

AI专题·从海外C端应用看AI进展

订阅服务迎来价值增量，
广告平台有望持续增长

西南证券研究院
海外研究团队
2025年7月

核心观点

- ❑ **C端应用：强化数据积累与核心算法，构建C端应用增长飞轮。**在互联网应用中，用户数据和推荐算法是各平台构建壁垒的核心。在用户飞轮方面，C端应用基于AI技术提高推荐模型效率、借助AI功能优化用户体验，从而提高用户参与度、积累更多用户行为数据，最终反哺推荐算法的优化升级，其中，Duolingo和Spotify聚焦AI功能迭代，Snapchat和Pinterest则在22H2至23H1对推荐模型进行重大升级。**对于订阅平台**，AI算法和AI功能的引入，能够吸引更多的付费用户，有效提升用户留存和订阅转化率，驱动企业加大AI投入，从而进一步优化用户体验与推荐效率，形成良性循环；**对于广告平台**，C端应用则依托AI工具提升广告自动化能力，持续优化广告推荐系统，带动广告价值提升，吸引更多广告商投放，推动广告收入增长，最终形成用户与订阅/广告业务的双重飞轮。
- ❑ **订阅平台：AI功能提升产品自身价值，提价策略带来实际收入贡献。**在海外C端互联网应用中，以Duolingo和Spotify为代表的订阅平台，在AI赋能下提高产品价值、强化增长韧性，通过用户与订阅飞轮构筑自身应用的长期壁垒和增长机制。**在AI功能加持下，Duolingo推出定价更高的新订阅层级Duolingo Max，Spotify则对各订阅层级采取涨价举措。**其中，Duolingo的日活跃用户中能够有权订阅Max的用户占比从不足10%提升至60%以上，Max订阅用户占总订阅用户的比例从24Q4的5%提升至25Q1的7%；Spotify则基于AI功能支持产品分别于2023年7月和2024年6月实现两次提价，驱动平台相关付费用户数量与ARPU的双重增长，**AI能力已转化为实质性的付费用户增长和订阅收入贡献。**
- ❑ **广告平台：AI增强平台广告投放价值，推动广告收入增速提升。**AI技术对广告平台的核心作用在于推荐算法的效率改进、广告自动化工具的智能升级、用户AI体验的持续优化，从而带动广告转化效率提升、形成广告增长飞轮。在海外C端应用平台中，Snapchat的AI创新聚焦于用户体验和模型推荐效率，推出聊天机器人My AI、AR lenses滤镜、并持续优化AI推荐模型；Pinterest则将AI技术进行全方位布局，在用户侧推出AI引导式搜索体验、在广告商侧增强广告自动化工具Performance+、在平台侧则扩展AI推荐模型。**在AI技术赋能下，广告平台的投放价值实现提升、广告变现效率进一步增强，两大广告平台活跃用户数量保持同比稳健增长、ARPU同比增速自24Q1开始由负转正、广告收入增速持续改善。**其中，Snapchat广告业务收入同比增速从23H1的负增长，转变为23H2的正增长、2024年再次提升至10%以上，同时Snapchat+的订阅收入成为平台新业绩增量，收入贡献从24Q1的0.9亿美元增长至25Q1的1.5亿美元；而Pinterest营业收入同比增速则从23H1的个位数增长、提升至23H2的10%以上、24H1再次攀升至20%以上。
- ❑ **相关标的：**Spotify (SPOT.N)、Duolingo (DUOL.O)、Pinterest (PINS.N)、Snapchat (SNAP.N)。
- ❑ **风险提示：**平台用户增长不及预期、AI技术与功能进展不及预期、AI商业化变现不及预期等风险。

目录

一、C端应用：订阅平台表现相对领先，广告平台基本面持续改善

1.1 平台业务对比：产品内容形式各异，收入及成本类型差异明显

1.2 AI进展对比：AI功能持续迭代，降本增效及收入贡献日益显现

二、订阅平台：AI带来订阅产品价值提升，业绩贡献逐渐清晰

2.1 Duolingo：AI功能打造Max订阅层级，高级订阅持续渗透

2.2 Spotify：AI功能支撑订阅服务涨价，带动用户付费水平提升

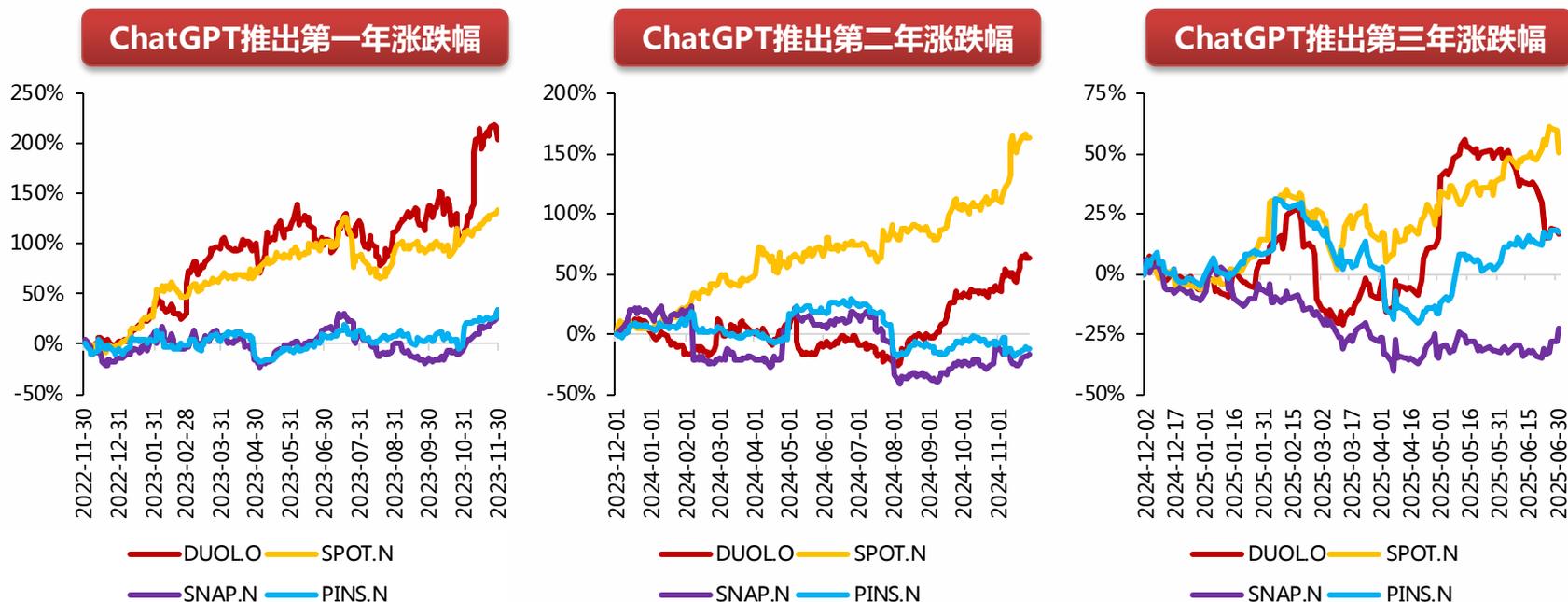
三、广告平台：AI助力广告转化效率增强，平台收入增长加速

3.1 Snapchat：广告收入同比增速由负转正，Snapchat+贡献订阅增量

3.2 Pinterest：广告工具Performance+效果增强，广告投资回报表现强劲

1 C端应用：订阅平台表现相对领先，广告平台基本面持续改善

- **C端应用股价表现分化，订阅平台涨幅居前。** 根据各公司收入结构，C端应用主要分为订阅服务和广告业务两大模式，其中，Duolingo和Spotify以订阅为主，Snapchat和Pinterest以广告为主。
- **ChatGPT推出第一年涨跌幅：** Duolingo+205% > Spotify+133% > Snapchat&Pinterest+34%。
- **ChatGPT推出第二年涨跌幅：** Spotify+164% > Duolingo+63% > Pinterest-13% > Snapchat-16%，其中，订阅平台AI功能及业绩进展相对明显，而广告业务易受多因素扰动。
- **ChatGPT推出第三年（2024年12月2日至2025年7月1日）涨跌幅：** Spotify+50% > Pinterest+17% > Duolingo+16% > Snapchat-23%。

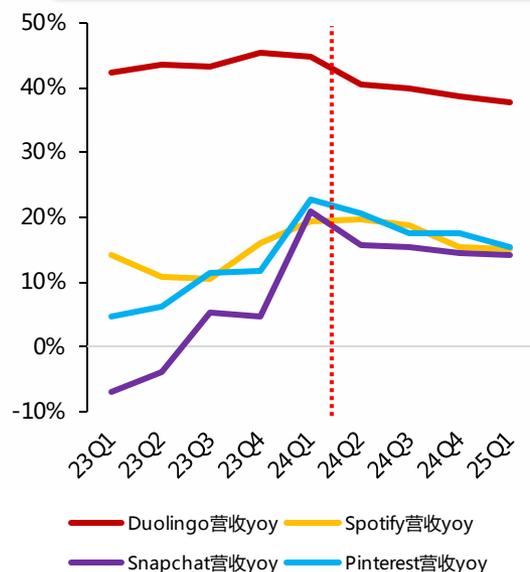


资料来源：Wind，西南证券整理

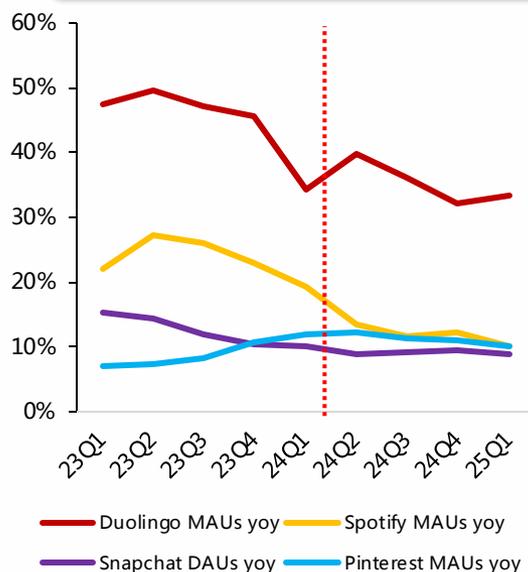
1 C端应用：订阅平台表现相对领先，广告平台基本面持续改善

- 23Q1-24Q1用户规模扩张驱动平台收入增长，24Q1-25Q1 ARP(P)U提升助力平台表现稳健。
- **营收增速**：23Q1-24Q1，海外四大C端应用营收同比增速在2022年的低基数下开始恢复；24Q2-25Q1，各公司营收同比增速趋于稳定。
- **活跃用户**：23Q1-24Q1，海外四大C端应用活跃用户数量同比增速相对较高，是推动各平台收入增长的主要动力；24Q2-25Q1，活跃用户数量的同比增速逐渐回归稳定。
- **ARP(P)U**：23Q1-23Q4，多数C端应用平台的每(付费)用户平均收入水平为负增长；24Q1-25Q1，平均收入水平实现转正、或同比降幅明显收窄，成为驱动2024年及以后收入增长的主要因素。

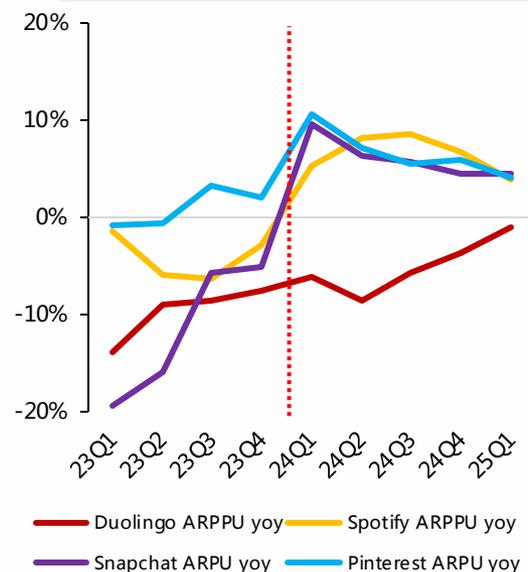
海外C端应用公司营收同比增速



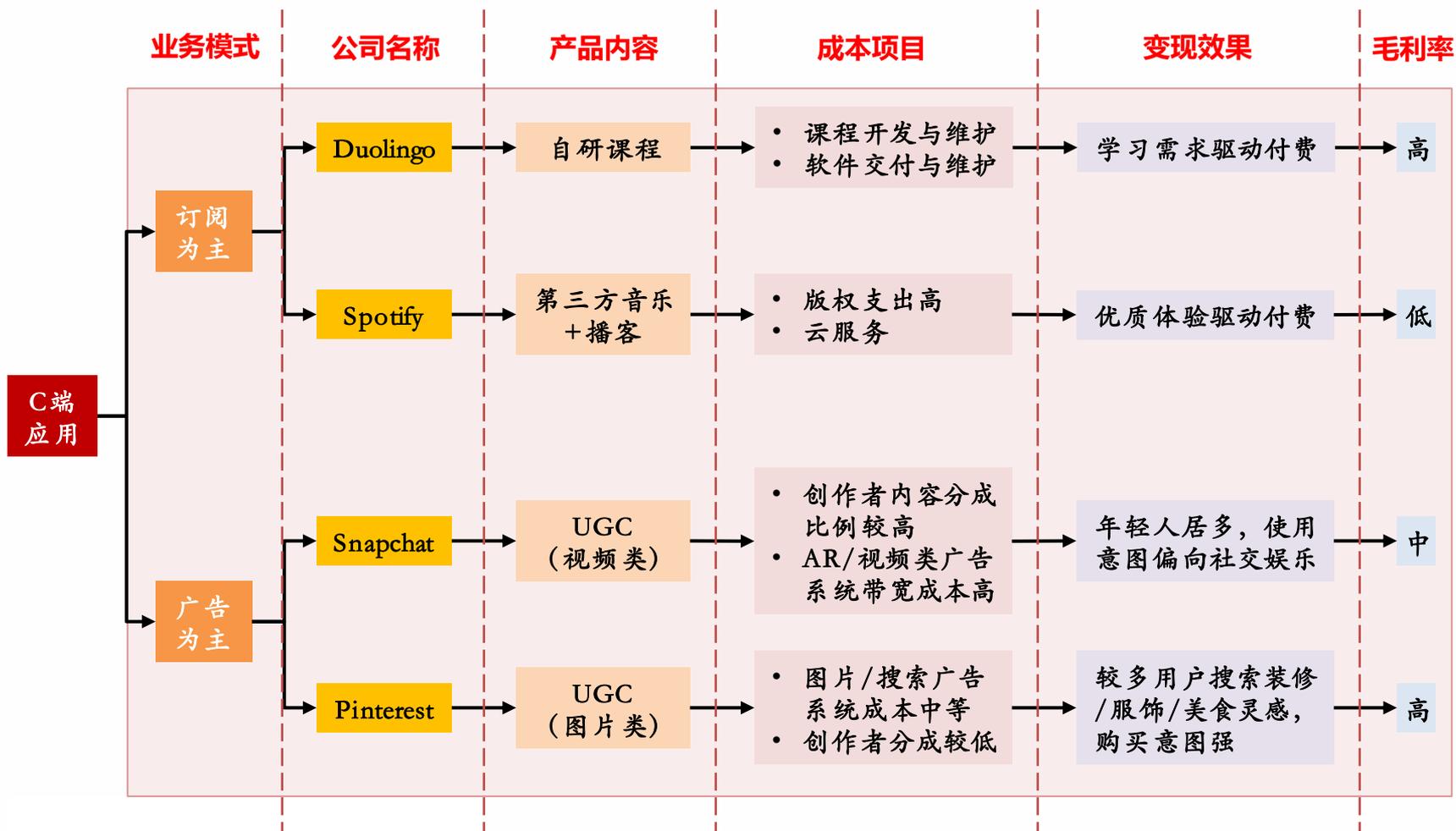
海外C端应用活跃用户同比增速



海外C端应用ARP(P)U同比增速



1.1 平台业务对比：产品内容形式各异，收入及成本类型差异明显



1.1 平台业务对比：产品内容形式各异，收入及成本类型差异明显

- C端应用业务模式聚焦订阅与广告，订阅收入占比整体提升。
- 订阅平台：产品价值具备韧性，渗透空间仍然广阔。Duolingo和Spotify以订阅服务为主，24Q1至25Q1，Duolingo订阅收入占比从79%提升至83%，Spotify订阅收入占比提升90%。两大订阅平台在AI功能的加持下，分别推出高级订阅服务和产品提价举措，推动产品价值提升，强化增长韧性。根据业绩会，Duolingo认为全球学习语言的人数约20亿，而截至25Q1平台MAU约1.3亿人，用户增长潜力巨大；Spotify认为全世界有超过30亿人关心音乐，而截至25Q1平台MAU约6.8亿人，未来渗透空间广阔。
- 广告平台：行业大盘易受多因素扰动，广告业务增长提速。Snapchat和Pinterest以广告收入为主，24Q1至25Q1，Snapchat广告收入占比从93%下降至89%、而以订阅收入为主的其他收入占比从7%提升至11%，主要系AI功能带动Snapchat+订阅服务增长；Pinterest绝大多数收入由广告贡献，具体占比暂未拆分。由于广告主的预算分配计划较为灵活，易受流量算法、市场等多因素影响，因此广告业务的驱动因素相较订阅业务更趋复杂。

