

# 引擎或迎来量价齐升，广告算法突破可期，公司有望迎来困境反转

## 核心观点

2024H1 公司股价大幅下降，主要原因有两点：1) 公司业务重组带来的市场质疑；2) 公司 24H1 对于全年 guidance 的下修；但是随着 Q3 业绩出来，我们认为悲观因素已经逐步淡化。2025 年公司或将迎来困境反转，理由如下：1) 新任管理层已全部就位；1) 裁员影响基本结束，SBC 下降明显；3) unity 引擎 6.0 推出，预计 2025 年 Create 将迎来量价齐升局面；4) 广告持续投入，或迎来突破。目前来看，公司整体 PS 相较于同行业与历史均处于较低水平，我们认为，随着公司困境反转逻辑逐步兑现，公司或将迎来估值修复带来的股价提升。

## 摘要

### 2024 年股价悲观因素正逐步淡化：

2024H1 公司股价大幅下降，主要原因有两点：1) 公司业务重组带来的市场质疑，本次重组不仅包括几乎所有高管变化，同时公司裁员比例接近 30%，引起市场对于公司业务发展的担忧；2) 公司 24H1 对于全年 guidance 的下修，24Q1-Q3 每一次的营收与利润均 Beat Bloomberg 的一致预期，但是 24Q1\Q2 公司下修了全年的利润指引，给全年的 guidance 并不乐观。

我们认为，市场对于 unity 的担忧和 guidance 的预期逐步好转：1) 公司人员变动已经完成，裁员 30% 主要系定制化等 Margin 较低的业务，公司完成人员变动之后，更加聚焦核心战略业务（主要包括引擎订阅和广告）；且季度 SBC 下降明显，后续 GaaP 层面利润减亏值得期待；2) 公司 Q1\Q2 下修业绩 guidance 主要系 Grow 的投入加大，但是从 Q3 开始公司已经上调全年的 guidance；综合来看，我们认为市场之前对 unity 的悲观情绪正逐步淡化。

### 2025 年公司或将迎来困境反转：

1) 人员变动：1.1) 新任管理层陆续官宣（CEO/CPO 于 5 月份官宣，CFO/CTO/COO 于 Q3 财报官宣），新任高管履历优秀，随着新任高管上任，公司业务有望稳健推进；1.2) 裁员影响基本结束，本轮裁员近 30%（主要系 Margin 比较低的业务裁员），SBC 下降明显，后续 GaaP 层面利润转正可期。

Unity (U.N)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2024 年 11 月 28 日

当前股价：23.53 美元

目标价格 6 个月：29.9 美元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.59/5.09	36.01/29.96	-17.21/-51.03
12 月最高/最低价 (美元)			42.73/13.93
总股本 (万股)			40,284.01
流通股本 (万股)			40,284.01
总市值 (亿美元)			94.79
流通市值 (亿美元)			94.79
近 3 月日均成交量 (万)			1258.29
主要股东			
Entities affiliated with Sequoia Capital			9.20%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投海外研究】UNITY  
23.09.19 SOFTWARE(U):Unity：收费新政影响几何？

**2) 业务改变:** 2.1) unity 引擎 6.0 推出, 该版本在多人游戏开发/光照/渲染/AI 等方面的能力大幅增强, 被视为长期稳定版本, 借助该版本, 公司在游戏引擎领域的护城河进一步加深, 且该版本 2025 年开始涨价 (其中 Pro 版本涨价 8%, Enterprise 版本涨价 25%), 预计 2025 年 Create 将迎来量价齐升局面; 2.2) 广告持续投入, 或迎来突破。公司新任 CPO (原 MAX 创始人之一) 与 CEO 对于广告十分重视, Unity 在行业处于“龙二”地位, 其 Mediation 聚合平台、DSP 均处于行业 TOP 水平, 其技术与数据基础较好, 随着公司研发不断投入, 后续广告产品有望迎来突破。

**营收预测:** 我们预计公司 2024-2025 年营收分别为 17.7、19.0 亿美元, 分别同比变化-19%、7%; 其中 2025 年对应 Create 与 Grow 业务的增速分别为 7%、7%。

**风险提示:** 公司营收增速不及预期风险; 公司成本上行导致的 non-gaap 净利润继续亏损的风险; Create 业务游戏端逐渐饱和, 或出现增速变缓或者下滑风险; Create 业务非游戏端渗透率不及预期风险; Grow 业务 IronSource 并购为带来协同作用风险; Grow 广告业务精准营销效果不及预期风险; AIGC 产品竞争加剧风险, 同行业产品如 Unreal 等公司的替代风险; VR\XR 开发存在的技术风险; 公司的 AI 产品面临的法律和合规风险或导致 AI 相关产品落地较慢风险; 公司在不同国家面临的针对 AI\XR\VR 游戏等领域存在的政策风险; Unity 部分产品存在的盗版风险。

## 目录

一、股价悲观情绪逐步淡化，25 年或迎来困境反转 .....	1
二、引擎将迎来量价齐升，广告业务突破可期 .....	2
Create: AI&渲染等能力进一步增强公司护城河，25 年或将迎来量价齐升: .....	2
Create: 引擎护城河是业务困境反转技术，2025 年业务有望迎来量价齐升: .....	4
Unity: 困境反转带来的估值修复 or Alpha 仍具备一定上涨空间 .....	8
风险分析 .....	9
报表预测 .....	10

## 图目录

图表 1 : Unity 发展历程: 2025 年将是公司困境反转的关键一年 .....	1
图表 2 : Unity6.0 版本主要功能升级 .....	2
图表 3 : Unity Runtime 带来的额外成本可控 .....	2
图表 4 : 6.0 版本的渲染效果 .....	3
图表 5 : 6.0 版本界面 .....	3
图表 6 : Unity 价格政策的变化历史 .....	4
图表 7 : Unity 单纯价格因素即可 Beat 彭博对于 Create 的一致预期 (未考虑非核心引擎业务的基数影响) .....	5
图表 8 : AppLovin 受 IDFA 政策影响较小 .....	5
图表 9 : Unity 受 IDFA 政策持续性较长 .....	5
图表 10 : 广告赛道主要业务模式 .....	6
图表 11 : AppLovin&Unity&汇量科技比较 .....	7
图表 12 : Unity SOTP 估值 .....	8

## 一、股价悲观情绪逐步淡化，25 年或迎来困境反转

2024 年股价悲观因素正逐步淡化：

**2024H1 公司股价大幅下降，主要原因有两点：**1) 公司业务重组带来的市场质疑，本次重组不仅包括几乎所有高管变化，同时公司裁员比例接近 30%，引起市场对于公司业务发展的担忧；2) 公司 24H1 对于全年 guidance 的下修，24Q1-Q3 每一次的营收与利润均 Beat Bloomberg 的一致预期，但是 24Q1\Q2 公司下修了全年的利润指引，给全年的 guidance 并不乐观。

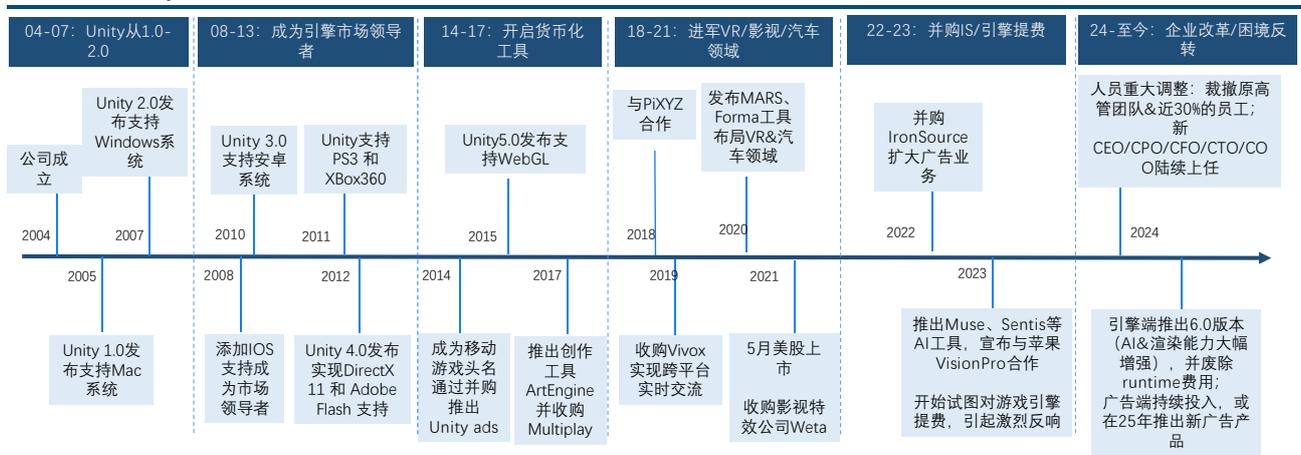
我们认为，市场对于 unity 的担忧和 guidance 的预期逐步好转：1) 公司人员变动已经完成，裁员 30% 主要系定制化等 Margin 较低的业务，公司完成人员变动之后，更加聚焦核心战略业务（主要包括引擎订阅和广告）；且季度 SBC 下降明显，后续 GaaP 层面利润减亏值得期待；2) 公司 Q1\Q2 下修业绩 guidance 主要系 Grow 的投入加大，但是从 Q3 开始公司已经上调全年的 guidance；综合来看，我们认为市场之前对 unity 的悲观情绪正逐步淡化。

2025 年公司或将迎来困境反转：

**1) 人员变动：**1.1) 新任管理层陆续官宣（CEO/CPO 于 5 月份官宣，CFO/CTO/COO 于 Q3 财报官宣），新任高管履历优秀，随着新任高管上任，公司业务有望稳健推进；1.2) 裁员影响基本结束，本轮裁员近 30%（主要系 Margin 比较低的业务裁员），SBC 下降明显，后续 GaaP 层面利润转正可期。

**2) 业务改变：**2.1) unity 引擎 6.0 推出，该版本在多人游戏开发/光照/渲染/AI 等方面的能力大幅增强，被视为长期稳定版本，借助该版本，公司在游戏引擎领域的护城河进一步加深，且该版本 2025 年开始涨价（其中 Pro 版本涨价 8%，Enterprise 版本涨价 25%），预计 2025 年 Create 将迎来量价齐升局面；2.2) 广告持续投入，或迎来突破。公司新任 CPO（原 MAX 创始人之一）与 CEO 对于广告十分重视，Unity 在行业处于“龙二”地位，其 Mediation 聚合平台、DSP 均处于行业 TOP 水平，其技术与数据基础较好，随着公司研发不断投入，后续广告产品有望迎来突破。

图表 1：Unity 发展历程：2025 年将是公司困境反转的关键一年



资料来源：公司官网，中信建投

## 二、引擎将迎来量价齐升，广告业务突破可期

**Create: AI&渲染等能力进一步增强公司护城河，25 年或将迎来量价齐升：**

由于引擎行业高技术门槛，因此引擎玩家并不算多，主要玩家为 Unreal（渲染能力较强，在 3A 游戏市占率较高）、Unity（通用性较好，AI&生态&工具比较丰富）、Godot（主打免费，适用于轻量级游戏）；随着 Unity6.0 版本发布，该版本的 AI、渲染、多人开发等能力大幅增强，在渲染端进一步缩小与 Unreal 的差距，且 AI 工具十分丰富，我们认为，6.0 版本有望进一步增强公司护城河。

**图表 2: Unity6.0 版本主要功能升级**

升级功能	功能描述
多人游戏开发流程的全面升级	Unity 6 通过提供全面的多人游戏开发工具，极大地加快了在线游戏的创建速度
移动 Web 项目开发工具的丰富	Unity 6 为开发者提供了多种工具，以支持移动 Web 项目的开发，使得游戏能够在更多平台上发布
图形性能的革新	Unity 6 引入了新的图形技术，比如 GPU Resident Drawer 和 URP 的 Render Graph，这些技术能够将部分处理任务从 CPU 转移到 GPU，从而提升整体的图形处理效率
渲染性能提升	在 Unity 6 中，通过 GPU Resident Drawer 和 URP 的 Render Graph 功能，无论是内部测试还是客户测试都显示，CPU 性能得到了高达 4 倍的提升
光照工作流优化	自适应探针体积（APV）提升了创作迭代、视觉质量和内存效率，轻松实现光照过渡与场景混合
AI 动态体验	Unity Sentis 作为神经引擎，允许开发者在游戏中添加物体识别、智能 NPC、图形优化等功能，而无需机器学习方面的专业知识
生产力和功能性增强	Unity 6 带来了多个升级的生产力工具和功能，如改进的 UI Toolkit 和更好的性能分析选项，确保了流畅且直观的工作流程

资料来源：公司官网，中信建投

**Unity 引擎的核心优势包括：**1) **支持平台更多：**Unity 基于 C# 语言，其生态相对开放，目前支持主机、移动端、VR 等 29+ 平台；2) **成本优势依然明显：**Runtime 政策废除之后，公司引擎重回提价模式，但是相对于游戏研发成本来说，该引擎的性价比依然非常高，对标可比公司来说，GODOT 引擎能力较弱，无法支撑较大游戏开发，Unreal 引擎流水分成达 5% 左右；3) **渲染能力领先：**在 Unity 6 中，通过 GPU Resident Drawer 和 URP 的 Render Graph 功能，无论是内部测试还是客户测试都显示，CPU 性能得到了高达 4 倍的提升，缩小了与 Unreal 之间的差距；4) **AI 工具更加丰富：**在 Sentis 之前，公司 asset store 已经存在比较丰富的 AI 工具，随着公司 Muse 与 Sentis 的推出，其 AI 能力与工具丰富度大幅领先其他引擎。

**图表 3: Unity Runtime 带来的额外成本可控**

比较项目	Unity	Unreal	GODOT
主要产品	Unity Pro、Unity Enterprise、Unity Industry、Unity Reflect、Weta、Asset Store 资源商店等	Unreal、MetaHuman、Twinmotion、BRIDGE、RealityScan 等	Godot Engine
支持平台	29+；包括 PC（Windows、macOS、Linux）、游戏机（Xbox、	13+；包括 Windows、macOS 和 Linux PC、游戏机（PS4、PS5、	10+；PC、Android、iOS、HTML5、VR 等；

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

代表作	PlayStation 等) 和多个虚拟现实 (VR) 平台等 炉石传说、阴阳师、跑跑卡丁车、王者荣耀、原神	Xbox One、Nintendo Switch 等) 以及 iOS 和 Android 手机 和平精英、往日不再、幻塔、原子之心、黑神话: 悟空	《Brotato》、《Dome Keeper》、《Lumencraft》
AI 布局	推出行业领先的 Muse 和 Sentis 工具, asset store 上有众多 AI 行为、集成、生成工具; AI 能力处于行业最领先	包括人工智能组件(用于 AI 采集和 Pawn 感应的组件)和人工智能调试;	AI 产品布局较少, 存在少部分 AI 插件;
产品定价	学生/个人免费。营收>20 万美元, Plus 版: 399\$/年/席; Pro 版: 2040\$/年/席; 企业版: 定制	产品营收<100 万美金: 免费。产品营收>100 万美金: 超过部分 5% 分成	免费
收入模式	订阅费用; 2025 年 6.0 版本将迎来涨价;	主要是来自与用户分成: 收入>100 万美金超过部分分成 5%;	免费
社区互动	Reddit 上超过 20 万会员, GitHub 百万会员; 社区互动性较强;	Reddit 上超过 10 万会员, GitHub 数十万会员; 社区发展快速;	Reddit 上超过 10 万会员; 社区发展快速;
渲染效果	Unity 打造通用渲染管线 (URP)、高清渲染管线 (HDRP)、Shader Graph 等工具, 渲染效果与 Unreal 进一步缩小; 用户可以付费 Asset Store 来获得更多高级的特效和工具; 6.0 版本 unity 渲染能力大幅增强;	UE5 在流明全局照明和反射 (Lumen) 和虚拟几何 (Nanite) 模块之后在实时渲染效果更加突出, 全球领先	Godot 4.0 渲染能力大幅增长, 主要专注于 Vulkan、改进了全局光照和改进了物理引擎; 比起 Unity 和 Unreal 稍逊一筹;
主要市场	移动端游戏; 独立开发者、编码	PC 端 3A 大作游戏; AAA 工作室、独立开发者、艺术家	轻量级引擎, 2D 小成本游戏, 小游戏 Studio
编码	C#, Boo, UnityScript	C++ (最难学, 程序员受众最小)	C#, GodotScript (类似于 Python)、C++
开发门槛	较低	较高	较低
是否开源	有限免费 (核心引擎不开放)	有限免费 (完全开放)	免费开源 (完全开放)

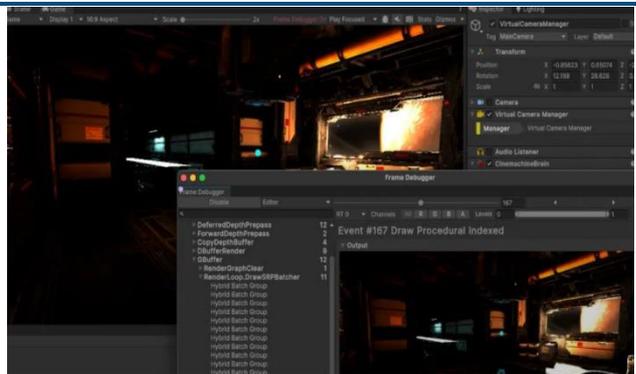
资料来源: 各公司官网, 中信建投

图表 4: 6.0 版本的渲染效果



资料来源: Unity 官网, 中信建投

图表 5: 6.0 版本界面

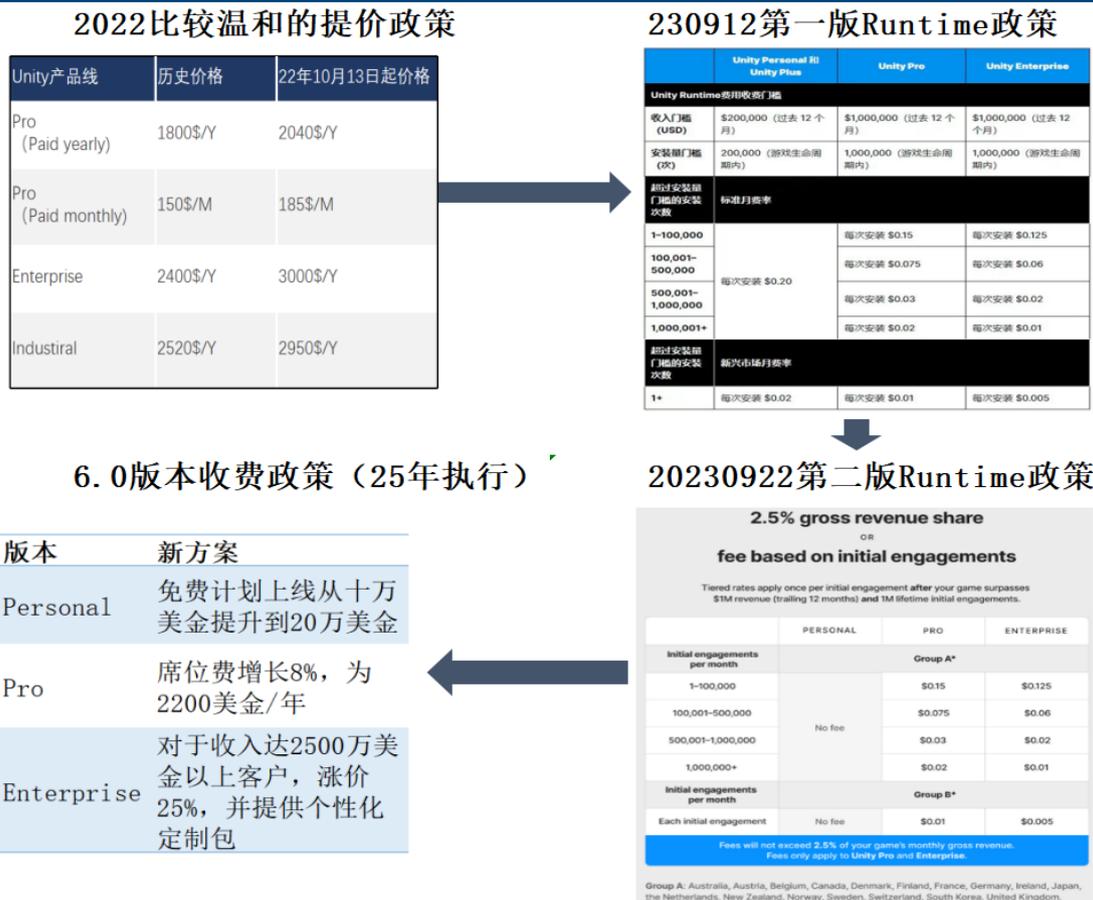


资料来源: unity 官网, 中信建投

## Create: 引擎护城河是业务困境反转技术, 2025 年业务有望迎来量价齐升:

**引擎取消 Runtime 收费政策重回涨价逻辑。** 公司引擎收费政策经历过四次变化, 在 2022 年进行温和提价, 但在 2023 年 9 月 12 日, 管理层提出按照 downloads 方式进行流水分成, 引起了用户的抵制; 9.22 号, 公司宣布改进版的 Runtime 收费政策(包括设置流水上限 2.5%, 不追溯历史数据, 将 downloads 指标改为 initial engagement 指标), 但是该政策仍然存在一定反对声音; 在 2024 年 9 月, 公司取消了 Runtime 的收费政策, 改为 2025 年稳定涨价。我们认为, 公司后续或更加注重政策的稳定性, 涨价或将成为长期逻辑。

图表 6: Unity 价格政策的变化历史



资料来源: 公司官网, 中信建投

我们预计在 2025 年单纯靠价格因素或带来核心引擎收入 5%+ 增长:

我们假设 2024 年公司核心引擎收入为 5 亿美金, (其中 Enterprise、Pro、Plus 版本占比约为 10%、67%、23%); 根据 6.0 版本政策, Enterprise 版本和 Pro 版本分别涨价 25%、8%; 不考虑量变动情况下, 假设 2025 年 6.0 版本渗透率达 50%, 价格因素带来的核心引擎收入增长或有 5.9%。

我们认为实际营收或高于该数, 一方面 Pro 版本的 AI、渲染能力或能吸引用户从 Plus 往 Pro 版本的结构切换, 另一方面, 引擎仍具备量的增长, 且量的增长或能 Beat 游戏大盘 (公司在新能源汽车、XR、建筑等非游戏领域的量的增速更快)

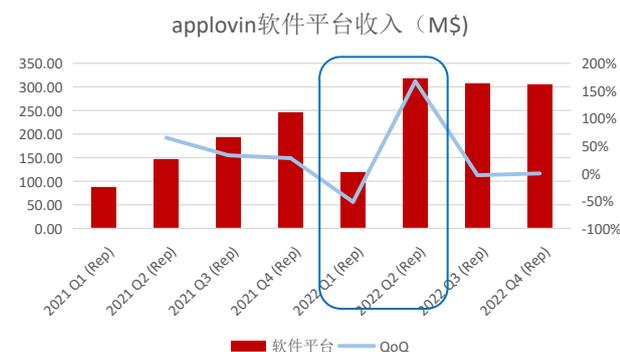
**图表 7: Unity 提价因素对核心 Create 收入影响（未考虑非核心引擎业务的基数影响）**

提价影响（单纯价格因素影响）	24E 营收	提价幅度	24年 6.0渗透率		
			悲观（20%）	中性（50%）	乐观（80%）
Enterprise（10%）	50	25%	52.5	56.3	60.0
Pro（67%）	335	8%	340.4	348.4	356.4
Plus（23%）	115	0%	125.0	125.0	125.0
SUM	500		517.86	529.65	541.44
价格催化幅度			3.6%	5.9%	8.3%

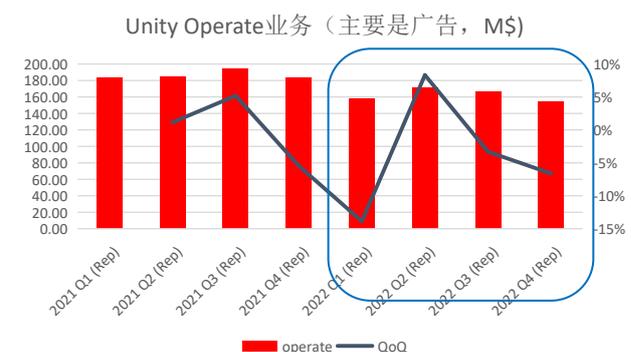
资料来源：公司官网，中信建投（数据为中信建投测算）

### Grow：公司持续投入广告业务，广告产品若突破将追赶 applovin 的步伐，若效果一般则修复“龙二”估值

受 2021 年苹果 IDFA 政策收紧影响，22Q1 当期 unity 与 applovin 广告营收均出现一定下滑，但是 applovin 在下一个季度广告收入出现逆转，而 applovin 泽持续同比下跌，直到收购 IronSource 之后广告业务才停止下滑。在三方程序化平台行业，广告收入与算法技术能力相关，因此我们推测，在 2022 年之后，Unity 原本的广告技术积累或不如 AppLovin，随着 AppLovin AXON 2.0 的推出，applovin 与其他家的技术差距则进一步扩大。

**图表 8: AppLovin 受 IDFA 政策影响较小**


资料来源：Bloomberg，中信建投

**图表 9: Unity 受 IDFA 政策持续性较长**


资料来源：Bloomberg，中信建投

三方平台收入与成本的 Gap 取决于自身的技术能力。1) 流量主：媒体和应用程序作为内容的生产者和分发者，作为流量的供给端，流量主更加关注广告卖出的价格，因此广告平台通常以 CPM 等方式进行购买；2) 广告主：他们根据自己的营销目标选择合适的广告投放策略；目前行业分为轻度游戏、中重度游戏、APP&电商等；尤其是游戏买量对于效果的追求从之前的下载量、CPA 等逐渐转变为直接的收入；3) 广告平台：平台在聚合平台通过竞价的方式买量，因此对同一广告位没有任何成本优势；而在收入端，行业很大部分收入来自于客户买量用户产生的收入分成；广告平台会承担一定的转化风险，而成本与收入的 GaP 则取决于平台自身的算法能力。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

**图表 10：广告赛道主要业务模式**

	主要公司	商业模式	流量来源	投放效果
自有流量+商业化平台	Google、Meta、Amazon 等	巨头一般拥有庞大的生态流量，同时也会自己做商业化变现工具，通常来说，由于具备巨大的数据量，其 ROI 处于行业领先水平	绝大部分自由流量	巨头拥有庞大的数据，来进行用户标签化，通常来说 ROI 表现最好；
三方程序化广告平台	applovin、Unity、汇量科技等	三方程序化广告侧重于商业化工具，如 DSP/SSP/聚合平台等；行业利润取决于准确度带来的成本与收入差；	绝大部分非自有的长尾流量	applovin 已经实现用户的标签化，由于数据的限制，其 ROI 弱于巨头；unity、汇量科技目前标签化工作尚未完成，其 ROI 弱于 AppLovin；
代理流量变现	蓝色光标、易点天下、微盟等	依托于巨头的生态流量以及投放工具，核心功能在于广告的代理；收入取决于代理的返点差；	绝大部分是巨头的流量	投放 ROI 主要取决于巨头；

资料来源：各公司官网，中信建投

我们认为，AppLovin 核心算法能力相较于其他公司的优势在于：

- 1) Adjust: 行业市占率约为 30-40%，能够从前端更加直观地获取用户数据；
- 2) Max: 市占率约为 60-70%，在流量的丰富度与成本效率上面具备一定优势；
- 3) 投入较早：用户标签化等过程需要不断的数据迭代与资本投入，applovin 在 23 年已经推出 AXON2.0 算法，而 unity 等公司则是在 23 年底开始加大投入，AppLovin 目前领先优势比较明显；
- 4) 全产业链的强势：公司 AppDiscovery\MAX\Adjust 等产品涉及行业上下游，且均处于领先地位，游戏公司的变现与买量均与 AppLovin 直接相关，因此 AppLovin 的全产业链强势也获得更多的客户认可。

但是我们认为，Unity 的广告仍有看点：

- 1) 数据获取：Unity 虽然没有 adjust 的积累，但是公司也能通过获取游戏产品权限获得游戏回传数据，此外引擎仍有部分数据协同；同时 GPT 技术能更加智能的打标签，缩小了 AppLovin 的技术差距；
- 2) unity 客户关系基础较好：unity 引擎是全球市占率最高的引擎，拥有百万级月活的用户社区，此外，Unity 在建筑、新能源汽车领域市占率也比较高，其潜在客户关系网比较广；
- 3) 策略上存在调整空间：我们认为 unity 广告产品短期 ROI 或难以超越 applovin，但是 unity 策略调整或能弥补 ROI 的不足，如通过降低 take rate 分成来获取客户，保证客户的 ROI。

综合来说，如果 unity 广告产品 ROI 效果比肩 AppLovin，尤其是在重度游戏流水分成端获得份额，那么 unity 广告业务 Margin 与营收将大幅增长，广告将迎来“质变”。若 Unity 广告产品 ROI 一般，我们认为 unity 仍能享受“龙二”估值：一方面产品效果优于 unity 过去产品，另一方面研发投入减少会带来 Margin 提升。

图表 11: AppLovin&amp;Unity&amp;汇量科技比较

	applovin	unity	汇量科技
是否拥有流量	旗下有众多游戏工作室，23 年营收 14.4 亿美金（adj EBITDA 为 16%）	无	无
Mediation 聚合平台	MAX（2018 年 9 月收购，2021 年 10 月收购 Twitter 的 mMoPub 并将功能迁移到 MAX 平台）；市占率约为 60-70%；	LevelPlay（22Q4 收购 IronSource 之后，与 IS 整合之后的聚合平台）；市占率约为 25-30%；	Mintegral 也能实现一定广告聚合；
DSP	AppDiscovery（相对于其他家来说，已经完成用户的标签化，尤其是在重度用户端，公司具备 return of spend 的能力，且 take rate 可以高达 70-80%；这部分重度游戏分成是 applovin 独占的）	Unity Ads（23Q1-Q3 公司财报均提到在投入广告业务，新 CEO 上任后对该业务十分重视，预计 24Q2 左右出新的广告产品）	Mintegral（公司中重度游戏收入占比 30%左右，但是 take rate 不如 applovin，因为买量的准确率且成本弱于 AppLovin，公司也在持续追赶重度用户算法）
24E 毛广告 take rate	约 70 亿美金 40-50%	约 45 亿美金 25-30%	约 12 亿美金 25-30%
24E 利润率	adj EBITDA Margin 75%-80%	adj Net Profit Margin 35-50%	adj Net Profit Margin 10-15%
其他业务	apps 业务（主要是游戏的内购与广告）；	Create 业务（主要是游戏引擎业务，订阅收费商业模式）	非程序化广告（NPM 约为 25%左右）； 营销技术业务（游戏分析与热云）；
核心优势	拥有 adjust（归因市占 30-40%），数据量更加充足； Max（聚合平台市占率 60-70%），可以获得成本优势与数据协同；	LevelPlay（聚合平台市占率 30%左右），具备一定的数据协同优势； 拥有市占率最高的引擎（后期有望发挥一定协同）； 拥有良好的客户网络（Unity 社区，汽车+游戏+建筑等客户需求）	横向拓展垂类赛道（电商+轻度游戏+重度游戏）； DSP ROI 排名比较靠前；

资料来源：公司官网，Bloomberg，中信建投（部分数据为中信建投测算）

## Unity：困境反转带来的估值修复 or Alpha 仍具备一定上涨空间

目前来看，公司整体 PS 相较于同行业与历史均处于较低水平，我们认为，随着公司困境反转逻辑逐步兑现，公司或将迎来估值修复带来的股价提升。

我们预计公司 2025 年 Create 营收与 Grow 营收增速分别为 7%、7%；在悲观情况下给予 Create 业务 7 倍 PS（公司核心护城河优势突出，业务具备稀缺性，长期量价齐升逻辑）；基于广告业务 6 倍 PS（假设 NPM 为 30%，则对应 PE 为 20 倍）；在悲观情况下，我们预计 unity 2025 目标价为 29.9 美元，维持“买入”评级。

图表 12：Unity SOTP 估值

估值敏感性分析	悲观		中性		乐观	
	Create	Grow	Create	Grow	Create	Grow
25E 营收 (e\$)	6.2	12.8	6.2	12.8	6.2	12.8
PS (X)	7	6	10	8	15	12
Valuation-01 (e\$)	43.4	77.0	62.1	102.7	93.1	154.1
total 估值 (e\$)	120.5		164.8		247.2	
target Price (\$)	29.9		40.9		61.3	

资料来源：Bloomberg，中信建投

## 风险分析

**风险提示：**公司营收增速不及预期风险；公司成本上行导致的 non-gaap 净利润继续亏损的风险；Create 业务游戏端逐渐饱和，或出现增速变缓或者下滑风险；Create 业务非游戏端渗透率不及预期风险；Grow 业务 IronSource 并购为带来协同作用风险；Grow 广告业务精准营销效果不及预期风险；AIGC 产品竞争加剧风险，同行业产品如 Unreal 等公司的替代风险；VR\XR 开发存在的技术风险；公司的 AI 产品面临的法律和合规风险或导致 AI 相关产品落地较慢风险；公司在不同国家面临的针对 AI\XR\VR 游戏等领域存在的政策风险；Unity 部分产品存在的盗版风险。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,364.64</b>	<b>2,324.89</b>	<b>1,557.56</b>	<b>1,374.59</b>	<b>1,485.76</b>
现金	1,586.80	1,590.33	962.57	737.94	798.18
应收票据及应收账款合计	633.78	611.72	495.50	530.18	572.59
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	144.07	122.84	99.50	106.47	114.99
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>5,469.35</b>	<b>4,918.55</b>	<b>4,603.45</b>	<b>4,203.44</b>	<b>3,725.20</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	121.86	140.89	123.03	108.61	92.62
无形资产	1,922.23	1,406.75	1,004.50	628.92	176.67
其他非流动资产	3,425.25	3,370.92	3,475.92	3,465.92	3,455.92
<b>资产总计</b>	<b>7,833.99</b>	<b>7,243.44</b>	<b>6,161.01</b>	<b>5,578.03</b>	<b>5,210.96</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,010.28</b>	<b>894.10</b>	<b>693.19</b>	<b>649.67</b>	<b>632.03</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	20.22	14.52	9.46	9.38	8.91
其他流动负债	990.06	879.59	683.72	640.30	623.11
<b>非流动负债</b>	<b>3,069.57</b>	<b>2,934.96</b>	<b>2,934.96</b>	<b>2,934.96</b>	<b>2,934.96</b>
长期借款	2,707.17	2,711.75	2,711.75	2,711.75	2,711.75
其他非流动负债	362.40	223.21	223.21	223.21	223.21
<b>负债合计</b>	<b>4,079.86</b>	<b>3,829.06</b>	<b>3,628.15</b>	<b>3,584.63</b>	<b>3,566.99</b>
少数股东权益	225.86	231.74	230.70	230.07	229.66
股本	0.00	0.00	0.10	0.20	0.30
资本公积	5,779.78	6,259.48	6,261.72	6,263.95	6,266.19
留存收益	-2,251.51	-3,076.84	-3,959.66	-4,500.83	-4,852.17
归属母公司股东权益	3,528.27	3,182.64	2,302.16	1,763.33	1,414.32
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,833.99</b>	<b>7,243.44</b>	<b>6,161.01</b>	<b>5,578.03</b>	<b>5,210.96</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-59.431</b>	<b>234.7</b>	<b>-315.81</b>	<b>68.82</b>	<b>333.97</b>
净利润	-919.49	-826.32	-883.85	-541.80	-351.76
折旧摊销	211.58	563.92	525.10	590.00	648.24
财务费用	7.40	24.58	127.05	128.54	128.83
其他经营现金流	641.08	472.53	-84.11	-107.92	-91.34
<b>投资活动现金流</b>	<b>723.23</b>	<b>44.04</b>	<b>-187.24</b>	<b>-167.24</b>	<b>-147.24</b>
资本支出	-301.15	83.27	210.00	190.00	170.00
其他投资现金流	1,024.38	-39.23	-397.24	-357.24	-317.24
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-226.63</b>	<b>-174.02</b>	<b>-124.72</b>	<b>-126.21</b>	<b>-126.50</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,004.14	4.58	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1,230.77	-178.59	-124.72	-126.21	-126.50
<b>现金净增加额</b>	<b>437.16</b>	<b>104.73</b>	<b>-627.76</b>	<b>-224.63</b>	<b>60.24</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,391.02</b>	<b>2,187.32</b>	<b>1,771.73</b>	<b>1,895.75</b>	<b>2,047.41</b>
营业成本	442.50	733.72	478.37	473.94	450.43
其他营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售和管理费用	871.25	1,232.80	1,151.62	966.83	982.76
研发费用	959.49	1,053.59	921.30	891.00	859.91
财务费用	7.40	24.58	127.05	128.54	128.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>-889.62</b>	<b>-857.37</b>	<b>-906.61</b>	<b>-564.57</b>	<b>-374.52</b>
其他非经营损益	7.19	59.53	22.76	22.76	22.76
<b>利润总额</b>	<b>-882.43</b>	<b>-797.85</b>	<b>-883.85</b>	<b>-541.80</b>	<b>-351.76</b>
所得税	37.06	28.48	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>-919.49</b>	<b>-826.32</b>	<b>-883.85</b>	<b>-541.80</b>	<b>-351.76</b>
少数股东损益	1.57	-4.31	-1.03	-0.63	-0.41
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-921.06</b>	<b>-822.01</b>	<b>-882.82</b>	<b>-541.17</b>	<b>-351.35</b>
EBITDA	-663.45	-209.35	-231.69	176.74	425.31
EPS (元)	-2.29	-2.04	-2.19	-1.34	-0.87

### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.26	57.25	-19.00	7.00	8.00
归属于母公司净利润(%)	-65.07	11.63	2.13	45.39	46.06
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	68.19	66.46	73.00	75.00	78.00
净利率(%)	-66.10	-37.78	-49.89	-28.58	-17.18
ROE(%)	-26.11	-25.83	-38.35	-30.69	-24.84
ROIC(%)	-37.20	-17.20	-16.34	-9.71	-5.84
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.08	52.86	58.89	64.26	68.45
净负债比率(%)	29.84	32.84	69.06	99.02	116.40
流动比率	2.34	2.60	2.25	2.12	2.35
速动比率	2.34	2.60	2.25	2.12	2.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.18	0.30	0.29	0.34	0.39
应收账款周转率	2.19	3.58	3.58	3.58	3.58
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.29	-2.04	-2.19	-1.34	-0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.15	0.58	-0.78	0.17	0.83
每股净资产(最新摊薄)	8.76	7.90	5.71	4.38	3.51
<b>估值比率</b>					
P/E	-10.22	-11.45	-10.66	-17.39	-26.78
P/B	2.67	2.96	4.09	5.34	6.65
EV/EBITDA	-2.24	-7.51	-9.32	13.57	5.54

## 分析师介绍

### 崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

### 向锐

本科毕业于武汉大学，硕士毕业于中国人民大学金融学专业，2022 年加入中信建投证券，主要研究游戏电商/美股科技/AI 方向。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk