

Unity (U.US) : Vector 迁移进展 优于预期

- 1Q 业绩优于预期，2Q 指引谨慎：**公司 1Q25 收入为 4.35 亿美元，优于先前指引 4.05-4.15 亿美元，主要受益于 Unity Vector 的推出早于预期，推动 Grow Solutions 表现优于预期；调整后 EBITDA 为 0.84 亿美元，优于先前指引 0.60-0.65 亿美元，调整后 EBITDA 率提升 2.2pp 至 19.3%。考虑到广告业务核心产品迁移影响，公司 2Q25 指引收入为 4.15 亿-4.25 亿美元，对应同比下降 8%-5%，调整后 EBITDA 为 0.70 亿-0.75 亿美元。
- 订阅业务保持双位数增长：**公司 1Q25 Create Solutions 同比下降 8%，主要是受公司逐渐放弃低利润的专业服务业务影响。经过公司过去数个季度的战略调整，收入结构得到优化，高利润的订阅业务占比将近 80%。核心订阅业务收入维持双位数增长，主要受益于前期提价等因素贡献，今年年初开启的提价预计将在今年下半年起逐步体现。Unity 6 采用率持续提升，43% 的活跃用户已升级至 Unity 6，累计下载量超过 440 万次。公司表示近期调查数据显示，超过 80% 的用户有意升级。由于公司仍在持续收缩非战略性业务，我们预计 2Q25 Create Solutions 环比或将略有下降，同时预计非战略业务收缩影响将在下半年逐渐消退，从而推动整体 Create Solutions 重回正增长。
- Vector 迁移进展优于预期：**由于 Unity Vector 的推出时间早于预期，公司 1Q25 Grow Solutions 表现优于预期。公司表示目前已完成 Unity Vector 的迁移，发展速度优于公司预期，安装量和应用内购买价值提升 15%-20%。随着 Vector 投入运营，公司将开始利用整个 Unity 生态系统的数​​据来提供更深入的洞察，提升客户的投资回报。由于公司在 Vector 迁移期间并行运行两个模型，导致云成本增加，而随着迁移完成，预计下半年将恢复正常。我们预计 2Q25 Grow Solutions 环比维持相对稳定，将得益于 Vector 表现提升，部分被传统业务下滑所抵消。
- 维持“买入”评级，调整目标价至 27 美元：**我们略微调整公司 FY25E/FY26E 收入至 17.64 亿/19.03 亿美元及调整后 EBITDA 率至 21%/24%。我们认为公司引擎业务有望保持行业领先地位，并逐渐受提价推动，实现双位数增长；Vector 早期表现优秀，建议关注未来几个季度广告业务表现。考虑到短期投入或影响利润扩张，调整目标价至 27 美元，对应 FY26E 25x EV/EBITDA，维持“买入”评级。
- 投资风险：**行业增长放缓；产品表现不及预期；竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	2,187	1,813	1,764	1,903	2,093
经营利润	(833)	(755)	(407)	(296)	(199)
调整后 EBITDA	448	390	366	466	609
调整后 EV/EBITDA (x)			31.8	25.0	19.1

E=浦银国际预测 资料来源：Bloomberg、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

2025 年 5 月 8 日

Unity (U.US)

买入

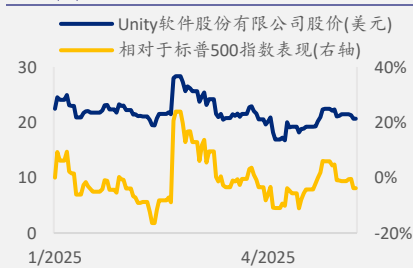
目标价 (美元)	27
潜在升幅/降幅	+31%
目前股价 (美元)	20.66
52 周内股价区间 (美元)	13.895-30.88
总市值 (百万美元)	8,585
近 3 月日均成交额 (百万美元)	257