24Q1-25Q1海外C端应用公司收入结构

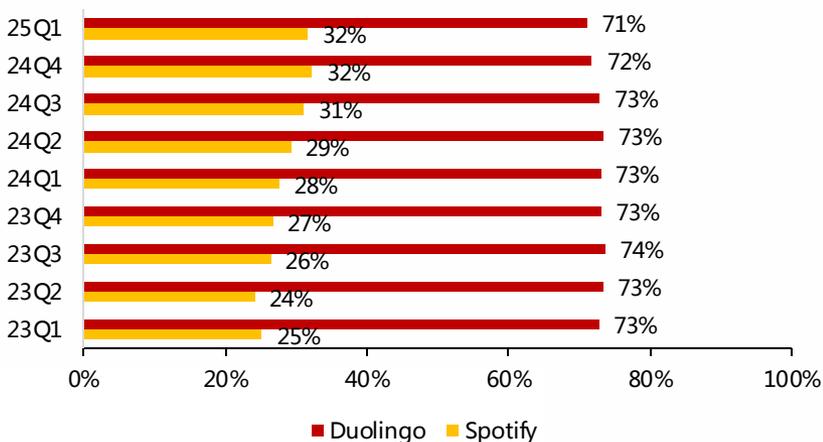
公司	业务	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
Duolingo	• 订阅收入	79%	81%	82%	83%	83%
	• 其他收入 (广告+IAP6+DET6)	21%	19%	18%	17%	17%
Spotify	• 订阅收入	89%	88%	88%	87%	90%
	• 广告收入	11%	12%	12%	13%	10%
Snapchat	• 广告收入	93%	92%	91%	91%	89%
	• 其他收入 (以订阅为主)	7%	8%	9%	9%	11%
Pinterest	• 广告收入	暂未披露细分业务收入情况，但公司整体收入以广告为主				
	• 其他收入					

资料来源：各公司公告，西南证券整理

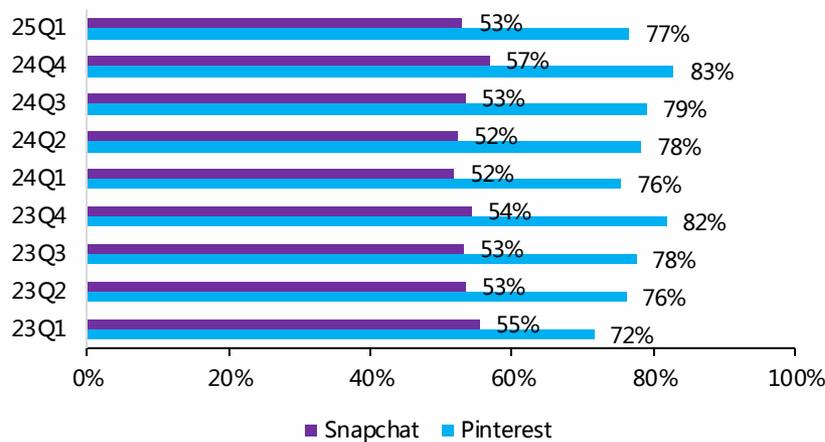
1.1 平台业务对比：产品内容形式各异，收入及成本类型差异明显

- C端平台毛利率差异显著，产品内容为主要影响因素。**
 - 1) Duolingo**：产品内容以自研语言课程为主，生产成本相对固定，边际使用成本极低，毛利率高于70%；但24Q1至25Q1正式推出Duolingo Max后，毛利率略有下降，主要系AI功能带来额外的大模型调用成本，且随着使用量增加、边际成本也会增加；若未来AI推理成本下降，毛利率有望随之改善。
 - 2) Spotify**：产品内容以第三方音乐和播客为主，版权支出和云服务成本相对较高，且用户收听越多、按使用付费的版权和云服务成本越高，23Q1至25Q1，公司毛利率呈上升趋势并已超过30%，主要受益于版权协议采用更灵活的定价结构、AI功能支持产品涨价、广告业务具备更高毛利率。
 - 3) Snapchat**：平台主打私域社交，社媒内容以用户原创的图片和视频为主，包括AR滤镜、Spotlight短视频等功能，视频类内容形态带宽处理成本高、广告系统复杂，平台需要给创作者额外分成，毛利率处于50%~60%区间。
 - 4) Pinterest**：用户生成图文混合内容为主，图片分发和推荐系统成本相较视频类略低，广告形式以搜索为主，分成激励较少，毛利率保持70%以上高水平。

23Q1-25Q1海外C端订阅业务公司毛利率



23Q1-25Q1海外C端广告业务公司毛利率



资料来源：各公司公告，西南证券整理

资料来源：各公司公告，西南证券整理

1.2 AI功能进展对比：订阅产品创新AI功能，广告平台升级推荐算法

□ 订阅平台AI功能采用较早，广告平台重视推荐算法升级。自22H2开始，海外C端订阅平台陆续开发AI功能、聚焦AI功能的优化创新；广告平台则利用AI技术重新训练推荐算法，聚焦广告排序系统和广告工具的迭代升级。

23Q1-25Q1海外C端应用AI功能进展

时间	Duolingo	Spotify	Snapchat	Pinterest
23Q1	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max：2023年3月宣布与OpenAI合作，推出新的高级订阅产品Duolingo Max，由GPT-4提供支持	1) AI DJ 功能 (23Q1推出) 2) Audiobooks 功能 (22Q3推出)	AI+内容/广告：将各类广告格式全面转向基于点击的广告互动方式，并据此重新训练广告排序系统和推荐模型 My AI：基于OpenAI GPT技术首次推出AI聊天机器人 AR：AI帮助AR Lenses提升用户体验；推出AR企业服务，首个SaaS产品Shopping Suite	扩展AI推荐模型：使用GPU并测试部署更大的AI模型（22H2开始转向下一代AI能力，从CPU向GPU迁移，使平台能够使用比以前大100倍的推荐模型，并将自有数据与基于AI的计算机视觉和搜索技术结合，用于改进推荐相关性）
23Q2	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max：新增2项AI功能答案解析Explain My Answer（用户出错时会提供答案解释）和角色扮演Roleplay（用户可以练习对话） 2) 借助AI编写Duolingo Stories脚本、扩展课程内容	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能	AI+内容/广告：机器学习模型更新、基础设施改进 My AI：新增自定义Bitmoji背景和表情包功能	扩展AI推荐模型：在23H1将分享倾向(propensity to share)信号纳入推荐系统模型；扩大GPU服务的使用范围，从核心参与AI模型扩展到广告投放模型
23Q3	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能	AI+内容/广告：将更广泛的信号纳入到广告平台，驱动更大的模型，推动更精确的转化预测，提高广告商投资回报率 My AI：把大部分精力放在响应质量上，在My AI中继续推动赞助链接的相关性	推出Shop the Look模块：使用AI和计算机视觉技术，从商家目录中推荐类似的可购买商品，方便用户快捷选购 推出AI引导式浏览体验：基于AI技术根据用户兴趣在相关使用场景中推荐新内容
23Q4	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max 2) 正在推出新功能Duo Radio，借助AI为其生成数据	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能	AI+内容/广告：7-0 Pixel Purchase Optimization模型开始投入使用，显著提升广告转化效果	AI+广告主自动化工具套件：已经具备构建全自动广告系统的多个关键组件，包括自动竞价/广告预算优化/页面优化 开始测试AI搜索引导功能：帮助用户从宽泛的搜索词细化到更具体的探索路径，从而更接近实际行动或购买的阶段 优化AI推荐模型：将更多专有信号引入推荐系统，包括保存、点击、转化等实际行为
24Q1	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max 2) 借助AI生成内容	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能 3) Music videos音乐视频功能 (24Q1推出)	AI+内容/广告：7-0 Pixel Purchase Optimization模型持续推广，帮助广告主实现更高的广告支出回报率（ROAS）	AI+广告主自动化工具套件：基于AI的自动化功能引入广告活动创建流程和广告产品体系的核心位置
24Q2	借助AI创新产品—Duolingo Max：多模态大模型GPT-4o为产品开发“语音对语音”的对话功能提供强大技术支持	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能 3) Music videos音乐视频功能	AI+内容/广告：将Spotlight和Stories之间的排名模型统一到单一的后端堆栈，对所有内容类型进行排名	Performance+ 产品内测：面向一小部分广告主 加大AI引导搜索的投入：首先在“家居装饰”类目中上线
24Q3	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max：2024年9月，在答案解析和角色扮演的功能基础上，推出AI驱动的“Lily视频通话”新功能	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能 3) Music videos音乐视频功能 4) AI Playlist (24Q3推出)	AI+内容/广告：增强Spotlight短视频推荐系统，可根据历史信号识别用户兴趣，并部署多模态ML模型提高视频识别 My AI：宣布与Google Cloud扩大战略合作，借助Gemini在Vertex AI上的多模态能力，为My AI提供支持 AR：推出Easy Lens，可通过文本提示在几分钟内创建Lenses；推出第五代由Snap OS驱动的AR眼镜Spectacles	Performance+ 产品内测：历经多轮Alpha和Beta测试，通过AI驱动的整体优化灵活提升广告展示量
24Q4	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max：利用AI生成式技术来改善视频通话体验 2) 使用AI扩展数学课程内容：LLM增强推理能力后更加擅长数学，未来数学课程添加内容的速度将大幅提高	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能 3) Music videos音乐视频功能 4) AI Playlist	AR：推出第一款双人生成镜头，通过使用生成镜头与朋友一起创建个性化自拍	Performance+ 正式推出：2024年10月1日全面推出AI广告工具套件Performance+，并全面开放使用；扩展创意功能 Performance+ Creative，可在购物广告中添加AI背景；测试出价功能Performance+ ROAS
25Q1	1) 借助AI创新产品—Duolingo Max 2) 借助AI生成国际象棋课程：国际象棋始于2人团队，团队成员不是程序员，仅使用AI完成整个国际象棋课程，目前暂未在应用程序中上线，预计即将上线	1) AI DJ功能 2) Audiobooks功能 3) Music videos音乐视频功能 4) AI Playlist	AI+内容/广告：实施更新、更快的机器学习模型，新模型整合新趋势和用户交互信号的速度翻一番，模型学习速率提升6倍，训练数据规模基于历史交互数据量增长超5倍 My AI：扩展Gemini增强图片理解等多模态能力到更多地区 AR：基于第5代AR眼镜推出创新的lenses和平台增强功能	增强多模态AI推荐模型：同时训练图像和文本数据，改进视觉推荐，新增AI内容标注和图文结合的视觉搜索功能 Performance+ 新增功能：2025年3月正式向所有广告主开放新增的ROAS（广告支出回报率）出价功能；为创意工具增加图片尺寸自动调整功能，处于测试阶段

1.2 AI经营进展对比：订阅产品价值持续提升，广告转化效率稳步增强

□ 订阅产品价值持续提升，广告转化效率稳步增强。1) **Duolingo**：DAUs中有权订阅Max的用户占比已提升到60%以上。2) **Spotify**：截至25Q1，AI DJ已在60+个国家上线、Audiobooks被纳入订阅服务推广至更多地区、AI Playlist扩展至40+个市场。3) **Snapchat**：Plus订阅用户已从23Q1的300万人攀升至25Q1的1500万人。4) **Pinterest**：广告点击率提升、投放成本持续降低。

23Q1-25Q1海外C端应用AI经营进展

时间	Duolingo	Spotify	Snapchat	Pinterest
23Q1	23Q1 DAUs约2030万人，yoy+62%， Duolingo Max处于推出初期阶段 ，预计从开始推出到覆盖所有用户大约需要1年时间	23Q1 MAUs约5.15亿人，yoy+22%； AI DJ功能为测试版本 ，是公司自十年前推出移动端以来用户体验最大的更新之一，MAUs内容消费时长健康增长、用户粘性呈现积极趋势	My AI ：SnapChat+订阅用户数达 300万	用户参与度取得显著进展，主要得益于平台内容在 个性化和相关性 上的提升；测试部署更大的AI模型帮助提升 广告相关性 ，CPC（按点击计费） 广告活动点击率提升超过5%
23Q2	23Q2 DAUs约2140万人，yoy+62%， Duolingo Max处于测试阶段 （只向小部分用户开放），继续改进功能、测试定价和包装方案（大约是Super价格的2倍）	23Q2 MAUs约5.5亿人，yoy+27%； AI DJ在更多国家上线 ，用户已有积极互动反馈； Audiobooks处于早期阶段	广告 ：活跃广告主数量创纪录， 同比增长超20% ，广告主留存率同比有所提高；购买相关转化率提高30%； My AI ：Snapchat+订阅用户数超 400万 ，1.5亿人向My AI发送超100亿条消息	大100倍的推荐模型帮助 用户感知相关性提高近10pp ，达到 94% ；Shop the Look功能为商家带动 转化率提升9% ；将GPU服务的使用范围扩展到广告投放模型，使 广告每次行动成本(CPA)降低5% ， 点击率(CTR)提升超过10%
23Q3	23Q3 DAUs约2420万人，yoy+62%， Duolingo Max处于推广阶段 （扩大覆盖范围），使用iOS并学习法语或西班牙语的用户中，有相当一部分人可以看到或购买Max，AI功能持续优化，用户使用频率提升	23Q3 MAUs超5.7亿人，yoy+26%； AI DJ在英语国家广泛推出 ，用户参与度（收听时长）和满意度（NPS评分）显著提升； Audiobooks处于产品推出初期阶段	My AI ：Snapchat+订阅用户超过 500万 ，推动Snapchat+订阅收入同比增长超过250%；自My AI推出以来，已有2+亿人发送超过200亿条消息； AR ：平均每天超过2.5亿用户在平台上参与AR体验	在Shop the Look推荐的商品中有 70% 被评为 精准或高度相关匹配
23Q4	1) 产品创新 ：23Q4 DAUs约2690万人，yoy+65%， Duolingo Max处于优化阶段 ，定价策略仍在进行试验 2) 降本增效 ：五年前开发DuoRadio可能需要花费10年时间生成数据，但现在只需要几个月就能完成	23Q4 MAUs达6.0亿人，yoy+23%； Audiobooks推广至更多市场 ，成为仅次于Audible的 第二大有声读物提供商	广告 ：购买相关转化率增长超过90%，中小型广告客户增长超过20% My AI ：Snapchat+订阅用户超过 700万	23Q4 自动竞价 覆盖平台 85% 的收入，整优化工具正在全渠道范围内提升效率
24Q1	24Q1 DAUs约3140万人，yoy+55%， Duolingo Max只能在6个国家的iOS上学习法语和西班牙语的用户才能使用 ，在 DAUs的用户覆盖率（DAUs中有权购买Max的用户占比）为5%~10%	24Q1 MAUs约6.15亿人，yoy+19%； 超过25%的用户群 在使用 Audiobooks 功能；24Q1开始在部分市场以 测试版 推出 Music videos 功能	广告 ：购买相关转化率同比增长超过75%，中小企业广告主数量同比增长85% My AI ：Snapchat+订阅用户超过 900万 ，同比增幅超过三倍 AR ：平均每天有超过3亿用户使用AR技术	截至24Q1 自动竞价 的收入覆盖率保持在 80%以上 ，超过50%的收入来自使用扩展定向或灵活日预算的广告活动
24Q2	24Q2 DAUs约3410万人，yoy+59%， Duolingo Max的推广持续推进 ，已在 27个国家的5门课程 上线，仅支持 iOS 系统，未来几个月将引入Android系统，在 DAUs的用户覆盖率为15%	24Q2 MAUs约6.26亿人，yoy+14%； Audiobooks 为平台带来更多的用户参与度	广告 ： 活跃广告商总数同比增长超过一倍 My AI ：Snapchat+订阅用户超过 1100万 AR ：平均每天平台用户玩AR lenses数十亿次；与朋友分享AR lenses体验的用户数量同比增长12%	多数参与 Performance+Alpha测试 的广告主在低漏斗转化和购物广告中 CPA优化超过10% ，在考虑类广告中每次点击成本 CPC改善超过10%
24Q3	24Q3 DAUs达3720万人，yoy+54%， Duolingo Max在DAUs的用户覆盖率约50% ，预计在 2024年底将增加到60%~70%的覆盖率 ， Android 用户将更多地纳入其中， Lily 视频功能采用 强劲 ，英语学习者的使用频率是其他语言学习者的2倍	24Q3 MAUs约6.4亿人，yoy+11%；使用 AI DJ 与 Music videos 功能的用户在 参与度和留存率 方面均高于未使用者； Audiobooks 美国用户的 使用时长 比原来多出5h+；新增 AI驱动 的 AI Playlist 功能	My AI ：Snapchat+订阅用户达 1200万 ，同比增长超一倍，24Q3美国用户发送给My AI的Snap数量环比增长三倍以上	AI模型每秒生成超过4亿次预测 ，用以实时排序用户在平台上最可能感兴趣的内容；广告主设立一个广告活动所需的输入项减少50%， 平均CPA降低10% ，使用Performance+投放 购物广告 的广告主 平均CPA改善超过20%
24Q4	24Q4 DAUs达4050万人，yoy+51%， Duolingo Max已覆盖大多数DAUs ，除少数几个国家，几乎已在所有国家上线	24Q4 MAUs约6.75亿人，yoy+12%；Audiobooks和videos功能持续改进；AI DJ、AI Playlist等功能继续带来全新体验	广告 ：基于应用的购买优化带来的收入同比增长超过70% My AI ：Snapchat+订阅用户增加到 1400万	Performance+测试显示 CPA与CPC平均降幅超10% ；Performance+Creative Beta测试结果 显示平均转化率提高14% ， CPA降低9% ；Performance+ROAS测试中大多数广告主的 广告投资回报率提升至少15%
25Q1	1) 产品创新 ：25Q1 DAUs达4660万人，yoy+48% 2) 降本增效 ：利用生成式AI 一年内上线148门语言课程 ，覆盖更多语言， 显著快于过往12年人工开发进度	25Q1 MAUs近6.8亿人，yoy+10%； AI DJ已在60+个国家 上线； AI Playlist 功能已 扩展至40+个市场 ； Audiobooks 功能与ElevenLabs合作，Premium订阅服务推广至更多地区	My AI ：Snapchat+订阅用户约 1500万	专有的多模态AI模型在平台上支持 视觉搜索的识别和推荐相关内容的能力 比市面上领先的模型 高出30% ；初步测试数据显示，采用 图片尺寸调整 的购物 广告点击率提升6% 。

