浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

AppLovin（APP.US）：模型升级带动增长提速

杨子超，CFA
科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

赵丹
首席科技软件分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

2026 年 11 月 5 日

- **收入及盈利高于预期，模型升级贡献逐步兑现：**公司 3Q26 实现收入 21.85 亿美元，同比增长 55%、环比增长 14%，高于公司此前指引且高于市场预期 5.4%；调整后 EBITDA 为 18.42 亿美元，同比增长 59%，高于市场预期 6.5%，对应利润率 84.3%，同比提升约 1.9 个百分点。公司表示业绩超预期的主要原因在于新模型改善推动游戏广告重新提速，消费广告亦继续扩大贡献。与此同时，基础设施优化使数据中心成本占收入比例下降，抵消了部分训练投入增长，环比增量收入向调整后 EBITDA 的转化率达到 87%，体现出较强的经营杠杆。
- **新模型仍处部分上线阶段，后续优化空间值得关注：**管理层表示，新一代架构在 3Q26 仅覆盖部分流量和系统模块，但已带动游戏广告增长重新提速，游戏业务同比增长接近 50%。新架构能够支持更大规模模型及更多数据处理，后续优化空间较旧架构更大，尤其有助于改善新广告主、小型广告主及新类别等数据较少场景下的投放效果。我们认为，随着新架构逐步上线，广告投放效果有望进一步改善，带动现有客户增加预算，并支持 Consumer 业务拓展。
- **Consumer 业务保持较快扩张，客户预算仍有提升空间：**3Q26 消费类广告主花费实现环比双位数增长、同比三位数增长，业务仍处较快扩张阶段。管理层表示，新客户通常需要先熟悉平台并验证广告带来的增量效果，再逐步增加投放。公司正通过合作伙伴拓展客户，并加强初期投放支持。我们认为，随着更多客户验证效果、扩大预算，叠加模型和广告格式持续改善，Consumer 有望继续扩大收入贡献。
- **4Q26 指引延续高增长，维持“买入”评级：**公司指引 4Q26 收入 23.65 亿-23.95 亿美元，同比增长 43%-44%、环比增长 8%-10%；调整后 EBITDA 利润率 84%-85%；指引均优于市场预期。我们认为，已上线模型的改善及 Consumer 业务持续扩张有望支撑后续增长，未来的模型升级和新业务进展则提供潜在上行空间，维持“买入”评级及目标价 437 美元。
- **投资风险：**模型优化效果及上线节奏不及预期；电商拓展不及预期；移动游戏行业增长放缓；行业竞争加剧；广告行业隐私政策变化。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	4,709	5,806	8,338	10,020	11,853
经营利润	1,873	3,975	6,522	7,835	9,304
调整后 EBITDA	2,720	4,580	7,030	8,266	9,719
目标 EV/EBITDA (x)			20.8	17.7	15.1

E=浦银国际预测；资料来源：Bloomberg、浦银国际

AppLovin（APP.US） 买入

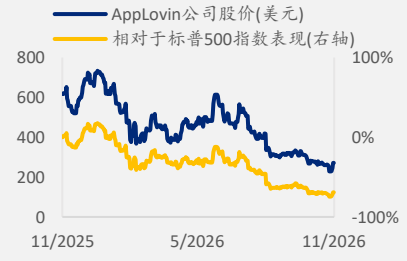
目标价（美元）	**437**
潜在升幅/降幅	**+61%**
目前股价（美元）	271.75
52 周内股价区间（美元）	225.1-738.0
总市值（百万美元）	90,941
近 3 月日均成交额(百万美元)	1,503

注：截至 2026 年 11 月 4 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注：截至 2026 年 11 月 4 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	**4,709**	**5,806**	**8,338**	**10,020**	**11,853**
收入成本	(1,167)	(785)	(945)	(1,202)	(1,422)
毛利	**3,542**	**5,021**	**7,393**	**8,817**	**10,430**
研发费用	(639)	(293)	(410)	(471)	(533)
销售费用	(849)	(327)	(267)	(311)	(356)
管理费用	(181)	(236)	(194)	(200)	(237)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	**1,873**	**3,975**	**6,522**	**7,835**	**9,304**
利息支出	(318)	(207)	(204)	(204)	(204)
其他收益	21	8	191	-	-
除税前盈利	**1,576**	**3,777**	**6,508**	**7,631**	**9,100**
所得税开支	4	(491)	(1,062)	(1,221)	(1,456)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	**1,580**	**3,286**	**5,446**	**6,410**	**7,644**
少数股东权益	2	0	-	-	-
本公司权益持有人	**1,578**	**3,286**	**5,446**	**6,410**	**7,644**
调整后EBITDA	**2,720**	**4,580**	**7,030**	**8,266**	**9,719**

