

2024 年 12 月 17 日



在线音乐行业：音乐不止，不止于音乐

超配

首次覆盖

全球在线音乐行业保持着快速增长，成为音乐市场的重要增长驱动。我们认为行业较为稳定的竞争格局以及平台逐渐提升的议价权，为音乐流媒体带来利润提升空间，而渗透率提升、订阅费提价、音乐外领域内容拓展将推动音乐流媒体平台未来的长期增长。我们首次覆盖 Spotify (SPOT.US)、腾讯音乐 (TME.US/1698.HK)、网易云音乐 (9899.HK)，均给予“买入”评级。

杨子超，CFA（互联网分析师）
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹（首席互联网分析师）
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436



欢迎关注
浦银国际研究

目录

在线音乐行业：音乐不止，不止于音乐.....4

投资要点.....4

音乐流媒体蓬勃发展.....8

竞争格局趋于稳定.....10

利益蛋糕如何分配？.....15

行业未来增长驱动？.....19

Spotify vs 腾讯音乐 vs 网易云音乐.....24

投资风险.....26

Spotify（SPOT.US）：音乐流媒体领导者，打造全面音频网络.....27

全球布局，挖掘新兴市场潜力.....29

分层定价，满足不同用户需求.....30

如何保持竞争优势？.....31

布局长音频，拓宽市场机会.....32

盈利预测.....33

估值分析与预测.....34

投资风险.....35

SPDBI 乐观与悲观情景假设.....36

财务报表.....37

腾讯音乐（TME.US/1698.HK）：巩固竞争优势，量价齐升.....40

丰富产品布局，融合腾讯生态优势.....42

付费墙推动付费转化.....43

SVIP 推动 ARPU 提升.....44

盈利预测.....45

估值分析与预测.....46

投资风险.....48

SPDBI 乐观与悲观情景假设.....49

财务报表.....51

网易云音乐（9899.HK）：差异化定位，规模优先.....54

抓住年轻一代用户.....56

独立音乐人孕育土壤，社区运营提高用户留存.....57

规模优先，商业化仍有较大潜力.....58

盈利预测.....59

估值分析与预测.....60

投资风险.....61

SPDBI 乐观与悲观情景假设.....62

财务报表.....63

2024-12-17

2



在线音乐行业：音乐不止，不止于音乐

全球在线音乐行业保持着快速增长，成为音乐市场的重要增长驱动。我们认为行业较为稳定的竞争格局以及平台逐渐提升的议价权，为音乐流媒体带来利润提升空间，而渗透率提升、订阅费提价、音乐外领域内容拓展将推动音乐流媒体平台未来的长期增长。

- 音乐流媒体蓬勃发展：**音乐流媒体市场保持着快速的发展，2023 年全球市场规模同比增长 10%，其中中国在线音乐市场增速达到 33%。音乐流媒体已成为了音乐市场中主要组成部分，2023 年占据整体录制音乐行业收入的 67%，成为音乐行业重要的增长驱动。
- 竞争格局趋于稳定，平台议价权逐渐提升：**音乐流媒体行业整体竞争格局较为稳定，Spotify、YouTube、Apple、Amazon 占据了中国以外市场 85% 以上的份额；腾讯音乐和网易云音乐占据了中国市场预计超过 90% 的份额。由于高昂的内容版权成本，音乐流媒体平台的盈利能力依赖规模效应，我们认为这为音乐流媒体行业建立起了一定的进入壁垒，预计未来竞争格局维持相对稳定。随着头部唱片公司版权内容在流媒体平台播放占比的下降，以及流媒体平台在音乐行业占有率的提升，我们认为未来版税分成比例有进一步优化空间。
- 行业未来增长驱动：**1) 渗透率提升：尽管行业已经历了高速发展，但我们认为从付费用户渗透率的角度来看，还远未到增长瓶颈。全球音乐订阅用户渗透率仅为 12.5%，相比成熟市场超过 50% 的付费率，我们认为行业仍有很大的长期发展空间。2) 订阅提价：音乐流媒体平台均在稳步提价，音乐会员定价约为视频会员的 70%-80%，且音乐订阅通常具备很高的内容完整度，我们认为音乐是具有性价比的娱乐方式，而音乐内容的可重复消费属性，也有助于保持用户粘性。3) 内容拓展：在音乐订阅外，流媒体平台也在不断探索新的内容形式和变现方式，如广告、播客、有声书、粉丝经济、直播、社交等业务，持续寻求新的增长贡献来源。
- 首次覆盖：**我们首次覆盖 Spotify (SPOT.US)：全球布局，挖掘新兴市场潜力；长音频布局有望打开长期空间；给予“买入”评级，目标价 555 美元。首次覆盖腾讯音乐 (TME.US/1698.HK)：拥有丰富的版权优势，并受益于腾讯生态；付费墙提升推动用户付费转化，SVIP 推动 ARPU 提升；给予“买入”评级，目标价 14.5 美元/56 港元。首次覆盖网易云音乐 (9899.HK)：差异化定位，抓住年轻用户；商业化仍有较大潜力；给予“买入”评级，目标价 145 港元。考虑到竞争格局、业绩增长确定性和估值水平，行业首选腾讯音乐。
- 投资风险：**用户增长放缓；版权版税风险；行业竞争加剧；其他娱乐形式竞争。

杨子超，CFA
互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2024 年 12 月 17 日

Spotify (SPOT.US)

目标价 (美元)	555
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (美元)	483.31

买入

腾讯音乐 (TME.US)

目标价 (美元)	14.5
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (美元)	11.98

买入

腾讯音乐 (1698.HK)

目标价 (港元)	56
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	46.65

买入

网易云音乐 (9899.HK)

目标价 (港元)	145
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (港元)	126.6

买入

注：目前股价截至 12 月 13 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

浦银国际

首次覆盖

在线音乐行业：音乐不止，不止于音乐

在线音乐行业：音乐不止，不止于音乐

投资要点

从过去二十多年的全球音乐行业发展来看，行业经历了音乐载体的迭代。实体唱片收入快速下降，音乐流媒体逐渐占据了市场主要地位。2023 年音乐流媒体收入规模同比增长 10%，达到 193 亿美元，占整体录制音乐行业收入的 67%，成为音乐行业重要的增长驱动。中国是全球第五大音乐市场，得益于在线音乐用户付费意愿持续提升、版权环境改善、技术创新等多因素推动，2023 年中国在线音乐市场规模同比增长 33%，呈现出强劲的增长势头。

行业整体竞争格局较为稳定，全球前六大平台占据了市场超过 90% 的份额。Spotify 是全球最大的音乐流媒体平台，占据约 30% 的市场份额，若不计中国市场，市场份额约 40%。腾讯音乐和网易云音乐预计占据了中国市场超过 90% 的份额。由于高昂的内容版权成本，音乐流媒体平台的盈利能力依赖规模效应，我们认为这为行业建立起了一定的进入壁垒，预计未来整体行业竞争格局维持相对稳定。

从上游内容版权来看，全球音乐录音版权主要集中在三大唱片公司（环球、华纳、索尼）和 Merlin，合计占据了约 75% 的市场份额。不同于全球整体市场版权的高集中度，中国市场版权集中度较为分散，前五大音乐唱片公司合计市场份额占比约 30%。中国市场更为分散的供给结构，也为中国音乐流媒体平台提供了更大的议价权。随着独家版权的取消，高价抢版权的情况也得到很大改善，行业版权成本有所降低，平台与内容方的议价能力趋于合理。同时中国音乐平台也通过自制内容来形成差异化和提升利润空间。随着头部唱片公司版权内容在流媒体平台播放占比的下降，以及流媒体平台在音乐行业占有率的提升，我们认为未来版税分成比例有进一步优化空间。

我们认为，行业未来增长驱动主要包括：1) 渗透率提升：尽管行业已经历了高速发展，但我们认为从付费用户渗透率的角度来看，还远未到增长瓶颈。全球音乐订阅用户渗透率仅为 12.5%，相比成熟市场超过 50% 的付费率，我们认为行业仍有很大的长期发展空间。2) 订阅提价：音乐流媒体平台均在稳步提价，音乐会员定价约为视频会员的 70%-80%，且音乐订阅通常具备很高的内容完整度，我们认为音乐是具有性价比的娱乐方式，而音乐内容的可重复消费属性，也有助于保持用户粘性。3) 内容拓展：在音乐订阅外，流媒体平台也在不断探索新的内容形式和变现方式，如广告、播客、有声书、粉丝经济、直播、社交等业务，持续寻求新的增长贡献来源。

Spotify (SPOT.US): Spotify 是音乐流媒体领域的全球领导者，市场占有率约 30%。公司业务几乎覆盖全球市场，在拉丁美洲和其他地区的用户规模保持着高速增长，我们认为公司能够受益于新兴市场的人口红利，存在很大的发展潜力。公司丰富的内容以及持续的产品创新能力为公司建立起了竞争优势。公司也在积极布局播客、有声读物等音频内容，以满足多样的用户需求并带来更多的商业化机会，打开业务天花板及盈利空间。首予“买入”评级，目标价 555 美元，对应 FY25E/FY26E 40x/32x EV/EBITDA。

腾讯音乐 (TME.US/1698.HK): 腾讯音乐是中国最大的在线音乐平台，预计占据约 70% 的份额。公司围绕音乐场景进行上下游布局，打造了完善的音乐娱乐生态，同时也受益于腾讯强大的社交文娱优势。公司积累了中国市场最丰富的版权内容库，并通过自制独有内容拓宽护城河。公司持续将更多的热门歌曲加入付费墙，有助于推动付费转化。公司也在稳步提升 ARPU，并通过 SVIP 来吸引高付费意愿用户，我们预计这也将成为重要增长驱动。首予“买入”评级，目标价 14.5 美元/56 港元，对应 FY25E/FY26E 20x/17x P/E。

网易云音乐 (9899.HK): 网易云音乐是中国第二大在线音乐平台。公司用户战略上重点覆盖年轻用户群体，在年轻一代拥有高渗透率。公司致力于扶持新兴音乐人，强化平台的原创音乐生态。公司活跃的社区氛围，有助于增加用户粘性，实现更好的用户留存。公司现阶段更加注重用户规模的增长，我们预计随着公司商业化阶段的成熟，未来收入利润均有较大增长潜力。首予“买入”评级，目标价 145 港元，对应 FY25E/FY26E 18x/16x P/E。

Spotify vs 腾讯音乐 vs 网易云音乐

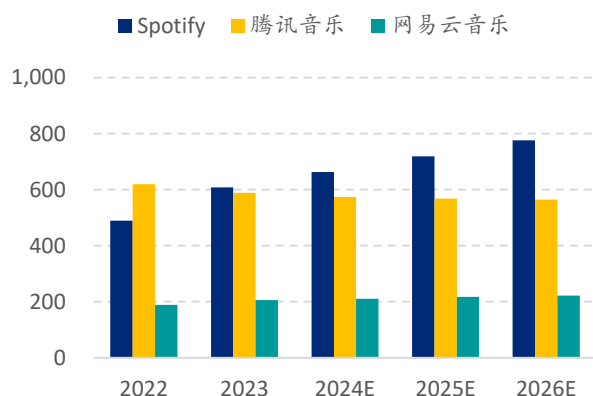
从用户端来看，Spotify 拥有更大的增长潜力，特别是在欧美以外的新兴市场机会；而中国市场的付费率相比成熟市场仍有很大提升空间，我们认为腾讯音乐和网易云音乐都将受益于中国音乐用户付费意愿的提升，ARPU 亦将稳步增长。从竞争格局来看，Spotify 处于领先优势，但也面临着更多的市场竞争；腾讯音乐和网易云音乐的竞争格局相对更加稳定。从利润率来看，全球内容版权的高集中度导致版权成本高昂，Spotify 的利润率水平相对较低；而中国内容版权集中度较为分散，为腾讯音乐和网易云音乐提供了更大的议价空间。考虑到更加稳定的竞争格局、更高的业绩增长确定性、以及相对更具吸引力的估值水平，我们行业首选腾讯音乐。

图表 1：浦银国际在线音乐行业首次覆盖公司核心投资要点汇总

代码	公司	评级	目标价 (LC)	核心投资要点
SPOT.US	Spotify	买入	555	全球领先地位，挖掘新兴市场潜力；丰富的内容和持续创新能力形成竞争优势；长音频布局拓宽市场机会。
TME.US/1698.HK	腾讯音乐	买入	14.5/56	拥有丰富的版权优势，并受益于腾讯生态；付费墙提升推动用户付费转化，SVIP 推动 ARPU 提升。
9899.HK	网易云音乐	买入	145	差异化定位，抓住年轻用户，培育独立音乐人，活跃社区氛围；商业化仍有较大潜力。

资料来源：浦银国际预测

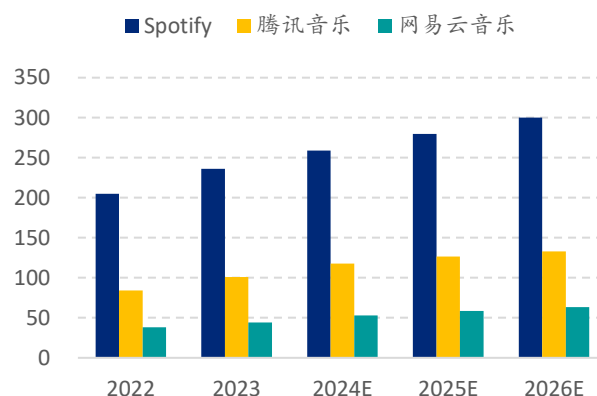
图表 2：音乐流媒体 MAU 对比（百万）



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

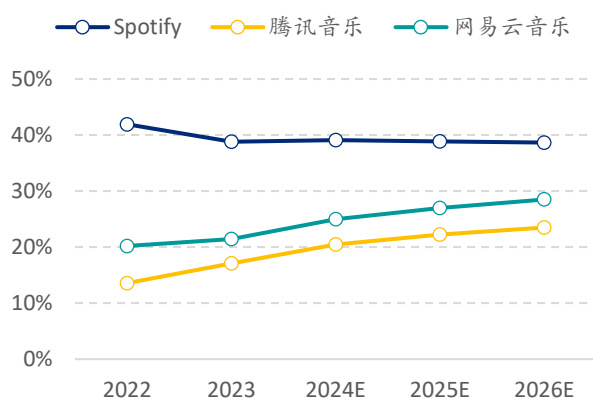
图表 3：音乐流媒体 MPU 对比（百万）



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

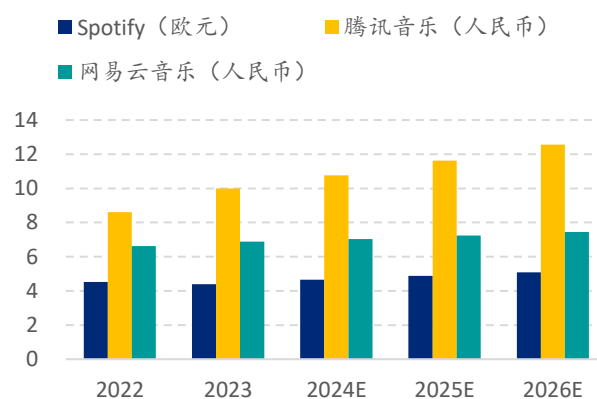
图表 4：音乐流媒体付费率对比



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

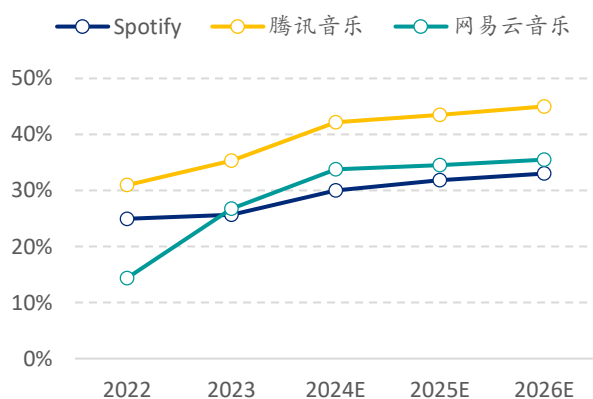
图表 5：音乐流媒体 ARPU 对比



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

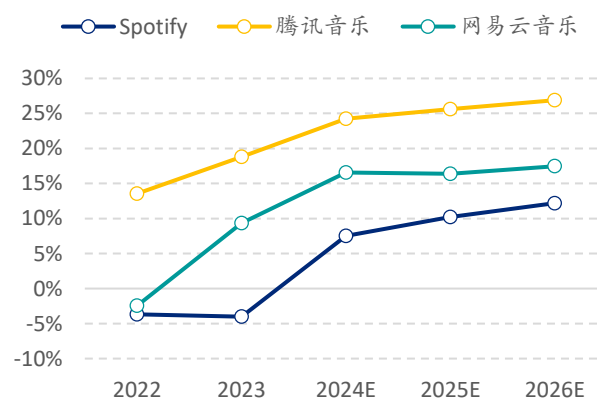
图表 6：音乐流媒体毛利率对比



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 7：音乐流媒体净利率对比



E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 8：可比公司估值比较

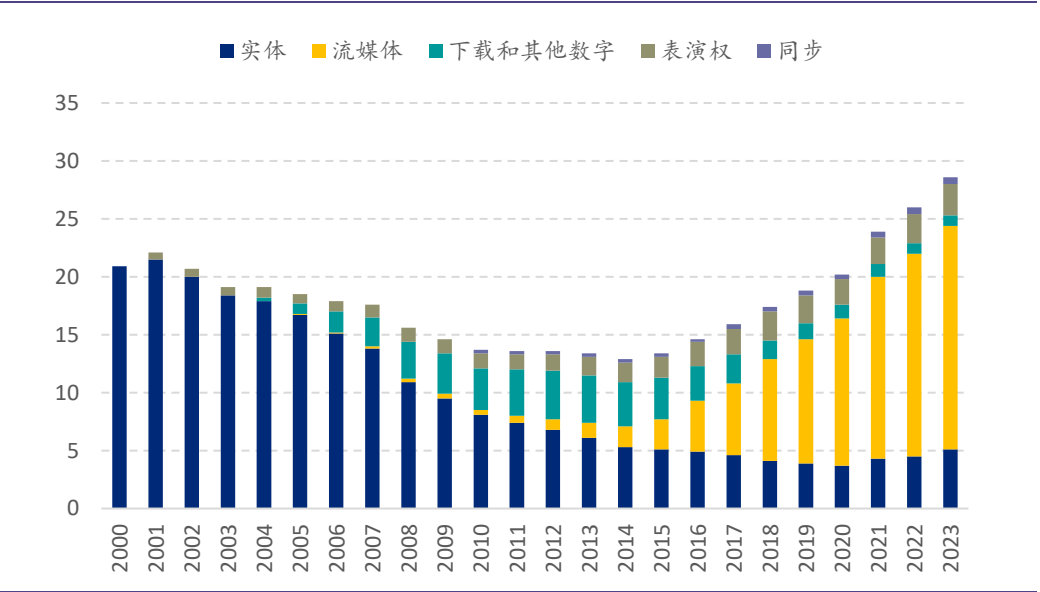
股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
NFLX US Equity	Netflix	392,778	918.9	46.3	38.6	32.2	36.6	30.7	26.0
ROKU US Equity	Roku	12,055	83.0	N/A	N/A	532.0	46.0	34.0	21.8
MSFT US Equity	Microsoft	3,325,399	447.3	36.2	32.5	27.8	23.2	20.8	18.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,332,894	191.4	23.3	20.9	18.0	15.7	13.7	12.1
AMZN US Equity	Amazon	2,391,744	227.5	36.2	31.9	26.8	16.8	14.5	12.4
META US Equity	Meta	1,566,628	620.4	26.6	23.7	20.9	17.2	15.2	12.7
CRM US Equity	Salesforce	339,075	354.3	35.7	32.1	28.6	21.3	20.4	18.9
NOW US Equity	ServiceNow	230,947	1,121.1	80.6	67.5	55.6	65.0	51.4	40.9
PLTR US Equity	Palantir	173,228	76.1	199.7	162.9	134.4	155.3	121.0	101.5
CRWD US Equity	CrowdStrike	90,654	368.0	97.2	87.3	69.2	87.9	74.8	54.7
DUOL US Equity	Duolingo	14,885	338.1	167.9	110.6	77.1	73.8	51.7	38.3
合计				75.0	60.8	93.0	50.8	40.7	32.6
IQ US Equity	爱奇艺	2,178	2.3	9.6	8.9	6.9	9.1	6.1	5.3
772 HK Equity	阅文集团	3,657	28.0	19.0	17.0	15.6	16.0	13.5	12.4
700 HK Equity	腾讯	488,399	409.8	16.6	15.0	13.6	14.9	13.5	12.3
BABA US Equity	阿里巴巴	209,457	87.8	10.5	9.1	8.0	5.8	5.1	4.4
3690 HK Equity	美团	127,244	162.6	21.5	17.4	14.2	17.3	13.9	11.1
1024 HK Equity	快手	25,792	46.5	10.9	8.8	7.4	6.9	5.5	4.6
BILI US Equity	哔哩哔哩	8,235	19.8	N/A	34.3	21.2	38.5	15.7	12.2
合计				14.7	15.8	12.4	15.5	10.5	8.9

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 12 月 13 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

音乐流媒体蓬勃发展

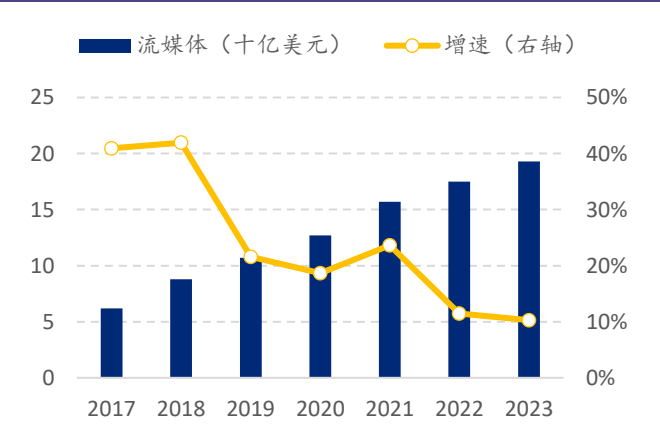
从过去 20 多年的全球音乐行业发展来看，音乐行业经历了音乐载体的迭代。实体唱片收入从 2000 年的 209 亿美元下将至 2023 年的 51 亿美元。与此同时，得益于智能手机的普及以及移动互联网的快速发展，音乐流媒体逐渐占据了市场主要地位。2023 年音乐流媒体收入规模同比增长 10.4%，达到 193 亿美元，占整体录制音乐行业收入的 67.3%；其中广告支持串流占 18.5%，订阅串流占 48.9%。