1.2 AI业绩进展对比：AI订阅产生实质收入贡献，广告业务增长加速

- **AI订阅产生实质收入贡献，AI助力广告业务增速提升。** 1) **Duolingo**：24Q4至25Q1，Duolingo Max订阅用户占总订阅用户的比例已从5%提升至7%，AI能力已转化为实质性的付费用户增长和订阅收入贡献。 2) **Spotify**：AI功能支撑产品提价，驱动平台相关付费用户数量与ARPU的双重增长。 3) **Snapchat**：广告业务收入的同比增速从23H1的负增长，转变为23H2的正增长、再提升至2024年10%以上的同比增长，同时Snapchat+的订阅收入成为平台新业绩增量。 4) **Pinterest**：公司营业收入从23H1的个位数同比增长、提升至23H2的10%以上、再抬升至24H1的20%以上。

23Q1-25Q1海外C端应用AI业绩进展

时间	Duolingo	Spotify	Snapchat	Pinterest
23Q1	23Q1订阅收入达0.86亿美元，yoy+49%；订阅服务预定额为1.11亿美元，yoy+40%；付费用户数约480万人，yoy+66%	23Q1订阅收入超27亿欧元，yoy+14%，订阅用户约2.1亿人，yoy+15%	23Q1实现营收9.9亿美元，yoy-7%，希望通过Snapchat+推动收入未来实现多元化增长	23Q1营业收入达6亿美元，yoy+5%；MAU约4.63亿人，yoy+7%，ARPU约\$1.32，yoy-1%
23Q2	23Q2订阅收入达0.95亿美元，yoy+46%；订阅服务预定额为1.06亿美元，yoy+43%；付费用户数约520万人，yoy+58%	23Q2订阅收入近28亿欧元，yoy+11%，订阅用户约2.2亿人，yoy+17%	23Q2实现营收10.7亿美元，yoy-4%	23Q2营业收入近7.1亿美元，yoy+6%；MAU约4.65亿人，yoy+7%，ARPU约\$1.53，yoy-1%
23Q3	23Q3订阅收入近1.06亿美元，yoy+47%；订阅服务预定额为1.21亿美元，yoy+54%；付费用户数约580万人，yoy+57%	23Q3订阅收入达29亿欧元，yoy+10%，订阅用户近2.3亿人，yoy+16%，2023年7月宣布在50+个市场上调价格（提价在9月生效），主要包括大部分欧洲和北美市场	23Q3实现营收11.9亿美元，yoy+5%	23Q3营业收入达7.6亿美元，yoy+11%；MAU约4.82亿人，yoy+8%，ARPU约\$1.61，yoy+3%
23Q4	23Q4订阅收入超1.17亿美元，yoy+50%；订阅服务预定额为1.58亿美元，yoy+57%；付费用户数约660万人，yoy+57%，家庭计划订阅者占总订阅者数量的18%	23Q4订阅收入近32亿欧元，yoy+17%，订阅用户近2.4亿人，yoy+15%，其中Audiobooks功能于2023年10月被纳入Premium高级订阅服务中	23Q4实现营收13.6亿美元，yoy+5%	23Q4营业收入达9.8亿美元，yoy+12%；MAU约4.98亿人，yoy+11%，ARPU约\$1.61，yoy+2%
24Q1	24Q1订阅收入近1.32亿美元，yoy+53%；订阅服务预定额为1.61亿美元，yoy+47%；付费用户数约740万人，yoy+54%，家庭计划订阅者占总订阅者数量的18%	24Q1订阅收入约32.5亿欧元，yoy+20%，订阅用户近2.4亿人，yoy+14%，订阅ARPU约4.55欧元，yoy+5%，计划提高订阅价格以反映创新功能的新增价值	24Q1实现营收12亿美元，yoy+21%： 广告：广告收入11.1亿美元，yoy+16% 订阅：其他收入0.87亿美元（包括所有非广告收入，几乎由Snapchat+订阅收入组成），yoy+194%	24Q1营业收入约7.4亿美元，yoy+23%；MAU约5.18亿人，yoy+12%，ARPU约\$1.46，yoy+11%
24Q2	24Q2订阅收入约1.44亿美元，yoy+51%；订阅服务预定额为1.56亿美元，yoy+47%；付费用户数约800万人，yoy+54%，家庭计划订阅者占总订阅者数量的20%	24Q2订阅收入约33.5亿欧元，yoy+21%，订阅用户近2.5亿人，yoy+12%，订阅ARPU约4.62欧元，yoy+8%，在关键市场（包括美国）实施提价	24Q3实现营收12.4亿美元，yoy+16%： 广告：广告收入11.3亿美元，yoy+10% 订阅：其他收入1.05亿美元，yoy+151%	24Q2营业收入达8.5亿美元，yoy+21%；MAU约5.22亿人，yoy+12%，ARPU约\$1.64，yoy+7%
24Q3	24Q3订阅收入近1.6亿美元，yoy+49%；订阅服务预定额为1.76亿美元，yoy+45%；付费用户数约860万人，yoy+48%，家庭计划订阅者占总订阅者数量的21%	24Q3订阅收入达35亿欧元，yoy+21%，订阅用户超2.5亿人，yoy+12%，订阅ARPU约4.71欧元，yoy+9%，得益于付费用户增长和ARPU提升的双重驱动	24Q3实现营收13.7亿美元，yoy+15%： 广告：广告收入12.5亿美元，yoy+10% 订阅：其他收入1.23亿美元，同比增长超过一倍	24Q3营业收入近9.0亿美元，yoy+18%；MAU约5.37亿人，yoy+11%，ARPU约\$1.70，yoy+6%
24Q4	24Q4订阅收入达1.7亿美元，yoy+48%；订阅服务预定额为2.37亿美元，yoy+50%；付费用户数约950万人，yoy+44%，其中家庭计划订阅者占总订阅者数量的23%，Duolingo Max订阅用户占总订阅用户的5%	24Q4订阅收入达37亿欧元，yoy+17%，订阅用户超2.6亿人，yoy+11%，订阅ARPU约4.69欧元，yoy+7%，主要受益于高级用户增长及ARPU提升	24Q4实现营收15.6亿美元，yoy+14%： 广告：广告收入14.1亿美元，yoy+10% 订阅：其他收入1.43亿美元，同比增长超过一倍	24Q4营业收入达11.5亿美元，yoy+18%；MAU约5.53亿人，yoy+11%，ARPU约\$2.12，yoy+6%
25Q1	25Q1订阅收入为1.9亿美元，yoy+45%；订阅服务预定额为2.32亿美元，yoy+44%；付费用户数约1030万人，yoy+39%，其中Duolingo Max订阅用户约占总订阅用户的7%（如果仅限于英语学习者，占比实际高于7%；非英语学习者则低于7%）	25Q1订阅收入近38亿欧元，yoy+16%，订阅用户近2.7亿人，yoy+12%，订阅ARPU约4.73欧元，yoy+4%，主要受益于持续的用户增长和与价格上涨相关的ARPU增长	24Q4实现营收13.6亿美元，yoy+14%： 广告：广告收入12.1亿美元，yoy+9% 订阅：其他收入1.52亿美元，yoy+75%	25Q1营业收入约8.55亿美元，yoy+16%；MAU约5.7亿人，yoy+10%，ARPU约\$1.52，yoy+4%

资料来源：各公司公告，西南证券整理

目录

一、C端应用：订阅平台表现相对领先，广告平台基本面持续改善

1.1 平台业务对比：产品内容形式各异，收入及成本类型差异明显

1.2 AI进展对比：AI功能持续迭代，降本增效及收入贡献日益显现

二、订阅平台：AI带来订阅产品价值提升，业绩贡献逐渐清晰

2.1 Duolingo：AI功能打造Max订阅层级，高级订阅持续渗透

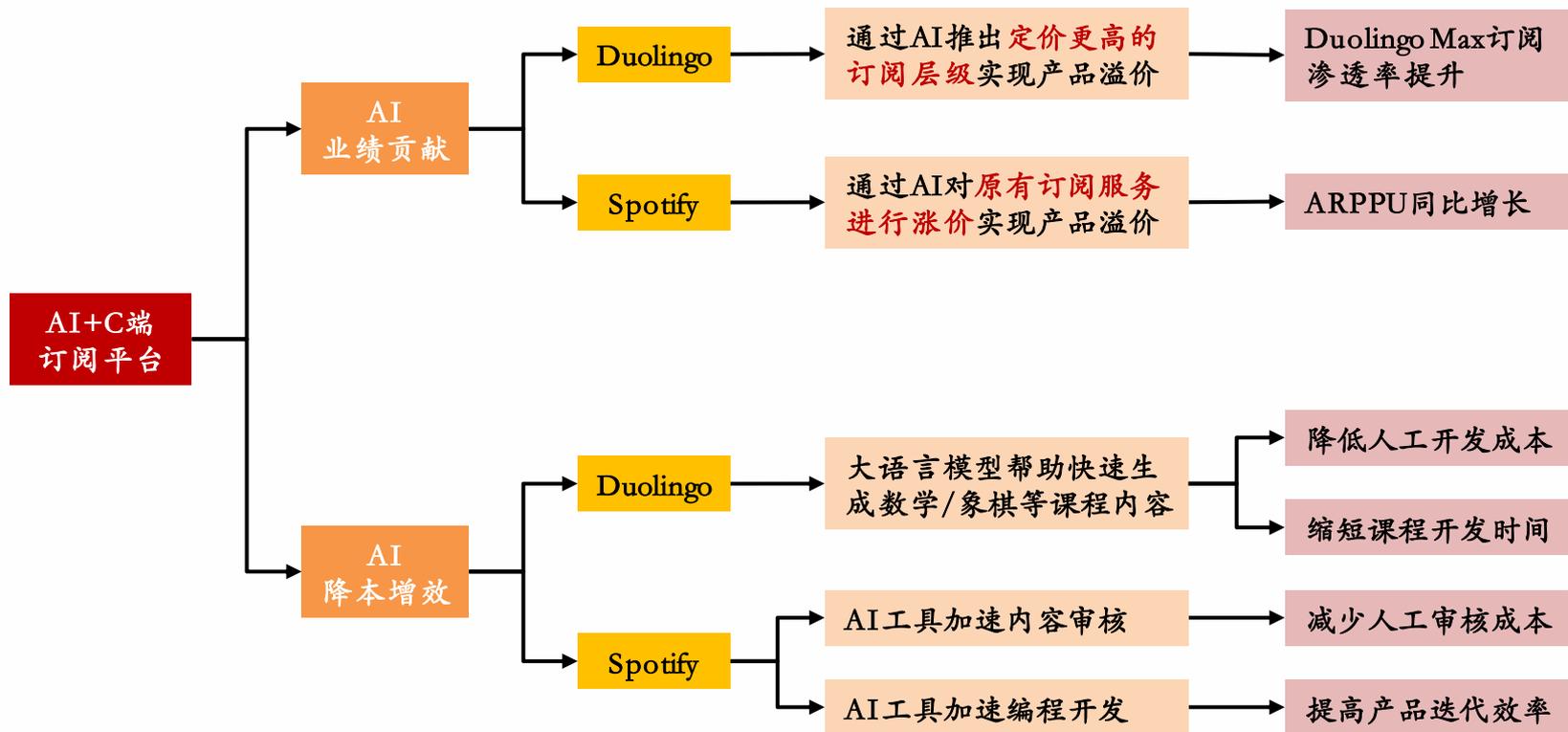
2.2 Spotify：AI功能支撑订阅服务涨价，带动用户付费水平提升

三、广告平台：AI助力广告转化效率增强，平台收入增长加速

3.1 Snapchat：广告收入同比增速由负转正，Snapchat+贡献订阅增量

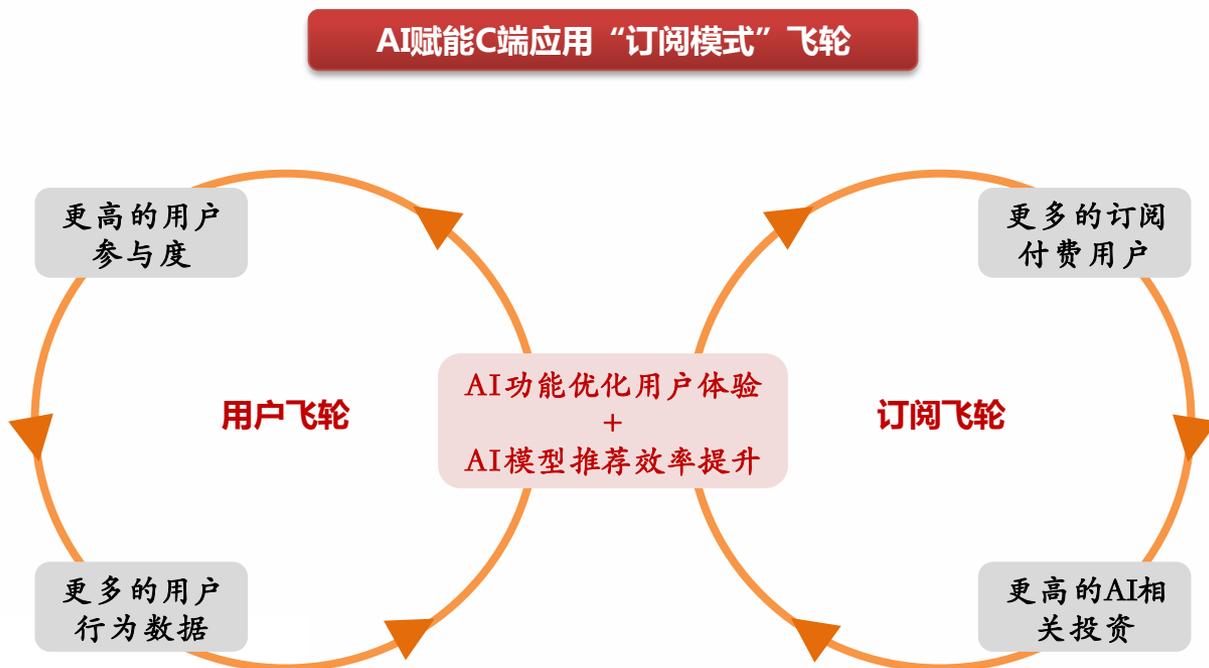
3.2 Pinterest：广告工具Performance+效果增强，广告投资回报表现强劲

2 订阅平台：AI带来订阅产品价值提升，业绩贡献逐渐清晰



2 订阅平台：AI带来订阅产品价值提升，业绩贡献逐渐清晰

- **AI赋能用户与订阅双重飞轮，构筑C端应用壁垒。**在面向C端用户的互联网应用中，订阅模式在AI赋能下进一步加强业务增长韧性，形成订阅模式的增长飞轮：**1) 用户飞轮**：C端应用通过AI模型提高平台推荐效率、借助AI功能优化用户体验，从而提高用户参与度、积累更多用户行为数据，最终反哺推荐算法的优化升级。**2) 订阅飞轮**：AI算法和AI功能的引入，能够吸引更多的付费用户，有效提升用户留存和订阅转化率，驱动企业加大AI投入，从而进一步优化用户体验与推荐效率，形成良性循环。目前，用户与订阅飞轮已成为C端应用构筑长期壁垒的关键机制，本质是通过AI带来的价值增量实现业绩贡献，其中，Duolingo通过新的订阅层级，Spotify则通过订阅服务提价。