现金流量表

美元百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	1,580	3,286	5,446	6,410	7,644
折旧与摊销	449	195	136	95	67
营运资金变动	(350)	78	(641)	(282)	(365)
其他非现金调整	420	412	355	427	498
经营活动现金流	**2,099**	**3,971**	**5,296**	**6,651**	**7,844**
资本性支出	(30)	(28)	(31)	(34)	(38)
投资	(77)	(20)	(50)	(50)	(50)
其他投资活动	1	407	-	-	-
投资活动现金流	**(107)**	**358**	**(81)**	**(84)**	**(88)**
借款	354	(2)	(30)	(30)	(30)
股本	(981)	(2,167)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其他融资活动	(1,123)	(425)	-	-	-
融资活动现金流	**(1,750)**	**(2,593)**	**(2,030)**	**(2,030)**	**(2,030)**
汇兑收益及其他	(3)	9	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	239	1,746	3,185	4,536	5,726
期初的现金及现金等价物	**502**	**741**	**2,487**	**5,672**	**10,209**
期末的现金及现金等价物	**741**	**2,487**	**5,672**	**10,209**	**15,935**

资产负债表

美元百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
固定资产	161	122	116	111	105
无形资产	897	397	313	273	264
商誉	1,803	1,540	1,525	1,509	1,494
其他非流动资产	696	770	820	870	920
非流动资产合计	**3,557**	**2,829**	**2,774**	**2,762**	**2,783**
应收账款	1,414	1,819	2,613	3,140	3,714
现金及现金等价物	741	2,487	5,672	10,209	15,935
其他流动资产	157	124	124	124	124
流动资产合计	**2,312**	**4,431**	**8,410**	**13,473**	**19,773**
资产总额	**5,869**	**7,260**	**11,183**	**16,235**	**22,557**
权益总额	**1,090**	**2,135**	**5,936**	**10,773**	**16,915**
长期借款	3,509	3,513	3,453	3,423	3,393
其他非流动负债	213	278	278	278	278
非流动负债合计	**3,722**	**3,791**	**3,731**	**3,701**	**3,671**
短期借款	-	-	30	30	30
应付账款及票据	563	747	899	1,145	1,354
递延收入	70	-	-	-	-
其他流动负债	424	587	587	587	587
流动负债合计	**1,057**	**1,334**	**1,516**	**1,761**	**1,971**
负债总额	**4,779**	**5,125**	**5,247**	**5,463**	**5,642**
权益及负债总额	**5,869**	**7,260**	**11,183**	**16,235**	**22,557**

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	43.4%	23.3%	43.6%	20.2%	18.3%
毛利润增速	59.3%	41.7%	47.2%	19.3%	18.3%
经营利润增速	189.0%	112.2%	64.1%	20.1%	18.7%
净利润增速	342.9%	108.0%	65.7%	17.7%	19.2%
调整后净利润增速	235.6%	53.1%	61.0%	16.8%	18.4%
盈利能力比率					
毛利率	75.2%	86.5%	88.7%	88.0%	88.0%
经营利润率	39.8%	68.5%	78.2%	78.2%	78.5%
净利率	33.5%	56.6%	65.3%	64.0%	64.5%
调整后净利率	51.2%	63.5%	71.2%	69.2%	69.3%
每股指标（美元）					
EPS	4.6	9.7	16.3	19.1	22.8
调整后EPS	7.0	10.9	17.7	20.7	24.5
估值（倍）					
目标EV/EBITDA			20.8	17.7	15.1
目标P/S			17.5	14.6	12.3

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：AppLovin（APP.US）



注：截至 2026 年 11 月 4 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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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在过去 12 个月内并没有任何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

张帆
vane_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6467

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