图表 9：全球录制音乐行业收入（十亿美元）



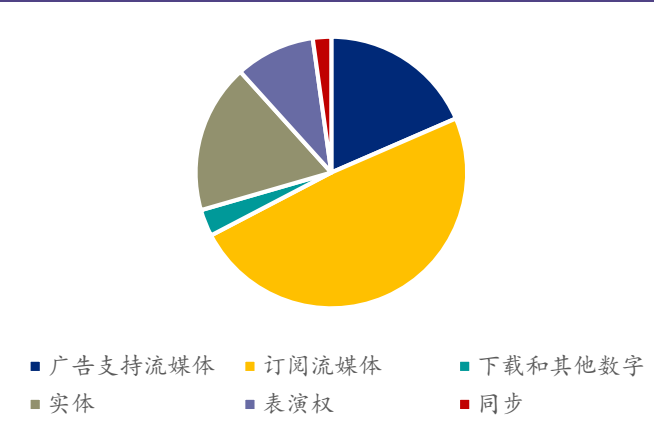
资料来源：IFPI（国际唱片业协会）、浦银国际

图表 10：全球音乐流媒体收入



资料来源：IFPI、浦银国际

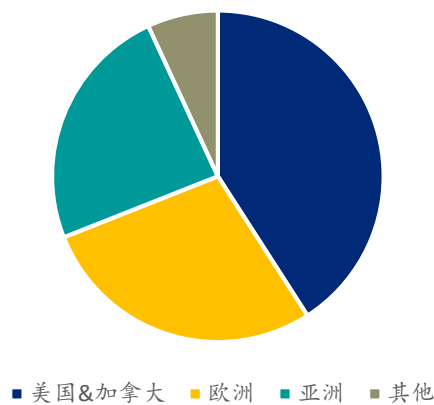
图表 11：全球录制音乐行业收入分（2023 年）



资料来源：IFPI、浦银国际

2023 年，按地区划分，美国&加拿大是全球录制音乐市场收入规模最大的地区，占比约 41%，其次是欧洲（28%）和亚洲（24%）。按国家划分，美国（收入同比增长 7.4%）、日本（+7.6%）、英国（+8.1%）、德国（+7.0%）和中国（+25.9%）是全球前五大市场，其中中国是前十大市场中增长最快的国家。

图表 12：全球录制音乐收入地区占比（2023 年）



资料来源：IFPI、浦银国际

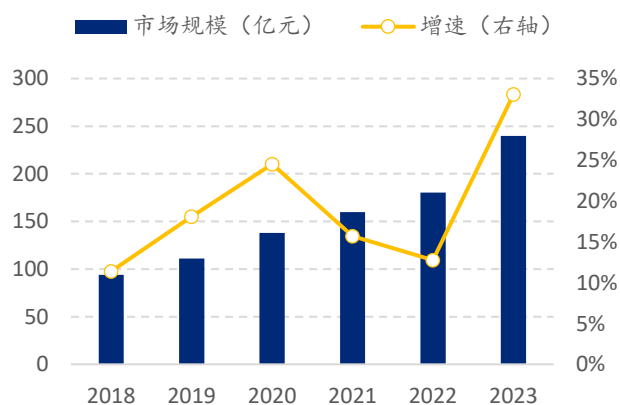
图表 13：全球录制音乐市场规模排名（2023 年）

名称	公司
1	美国
2	日本
3	英国
4	德国
5	中国
6	法国
7	韩国
8	加拿大
9	巴西
10	澳大利亚

资料来源：IFPI、浦银国际

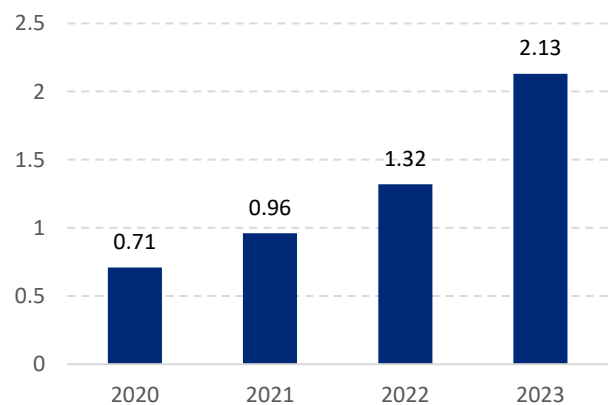
中国音乐市场同样增长迅速。根据中国音像与数字出版协会数据，2023 年中国数字音乐市场规模为 1908 亿元，同比增长 23%；其中在线音乐市场规模为 240 亿元，同比增长 33.1%，呈现出强劲的增长势头，主要受益于在线音乐用户付费意愿持续提升、版权环境改善、技术创新等多因素推动，每年新增的曲库规模也在呈现高速增长。

图表 14：中国在线音乐市场规模



资料来源：中国音数协、浦银国际

图表 15：中国数字音乐平台歌曲累计规模（亿首）



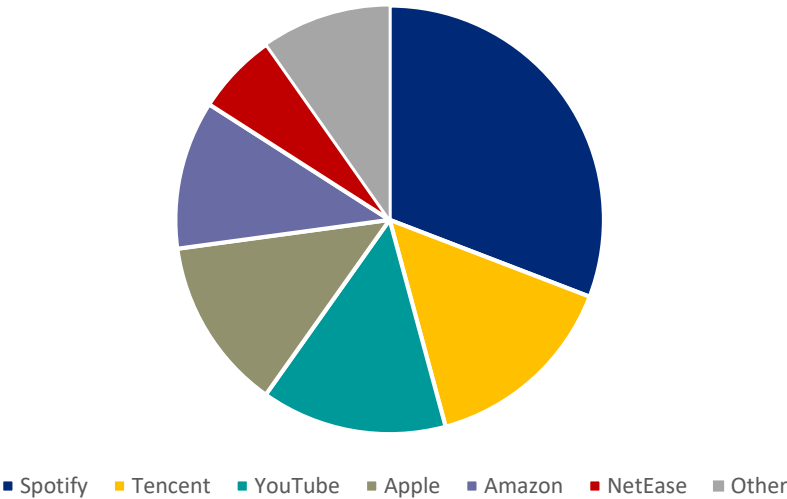
资料来源：中国音数协、浦银国际

竞争格局趋于稳定

全球音乐流媒体行业竞争格局趋于稳定。全球市场主要玩家包括 Spotify、YouTube Music、Apple Music、Amazon Music，中国市场主要玩家为腾讯音乐和网易云音乐。按订阅用户计，Spotify 是全球最大的音乐流媒体服务商，占据 31% 的市场份额，YouTube Music（14%）、Apple Music（13%）、Amazon Music（11%）、分别占据市场第三至第五名；腾讯音乐（15%）和网易云音乐（6%）凭借在中国庞大的用户规模，分别占据第二位和第六位。

全球前六大平台占据了市场超过 90% 的份额，除了行业龙头 Spotify 外，其余玩家背后均有大企业支持。由于高昂的内容版权成本，音乐流媒体平台的盈利能力依赖规模效应，我们认为这为行业建立起了一定的进入壁垒，预计未来整体竞争格局或维持相对稳定。

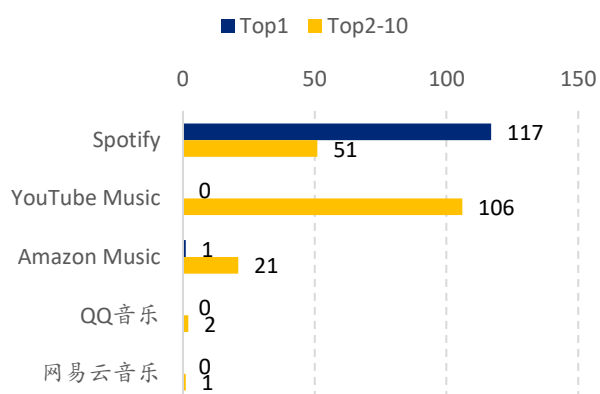
图表 16：音乐流媒体订阅用户数份额（2023）



资料来源：Business of Apps、MIDiA、浦银国际

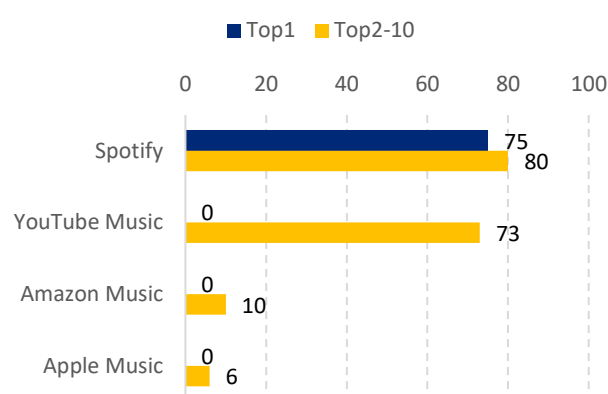
2024 年 12 月 12 日，全球 App Store 音乐免费榜排名中，Spotify 占据显著领先优势，在全球 117 个地区排名第一，在 51 个地区排名第 2-10 名；随后是 YouTube 在 106 个地区排名第 2-10 名；Amazon Music 则在 1 个地区（日本）排名第一，在 21 个地区排名第 2-10 名；Apple Music 为 iPhone/iPad 预装软件。全球 Google Play 音乐和音频免费榜排名中，Spotify 同样占据领先，在 75 个地区排名第一，在 80 个地区排名第 2-10 名；YouTube Music 在 73 个地区排名第 2-10 名；随后为 Amazon Music 和 Apple Music。

图表 17：全球 App Store 音乐免费榜排名



资料来源：点点数据（12.12）、浦银国际

图表 18：全球 Google Play 音乐&音频免费榜排名



资料来源：点点数据（12.12）、浦银国际

从全球竞争格局来看，Spotify 依靠丰富的内容和持续创新能力，占据着显著的领先优势；YouTube Music 凭借 YouTube 的海量用户，也是强有力的竞争者；Apple Music 则在 Apple 设备占据较强的竞争力；Amazon Music 凭借 Amazon Prime 会员（预计超过 2 亿）和软硬件生态，同样占据一席之地。

- **Spotify**：音乐流媒体领域的领导者，提供多种音乐发现服务，并且不断推出新功能，如播客、有声读物、AI DJ 等。
- **YouTube Music**：除了同样具备丰富的内容外，YouTube Music 还受益于 YouTube Premium（内含 YouTube Music 权益）超过 1 亿的用户，我们认为是行业强有力的竞争者。
- **Apple Music**：在苹果生态中表现优秀，支持无损音质和空间音乐。但由于苹果相对封闭的生态，我们认为对于安卓用户或 PC 使用场景用户的吸引力相对较低。
- **Amazon Music**：主打音质，提供超高清服务（Utral HD）。对于 Amazon Prime 会员，能够以 1 美元的折扣（9.99 美元/月）订阅 Amazon Music，同时与 Amazon Echo 智能音箱（美国市场份额超过 65%）等软硬件生态融合。

图表 19：全球音乐流媒体对比

	Spotify	YouTube Music	Apple Music	Amazon Music
				
免费模式	广告支持	广告支持	无	广告支持
定价（美国，美元）	个人：\$11.99/mo 学生：\$5.99/mo 双人：\$16.99/mo 家庭：\$19.99/mo	个人：\$10.99/mo 学生：\$5.49/mo 家庭：\$16.99/mo	个人：\$10.99/mo 学生：\$5.99/mo 家庭：\$16.99/mo	个人：\$10.99/mo 学生：\$5.99/mo 家庭：\$16.99/mo
捆绑定价（美国，美元）	/	YouTube Premium: 个人：\$13.99/mo 学生：\$7.99/mo 家庭：\$22.99/mo	Apple One: 个人：\$19.95/mo 家庭：\$25.95/mo 高级：\$37.95/mo	个人：\$9.99/mo (for Amazon Prime members)
首次推出年份	2008	2015 (Google Play Music 2011)	2015	2007
音乐曲库	1 亿+	1 亿+	1 亿+	1 亿+
比特率	320 Kbps	256 Kbps	256 Kbps, 1152Kbps	256 Kbps, 3730Kbps
播客	有	有	/	有
有声书	35 万+	/	/	有
优势/特点	丰富的功能组合、社区服务	YouTube Premium 会员免费使用	与 Apple 生态精密集成	Amazon Prime 会员购买更便宜、主打音质

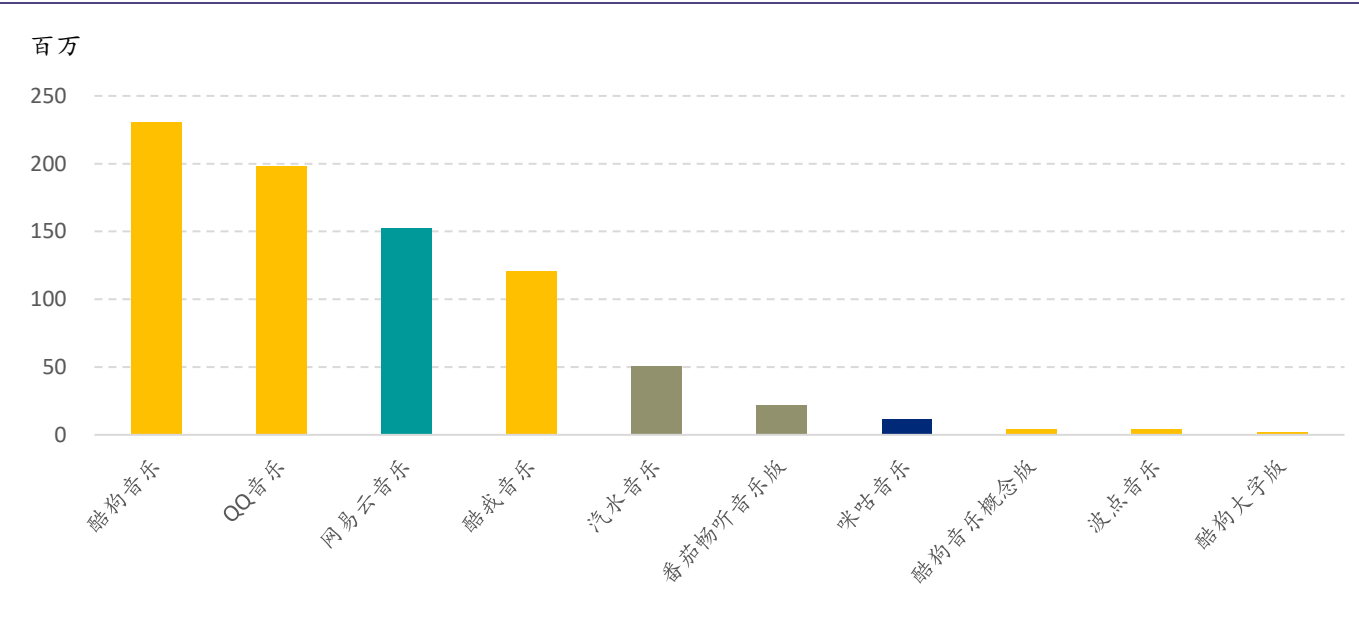
*家庭计划最多 6 位成员
资料来源：公司资料、浦银国际

中国市场：一超一强、抖音搅局

中国音乐流媒体市场主要由腾讯音乐和网易云音乐占据大部分市场份额。按月活跃用户计，腾讯音乐旗下的酷狗音乐、QQ 音乐和酷我音乐占据了在中国在线音乐 APP 的前两名和第四名，网易占据第三名。字节跳动的汽水音乐凭借抖音的巨大流量，为市场上新晋势力。

- 腾讯音乐：中国音乐流媒体市场龙头，拥有丰富的音乐产品矩阵（QQ 音乐+酷狗音乐+酷我音乐），并拥有中国海量的内容曲库，具备强大的版权优势，同时也与腾讯生态深度融合。
- 网易云音乐：市场第二大参与者，更加注重内容社区和独立音乐人，社交互动属性更强，在年轻一代拥有高渗透率。
- 汽水音乐：依靠抖音流量快速起量，但版权缺失为短板，目前更多定位为“抖音音乐播放器”。

图表 20：中国在线音乐 APP 月活跃用户排名（2024 年 6 月）



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 21：中国在线音乐 APP 排名

名称	畅销榜	免费榜
QQ 音乐	1	3
网易云音乐	2	2
酷狗音乐	3	4
汽水音乐	4	1
酷我音乐	5	5

资料来源：七麦数据、浦银国际

汽水音乐发展势头迅猛，但我们认为不用过度担心竞争格局恶化。汽水音乐能够利用强大的推荐算法让用户发现音乐，能够依靠抖音强大的流量引流，结合抖音短视频，在音乐宣发上有强大优势。但由于版权内容的匮乏，我们认为汽水音乐不太可能吸引到核心音乐用户，难以作为腾讯音乐和网易云音乐的替代品，更多是作为字节跳动大文娱生态的补充。2023 年 7 月上线的海外版本 TikTok Music，也于 2024 年 11 月 28 日宣布停止服务，因此我们认为字节跳动未必会在中国音乐市场投入大量资源去做市场竞争。

图表 22：中国音乐流媒体对比

	QQ 音乐	网易云音乐	汽水音乐
			
曲库	2 亿+	1.49 亿+	千万级
定价（中国，人民币）	豪华绿钻：18 元/月 超级会员：40 元/月	黑胶 VIP：18 元/月 黑胶 SVIP：40 元/月	VIP：8 元/月 SVIP：18 元/月
优势/特点	版权丰富、腾讯生态	社区生态、独立音乐人	抖音
播客	有	有	/
有声书	有	有	/
首次推出年份	2005	2013	2022

资料来源：公司资料、浦银国际

利益蛋糕如何分配？

音乐流媒体产业中，流媒体平台为最终实现货币化的环节，并向唱片公司、版权协会、分销商等版权所有者支付版税。

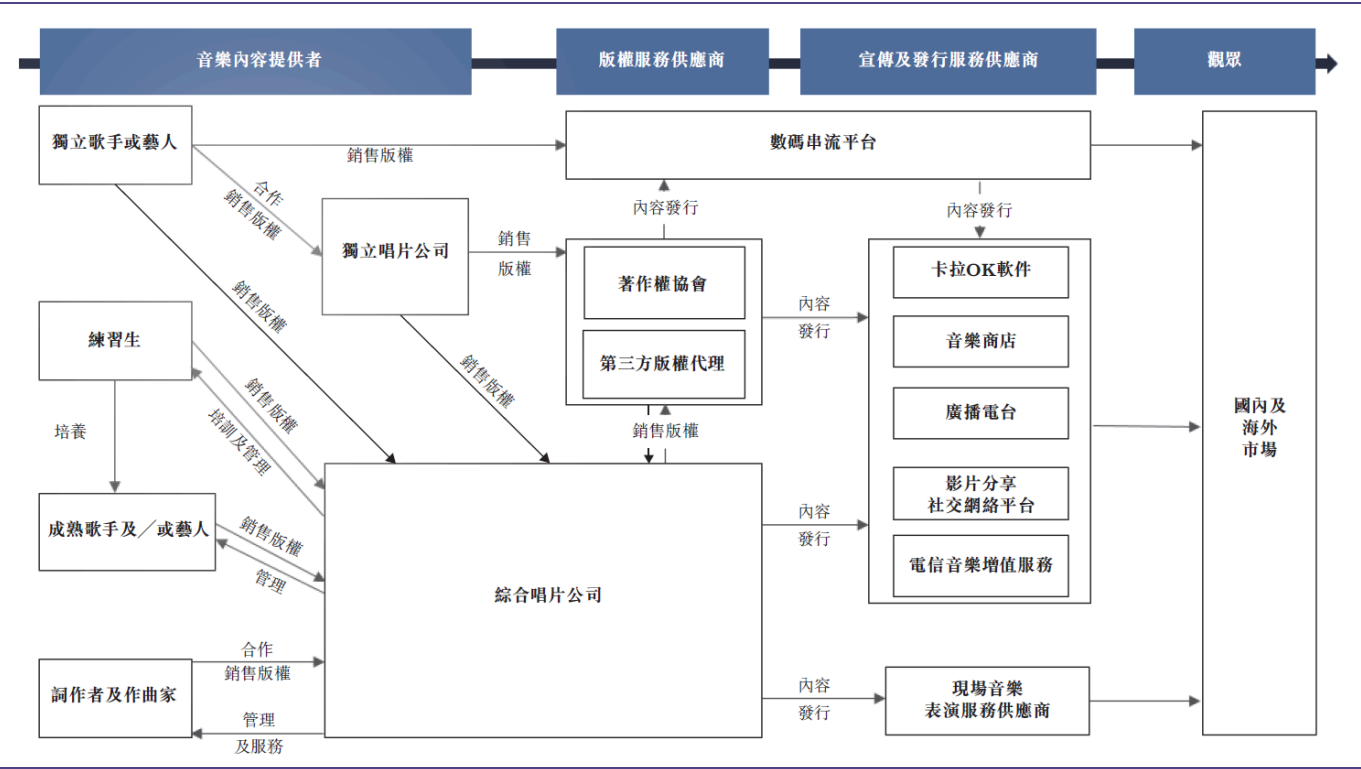
音乐版税主要由两部分组成：

- 词曲著作 (Composition)：指的是“乐谱”，包括音符、旋律和歌词，是音乐的最精简形式。词曲版权属于词曲作者或出版商。
- 录音著作 (Sound Recording)：将词曲进行编曲、录音、后期制作，形成最终公开发布的实际音乐录音。录音版权属于艺术家、唱片公司或录音室。

出版商 (Publishers) 与词曲作者合作，将歌曲销售给艺术家进行表演和录制。出版商将收益与词曲作者分配。音乐厂牌 (Music Labels) 负责录制音乐的制作、发行、推广等环节。音乐厂牌将收益与艺术家进行分配。

简单来看，歌曲的完成包括以下环节：1) 词曲作者完成词曲创作；2) 词曲作者自行或推销给艺术家进行表演和录制；3) 表演、录制和后续宣发环节，艺术家可以选择签约唱片公司或者作为独立音乐人；4) 与分销商合作进行全球分发。

图表 23：音乐行业价值链



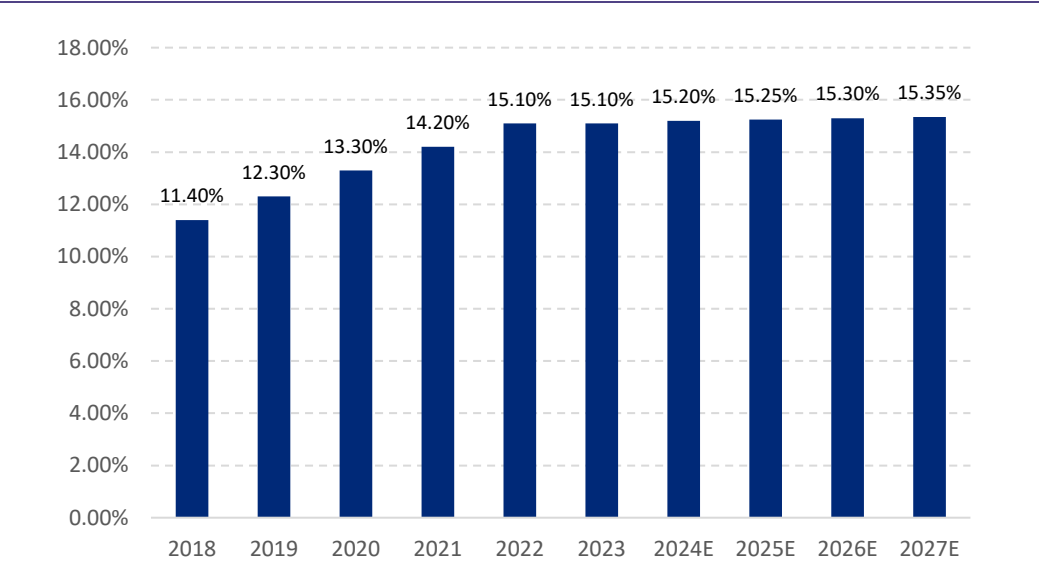
资料来源：灼识咨询、风华秋实招股书、浦银国际

由于版权类型众多且各地区标准不一，以及产业链中各参与者议价能力不尽相同，版税最终实际分配是极其复杂计算后的结果。我们以美国市场为例，分析音乐流媒体价值链。

一般来说，流媒体平台将收入的约 2/3 支付给版权持有者，并根据流媒体数量份额分配给不同的版权所有者。

出版版税（Publishing Royalties）约占版税池的 20%-25%，包括机械版税（音乐复制）和表演版税（公共场所播放）。出版商通常将版税收益与词曲作者 50/50 分配。美国的出版版税由版权使用费委员会（CRB）制定，CRB 已决定未来几年将逐步提高词曲版税费率，到 2027 年达到 15.35%，但增长幅度相比过去几年会有明显趋缓。

图表 24：美国词曲著作版税费率



资料来源：CRB（版权费委员会）、浦银国际

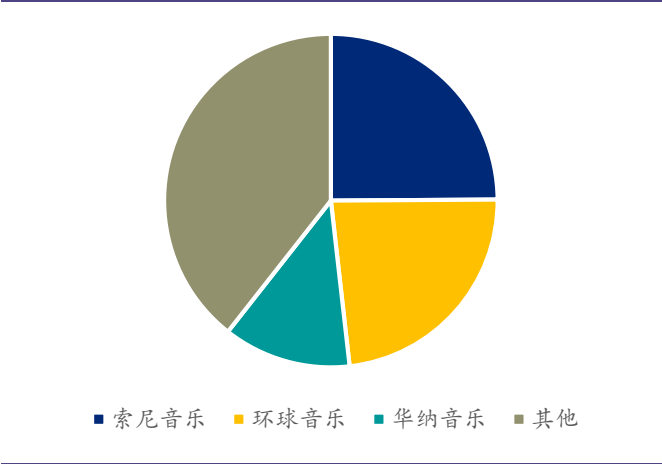
录音版税（recording Royalties）由流媒体平台和唱片公司及分销商自由协商确定。录音版税通常根据多种不同变量的组合来计算，一般来说，可以分为保证金+收入分成模式，以及纯收入分成模式，分成比例可能取决于某些目标的实现。唱片公司通常获得版税池的 75%-80%。唱片公司与艺术家根据协定分配收益，唱片公司通常保留 50%-70%。

流媒体平台有多少议价空间？

全球市场

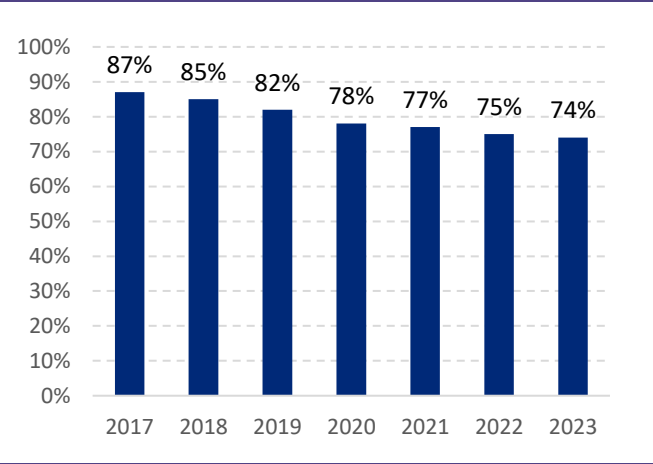
全球音乐录音版权主要集中在三大唱片公司：环球音乐集团、索尼音乐娱乐、华纳音乐集团，合计占据约 60% 的市场份额。Merlin Network 为全球最大的独立音乐数字版权代理机构，会员覆盖超过 70 个国家的数万个音乐厂牌/版权所有者，占据全球录制音乐市场 15% 的份额。2023 年，三大唱片公司和 Merlin 合计占据了 Spotify 音频串流内容的 74%。

图表 25：全球音乐发行收入市场份额（2023）



资料来源：Omdia、浦银国际

图表 26：三大唱片公司和 Merlin 占 Spotify 串流比例



资料来源：公司资料、浦银国际

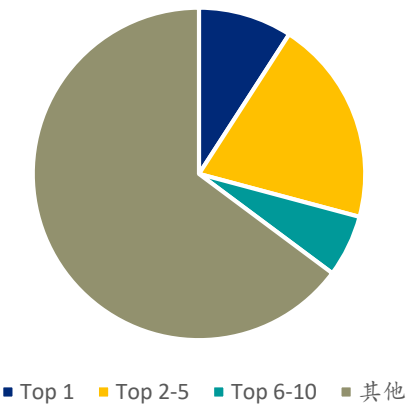
流媒体平台与唱片公司均是对方重要的合作伙伴，三大唱片公司占据了 60% 的音乐份额，同时流媒体也贡献了三大唱片公司超过 50% 的收入，我们认为双方均未能占据显著的议价优势。但随着头部唱片公司版权内容在流媒体平台播放占比的下降，以及流媒体平台在音乐行业占有率的提升，我们认为未来录音版税仍有进一步下降空间。

中国市场

不同于全球整体市场版权的高集中度，中国市场版权集中度较为分散。中国音乐市场主要以华语内容为主，除了三大唱片公司之外，也有许多中国的唱片公司和独立工作室。根据灼识咨询数据，按 2022 年音乐版权销售收益计算，中国前五大音乐唱片公司合计市场份额占比 29.1%。中国市场更为分散的供给结构，也为中国音乐流媒体平台提供了更大的议价权。

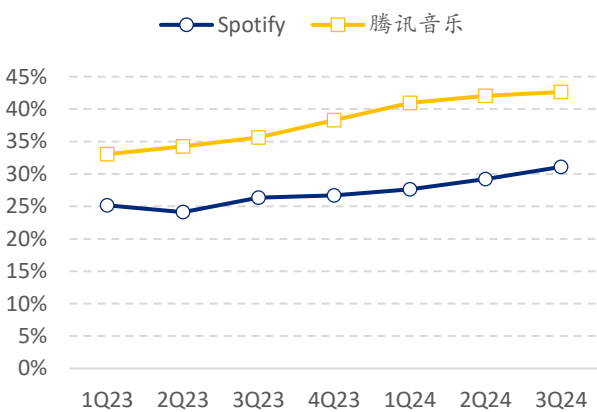
随着独家版权的取消，高价抢版权的情况也得到很大改善，行业版权成本有所降低，平台与内容方的议价能力趋于合理。由于头部版权足够分散，中国音乐平台也通过自制内容来形成差异化和提升利润空间。通过自制内容，平台能够保留更多的收益，能够提升整体的毛利水平。对比中外头部流媒体平台，过去腾讯音乐的毛利率也持续高于 Spotify。我们认为未来版税成本优化空间将主要来自于头部内容版权溢价的减少以及独立音乐人和自制内容播放占比的提升。

图表 27：中国音乐唱片公司收入市场份额（2022）



资料来源：灼识咨询、浦银国际

图表 28：流媒体毛利率比较



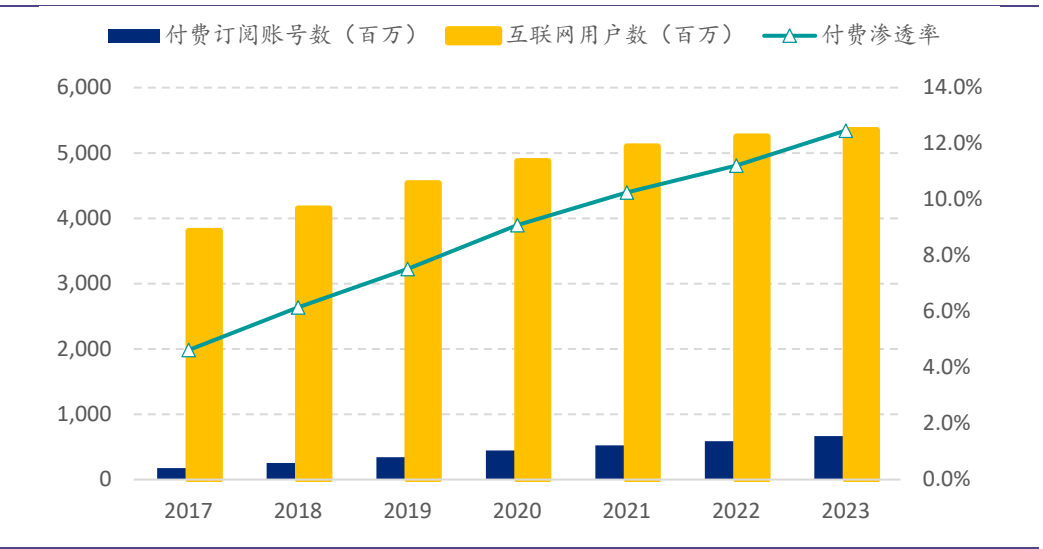
资料来源：公司资料、浦银国际

行业未来增长驱动？

渗透率提升

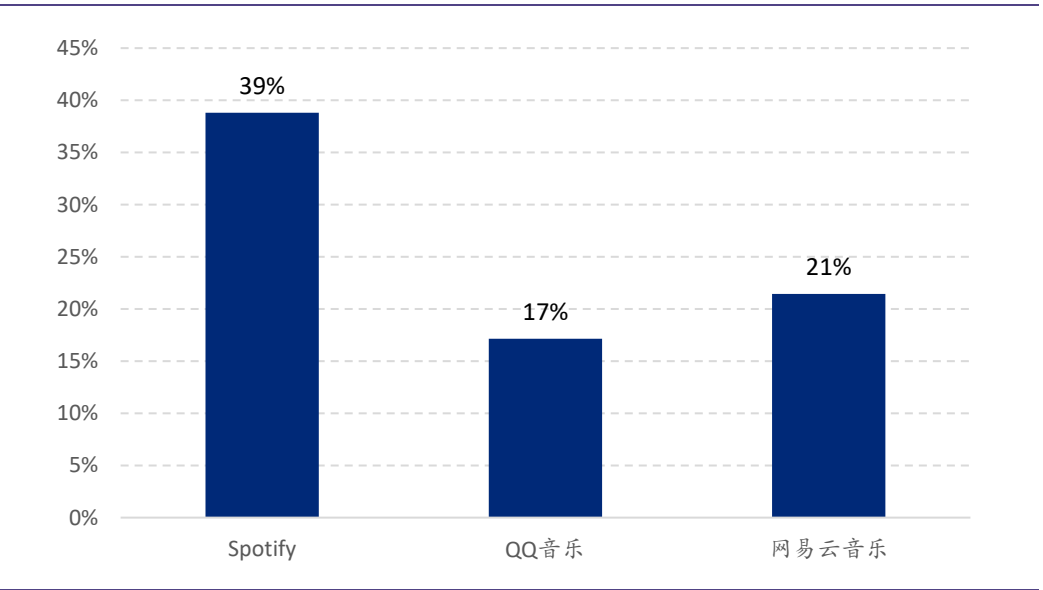
尽管过去十多年音乐流媒体已经历了高速发展，但从付费用户渗透率的角度来看，还远未到增长瓶颈。根据 IFPI 数据，2023 年全球音乐订阅账号数为 6.67 亿，相比全球互联网用户数（全球 2/3 人口），音乐订阅用户渗透率仅为 12.5%。相比成熟市场超过 50% 的付费渗透率，我们认为无论从音乐用户渗透率还是付费渗透率来看，行业均仍有很大的发展空间。

图表 29：音乐流媒体付费订阅账号数及渗透率



资料来源：IFPI、UN、we are social、浦银国际

图表 30：Spotify、腾讯音乐、网易云音乐付费率（2023 年）

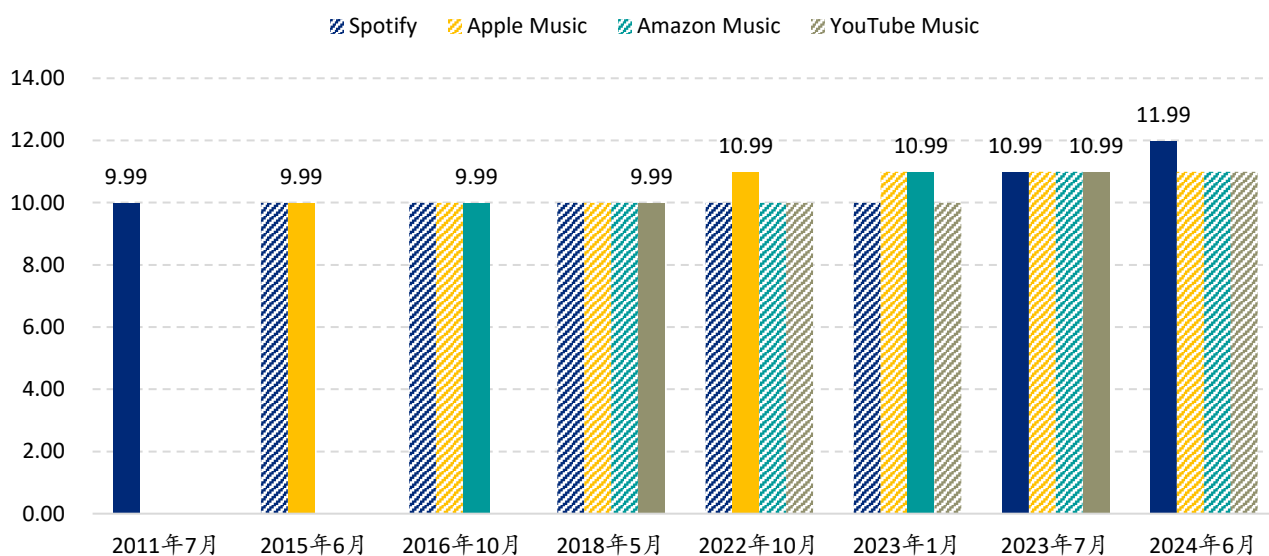


资料来源：公司资料、浦银国际

音乐流媒体平台携手提价

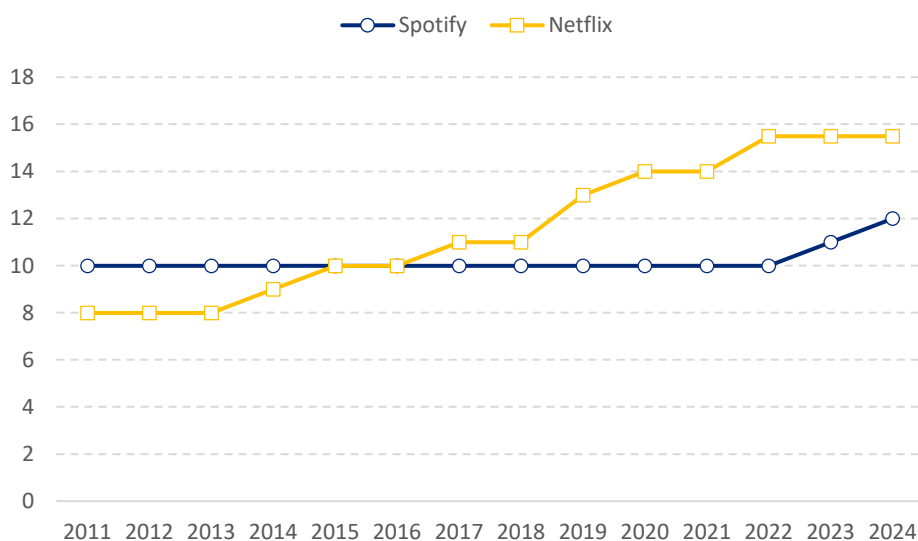
过去几年各音乐流媒体加快了会员订阅的提价节奏。2022 年 10 月，Apple Music 率先将美国市场个人版月费从行业持续多年的 9.99 美元提升至 10.99 美元，随后一年内，其余玩家均将月费上调至 10.99 美元。2024 年 6 月，Spotify 进行了新一轮提价，个人版月费提升至 11.99 美元，相较于其他平台高出 1 美元，家庭版较其他平台贵 3 美元，Spotify 已成为行业价格领导者，我们认为 Spotify 的提价有望带动行业新一轮的价格上涨。

图表 31：美国市场音乐流媒体提价历史（个人版，美元）



资料来源：公司资料、浦银国际

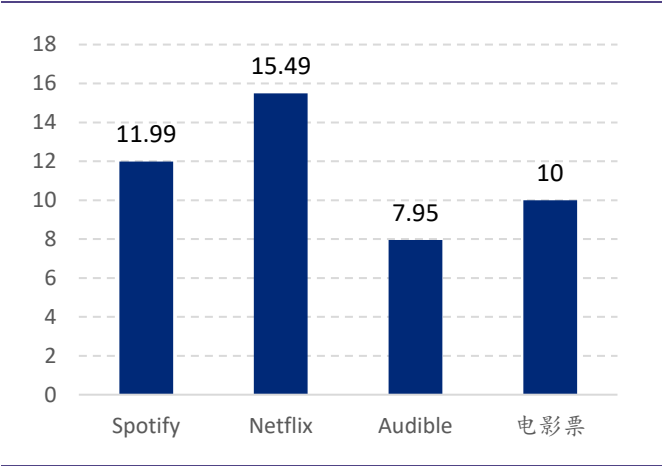
图表 32：Spotify vs Netflix 月费（美国，美元）



资料来源：公司资料、浦银国际

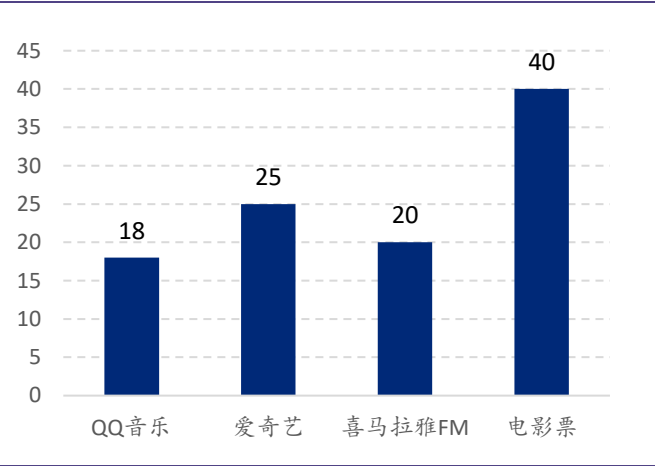
对比其他娱乐模式来看，音乐是主要是“听”，使用场景并不与视频、社交、阅读等需要“看”的娱乐形式直接竞争，可以渗透到通勤、运动、车载、休闲、工作、学习等场景中。音乐会员定价约为视频会员的 70%-80%，且内容完整度显著高于视频平台。视频平台自制剧集通常为专有，观看不同平台的专属内容需要各自付费订阅。而音乐内容相对更加开放，能够通过版权采买/转授权的方式补齐绝大部分内容，用户多平台订阅的情况并不太常见。因此，我们认为音乐是具有性价比的娱乐方式，而音乐内容的可重复消费属性，也有助于保持用户粘性。

图表 33：泛娱乐费用对比（美国，美元）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 34：泛娱乐费用对比（中国，人民币）

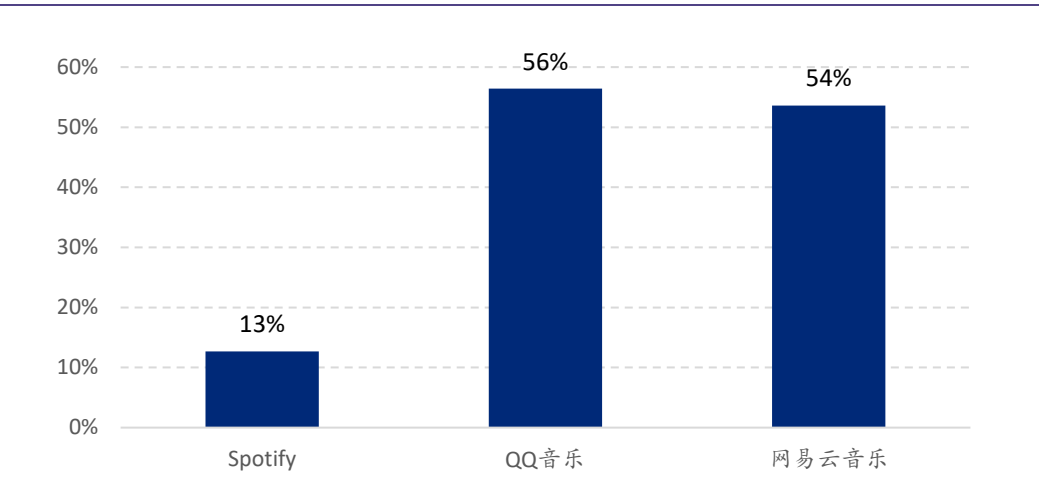


资料来源：公司资料、浦银国际

不止于音乐

除了音乐订阅以外，流媒体平台也在不断开拓新的商业模式，如广告、播客、有声书、直播、K 歌、粉丝经济等业务，持续寻求新的增长贡献来源。

图表 35: Spotify、腾讯音乐、网易云音乐非订阅收入占比（2023 年）

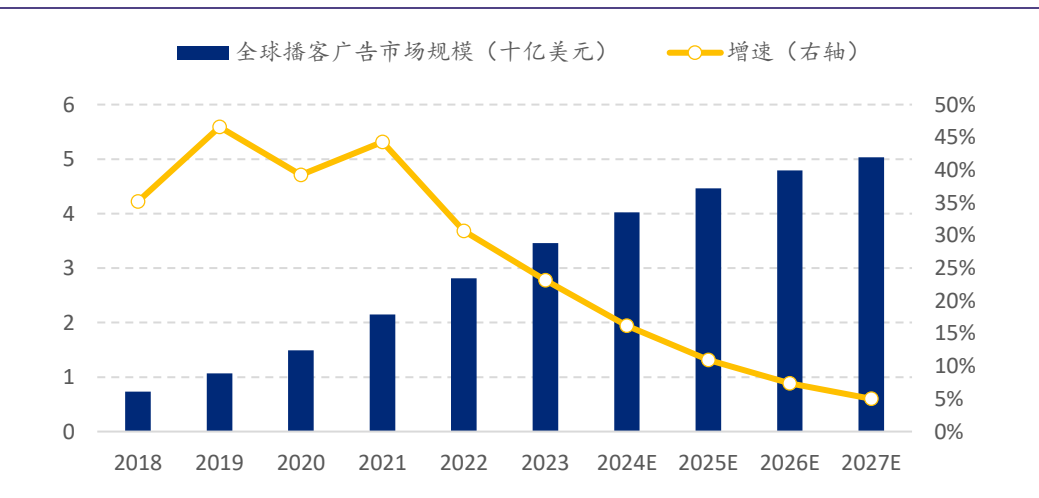


资料来源：公司资料、浦银国际

播客市场

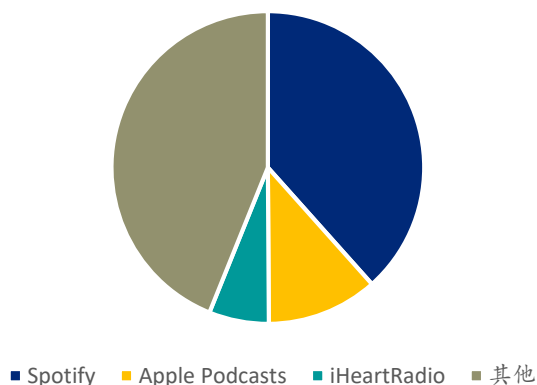
音乐流媒体平台上的播客内容主要为免费提供/依靠广告变现，部分内容需要付费订阅。根据 Statista 数据，2023 年全球播客广告市场规模为 35 亿美元，预计到 2027 年增长至 50 亿美元。用户方面，根据 eMarketer 数据，2023 年北美、西欧和中国市场的播客用户分别为 1.43 亿、1.11 亿和 1.17 亿。目前音乐流媒体平台中的播客收入贡献占比较低，现阶段平台更多还是将播客作为内容库的补充，以丰富用户权益，提高用户参与度和留存率。