注：截至 2025 年 5 月 7 日收盘价

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,187	1,813	1,764	1,903	2,093
收入成本	(734)	(481)	(432)	(442)	(471)
毛利	1,454	1,332	1,333	1,461	1,622
研发费用	(1,054)	(925)	(833)	(846)	(879)
销售费用	(835)	(753)	(641)	(632)	(649)
管理费用	(398)	(410)	(266)	(278)	(293)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(833)	(755)	(407)	(296)	(199)
利息收入	(25)	(24)	(24)	(24)	(25)
其他收益	60	112	88	40	40
除税前盈利	(798)	(667)	(343)	(280)	(184)
所得税开支	(28)	3	(15)	(14)	(9)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(826)	(664)	(359)	(294)	(193)
少数股东权益	(4)	(0)	(0)	-	-
本公司权益持有人	(822)	(664)	(358)	(294)	(193)

现金流量表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	(826)	(664)	(359)	(294)	(193)
折旧与摊销	564	409	372	323	324
营运资金变动	(176)	(10)	(31)	(21)	(16)
其他非现金调整	673	581	335	310	300
经营活动现金流	235	316	317	319	414
资本性支出	(56)	(30)	(29)	(31)	(34)
投资	100	-	-	-	-
其他投资活动	-	(13)	-	-	-
投资活动现金流	44	(42)	(29)	(31)	(34)
借款	-	(415)	(1,245)	(500)	(500)
股本	(174)	77	-	-	-
其他融资活动	-	-	-	-	-
融资活动现金流	(174)	(338)	(1,245)	(500)	(500)
汇兑收益及其他	(6)	(11)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	99	(76)	(956)	(212)	(120)
期初的现金及现金等价物	1,506	1,604	1,528	572	360
期末的现金及现金等价物	1,604	1,528	572	360	240

资产负债表

美元百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
固定资产	141	99	96	104	114
无形资产	1,407	1,066	726	426	126
商誉	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166
其他非流动资产	205	181	181	181	181
非流动资产合计	4,919	4,512	4,169	3,876	3,587
应收账款	612	574	558	602	663
投资	-	-	-	-	-
现金及现金等价物	1,590	1,518	561	350	230
其他流动资产	123	134	134	134	134
流动资产合计	2,325	2,225	1,254	1,086	1,026
资产总额	7,243	6,737	5,422	4,962	4,613
母公司股东权益	3,183	3,191	3,168	3,184	3,291
少数股东权益	6	6	6	6	6
权益总额	3,189	3,197	3,173	3,190	3,296
长期借款	2,712	2,239	994	494	(6)
其他非流动负债	217	165	165	165	165
非流动负债合计	2,935	2,421	1,176	676	176
应付账款及票据	400	408	366	376	400
递延收入	187	186	181	196	215
其他流动负债	308	295	295	295	295
流动负债合计	894	889	843	866	910
负债总额	3,829	3,310	2,018	1,542	1,086
权益及负债总额	7,243	6,737	5,422	4,962	4,613

