



AppLovin (APP.US)：一年涨七倍，是否还能买入？

公司 YTD 股价涨幅已超过 700%，成为美股涨幅最高的公司之一，并于 2024 年 11 月 18 日被纳入纳斯达克 100 指数和纳斯达克 100 等权重指数。我们认为随着公司关注度提升及强劲业绩表现，公司价值或迎来重估，上调目标价至 394 美元。我们看好公司行业领先优势和长期发展潜力，并持续受益于 AI 技术突破，重申“买入”评级。

公司关注度持续提升，价值或迎来重估。随着公司进入纳斯达克 100 指数，公司流动性和关注度均得到显著提升，价值或迎来重估。公司强劲的 3Q24 业绩和股价表现，也推动着公司品牌知名度的提升，我们相信这将有有利于降低公司获客成本和支持公司未来业务拓展。参考大型广告平台和 AI 概念股均值 (44.2x 2025E EV/EBITDA)，我们提高公司广告业务估值至 45x 2025E EV/EBITDA，提升目标价至 394 美元。我们持续看好公司行业领先优势和长期发展潜力，重申“买入”评级：

1) 完善的产业链布局，在移动游戏领域建立了显著领先优势：AppLovin 是移动广告行业领先的用户获取和货币化平台，拥有 AppDiscovery (移动游戏领域最大的广告网络)、MAX (移动游戏领域最大的聚合平台)、Adjust (市场第二大归因平台) 等核心产品。公司拥有完善的产业链布局，同时各产品之间能够产生协同效应，我们看好公司持续巩固在移动游戏领域的领先优势。

2) 强大的 AI 广告引擎推动业务增长：自公司 AI 广告引擎 AXON 2.0 推出以来，业务实现了远超行业的增长。AXON 2.0 采用自学习型技术，能够随着规模的扩大不断自我改进，形成良性循环。3Q24 AXON 引擎取得了又一次突破，推动公司广告业务收入增长 66%，环比加速增长 17%。我们认为 AXON 构建了公司的核心竞争力，技术突破将持续为公司带来脉冲式增长，同时 AXON 技术也有望复用到游戏外领域。

3) 电商领域拓展，将极大提高潜在市场空间：公司正努力向游戏领域外拓展，电商是公司当前重点突破领域。公司前期已开展电商领域试点，测试效果取得出色表现，广告效果与社交获客渠道相当。公司覆盖全球 14 亿日活用户，我们认为公司具备挖掘游戏外领域的更多变现机会。公司正整合资源扩大电商业务规模，预计将于明年全面开放并逐渐产生实质性贡献。我们认为当前市场尚未考虑电商业务潜力，公司在电商领域的突破将为新催化剂。

4) 规模效应贡献高利润及高现金流：公司广告业务具有低边际成本的特点，为公司带来高利润率和高现金流，3Q24 公司广告业务调整后 EBITDA 率高达 78%，公司整体自由现金流/调整后 EBITDA 高达 76%。

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 11 月 20 日

AppLovin (APP.US)

买入

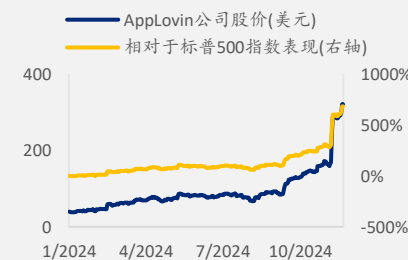
目标价 (美元)	394
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (美元)	321.19
52 周内股价区间 (美元)	35.79-323.59
总市值 (百万美元)	113,608
近 3 月日均成交额 (百万美元)	894

注：截至 2024 年 11 月 19 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注：截至 2024 年 11 月 19 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际



随着广告业务规模的持续增长以及公司战略收缩低利润的应用程序业务，我们认为公司利润率将进一步提升。

投资风险：板块估值回落；移动游戏行业增长放缓；广告行业隐私政策变化；行业竞争加剧；业务拓展不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,817	3,283	4,585	5,470	6,400
经营利润	(48)	648	1,803	2,385	2,995
调整后 EBITDA	1,063	1,503	2,626	3,356	4,139
EV/EBITDA			53.4	41.7	33.8

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	2,817	3,283	4,585	5,470	6,400
收入成本	(1,256)	(1,059)	(1,134)	(1,258)	(1,408)
毛利	1,561	2,224	3,452	4,212	4,992
研发费用	(508)	(592)	(638)	(738)	(832)
销售费用	(920)	(831)	(847)	(903)	(960)
管理费用	(182)	(153)	(165)	(186)	(205)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(48)	648	1,803	2,385	2,995
利息支出	(172)	(276)	(299)	(254)	(216)
其他收益	14	8	19	-	-
除税前盈利	(205)	381	1,523	2,131	2,779
所得税开支	12	(24)	(127)	(213)	(278)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(193)	357	1,396	1,918	2,501
少数股东权益	(0)	2	2	-	-
本公司权益持有人	(193)	355	1,395	1,918	2,501
调整后EBITDA	1,063	1,503	2,626	3,356	4,139

现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	(193)	357	1,396	1,918	2,501
折旧与摊销	547	489	440	352	246
营运资金变动	(292)	(209)	(283)	(198)	(201)
其他非现金调整	351	424	394	437	482
经营活动现金流	413	1,062	1,947	2,508	3,028
资本性支出	(1,346)	(68)	(30)	(33)	(36)
投资	(66)	(18)	(100)	(50)	(50)
其他投资活动	41	8	-	-	-
投资活动现金流	(1,371)	(78)	(130)	(83)	(86)
借款	(26)	(103)	400	(30)	(30)
股本	(339)	(1,154)	(1,269)	(1,000)	(800)
其他融资活动	(162)	(306)	-	-	-
融资活动现金流	(527)	(1,563)	(869)	(1,030)	(830)
汇兑收益及其他	(4)	1	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	(1,490)	(578)	948	1,395	2,112
期初的现金及现金等价物	2,571	1,080	502	1,450	2,846
期末的现金及现金等价物	1,080	502	1,450	2,846	4,958

资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	79	173	156	140	133
无形资产	1,678	1,293	918	633	448
商誉	1,824	1,843	1,824	1,806	1,788
其他非流动资产	329	434	534	584	634
非流动资产合计	3,909	3,743	3,433	3,164	3,004
应收账款	703	954	1,266	1,510	1,766
现金及现金等价物	1,080	502	1,450	2,846	4,958
其他流动资产	156	160	160	160	160
流动资产合计	1,939	1,616	2,876	4,516	6,884
资产总额	5,848	5,359	6,309	7,680	9,888
权益总额	1,903	1,256	1,778	3,132	5,315
长期借款	3,178	2,906	3,491	3,461	3,431
其他非流动负债	188	253	253	253	253
非流动负债合计	3,366	3,159	3,744	3,714	3,684
短期借款	33	215	30	30	30
应付账款及票据	273	372	398	442	494
递延收入	64	79	81	83	86
其他流动负债	208	279	279	279	279
流动负债合计	579	944	788	834	889
负债总额	3,945	4,103	4,531	4,547	4,573
权益及负债总额	5,848	5,359	6,309	7,680	9,888

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	0.9%	16.5%	39.7%	19.3%	17.0%
毛利增速	-13.5%	42.5%	55.2%	22.0%	18.5%
经营利润增速	NM	NM	178.1%	32.3%	25.6%
净利润增速	NM	NM	291.5%	37.3%	30.4%
调整后净利润增速	NM	NM	210.4%	21.4%	19.3%
盈利能力比率					
毛利率	55.4%	67.7%	75.3%	77.0%	78.0%
经营利润率	-1.7%	19.7%	39.3%	43.6%	46.8%
净利率	-6.8%	10.8%	30.4%	35.1%	39.1%
调整后净利率	0.0%	21.9%	48.6%	49.5%	50.5%
每股指标 (美元)					
EPS	-0.5	1.0	4.0	5.5	7.2
调整后EPS	0.0	2.0	6.4	7.8	9.3
估值 (倍)					
目标EV/EBITDA			53.4	41.7	33.8
目标P/S			29.9	25.1	21.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：可比公司估值比较

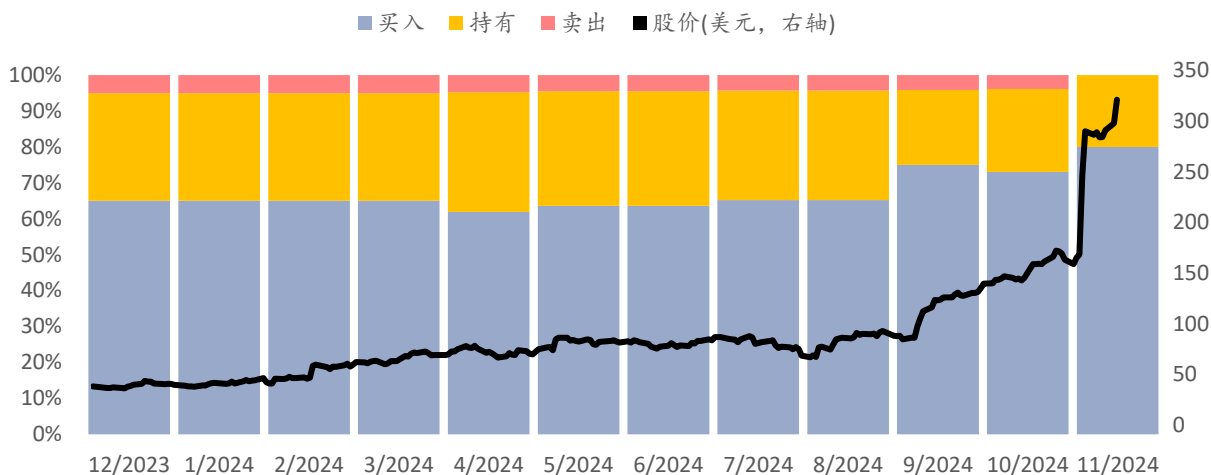
股票代码	公司名称	市值 百万美元	股价 交易货币	P/E			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
TTD US Equity	The Trade Desk	58,943	119.4	73.2	64.1	51.5	55.8	45.3	36.7
U US Equity	Unity	7,976	19.8	22.1	31.5	28.9	24.4	22.7	19.7
MSFT US Equity	Microsoft	3,106,219	417.8	33.8	30.3	26.0	21.7	19.4	17.4
GOOG US Equity	Alphabet	2,189,077	179.6	22.0	19.7	16.8	14.7	12.9	11.4
AMZN US Equity	Amazon	2,151,476	204.6	32.7	29.1	24.5	15.1	13.0	11.1
META US Equity	Meta	1,416,973	561.1	24.2	21.5	19.0	15.5	13.7	11.5
CRM US Equity	Salesforce	309,199	323.4	32.4	29.4	26.0	19.5	18.6	16.9
NOW US Equity	ServiceNow	210,553	1,022.1	73.5	61.5	50.7	59.3	46.9	37.3
PLTR US Equity	Palantir	143,419	63.0	166.6	136.3	112.9	129.0	102.0	85.1
CRWD US Equity	CrowdStrike	86,625	353.3	96.1	85.5	67.9	87.9	72.5	54.0
SNOW US Equity	Snowflake	43,656	130.2	193.4	147.9	93.0	135.2	111.3	69.2
MDB US Equity	MongoDB	21,359	289.2	113.0	98.0	75.9	93.2	67.3	52.0
DUOL US Equity	Duolingo	14,181	322.1	162.4	105.4	74.6	70.1	48.8	36.4
PATH US Equity	UiPath	7,017	12.8	29.7	28.6	23.9	27.0	24.9	16.9
平均				76.8	63.5	49.4	54.9	44.2	34.0

注：E=Bloomberg 一致预期，股价截至 2024 年 11 月 19 日美股收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

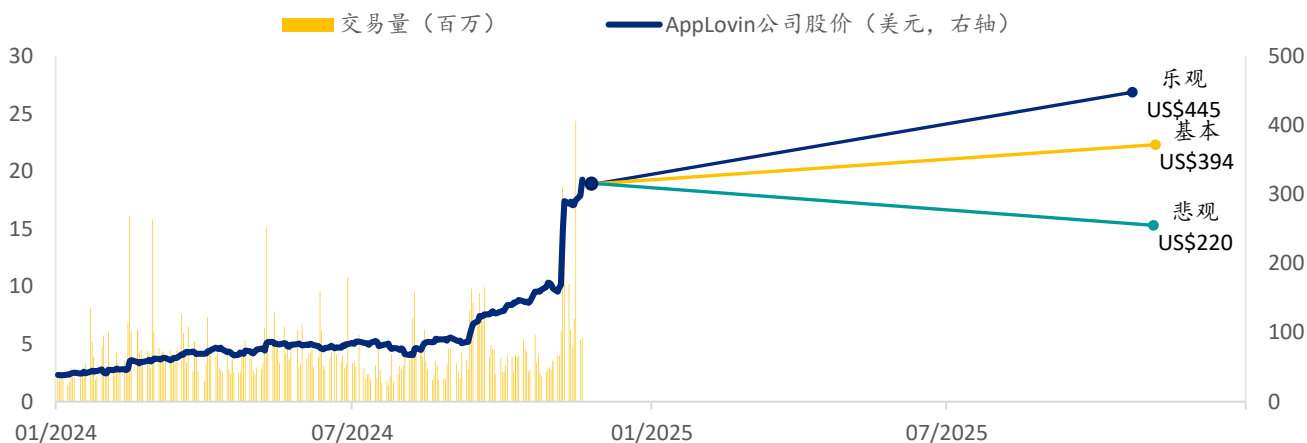
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 市场普遍预期: AppLovin (APP.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 情景假设: AppLovin (APP.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期
(概率: 20%)

