

## Company Report: Unity Software (U US)

中文版

 Muyang Zhao 赵沐阳  
 (852) 2509 5375

公司报告: Unity Software (U US)

Chinese version

muyang.zhao@gtjas.com.hk

13 May 2025

### 减员影响下经调整EBITDA利润率提高，Unity Vector按计划迁移

- 我们维持“买入”，但下调目标价至 27.75 美元，基于加权 SOTP EV/S 比率估值和 EVI/经调整 EBITDA 估值。Unity Software (“公司”) 于 2025 年 1 月裁员，主要集中在销售、研发和部分 Create 业务团队，导致成本和 Create 业务收入双双减少，从而令 EBITDA 利润率大幅提高。Unity Vector 的迁移仍按计划进行，与管理层在 2024 财报电话会上的指引一致。因此，我们将 2025-2027 年收入预测分别下调至 18.60 亿美元 (-4.0%)、22.07 亿美元 (-9.0%) 和 25.59 亿美元 (-10.7%)。我们预计公司 2025-2027 年经调整 EBITDA 分别为 2.543 亿美元、2.963 亿美元和 5.534 亿美元。我们的目标价对应 7.6 倍/ 6.8 倍/ 6.0 倍 2025-2027 年 EV/Sales 比率。
- Unity 的 Grow 业务板块表现强于预期，主要是由于 Unity Vector 的迁移比预期更早。2025 年第一季度 Grow Solutions 业务收入为 2.846 亿美元，同比下降 4.1%，但较我们预期高 3.8%。下降主要是由于部分 Grow 业务产品的变化。随着 Vector 推出时间的加快，收入表现强于我们预期。与之前的模式相比，Vector 的新模式将增加 15%-20% 的下载量和应用内购价值。鉴于这一进展，我们将 Grow Solutions 业务 2025-2027 年收入预测分别上调至 12.16 亿美元 (+0.3%)、14.59 亿美元 (+0.6%) 和 17.50 亿美元 (+0.6%)。
- Unity 的 Create 业务板块表现弱于预期，原因是从低利润率的专业服务业务转型。2025 年第一季度 Create Solutions 业务收入为 1.504 亿美元，同比下降 8.1%，较我们预期低 15.0%。但公司的订阅业务实现了双位数增长，为公司的可持续盈利扩张奠定了基础。截至本季度，核心订阅业务约占公司 Create 业务板块收入的 80%。订阅量的增长似乎主要是由 Unity 企业版的价格上涨和向 Unity 6 的迁移所推动，年收入超过 10 万美元的用户总数增至 1,260 个，同比增长 1%，环比增长 0.5%。鉴于公司对 Create Solutions 缺乏明确的前景，以及大量非核心收入可能被削减，我们将 Create Solutions 业务 2025-2027 年收入预测分别下调至 5.74 亿美元 (-10.9%)、5.59 亿美元 (-25.3%) 和 5.44 亿美元 (-32.7%)。
- 催化剂：**由于 Unity Vector 的收入影响，2025 年第三季度业绩有望超预期。
- 风险因素：**1) 行业竞争降低潜在收入增长；2) 潜在的经济衰退担忧导致广告支出减少。

Rating:

**Buy**  
 Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

**US\$27.75**

Revised from 原目标价:

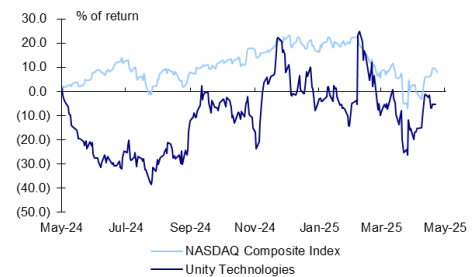
US\$34.45

Share price 股价:

US\$21.840

### Stock performance

股价表现



| Change in Share Price            | 1 M  | 3 M   | 1 Y    |
|----------------------------------|------|-------|--------|
| 股价变动                             | 1 个月 | 3 个月  | 1 年    |
| Abs. % 绝对变动 %                    | 13.6 | 5.3   | (3.7)  |
| Rel. % to NASDAQ Index 相对纳指变动 %  | 1.0  | (2.7) | (26.9) |
| Avg. Share price(US\$) 平均股价 (美元) | 20.7 | 21.6  | 20.3   |

