



Unity (U.US): 游戏引擎龙头, 积极拓宽业务边界, 顺应 AI 浪潮前进

Unity 在游戏引擎市场占据强大领先地位, 积极拓宽行业覆盖, 打开潜在市场空间。公司顺应 AI 发展浪潮, 融合 AIGC 技术提升产品竞争力, 有望推动未来长期增长。首次覆盖 Unity (U.US), 给予“买入”评级, 目标价 31 美元。

- 游戏引擎市场龙头, 行业拓展打开市场空间:** Unity 是全球领先的交互式实时内容开发平台, 在游戏引擎市场占据领先地位, 头部市场份额占比约 70%。我们认为公司强大的产品性能和服务能力、易用性、跨平台部署和社区资源等优势构建了公司核心竞争力。除游戏外, 公司也在向建筑、汽车、航空等领域扩张, 扩大了潜在市场空间, 目前游戏以外行业在公司创建解决方案 (Create Solutions) 收入占比为 23%, 行业拓展有望成为未来重要增长驱动。
- 助力用户内容货币化, 实现业务协同:** 公司增长解决方案 (Grow Solutions) 主要提供广告网络及游戏发行服务, 帮助开发者内容货币化, 与公司创建业务实现有效协同, 也是公司的重要收入及利润来源, 2023 年收入占比 61%。使用 Unity 制作的应用月均下载量达数十亿次, 为公司构建起了强大的网络效应及数据优势。
- 如何看待 AIGC 对内容开发的影响?** 随着 AIGC 技术的持续突破, 市场对于 AIGC 将颠覆传统内容创作工具有所担忧。我们认为, AIGC 与传统工具更多是合作而不是竞争, AIGC 用于辅助创作, 结合确定性工具实现效率提升。公司在 Unity 编辑器中内置了 AI 能力, 依托自有数据训练专有模型, 同时也支持嵌入第三方 AI 模型。我们认为, AI 融合将使公司直接受益于行业发展, 从而推动公司未来长期增长。
- 估值: 首予“买入”评级, 目标价为 31 美元:** 我们看好 Unity 在游戏引擎市场的领先地位及行业拓展带来的广阔市场空间, AI 融合有望持续提升公司产品竞争力。我们认为公司短期催化剂包括: 1) 业务调整推动利润扩张, 2) Unity 6 产品能力提升, 3) 正现金流对资产负债改善; 长期增长驱动包括: 1) 行业拓展打开市场空间, 2) Runtime fee 带来增量收入, 3) AI 技术提升产品竞争力。首予“买入”评级, 根据 SOTP 得到目标价 31 美元, 对应 2024E 年 6.5x P/S。
- 投资风险:** 游戏行业增长放缓; 行业拓展不及预期; 竞争加剧。

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 | 1,391 | 2,187 | 1,825 | 2,054 | 2,290 |
| 经营利润 | (882) | (833) | (537) | (349) | (103) |
| 调整后 EBITDA | (71) | 274 | 406 | 589 | 758 |
| 目标 PS (x) | | | 6.5 | 5.8 | 5.2 |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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 4 月 12 日

Unity (U.US)

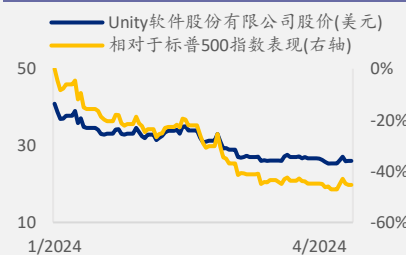
| | |
|-------------------|------------|
| 目标价 (美元) | 31 |
| 潜在升幅/降幅 | +19% |
| 目前股价 (美元) | 26.05 |
| 52 周内股价区间 (美元) | 22.2-50.08 |
| 总市值 (百万美元) | 10,054 |
| 近 3 月日均成交额 (百万美元) | 289 |

注: 截至 2024 年 4 月 11 日收盘价

市场预期区间



股价表现



注: 截至 2024 年 4 月 11 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

目录

| | |
|---------------------------|----|
| 游戏引擎市场龙头，行业拓展打开市场空间..... | 4 |
| 助力用户内容货币化，实现业务协同..... | 12 |
| 如何看待 AIGC 对内容开发的影响？..... | 14 |
| 聚焦核心业务，目标年末实现“40 法则”..... | 17 |
| 估值分析与预测..... | 19 |
| 投资风险..... | 20 |
| SPDBI 乐观与悲观情景假设..... | 21 |
| 公司简介..... | 24 |
| 财务报表..... | 26 |

财务报表分析与预测

利润表

| 美元百万 | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 | 1,391 | 2,187 | 1,825 | 2,054 | 2,290 |
| 收入成本 | (443) | (734) | (529) | (554) | (527) |
| 毛利 | 949 | 1,453 | 1,297 | 1,499 | 1,763 |
| 研发费用 | (959) | (1,054) | (847) | (863) | (870) |
| 销售费用 | (498) | (835) | (678) | (678) | (687) |
| 管理费用 | (373) | (398) | (309) | (308) | (309) |
| 其他费用 | - | - | - | - | - |
| 经营盈利 | (882) | (833) | (537) | (349) | (103) |
| 利息收入 | (7) | (25) | - | - | - |
| 其他收益 | 7 | 60 | - | - | - |
| 除税前盈利 | (882) | (798) | (537) | (349) | (103) |
| 所得税开支 | (37) | (28) | (21) | (14) | (4) |
| 其他盈利 | - | - | - | - | - |
| 年度盈利 | (919) | (827) | (559) | (363) | (107) |
| 少数股东权益 | 2 | (4) | - | - | - |
| 本公司权益持有人 | (921) | (822) | (559) | (363) | (107) |

现金流量表

| 美元百万 | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 净利润 | (919) | (826) | (559) | (363) | (107) |
| 折旧与摊销 | 212 | 564 | 430 | 378 | 343 |
| 营运资金变动 | 77 | (176) | (41) | (30) | (61) |
| 其他非现金调整 | 571 | 673 | 495 | 480 | 450 |
| 经营活动现金流 | (59) | 235 | 325 | 464 | 625 |
| 资本性支出 | (57) | (56) | (47) | (53) | (59) |
| 投资 | 659 | 100 | - | - | - |
| 其他投资活动 | 122 | - | - | - | - |
| 投资活动现金流 | 723 | 44 | (47) | (53) | (59) |
| 借款 | 1,000 | - | (480) | (1,245) | (500) |
| 股本 | (1,226) | (174) | - | - | - |
| 其他融资活动 | - | - | 65 | 100 | - |
| 融资活动现金流 | (227) | (174) | (415) | (1,145) | (500) |
| 汇兑收益及其他 | 2 | (6) | - | - | - |
| 现金及现金等价物增加净额 | 439 | 99 | (137) | (733) | 67 |
| 期初的现金及现金等价物 | 1,067 | 1,506 | 1,604 | 1,467 | 734 |
| 期末的现金及现金等价物 | 1,506 | 1,604 | 1,467 | 734 | 801 |

资产负债表

| 美元百万 | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 固定资产 | 122 | 141 | 118 | 132 | 148 |
| 无形资产 | 1,922 | 1,407 | 1,047 | 707 | 407 |
| 商誉 | 3,201 | 3,166 | 3,166 | 3,166 | 3,166 |
| 其他非流动资产 | 224 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| 非流动资产合计 | 5,469 | 4,919 | 4,535 | 4,210 | 3,925 |
| 应收账款 | 634 | 612 | 511 | 574 | 641 |
| 投资 | 102 | - | - | - | - |
| 现金及现金等价物 | 1,485 | 1,590 | 1,453 | 720 | 787 |
| 其他流动资产 | 144 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 流动资产合计 | 2,365 | 2,325 | 2,087 | 1,417 | 1,550 |
| 资产总额 | 7,834 | 7,243 | 6,622 | 5,627 | 5,475 |
| 母公司股东权益 | 3,528 | 3,183 | 3,184 | 3,401 | 3,743 |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 权益总额 | 3,535 | 3,189 | 3,190 | 3,407 | 3,749 |
| 长期借款 | 2,707 | 2,712 | 2,232 | 987 | 487 |
| 其他非流动负债 | 259 | 217 | 217 | 217 | 217 |
| 非流动负债合计 | 3,070 | 2,935 | 2,455 | 1,210 | 710 |
| 应付账款及票据 | 466 | 400 | 288 | 302 | 287 |
| 递延收入 | 218 | 187 | 156 | 175 | 196 |
| 其他流动负债 | 326 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 流动负债合计 | 1,010 | 894 | 751 | 785 | 790 |
| 负债总额 | 4,080 | 3,829 | 3,206 | 1,995 | 1,500 |
| 权益及负债总额 | 7,834 | 7,243 | 6,622 | 5,627 | 5,475 |