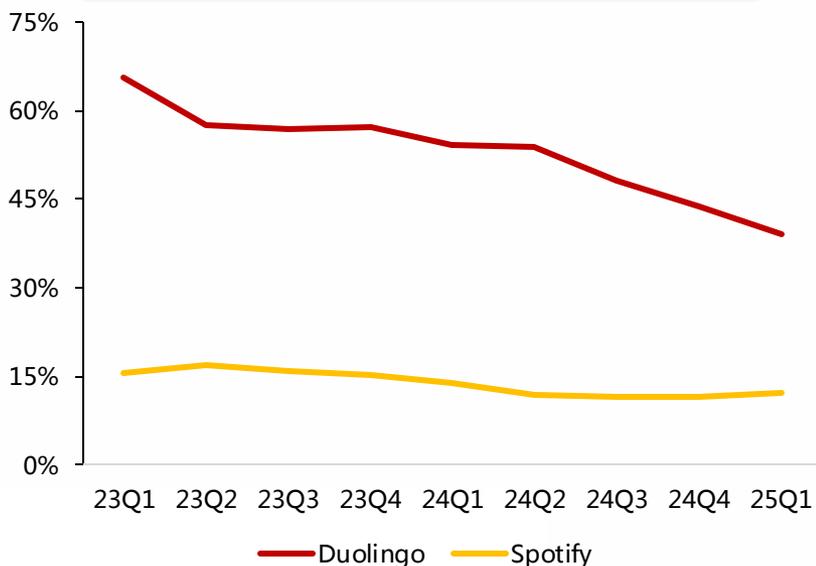
2 订阅平台：AI带来订阅产品价值提升，业绩贡献逐渐清晰

□ 订阅付费用户数量持续增长，ARPPU同比增速显著改善。

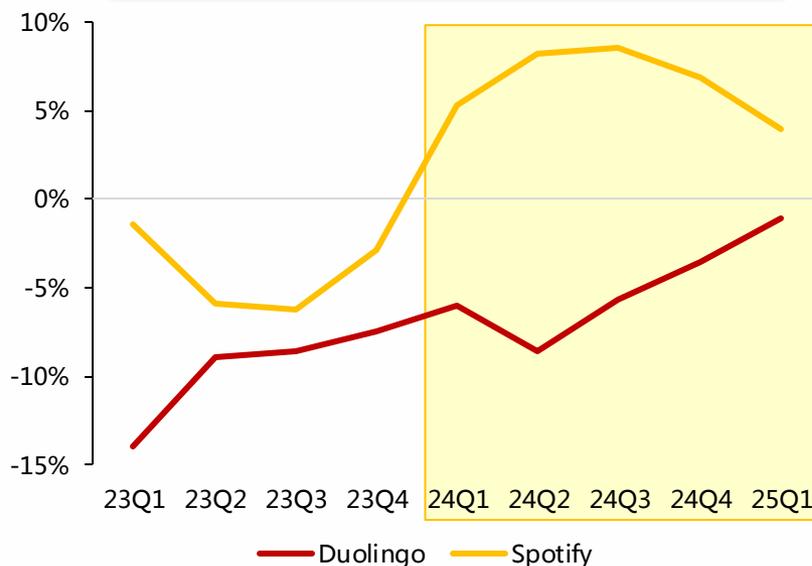
➤ **Duolingo**：1) 付费用户数：尽管付费用户同比增速在23Q1-25Q1呈现下降态势，但截至25Q1，同比增速为39%，仍处于行业较高水平。2) ARPPU：尽管23Q1-25Q1ARPPU同比增速为负，但同比降幅已从23Q1的-14%改善至25Q1的-1%，虽然Max定价较高，但订阅收入将于分期确认，因此短期内对ARPPU的推动作用可能相对有限。

➤ **Spotify**：1) 付费用户数：23Q1-25Q1，付费用户同比增速表现稳定，基本保持在15%上下水平。2) ARPPU：2023年和2024年，Spotify在欧美等主要市场对订阅服务分别进行两次涨价，推动ARPPU进入复苏通道，自24Q1开始实现由负转正，并连续五个季度持续保持同比正增长。

23Q1-25Q1 订阅平台付费用户数同比增速



23Q1-25Q1 订阅平台ARPPU同比增速



资料来源：各公司公告，西南证券整理

资料来源：各公司公告，西南证券整理

2.1 Duolingo : AI功能提升用户体验 , Max高级订阅反映AI价值

- AI功能提升用户体验, Max订阅反映AI价值。**
23Q1 : Duolingo宣布与OpenAI合作, 由GPT-4模型提供支持, 推出价值更高的新订阅层级Duolingo Max。**23Q2** : 新订阅层级Duolingo Max在Super Duolingo的基础功能之上, 新增答案解析(用户出错时可以提供答案解析)和角色扮演(用户可以练习对话)两大AI功能, 提升学习交互体验, 增加产品价值。**24Q2** : OpenAI多模态模型GPT-4o为Duolingo开发“语音对语音”的对话功能提供技术基础。**24Q3** : 平台正式新增由AI驱动的“视频通话”功能, 用户能够与虚拟角色Lily对话、进行口语训练。**自2023年以来, 随着AI技术的持续发展, Duolingo在产品中多次融入AI功能, 从而支撑订阅层级从Super向Max的升级, 通过更高级别的订阅实现产品收入的提升, 构建从AI技术到商业变现的完整闭环。**

Duolingo各订阅层级定价和功能对比

订阅层级指标		个人版/月付	个人版/年付	家庭版(≤6人)/年付
北美地区定价	Free Duolingo	\$0	\$0	
	Super Duolingo	\$12.99	\$79.99	\$119.99
	Duolingo Max	\$29.99	\$239.99	\$359.99
具体功能权限 	课程内容	√	√	√
	专项练习		√	√
	错题复习		√	√
	无限红心		√	√
	免广告		√	√
	答案解析 (AI功能)			√
	角色扮演 (AI功能)			√
视频通话 (AI功能)			√	

资料来源: 公司官网, 西南证券整理

2.1 Duolingo : Max用户覆盖率持续提升，AI业绩贡献逐步兑现

- Max用户覆盖率持续提升，AI能力已转化为实际业绩贡献。23Q1至23Q4，Duolingo Max经历发布/内测/优化/试验等阶段，持续打磨产品功能和定价策略；而后于2024年正式向外部市场推广，逐步扩大国家和地区覆盖范围，从仅能支持iOS系统逐步也向Android用户开放。24Q1至24Q4，日活跃用户中能够有权订阅Duolingo Max的用户占比从不足10%提升至60%以上，用户覆盖率快速提升，同时付费用户数在高基数下保持强劲增长，24Q4至25Q1，Duolingo Max订阅用户占总订阅用户的比例已从5%提升至7%，AI能力已转化为实质性的付费用户增长和订阅收入贡献。

23Q1-25Q1 Duolingo AI进展

时间	AI经营进展	AI业绩贡献
23Q1	23Q1 DAUs约2030万人，yoy+62%， Duolingo Max处于推出初期阶段 ，预计从开始推出到覆盖所有用户大约需要1年时间	23Q1订阅收入达0.86亿美元，yoy+49%；订阅服务预定额为1.1亿元，yoy+40%；付费用户数约480万人，yoy+66%
23Q2	23Q2 DAUs约2140万人，yoy+62%， Duolingo Max处于测试阶段 （只向小部分用户开放），继续改进功能、测试定价和包装方案（大约是Super价格的2倍）	23Q2订阅收入达0.95亿美元，yoy+46%；订阅服务预定额为1.06亿元，yoy+43%；付费用户数约520万人，yoy+58%
23Q3	23Q3 DAUs约2420万人，yoy+62%， Duolingo Max处于推广阶段 （扩大覆盖范围），使用iOS并学习法语或西班牙语的用户中，有相当一部分人可以看到或购买Max，AI功能持续优化，用户使用频率提升	23Q3订阅收入近1.06亿美元，yoy+47%；订阅服务预定额为1.21亿元，yoy+54%；付费用户数约580万人，yoy+57%
23Q4	1) 产品创新 ：23Q4 DAUs约2690万人，yoy+65%， Duolingo Max处于优化阶段，定价策略仍在进行试验 2) 降本增效 ：五年前开发DuoRadio可能需要花费10年时间生成数据，但现在只需要几个月就能完成	23Q4订阅收入超1.17亿美元，yoy+50%；订阅服务预定额为1.58亿元，yoy+57%；付费用户数约660万人，yoy+57%， 家庭计划订阅者占总订阅者数量的18%
24Q1	24Q1 DAUs约3140万人，yoy+55%， Duolingo Max只能在6个国家的iOS上学习法语和西班牙语的用户才能使用，在DAUs的用户覆盖率（DAUs中有权购买Max的用户占比）为5%~10%	24Q1订阅收入近1.32亿美元，yoy+53%；订阅服务预定额为1.61亿元，yoy+47%；付费用户数约740万人，yoy+54%， 家庭计划订阅者占总订阅者数量的18%
24Q2	24Q2 DAUs约3410万人，yoy+59%， Duolingo Max的推广持续推进，已在27个国家的5门课程中上线，仅支持iOS系统，未来几个月将引入Android系统，在DAUs的用户覆盖率为15%	24Q2订阅收入约1.44亿美元，yoy+51%；订阅服务预定额为1.56亿元，yoy+47%；付费用户数约800万人，yoy+54%， 家庭计划订阅者占总订阅者数量的20%
24Q3	24Q3 DAUs达3720万人，yoy+54%， Duolingo Max在DAUs的用户覆盖率约50%，预计在2024年底将增加到60%~70%的覆盖率，Android用户将更多地纳入其中，Lily视频功能采用强劲，英语学习者的使用频率是其他语言学习者的2倍	24Q3订阅收入近1.6亿美元，yoy+49%；订阅服务预定额为1.76亿元，yoy+45%；付费用户数约860万人，yoy+48%， 家庭计划订阅者占总订阅者数量的21%
24Q4	24Q4 DAUs达4050万人，yoy+51%， Duolingo Max已覆盖大多数DAUs，除少数几个国家，几乎已在所有国家上线	24Q4订阅收入达1.7亿美元，yoy+48%；订阅服务预定额为2.37亿元，yoy+50%；付费用户数约950万人，yoy+44%，其中 家庭计划订阅者占总订阅者数量的23%，Duolingo Max订阅用户占总订阅用户的5%
25Q1	1) 产品创新 ：25Q1 DAUs达4660万人，yoy+48% 2) 降本增效 ：利用生成式AI 一年内上线148门语言课程 ，覆盖更多语言， 显著快于过往12年人工开发进度	25Q1订阅收入为1.9亿美元，yoy+45%；订阅服务预定额为2.32亿元，yoy+44%；付费用户数约1030万人，yoy+39%，其中 Duolingo Max订阅用户约占总订阅用户的7% （如果仅限于英语学习者，占比实际高于7%；非英语学习者则低于7%）

资料来源：公司公告，西南证券整理

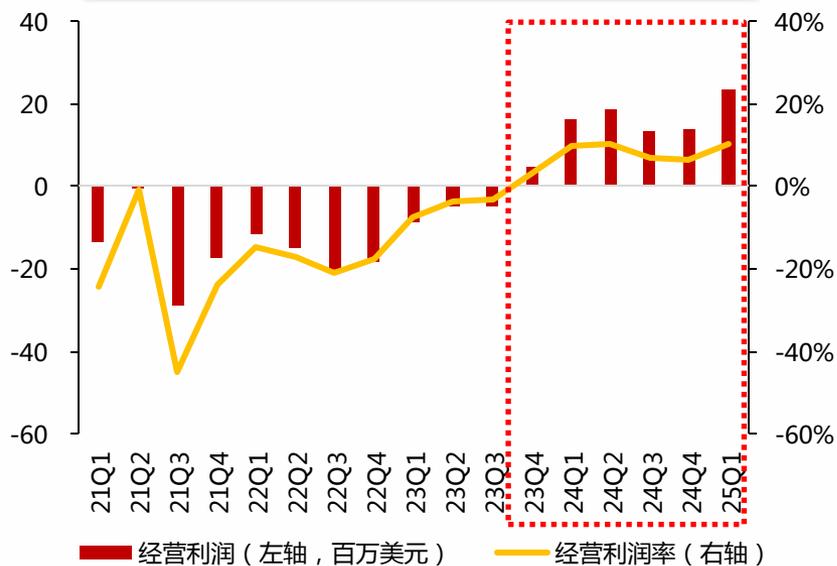
2.1 Duolingo : AI降本增效成果显著，大幅降低人力及时间成本

- **AI帮助生成课程内容和产品数据，降本增效及利润优化显著。** 1) 收入端：25Q1，Duolingo实现营业收入2.3亿美元，yoy+38%，其中，订阅收入1.9亿美元、其他收入0.4亿美元，收入占比分别为83%和17%，营收保持高速增长主要得益于付费用户的持续增加以及Duolingo Max和家庭套餐等高价套餐的表现强劲。2) 利润端：25Q1，Duolingo实现经营利润0.24亿美元，yoy+44%，经营利润率达10%，自23Q4以来优化明显，其中，公司将AI技术用于扩展课程内容，大幅降低人工和时间成本、开发效率显著提升。23Q4推出新功能Duo Radio并借助AI在数月内为其生成产品开发所需数据；24Q4和25Q1利用AI相继扩展数学和象棋课程内容，并表示AI帮助公司在1年内上线148门语言课程，显著快于过往12年人工开发进度，AI对利润优化的效果显著。

21Q1-25Q1 Duolingo营业收入及增速



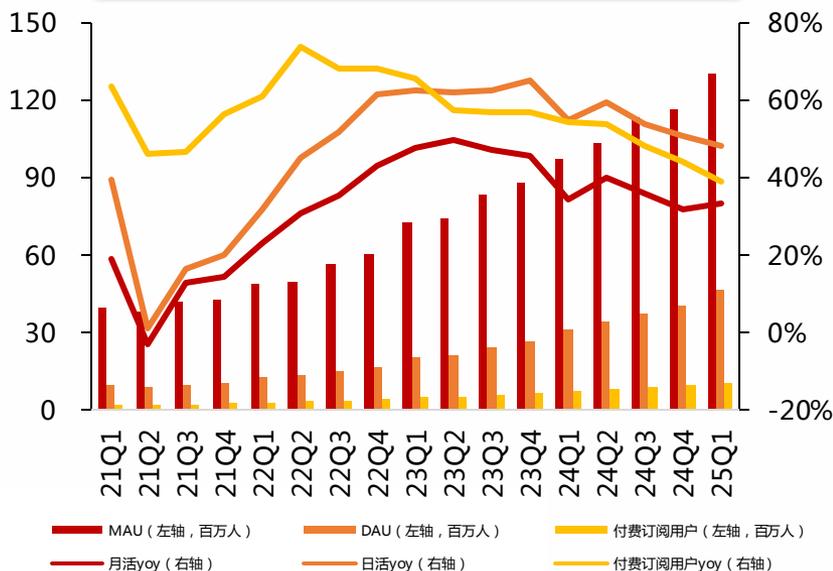
21Q1-25Q1 Duolingo经营利润及利润率



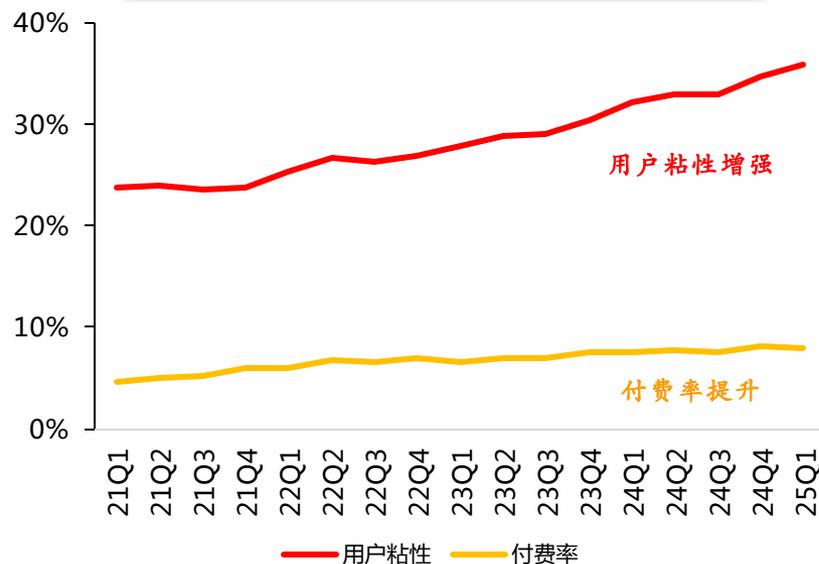
2.1 Duolingo : 高价值订阅服务加速渗透，付费用户高速增长

- **产品迭代夯实用户基础，AI功能加速付费渗透。** 1) **活跃用户情况**：截至25Q1，平台MAUs达1.3亿人，yoy+33%，DAUs攀升至4660万人，yoy+48%，**用户规模持续扩张**，主要得益于不断拓展的语言/数学/音乐/象棋等课程；21Q1至25Q1，DAUs占MAUs的比值从24%攀升至36%，**用户粘性持续增强**，主要得益于产品功能的持续迭代，通过视频通话等AI功能和趣味性视觉改版提升用户粘性。2) **付费用户情况**：截至25Q1，付费用户数约1030万人，yoy+39%；21Q1至25Q1，付费订阅用户占MAUs的比例从4.5%增长至7.9%，**付费率持续提升**，主要受益于高价值订阅服务的持续拓展，其中，家庭计划订阅者占总订阅者数量的比例已从23Q4的18%提升至24Q4的23%，Duolingo Max订阅用户占总订阅用户数量的比例从24Q4的5%提升至25Q1的7%。

