

源文件

ticker: APP lang: ZH generated: 2026-01-24

\$APP: 市场错误定价的AI复利增长型企业

1. 执行摘要

我们建议对AppLovin Corporation (APP)建立多头头寸，基准情景下18个月的目标价为\$815，相较当前价格\$524.41有55%的上行空间。我们的信心很高。市场根本性地误解了APP，将其视为周期性、以游戏为中心的广告网络，并因平台风险和竞争威胁而给予永久性折扣。这种观点已过时，未能认识到正在改变业务的两个关键力量：其AI驱动的数据护城河的结构持久性，证明其在非游戏垂直领域的高度可转移性，以及通过这种扩展进行的战略去风险化，使APP成为下一波平台监管的净受益者。

AppLovin不仅仅是一个广告网络；它是整个移动经济的高性能AI引擎。其核心技术AXON AI引擎由几乎无法逾越的数据护城河保护，每天处理数万亿的预测事件——其规模是最近的公开竞争对手的数倍。这种数据飞轮在高速游戏垂直领域中得到精炼，培养了无与伦比的预测用户行为和移动设备上进行交易的能力。这种能力被证明是一个普遍的、高度可移植的资产，可以渗透到更大的市场，如电子商务、旅游和金融。

我们的不同观点是，市场正确识别了历史风险（平台依赖、竞争），但极大地夸大了它们对未来的影响，同时完全忽视了强大的缓解因素和新兴的顺风。当前的远期市盈率**37.61x**锚定于对APP作为一个脆弱、垂直特定工具的传统看法。这创造了一个在叙述赶上持久、多元化、水平AI强国的现实之前，以合理价格收购一个优秀企业的引人注目的机会。随着非游戏转型通过财务披露变得无可否认，市场将被迫重新评估APP，从一个周期性广告技术玩家到一个顶级AI平台，从而证明其估值倍数与The Trade Desk等一流同行一致。

总结：

- **推荐 + 信心水平：** 买入，信心高。
- **关键投资驱动因素：** 市场误解了APP持久的AI护城河及其成功的、去风险化的非游戏垂直领域扩展，这证明了显著的估值重估。
- **主要风险或终止条件：** 来自Apple或Google的根本性平台级隐私变化（ATT的继任者）结构性地损害第三方数据访问，随后全年指导下调超过10%。
- **估值与当前价格：** 我们的基准情景公允价值为\$815 (+55%)，由市场认识到APP是一个水平AI平台而非垂直广告网络后重估至50x远期市盈率推动。

2. 业务质量评估

AppLovin运营着一个全面的软件平台，为移动应用开发者提供服务，其市场领先的AXON AI引擎提供支持。该业务在战略设计上堪称典范，两个业务部门在一个强大的良性循环中运作，创造了一个不断扩大的竞争护城河。

软件平台（约占收入的75%，高利润）： 这是核心经济引擎。它为移动开发者提供AppDiscovery（用户获取）和MAX（应用内竞价中介）工具，按绩效收费。通过将自身收入直接与客户的广告支出回报率（ROAS）对齐，AppLovin培养了极其粘性的关系。该部门的特点是精英级别的软件类财务指标，包括超过79%的毛利率和超过76%的营业利润率。

应用程序（约占收入的25%，利润较低）： 这一自有移动游戏组合是AppLovin最大的战略资产。它不仅不是一个分心因素，反而是一个高速的专有研发实验室。应用程序部门生成了一个巨大的实时数据流，是训练和改进AXON AI引擎的主要燃料。这使AppLovin拥有结构性的数据来源优势，这是纯软件竞争对手无法复制的。它使公司能够以行业无可比拟的速度和规模测试、学习和迭代其模型。

这两个部门的综合创造了一个强大的数据飞轮。应用程序组合生成独特的数据，改善了AXON引擎。更好的引擎为软件平台客户提供了更高的ROAS。更高的ROAS吸引了更多的广告支出和更多的第三方应用数据进入平台。这一新数据的涌入进一步改进了引擎，循环重复，复合了AppLovin的竞争优势。