图表 36: 全球播客广告市场规模



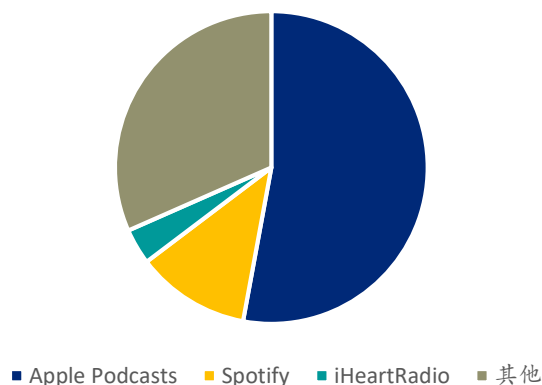
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 37：美国播客市场用户份额（2022）



资料来源：Triton Rankers、浦银国际

图表 38：美国播客市场下载量份额（2022）



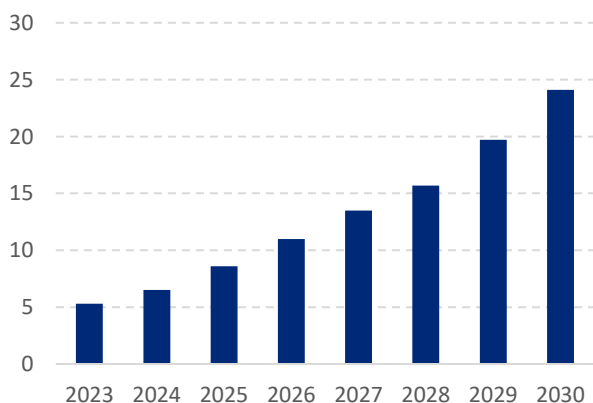
资料来源：Triton Rankers、浦银国际

有声书市场

有声书已成为音乐流媒体平台新的付费模式拓展。目前有声读物在全球图书市场中仅有个位数的占比，有较大的提升空间。根据 market.us 预测，有声书市场 2023 年到 2030 年的年均复合增速将达到 24%。

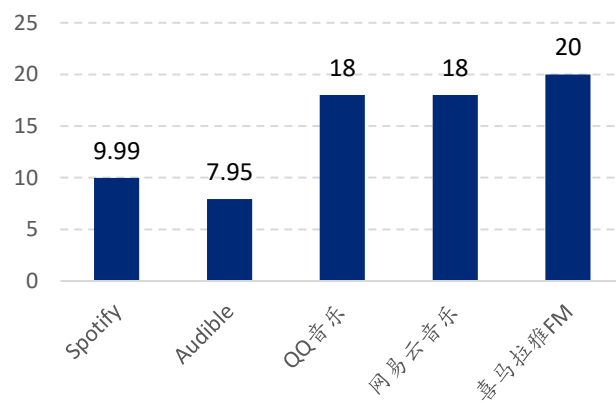
目前音乐流媒体的有声书标准定价与其他主流有声书产品相当，但在实际销售中提供了很大的折扣。比如 Spotify Premium（11.9 美元/月）中就包含了 9.99 美元的有声书权益。QQ 音乐听书会员连续包月价格为 8 元/月，与音乐会员组合的价格会更低。我们认为有声书的布局同样也是丰富了用户权益，提供更完善的服务。有声书已有较为成熟的变现形式（订阅或按需购买），利润率潜在空间或优于音乐，音乐平台现阶段更多是培养用户心智。

图表 39：全球有声书市场规模（十亿美元）



资料来源：market.us、浦银国际

图表 40：有声书会员价格比较

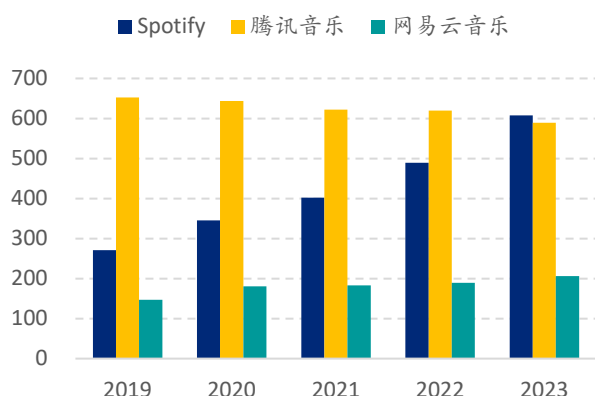


注：Spotify 和 Audible 为美国市场美元标价；QQ 音乐、网易云音乐、喜马拉雅 FM 为中国市场人民币标价；资料来源：公司资料、浦银国际

Spotify vs 腾讯音乐 vs 网易云音乐

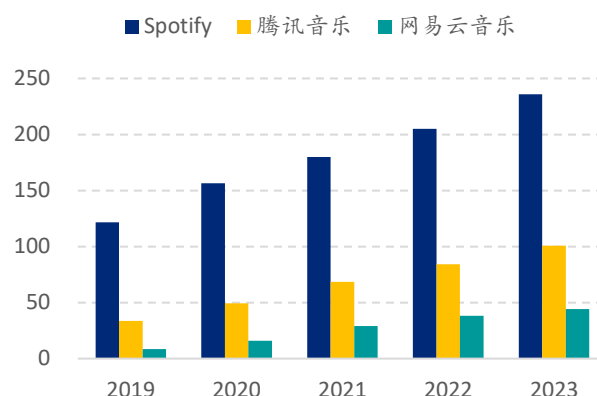
从用户端来看，Spotify 的全球布局拥有更大的增长潜力，特别是新兴市场机会，同时受益于欧美市场用户的高付费意愿，付费率和 ARPU 均显著更高。腾讯音乐和网易云音乐更加注重用户转化和 ARPU 提升。

图表 41：音乐流媒体 MAU 对比（百万）



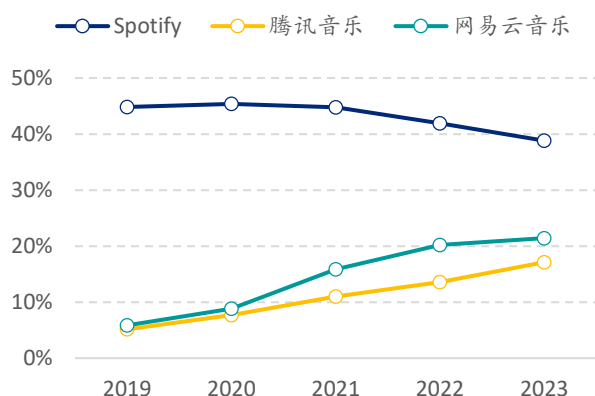
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 42：音乐流媒体 MPU 对比（百万）



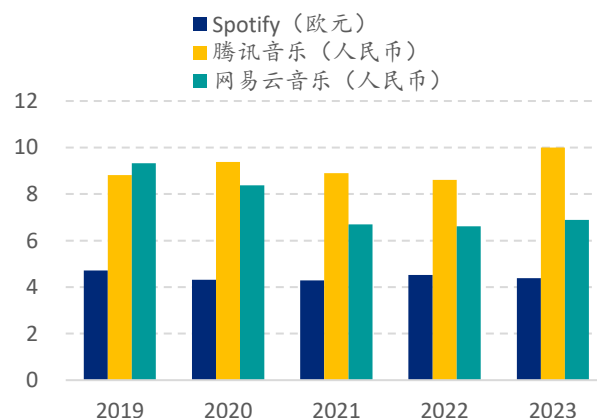
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 43：音乐流媒体付费率对比



资料来源：公司资料、浦银国际

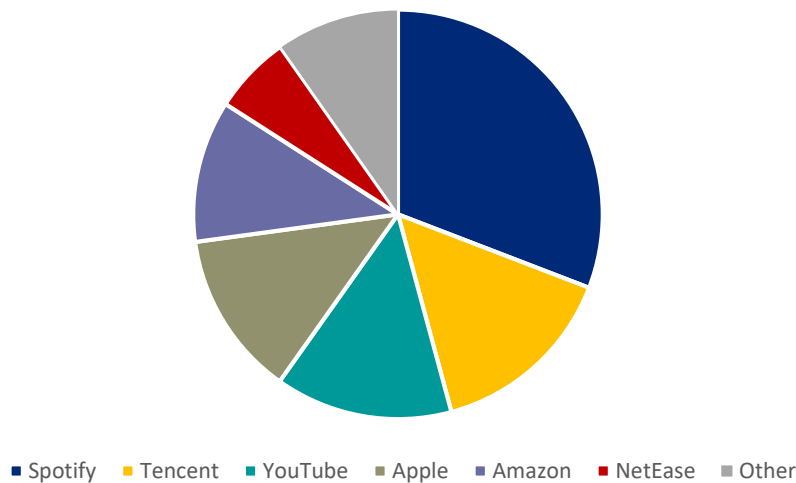
图表 44：音乐流媒体 ARPU 对比



资料来源：公司资料、浦银国际

从竞争格局来看，全球市场中，Spotify 处于领先优势，占据约 31% 的市场份额，但也面临着 YouTube Music、Apple Music 和 Amazon Music 的竞争。中国市场，腾讯音乐和网易云音乐预计占据了超过 90% 的份额，竞争格局相对更加稳定。

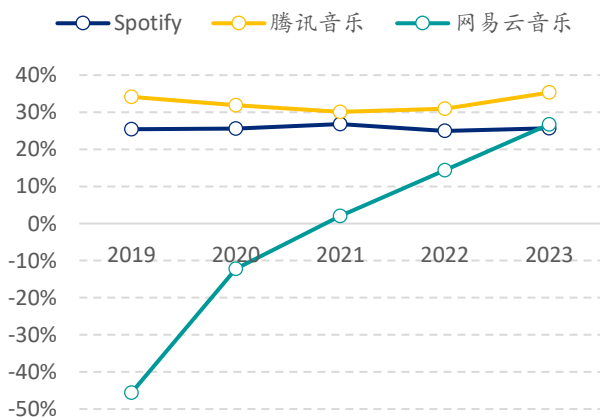
图表 45：音乐流媒体订阅用户数份额（2023）



资料来源：Business of Apps、MIDiA、浦银国际

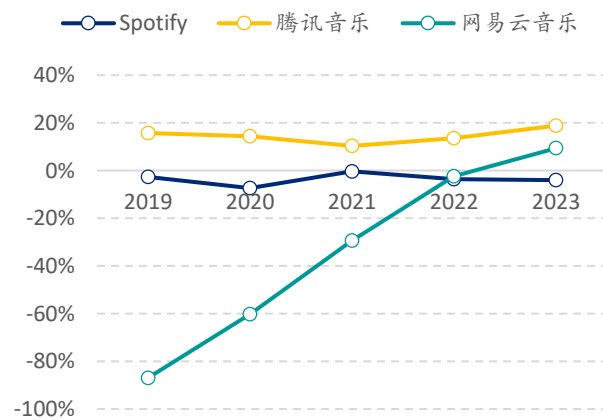
从利润率来看，全球内容版权的高集中度导致版权成本高昂，Spotify 的利润率水平相对较低。华语音乐市场的内容版权集中度较为分散，为腾讯音乐和网易云音乐提供了更大的议价空间，同时中国音乐平台也通过自制内容进一步提升利润率空间。

图表 46：音乐流媒体毛利率



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 47：音乐流媒体净利率



资料来源：公司资料、浦银国际



投资风险

- 内容版权风险；
- 用户增长放缓；
- 行业竞争加剧；
- 其他娱乐形式竞争。

Spotify (SPOT.US): 音乐流媒体领导者, 打造全面音频网络

我们首次覆盖 Spotify (SPOT.US), 给予“买入”评级, 目标价 555 美元。

- 全球布局, 挖掘新兴市场潜力:** Spotify 是音乐流媒体领域的全球领导者, 全球市场占有率约 30%, 拥有超过 1 亿首曲目、超过 600 万个播客和超过 35 万本有声读物。截至 3Q24, Spotify 拥有 6.40 亿月活跃用户和 2.52 亿付费订阅用户。公司业务几乎覆盖全球市场, 在拉丁美洲和其他地区的用户规模保持着高速增长, 成为公司的重要增量来源。我们认为公司能够受益于新兴市场的红利, 存在很大的发展潜力, 预计公司 2025 年 MAU 达到 7.2 亿。
- 如何保持竞争优势?** 尽管公司的主要竞争者背后都是科技巨头, 拥有强大的资源优势, 公司过去几年的用户规模仍然保持着高于行业的增速。我们认为公司的主要优势包括: 1) 一站式音频平台: 公司将音乐、播客、有声读物等内容整合, 在一个 App 上满足用户的音频需求。2) 业务更加聚焦: 公司专注于流媒体音频并为用户提供最佳体验, 而音乐并不是其他参与者的核心业务, 更多是主业生态的战略补充。3) 个性化体验: 公司有着更大的用户规模, 公司形成的数据优势能够更好地洞察音乐趋势和用户行为, 持续通过产品创新, 为用户提供更加个性化的体验。
- 布局长音频, 拓宽市场机会:** 除了音乐外, 公司也在积极布局播客、有声读物等音频内容, 以补充平台上内容库。我们认为公司多样化的内容, 一方面有助于为用户带来更丰富的体验, 增加用户的使用时长并提升用户参与度, 另一方面也能够为公司带来更多的商业化机会, 打开业务天花板及盈利空间。
- 估值:** 首予“买入”评级, 目标价 555 美元。我们看好公司行业领先地位及长期增长潜力, 预计利润率将持续得到改善, 长音频拓展有望进一步打开市场空间, 首予“买入”评级, 目标价 555 美元, 对应 FY25E/FY26E 40x/32x EV/EBITDA。
- 投资风险:** 用户增长不及预期; 版权版税风险; 行业竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	11,727	13,247	15,569	17,825	20,020
经营利润	(659)	(446)	1,369	2,163	2,826
调整后 EBITDA	(107)	33	1,773	2,589	3,280
目标 EV/EBITDA(x)			58.4	40.0	31.6

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

2024 年 12 月 17 日

买入

Spotify (SPOT.US)

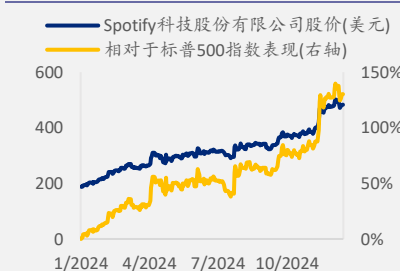
目标价 (美元)	555
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (美元)	483.31
52 周内股价区间 (美元)	185-506
总市值 (百万美元)	97,053
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1,072

注: 截至 2024 年 12 月 13 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2024 年 12 月 13 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	11,727	13,247	15,569	17,825	20,020
收入成本	(8,801)	(9,850)	(10,897)	(12,151)	(13,410)
毛利	2,926	3,397	4,672	5,674	6,610
研发费用	(1,387)	(1,725)	(1,465)	(1,551)	(1,702)
销售费用	(1,572)	(1,533)	(1,363)	(1,462)	(1,562)
管理费用	(626)	(585)	(475)	(499)	(521)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(659)	(446)	1,369	2,163	2,826
利息支出	289	(59)	(44)	60	150
其他收益	-	-	-	-	-
除税前盈利	(370)	(505)	1,325	2,223	2,976
所得税开支	(60)	(27)	(153)	(400)	(536)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(430)	(532)	1,172	1,823	2,440
调整后EBITDA	(107)	33	1,773	2,589	3,280

现金流量表

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	(430)	(532)	1,172	1,823	2,440
折旧与摊销	171	158	120	126	132
营运资金变动	191	464	63	84	86
其他非现金调整	114	590	283	301	324
经营活动现金流	46	680	1,637	2,334	2,983
资本性支出	(25)	(6)	(15)	(16)	(17)
投资	(89)	(211)	(400)	(300)	(300)
其他投资活动	(309)	-	-	-	-
投资活动现金流	(423)	(217)	(415)	(316)	(317)
借款	-	-	-	-	-
股本	41	366	700	500	500
其他融资活动	(81)	(132)	-	-	-
融资活动现金流	(40)	234	700	500	500
汇兑收益及其他	156	(66)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(261)	631	1,922	2,518	3,166
期初的现金及现金等价物	2,744	2,483	3,114	5,036	7,554
期末的现金及现金等价物	2,483	3,114	5,036	7,554	10,721

资产负债表

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	348	247	210	168	134
无形资产	127	84	76	68	61
商誉	1,168	1,137	1,077	1,017	941
投资	1,138	1,215	1,215	1,215	1,215
其他非流动资产	503	403	403	403	403
非流动资产合计	3,284	3,086	2,981	2,871	2,755
应收账款	690	858	1,008	1,155	1,297
现金及现金等价物	2,483	3,114	5,036	7,554	10,721
投资	867	1,100	1,500	1,800	2,100
其他流动资产	312	188	188	188	188
流动资产合计	4,352	5,260	7,733	10,697	14,305
资产总额	7,636	8,346	10,714	13,568	17,060
权益总额	2,401	2,523	4,678	7,301	10,566
长期借款	1,128	1,203	1,203	1,203	1,203
其他非流动负债	591	530	530	530	530
非流动负债合计	1,719	1,733	1,733	1,733	1,733
应付账款及票据	845	978	1,082	1,206	1,331
递延收入	520	622	731	837	940
其他流动负债	2,151	2,490	2,490	2,490	2,490
流动负债合计	3,516	4,090	4,303	4,533	4,761
负债总额	5,235	5,823	6,036	6,266	6,494
权益及负债总额	7,636	8,346	10,714	13,568	17,060

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	21.3%	13.0%	17.5%	14.5%	12.3%
毛利润增速	12.9%	16.1%	37.5%	21.4%	16.5%
经营利润增速	NM	-32.3%	NM	58.0%	30.7%
净利润增速	1164.7%	23.7%	NM	55.5%	33.9%
盈利能力比率					
毛利率	25.0%	25.6%	30.0%	31.8%	33.0%
经营利润率	-5.6%	-3.4%	8.8%	12.1%	14.1%
净利率	-3.7%	-4.0%	7.5%	10.2%	12.2%
每股指标 (欧元)					
EPS	-2.2	-2.7	5.6	8.8	11.8
估值 (倍)					
目标EV/EBITDA			58.4	40.0	31.6
目标P/S			7.1	6.2	5.5

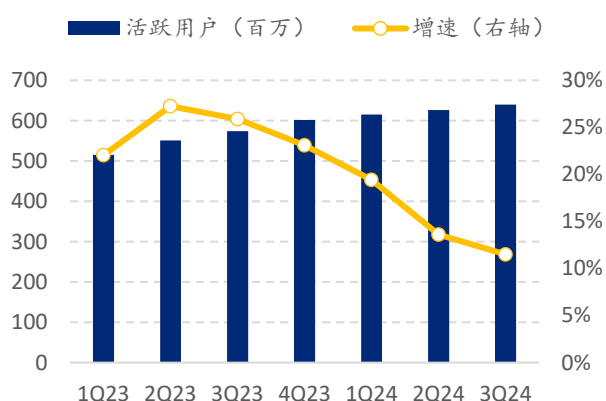
E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

全球布局，挖掘新兴市场潜力

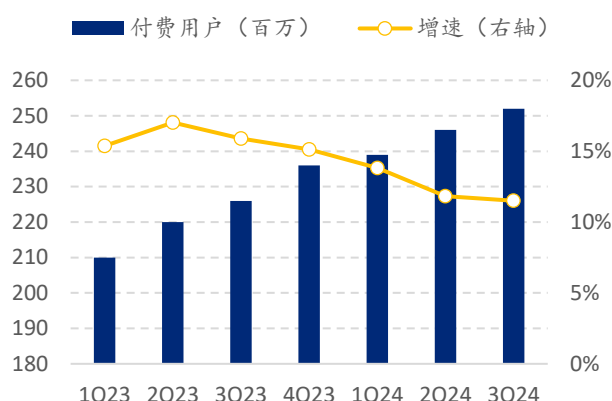
Spotify 是最受欢迎的音频流媒体订阅服务，总部位于欧洲，平台覆盖超过 180 个国家和地区，拥有超过 1 亿首曲目、超过 600 万个播客和超过 35 万本有声读物。截至 2024 年 9 月 30 日，Spotify 拥有 6.40 亿月活跃用户和 2.52 亿付费订阅用户。

图表 2: Spotify 活跃用户规模



资料来源：公司资料、浦银国际

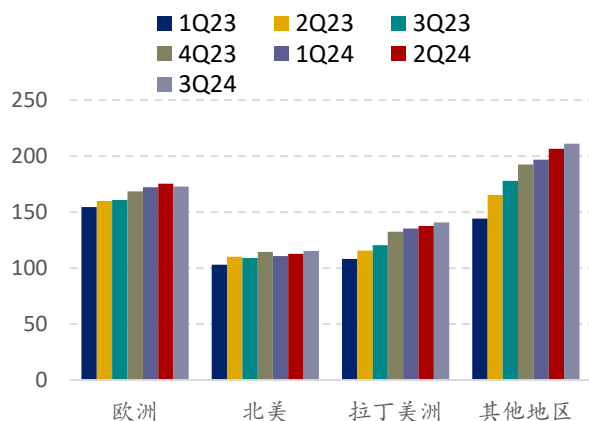
图表 3: Spotify 付费用户规模



资料来源：公司资料、浦银国际

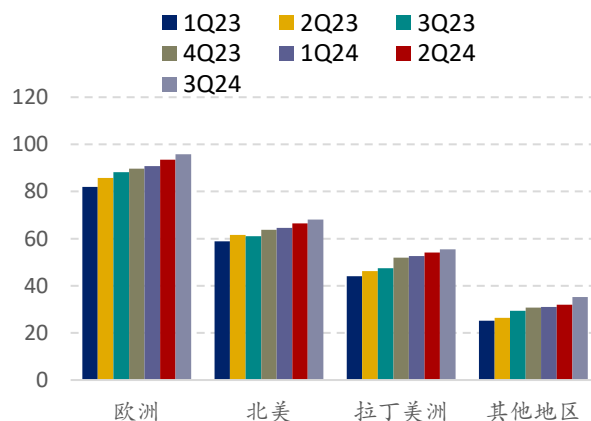
全球布局，挖掘新兴市场潜力。公司产品几乎覆盖全球市场，不计中国市场，公司的市场份额将近 40%。过去几年公司在拉丁美洲和其他地区的用户规模保持着高速增长，成为公司的重要增量来源，我们认为公司能够受益于新兴市场的人口红利，存在很大的发展潜力。

图表 4: Spotify MAU 分布（百万）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5: Spotify MPU 分布（百万）



资料来源：公司资料、浦银国际

分层定价，满足不同用户需求

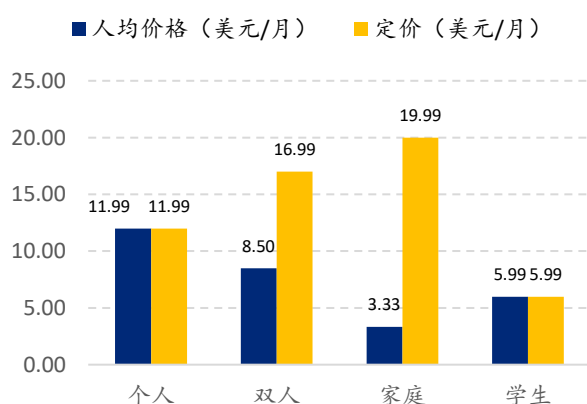
公司同时提供 Premium 服务和广告支持服务，帮助公司实现规模化发展。广告支持服务是公司重要的获客方式，通过免费使用来吸引活跃用户，主要通过展示广告、音频和视频广告实现变现。广告支持服务为用户提供有限的按需访问平台音乐目录的权限以及无限制的播客目录访问权限。公司广告支持服务不仅是 Premium 订阅优质的获客渠道，也能够吸引不愿付费的用户群体。相比于公司的主要竞争对手之一 Apple Music（仅付费模式），公司的免费模式在获客上具备优势。

Premium 服务为用户提供无广告无限制的音乐和播客访问，特定市场还包括每月 15 小时的有声读物访问权限。公司为 Premium 服务提供了丰富的订阅定价计划，包括标准计划、家庭计划、双人计划和学生计划等，以吸引不同需求的用户。在印度、菲律宾等新兴市场，还推出了 Premium Mini（一周计划）选项。

我们认为公司的分层定价体系，能够帮助吸引不同付费意愿和需求的人群。双人/家庭套餐也能够帮助公司吸引到更多的广告支持用户进行付费转化，是公司重要的付费用户增长来源，并且能够降低公司的获客成本（发起者通常会积极寻找其他用户加入计划以摊销人均成本）。尽管双人/家庭计划拉低了 ARPU，但留存率会更高，对于整体用户终生价值（LTV）有正面作用。

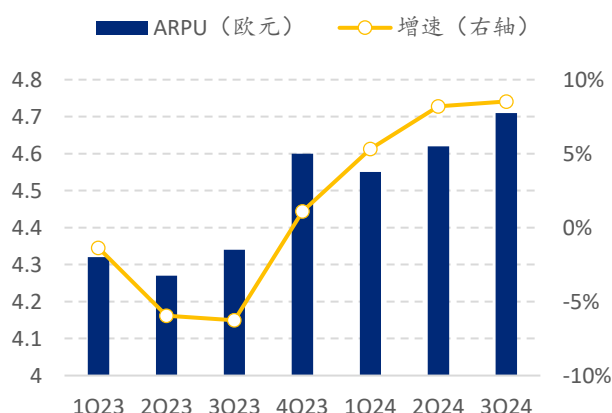
公司也在计划推出更高级别的订阅计划，将在音质上有显著升级并且加入更多个性化功能，我们认为这可以吸引到有更高音乐需求和付费意愿的音乐爱好者，预计价格会比现有计划高出 5 美元左右，对公司未来的 ARPU 有推动作用。

图表 6: Spotify Premium 订阅计划（美国）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 7: Spotify 订阅 ARPU（月）



资料来源：公司资料、浦银国际

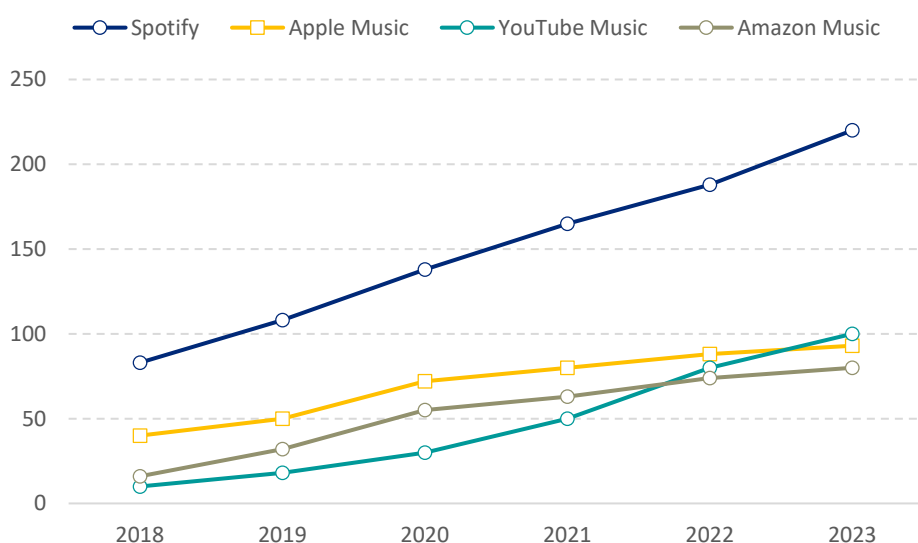
如何保持竞争优势？

Spotify 的主要竞争者中，YouTube Music、Apple Music、Amazon Music 背后都是科技巨头，拥有强大的资源优势，能够融合自有软硬件生态进行快速的用户规模扩张。但尽管如此，Spotify 过去几年的用户规模仍然保持着高于行业的增速。

我们认为 Spotify 的主要优势在于：

- 1) 一站式音频平台：**公司将音乐、播客、有声读物等内容整合，能够在一个 App 上满足用户的各类音频需求。竞争对手大多数不运营多种服务和商业模式，少数公司运营多种服务但在不同的应用中，形成单独的业务线。
- 2) 业务更加聚焦：**公司专注于流媒体音频并为用户提供最佳体验，而音乐并不是其他参与者的核心业务，更多是主业生态的战略补充。尽管竞争对手可能能够容忍一定程度的亏损/不过于追求盈利，但我们认为他们也不太可能主动挑起行业激烈竞争。
- 3) 个性化体验：**公司有着更大的用户规模，是其他竞争对手的两倍以上，并且拥有很高的参与度。公司形成的数据优势能够更好地洞察音乐趋势和用户行为，帮助用户发现音乐，为用户提供更加个性化的体验。公司的播放列表也成为了用户发现新艺术家和新音乐的重要发现工具。公司也持续进行产品创新，例如推出了 AI DJ 功能，能够将内容情景化和个性化，在用户参与度和留存方面有明显提升。

图表 8：音乐流媒体订阅用户数（百万）



资料来源：Business of Apps、浦银国际

布局长音频，拓宽市场机会

除了音乐外，公司也在积极投资播客、有声读物等音频内容，以补充平台上内容库。我们认为公司多样化的内容，一方面有助于为用户带来更丰富的体验，增加用户的使用时长并提升用户参与度，另一方面也能够为公司带来更多的商业化机会，打开业务天花板及盈利空间。

播客提高用户参与度。公司是市场上主要的播客平台之一。公司通过自制播客内容以及与全球知名创作者建立合作伙伴关系来丰富播客内容，公司过去大力投资播客内容，曾与多个顶级播客签订独家协议，快速培养用户在 Spotify 上收听播客的习惯，为公司打开了播客市场的变现机会。用户参与度的提升也有助于提高用户留存。

有声读物拓宽音频市场机会。公司 2022 年收购了美国数字有声读物发行平台 Findaway，并于 2022 年 9 月在美国推出了有声读物，用户可以在网上购买并在 Spotify 上收听。随后公司将有声读物逐步推广到英国、爱尔兰、澳大利亚、新西兰和加拿大等地区。4Q23，公司已成为仅次于 Audible 的第二大有声读物提供商。

公司的有声读物内容库得到了快速扩充，同时用户渗透率也在稳步增长，美国有声读物用户的平均使用时长增加了 5 个多小时。Spotify Premium 用户每月拥有 15 小时的访问权限，可以收听 Spotify 上超过 25 万本的有声读物。此外，用户也可以按需购买平台上的有声读物。2024 年 3 月，公司在美国市场推出了独立的有声读物访问套餐，定价 9.99 美元/月。

根据公司目前的产品定价体系，Basic 用户额外增加 1 美元到 Premium，即可获得 9.99 美元的有声读物访问权限。而 Premium 作为默认套餐，我们认为这能够吸引更多的用户收听有声读物，培养用户的消费习惯，并为未来带来潜在的提价空间。

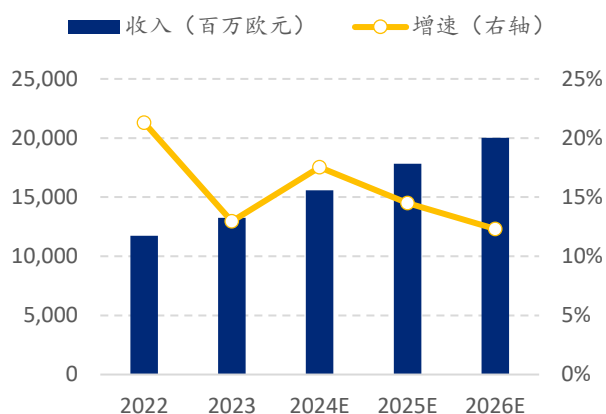
图表 9：有声读物定价比较（美国）

	Spotify			Audible	
	Basic	Audiobooks	Premium	Plus	Premium
定价（美元/月）	10.99	9.99	11.99	7.95	14.95
访问权限	音乐+播客	每月 15 小时有声书	音乐+播客+每月 15 小时有声书	无限访问 Plus 目录	无限访问 Plus 目录+1 部 Premium 精选图书

资料来源：公司资料、浦银国际整理

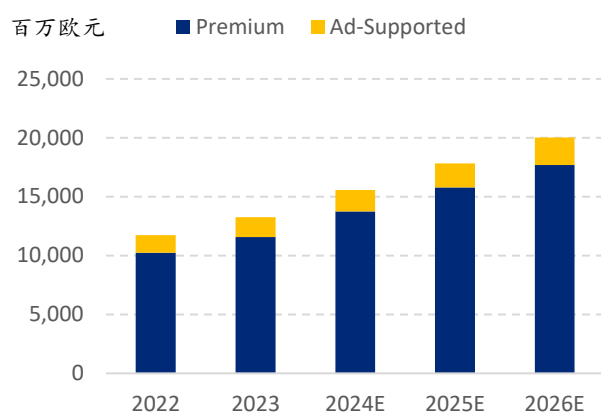
盈利预测

图表 10: Spotify 收入预测



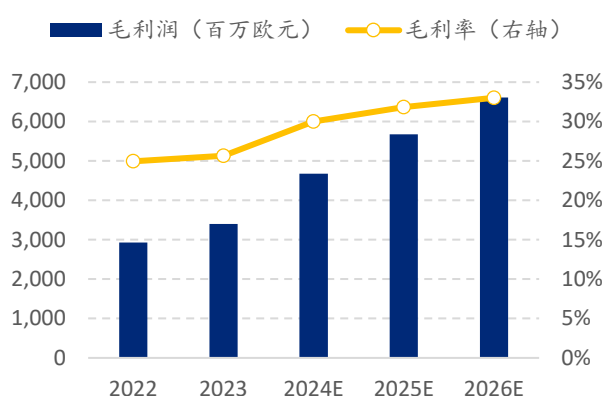
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 11: Spotify 分部业务收入预测



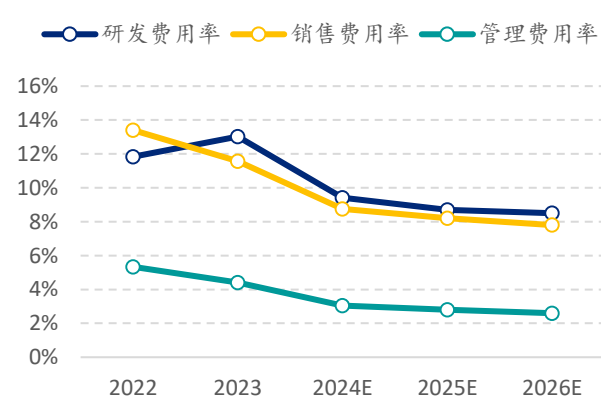
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 12: Spotify 毛利润预测



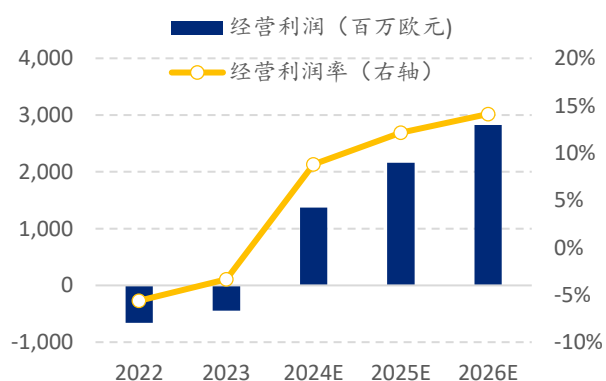
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 13: Spotify 费用率预测



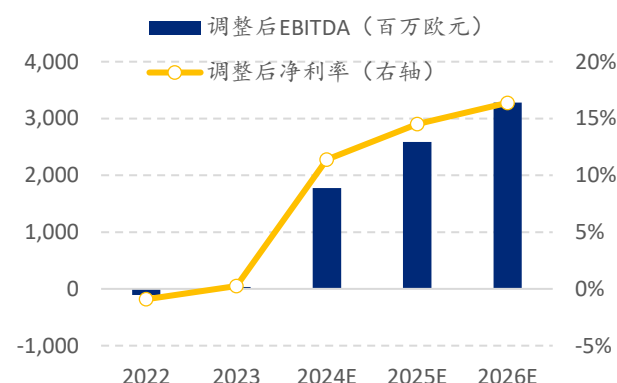
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 14: Spotify 经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 15: Spotify 调整后 EBITDA 预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 555 美元

我们预计公司 FY25E EBITDA 将达到 25.89 亿欧元，参考可比公司估值，同时考虑到公司的行业领先地位以及新兴市场拓展潜力，给予 FY25E 40x EV/EBITDA，目标价 555 美元，首予“买入”评级。

图表 16：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
NFLX US Equity	Netflix	392,778	918.9	46.3	38.6	32.2	36.6	30.7	26.0
ROKU US Equity	Roku	12,055	83.0	N/A	N/A	532.0	46.0	34.0	21.8
MSFT US Equity	Microsoft	3,325,399	447.3	36.2	32.5	27.8	23.2	20.8	18.6
GOOG US Equity	Alphabet	2,332,894	191.4	23.3	20.9	18.0	15.7	13.7	12.1
AMZN US Equity	Amazon	2,391,744	227.5	36.2	31.9	26.8	16.8	14.5	12.4
META US Equity	Meta	1,566,628	620.4	26.6	23.7	20.9	17.2	15.2	12.7
CRM US Equity	Salesforce	339,075	354.3	35.7	32.1	28.6	21.3	20.4	18.9
NOW US Equity	ServiceNow	230,947	1,121.1	80.6	67.5	55.6	65.0	51.4	40.9
PLTR US Equity	Palantir	173,228	76.1	199.7	162.9	134.4	155.3	121.0	101.5
CRWD US Equity	CrowdStrike	90,654	368.0	97.2	87.3	69.2	87.9	74.8	54.7
DUOL US Equity	Duolingo	14,885	338.1	167.9	110.6	77.1	73.8	51.7	38.3
合计				75.0	60.8	93.0	50.8	40.7	32.6

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 12 月 13 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 17：浦银国际目标价：Spotify (SPOT.US)



注：截至 2024 年 12 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

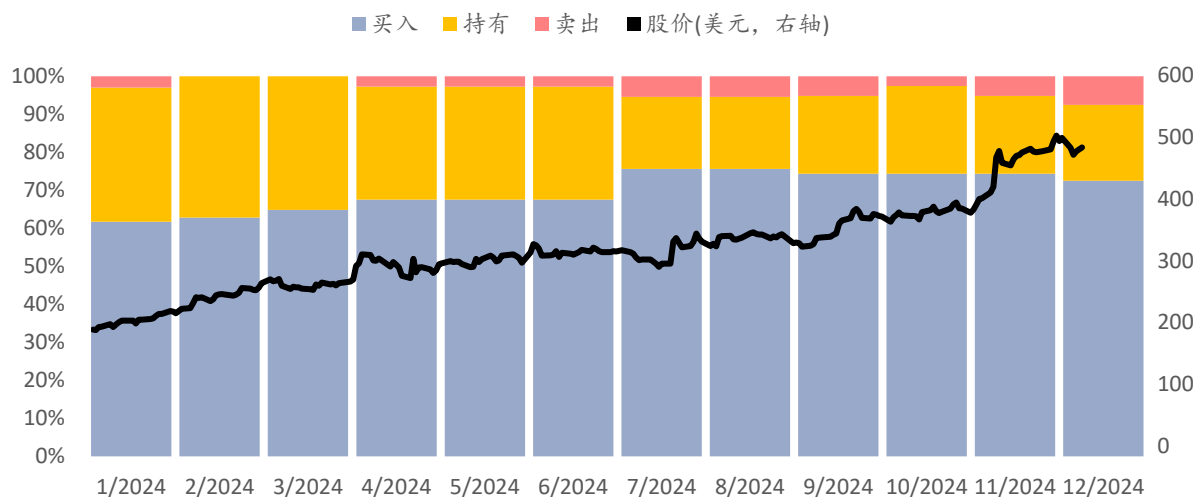


投资风险

- 用户增长不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 版权版税风险；
- 行业监管变化；
- 其他娱乐形式竞争。

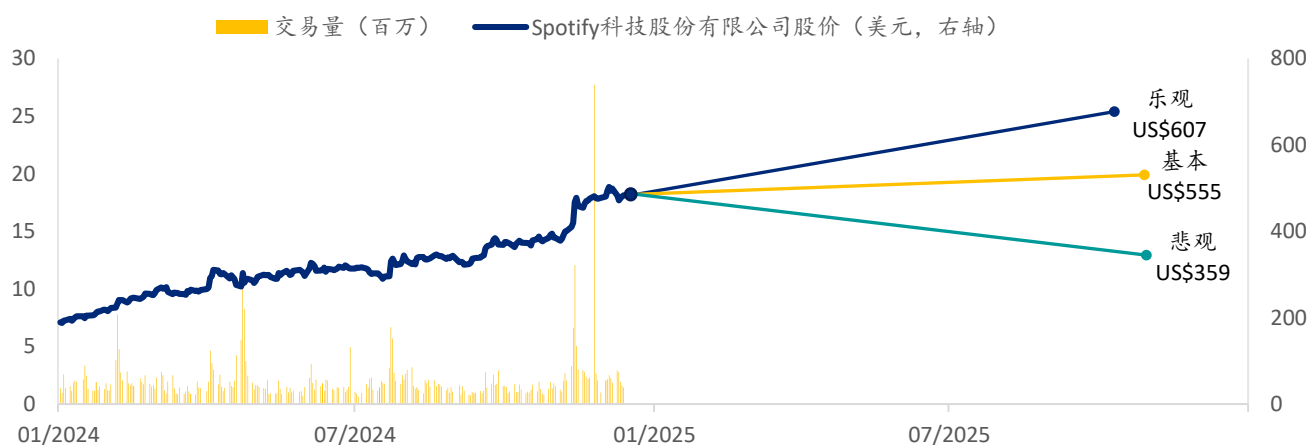
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 18：市场普遍预期：Spotify (SPOT.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 19：SPDBI 情景假设：Spotify (SPOT.US)



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：607 美元

- 用户保持高速增长；
- 新兴市场付费用户转化优于预期；
- 广告业务加速增长；
- 利润加速改善。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：359 美元

- 用户增长放缓；
- 行业竞争加剧；
- 版权版权风险。

资料来源：浦银国际预测

财务报表

图表 20: 损益表

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
损益表					
收入	11,727	13,247	15,569	17,825	20,020
收入成本	(8,801)	(9,850)	(10,897)	(12,151)	(13,410)
毛利	2,926	3,397	4,672	5,674	6,610
研发费用	(1,387)	(1,725)	(1,465)	(1,551)	(1,702)
销售费用	(1,572)	(1,533)	(1,363)	(1,462)	(1,562)
管理费用	(626)	(585)	(475)	(499)	(521)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(659)	(446)	1,369	2,163	2,826
利息支出	289	(59)	(44)	60	150
其他收益	-	-	-	-	-
除税前盈利	(370)	(505)	1,325	2,223	2,976
所得税开支	(60)	(27)	(153)	(400)	(536)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(430)	(532)	1,172	1,823	2,440

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料, 浦银国际

图表 21：资产负债表

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
资产负债表					
固定资产	348	247	210	168	134
无形资产	127	84	76	68	61
商誉	1,168	1,137	1,077	1,017	941
其他非流动资产	1,641	1,618	1,618	1,618	1,618
非流动资产合计	3,284	3,086	2,981	2,871	2,755
应收账款	690	858	1,008	1,155	1,297
现金及现金等价物	2,483	3,114	5,036	7,554	10,721
其他流动资产	1,179	1,288	1,688	1,988	2,288
流动资产合计	4,352	5,260	7,733	10,697	14,305
资产总额	7,636	8,346	10,714	13,568	17,060
权益总额					
长期借款	1,128	1,203	1,203	1,203	1,203
其他非流动负债	591	530	530	530	530
非流动负债合计	1,719	1,733	1,733	1,733	1,733
应付账款及票据	845	978	1,082	1,206	1,331
递延收入	520	622	731	837	940
其他流动负债	2,151	2,490	2,490	2,490	2,490
流动负债合计	3,516	4,090	4,303	4,533	4,761
负债总额	5,235	5,823	6,036	6,266	6,494
权益及负债总额	7,636	8,346	10,714	13,568	17,060

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

图表 22：现金流量表

欧元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金流量表					
净利润	(430)	(532)	1,172	1,823	2,440
折旧与摊销	171	158	120	126	132
营运资金变动	191	464	63	84	86
其他非现金调整	114	590	283	301	324
经营活动现金流	46	680	1,637	2,334	2,983
资本性支出	(25)	(6)	(15)	(16)	(17)
投资	(89)	(211)	(400)	(300)	(300)
其他投资活动	(309)	-	-	-	-
投资活动现金流	(423)	(217)	(415)	(316)	(317)
借款	-	-	-	-	-
股本	41	366	700	500	500
其他融资活动	(81)	(132)	-	-	-
融资活动现金流	(40)	234	700	500	500
汇兑收益及其他	156	(66)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(261)	631	1,922	2,518	3,166
期初的现金及现金等价物	2,744	2,483	3,114	5,036	7,554
期末的现金及现金等价物	2,483	3,114	5,036	7,554	10,721