主要财务比率

| | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利增速 | | | | | |
| 营业收入增速 | 25.3% | 57.2% | -16.5% | 12.5% | 11.5% |
| 毛利润增速 | 10.7% | 53.2% | -10.8% | 15.6% | 17.6% |
| 经营利润增速 | 65.9% | -5.6% | -35.5% | -35.0% | -70.5% |
| 净利润增速 | 72.6% | -10.1% | -32.4% | -35.0% | -70.5% |
| 调整后净利润增速 | 145.7% | NM | 25.5% | 54.4% | 40.7% |
| 盈利能力比率 | | | | | |
| 毛利率 | 68.2% | 66.5% | 71.0% | 73.0% | 77.0% |
| 经营利润率 | -63.4% | -38.1% | -29.4% | -17.0% | -4.5% |
| 净利率 | -66.1% | -37.8% | -30.6% | -17.7% | -4.7% |
| 调整后净利率 | -7.6% | 10.8% | 16.2% | 22.2% | 28.1% |
| 每股指标 (美元) | | | | | |
| EPS | -3.0 | -2.2 | -1.5 | -1.0 | -0.3 |
| 调整后EPS | -0.3 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 1.7 |
| 估值 (倍) | | | | | |
| 调整后目标P/E | | | 40.0 | 25.9 | 18.4 |
| 目标P/S | | | 6.5 | 5.8 | 5.2 |

E=浦银国际预测

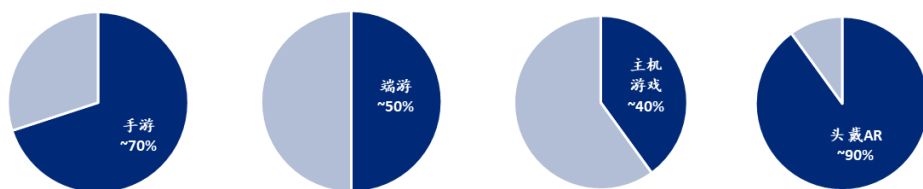
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

Unity (U.US): 游戏引擎龙头，积极拓宽业务边界，顺应 AI 浪潮前进

• 游戏引擎市场龙头，行业拓展打开市场空间

游戏引擎市场龙头。Unity 为游戏引擎市场龙头，拥有庞大的行业规模和影响力，特别是在手游领域，前 1000 移动游戏中约有 70% 使用 Unity 制作。Unity 在 PC 端的市场份额约 50%，主机市场份额约 40%，头戴 AR 市场份额约 90%。Unity 长期客户包括 Electronic Arts、Nintendo、Take-Two、腾讯等头部发行商。使用 Unity 引擎进行开发的游戏包括《王者荣耀》、《原神》、《宝可梦 GO》等头部产品。

图表 2: Unity 市场份额



注：手游为 Top1000 游戏，端游参考 Steam 数据
资料来源：Unity、Steam、浦银国际

Unity 在手游领域处于领先地位。在 2023 年收入前十手游中，《王者荣耀》、《原神》、《Royal Match》、《Coin Master》、《崩坏：星穹铁道》、《Monopoly Go》等 6 款游戏使用 Unity 制作。

图表 3: 2023 年收入前十手游所使用的游戏引擎

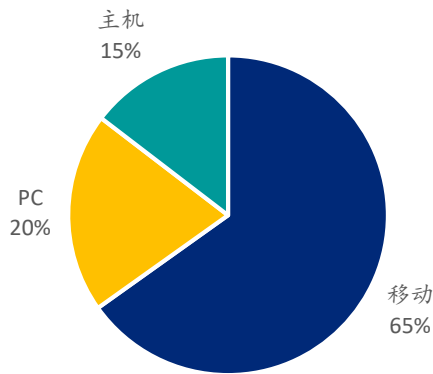
| 游戏 | 公司 | 游戏引擎 |
|-------------------|-------------|-----------------|
| Honor of Kings | Tencent | Unity |
| PUBG Mobile | Tencent | Unreal Engine |
| Candy Crush Saga | King | Fiction Factory |
| Genshin Impact | Mihoyo | Unity |
| Roblox | Roblox | Roblox |
| Royal Match | Dream Games | Unity |
| Coin Master | Moon Active | Unity |
| Honkai: Star Rail | Mihoyo | Unity |
| Monopoly Go | Scopely | Unity |
| Gardenscapes | Playrix | Playrix Engine |

资料来源：Appmagic、公开资料整理、浦银国际

成本效益使得第三方引擎成为主流。游戏引擎是一种软件开发工具，提供已编译好的交互式实时内容组件，帮助开发者快速创建游戏程序。相比于游戏公司内部自行开发游戏引擎，第三方游戏引擎简化了开发流程并减低了开发成本，让开发者不必从零开始，可以更专注于游戏内容的创作。对于大多数游戏开发者来说，创造自有引擎可能会产生负回报，因此第三方游戏引擎成为主流选择。

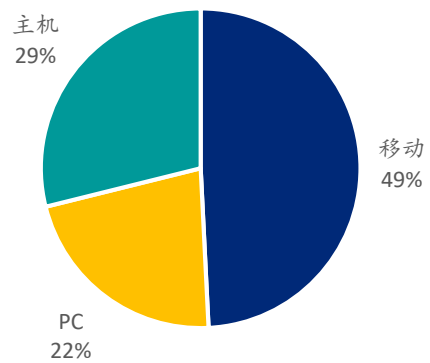
公司有望受益于游戏移动化趋势。手游已成为最大的游戏品类，2023 年全球手游玩家数量接近 28 亿，收入规模约 9 亿美元。由于移动设备的高普及率及易访问性，全球移动游戏份额仍有望提升，特别是在 PC 和主机普及率相对较低，但移动网络等基础设施高速发展的新兴市场。Unity 在手游市场已取得大幅领先，游戏移动化趋势有望进一步巩固公司市场份额。

图表 4：全球各类型游戏玩家占比（2023）



资料来源：Newzoo、浦银国际

图表 5：全球各类型游戏收入占比（2023）



资料来源：Newzoo、浦银国际

Unity 相比其他游戏引擎的优势？

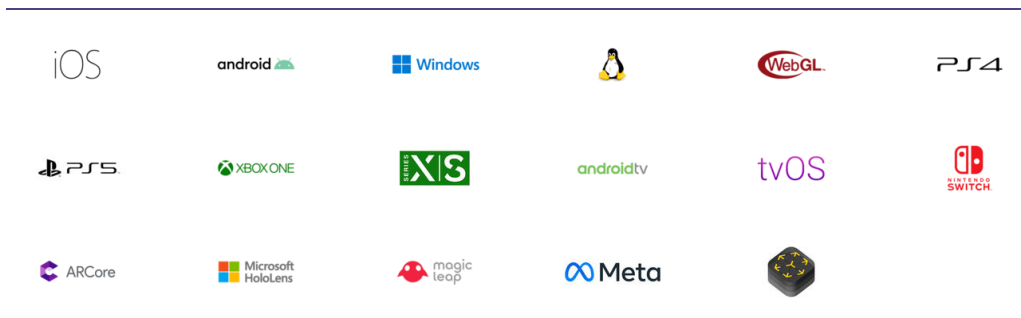
除了游戏公司自研专有引擎外，Unity 在游戏引擎中的主要竞争对手为 Epic Games 的 Unreal Engine（虚幻引擎，UE）。二者均为行业标杆，其他行业参与者包括 Godot、Cocos 等平台，但在体量上仍相对较小。

Unreal Engine 凭借强大的视觉复杂图形能力，在 AAA 游戏制作中占据领先地位。与 Unreal Engine 相比，Unity 的优势在于上手难度更低，自由度高，架构简洁，适合跨平台开发和独立游戏制作，在手游市场拥有高渗透率。随着产品性能的提升，Unity 在 AA 和 AAA 游戏的覆盖也在持续增加。

相比于其他游戏引擎，Unity 还拥有以下优势：





- **跨平台部署：**公司拥有强大的跨平台部署能力，内容只需创建一次即可部署到所有主流平台，包括 Windows、Mac、iOS、Android、PlayStation、Xbox、Nintendo Switch 以及领先的增强和虚拟现实等平台，节省了开发者的跨平台发布成本，是少数能够支持在轻量级设备运行交互式实时 3D（RT3D）内容的玩家。
- **活跃社区：**公司拥有规模庞大且高度活跃的 RT3D 创作者全球社区，月均活跃开发者数量约 150 万。创作者社区不仅为开发者提供了交流平台，同时也形成了大量第三方资源库，有助于公司保持 RT3D 内容创作领先地位。
- **全面解决方案：**与其他游戏引擎相比，Unity 为开发者提供了更广泛的解决方案，包括专业服务、货币化、用户增长、游戏发行等服务，覆盖游戏全生命周期。