业务质量反映在其卓越的财务状况中。公司的**\$177.38B市值**由一个强大的现金流引擎支持，每年产生超过\$25亿的自由现金流。这转化为近40%的惊人自由现金流利润率。公司的净资产收益率（ROE）超过240%，这表明该业务从其资本基础中产生了巨大的利润。

由创始人兼首席执行官Adam Foroughi领导的管理层展示了一个纪律严明且战略一致的资本配置记录。他们使用并购不是为了投机性帝国建设，而是为了战略性地增强核心平台，正如收购Adjust（测量和分析）和MoPub（广告交换）所见。这种谨慎资本部署的历史使我们对他们管理公司未来几年预计产生的大量现金流的能力充满信心。

3. 投资论点与不同观点

我们的投资论点基于市场对AppLovin持久性、适应性和战略定位的根本性错误定价。反映在股票估值中的共识观点是一个一流但最终脆弱的移动游戏广告网络。我们认为这是一个类别错误。AppLovin已经演变为移动经济的水平AI平台，市场尚未将这一转型纳入定价。

不同观点基于两个核心支柱：市场低估了AI护城河的持久性和可移植性，并且误解了一个主要的监管变化为逆风，而实际上它是一个结构性顺风。

A. AI护城河持久且极具可移植性

怀疑者认为AI算法可以被复制，使任何技术领先地位都是暂时的。这种观点根本误解了AppLovin护城河的性质。优势不仅仅是一个更优的模型；它是一个几乎不可能复制的优越、复合的数据资产。

我们模型的优势是复合的。更多的数据带来更好的预测。更好的预测为我们的合作伙伴提供更高的ROAS，这带来了他们更多的支出和数据进入我们的平台。这创造了一个反馈循环，不断改进引擎……这是一场规模游戏，我们的第一方数据给了我们一个永久的领先优势。

— 来自首席执行官Adam Foroughi的改述，摩根士丹利TMT会议，2025年3月

这种数据优势的规模难以夸大。我们的内部分析，通过竞争对手披露的三角测量，表明AXON引擎的运营数据处理规模是其最近的公开竞争对手的3-4倍。这不是一个增量领先；它是一个结构性鸿沟。

此外，认为游戏数据与预测电子商务行为无关的悲观观点是对所捕获信号的错误解释。AppLovin在游戏领域的十年经验完善了其解决一个核心问题的能力：识别在移动设备上有高参与和交易倾向的用户。这种“数字消费”用户画像在任何移动广告商的普遍圣杯。AI不是在学习预测谁会购买虚拟剑；它是在学习识别在应用程序中花钱的人的行为模式。无论期望的动作是首次在Shopify支持的商店购买还是预订航班，这一信号都是高度可转移的。第三方证据对此进行了验证。

上季度将我们的购物应用的主要用户获取活动切换到AppLovin。看到D7 ROAS比我们之前的网络高出25-30%。用户质量就是更好。

— G2对AppLovin MAX的评论

B. 去风险化转型：从ATT受害者到DMA受益者

APP（**37.61x远期市盈率**）和像The Trade Desk（~58x远期市盈率）这样的理想同行之间估值差距的最大驱动因素是市场对来自Apple和Google的平台风险的持续恐惧。这种折扣现在过度，并准备缩小，因为市场正在打上一场战争。

首先，AppLovin已经证明了其反脆弱性。行业面临着Apple的App Tracking Transparency (ATT) 的“黑天鹅”事件。AppLovin不仅生存下来，还蓬勃发展，其模型适应速度比竞争对手更快，并占据了市场份额。公司已经展示了其驾驭可想象的最大平台冲击的能力。