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

| Year End                                | Turnover | Net Profit | EPS     | EPS             | PER                                    | BPS    | PBR | DPS    | Yield                  | ROE    |
|-----------------------------------------|----------|------------|---------|-----------------|----------------------------------------|--------|-----|--------|------------------------|--------|
| 年结                                      | 收入       | 股东净利       | 每股净利    | 每股净利变动          | 市盈率                                    | 每股净资产  | 市净率 | 每股股息   | 股息率                    | 净资产收益率 |
| 12/31                                   | (US\$ m) | (US\$ m)   | (US\$)  | (△%)            | (x)                                    | (US\$) | (x) | (US\$) | (%)                    | (%)    |
| 2023A                                   | 2,187    | (822)      | (2.161) | n.a.            | (10.1)                                 | 8.365  | 2.6 | 0.000  | 0.0                    | (24.5) |
| 2024A                                   | 1,813    | (664)      | (1.677) | n.a.            | (13.0)                                 | 8.058  | 2.7 | 0.000  | 0.0                    | (20.8) |
| 2025F                                   | 1,786    | (349)      | (0.847) | n.a.            | (25.8)                                 | 7.921  | 2.8 | 0.000  | 0.0                    | (10.8) |
| 2026F                                   | 2,009    | (196)      | (0.475) | n.a.            | (46.0)                                 | 8.500  | 2.6 | 0.000  | 0.0                    | (5.8)  |
| 2027F                                   | 2,284    | 217        | 0.528   | n.a.            | 41.4                                   | 9.870  | 2.2 | 0.000  | 0.0                    | 5.7    |
| Shares in issue (m) 总股数 (m)             |          |            |         | 411.9           | Major shareholder 大股东                  |        |     |        | Silver Lake Group 8.4% |        |
| Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)        |          |            |         | 8,995.9         | Free float (%) 自由流通比率 (%)              |        |     |        | 73.6                   |        |
| 3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)  |          |            |         | 11,732.7        | FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%) |        |     |        | 14.8                   |        |
| 52 Weeks high/low (US\$) 52 周高/低 (US\$) |          |            |         | 30.880 / 13.895 |                                        |        |     |        |                        |        |

Source: the Company, Guotai Junan International.

**表-1: Unity 2025-2027 年预测**

|            | 2023A          | 2024A          | 2025F          | 2026F          | 2027F         |
|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| (百万美元)     |                |                |                |                |               |
| 各业务板块收入    |                |                |                |                |               |
| Create     | 859.2          | 614.0          | 574.4          | 559.0          | 544.0         |
| 同比         | 20.0%          | -28.5%         | -6.4%          | -2.7%          | -2.7%         |
| Grow       | 1328.1         | 1199.3         | 1211.6         | 1450.1         | 1740.1        |
| 同比         | 96.8%          | -9.7%          | 1.0%           | 19.7%          | 20.0%         |
| 总收入        | <b>2187.3</b>  | <b>1813.3</b>  | <b>1786.0</b>  | <b>2009.1</b>  | <b>2284.2</b> |
| 同比         | 57.2%          | -17.1%         | -1.5%          | 12.5%          | 13.7%         |
| 毛利         | <b>948.5</b>   | <b>1453.6</b>  | <b>1332.4</b>  | <b>1328.9</b>  | <b>1496.5</b> |
| 毛利率        | 66.5%          | 73.5%          | 74.4%          | 74.5%          | 77.2%         |
| 研发费用       | (1,053.6)      | (924.8)        | (877.5)        | (786.0)        | (779.4)       |
| 占收入比       | -48.2%         | -51.0%         | -49.1%         | -39.1%         | -34.1%        |
| 营销费用       | (834.6)        | (752.6)        | (678.5)        | (765.5)        | (687.5)       |
| 占收入比       | -38.2%         | -41.5%         | -38.0%         | -38.1%         | -30.1%        |
| 行政费用       | (398.2)        | (410.1)        | (272.4)        | (306.4)        | (279.8)       |
| 占收入比       | -18.2%         | -22.6%         | -15.3%         | -15.3%         | -12.3%        |
| 经营利润       | <b>(832.8)</b> | <b>(755.1)</b> | <b>(499.4)</b> | <b>(361.3)</b> | <b>16.8</b>   |
| 经营利润率      | -38.1%         | -41.6%         | -28.0%         | -18.0%         | 0.7%          |
| 利息费用       | (24.6)         | (23.5)         | (23.1)         | (23.2)         | (23.2)        |
| 净利息收入及其它收入 | 59.5           | 111.6          | 181.2          | 193.0          | 219.4         |
| 税前利润       | <b>(797.8)</b> | <b>(667.1)</b> | <b>(341.4)</b> | <b>(191.6)</b> | <b>213.0</b>  |
| 所得税        | (28.5)         | 2.8            | (8.4)          | (4.4)          | 4.9           |
| 有效税率       | 3.6%           | -0.4%          | 2.5%           | 2.3%           | 2.3%          |
| 净利润        | <b>(826.3)</b> | <b>(664.3)</b> | <b>(349.8)</b> | <b>(196.0)</b> | <b>218.0</b>  |
| 净利率        | -37.8%         | -36.6%         | -19.6%         | -9.8%          | 9.5%          |