21Q1-25Q1 Duolingo用户数量及增速



21Q1-25Q1 Duolingo用户粘性及付费率



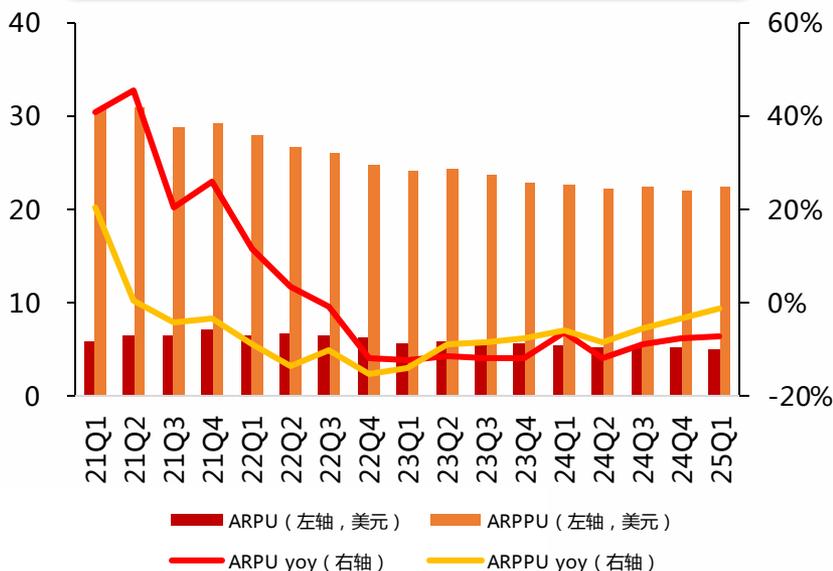
资料来源：公司公告，西南证券整理

资料来源：公司公告，西南证券整理

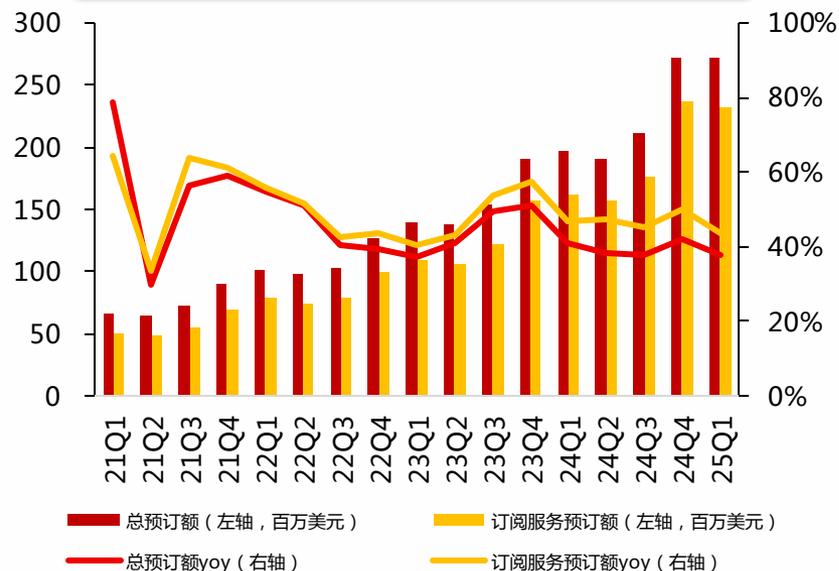
2.1 Duolingo : 高价值订阅服务加速渗透，付费用户高速增长

- 每用户平均收入受用户高速增长稀释，平台整体预定额保持高速增长。1) 用户平均收入：25Q1，平台ARPU约5美元，yoy-7%，ARPPU为22.4美元，yoy-1%，近年来，平台ARPU和ARPPU同比下降主要系用户规模高速扩张，稀释每用户平均收入。2) 平台预定额：截至25Q1，平台总预定额约2.72亿美元，yoy+38%，其中，订阅付费预定额约2.32亿美元，yoy+44%，主要得益于用户规模的持续扩张、分层订阅的变现策略（Super+Max+家庭计划），以及AI技术带来产品力的进一步提升，平台未来收入储备充足。

21Q1-25Q1 Duolingo用户付费水平及增速



21Q1-25Q1 Duolingo平台预定额及增速



资料来源：公司公告，西南证券整理

资料来源：公司公告，西南证券整理

2.2 Spotify : 产品推出多项AI功能，实现智能音频平台转型

- AI功能增加产品价值，支撑订阅价格多次上调。**22Q3，Spotify推出有声读物(Audiobooks)功能，利用AI技术将文本转换为音频，并支持跨语言内容生成；23Q1，推出AI DJ功能，通过AI技术提供个性化音乐推荐和电台风格语音解说；随着以上两大AI功能的进一步推广，Spotify于2023年7月宣布在50+市场进行提价以反映新增加值，上调价格于2023年9月开始生效。24Q1，推出音乐视频(Music Video)功能；24Q3新增AI播放列表(AI Playlist)功能，用户可以通过自然语言与Spotify交互，直接表达音乐偏好或需求，生成个性化播放列表，以上AI功能逐步成为推动平台用户增长和减少流失的核心驱动力，Spotify于2024年在多个关键市场再次提价，且新一轮涨价带来的流失率相较上一轮更低，同时还能维持产品的高性价比。Spotify自2023年以来，在产品中推出多项AI功能，得以支持订阅服务的多轮涨价，成功从传统音乐APP转型为AI智能音频平台。

Spotify各订阅层级定价和功能对比

订阅层级指标		免费版	学生版	个人版	双人版 (2人)	家庭版 (≤6人)
价格上调历程	2014年10月	\$0.00	\$4.99	\$9.99		\$14.99
	2020年7月	\$0.00	\$4.99	\$9.99	\$12.99	\$14.99
	2023年7月	\$0.00	\$5.99	\$10.99	\$14.99	\$16.99
	2024年6月	\$0.00	\$5.99	\$11.99	\$16.99	\$19.99
具体功能权限	无广告		√	√	√	√
	可下载		√	√	√	√
	按任意顺序播放		√	√	√	√
	高音质		√	√	√	√
	与朋友实时收听		√	√	√	√
	可管理播放列表		√	√	√	√
	Hulu访问权限		√			
有声读物权限 (15h/月)				√	√ (仅主账号)	√ (仅主账号)

资料来源：公司官网，西南证券整理

2.2 Spotify : AI支撑订阅服务涨价，收入拉动作用持续释放

- AI功能吸引用户付费，价格上涨带动付费水平。目前，Spotify已具有AI DJ/Audiobooks/Music videos/AI Playlist四大AI功能，截至25Q1，AI DJ已在60+个国家上线、Audiobooks已被纳入订阅服务推广至更多地区、Music videos功能对提高用户参与度和留存率有显著作用、AI Playlist功能已扩展至40+个市场，各项AI功能均呈现积极进展。在AI赋能下，2023年，AI功能成功优化用户体验，推动订阅用户数量实现较高增长；2024年，Spotify通过多样化的产品内容，支撑订阅服务提价，从而带动订阅ARPU同比增速由负转正、实现付费用户增长和付费水平的双重驱动。进入2025年，随着AI功能在全球范围内的进一步推广，“AI优化体验→促进付费转化”的商业闭环持续有效，更加注重用户规模的健康扩张和用户价值的长期培育。

23Q1-25Q1 Spotify AI进展

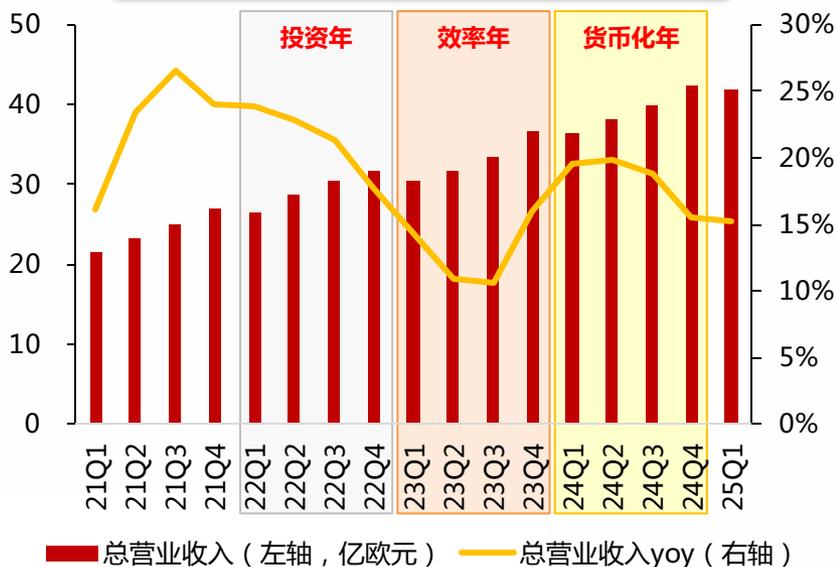
时间	AI经营进展	AI业绩贡献
23Q1	23Q1 MAUs约5.15亿人，yoy+22%； AI DJ功能为测试版本 ，是公司自十年前推出移动端以来用户体验最大的更新之一，MAUs内容消费时长健康增长、用户粘性呈现积极趋势	23Q1订阅收入超27亿欧元， yoy+14% ；订阅用户约2.1亿人，yoy+15%；订阅ARPU约4.32欧元， yoy-1%
23Q2	23Q2 MAUs约5.5亿人，yoy+27%； AI DJ在更多国家上线 ，用户已有积极互动反馈； Audiobooks 处于早期阶段	23Q2订阅收入近28亿欧元， yoy+11% ；订阅用户约2.2亿人，yoy+17%；订阅ARPU约4.27欧元， yoy-6%
23Q3	23Q3 MAUs超5.7亿人，yoy+26%； AI DJ在英语国家广泛推出 ，用户参与度（收听时长）和满意度（NPS评分）显著提升； Audiobooks 处于产品推出初期阶段	23Q3订阅收入达29亿欧元， yoy+10% ；订阅用户近2.3亿人，yoy+16%；订阅ARPU约4.34欧元， yoy-6% ；2023年7月宣布在50+个市场上调价格（提价在9月生效），主要包括大部分欧洲和北美市场
23Q4	23Q4 MAUs达6.0亿人，yoy+23%； Audiobooks推广至更多市场 ，成为仅次于Audible的第二大有声读物提供商	23Q4订阅收入近32亿欧元， yoy+17% ；订阅用户近2.4亿人，yoy+15%，其中 Audiobooks功能于2023年10月被纳入Premium高级订阅服务中 ；订阅ARPU约4.39欧元， yoy-3%
24Q1	24Q1 MAUs约6.15亿人，yoy+19%； 超过25%的用户群 在使用 Audiobooks 功能；24Q1开始在部分市场以 测试版 推出 Music videos 功能	24Q1订阅收入约32.5亿欧元， yoy+20% ，订阅用户近2.4亿人，yoy+14%，订阅ARPU约4.55欧元， yoy+5% ， 计划提高订阅价格 以反映创新功能的新增价值
24Q2	24Q2 MAUs约6.26亿人，yoy+14%； Audiobooks 为平台带来更多的用户参与度	24Q2订阅收入约33.5亿欧元， yoy+21% ，订阅用户近2.5亿人，yoy+12%，订阅ARPU约4.62欧元， yoy+8% ，在关键市场（包括美国） 实施提价
24Q3	24Q3 MAUs约6.4亿人，yoy+11%；使用 AI DJ 与 Music videos 功能的用户在 参与度和留存率 方面均高于未使用者； Audiobooks 美国用户的 使用时长 比原来多出5h+；新增AI驱动的 AI Playlist 功能	24Q3订阅收入达35亿欧元， yoy+21% ，订阅用户超2.5亿人，yoy+12%，订阅ARPU约4.71欧元， yoy+9% ， 得益于付费用户增长和ARPU提升的双重驱动
24Q4	24Q4 MAUs约6.75亿人，yoy+12%； Audiobooks 和 videos功能持续改进 ；AI DJ、AI Playlist等功能继续带来全新体验	24Q4订阅收入达37亿欧元， yoy+17% ，订阅用户超2.6亿人，yoy+11%，订阅ARPU约4.69欧元， yoy+7% ， 主要受益于高级用户增长及ARPU提升
25Q1	25Q1 MAUs近6.8亿人，yoy+10%； AI DJ已在60+个国家 上线； AI Playlist功能已扩展至40+个市场 ； Audiobooks 功能与ElevnLabs合作，Premium订阅服务推广至更多地区	25Q1订阅收入近38亿欧元， yoy+16% ，订阅用户近2.7亿人，yoy+12%，订阅ARPU约4.73欧元， yoy+4% ， 主要得益于持续的用户增长和与价格上涨相关的ARPU增长

资料来源：公司公告，西南证券整理

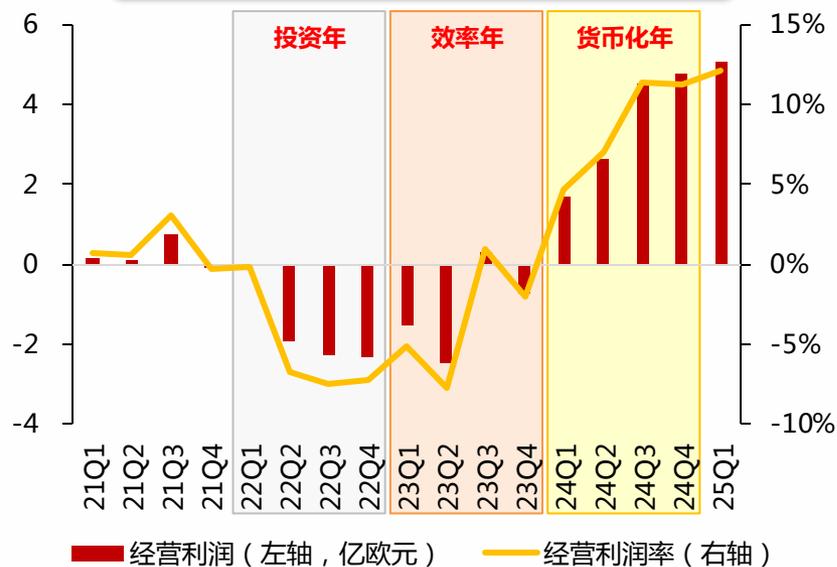
2.2 Spotify : AI赋能经营效率，业绩增长质量提升

- **业务增长质量提升，逐步走向规模化盈利。** 1) **收入端**：25Q1，Spotify实现营业收入约42亿欧元，yoy+15%，其中，会员订阅收入近38亿欧元，广告服务收入约4亿欧元，营收占比为90%和10%，订阅收入增长主要由订阅用户数量增加及ARPU提升共同驱动，广告收入增长主要来自音乐和播客广告展示量的提升。 2) **利润端**：25Q1，Spotify实现营业利润5亿欧元，yoy+203%，经营利润率提升至12%，主要得益于内容成本的优化，包括综合版权成本的有效控制和业务结构的持续改善。 此外，23Q4，Spotify通过AI工具实现播客评论的自动化审核与管理，显著降低人工审核成本；25Q1，全面使用AI编程开发工具，帮助撰写全新代码助，同时在AI+自动化销售工作方面实现早期积极进展，进一步提升执行效率。