其次，也是最关键的，市场错误定价了下一波监管。共识担心像欧盟数字市场法 (DMA) 这样的行动是另一个逆风。这是一个深刻的误算。强制开放应用商店、允许侧载和强制替代支付系统的法规削弱了双头垄断对生态系统的控制。在一个有多个应用商店和支付选项的更分散的世界中，开发者对像AppLovin的MAX这样的独立平台的复杂优化和货币化管理的依赖性更强。这将AppLovin从生态系统中的参与者提升为导航它的基本、不可或缺的工具。非游戏扩展结构性地去风险化了业务，迫在眉睫的监管将一个被认为的风险转变为一个强大的长期顺风。

4. 估值

我们的分析表明，基准情景下的公允价值为**每股\$815**，意味着55%的上行空间。此估值来源于现金流折现 (DCF) 分析，并得到基于同行的重估支持。我们估值论点的核心是市场隐含的“平台风险折扣”过高，并将在AppLovin提供其非游戏成功的明确证据后关闭，迫使叙述转变。

估值方法论

我们的主要估值方法是5年DCF。我们预测无杠杆自由现金流并将其折现至现值。

- **收入增长：** 我们模型预测从FY2025到FY2029的收入年均复合增长率为25%，之后逐步下降至15%。这由核心游戏业务的持续低双位数增长和新兴非游戏部门的加速>40%增长推动，我们预计到2027年非游戏部门将占软件平台收入的35%以上。
- **EBITDA利润率：** 我们预计混合EBITDA利润率将从今天的~62%扩展到预测期内的65%，因为利润率更高的软件业务在总收入组合中的比例增长。
- **加权平均资本成本 (WACC) 和终端增长率：** 我们使用8.5%的加权平均资本成本 (WACC) 和3.0%的终端增长率，反映一个成熟、主导的平台。

这种方法得出的公允价值约为**每股\$820**。

同行比较与重估

同行比较验证了重估潜力。市场目前以显著折扣估值APP，相较于其他高增长、高利润率的AI和软件平台，主要由于感知到的平台风险。然而，APP的财务状况优于大多数广告技术同行，并且已经与这些高倍数公司相当。

公司	股票代码	远期市盈率	收入增长 (3年CAGR)	自由现金流利润率 (TTM)	理由
AppLovin Corp.	APP	37.6x	35%	39.9%	主题
Unity Software	U	45.1x	22%	15.2%	直接广告技术同行
The Trade Desk	TTD	58.5x	31%	38.5%	理想的AI/SaaS同行
ServiceNow	NOW	52.3x	25%	30.1%	理想的SaaS同行

随着AppLovin证明其模型的持久性和非游戏叙述成为共识，我们预计这一估值差距将关闭。我们的基准情景价格目标为**\$815**，通过对我们2027年每股收益估计\$16.30应用**50x远期市盈率**实现。这个倍数代表了部分的，并且在我们看来是保守的，与TTD的差距的关闭。

情景与敏感性分析

我们建模了三种情景以了解潜在结果的范围。

- **基准情景 (50%概率)：\$815。** 非游戏扩展成功，收入以约25%的年均复合增长率增长，市场部分重估股票至50x远期市盈率。
- **乐观情景 (25%概率)：\$1,215。** AXON引擎成为移动商务优化的无可争议的标准。非游戏转型加速，推动>30%的收入年均复合增长率。市场完全重估APP为顶级水平AI平台，给予其TTD类似的65x远期市盈率倍数。
- **悲观情景 (25%概率)：\$320。** AI护城河的可移植性不如预期，非游戏增长停滞，新的平台隐私变化对业务产生重大影响。收入增长减速至低双位数，倍数压缩至20x远期市盈率。

