

2025 年 08 月 20 日

Spotify (SPOT)：付费用户与 MAU 构筑增长韧性

—计算机行业点评报告

推荐(维持)

分析师：宝幼琛 S1050521110002

baoyc@cfsc.com.cn

联系人：谢孟津 S1050123110012

xiejm@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
计算机(申万)	10.1	19.5	83.8
沪深 300	4.5	9.3	26.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《计算机行业点评报告：优步 (UBER.O)：业务与生态构筑协同效应》2025-08-19
- 2、《计算机行业周报：智谱 AI 发布 GLM-4.5V 多模态模型，昆仑万维发布业界首个多模态深度调研 Agent》2025-08-18
- 3、《小马智行 (PONY.O)：营收增长领跑行业，Robotaxi 爆发+全球化布局驱动财务拐点》2025-08-18

事件

2025 年 7 月 29 日 Spotify 发布 2025 年第二季度财报，总收入达到 42 亿欧元，同比增长 10%；毛利率达到 31.5%，同比增长 227 个基点。

投资要点

Spotify 付费用户与 MAU 双增长创纪录

Spotify 第二季度总收入仍增长 10%，达到 42 亿欧元（49 亿美元）。其中，付费用户收入增长 16%，广告业务收入同比增长 5%，高管预计今年广告业务特别是自动化渠道收入将实现更大幅度增长。值得注意的是，Spotify 毛利率增长至 31.5%，同比上升 227 个基点，新增 800 万净订户，付费用户总数达到 2.76 亿，同比增长 12%；月活跃用户 (MAU) 增加 1800 万，达到 6.96 亿，同比增长 11%。实际付费用户净增 800 万、MAU 增长 1800 万的表现，大幅超出公司官方指引的 300 万订阅增量与 700 万活跃用户目标，进一步印证了 Spotify 在全球音频流媒体领域的竞争优势。

Spotify 音频+视频双引擎爆发

Spotify 在有声读物和视频内容领域的布局取得了显著进展。目前，平台拥有约 700 万个播客、43 万个视频播客和 35 万本有声读物。有声读物业务快速扩张，最近在德国、奥地利、瑞士和列支敦士登推出新服务；视频消费急剧增长，增长速度是纯音频消费的 20 倍，超过 3.5 亿用户在平台上播放过视频播客，同比增长 65%。除中国和俄罗斯外，45% 的音乐流媒体服务付费用户选择了 Spotify，且这一比例近年来稳步上升。Luminate 数据显示，全球 65% 的音频音乐播放量发生在 Spotify 平台，2025 年上半年全球音频播放量约 2.5 万亿次，其中 Spotify 占比约 1.6 万亿次。

Spotify 区域提价背后的逻辑：新兴市场扩张

Spotify 采用“投资组合方法”制定定价策略，注重长期用户留存而非短期收入增长。上个季度，Spotify 在法国、比利时、荷兰和卢森堡进行的价格调整，未出现异常客户流

失情况。公司计划在欧洲和拉丁美洲通过价值体系优化，同时重视用户价值感知与价格竞争力。

首席商务官 Alex Norström 表示：“我们痴迷于为用户提供高性价比的服务，确保每一次价格调整都能为用户带来更多价值。”首席执行官 Daniel Ek 也强调：“订阅业务的核心在于留住客户，长期稳定的用户关系对我们至关重要。”

投资建议

Spotify 在用户增长与内容护城河上表现亮眼。长期看，AI 技术赋能的个性化体验、全球化内容生态及硬件场景延伸，将驱动其从“音乐流媒体平台”向“全球音频超级应用”升级。市场需关注其在智能媒体板块 AI 商业化进展与成本优化成效。

风险提示

订阅用户增长放缓风险；技术迭代速度存潜在波动风险；终端需求波动致产能错配风险；海外市场汇率波动

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2025/8/20	EPS			PE			投资评级
		股价(美元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
MSFT. 0	微软	517.1	11.86	13.47	15.5	42.98	37.84	32.89	未评级
GOOGL. 0	谷歌	201.57	8.13	9.38	10.18	24.79	21.49	19.80	未评级
PONY. 0	小马智行	15.59	-2.4	-0.6	-0.58	-6.50	-25.98	-26.88	未评级
SPOT. 0	Spotify	719.35	42.67	50.38	97.68	16.86	14.28	7.36	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：盈利预测取自万得一致预期）

计算机&AI&互联网组介绍

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

费强：曼彻斯特大学硕士，2023年加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

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

行业投资评级说明：

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

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

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

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

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

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

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