21Q1-25Q1 Spotify营业收入及增速



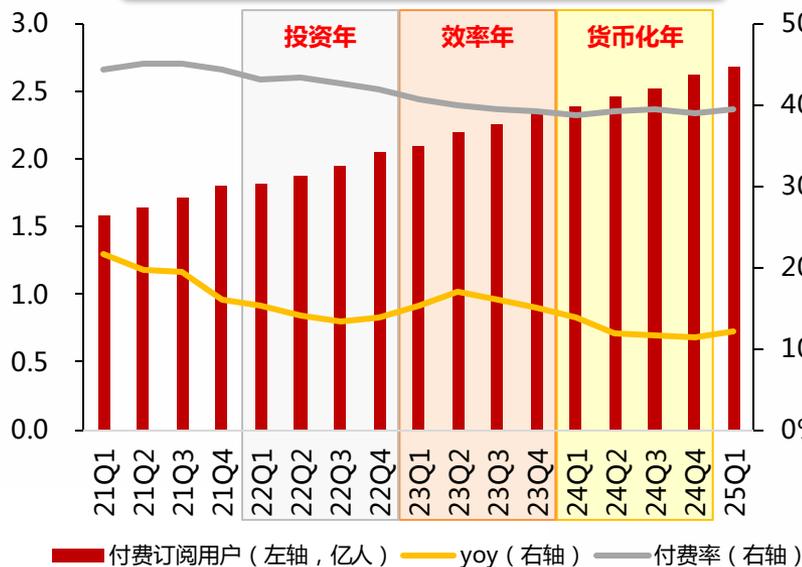
21Q1-25Q1 Spotify经营利润及利润率



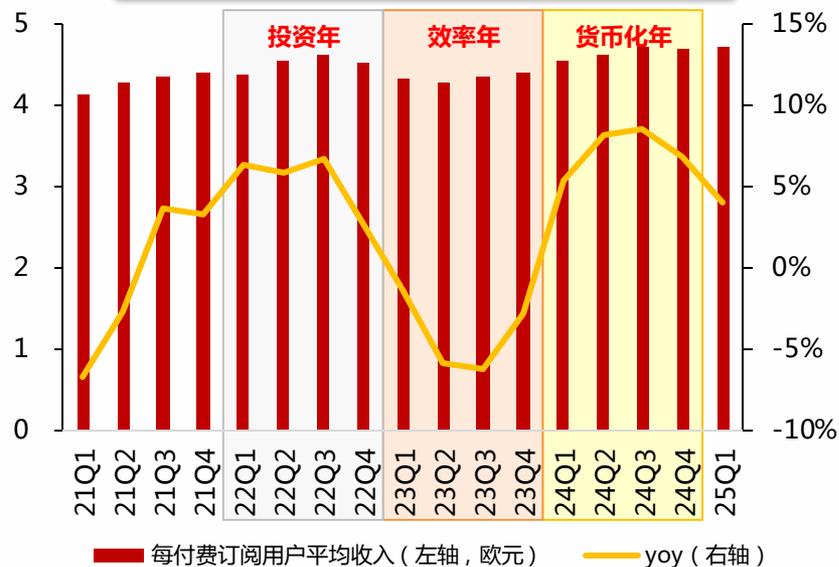
2.2 Spotify : AI支撑订阅服务涨价，收入拉动作用持续释放

- 高质量订阅增长持续，产品提价带动ARPU提升。**
1) 付费用户：25Q1，Spotify MAUs达6.8亿，yoy+10%，其中，付费订阅用户约2.7亿，yoy+12%，付费率约40%，**付费用户持续增长、订阅渗透表现突出，主要得益于播客、有声读物等多元内容扩展。**
2) 付费水平：25Q1，订阅ARPU达4.73美元，yoy+4%，在Wrapped十周年营销活动带动下，用户增长以拉美等新兴市场为主，用户的平均付费能力相对较低，对ARPU进一步提升有所制约。2022-2024年，Spotify订阅ARPU呈现先降后升态势，2022年同比增速受宏观消费疲软影响一度转负，**23H2随着欧美等主要市场实施订阅提价，ARPU进入复苏通道，Spotify通过播客、有声书等差异化内容支撑溢价能力，提价策略对收入的拉动作用持续释放。**

21Q1-25Q1 Spotify付费用户情况



21Q1-25Q1 Spotify付费水平情况



目录

一、C端应用：订阅平台表现相对领先，广告平台基本面持续改善

1.1 平台业务对比：产品内容形式各异，收入及成本类型差异明显

1.2 AI进展对比：AI功能持续迭代，降本增效及收入贡献日益显现

二、订阅平台：AI带来订阅产品价值提升，业绩贡献逐渐清晰

2.1 Duolingo：AI功能打造Max订阅层级，高级订阅持续渗透

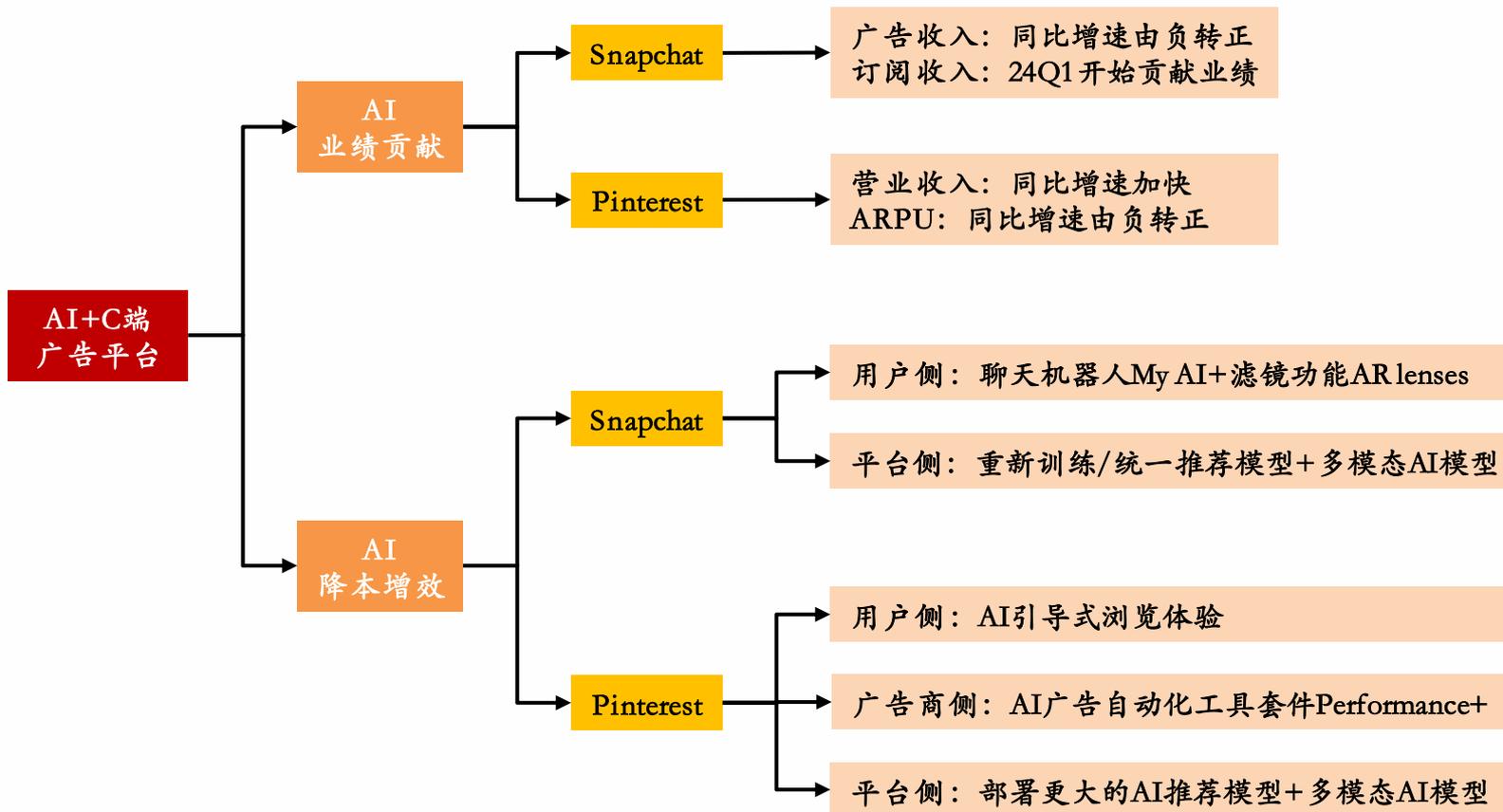
2.2 Spotify：AI功能支撑订阅服务涨价，带动用户付费水平提升

三、广告平台：AI助力广告转化效率增强，平台收入增长加速

3.1 Snapchat：广告收入同比增速由负转正，Snapchat+贡献订阅增量

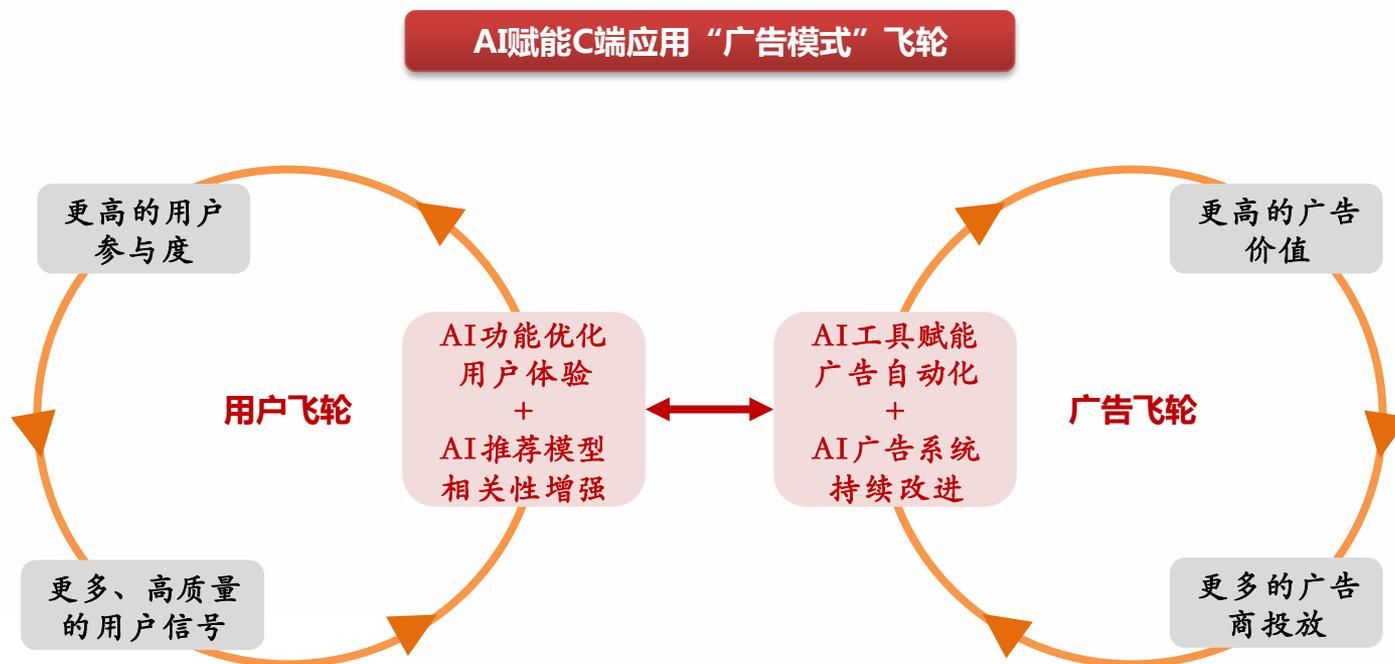
3.2 Pinterest：广告工具Performance+效果增强，广告投资回报表现强劲

3 广告平台：AI助力广告转化效率增强，平台收入增长加速



3 广告平台：AI助力广告转化效率增强，平台收入增长加速

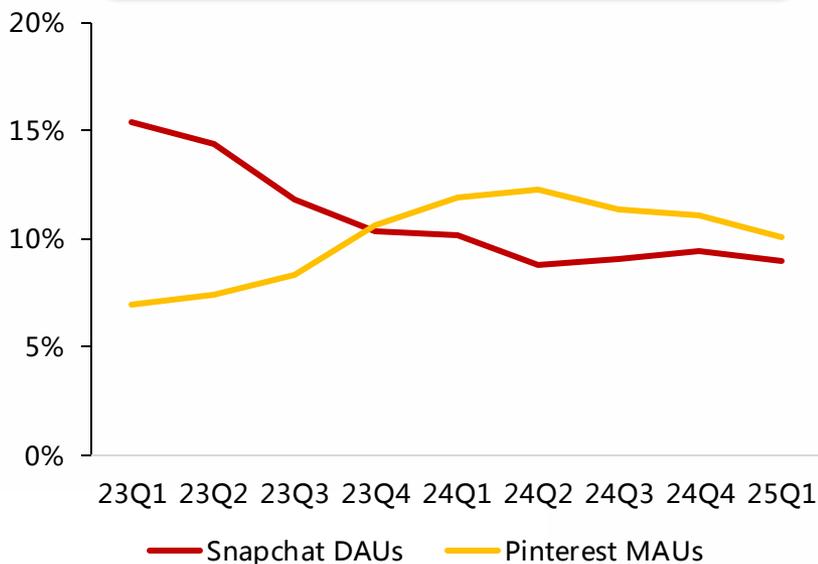
- **AI引擎驱动广告转化效果提升，增强平台广告投放价值。** 1) **用户飞轮**：AI功能优化用户体验、AI推荐模型增强内容推荐相关性，带动用户参与度提升，进而积累更多、更高质量的用户信号，AI据此进一步优化推荐系统，从而实现“参与度→用户信号→推荐效率”的飞轮效应。 2) **广告飞轮**：C端应用平台通过依托AI工具提升广告自动化能力，并持续优化广告系统，带动广告价值提升，吸引更多广告商投放，最终实现平台广告收入增长。**AI作为连接两个飞轮的关键引擎，不仅驱动C端体验优化，也能够增强B端广告变现效率，从而实现“用户增长→数据积累→广告优化→收入提升”的正循环，强化平台的技术护城河和商业持续性，AI对广告商业模式的赋能进一步显现。**



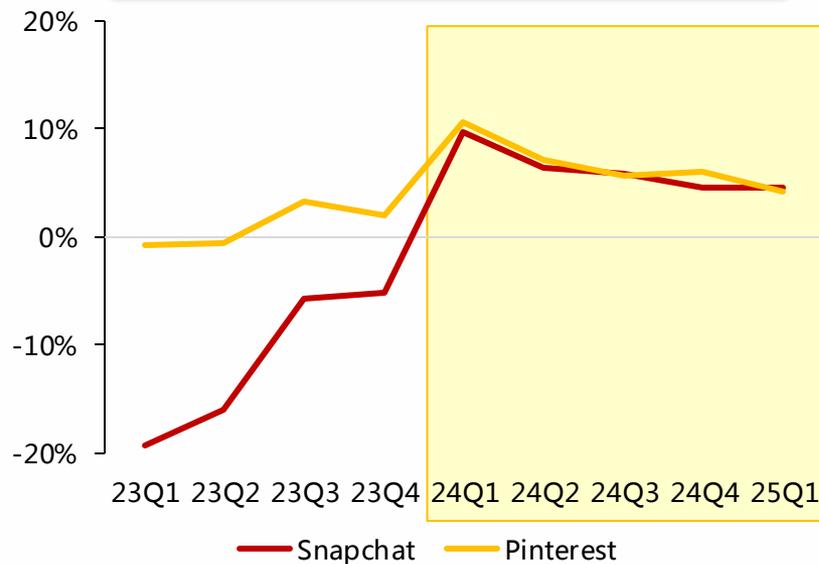
3 广告平台：AI助力广告转化效率增强，平台收入增长加速

- 活跃用户数量保持同比稳健增长，AI助力ARPU同比增速由负转正。
- **Snapchat**：AI产品功能创新聚焦用户体验和模型推荐效率，面向广告商的自动化工具进展相对缓慢。23Q1-25Q1，Snapchat的日活跃用户同比增速略有放缓，而ARPU自24Q1开始实现由负转正，截至25Q1持续保持正增长。
- **Pinterest**：AI布局相对完善，在用户侧/广告商侧/平台侧均实现积极进展。活跃用户数量方面，23Q1至23Q3，MAUs同比增速不足10%；自23Q4开始，MAUs同比增速开始抬升并达到10%以上。ARPU方面，23Q1至23Q2的ARPU同比增速为负，而自23Q3开始，ARPU同比增速转正，平台广告价值实现提升。

23Q1-25Q1 广告平台活跃用户数同比增速



23Q1-25Q1 广告平台ARPU同比增速



资料来源：公司公告，西南证券整理

资料来源：公司公告，西南证券整理

3.1 Snapchat : AI技术用于三大方向 , 增强平台变现潜力

- **多模态能力创新产品交互体验, 推荐模型升级释放变现潜能。**自2023年以来, Snapchat持续推进AI技术与产品融合, 将**AI技术主要应用于聊天对话、增强现实、推荐模型三大方向**, 推出My AI聊天机器人、AR Lenses功能、7-0 Pixel Purchase Optimization模型等, 助推用户体验和广告推荐效率升级。截至25Q1, My AI和AR Lenses功能已帮助平台显著增强活跃用户数量、停留时长和用户参与度, 推荐模型在重训、优化、更新、扩展等举措下, 学习速率和广告转化效果进一步增强。

23Q1-25Q1 Snapchat AI进展

时间	消息/聊天 : My AI	增强现实 : AR Lenses	内容/广告 : 推荐模型
23Q1	基于OpenAI GPT技术 首次推出AI聊天机器人My AI , 可发挥Snap作为消息传递平台的优势, 提供独家实验和预发布功能	AI在新的Lenses体验中发挥重要作用, 23Q1推出 AR企业服务 , 其中首个 SaaS产品 名为Shopping Suite	将各类广告格式全面转向基于点击的广告互动方式, 并据此 重新训练广告排序系统和推荐模型
23Q2	在与My AI的对话中 进行赞助链接的早期测试	对AR企业服务的早期进展感到兴奋, SaaS产品Shopping Suite可以帮助零售商使用AR推动销售并减少退货	通过机器学习模型更新和基础设施改进、新的广告支出衡量和优化方式, 在改善广告商结果方面取得进展
23Q3	My AI推出以来已有超过2亿人发送超200亿条消息, My AI产品处于早期阶段 , 计划 把绝大部分精力放在响应质量上 , 以带来更多参与度和长期留存率, 并 继续推动赞助链接的相关性	平均每天有 超过2.5亿 Snapchat用户在平台上参与AR体验	在广告排名和优化方面继续进行重大投资, 并将 更广泛的信号纳入到广告平台中 , 从而驱动更大的模型
23Q4	有望成为 图像和视频产品货币化 的方式	/	开始将 7-0 Pixel Purchase Optimization模型 投入使用, 显著提升广告转化效果
24Q1	/	平均每天有 超过3亿人 在Snapchat上使用AR技术; 社区每天平均玩 数十亿次 的 AR lenses ; AR创作者社区已经使用Lens Studio软件创建 数百万个镜头	持续推广 7-0 Pixel Purchase Optimization模型 , 帮助广告主实现更高的广告支出回报率(ROAS)
24Q2	/	平均每天Snapchat用户 玩AR lenses数十亿次 ; 与朋友分享AR lenses体验的用户数量同比增长12%, 主要受创新的生成式镜头的流行以及增强现实体验的改进排名和优化的推动	将 Spotlight和Stories之间的排名模型统一到一个单一的后端堆栈 , 对所有内容类型进行排名
24Q3	宣布与Google Cloud扩大战略合作, 借助Gemini在Vertex AI上的多模态能力 , 为My AI提供支持, 24Q3美国用户发送给My AI的Snap数量环比增长3倍以上	AR创作者/开发人员/团队已制造超过 400万个lenses ; 推出 Easy Lens , 可通过文本提示在几分钟内创建Lenses; 推出第五代由Snap OS驱动的 AR眼镜Spectacles , 并为AR开发平台引入一系列生成AI创新	增强Spotlight推荐系统 , 能够根据历史信号更好地代表每个Snapchatter的兴趣和参考, 推出针对新Snapchatter优化的模型, 并部署 多模态ML模型 以提高视频识别
24Q4	/	推出第一款 双人生成镜头 , 支持与朋友一起创建 个性化自拍	扩展针对应用安装和应用内购买的优化, 为广告商带来更好的表现
25Q1	将图像理解扩展到更多地区, 通过Gemini已推出的增强多模态能力, 使My AI的响应能力提高, 美国地区每日活跃用户数同比增长超过55%, 全球观看内容时间也同比增加	为第5代AR眼镜推出 创新的lenses和平台增强功能	实施更新、更快的机器学习模型 , 新模型整合新趋势和用户交互信号的速度翻一番, 模型学习速率提升 6倍 , 训练数据规模基于历史交互数据量增长超 5倍

资料来源 : 公司公告, 西南证券整理

3.1 Snapchat : AI加速广告业务增长，Plus订阅带来收入增量

- **AR创新及模型升级提升广告回报，Snapchat+订阅服务基于My AI迎来收入增量。1) AI+广告：**基于AR技术，Snapchat推出“赞助AI镜头”帮助自动生成个性化图像，可以将用户化身品牌故事主角，通过社交分享为品牌带来更多曝光度；此外，Snapchat通过升级推荐模型大幅提升内容推荐和广告转化效率，推动广告客户数量增长，使得广告收入同比增速自24Q1开始加速，突破个位数百分比增长。**2) AI+订阅：**基于聊天机器人My AI功能，Snapchat推出Plus级别订阅服务，Snapchat+订阅用户从23Q1的300万人攀升至25Q1的1500万人，并推动收入实现多元化增长，主要由Snapchat+订阅收入构成的其他业务收入从24Q1的0.87亿美元增长至25Q1的1.52亿美元。

23Q1-25Q1 Snapchat AI进展

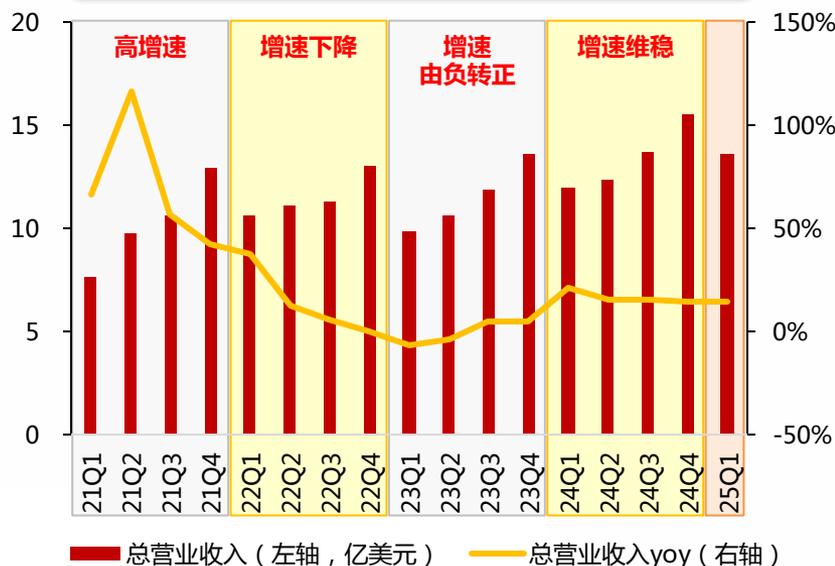
时间	AI经营进展	AI业绩贡献
23Q1	My AI : SnapChat+订阅用户数达 300万	23Q1实现营收9.9亿美元, yoy-7% , 希望通过Snapchat+推动收入未来实现多元化增长
23Q2	广告 : 活跃广告主数量创纪录, 同比增长超 20% , 广告主留存率同比提高; 购买转化率提高30%; My AI : Snapchat+订阅用户数超 400万 , 1.5亿人向My AI发送超100亿条消息	23Q2实现营收10.7亿美元, yoy-4%
23Q3	My AI : Snapchat+订阅用户超过 500万 , 推动Snapchat+订阅收入同比增长超过250%; 自My AI推出以来, 已有2+亿人发送超过200亿条消息; AR : 平均每天超过2.5亿用户在平台上参与AR体验	23Q3实现营收11.9亿美元, yoy+5%
23Q4	广告 : 购买相关转化率增长超过90%, 中小型广告客户增长超过20% My AI : Snapchat+订阅用户超过 700万	23Q4实现营收13.6亿美元, yoy+5%
24Q1	My AI : Snapchat+订阅用户超过 900万 , 同比增幅超过三倍 AR : 平均每天有超过3亿用户使用AR技术	24Q1实现营收12亿美元, yoy+21% : 广告 : 广告收入 11.1 亿美元, yoy+16% 订阅 : 其他收入 0.87 亿美元 (几乎由Snapchat+订阅收入组成), yoy+194%
24Q2	广告 : 活跃广告商总数同比增长 超过一倍 My AI : Snapchat+订阅用户超过 1100万 AR : 平均每天平台用户玩AR lenses数十亿次; 与朋友分享AR lenses体验的用户数量yoy+12%	24Q2实现营收12.4亿美元, yoy+16% : 广告 : 广告收入 11.3 亿美元, yoy+10% 订阅 : 其他收入 1.05 亿美元, yoy+151%
24Q3	My AI : Snapchat+订阅用户达 1200万 , 同比增长超一倍, 24Q3美国用户发送给My AI的Snap数量环比增长三倍以上	24Q3实现营收13.7亿美元, yoy+15% : 广告 : 广告收入 12.5 亿美元, yoy+10% 订阅 : 其他收入 1.23 亿美元, 同比增长超过一倍
24Q4	广告 : 基于应用的购买优化带来的收入同比增长超过70% My AI : Snapchat+订阅用户增加到 1400万	24Q4实现营收15.6亿美元, yoy+14% : 广告 : 广告收入 14.1 亿美元, yoy+10% 订阅 : 其他收入 1.43 亿美元, 同比增长超过一倍
25Q1	My AI : Snapchat+订阅用户约 1500万	25Q1实现营收13.6亿美元, yoy+14% : 广告 : 广告收入 12.1 亿美元, yoy+9% 订阅 : 其他收入 1.52 亿美元, yoy+75%

资料来源：公司公告，西南证券整理

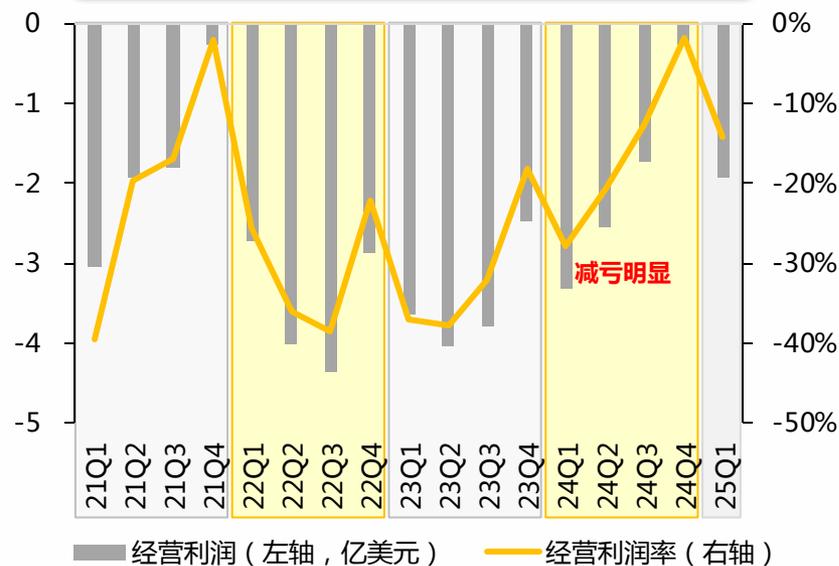
3.1 Snapchat : 业务增长优先，盈利优化滞后

- 收入增速提升后趋稳，营业亏损收窄较为明显。1) 收入端：25Q1，Snapchat实现营业收入13.6亿美元，yoy+14%。①广告：广告收入约12.1亿美元，yoy+9%，主要受益于直接响应(Direct Response)广告收入同比增长14%，首次贡献总广告收入的75%，表明Snapchat向效果导向型广告平台的战略转型成果显著；而品牌广告方面，受全球品牌需求疲软拖累，品牌广告收入同比下滑3%；广告主数量方面，中小企业客户表现亮眼，活跃广告客户数同比增长60%，表现强劲的行业主要包括娱乐/科技/日用消费品/健康与金融服务。②订阅：其他收入约1.5亿美元，yoy+75%，展现出My AI赋能下Snapchat+订阅用户强劲的变现能力。2) 经营利润端：25Q1，公司经营亏损1.9亿美元，同比减亏42%，公司正努力通过优化成本结构、提高运营效率以改善利润情况。

21Q1-25Q1 Snapchat营业收入及增速



21Q1-25Q1 Snapchat经营利润及利润率

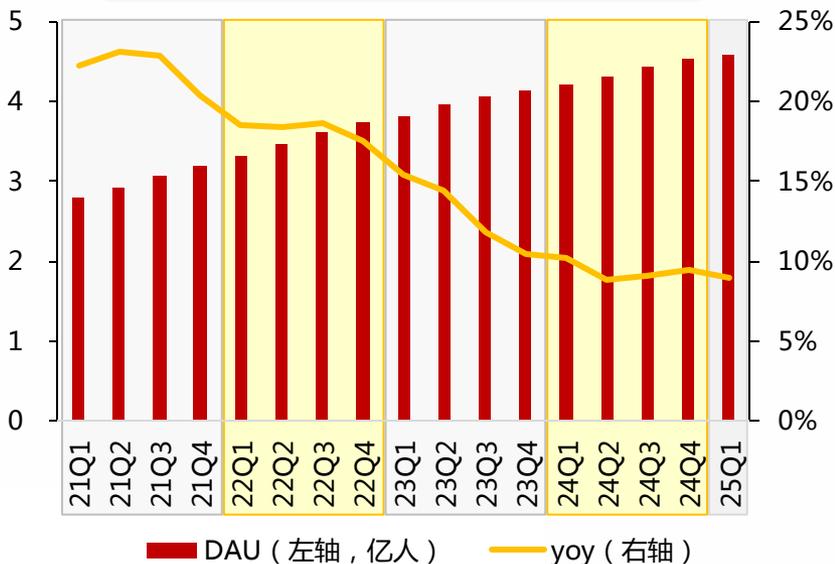


3.1 Snapchat : 创新驱动用户增长，社群生态持续优化

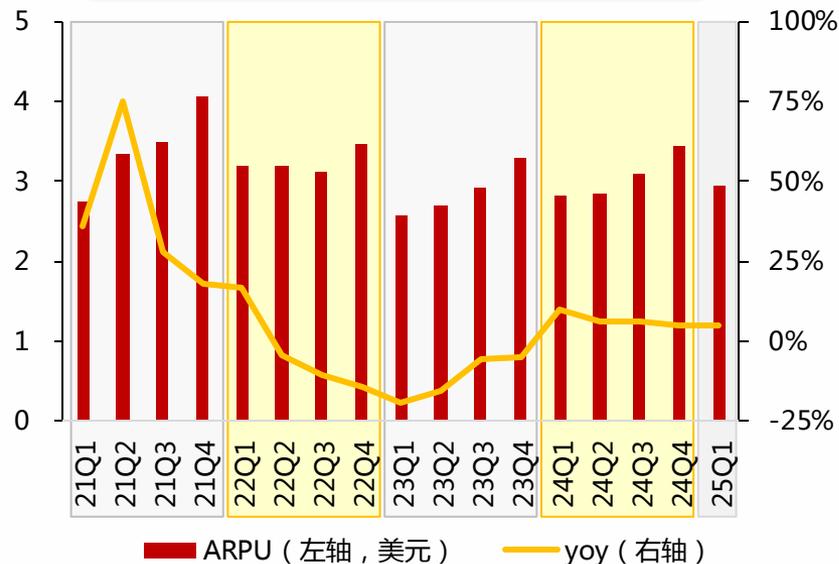
□ AI创新驱动用户增长，社群生态持续优化。

- ① **DAUs**：25Q1，Snapchat的DAUs达4.6亿，yoy+9%，主要得益于社区生态与产品功能的双重驱动；创作者生态方面，Snap Star发布的Spotlight内容同比增长超125%，24小时内新帖观看量翻倍，平台内容的时效性与互动性增强。
- ② **ARPU**：Snapchat产品功能创新更加聚焦用户体验，包括上线简化群组创建、强化视觉沟通体验等，自24Q1开始ARPU实现正增长，25Q1 ARPU约为3美元，yoy+5%。

21Q1-25Q1 Snapchat DAUs及增速



21Q1-25Q1 Snapchat ARPU及增速



资料来源：公司公告，西南证券整理

资料来源：公司公告，西南证券整理

3.2 Pinterest：推荐模型拓宽能力边界，广告套件提升智能水平

- “平台侧+广告商侧+用户侧”全方位发力，AI深度激发广告潜力。1) AI拓宽推荐模型能力边界：Pinterest首先将平台从CPU迁移至GPU基础设施，部署比以前大100倍的AI推荐模型，并将GPU用于广告投放模型，而后将更多信号纳入推荐系统、增强多模态能力，实现AI推荐模型的优化升级。2) AI强化广告套件智能水平：Pinterest将AI技术应用至广告工具套件Performance+，2024年10月正式上线后推动广告效率显著提升，帮助广告商带来更多的创意和更高的投资回报率。3) AI缩短用户从搜索到购买的转化路径：基于AI引导式搜索和Shop the Look功能，用户在搜索后具备更高的转化效率。

23Q1-25Q1 Pinterest AI进展

时间	AI推荐模型：平台侧	AI广告套件：广告商侧	AI引导搜索：用户侧
23Q1	扩展AI推荐模型：22H2开始转向下一代AI能力（从CPU向GPU迁移），使平台能使用比以前大100倍的推荐模型，并将自有数据与基于AI的计算机视觉和搜索技术结合，用于改进推荐相关性；23H1将分享倾向(propensity to share)信号纳入推荐系统模型；扩大GPU服务使用范围，扩展到广告投放模型	/	/
23Q2		/	/
23Q3	/	/	推出Shop the Look模块：使用AI和计算机视觉技术，从商家目录中推荐类似的可购买商品，方便用户快捷选购 推出AI引导式浏览体验：基于AI技术根据用户兴趣在相关使用场景中推荐新内容
23Q4	/	AI+广告主自动化工具套件：已经具备构建全自动广告系统的多个关键组件，包括自动竞价/广告预算优化/整页优化	测试AI搜索引导功能：帮助用户从宽泛的搜索词细化到更具体的探索路径，从而更接近实际行动或购买的阶段
24Q1	优化AI推荐模型：将更多专有信号引入推荐系统，包括保存、点击、转化等实际行为	AI+广告主自动化工具套件：基于AI的自动化功能引入广告活动创建流程和广告产品体系的核心位置	/
24Q2	/	Performance+产品内测：面向一小部分广告主	加大AI引导搜索的投入：首先在“家居装饰”类目中上线
24Q3	/	Performance+产品内测：经历多轮Alpha和Beta测试，通过AI驱动的整页优化灵活提升广告展示量	/
24Q4	/	Performance+正式推出：2024年10月1日全面推出AI广告工具套件Performance+，并全面开放使用；扩展创意功能Performance+ Creative，可在购物广告中添加AI背景；测试出价功能Performance+ ROAS	/
25Q1	增强多模态AI推荐模型：同时训练图像和文本数据，改进视觉推荐，新增AI内容标注和图文结合的视觉搜索功能	Performance+新增功能：2025年3月正式向所有广告主开放新增的ROAS（广告支出回报率）出价功能；为创意工具增加图片尺寸自动调整功能，处于测试阶段	/