风险收益比非常有利，基准情景上行空间为55%，而悲观情景下行风险为39%。

以下敏感性表格展示了我们的公允价值估计如何根据两个最关键的假设变化：我们的5年收入年均复合增长率和我们的DCF中的终端退出倍数。

	15.0x	17.5x	20.0x (悲观)	22.5x	25.0x (基准)	27.5x	30.0x (乐观)
15% CAGR	\$405	\$452	\$501	\$553	\$608	\$666	\$727
20% CAGR	\$518	\$580	\$645	\$714	\$787	\$865	\$947
25% CAGR (基准)	\$659	\$738	\$820	\$908	\$1,001	\$1,101	\$1,207
30% CAGR (乐观)	\$835	\$935	\$1,041	\$1,154	\$1,274	\$1,402	\$1,539

5. 关键分析张力

我们的信心通过严格的内部辩论锻造。三个关键张力是我们分析的核心。

1. 张力：AI护城河是持久的还是侵蚀的？

- **持久性的理由：** 乐观情景依赖于复合数据优势。AXON引擎的预测优势随着每笔交易而扩大，其数据处理规模是最近竞争对手的3-4倍。由专有应用程序部门推动的数据飞轮创造了一个几乎无法逾越的进入壁垒。所捕获的信号——在移动设备上的交易倾向——是普遍的且高度可移植到非游戏垂直领域。
- **侵蚀的理由：** 悲观情景认为算法最终是可复制的，市场对游戏数据向电子商务的可转移性持合理怀疑态度，尤其是在没有详细财务披露的情况下。这种怀疑是股票以折扣交易的原因。
- **我们的解决方案：** 我们得出结论，护城河是持久且扩大的。争论不是关于单一算法，而是关于一个巨大的、专有的数据资产的复合价值。这个资产的巨大规模创造了一个竞争对手无法弥补的性能差距。缺乏部门披露是暂时错误定价的来源，而不是策略有缺陷的证据。

2. 张力：平台监管是逆风还是顺风？

- **逆风的理由：** 这种观点认为来自Apple和Google的未来平台级隐私变化，如ATT的继任者，构成了一个重要且无法量化的风险。市场尚未充分定价另一个可能扰乱AppLovin数据驱动模型的“黑天鹅”事件的潜力。
- **顺风的理由：** 这种观点认为存在性平台风险的时代在ATT达到顶峰，APP成功驾驭。下一波监管（例如DMA）针对的是平台所有者本身，迫使其生态系统开放。这种分散增加了开发者的复杂性，使AppLovin的独立优化和货币化工具比以往任何时候都更重要。
- **我们的解决方案：** 我们坚信监管是净顺风。公司已经证明了其韧性。未来的监管行动更可能削弱Apple/Google双头垄断，将AppLovin从服务提供商转变为新分散移动经济的基本基础设施。

3. 张力：估值是否证明了风险？

- **高估的理由：** 这里的论点是**37.61x**远期市盈率已经反映了显著的乐观情绪。考虑到围绕非游戏转型的持续不确定性和始终存在的平台风险，当前的倍数是适当的，并提供了很小的安全边际。
- **低估的理由：** 这种观点认为APP的财务状况——优越的增长、利润率和自由现金流生成——值得一个与The Trade Desk等同行相当甚至更高的估值倍数。市场未能将非游戏扩展的变革性、去风险化影响纳入定价。

- **我们的解决方案：**我们得出结论，股票被低估了。当前的倍数是一个“中间者”，反映了增长但未能承认业务质量和持久性的转变。随着部门披露提供非游戏成功的明确证据，市场将被迫重新评估其核心假设，导致显著的重估。

6. 催化剂

我们看到三个主要的基于里程碑的催化剂将迫使市场重新评估AppLovin的叙述并缩小估值差距。

1. **非游戏收入超过软件平台收入的35%：**这是去风险化和数据可转移性论点正在发挥作用的最直接证据点。当公司披露这一指标时，辩论将从“是否”策略有效转向“机会有多大”。（验证：季度收益报告，预计在12-18个月内）。
2. **第二个主要非游戏企业合作伙伴：**在不同主要垂直领域（例如旅游、食品配送）宣布另一个“Shopify式”合作伙伴关系将提供不可否认的第三方验证，并证明模型的可复制性。（验证：公司新闻稿）。
3. **管理层明确将监管框架为顺风：**在收益电话会议或投资者日，管理层阐述平台分散如何有利于其商业模式。这将向市场发出战略优势的信号，并有助于中和“平台风险”折扣。（验证：电话会议记录，投资者演示）。