图表 6：Unity 跨平台支持



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 7：主流游戏引擎对比

| | Unity | Unreal Engine | Cocos | Godot |
|-------|---|---|--|---|
| |  |  |  |  |
| 编写语言 | C# | C++ | C++、JavaScript、Lua、TypeScript | GScript、C#、C、C++ |
| 平台部署 | 移动、桌面、主机、XR | 移动、桌面、主机、XR | 移动、桌面、XR | 移动、桌面、XR |
| 开源/闭源 | 闭源 | 开源 | 开源 | 开源 |
| 商业化 | 免费，付费，安装量计费（最高 2.5%抽成） | 免费，付费，5%抽成 | 免费，提供付费服务 | 免费 |
| 代表游戏 | 《王者荣耀》、《原神》、《宝可梦 Go》 | 《堡垒之夜》、《和平精英》、《黑神话：悟空》 | 《梦幻西游手游》、《开心消消乐》 | 《索尼克缤纷色彩究极版》 |
| 特点 | 简单易用，适合主流游戏开发 | 画面标准高，AAA 游戏 | 轻量化、小游戏、HTML5 游戏 | 2D 游戏 |

资料来源：公司资料、浦银国际

怎么看待新的 Runtime Fee 收费计划？

目前 Unity 引擎主要通过订阅及增值服务收费。Unity 编辑器分为免费版、专业版、企业版和行业版，以满足不同规模的用户需求。个人版用户若年收入超过 20 万美元，需升级至付费计划。

图表 8: Unity 编辑器订阅计划

| | 个人版 | 专业版 | 企业版 | 行业版 |
|----|-----|--------------------------|-------|--------------------------|
| 定价 | 免费 | US\$185/月 US\$2,040/年 | 定制化定价 | US\$450/月 US\$4,950/年 |

资料来源：公司资料、浦银国际

2023 年 9 月 12 日，Unity 宣布将根据游戏安装量引入“Runtime Fee”收费模式，引发了行业争议。随后 Unity 于 2023 年 9 月 22 日公布了新的 Runtime Fee 计划，对先前费用政策进行了修改，包括 Unity Personal 不收费、Runtime Fee 无追溯性、数据自行报告等内容。针对游戏发行商，公司将对 Unity 6 及之后版本收取 Runtime fee。为减少对小型游戏开发者影响，Runtime fee 收费门槛为年收入大于 100 万美元且总安装量超过 100 万。达到收费门槛的开发者可选择按总收入的 2.5% 或基于安装量支付。

图表 9: Runtime Fee

| Runtime Fee 收费门槛：年收入大于 100 万美元及累计安装量超过 100 万 | | |
|--|-------------------|--------------------------|
| 2.5% 收入分成 | | |
| 或 | | |
| 基于安装量收费 | | |
| 每月安装量 | Unity Pro 标准费率 | Unity Enterprise 标准费率 |
| 小于等于 10 万 | US\$0.15 | US\$0.125 |
| 10 万-50 万- | US\$0.075 | US\$0.06 |
| 50 万-100 万 | US\$0.03 | US\$0.02 |
| 100 万以上 | US\$0.02 | US\$0.01 |
| 每月安装量 | 新兴市场费率 | 新兴市场费率 |
| 每次安装 | US\$0.01 | US\$0.005 |

资料来源：公司资料、浦银国际

我们认为公司 Runtime Fee 计划造成的负面影响有限，长期而言将提升公司变现能力。根据公司声明，由于存在收费门槛，90%以上的用户将不会受到 Runtime Fee 机制影响。小型开发者仍可以使用免费版进行游戏开发；对大公司而言，头部游戏厂商与 Unity 合作更为紧密，或存在一定议价权，并可通过购买其他服务获得抵免。相比 Unreal Engine 的 5% 收入抽成（累计收入超过 100 万美元），Unity Runtime Fee 每初次安装（initial engagement）0.01 美元至 0.15 美元，最高 2.5% 的抽成并不高，相信不会是开发者考虑的决定性影响因素，关键还是在于产品技术能力。我们认为 Unity 的产品性能、跨平台部署、社区资源、全生命周期服务等优势仍构建了公司的核心竞争力。

图表 10：Unity Pro Runtime Fee 抽成占比测算

| Runtime Fee 占收入比例 | 月下载量 | | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | 100,000 | 200,000 | 500,000 | 1,000,000 | 2,000,000 | 5,000,000 | 10,000,000 |
| 100,000 | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| 200,000 | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| 500,000 | 2.15% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| 1,000,000 | 1.08% | 1.86% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| 2,000,000 | 0.54% | 0.93% | 1.76% | 2.50% | 2.50% | 2.50% | 2.50% |
| 5,000,000 | 0.22% | 0.37% | 0.70% | 1.08% | 1.48% | 2.50% | 2.50% |
| 10,000,000 | 0.11% | 0.19% | 0.35% | 0.54% | 0.74% | 1.25% | 2.10% |

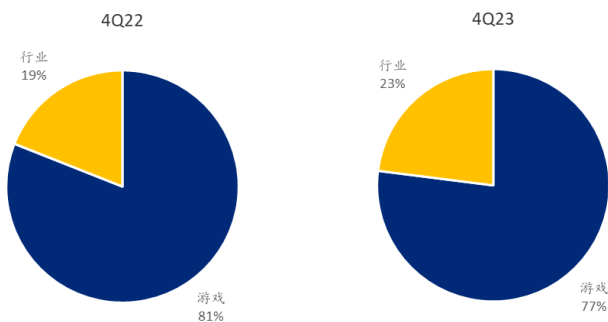
资料来源：公司资料、浦银国际

下一代主要版本 Unity 6 将在性能增强、多人游戏创作、WebGPU 支持和 XR 设备支持等能力上将有进一步提升，包括最新的生成式 AI 工具。Unity 6 计划在 2024 年内推出，预计 Runtime Fee 贡献将在未来逐步体现，从而提升公司长期变现能力。

如何打开长期增长空间？

行业拓展，提供垂直解决方案。得益于计算能力和带宽等技术发展，创作者可以实时渲染完全交互式的 3D 虚拟对象和环境，交互式实时 3D 内容正在迅速蔓延各行各业。Unity 也向游戏以外行业（industries beyond gaming），包括建筑、汽车、制造、能源、航空、零售、电影等领域扩张。Unity 能够将 CAD 和 3D 数据转化成可在任何设备上访问的实时 3D 体验，可应用于原型设计、数字孪生、模拟训练、互动营销等方面，并为行业提供垂直解决方案。在创建解决方案（Create Solutions）中，4Q23 行业收入占比为 23%。Unity 的行业拓展大幅打开了公司潜在市场空间，有望成为引擎业务未来重要增长驱动力。

图表 11：Unity Create Solutions 行业收入占比













资料来源：公司资料、浦银国际

- **建筑：**转化 3D 世界的建筑开发和建筑数据是建筑师的一个重要任务。在传统流程中，所有项目参与者难以在共享的协作环境中做出决策，而静态的 2D 和 3D 模型容易造成细节丢失。通过使用实时 3D 技术，项目参与者可进行快速经济高效的迭代，加速建筑物的规划和开发。现场施工团队和技术人员也可以在施工之前和施工过程中进行可视化，通过 AR 虚拟地覆盖到实际施工中，以便及早发现设计缺陷，从而显著降低未来重建的风险并提高项目效率。Unity 工具能够串联 BIM（建筑物信息建模）数据、项目参与者和建筑工程施工的全周期，实现更高效沟通及决策。
- **汽车：**汽车行业经常面临新车型开发周期长且缓慢的挑战。传统流程在新模型的迭代创建和重新创建过程中涉及不同的工具。实时 3D 技术允许实时渲染交互式模型，可用于经销商和在线营销或个性化销售体验，有助于提高汽车开发和销售周期的效率。Unity 技术能够导入、优化和可视化 3D 和 CAD 数据进行实时设计和原型制作，构建和部署 AR 和 VR 应用，并实现车载 3D 内容人机交互。

- **电影：**与传统的拍摄和编辑解决方案相比，实时技术帮助电影制片人即时编辑并审查场景，可以更快地产生结果并提供更多的创作自由。Unity 行业领先的 3D 艺术创作基础数据平台和资源库，能够为创作者提供高度复杂的内容创作工具。

图表 12: Unity 行业应用

| | | | | |
|---|---|---|---|--|
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

资料来源：公司资料、浦银国际

顺应 XR 发展趋势，创造沉浸式空间体验。随着 XR 技术不断发展，创作者能够借助具有更好的传感器、图形和性能的设备，创造更具吸引力的空间内容。Unity AR Foundation 是一个用于构建 AR/MR 设备应用程序的跨平台框架，可部署到 Apple Vision Pro、Meta Quest、HoloLens 以及 iOS 和 Android 等移动设备平台。Unity 是 Apple visionOS 官方合作伙伴，得益于 Unity 和 Apple 框架的深度整合，开发者可在任何使用 RealityKit 的平台中为窗口、空间容器、共享空间构建 3D 内容，并享受对 Apple 平台进行构建的包括访问原生输入形式、透视等各种优势。随着苹果 Vision Pro 的推出，XR 生态或将进一步得到丰富，这有望推动 Unity 实时 3D 技术需求增长。