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

腾讯音乐 (TME.US/1698.HK): 巩固竞争优势, 量价齐升

我们首次覆盖腾讯音乐 (TME.US/1698.HK), 给予“买入”评级, 目标价为 14.5 美元/56 港元。

- **中国在线音乐行业龙头, 融入腾讯生态:** 腾讯音乐 (TME) 是中国最大的在线音乐平台, 拥有 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐、全面 K 歌等核心产品, 3Q24 MAU 达到 5.76 亿, 我们预计占据约 70% 的市场份额。公司围绕音乐场景进行上下游业务布局, 打造了完善的音乐娱乐生态。同时, 公司与腾讯保持紧密合作, 受益于腾讯强大的社交文娱优势, 在腾讯游戏、微信听一听、阅文 IP 等方面建立合作, 有助于增强公司的曝光度和帮助公司触达更广泛的用户规模。
- **丰富的版权内容构建竞争优势:** 凭借公司竞争优势和丰富的版权保护经验, 公司积累了中国市场最丰富的版权内容库, 截至 2023 年底, 公司拥有超过 2 亿首音乐和音频内容, 相比其他行业竞争者有显著的领先优势。同时公司通过自制独有内容拓宽护城河, 这也有助于降低版权内容成本, 有利于利润率改善。
- **付费墙推动用户转化, SVIP 推动 ARPU 提升:** 公司持续将更多的热门歌曲加入付费墙, 据我们观察, QQ 音乐热歌榜中, 约有 50%-60% 的音乐为 VIP 歌曲。我们认为付费墙的提升, 有助于推动更多用户进行付费转化。公司也在缩减折扣以稳步提升 ARPU, 3Q24 ARPU 同比提升 4% 至人民币 10.8 元, 相比豪华绿钻连续包月价 15 元, 仍有较大的提升空间。此外, 公司通过持续丰富 SVIP 权益, 吸引更高付费意愿的用户, 3Q24 SVIP 会员数量超过 1000 万, 我们预计 SVIP 也将成为 ARPU 提升的重要驱动力。我们预计公司 2025 年平均付费用户达到 1.26 亿, ARPU 提升至 11.6 元。
- **首予“买入”评级, 目标价为 14.5 美元/56 港元:** 我们看好公司在行业占据的领先优势, 业务具备较强的确定性, 量价齐升有助于推动公司收入和利润增长, 首予“买入”评级, 目标价 14.5 美元/56 港元, 对应 FY25E/FY26E 20x/17x P/E。
- **投资风险:** 用户增长不及预期; 版权版税风险; 行业竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	28,339	27,752	28,206	30,784	33,839
经营利润	4,443	6,059	8,518	9,712	11,196
调整后净利润	4,745	5,923	7,292	8,311	9,557
调整后目标 PE (x)			22.8	20.0	17.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

2024 年 12 月 17 日

腾讯音乐 (TME.US)

目标价 (美元)	14.5
潜在升幅/降幅	+21%
目前股价 (美元)	11.98
52 周内股价区间 (美元)	8.15-15.77
总市值 (百万美元)	20,559
近 3 月日均成交额 (百万美元)	104

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

腾讯音乐 (1698.HK)

目标价 (港元)	56
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	46.65
52 周内股价区间 (港元)	31.1-62.5
总市值 (百万港元)	160,110
近 3 月日均成交额 (百万港元)	9

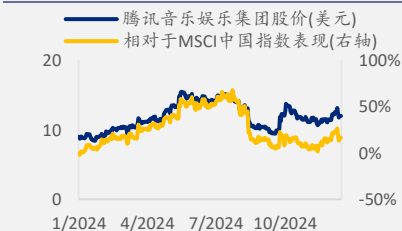
注: 截至 2024 年 12 月 13 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

股价表现



注: 截至 2024 年 12 月 13 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

腾讯音乐 (TME.US/1698.HK)

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	28,339	27,752	28,206	30,784	33,839
收入成本	(19,566)	(17,957)	(16,311)	(17,393)	(18,611)
毛利	8,773	9,795	11,895	13,391	15,227
销售费用	(1,144)	(897)	(857)	(924)	(1,015)
管理费用	(4,413)	(4,121)	(3,902)	(4,156)	(4,467)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	4,443	6,059	8,518	9,712	11,196
利息支出	(108)	(141)	(203)	(200)	(200)
其他收益	38	127	95	100	100
除税前盈利	4,373	6,045	8,410	9,612	11,096
所得税开支	(534)	(825)	(1,575)	(1,730)	(1,997)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	3,839	5,220	6,834	7,881	9,098
调整后净利润	4,745	5,923	7,292	8,311	9,557

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	7,627	7,455	6,834	7,881	9,098
折旧与摊销	1,160	1,004	904	858	815
营运资金变动	2,221	786	1,853	270	279
其他非现金调整	(3,527)	(1,908)	695	680	729
经营活动现金流	7,481	7,337	10,285	9,689	10,922
资本性支出	(527)	(621)	(807)	(888)	(977)
投资	(327)	(860)	(8,000)	(500)	(500)
其他投资活动	(592)	(382)	-	-	-
投资活动现金流	(1,446)	(1,863)	(8,807)	(1,388)	(1,477)
借款	(115)	(117)	(500)	(1,500)	(1,500)
股本	(3,121)	(1,140)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他融资活动	(183)	(281)	-	-	-
融资活动现金流	(3,419)	(1,538)	(1,700)	(2,700)	(2,700)
汇兑收益及其他	348	76	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	2,964	4,012	(222)	5,601	6,745
期初的现金及现金等价物	6,591	9,555	13,567	13,345	18,946
期末的现金及现金等价物	9,555	13,567	13,345	18,946	25,692

资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	323	490	700	630	599
无形资产	2,368	2,032	1,921	2,214	2,599
商誉	19,493	19,542	19,347	19,153	18,962
投资	14,028	19,533	19,533	19,533	19,533
其他非流动资产	4,238	4,003	4,003	4,003	4,003
非流动资产合计	40,450	45,600	45,504	45,533	45,695
应收账款	2,670	2,918	2,966	3,237	3,558
现金及现金等价物	9,555	13,567	13,345	18,946	25,692
投资	11,325	9,968	17,968	18,468	18,968
其他流动资产	3,009	3,483	3,483	3,483	3,483
流动资产合计	26,559	29,936	37,762	44,134	51,701
资产总额	67,009	75,536	83,266	89,668	97,395
权益总额	49,127	57,202	63,531	70,893	79,520
长期借款	5,536	5,636	5,136	3,636	2,136
其他非流动负债	629	684	684	684	684
非流动负债合计	6,165	6,320	5,820	4,320	2,820
应付账款及票据	4,998	5,006	6,821	7,273	7,783
递延收入	2,170	2,854	2,940	3,028	3,119
其他流动负债	4,549	4,154	4,154	4,154	4,154
流动负债合计	11,717	12,014	13,914	14,455	15,055
负债总额	17,882	18,334	19,734	18,775	17,875
权益及负债总额	67,009	75,536	83,266	89,668	97,395

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	-9.3%	-2.1%	1.6%	9.1%	9.9%
毛利润增速	-6.7%	11.6%	21.4%	12.6%	13.7%
经营利润增速	16.9%	36.4%	40.6%	14.0%	15.3%
净利润增速	19.4%	36.0%	30.9%	15.3%	15.4%
调整后净利润增速	14.4%	24.8%	23.1%	14.0%	15.0%
盈利能力比率					
毛利率	31.0%	35.3%	42.2%	43.5%	45.0%
经营利润率	15.7%	21.8%	30.2%	31.5%	33.1%
净利率	13.5%	18.8%	24.2%	25.6%	26.9%
调整后净利率	16.7%	21.3%	25.9%	27.0%	28.2%
每股指标 (元)					
EPS	1.1	1.6	2.0	2.4	2.7
调整后EPS	1.5	1.9	2.3	2.7	3.0
估值 (倍)					
目标P/E			22.8	20.0	17.4
目标P/S			5.9	5.4	4.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

丰富产品布局，融合腾讯生态优势

腾讯音乐是中国最大的在线音乐娱乐平台，提供在线音乐和以音乐为核心的社交娱乐服务，拥有 QQ 音乐、酷狗音乐、酷我音乐和全民 K 歌为核心的产品矩阵。公司还提供丰富的长音频内容，包括有声书、播客和脱口秀，以及音乐视频、现场演出和短视频。

公司音乐产品主要包括 QQ 音乐、酷狗音乐和酷我音乐，满足不同用户的差异化偏好，最大程度地去触及不同市场、不同年龄段的群体。各产品共享公司丰富的内容库。

- **QQ 音乐**：定位大都市的年轻用户，提供海量内容库和音乐视频内容，为用户推荐流行音乐及热门内容。
- **酷狗音乐**：服务更加大众的市场，地域覆盖更加广泛，渗透率高，提供丰富的娱乐功能。
- **酷我音乐**：专注于车载音乐服务。

图表 2：腾讯音乐丰富产品布局



资料来源：公司资料，浦银国际

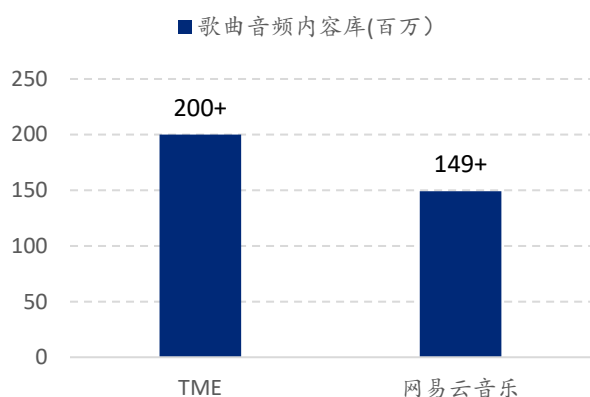
融合腾讯生态优势。腾讯音乐与母公司腾讯保持紧密合作，受益于腾讯强大的社交文娱生态，例如在游戏《元梦之星》中内置了音乐播放器，为玩家提供沉浸式的音乐聆听体验；在微信添加了音乐听一听功能，使微信用户能够访问各种音乐和音频内容等。公司与腾讯的密切合作，能够帮助公司增加音乐服务的曝光量和触达更广泛的听众，进而形成用户转化。

付费墙推动付费转化

凭借竞争优势和丰富的版权保护经验，公司与国内外主要唱片公司保持良好的长期合作关系，拥有中国最丰富的内容曲库。截至 2023 年底，腾讯音乐拥有超过 2 亿首音乐和音频曲目，与同行相比有显著的领先优势。同时公司也在持续布局自有音乐版权内容，拓宽独有护城河，并且来进一步提升利润空间。

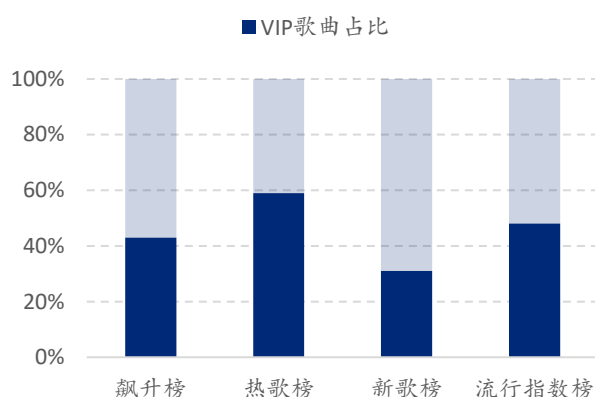
公司持续加入更多的热门歌曲进入付费墙（VIP 音乐），根据 QQ 音乐 12 月 12 日榜单，热歌榜 100 首歌曲中，有 59 首为 VIP 音乐。在公司具备版权优势的主要歌手中，我们观察到其绝大部分歌曲为 VIP 音乐。我们预计公司未来仍将逐步增加 VIP 音乐的占比，这将会是未来付费转化的重要驱动力之一。

图表 3：在线音乐平台内容库对比（2023）



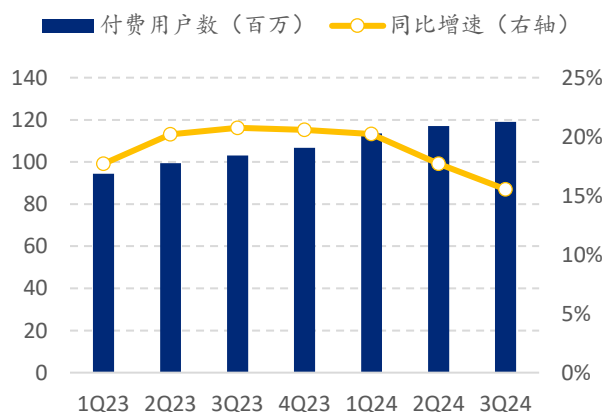
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 4：QQ 音乐榜单付费音乐占比（12 月 12 日）



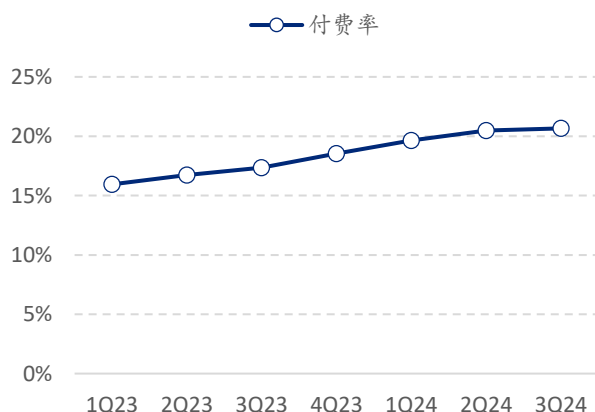
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：TME 在线音乐服务付费用户



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 6：TME 在线音乐服务付费率



资料来源：公司财报、浦银国际

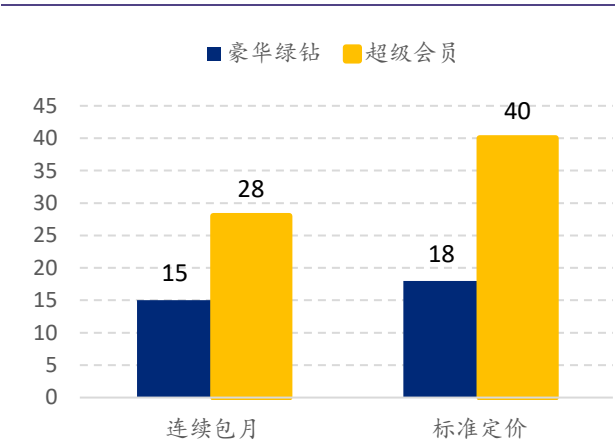
SVIP 推动 ARPU 提升

相比于豪华绿钻，超级会员主要增添了部分专辑抢先听、更高级的音质音效、智能设备、听书会员等权益。超级会员标准定价为 40 元，连续包月价格为 28 元，明显高于豪华绿钻标准定价 18 元，连续包月价格 15 元。

截至 3Q24，公司 SVIP 会员数量已超过 1000 万。通过 SVIP，公司能够转化拥有更高音乐需求和付费意愿的用户群体。SVIP 用户通常拥有更高的粘性，平均听歌时间更长，我们预计将成为公司未来 ARPU 增长的重要驱动力之一。

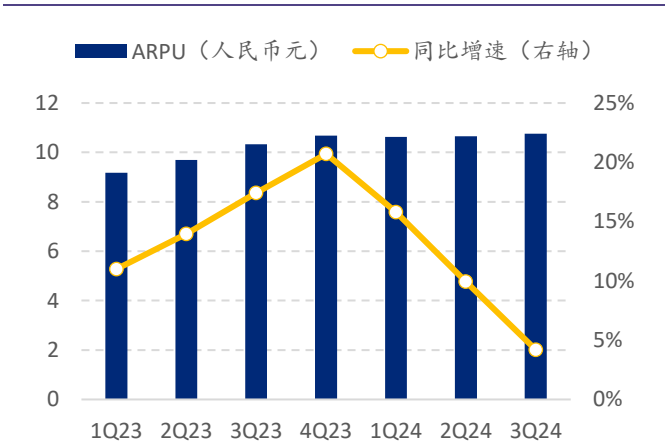
公司目前 10.8 元的 ARPU 相比豪华绿钻的连续包月价格的 15 元仍有一定差距，我们预计公司未来也将逐步缩减折扣以提升 ARPU。

图表 7：QQ 音乐会员定价（元/月）



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 8：TME 音乐订阅月 ARPU



资料来源：公司财报、浦银国际

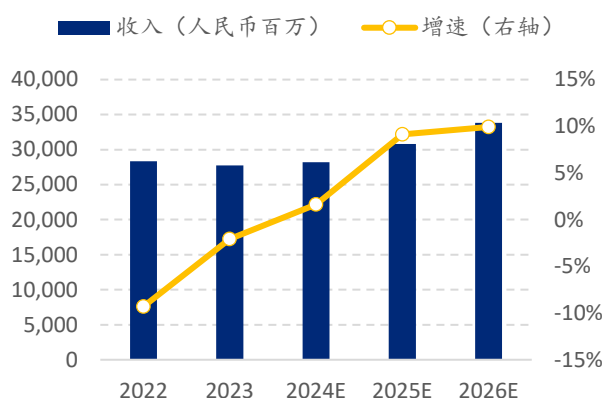
图表 9：QQ 音乐部分会员权益对比

	豪华绿钻	超级会员
付费音乐包特权	会员曲库、下载特权、Hires、无损音质、尊贵图标等	
功能特权	会员音效、视频投屏、铃声特权、MV 清晰度 1080P 等	
装扮特权	个性化装扮、头像挂件、黑胶播放器、评论背景卡等	
福利特权	会员体验券、演出票务、等级礼包、生日特权、每月甄选礼等	
超级会员专属特权	/	部分专辑抢先听、杜比音质、臻品音质 2.0、臻品母带、臻品全景声、DTS 音效、MV 清晰度 4K、线上演出回看、智能设备、动态歌词、歌词字体、福利分商品、听书会员、扑淘商品抢先购等

资料来源：公司资料、浦银国际

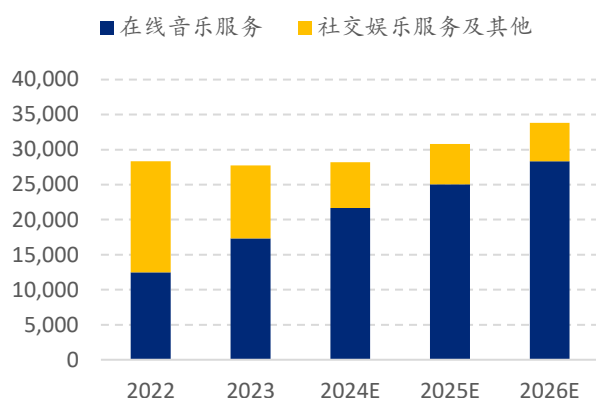
盈利预测

图表 10: 腾讯音乐收入预测



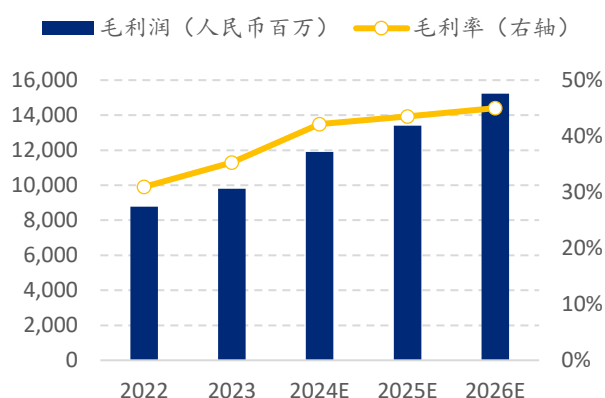
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 11: 腾讯音乐分部业务收入预测 (人民币百万)



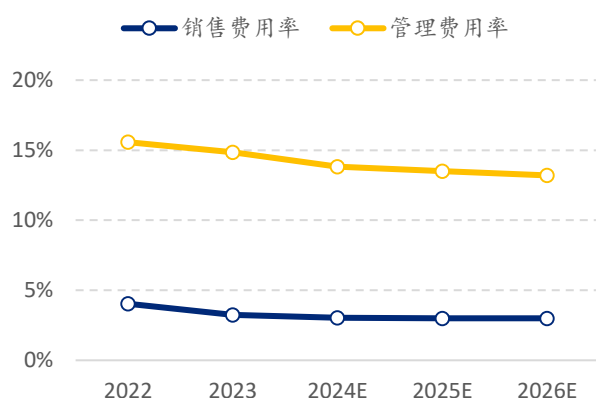
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 12: 腾讯音乐毛利润预测



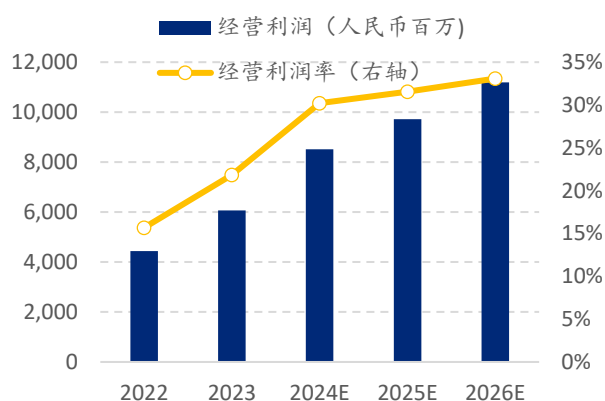
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 13: 腾讯音乐费用率预测



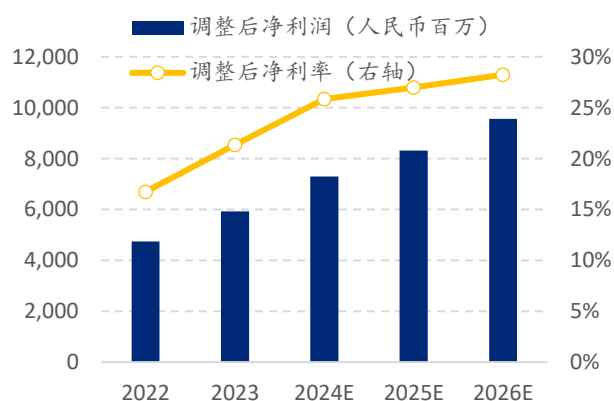
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 14: 腾讯音乐经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 15: 腾讯音乐调整后净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司财报、浦银国际

估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 14.5 美元/56 港元

我们预计公司 FY25E 调整后净利润为人民币 83.11 亿元，参考可比公司估值，同时考虑到公司的行业领先地位以及行业相对稳定的竞争格局，给予公司 FY25E 20x P/E，目标价 14.5 美元/56 港元，对应 FY26 17x P/E，首予“买入”评级。

图表 16：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
IQ US Equity	爱奇艺	2,178	2.3	9.6	8.9	6.9	9.1	6.1	5.3
772 HK Equity	阅文集团	3,657	28.0	19.0	17.0	15.6	16.0	13.5	12.4
700 HK Equity	腾讯	488,399	409.8	16.6	15.0	13.6	14.9	13.5	12.3
BABA US Equity	阿里巴巴	209,457	87.8	10.5	9.1	8.0	5.8	5.1	4.4
3690 HK Equity	美团	127,244	162.6	21.5	17.4	14.2	17.3	13.9	11.1
1024 HK Equity	快手	25,792	46.5	10.9	8.8	7.4	6.9	5.5	4.6
BILI US Equity	哔哩哔哩	8,235	19.8	N/A	34.3	21.2	38.5	15.7	12.2
合计				14.7	15.8	12.4	15.5	10.5	8.9

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 12 月 13 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 17：浦银国际目标价：腾讯音乐（TME.US）