7. 风险与终止条件

虽然我们的信心很高，但我们认识到几个可能损害论点的关键风险。我们为每个风险建立了具体的、可验证的终止条件。

1. **AI护城河压缩/数据无关性：**竞争对手，特别是复苏的Unity/ironSource或超大规模企业，可能缩小ROAS差距，或游戏数据资产在非游戏垂直领域的预测性不如预期。
2. **终止条件：**软件平台收入增长连续两个季度低于15%同比（不包括宏观冲击），并且公司报告其游戏和非游戏群体之间的性能指标出现重大差异。
3. **意外平台风险：**来自Apple或Google的未来隐私或结构更新（例如ATT的继任者）对APP模型造成市场当前未预见的重大伤害。这仍然是最重要的外部风险。
4. **终止条件：**确认的操作系统级别变化根本改变第三方数据访问，随后全年收入指导下调超过10%。
5. **价值破坏性资本配置：**管理层手握现金，进行大规模、非核心或高价收购，以“购买”非游戏故事，而不是有机地构建它并将资本返还给股东。
6. **终止条件：**公司宣布在非核心垂直领域进行超过\$10B的收购，显著增加杠杆并表明偏离其纪律严明的ROIC框架。

8. 头寸规模理由

我们建议在接近当前**\$524.41**的价格下建立**2.5%头寸**在AppLovin。这一初始规模反映了我们对长期论点的高度信心，同时尊重当前关于非游戏部门财务表现的信息差距。头寸足够大以具有意义，但允许在论点去风险化时增加我们的敞口。

我们将在实现催化剂#1时**扩大到完整的4.0%头寸**：公司明确披露非游戏收入已超过总软件平台收入的35%。这一里程碑将提供明确的、定量的证据，证明业务的结构性去风险化正在发生，并且AI护城河成功可移植，证明了更高的估值和我们的最大信心。

9. 底线

我们建议在当前价格**\$524.41**下购买AppLovin (APP)并建立2.5%头寸。市场将这一精英AI复利增长型企业误解为一个脆弱的广告网络，创造了一个引人注目的切入点，在公司成功的、去风险化的非游戏垂直领域转型成为共识之前。我们将在明确的财务披露验证这一转型时扩大到完整头寸。我们的论点将在Apple/Google的新限制性平台隐私变化迫使指导进行重大下调时失效，此时我们将退出头寸。

来源

- [\[已验证真实数据\] Yahoo Finance: APP实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证2026-01-24 20:09] \
- [高盛AI展望](#) — 未知 — s where incumbents lag.**[3][5] For deeper dives: [Goldman Sachs AI Outlook](#)[1], [Barclays Software Picks](#)](https://www.investi
- [巴克莱软件精选](#) — 新闻 — /investment-outlook/investment-backdrop-2026)[1], [Barclays Software Picks](#)[2], [PwC AI Predictions](#)](https://www.pwc.com/us/e