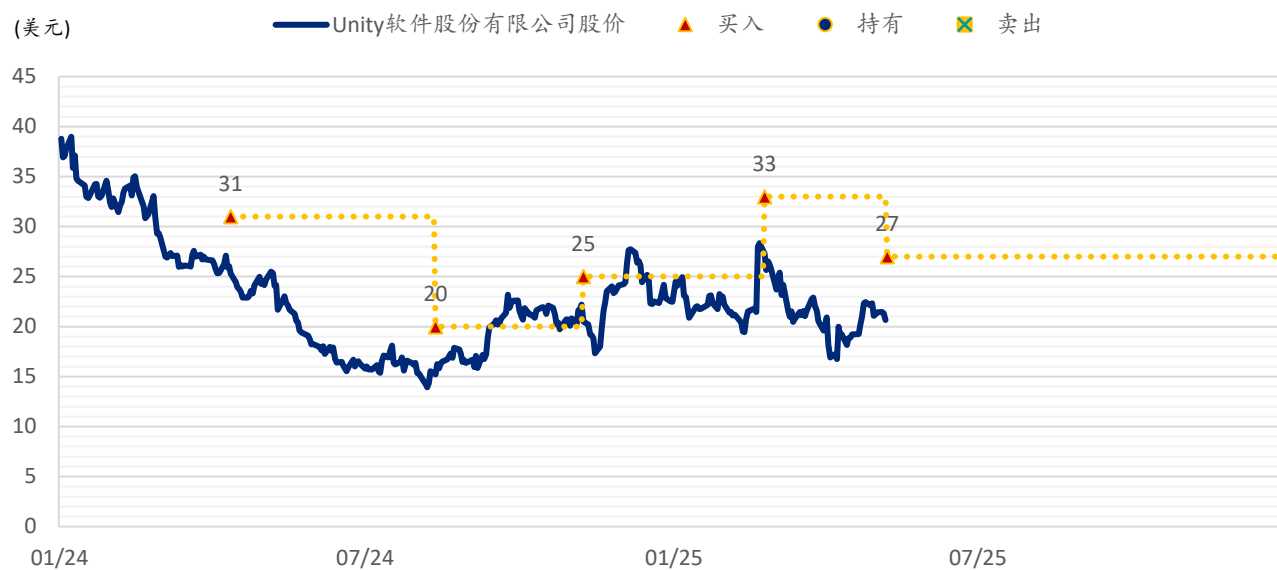
主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	57.2%	-17.1%	-2.7%	7.9%	10.0%
毛利增速	53.2%	-8.3%	0.0%	9.6%	11.1%
经营利润增速	-5.6%	-9.3%	-46.1%	-27.4%	-32.8%
净利润增速	-10.1%	-19.6%	-46.0%	-18.1%	-34.3%
调整后净利润增速	NM	54.1%	-12.7%	-0.5%	28.7%
盈利能力比率					
毛利率	66.5%	73.5%	75.5%	76.8%	77.5%
经营利润率	-38.1%	-41.6%	-23.1%	-15.5%	-9.5%
净利率	-37.8%	-36.6%	-20.3%	-15.4%	-9.2%
调整后净利率	10.8%	20.1%	18.0%	16.6%	19.4%
每股指标 (美元)					
EPS	-2.2	-1.7	-0.9	-0.7	-0.5
调整后EPS	0.6	0.9	0.8	0.8	1.0
估值 (倍)					
调整后目标EV/EBITDA			31.8	25.0	19.1
目标P/S			6.2	5.8	5.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 2：浦银国际目标价：Unity (U.US)

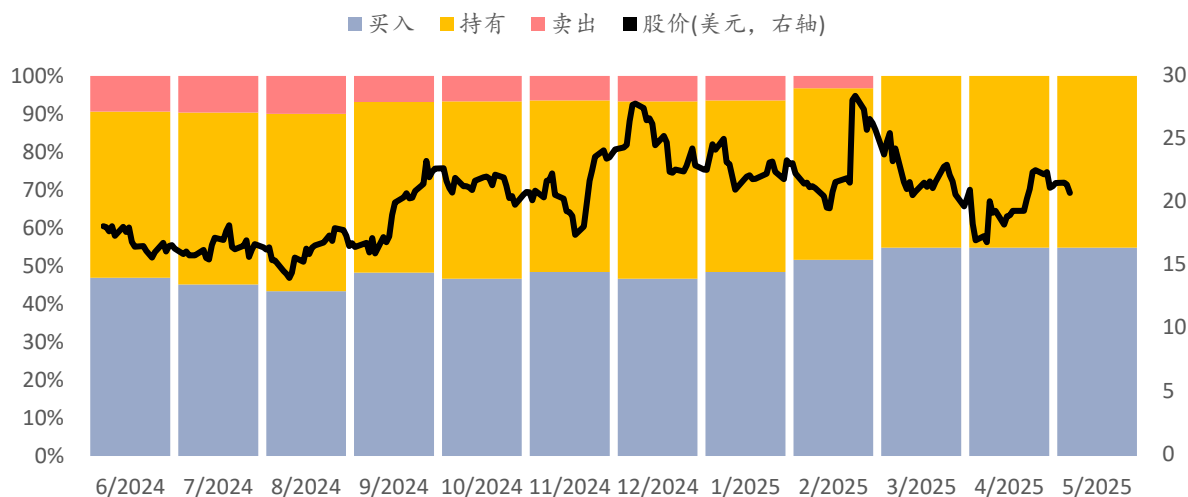


注：截至 2025 年 5 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

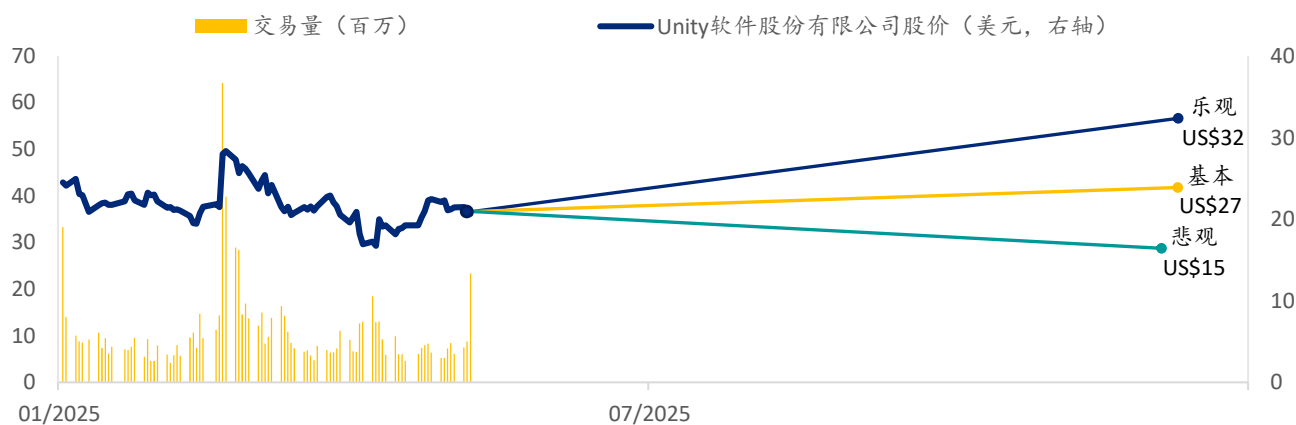
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：Unity (U.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：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：32 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：15 美元

- 收入增速重启进展缓慢；
- 广告业务不及预期；
- 利润率扩张不及预期。

资料来源：浦银国际预测

图表 5: 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
9988 HK Equity	阿里巴巴	121.30	买入	136.00	9/4/2025	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	123.23	买入	139.00	9/4/2025	电商
9618 HK Equity	京东	130.90	买入	217.00	7/3/2025	电商
JD US Equity	京东	33.82	买入	56.00	7/3/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	109.39	持有	125.00	21/3/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	14.19	持有	14.00	9/4/2025	电商
9878 HK Equity	汇通达	12.66	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.75	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.28	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	489.80	买入	700.00	20/3/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	106.48	买入	118.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	166.10	买入	184.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	139.00	买入	150.00	8/4/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	17.58	买入	19.00	8/4/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.10	买入	13.00	14/4/2025	游戏
2400 HK Equity	心动	37.85	买入	34.00	8/4/2025	游戏
799 HK Equity	IGG	3.73	买入	4.20	9/4/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	0.85	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.68	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.14	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	139.00	买入	200.00	24/3/2025	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	53.05	买入	70.00	26/3/2025	短视频
780 HK Equity	同程旅行	20.85	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.71	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	40.70	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	14.51	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	13.48	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.98	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.09	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	142.53	买入	165.00	5/3/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	20.66	买入	27.00	8/5/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	433.35	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	303.46	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	188.71	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	151.38	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	152.80	买入	185.00	8/5/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	596.81	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	495.56	买入	570.00	7/5/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	657.10	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	14.25	买入	18.00	19/3/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	56.80	买入	70.00	19/3/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	184.60	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐
INOD US Equity	Innodata	36.76	买入	55.00	30/4/2025	软件

注：股价截至 2025 年 5 月 7 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经授权的行为。

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（创梦天地 1119.HK）在过去 12 个月内有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

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