图表 13: 使用 Unity 开发 Apple Vision Pro 应用



资料来源：公司资料、浦银国际

• 助力用户内容货币化，实现业务协同

公司 Grow Solutions 主要包括广告网络和游戏发行服务，为 Create Solutions 的自然延伸，能够帮助开发者在利用 Unity 创作内容后实现商业化，覆盖应用从内容开发到商业变现全生命周期，实现业务间有效协同。

广告网络服务供需两端。供给端，公司作为撮合平台，帮助应用发行商、设备制造商、移动运营商将其广告库存出售给广告需求方，通过 LevelPlay 获得具备竞争力的广告出价，以及实时数据报告，用于分析和优化货币化策略，提高应用收入。**需求端**，公司通过 Unity Ads 和 ironSource Ads 提供广告服务，帮助开发人员通过广告网络和移动设备推广其应用来扩大用户群，并提供跨渠道管理工具。同时公司与电信运营商和制造商合作，覆盖全球超过 10 亿台移动设备，能够在设备生命周期中提供营销机会。

图表 14: Unity 广告网络



资料来源：公司资料、浦银国际

Unity 在游戏广告领域具备优势。Unity Ads 和 ironSource 均为主要的移动广告投放平台，在安卓市场更具优势。在游戏领域，Unity Ads 在休闲、三消、解密、射击、桌游类；ironSource 在超休闲、社交博彩、动作品类表现突出。

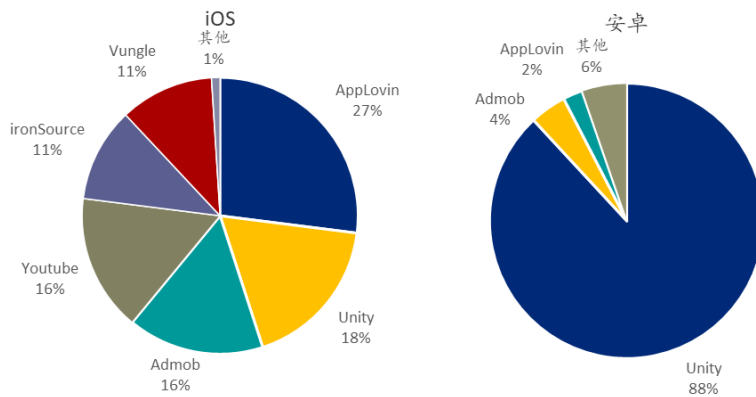
图表 15: 广告平台综合表现-游戏垂类 (2023.4-2023.9)

| 排名 | iOS-实力排名 | iOS-体量排名 | 安卓-实力排名 | 安卓-体量排名 |
|----|------------|------------|------------|-----------------|
| 1 | Apple | Apple | Google | Google |
| 2 | Liftoff | Mintegral | Unity | Mintegral |
| 3 | MOLOCO | AppLovin | ironSource | ironSource |
| 4 | Meta | Meta | Meta | Meta |
| 5 | AppLovin | Unity | AppLovin | Unity |
| 6 | Unity | Google | Mintegral | AppLovin |
| 7 | Google | ironSource | MOLOCO | TikTok |
| 8 | Vungle | TikTok | Mistplay | MOLOCO |
| 9 | Mintegral | MOLOCO | TikTok | Digital Turbine |
| 10 | ironSource | Liftoff | Xiaomi | Mistplay |

资料来源：AppsFlyer、浦银国际

按广告曝光占有率 (SoV) 计, 根据 Sensor Tower 数据 (2022 年 1 月至 2023 年 2 月), Unity 在 iOS 市场份额 18%, ironSource 为 11%; Unity 在安卓市场份额高达 88%。

图表 16: 全球手游广告平台 SoV 分布 (2022.1-2023.2)



资料来源: Sensor Tower、浦银国际

发行服务帮助开发者游戏运营。公司拥有多年的游戏商业化经验, 已成功发布超过 100 款游戏, 超过 80 款游戏进入过前十榜单, 下载量超过 31 亿。Unity Supersonic 游戏发行平台, 为开发商提供适销性测试工具、实时游戏管理工具、游戏设计支持、商业模式优化等基础设施和专业服务, 帮助开发者开展游戏产品运营。

图表 17: 通过 Unity Supersonic 发行的部分游戏

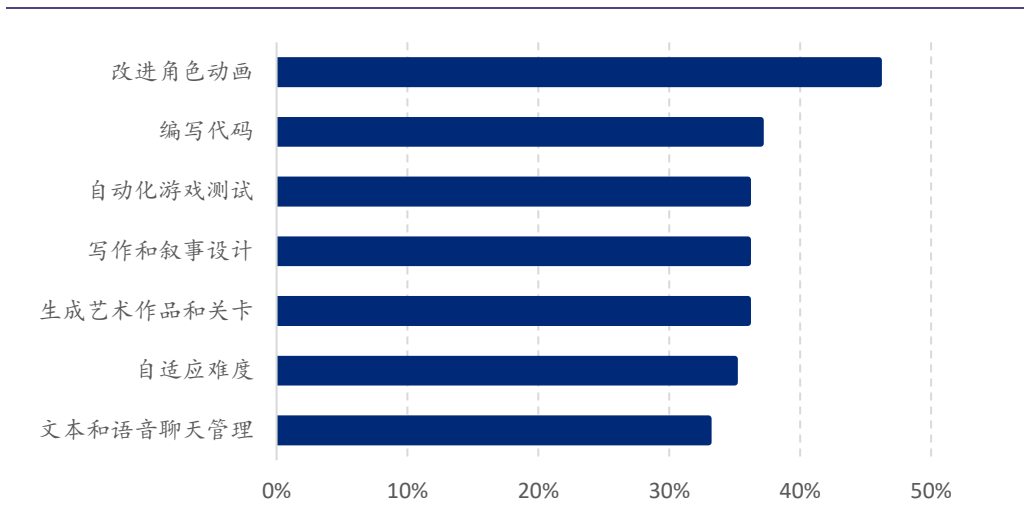


资料来源: 公司资料、Apple、浦银国际

• 如何看待 AIGC 对内容开发的影响？

人工智能已广泛应用于游戏开发。根据 Unity 调查数据，62%的工作室表示在工作中使用 AI，主要用于原型制作、构思创意、资产和世界创建等方面，改善了内容交付和运营效率。

图表 18：游戏开发人员如何使用人工智能



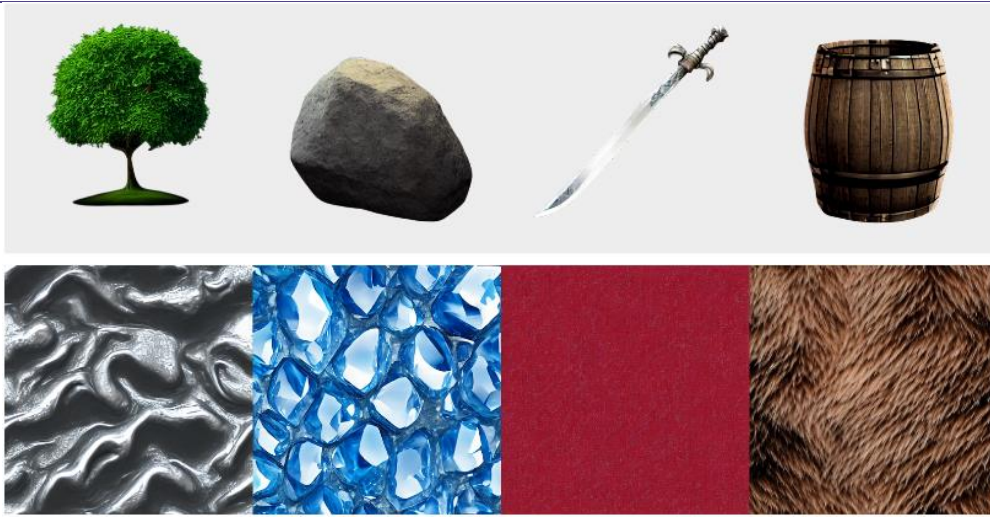
资料来源：公司资料、浦银国际

生成式 AI 提升 Unity 产品竞争力。公司在 Unity 编辑器中内置了 AI 能力，让创作者可在 Unity 编辑器中使用自然语言用于创建代码、动画、物理效果、声音和其他实时内容，提高创作者生产力。