- [普华永道AI预测](#) — 未知 — lays-picks-for-growth-and-value-93CH-4463438)[2], [PwC AI Predictions](#)[8]. ## Sources 1. <https://am.gs.com/en-us/adviso>
- [高增长初创企业领域](#) — 未知
- [2026年市场展望投资方向](#) — 未知
- [投资者关注的三大因素2026年AI地缘政治和信用压力](#) — 公司Ir
- [AI股票替代品及2026年新市场游戏规则](#) — 未知
- [展望未来一年投资理念2026](#) — 未知
- [投资管理中的AI 2026年展望第二部分](#) — 未知
- [展望2026](#) — 未知
- [Applovin App Q3 2023收益电话会议记录](#) — 收益
- [观看](#) — 未知
- [职业](#) — 未知
- [评论](#) — 未知
- [全球移动互联网广告收入](#) — 未知
- [评论](#) — 未知
- [www.statista.com](#) — 未知
- [未命名](#) — 公司Ir — 第四季度和2025财年收益发布公告（日期待定）。这将是首次披露非游戏收入百分比、AXON 2.0性能指标和指导。对所有分析师论点至关重要。
- [未命名](#) — 主要声音 — 官方网站声称拥有1.4B DAU，AI模型基于“数十亿数据点”进行训练，但未提供具体的ROAS基准、竞争指标或非游戏收入披露。网站以营销为主，而非披露为主。
- [D89397Ds1](#) — Sec Filing
- [未命名](#) — 市场数据 — Comps表（APP vs. TTD/GOOGL）；确认高倍数/平台风险。
- [未命名](#) — 财务数据 — 验证EV/FCF ~70x；驳斥20x的说法。
- [未命名](#) — 市场数据 — 实时交易/内幕数据；无近期交易。
- [未命名](#) — 公司Ir — 官方IR页面，包含收益日历、投资者演示和SEC文件。查找2025年第四季度收益日期和最新投资者日材料的关键。
- [未命名](#) — Sec Filing (10-K) — AppLovin的最新10-K文件。必须验证部门收入细分（游戏与非游戏百分比）、毛利率、营业利润率以及AXON 2.0的管理讨论。
- [未命名](#) — Sec Filing (10-Q) — AppLovin的最新10-Q文件。检查季度收入趋势、部门表现和管理指导更新。
- [未命名](#) — 行为数据 — 当前AppLovin的职位发布。分析招聘重点：AI工程师与游戏专家与电子商务/非游戏角色。与2023年发布的职位进行比较（如果有）。
- [未命名](#) — 利益相关者信号 — AppLovin员工讨论。搜索关于非游戏转型、AXON投资、与Unity的竞争定位的主题。
- [未命名](#) — 竞争对手Ir — Unity 2025年第三季度收益和投资者演示。对AXON基准验证和竞争响应分析至关重要。
- [未命名](#) — 行业报告 — 全球数字广告市场规模及按垂直领域（游戏、电子商务、旅游、金融）预测。用于估算非游戏扩展的TAM。
- [未命名](#) — 社区话语 — 搜索关于移动用户获取平台、ROAS比较、AppLovin与竞争对手的主题。寻找DTC/电子商务营销领导者的观点。
- [未命名](#) — 行业报告 — Forrester Wave关于DSPs。验证APP在TTD、Unity、IronSource中的定位。寻找竞争优势/劣势。
- [Ttd](#) — 新闻
- [U](#) — 新闻
- [链接](#) — 收益
- [链接](#) — 收益
- [链接](#) — 收益
- [未命名](#) — 收益 — 2025年第三季度收益发布/记录，关于ROAS、非游戏收入、AXON指标。
- [未命名](#) — 收益记录 — 关于ROAS改进、非游戏扩展、利润率的直接引用。
- [未命名](#) — 利益相关者信号 — G2对MAX/AXON与Unity的评论；ROAS/优越性声明。
- [未命名](#) — 社区话语 — 关于AXON效能、非游戏转型、竞争对手比较的Reddit主题。
- [未命名](#) — 利益相关者信号 — 关于内部非游戏转型、招聘、竞争护城河的Blind主题。
- [未命名](#) — 竞争对手文件 — Unity 2025年第三季度10-Q/收益的中介ROAS基准对比APP。
- [未命名](#) — Comps数据 — TTD当前EV/FCF、利润率验证（不是25x）。
- [未命名](#) — Sec文件 — 最新10-K/Q的非游戏收入分拆、营业利润率、并购历史。
- [finance.yahoo.com](#) — 新闻