资料来源：公司公告，西南证券整理

3.2 Pinterest : 广告活动点击率提升，广告投资回报率增强

- AI推荐模型助力用户广告点击率提升，AI广告套件使得广告商投放成本降低。在AI推荐模型的扩展和AI引导式搜索功能的赋能下，Pinterest推荐内容的个性化显著增强、广告的相关性同步提升，使用户参与度和广告点击率取得显著进展；23Q2，大100倍的推荐模型帮助用户感知相关性提高10pp至94%；25Q1，多模态AI模型帮助购物广告点击率提升6%。与此同时，AI广告工具套件Performance+通过集成公司在竞价/预算/定位等方面的AI和自动化能力，帮助广告主优化在平台上的广告投放效果；24Q2至24Q4，Performance+测试结果显示广告主的CPA（广告每次行动成本）平均降低10%以上；24Q4，Performance+ROAS测试中多数广告主投资回报率提升超15%。

23Q1-25Q1 Pinterest AI进展

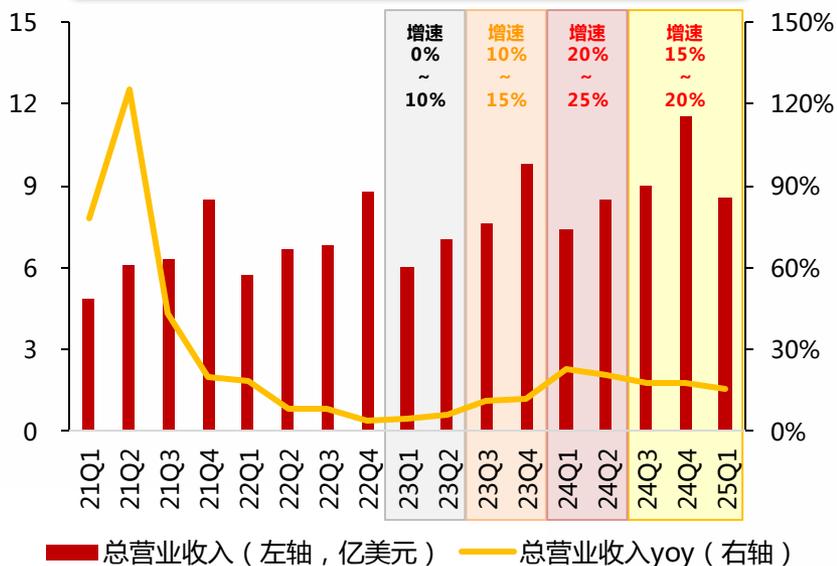
时间	AI经营进展	AI业绩贡献
23Q1	用户参与度取得显著进展，主要得益于平台内容在 个性化和相关性 上的提升；测试部署更大的AI模型帮助提升 广告相关性 ，CPC（按点击计费） 广告活动点击率提升超过5%	23Q1营业收入达6亿美元， yoy+5% ；MAU约4.63亿人， yoy+7% ，ARPU约\$1.32， yoy-1%
23Q2	大100倍的推荐模型帮助 用户感知相关性提高近10pp ，达到 94% ；Shop the Look功能为商家带动 转化率提升9% ；将GPU服务的使用范围扩展到广告投放模型，使 广告每次行动成本(CPA)降低5% ， 点击率(CTR)提升超过10%	23Q2营业收入近7.14亿美元， yoy+6% ；MAU约4.65亿人， yoy+7% ，ARPU约\$1.53， yoy-1%
23Q3	在Shop the Look推荐的商品中有 70% 被评为 精准或高度相关匹配	23Q3营业收入达7.6亿美元， yoy+11% ；MAU约4.82亿人， yoy+8% ，ARPU约\$1.61， yoy+3%
23Q4	23Q4 自动竞价 覆盖平台 85% 的收入，整页优化工具正在全渠道范围内提升效率	23Q4营业收入达9.8亿美元， yoy+12% ；MAU约4.98亿人， yoy+11% ，ARPU约\$1.61， yoy+2%
24Q1	截至24Q1 自动竞价 的收入覆盖率保持在 80%以上 ，超过50%的收入来自使用扩展定向或灵活日预算的广告活动	24Q1营业收入约7.4亿美元， yoy+23% ；MAU约5.18亿人， yoy+12% ，ARPU约\$1.46， yoy+11%
24Q2	多数参与 Performance+ Alpha测试 的广告主在低漏斗转化和购物广告中 CPA优化超过10% ，在考虑类广告中每次点击成本 CPC改善超过10%	24Q2营业收入达8.5亿美元， yoy+21% ；MAU约5.22亿人， yoy+12% ，ARPU约\$1.64， yoy+7%
24Q3	AI模型每秒生成超过4亿次预测 ，用以实时排序用户在平台上最可能感兴趣的内容；广告主设立一个广告活动所需的输入项减少50%， 平均CPA降低10% ，使用Performance+投放 购物广告 的广告主 平均CPA改善超过20%	24Q3营业收入近9.0亿美元， yoy+18% ；MAU约5.37亿人， yoy+11% ，ARPU约\$1.70， yoy+6%
24Q4	Performance+测试显示 CPA与CPC平均降幅超10% ；Performance+Creative Beta测试结果显示 平均转化率提高14% ， CPA降低9% ；Performance+ROAS测试中大多数广告主的 广告投资回报率提升至少15%	24Q4营业收入达11.5亿美元， yoy+18% ；MAU约5.53亿人， yoy+11% ，ARPU约\$2.12， yoy+6%
25Q1	专有的多模态AI模型在平台上支持 视觉搜索的识别和推荐相关内容的能力 比市面上领先的模型 高出30% ；初步测试数据显示，采用 图片尺寸调整 的购物 广告点击率提升6% 。	25Q1营业收入约8.55亿美元， yoy+16% ；MAU约5.7亿人， yoy+10% ，ARPU约\$1.52， yoy+4%

资料来源：公司公告，西南证券整理

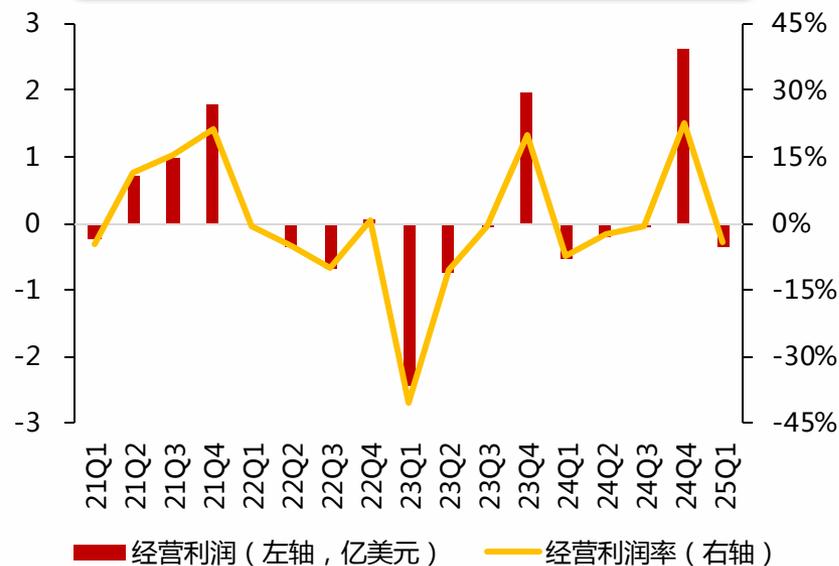
3.2 Pinterest : AI推动广告业务增长 , AI相关投入力度加大

- **AI推动广告业务增长 , AI相关投入力度加大。** 1) 收入端 : 25Q1 , Pinterest实现营业收入8.5亿美元 , yoy+16% , 25Q1广告展示量同比增长49%、广告价格同比下降22% , 主要系公司持续推进国际新兴市场的广告变现策略 , 尽管价格低于成熟市场 , 新兴市场的拓展有效填补未充分开发的广告库存空间 ; **24Q1至25Q1 , 在AI技术的赋能下 , 公司收入的同比增速相较2023年实现较高水平。** 2) **经营利润端** : 25Q1 , 公司经营亏损约3548万美元 , 同比减亏35% , 呈现持续改善态势 , 其中收入成本达1.9亿美元 , yoy+10% , qoq+1% , 主要由于用户参与度提升带动基础设施投入增加 ; 同时运营费用同比增长12%至4.9亿美元 , 主要来自研发板块的人员扩张 , 销售费用增幅相对较小。

21Q1-25Q1 Pinterest营业收入及增速



21Q1-25Q1 Pinterest经营利润及利润率



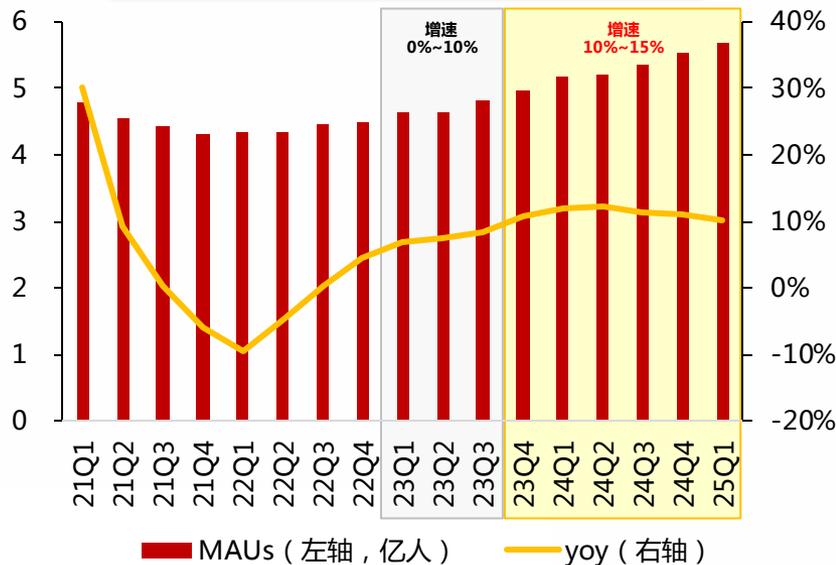
资料来源 : 公司公告 , 西南证券整理

资料来源 : 公司公告 , 西南证券整理

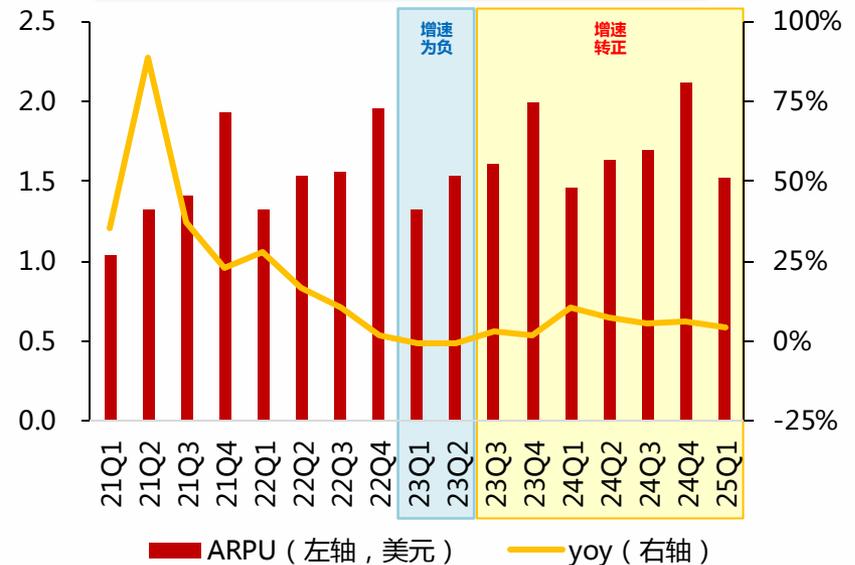
3.2 Pinterest : AI帮助MAUs增速抬升 , ARPU增速由负转正

- **AI推荐引擎提升平台表现，驱动用户增长及收入转化。** 1) **MAUs**：25Q1，Pinterest的MAUs达5.7亿，yoy10%，增长动力主要来自国际市场的拓展和AI推荐引擎的持续赋能。自2023年公司战略布局转向美加、欧洲以外市场以来，国际月活用户持续攀升至25Q1的3.2亿，yoy+14%，成功扭转月活的下滑态势；且23Q1至23Q3，MAUs同比增速不足10%，然而自23Q4开始，AI推荐模型帮助MAUs增速抬升，MAUs同比增速达到10%以上。2) **ARPU**：25Q1，平台ARPU为1.52美元，yoy+4%，ARPU整体呈现较强的广告季节性规律。其中，23Q1至23Q2，ARPU同比增速为负；而自23Q3开始，ARPU同比增速转正，平台广告价值实现提升。

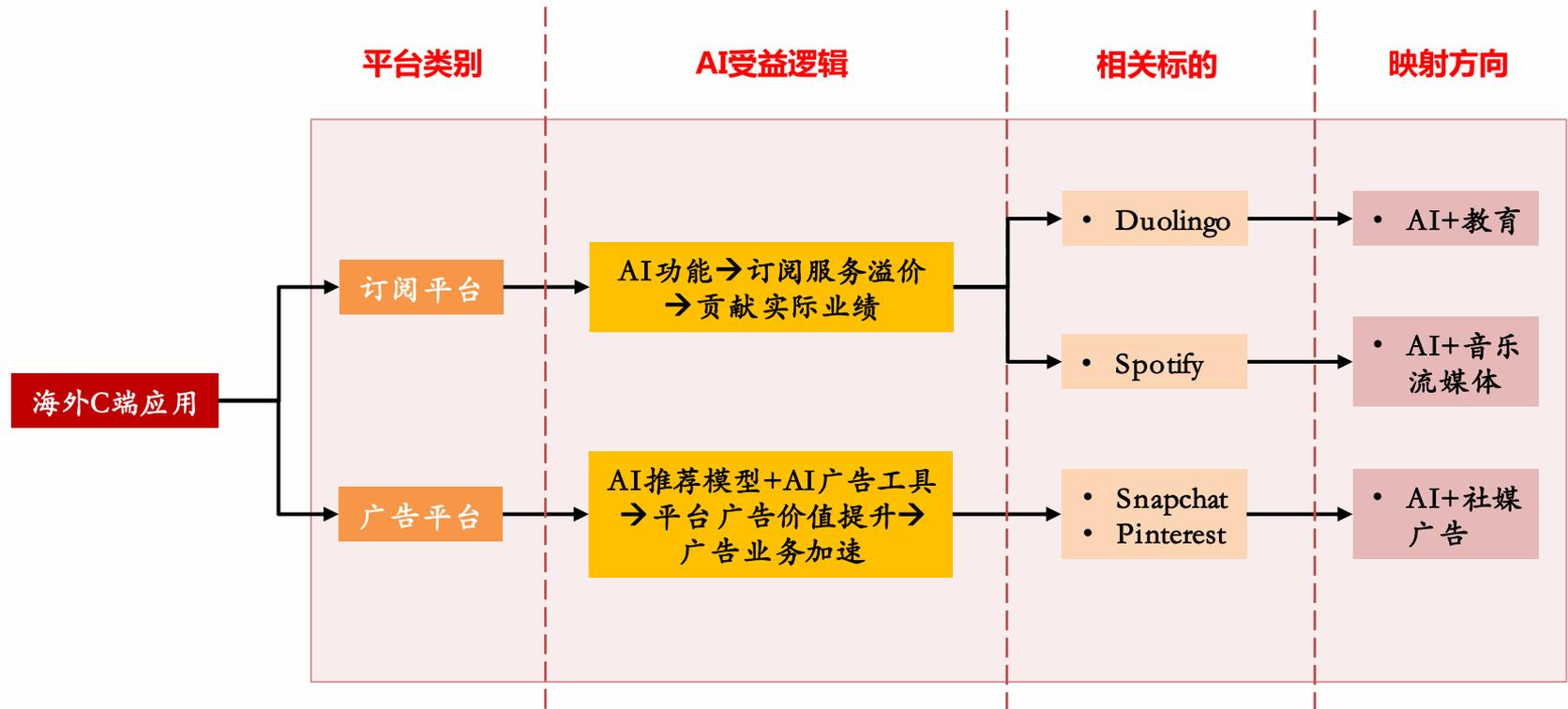
21Q1-25Q1 Pinterest活跃用户情况



21Q1-25Q1 Pinterest付费水平情况



相关标的



风险提示

- ❑ 平台用户增长不及预期；
- ❑ AI技术与功能进展不及预期；
- ❑ AI商业化变现不及预期等风险



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：尤品柯
执业证号：S1250525050001
邮箱：ypk@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljleng@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.c
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn