

## Alpha Helix Asset Management 投資備忘錄 (七十二)

2025.02.28

### 遊戲廣告領域網紅股適合投資嗎？

#### 廣告科技 (AdTech) 逐步完成修復，成為近年市場熱點

隨著行動遊戲市場逐漸成熟，遊戲廣告已成為近年市場上備受注目的焦點之一，雖然整體廣告科技 (AdTech) 產業在重視用戶個人隱私的後 IDFA 時代面臨諸多挑戰，但近期各家模型已逐漸修復，帶動廣告轉化率與投放效率的提升，並催生出近期的兩大網紅股：AppLovin 以及 Unity，這兩家公司透過不同的策略與業務重心，成為遊戲廣告市場乃至電商廣告領域的重要參與者。



(圖一) AdTech 產業鏈高度複雜，其中牽涉到多平台聯動/整合

#### AppLovin：率先完成模型修復，營收高增速、初步跨入電商廣告市場

AppLovin (APP) 為遊戲廣告產業中，模型率先修復完成的公司之一，透過 AXON 2.0 技術與全屏影像廣告形式，快速在電商廣告主中奠定初步口碑，在財務上 APP 近幾季亦持續取得高增速：2024Q4 單季營收年增 44%，調整後 EBITDA 利潤率高達 62%。在聚焦遊戲獲客的細分領域中，APP 市佔率高達 30%，甚至高於 Google、META 等傳統巨頭。

此外，電商廣告市場原本是由 Meta、Google 等龍頭壟斷，廣告成本（CPM）常年維持高檔，APP 藉由較低的 CPM 與彈性的成交後付費模式，成功吸引了一批尋求高廣告支出回報率(ROAS)的中小電商廣告主，雖然目前尚在初期階段，電商廣告營收佔比僅約 10%，但若後續能順利複製遊戲廣告中取得的市佔率，成長空間十分可觀。

然而 2025 年 2 月中下旬，有多家做空機構針對 AppLovin 發布報告，認為其電商廣告業務可能存在盜取 META 數據，對廣告主虛報 ROI 等問題，目前實際情況尚不明朗，但股價已自高點重挫 35%，投資者後續須關注可能衍生的訴訟風險。

### **Unity：公司整併遲緩，高管換帥後大力改革，近期初露曙光**

相比 AppLovin 在後 IDFA 時期快速修復模型，Unity 原管理層執行力低落，在收購 IronSource 後的整併計畫持續推遲，導致市占率大量流失，然而新管理層上任後，積極落實組織改造，大幅裁員並剝離低效業務，使三大營運費用率及股票薪資報酬 SBC 支出顯著下降，帶動公司現金流改善。

Unity 目前核心的 3D 引擎業務（Create）穩健成長，而高利潤的廣告業務（Grow）也初步展露修復完成的態勢，因此財報公布後股價一度跳升 30%。Unity 在未來數季的財務表現，尤其是廣告營收恢復力道，將是市場關注的關鍵指標。

### **結論**

遊戲廣告產業中的網紅股，儘管皆受惠於廣告科技模型逐步修復而重獲市場關注，但各自的催化劑與風險點不同。有憑藉率先修復的模型和卓越的獲客能力，迅速拓展遊戲與電商廣告市場，亦有在新管理層帶領下展現轉機跡象，成本管控及廣告業務的修復正逐步實現，若後續能持續推進營運效率改善並提升市佔率，有望迎來顯著的估值重估者。

總體而言，短期內無論是不確定性較大、或風險相對較低的遊戲網紅股，後續廣告業務復甦的能見度與持續性，將是估值修復的重要關鍵。