注：截至 2024 年 12 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 18：浦银国际目标价：腾讯音乐（1698.HK）



注：截至 2024 年 12 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

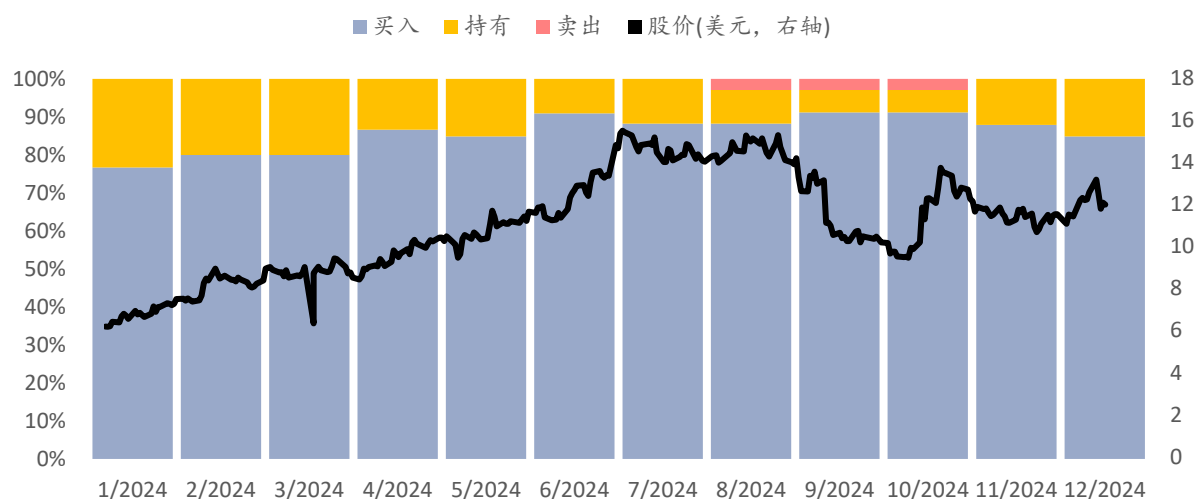


投资风险

- 用户增长不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 版权版税风险；
- 其他娱乐形式竞争。

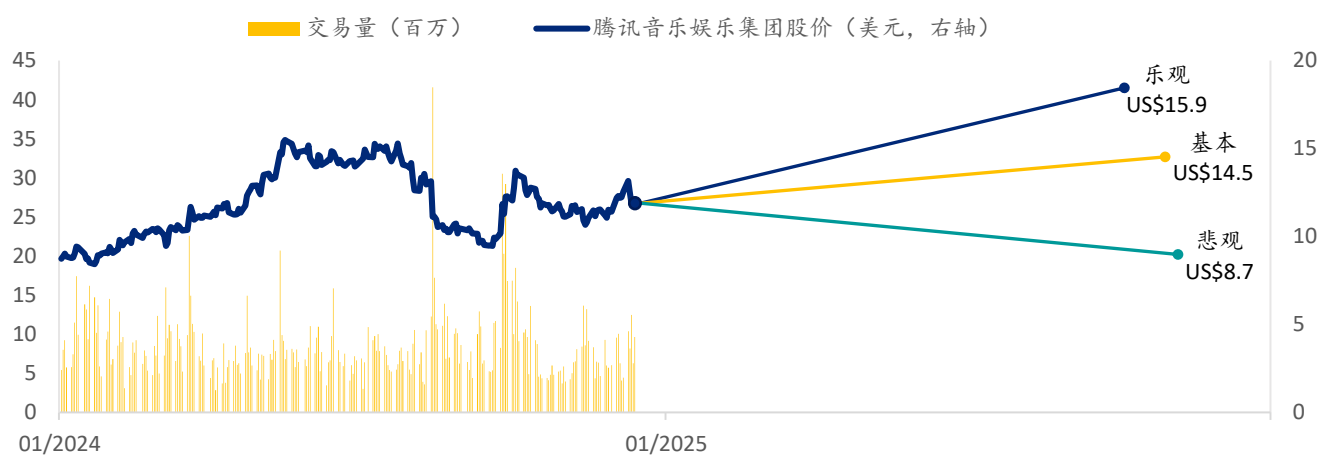
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 19：市场普遍预期：腾讯音乐（TME.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 20：SPDBI 情景假设：腾讯音乐（TME.US）



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：15.9 美元

- 付费用户增长优于预期；
- SVIP 用户稳步增长；
- 利润持续改善。

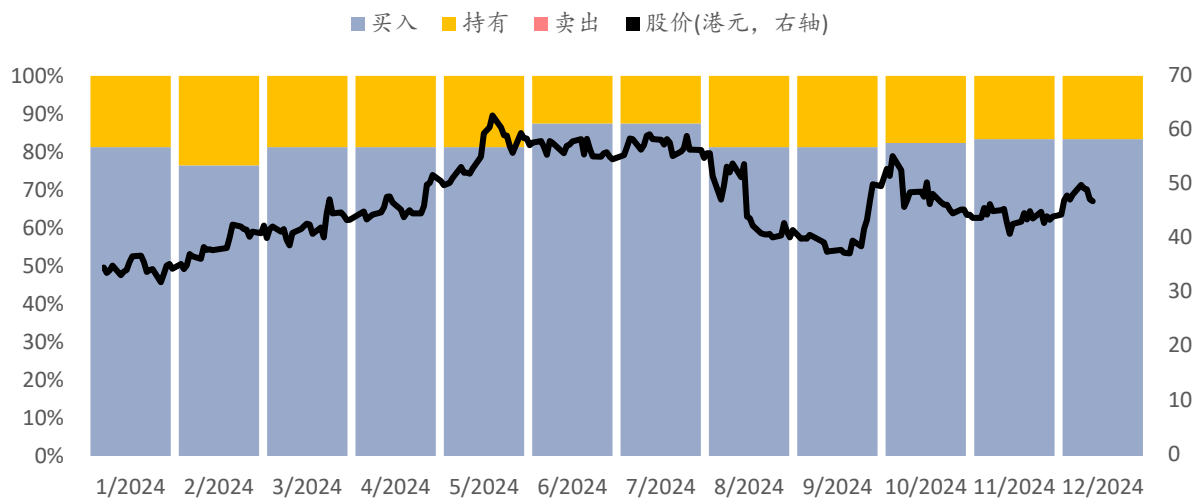
悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：8.7 美元

- 付费用户增长放缓；
- 利润不及预期。

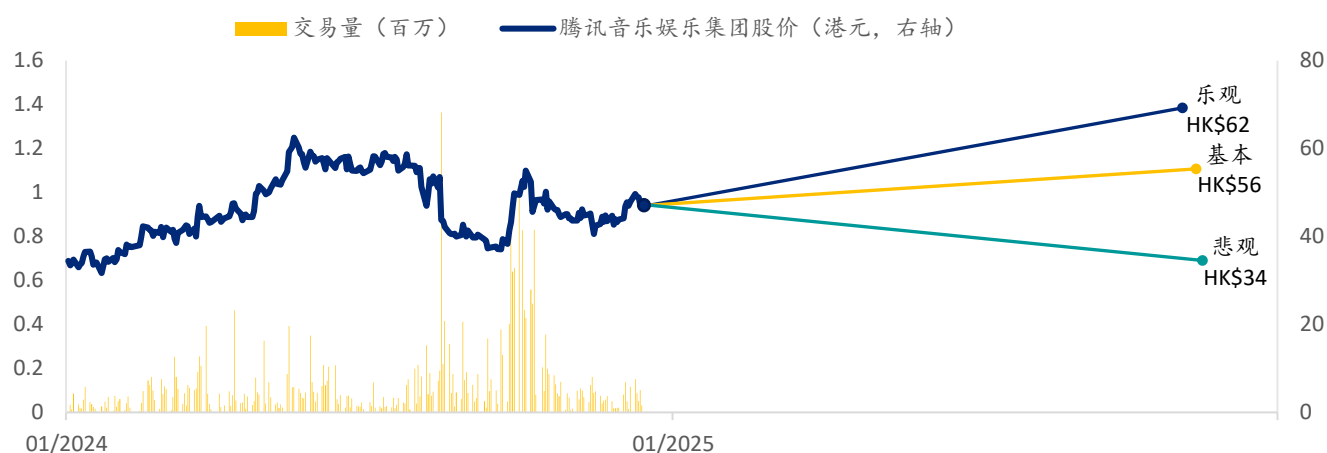
资料来源：浦银国际预测

图表 21：市场普遍预期：腾讯音乐（1698.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：SPDBI 情景假设：腾讯音乐（1698.HK）



乐观情景：公司收入利润好于预期
(概率：20%)

目标价：62 港元

- 付费用户增长优于预期；
- SVIP 用户稳步增长；
- 利润持续改善。

悲观情景：公司收入利润不及预期
(概率：20%)

目标价：34 港元

- 付费用户增长放缓；
- 利润不及预期。

资料来源：浦银国际预测

财务报表

图表 23: 损益表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
损益表					
收入	28,339	27,752	28,206	30,784	33,839
收入成本	(19,566)	(17,957)	(16,311)	(17,393)	(18,611)
毛利	8,773	9,795	11,895	13,391	15,227
销售费用	(1,144)	(897)	(857)	(924)	(1,015)
管理费用	(4,413)	(4,121)	(3,902)	(4,156)	(4,467)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	4,443	6,059	8,518	9,712	11,196
利息支出	(108)	(141)	(203)	(200)	(200)
其他收益	38	127	95	100	100
除税前盈利	4,373	6,045	8,410	9,612	11,096
所得税开支	(534)	(825)	(1,575)	(1,730)	(1,997)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	3,839	5,220	6,834	7,881	9,098

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料, 浦银国际

图表 24：资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
资产负债表					
固定资产	323	490	700	630	599
无形资产	2,368	2,032	1,921	2,214	2,599
商誉	19,493	19,542	19,347	19,153	18,962
其他非流动资产	18,266	23,536	23,536	23,536	23,536
非流动资产合计	40,450	45,600	45,504	45,533	45,695
应收账款	2,670	2,918	2,966	3,237	3,558
现金及现金等价物	9,555	13,567	13,345	18,946	25,692
其他流动资产	14,334	13,451	21,451	21,951	22,451
流动资产合计	26,559	29,936	37,762	44,134	51,701
资产总额	67,009	75,536	83,266	89,668	97,395
权益总额					
49,127	57,202	63,531	70,893	79,520	
长期借款	5,536	5,636	5,136	3,636	2,136
其他非流动负债	629	684	684	684	684
非流动负债合计	6,165	6,320	5,820	4,320	2,820
应付账款及票据	4,998	5,006	6,821	7,273	7,783
递延收入	2,170	2,854	2,940	3,028	3,119
其他流动负债	4,549	4,154	4,154	4,154	4,154
流动负债合计	11,717	12,014	13,914	14,455	15,055
负债总额	17,882	18,334	19,734	18,775	17,875
权益及负债总额	67,009	75,536	83,266	89,668	97,395

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

图表 25：现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金流量表					
净利润	7,627	7,455	6,834	7,881	9,098
折旧与摊销	1,160	1,004	904	858	815
营运资金变动	2,221	786	1,853	270	279
其他非现金调整	(3,527)	(1,908)	695	680	729
经营活动现金流	7,481	7,337	10,285	9,689	10,922
资本性支出	(527)	(621)	(807)	(888)	(977)
投资	(327)	(860)	(8,000)	(500)	(500)
其他投资活动	(592)	(382)	-	-	-
投资活动现金流	(1,446)	(1,863)	(8,807)	(1,388)	(1,477)
借款	(115)	(117)	(500)	(1,500)	(1,500)
股本	(3,121)	(1,140)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
其他融资活动	(183)	(281)	-	-	-
融资活动现金流	(3,419)	(1,538)	(1,700)	(2,700)	(2,700)
汇兑收益及其他	348	76	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	2,964	4,012	(222)	5,601	6,745
期初的现金及现金等价物	6,591	9,555	13,567	13,345	18,946
期末的现金及现金等价物	9,555	13,567	13,345	18,946	25,692

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

网易云音乐 (9899.HK): 差异化定位, 规模优先

我们首次覆盖网易云音乐 (9899.HK), 给予“买入”评级, 目标价 145 港元。

- 差异化定位, 抓住年轻一代用户:** 网易云音乐是中国第二大在线音乐平台, 2023 年音乐 MAU 达到 2.06 亿。公司用户战略上重点覆盖年轻用户群体, 公司月活中约 90% 为 90 后用户, 在年轻一代拥有高渗透率。公司用户活跃度也保持着良好水平, DAU/MAU 持续高于 30%。公司通过学生特惠、网易游戏联动等方式培育年轻用户群体。公司在年轻用户上的布局, 有助于培养新一代用户心智。年轻用户喜爱的更多以新生代歌手为主, 我们认为这能够在一定程度上弥补公司某些头部版权缺失的劣势。同时公司也在努力建立自有版权, 以建立差异化优势。
- 独立音乐人孕育土壤, 社区运营提高用户留存:** 公司致力于扶持新兴音乐人, 强化平台的原创音乐生态。公司大量年轻的用户群体, 相对更容易接受和探索新音乐。公司头部流量不太集中, 能够为新兴独立音乐人提供更好的曝光机会。截至 2024 年 6 月, 平台注册独立音乐人超过 73.2 万, 上传约 360 万首歌曲。同时, 公司也在积极与版权方进行合作, 持续丰富内容储备, 截至 2023 年, 曲库规模已超过 1.49 亿, 以满足用户多样的音乐需求。公司的年轻用户群体和独立音乐人相对更愿意分享和表达, 他们之间的交互形成了以评论区为代表的活跃社区氛围。我们认为公司活跃的社区氛围, 有助于增加用户粘性, 实现更好的用户留存。
- 商业化仍有较大潜力:** 公司现阶段更加注重用户规模的增长, 过去几年 ARPU 维持低增长, 低于腾讯音乐的 70%。我们预计随着公司商业化阶段的成熟, 未来收入利润均有较大增长潜力。
- 估值:** 首予“买入”评级, 目标价为 145 港元。我们看好公司的差异化定位以及未来商业化潜力, 首予“买入”评级, 目标价 145 港元, 对应 FY25E/FY26E 18x/16x P/E。
- 投资风险:** 用户增长不及预期; 版权版税风险; 行业竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	8,992	7,867	8,045	8,613	9,222
经营利润	(385)	330	1,001	1,150	1,349
调整后净利润	(115)	819	1,454	1,553	1,757
调整后目标 P/E (x)			19.2	18.0	15.9

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

杨子超, CFA

互联网分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

赵丹

首席互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

2024 年 12 月 17 日

网易云音乐 (9899.HK)

买入

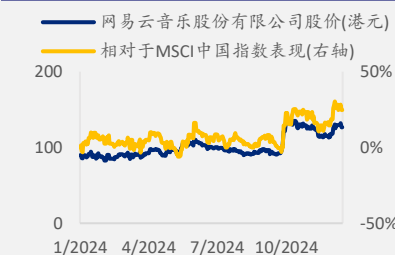
目标价 (港元)	145
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价 (港元)	126.6
52 周内股价区间 (港元)	81.5-144.7
总市值 (百万港元)	27,387
近 3 月日均成交额 (百万港元)	103

注: 截至 2024 年 12 月 13 日收盘价

市场预期区间



股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	8,992	7,867	8,045	8,613	9,222
收入成本	(7,699)	(5,764)	(5,328)	(5,642)	(5,948)
毛利	1,293	2,103	2,717	2,972	3,274
研发费用	(1,011)	(869)	(805)	(844)	(876)
销售费用	(635)	(758)	(759)	(818)	(876)
管理费用	(172)	(165)	(181)	(189)	(203)
其他费用	140	20	29	30	30
经营盈利	(385)	330	1,001	1,150	1,349
利息支出	183	438	394	420	440
其他收益	(3)	(0)	(1)	-	-
除税前盈利	(204)	768	1,395	1,570	1,789
所得税开支	(17)	(33)	(62)	(157)	(179)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(221)	734	1,333	1,413	1,610
调整后净利润	(115)	819	1,454	1,553	1,757

现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	(204)	768	1,333	1,413	1,610
折旧与摊销	23	16	15	17	19
营运资金变动	2,094	(264)	74	31	30
其他非现金调整	(69)	(332)	121	140	148
经营活动现金流	1,843	189	1,543	1,601	1,807
资本性支出	(24)	(3)	(20)	(22)	(24)
投资	31	813	(200)	(200)	(200)
其他投资活动	151	417	-	-	-
投资活动现金流	159	1,227	(220)	(222)	(224)
借款	-	-	-	-	-
股本	33	(304)	(300)	(300)	(300)
其他融资活动	(35)	(4)	-	-	-
融资活动现金流	(3)	(308)	(300)	(300)	(300)
汇兑收益及其他	64	(5)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	2,063	1,104	1,023	1,079	1,283
期初的现金及现金等价物	853	2,917	4,020	5,043	6,122
期末的现金及现金等价物	2,917	4,020	5,043	6,122	7,405

资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	46	33	38	43	48
投资	79	79	79	79	79
其他非流动资产	291	175	175	175	175
非流动资产合计	416	287	292	297	302
应收账款	558	923	850	819	789
现金及现金等价物	2,917	4,020	5,043	6,122	7,405
投资	6,192	5,485	5,685	5,885	6,085
其他流动资产	809	895	895	895	895
流动资产合计	10,475	11,323	12,472	13,720	15,173
资产总额	10,891	11,611	12,765	14,017	15,475
权益总额	7,820	8,441	9,595	10,848	12,305
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	61	70	70	70	70
非流动负债合计	61	70	70	70	70
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,010	3,100	3,100	3,100	3,100
流动负债合计	3,010	3,100	3,100	3,100	3,100
负债总额	3,071	3,170	3,170	3,170	3,170
权益及负债总额	10,891	11,611	12,765	14,017	15,475

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	28.5%	-12.5%	2.3%	7.1%	7.1%
毛利润增速	806.3%	62.6%	29.2%	9.4%	10.2%
经营利润增速	-71.5%	NM	203.3%	14.8%	17.3%
净利润增速	-89.2%	NM	81.6%	6.0%	13.9%
调整后净利润增速	-89.0%	NM	77.7%	6.8%	13.2%
盈利能力比率					
毛利率	14.4%	26.7%	33.8%	34.5%	35.5%
经营利润率	-4.3%	4.2%	12.4%	13.3%	14.6%
净利率	-2.5%	9.3%	16.6%	16.4%	17.5%
调整后净利率	-1.3%	10.4%	18.1%	18.0%	19.1%
每股指标（元）					
EPS	-1.1	3.5	6.3	6.7	7.6
调整后EPS	-0.5	3.9	6.9	7.4	8.3
估值（倍）					
目标P/E			19.2	18.0	15.9
目标P/S			3.5	3.2	3.0

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

抓住年轻一代用户

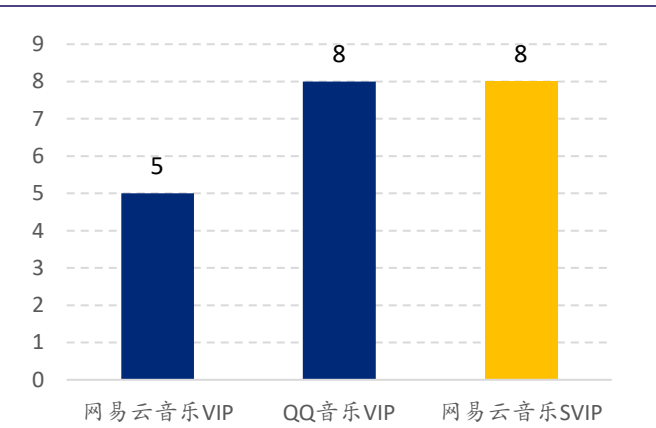
网易云音乐是中国领先的在线音乐平台，为用户提供以社区为中心的在线音乐服务和社交娱乐服务。公司产品包括“网易云音乐”及附属的社交娱乐产品，如“LOOK 直播”、“声波”及“音街”。

公司用户战略上重点覆盖年轻用户群体，公司在线音乐服务月活中约 90% 为 1990 年或之后出生的用户，在年轻一代拥有高渗透率。公司用户活跃度也保持着良好水平，DAU/MAU 持续高于 30%。公司通过学生特惠、网易游戏联动等方式培育年轻用户群体。

公司定价相较于同行有明显折扣。2023 年网易云音乐 ARPU 为 6.9 元，腾讯音乐 ARPU 为 10.0 元，网易云音乐实际 ARPU 不到腾讯音乐的 70%。公司通过较低的价格，在年轻用户，特别是在学生群体具备吸引力。网易云音乐的学生套餐价格相比同行更优，网易云音乐黑胶 VIP 学生价格 5 元/月，黑胶 SVIP 年卡 96 元（折合 8 元/月），而 QQ 音乐豪华绿钻（对标网易云音乐黑胶 VIP）学生价格为 8 元/月。

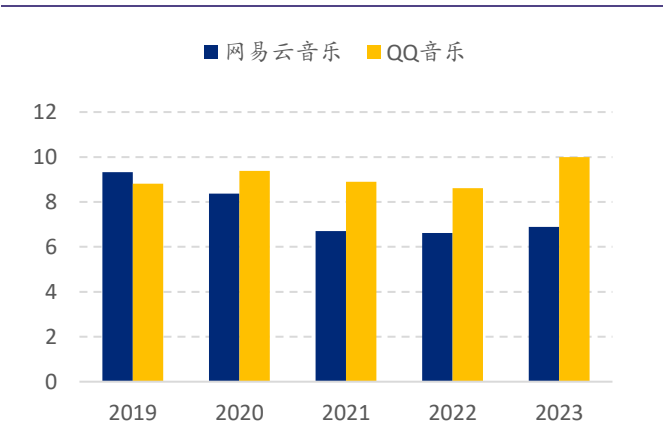
公司在年轻用户上的布局，能够有助于培养新一代用户心智。年轻用户喜爱的更多以新生代歌手为主，我们认为这能够在一定程度上弥补公司某些头部版权缺失的劣势。同时，公司也在努力建立自有版权，特别是针对年轻用户的内容，建立差异化优势。

图表 2：在线音乐平台学生套餐平均月费（元）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：在线音乐平台 ARPU（元）

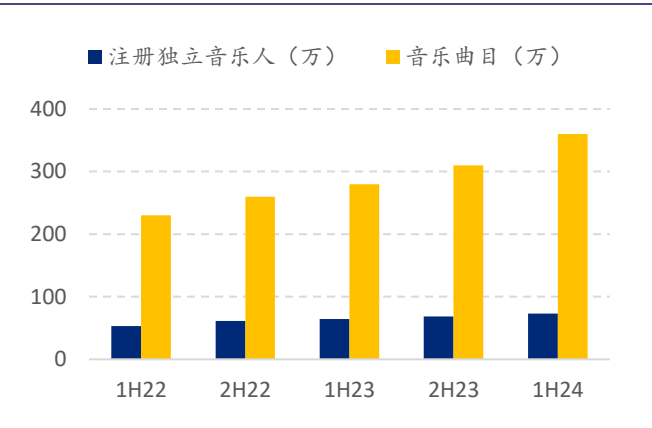


资料来源：公司资料、浦银国际

独立音乐人孕育土壤，社区运营提高用户留存

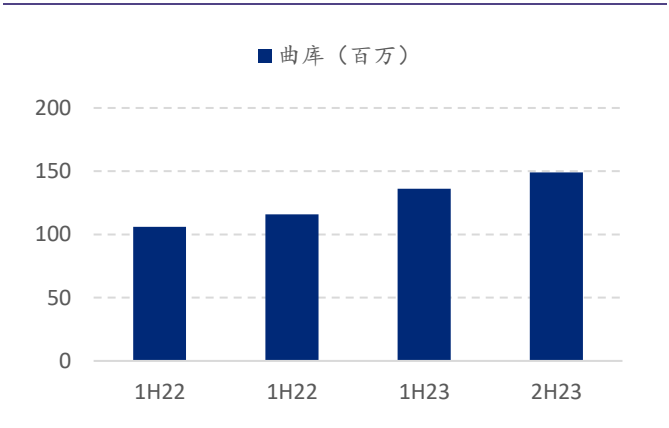
公司致力于扶持新兴音乐人，强化平台的原创音乐生态。公司大量年轻的用
户群体，相对来说更容易接受和探索新音乐。公司头部流量占比不太集中，
能够为新兴独立音乐人提供更好的曝光机会。截至 2024 年 6 月，平台注册
独立音乐人超过 73.2 万，上传约 360 万首歌曲。同时，公司也在积极与版
权方进行合作，持续丰富内容储备，截至 2023 年，曲库规模已超过 1.49 亿，
以满足用户多样的音乐需求。

图表 4：独立音乐人及歌曲数量



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5：网易云音乐曲库规模



资料来源：公司资料、浦银国际

社区运营提高用户留存。公司的年轻用户群体和独立音乐人相对更愿意分
享和表达，他们之间的交互形成了以评论区为代表的活跃社区氛围。2022 年，
网易云音乐近一半用户听歌的同时也会浏览评论区。我们观察热歌榜单评论，
与其他音乐平台相比，网易云音乐评论数量普遍要更高。我们认为公司
活跃的社区氛围，能够有助于增加用户粘性，实现更好的用户留存。

图表 6：网易云音乐产品展示



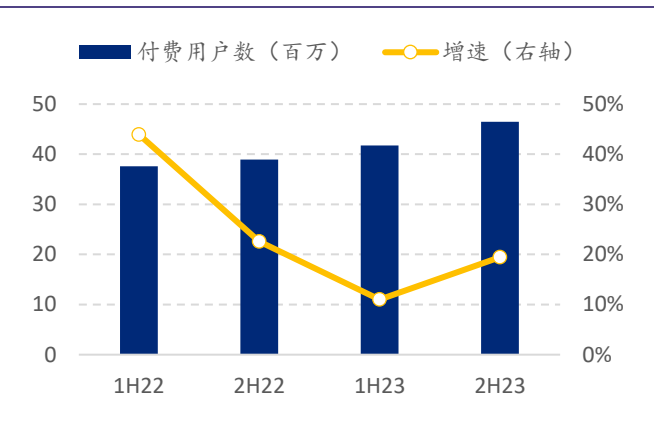
资料来源：公司资料、浦银国际

规模优先，商业化仍有较大潜力

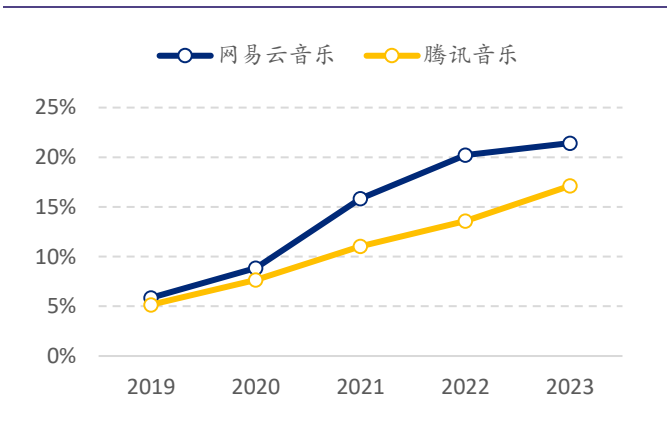
公司现阶段更加注重用户规模的增长，持续拓宽获客渠道，包括通过联合品牌会员来扩大用户规模。由于公司整体 ARPU 还处于较低水平，我们认为公司未来商业化仍有较大的提升空间。

88VIP 推动付费会员增长。公司通过与阿里巴巴合作，以扩大用户规模。淘宝 88VIP 会员可以选择换领网易云音乐黑胶 VIP 权益，截止 3Q24 末，88VIP 会员规模已超过 4600 万，我们预计将是公司重要的付费用户来源之一。结合年轻用户相对更高的付费习惯，过去公司的付费率也持续高于腾讯音乐。

图表 7：网易云音乐在线音乐服务付费用户

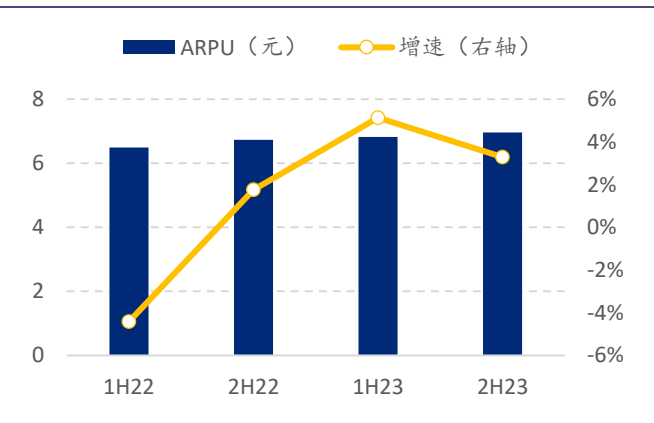


图表 8：在线音乐平台付费率

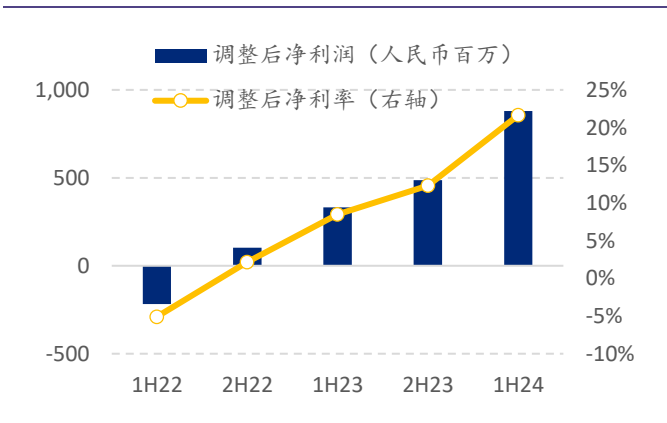


商业化仍有较大潜力。公司现阶段更加注重用户规模的增长，过去几年 ARPU 维持低增长，低于腾讯音乐的 70%，我们认为公司未来 ARPU 有较大的提升空间。得益于公司的规模效应、内容成本优化和运营效率提升，公司的利润率也得到了快速改善，1H24 调整后净利率提升至 22%。我们预计随着公司商业化阶段的成熟，未来收入利润均有较大增长潜力。

图表 9：网易云音乐 ARPU

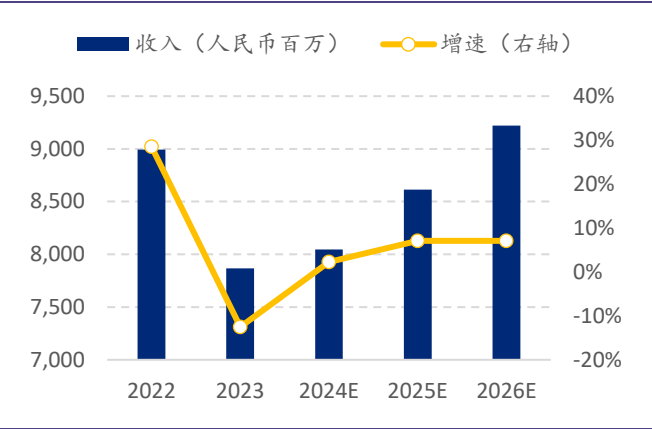


图表 10：网易云音乐调整后净利润



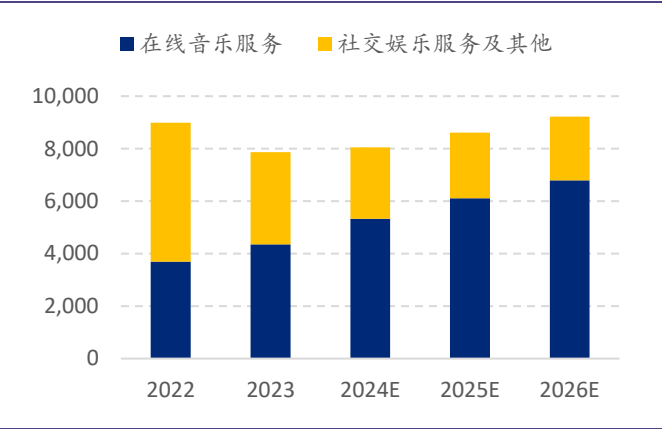
盈利预测

图表 11：网易云音乐收入预测



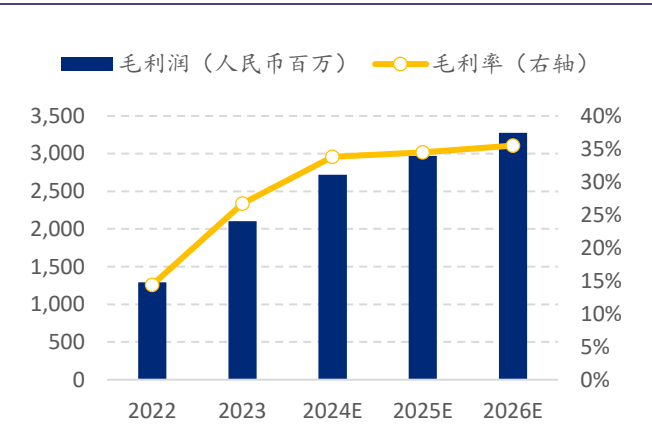
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 12：网易云音乐分部收入预测（人民币百万）



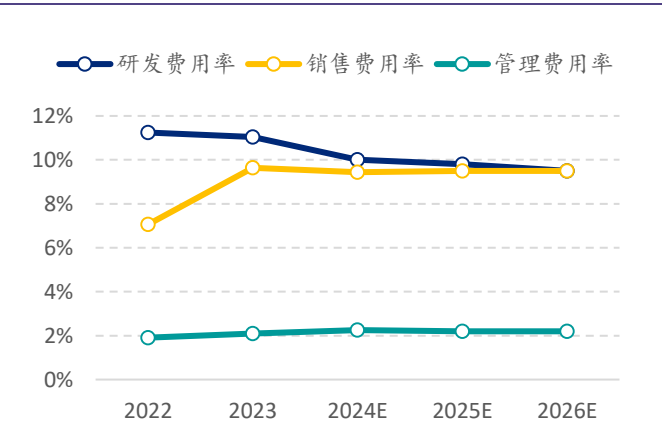
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 13：网易云音乐毛利润预测



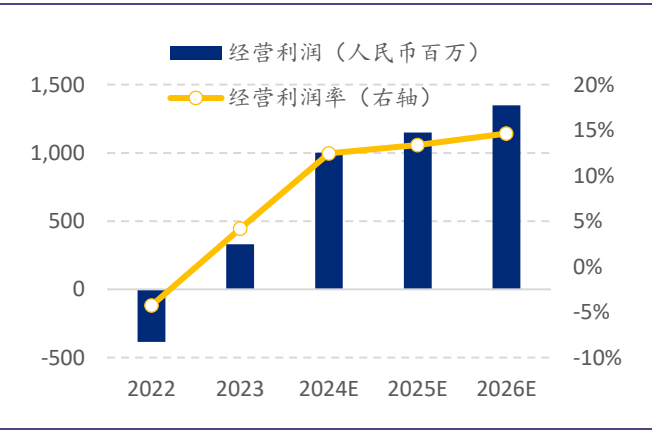
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 14：网易云音乐费用率预测



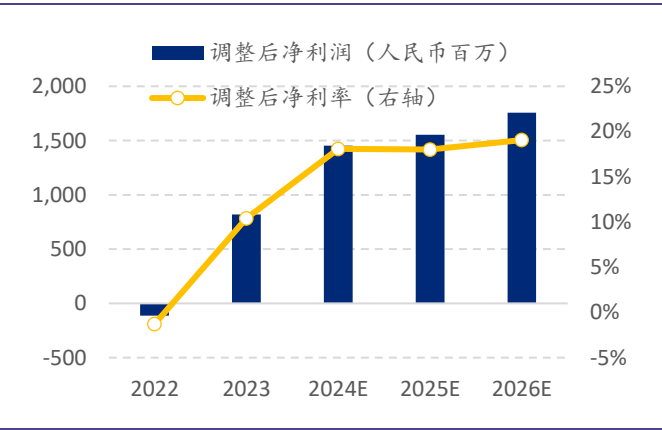
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 15：网易云音乐经营利润预测



E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 16：网易云音乐调整后净利润预测



E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 145 港元

我们预计公司 FY25E 调整后净利润为人民币 15.53 亿元，参考可比公司估值，同时考虑到行业相对稳定的竞争格局以及公司商业化潜力，给予公司 FY25E 18x P/E，目标价 145 港元，对应 FY26E 16x P/E，首予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
IQ US Equity	爱奇艺	2,178	2.3	9.6	8.9	6.9	9.1	6.1	5.3
772 HK Equity	阅文集团	3,657	28.0	19.0	17.0	15.6	16.0	13.5	12.4
700 HK Equity	腾讯	488,399	409.8	16.6	15.0	13.6	14.9	13.5	12.3
BABA US Equity	阿里巴巴	209,457	87.8	10.5	9.1	8.0	5.8	5.1	4.4
3690 HK Equity	美团	127,244	162.6	21.5	17.4	14.2	17.3	13.9	11.1
1024 HK Equity	快手	25,792	46.5	10.9	8.8	7.4	6.9	5.5	4.6
BILI US Equity	哔哩哔哩	8,235	19.8	N/A	34.3	21.2	38.5	15.7	12.2
合计				14.7	15.8	12.4	15.5	10.5	8.9

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 12 月 13 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 18：浦银国际目标价：网易云音乐（9899.HK）



注：截至 2024 年 12 月 13 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

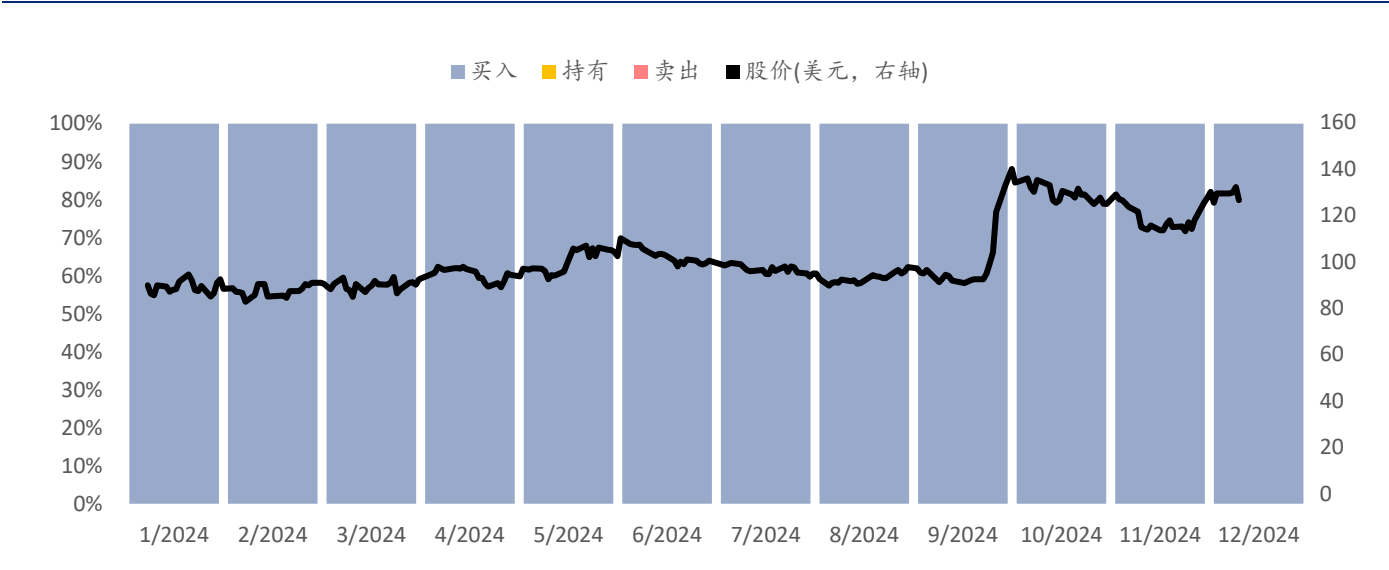


投资风险

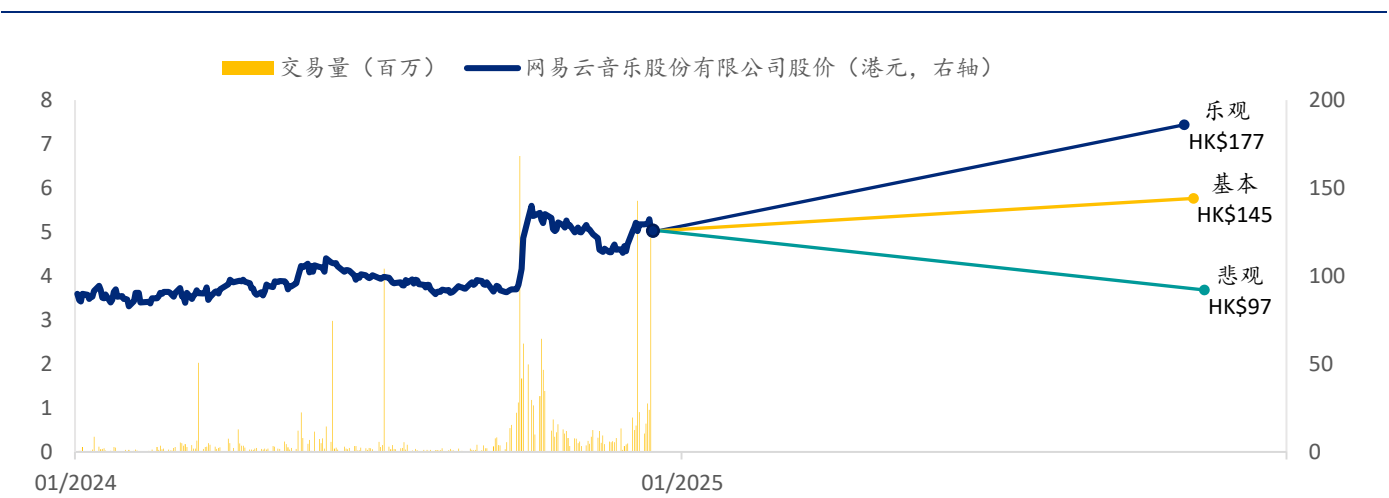
- 用户增长不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 版权版税风险；
- 其他娱乐形式竞争。

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 19：市场普遍预期：网易云音乐（9899.HK）



图表 20：SPDBI 情景假设：网易云音乐（9899.HK）



乐观情景：公司收入利润好于预期 (概率：20%)	悲观情景：公司收入利润不及预期 (概率：20%)
目标价：177 港元	目标价：97 港元
- 用户增长优于预期； - ARPU 稳步提升； - 利润率进一步改善。	- 用户增长放缓； - 加大投入导致利润下降。

资料来源：浦银国际预测

财务报表

图表 21：损益表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
损益表					
收入	8,992	7,867	8,045	8,613	9,222
收入成本	(7,699)	(5,764)	(5,328)	(5,642)	(5,948)
毛利	1,293	2,103	2,717	2,972	3,274
研发费用	(1,011)	(869)	(805)	(844)	(876)
销售费用	(635)	(758)	(759)	(818)	(876)
管理费用	(172)	(165)	(181)	(189)	(203)
其他费用	140	20	29	30	30
经营盈利	(385)	330	1,001	1,150	1,349
利息支出	183	438	394	420	440
其他收益	(3)	(0)	(1)	-	-
除税前盈利	(204)	768	1,395	1,570	1,789
所得税开支	(17)	(33)	(62)	(157)	(179)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(221)	734	1,333	1,413	1,610

E=浦银国际预测
资料来源：公司资料，浦银国际

图表 22：资产负债表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
资产负债表					
固定资产	46	33	38	43	48
其他非流动资产	370	254	254	254	254
非流动资产合计	416	287	292	297	302
应收账款	558	923	850	819	789
现金及现金等价物	2,917	4,020	5,043	6,122	7,405
其他流动资产	7,001	6,379	6,579	6,779	6,979
流动资产合计	10,475	11,323	12,472	13,720	15,173
资产总额	10,891	11,611	12,765	14,017	15,475
权益总额	7,820	8,441	9,595	10,848	12,305
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	61	70	70	70	70
非流动负债合计	61	70	70	70	70
应付账款及票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	3,010	3,100	3,100	3,100	3,100
流动负债合计	3,010	3,100	3,100	3,100	3,100
负债总额	3,071	3,170	3,170	3,170	3,170
权益及负债总额	10,891	11,611	12,765	14,017	15,475

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

图表 23：现金流量表

人民币百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金流量表					
净利润	(204)	768	1,333	1,413	1,610
折旧与摊销	23	16	15	17	19
营运资金变动	2,094	(264)	74	31	30
其他非现金调整	(69)	(332)	121	140	148
经营活动现金流	1,843	189	1,543	1,601	1,807
资本性支出	(24)	(3)	(20)	(22)	(24)
投资	31	813	(200)	(200)	(200)
其他投资活动	151	417	-	-	-
投资活动现金流	159	1,227	(220)	(222)	(224)
借款	-	-	-	-	-
股本	33	(304)	(300)	(300)	(300)
其他融资活动	(35)	(4)	-	-	-
融资活动现金流	(3)	(308)	(300)	(300)	(300)
汇兑收益及其他	64	(5)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	2,063	1,104	1,023	1,079	1,283
期初的现金及现金等价物	853	2,917	4,020	5,043	6,122
期末的现金及现金等价物	2,917	4,020	5,043	6,122	7,405

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

图表 24：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	85.75	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	87.82	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	144.40	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	37.29	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	102.27	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.61	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	17.06	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.06	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.72	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	409.80	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	95.45	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	147.10	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	154.20	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	19.81	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.26	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	23.90	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.90	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.45	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.11	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	11.70	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	162.60	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	46.50	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.28	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.59	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	33.65	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.12	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	9.31	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.80	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	116.47	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	24.44	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	447.27	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	324.47	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	227.46	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	189.82	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	191.38	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	620.35	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	338.07	买入	400.00	16/12/2024	教育
SPOT US Equity	Spotify	483.31	买入	555.00	17/12/2024	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	11.98	买入	14.50	17/12/2024	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	46.65	买入	56.00	17/12/2024	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	126.60	买入	145.00	17/12/2024	在线音乐

注：股价截至 2024 年 12 月 13 日收盘，资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