Unity Muse 是公司推出的生成式 AI 工具，为开发者提供创意并简化开发流程，使得用户能够使用简单的语言、图像生成内容，更快地完成原型制作，并通过对话式 AI 聊天生成代码，指导创建过程。Unity Muse 目前提供 Chat、Sprites、Texture、Behavior 和 Animate 功能：

- Chat 基于 Azure AI 和 OpenAI 进行开发，公司构建的自有系统能够针对特定问题调用不同的大语言模型以获得最佳响应；
- Sprites 和 Texture 基于公司定制扩散模型，根据自有或授权数据和图像进行训练，能够生成和修改 2D 艺术，并为 2D 和 3D 项目生成质量纹理；
- Behavior 能够设置角色交互，通过描述所需操作以创建行为树；
- Animate 能通过文本提示词让人形角色动态化。

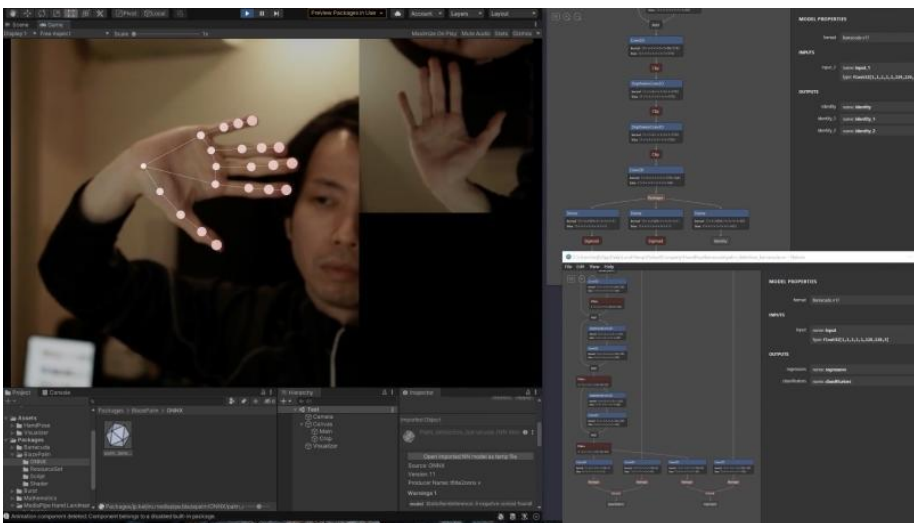
图表 19: Unity Muse Sprites 和 Texture 生成内容



资料来源：公司资料、浦银国际

Unity Sentis 是一个能够将 AI 模型嵌入到 RT3D 引擎的跨平台解决方案。创作者能够将 OpenAI、Meta、Tensorflow、PyTorch、HuggingFace 等平台获取的 AI 模型导入 Unity 中。Sentis 允许 AI 模型在终端设备上本地运行，从而避免产生云计算成本和延迟。此外，Unity Asset Store 中提供了众多第三方 AI 解决方案，可用于语音识别、智能 NPC、AI 视觉特效等场景，加速内容创建过程。Unity 允许嵌入第三方 AI 解决方案，让用户能够使用到市场最新的 AI 工具，享受 AIGC 行业技术发展成果。

图表 20: Unity Sentis AI 模型应用



资料来源：公司资料、浦银国际

AIGC 是机遇还是威胁？

随着 AIGC 技术的持续突破，内容质量在不断提高，创作门槛也大大降低，这引发了市场对于 AIGC 将颠覆传统内容创作工具的担忧。我们认为，AIGC 并不会替代传统确定性工具，而是将用于辅助创作，结合确定性工具实现创作效率的提升。

尽管 AI 生成内容已触手可得，但创作者难以用自然语言对 AI 内容进行精细化编辑。在某些情况下，自然语言未必更好用，如设计雾气效果较难以用语言进行描述修改，而模块化创建效果会更好。

与单纯的文生图、图生图 AI 模型不同的是，Unity 编辑器能够让开发者使用确定性工具对 AI 生成内容进行细化修改。此外，Unity 利用创建和操作 RT3D 内容产生的数据集来训练模型，包括对算法和底层指令的训练，使其比仅对语言或视觉训练更加有效。同时，公司允许嵌入第三方 AI 模型，公司与第三方 AI 工具更多是合作而非竞争，因此公司将直接受益于 AIGC 的技术发展。因此，我们认为 Unity 具备独特优势，将受益于 AIGC 发展趋势，这也有助于吸引更多创作者使用，促进公司未来长期增长。

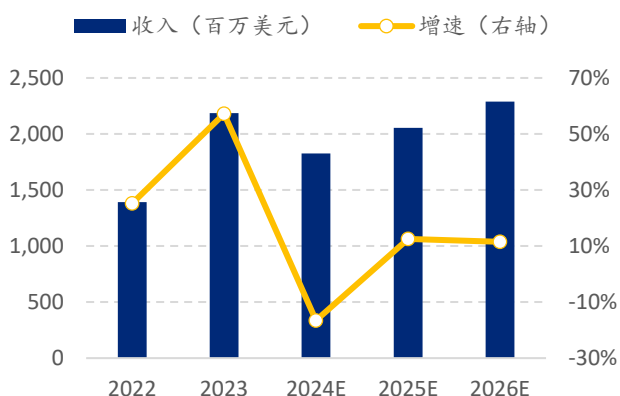
• 聚焦核心业务，目标年末实现“40法则”

公司业务主要分为 Create Solutions 和 Grow Solutions。Create Solutions 主要专注于内容开发，Grow Solutions 专注于广告服务，两者共同为客户提供了一个从内容开发到用户获取并实现商业化的平台。

公司近期进行了业务调整，退出部分非战略业务，希望扩大 SaaS 订阅等高利润业务规模。公司退出的非战略业务 2023 年贡献收入 2.83 亿美元，占经常性收入比例 14%。公司未来将聚焦于三块核心业务：引擎、云、货币化，为游戏生态提供领先的集成产品。同时，公司将扩展实时 3D 能力去服务游戏以外行业客户，新业务投资将主要集中于游戏以外行业，业务调整预计在今年一季度完成。业务调整完成后，公司将重点重启收入增长，预计今年下半年收入增长提速，目标年末实现“40法则”（The Rule of 40），即收入增速+利润率超过 40%。

考虑到业务调整影响，我们预计公司 2024 年收入将同比下降 17%，其中战略组合（strategic portfolio）全年收入预计同比增长 4%，四季度战略组合收入增速预计提升至 12%。随着公司业务聚焦高利润核心业务，我们预计 2024 年战略组合调整后 EBITDA 同比增长 48%至 4.1 亿美元，调整后 EBITDA 率为 22%，预计四季度利润率提升至 29%。

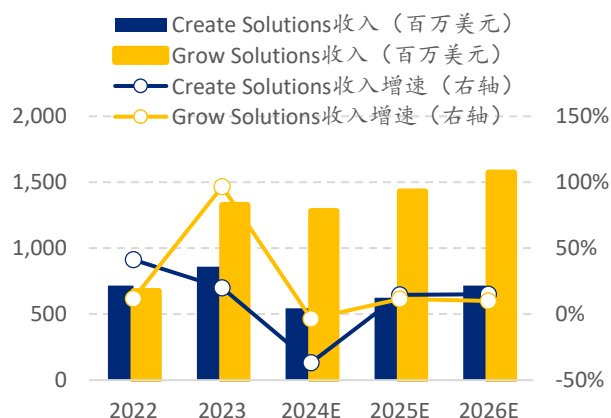
图表 21: Unity 收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

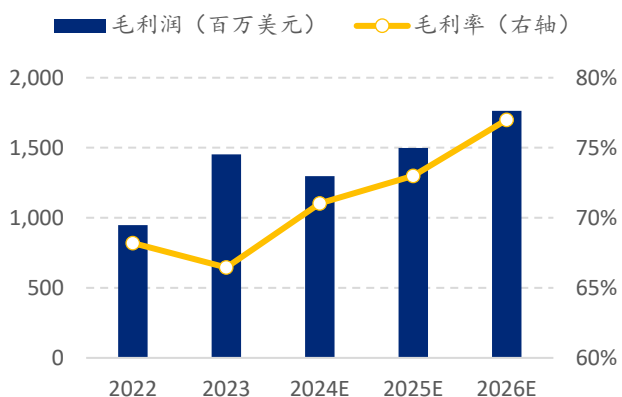
图表 22: Unity 分部业务收入预测



E=浦银国际预测

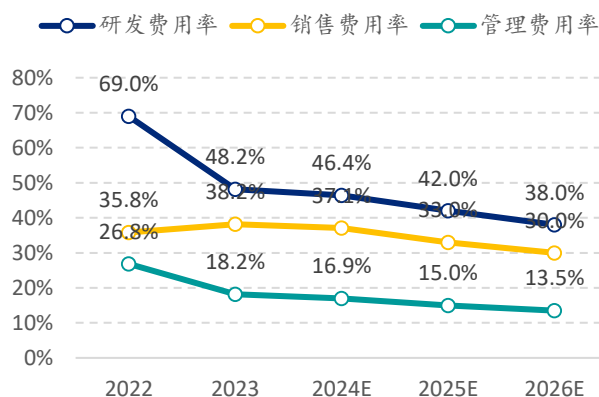
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 23: Unity 毛利润预测



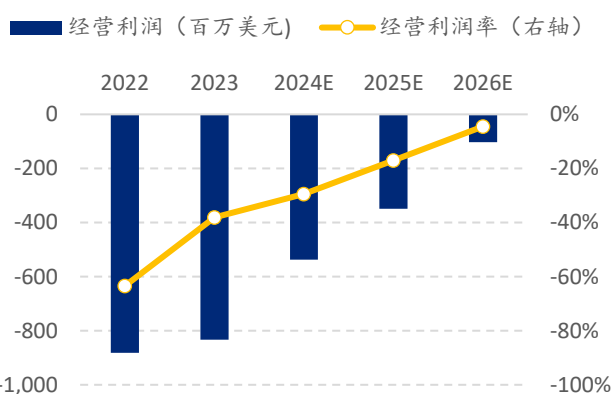
E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 24: Unity 营业费用率预测



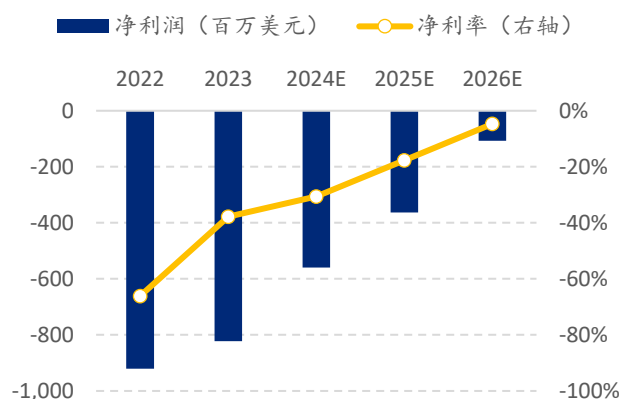
E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 25: Unity 经营利润预测



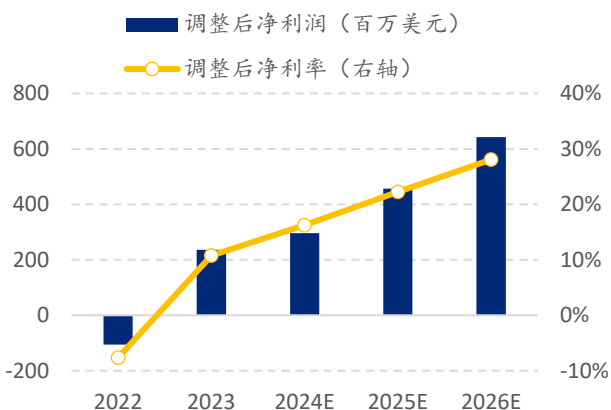
E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 26: Unity 净利润预测



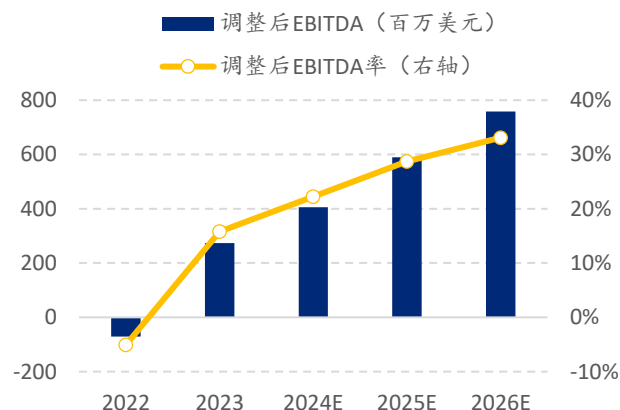
E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 27: Unity 调整后净利润预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 28: Unity 调整后 EBITDA 预测



E=浦银国际预测
资料来源: 公司财报、浦银国际

• 估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 31 美元

我们使用 SOTP 估值法对 Unity 进行估值，参考可比公司估值，分别给予 Create Solutions/Grow Solutions 业务 10x/5x P/S，得到目标价 31 美元，对应 2024E/2025E 6.5x/5.8x P/S，估值相对行业均值（11.1x/9.4x P/S）存在一定折价，潜在升幅 19%，首次覆盖 Unity，给予“买入”评级。

图表 29: Unity 估值-分部加总法

| 业务 (美元百万) | 2024E | | |
|------------------|-------|-----|---------------|
| | 收入 | P/S | 估值 |
| Create Solutions | 529 | 10 | 5,290 |
| Grow Solutions | 1,276 | 5 | 6,381 |
| 市值(美元百万) | | | 11,671 |
| 基本股数(百万) | | | 382 |
| 目标价(美元) | | | 31 |

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 30: 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 (市盈率) | | | P/S (市销率) | | |
|----------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| ADBE US Equity | Adobe | 216,957 | 484.3 | 26.7 | 23.7 | 20.8 | 10.0 | 9.0 | 8.1 |
| ADSK US Equity | Autodesk | 51,566 | 241.1 | 30.1 | 26.9 | 24.1 | 8.6 | 7.7 | 6.9 |
| APP US Equity | AppLovin | 25,766 | 78.2 | 31.8 | 23.7 | 19.5 | 6.3 | 5.7 | 5.2 |
| MSFT US Equity | Microsoft | 3,179,707 | 427.9 | 35.0 | 30.5 | 26.3 | 12.2 | 10.8 | 9.4 |
| AMZN US Equity | Amazon | 1,963,734 | 189.1 | 37.6 | 30.5 | 25.8 | 3.1 | 2.7 | 2.4 |
| GOOG US Equity | Alphabet | 1,990,370 | 160.8 | 22.8 | 19.9 | 17.7 | 6.9 | 5.9 | 5.3 |
| META US Equity | Meta | 1,333,747 | 523.2 | 25.6 | 22.1 | 19.1 | 8.4 | 7.5 | 6.7 |
| CRM US Equity | Salesforce | 290,176 | 299.2 | 30.9 | 27.5 | 23.7 | 7.7 | 7.0 | 6.3 |
| NOW US Equity | ServiceNow | 158,419 | 771.3 | 58.2 | 47.9 | 38.9 | 14.5 | 12.0 | 10.0 |
| CRWD US Equity | CrowdStrike | 76,866 | 317.8 | 82.4 | 67.3 | 57.1 | 19.8 | 15.7 | 12.9 |
| SNOW US Equity | Snowflake | 53,255 | 159.4 | 170.7 | 126.3 | 91.4 | 15.8 | 12.8 | 10.7 |
| PLTR US Equity | Palantir | 50,539 | 22.8 | 68.4 | 59.8 | 49.4 | 18.8 | 15.6 | 13.0 |
| MDB US Equity | MongoDB | 25,931 | 356.0 | 144.0 | 113.5 | 94.6 | 13.6 | 11.3 | 9.3 |
| PATH US Equity | UiPath | 12,126 | 21.3 | 37.0 | 31.7 | 24.7 | 7.9 | 6.7 | 5.7 |
| DUOL US Equity | Duolingo | 9,278 | 216.4 | 124.7 | 79.0 | 55.5 | 12.8 | 10.1 | 8.0 |
| 合计 | | | | 61.7 | 48.7 | 39.2 | 11.1 | 9.4 | 8.0 |

注: E=Bloomberg 一致预期, 股价截至 2024 年 4 月 11 日美股收盘。

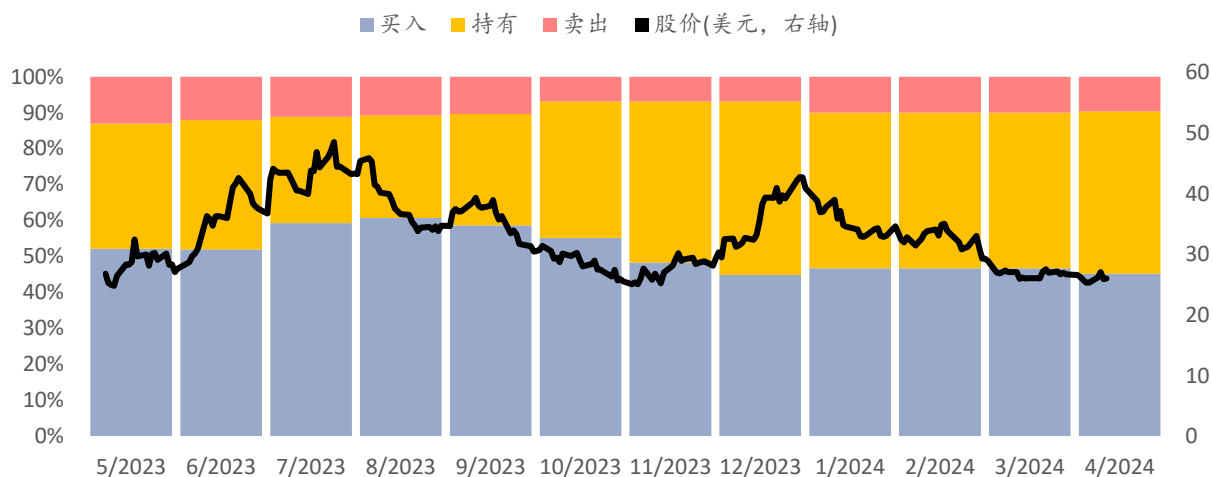
资料来源: Bloomberg、浦银国际

• 投资风险

- 游戏行业大盘增长放缓；
- 行业拓展不及预期；
- 竞争加剧。

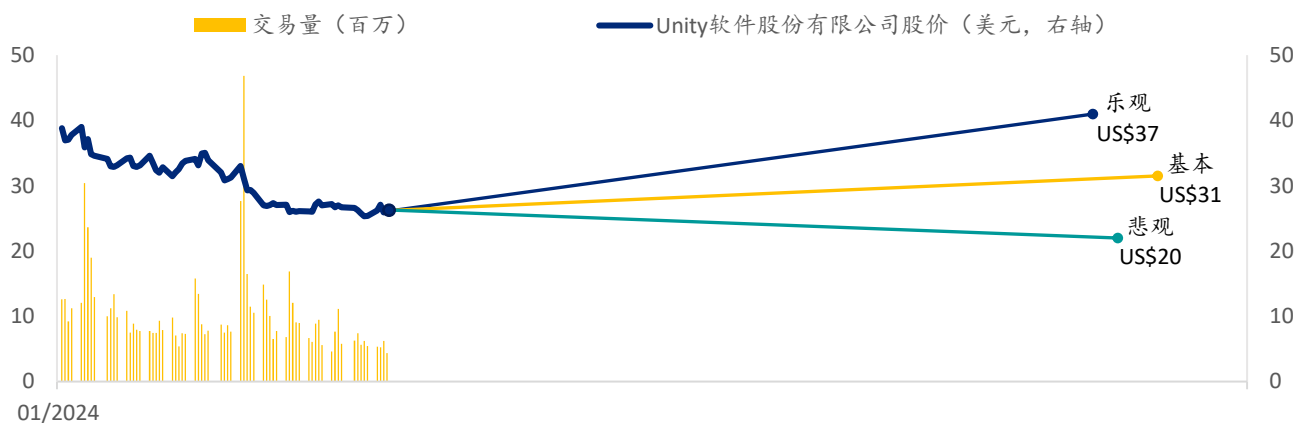
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 31: 市场普遍预期: Unity (U.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 32: SPDBI 情景假设: Unity (U.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期
(概率: 20%)

目标价: 37 美元

- 行业拓展加速;
- 广告业务增长优于预期;
- 利润率加速扩张。

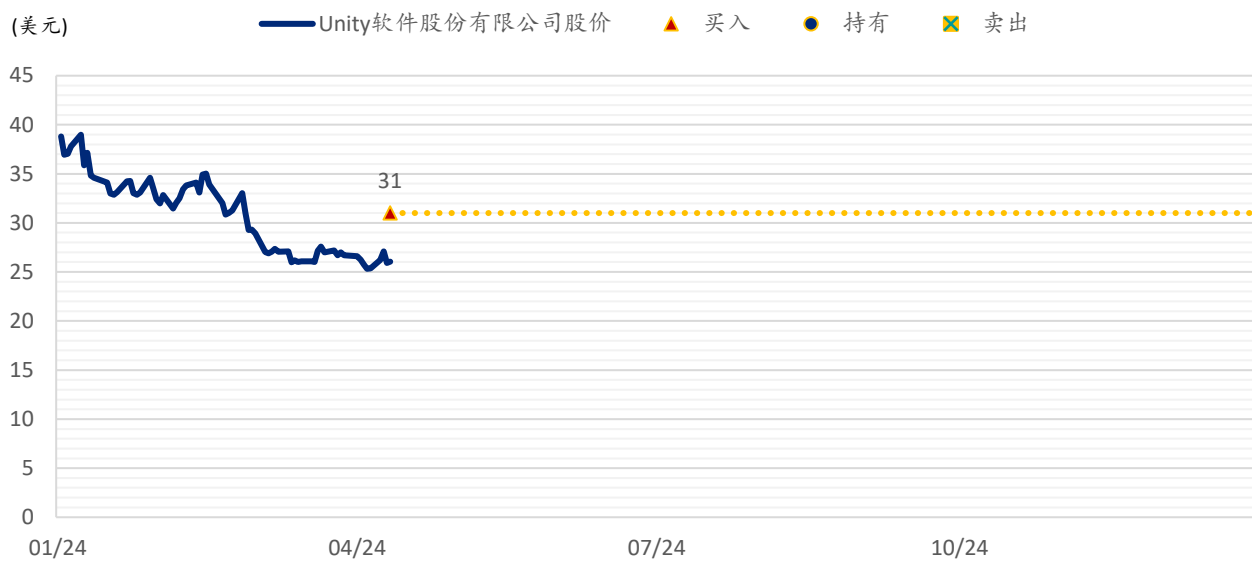
悲观情景: 公司收入利润不及预期
(概率: 20%)

目标价: 20 美元

- 收入增速重启进展缓慢;
- 行业拓展不及预期;
- 利润率扩张不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 33：浦银国际目标价：Unity (U.US)



注：截至 2024 年 4 月 11 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 34：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 |
|------------------|-------|--------------|----|---------------|-------------------|--------|
| U US Equity | Unity | 26.05 | 买入 | 31.00 | 12/4/2024 | 软件 |
| 9988 HK Equity | 阿里巴巴 | 74.20 | 持有 | 85.00 | 8/2/2024 | 游戏 |
| BABA US Equity | 阿里巴巴 | 74.85 | 持有 | 87.00 | 8/2/2024 | 游戏 |
| 9618 HK Equity | 京东 | 105.80 | 持有 | 103.00 | 7/3/2024 | 游戏 |
| JD US Equity | 京东 | 26.99 | 持有 | 26.00 | 7/3/2024 | 游戏 |
| PDD US Equity | 拼多多 | 121.13 | 买入 | 163.00 | 21/3/2024 | 游戏 |
| VIPS US Equity | 唯品会 | 17.10 | 持有 | 19.00 | 2/4/2024 | 游戏直播 |
| 9878 HK Equity | 汇通达 | 30.40 | 买入 | 36.00 | 3/4/2024 | 游戏直播 |
| 9991 HK Equity | 宝尊 | 6.24 | 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 | 315.00 | 买入 | 350.00 | 21/3/2024 | 电商 |
| NTES US Equity | 网易 | 97.15 | 买入 | 133.00 | 1/3/2024 | 电商 |
| 9999 HK Equity | 网易 | 154.00 | 买入 | 207.00 | 1/3/2024 | 电商 |
| 9626 HK Equity | 哔哩哔哩 | 94.75 | 买入 | 98.00 | 8/3/2024 | 电商 |
| BILI US Equity | 哔哩哔哩 | 12.23 | 买入 | 12.50 | 8/3/2024 | 电商 |
| 777 HK Equity | 网龙 | 11.14 | 买入 | 15.00 | 2/4/2024 | 电商 |
| 2400 HK Equity | 心动 | 14.86 | 买入 | 20.00 | 11/9/2023 | 电商 |
| 799 HK Equity | IGG | 3.17 | 买入 | 4.00 | 11/9/2023 | 游戏、社交 |
| 1119 HK Equity | 创梦天地 | 2.53 | 买入 | 3.70 | 17/10/2023 | 本地生活服务 |
| HUYA US Equity | 虎牙 | 4.85 | 持有 | 4.40 | 2/4/2024 | 短视频 |
| DOYU US Equity | 斗鱼 | 7.48 | 持有 | 6.30 | 2/4/2024 | 游戏、中视频 |
| 3690 HK Equity | 美团 | 104.50 | 持有 | 94.00 | 25/3/2024 | 游戏、中视频 |
| 1024 HK Equity | 快手 | 49.65 | 买入 | 66.00 | 21/3/2024 | 游戏 |
| 780 HK Equity | 同程旅行 | 21.35 | 买入 | 24.00 | 9/4/2024 | OTA |
| 8083 HK Equity | 中国有赞 | 0.08 | 持有 | 1.20 | 12/8/2021 | SaaS |
| 2013 HK Equity | 微盟 | 1.43 | 买入 | 4.80 | 17/8/2023 | SaaS |
| 3888 HK Equity | 金山软件 | 24.70 | 买入 | 36.00 | 22/11/2023 | SaaS |
| 600588 CH Equity | 用友网络 | 11.33 | 买入 | 21.00 | 21/8/2023 | SaaS |
| 268 HK Equity | 金蝶 | 8.35 | 买入 | 15.00 | 21/8/2023 | SaaS |
| 909 HK Equity | 明源云 | 2.41 | 买入 | 28.00 | 14/12/2021 | SaaS |
| SE US Equity | Sea | 55.69 | 持有 | 41.00 | 15/11/2023 | 电商、游戏 |

注：股价截至 2024 年 4 月 11 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 公司简介

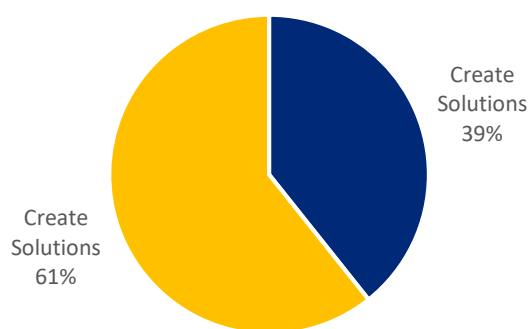
Unity 是世界领先的实时 3D (RT3D) 开发平台。公司在游戏行业占据领先地位，前 1000 移动游戏中约有 70% 使用 Unity 制作，长期客户包括 Electronic Arts、Nintendo、Take-Two、腾讯等头部发行商。同时，公司也在拓展游戏以外的行业，应用覆盖电影、零售、汽车、建筑、航空航天等领域。

公司业务主要分为 Create solutions 和 Grow solutions。Create Solutions 主要专注于内容开发和运营，而 Grow Solutions 则专注于营销服务，两者共同为客户提供了一个从内容开发到用户获取并实现商业化的平台。

Create Solutions 主要包括实时 2D/3D 开发工具，包括自定义脚本工具和高清渲染管道、图形、动画和音频工具等模块，为创建者提供可轻松编辑、运行和迭代交互式实时 3D 和 2D 体验，并实现跨平台部署。Create Solutions 主要通过订阅套件产生收入，包括企业支持、专业服务以及云和托管等服务。

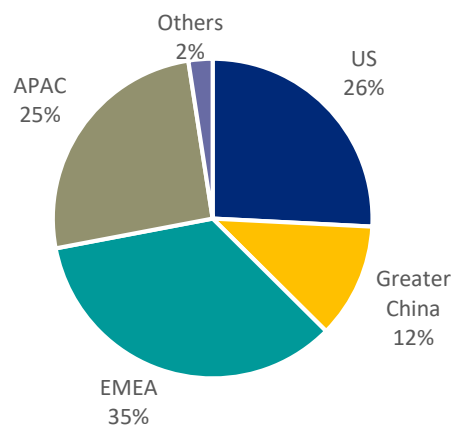
Grow Solutions 为公司的货币化方案，包括中介平台、广告网络、游戏发行等服务，帮助客户实现内容变现。公司作为中介平台，帮助应用发行商、设备制造商、移动运营商将其广告库存出售给广告主。公司也提供营销解决方案，帮助开发人员通过广告网络和移动设备推广其应用来扩大用户群。游戏发行服务为开发商提供适销性测试工具、实时游戏管理工具、游戏设计支持、商业模式优化等基础设施和专业服务，公司通过已发行游戏的应用内广告、应用内购买获得收入。

图表 35: Unity 收入业务分布 (2023)



资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 36: Unity 收入地区分布 (2023)



资料来源: 公司财报、浦银国际

图表 37: Unity 股东持股比例

| 股东 | 持股比例 |
|--------------------------------|--------|
| Sequoia Capital | 10.06% |
| Silver Lake Group | 9.00% |
| Vanguard Group | 6.77% |
| Joachim Ante | 4.93% |
| BlackRock | 3.93% |
| Resolute Advisors | 3.90% |
| ARK Investment Management | 3.16% |
| Norges Bank | 2.40% |
| Sumitomo Mitsui Trust Holdings | 2.37% |
| Capital Group | 2.25% |

注: 数据截至 2024 年 4 月 11 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

• 财务报表

图表 38: 损益表

| 美元百万 | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 损益表 | | | | | |
| 收入 | 1,391 | 2,187 | 1,825 | 2,054 | 2,290 |
| 收入成本 | (443) | (734) | (529) | (554) | (527) |
| 毛利 | 949 | 1,453 | 1,297 | 1,499 | 1,763 |
| 研发费用 | (959) | (1,054) | (847) | (863) | (870) |
| 销售费用 | (498) | (835) | (678) | (678) | (687) |
| 管理费用 | (373) | (398) | (309) | (308) | (309) |
| 其他费用 | - | - | - | - | - |
| 经营盈利 | (882) | (833) | (537) | (349) | (103) |
| 利息收入 | (7) | (25) | - | - | - |
| 其他收益 | 7 | 60 | - | - | - |
| 除税前盈利 | (882) | (798) | (537) | (349) | (103) |
| 所得税开支 | (37) | (28) | (21) | (14) | (4) |
| 其他盈利 | - | - | - | - | - |
| 年度盈利 | (919) | (827) | (559) | (363) | (107) |
| 少数股东权益 | 2 | (4) | - | - | - |
| 本公司权益持有人 | (921) | (822) | (559) | (363) | (107) |

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 39：资产负债表

| 美元百万 | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产负债表 | | | | | |
| 固定资产 | 122 | 141 | 118 | 132 | 148 |
| 无形资产 | 1,922 | 1,407 | 1,047 | 707 | 407 |
| 商誉 | 3,201 | 3,166 | 3,166 | 3,166 | 3,166 |
| 其他非流动资产 | 224 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| 非流动资产合计 | 5,469 | 4,919 | 4,535 | 4,210 | 3,925 |
| 应收账款 | 634 | 612 | 511 | 574 | 641 |
| 投资 | 102 | - | - | - | - |
| 现金及现金等价物 | 1,485 | 1,590 | 1,453 | 720 | 787 |
| 其他流动资产 | 144 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 流动资产合计 | 2,365 | 2,325 | 2,087 | 1,417 | 1,550 |
| 资产总额 | 7,834 | 7,243 | 6,622 | 5,627 | 5,475 |
| 母公司股东权益 | 3,528 | 3,183 | 3,184 | 3,401 | 3,743 |
| 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 权益总额 | 3,535 | 3,189 | 3,190 | 3,407 | 3,749 |
| 长期借款 | 2,707 | 2,712 | 2,232 | 987 | 487 |
| 其他非流动负债 | 259 | 217 | 217 | 217 | 217 |
| 非流动负债合计 | 3,070 | 2,935 | 2,455 | 1,210 | 710 |
| 应付账款及票据 | 466 | 400 | 288 | 302 | 287 |
| 递延收入 | 218 | 187 | 156 | 175 | 196 |
| 其他流动负债 | 326 | 308 | 308 | 308 | 308 |
| 流动负债合计 | 1,010 | 894 | 751 | 785 | 790 |
| 负债总额 | 4,080 | 3,829 | 3,206 | 1,995 | 1,500 |
| 权益及负债总额 | 7,834 | 7,243 | 6,622 | 5,627 | 5,475 |

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 40：现金流量表

| 美元百万 | FY22 | FY23 | FY24E | FY25E | FY26E |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 现金流量表 | | | | | |
| 净利润 | (919) | (826) | (559) | (363) | (107) |
| 折旧与摊销 | 212 | 564 | 430 | 378 | 343 |
| 营运资金变动 | 77 | (176) | (41) | (30) | (61) |
| 其他非现金调整 | 571 | 673 | 495 | 480 | 450 |
| 经营活动现金流 | (59) | 235 | 325 | 464 | 625 |
| 资本性支出 | (57) | (56) | (47) | (53) | (59) |
| 投资 | 659 | 100 | - | - | - |
| 其他投资活动 | 122 | - | - | - | - |
| 投资活动现金流 | 723 | 44 | (47) | (53) | (59) |
| 借款 | 1,000 | - | (480) | (1,245) | (500) |
| 股本 | (1,226) | (174) | - | - | - |
| 其他融资活动 | - | - | 65 | 100 | - |
| 融资活动现金流 | (227) | (174) | (415) | (1,145) | (500) |
| 汇兑收益及其他 | 2 | (6) | - | - | - |
| 现金及现金等价物增加净额 | 439 | 99 | (137) | (733) | 67 |
| 期初的现金及现金等价物 | 1,067 | 1,506 | 1,604 | 1,467 | 734 |
| 期末的现金及现金等价物 | 1,506 | 1,604 | 1,467 | 734 | 801 |

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，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期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,可能持有在本报告期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