目标价: 445 美元

- 广告业务增长优于预期;
- 新领域拓展加速;
- 利润率加速扩张。

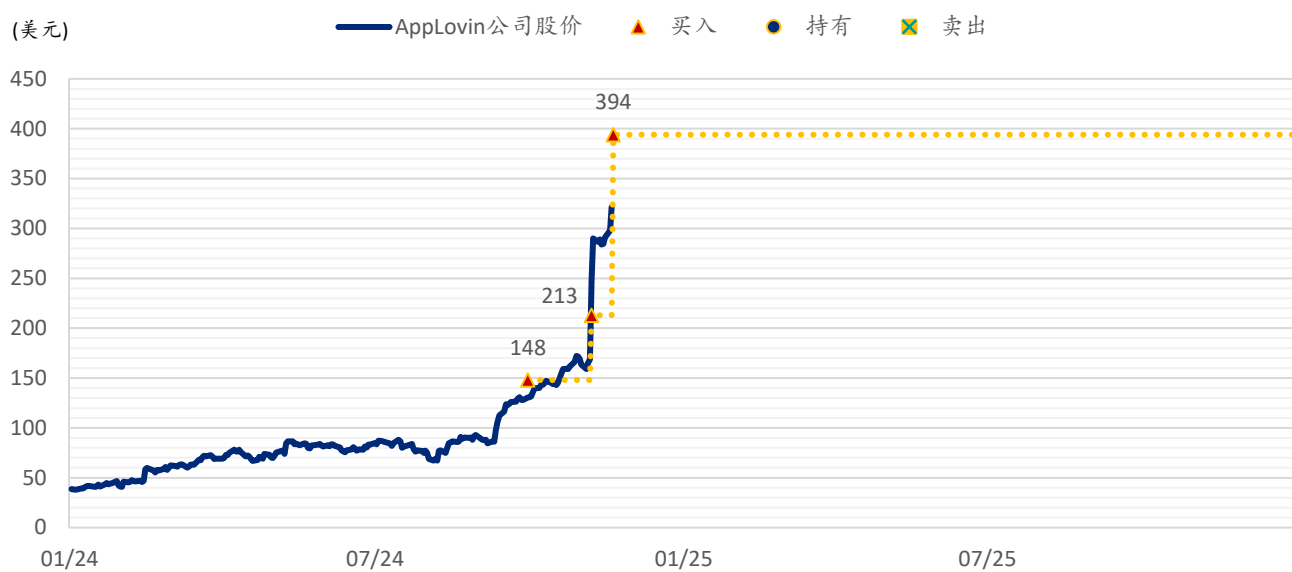
悲观情景: 公司收入利润不及预期
(概率: 20%)

目标价: 220 美元

- 广告业务增长不及预期;
- 行业竞争加剧;
- 新领域拓展不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5：浦银国际目标价：AppLovin (APP.US)



注：截至 2024 年 11 月 19 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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	85.25	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	87.11	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	137.20	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	35.19	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	117.68	买入	145.00	27/8/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.26	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	19.42	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	6.45	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.54	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	406.20	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	85.68	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	135.10	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	146.80	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	18.52	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	21.40	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.84	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.56	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.09	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	9.89	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	171.90	买入	130.00	29/8/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	51.60	买入	53.00	16/9/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	17.70	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.66	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	29.20	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.28	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.32	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.68	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	113.68	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	19.80	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	417.79	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	321.19	买入	394.00	20/11/2024	广告

注: 股价截至 2024 年 11 月 19 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团 - 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，日后可作修改而不另通知，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联属公司、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

