	
* Premium 付费率	40%	参考 Spotify 当前整体付费率
= Premium 用户数 (亿)	4	

资料来源: ITU、CNNIC、腾讯音乐娱乐集团财报、网易云音乐财报、MIIDiA、Spotify 财报、华泰研究预测

盈利预测及估值

收入端：我们预计公司 25-27 年总收入为 181.73/207.53/235.53 亿欧元，yoy+16.0%/14.2%/13.5%，其中：

- 1) Premium 订阅收入：**24 年末付费人数达到 2.63 亿（全年净增 2700 万），考虑到高基数下 25-27E 付费人数净增或逐步放缓，我们假设 25-27E 付费人数分别净增 1990/1970/1960 万，25-27 年平均付费用户数达到 2.73/2.93/3.12 亿人。Premium 月度 ARPU 在 2024 年为 4.6 欧元，同比+6%，我们假设 25-27E 月度 ARPU 同比稳步提升至 4.9/5.2/5.4 欧元，yoy+6%/5%/5%。预计 25-27 年该板块收入为 160.49/181.21/203.56 亿欧元，yoy+16.1%/12.9%/12.3%，主要仍由付费人数增长带动。
- 2) 广告收入：**23-24 年公司广告收入同比增速下滑，主因 1) 广告投放需求波动，2) 订阅用户转化效果好于预期，3) 全球汇率波动影响，拆分量价来看，广告支持的用户数在持续增长，而 ARPU 有所下滑。考虑到公司已正式拥抱程序化广告，并且视频播客的大力发展有望增加广告库存，公司预计 25 年为广告业务建设期，26 年起广告业务有望加速增长。我们假设 25-27 年广告业务收入同比增长 14.6%/23.9%/21.5%，达到 21.24/26.32/31.97 亿欧元。

利润端：24Q1-Q4 公司整体毛利率稳步提升（分别为 27.6%/29.2%/31.1%/32.2%），主要得益于 1) 订阅服务的规模效应以及捆绑套餐有效降低音乐版权分成比例，2) 公司持续加强播客广告变现。我们预计 25-27E 规模效应下毛利率进一步提升至 32.1%/33.2%/34.2%。费用方面，22-24 年经营费用率（销售费用+研发费用+管理费用）同比持续优化，分别为 30.5%/29.0%/21.5%，体现规模效应下运营效率的持续改善，我们预计 25-27E 经营利润率有望逐步提升，达到 13.4%/15.4%/17.2%。而随着公司逐步扭亏为盈，我们预计 25-27E 有效所得税率为 15%/15%/15%，净利润为 20.46/26.86/34.09 亿欧元，剔除股权激励费用影响后的 Non-GAAP 净利润为 22.71/29.16/36.47 亿欧元。

图表116：盈利预测

(百万欧元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	13,247	15,673	18,173	20,753	23,553
yoy	13.0%	18.3%	16.0%	14.2%	13.5%
Premium 订阅收入	11566	13819	16049	18121	20356
yoy	12.8%	19.5%	16.1%	12.9%	12.3%
占收比	87.3%	88.2%	88.3%	87.3%	86.0%
年均付费用户数	220.5	249.5	273.0	292.8	312.4
yoy	14.5%	13.2%	9.4%	7.3%	6.7%
月度 ARPPU	4.4	4.6	4.9	5.2	5.4
yoy	-1.5%	5.6%	6.2%	5.3%	5.3%
广告收入	1681	1854	2124	2632	3197
yoy	13.9%	10.3%	14.6%	23.9%	21.5%
占收比	12.7%	11.8%	11.7%	12.7%	13.6%
年均用户数	337.0	402.0	447.0	491.0	535.0
yoy	26.9%	19.3%	11.2%	9.8%	9.0%
月度 ARPPU	0.42	0.38	0.40	0.45	0.50
yoy	-10.3%	-7.5%	3.0%	12.8%	11.5%
毛利率	25.6%	30.1%	32.1%	33.2%	34.2%
销售费用率	-11.6%	-8.9%	-7.7%	-7.2%	-6.7%
研发费用率	-13.0%	-9.5%	-8.3%	-8.0%	-7.8%
管理费用率	-4.4%	-3.1%	-2.8%	-2.7%	-2.6%
经营利润率	-3.4%	8.7%	13.4%	15.4%	17.2%
所得税率	5.3%	-15.1%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
净利润	(532)	1138	2046	2686	3409
股权激励费用调整	(321)	(267)	(224)	(230)	(238)
Non-GAAP 净利润	(211)	1405	2271	2916	3647

资料来源：公司公告，华泰研究预测

考虑到在线音乐订阅模式下现金流可持续性较强，公司 2024 年刚刚进入盈利周期，短期内利润增速较快，我们采用三阶段 DCF 估值（第一阶段 2025-2030 年，第二阶段 2031-2035 年，第三阶段 2035 年以后），参考彭博 WACC 参数计算出 WACC 为 8.76%，给予中期增长率 12%、永续增长率 3% 的假设，得到目标市值 1356 亿欧元，对应目标价 700.06 美元，给予“增持”评级。

图表117：DCF 核心假设

指标	数据	备注
无风险利率	4.57%	美国 10 年期国债收益率
市场风险溢价	5.38%	基于标普 500 指数计算
有效所得税税率	15%	
贝塔值(β)	0.98	由 Bloomberg 计算
股权资本成本 K_e	9.84%	根据 CAPM 计算
债务成本 K_d	6.50%	根据 23 年可转换债券折现率假设
中期增长率	12%	假设 2031-2035 年自由现金流增速较 2025-2030 年自然下降
永续增长率	3%	
债务比率 $D/(D+E)$	20%	
WACC	8.76%	

资料来源：Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

图表118：DCF 现金流预测及估值

(百万欧元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT*(1-t)	2,070	2,713	3,440	4,221	5,103	7,041
加：折旧与摊销	79	83	89	95	103	80
减：营运资金变动	91	94	102	110	120	130
减：资本支出	(22)	(79)	(83)	(89)	(95)	(125)
自由现金流	2,218	2,810	3,548	4,338	5,231	7,126
折现率	0.92	0.85	0.78	0.71	0.66	0.60
现值	2,040	2,376	2,758	3,100	3,437	4,305
2025-2030 年自由现金流现值	18,014					
2031-2035 年自由现金流现值	23523					
终值	224,440					
终值现值	89,085					
企业价值	130,622					
净现金/(债务)，少数股东权益	4,975					
股权价值	135,597					
股份数(百万)	204					
欧元兑美元	0.95					
目标价(美元)	700.06					

资料来源：华泰研究预测

风险提示

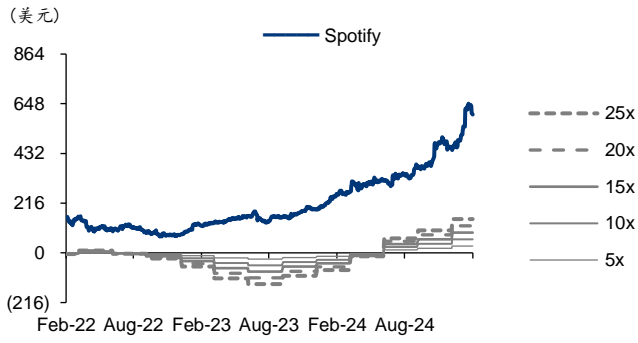
订阅用户增长放缓：随着订阅用户基数的扩大，若公司未能通过精细运营平衡好拉新和留存，则订阅用户增长可能放缓，进而影响收入增长。

宏观压力影响用户付费意愿和广告收入：若海外宏观经济修复缓慢，可能导致付费用户转化难度提升，也可能影响广告主投放预算，进而导致收入增长缓慢。

内容成本上涨：随着海外互联网产品对用户时长的争夺逐渐激烈，优质内容的成本或会上升，从而降低公司盈利能力。

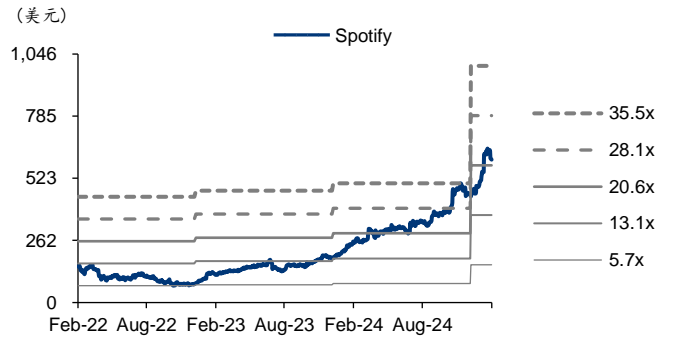
汇率波动：作为全球化运营的公司，公司财报业绩受到汇率波动影响，且公司财报货币与交易货币不同，若美元升值，可能导致公司估值承压。

图表119: SpotifyPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表120: SpotifyPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博、郑裕佳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博、郑裕佳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司