资料来源：公司、国泰君安国际。

**表-2: 同业比较-美国上市在线广告平台**

| 公司名称       | 股票代码     | 货币   | 股价     | EV/Sales |      |      |      | EV/EBITDA |      |      |      | PB   | ROE   | 市值         |
|------------|----------|------|--------|----------|------|------|------|-----------|------|------|------|------|-------|------------|
|            |          |      |        | 24A      | 25F  | 26F  | 27F  | 24A       | 25F  | 26F  | 27F  | 25F  | 25F   | 百万港元       |
| 美国上市在线广告平台 |          |      |        |          |      |      |      |           |      |      |      |      |       |            |
| Meta       | META US  | US\$ | 639.43 | 8.8      | 8.5  | 7.5  | 6.6  | 16.7      | 16.1 | 13.6 | 11.3 | 6.9  | 30.8  | 12,528,124 |
| Alphabet   | GOOGL US | US\$ | 158.46 | 6.4      | 5.7  | 5.1  | 4.6  | 17.1      | 11.1 | 9.9  | 8.7  | 4.8  | 30.3  | 15,035,479 |
| Snap       | SNAP US  | US\$ | 9.21   | 3.6      | 2.8  | 2.5  | 2.3  | 31.4      | 27.9 | 19.6 | 15.4 | 6.3  | (6.6) | 119,937    |
| Roku       | ROKU US  | US\$ | 68.78  | 2.3      | 1.8  | 1.7  | 1.5  | 36.3      | 21.8 | 14.3 | 9.5  | 3.5  | (1.0) | 78,606     |
| Reddit     | RDDT US  | US\$ | 111.21 | 21.3     | 10.1 | 7.8  | 6.3  | n.a.      | 29.7 | 22.1 | 13.3 | 7.9  | 9.9   | 159,687    |
| Pinterest  | PINS US  | US\$ | 32.84  | 4.7      | 4.8  | 4.1  | 3.6  | 71.4      | 15.3 | 11.8 | 8.9  | 4.1  | 14.7  | 173,150    |
| Applovin   | APP US   | US\$ | 347.90 | 24.0     | 21.2 | 17.7 | 14.1 | 48.3      | 29.3 | 22.3 | 17.8 | 61.4 | 167.6 | 917,359    |
| 简单平均       |          |      |        | 10.2     | 7.8  | 6.6  | 5.6  | 36.9      | 21.6 | 16.2 | 12.1 | 13.5 | 35.1  |            |
| 加权平均       |          |      |        | 8.1      | 7.4  | 6.5  | 5.7  | 18.3      | 14.1 | 12.0 | 10.2 | 7.5  | 34.4  |            |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：上述估值及ROE基于Bloomberg一致预期。市值及股价截至2025年5月12日。

**表-3: 同业比较-美国上市设计软件**

| 公司名称     | 股票代码    | 货币   | 股价     | EV/Sales |      |     |     | EV/EBITDA |      |      |      | PB   | ROE  | 市值        |
|----------|---------|------|--------|----------|------|-----|-----|-----------|------|------|------|------|------|-----------|
|          |         |      |        | 24A      | 25F  | 26F | 27F | 24A       | 25F  | 26F  | 27F  | 25F  | 25F  | 百万港元      |
| 美国上市设计软件 |         |      |        |          |      |     |     |           |      |      |      |      |      |           |
| Adobe    | ADBE US | US\$ | 395.94 | 10.5     | 7.2  | 6.5 | 5.9 | 29.3      | 14.4 | 13.1 | 11.2 | 11.8 | 55.6 | 1,314,965 |
| Autodesk | ADSK US | US\$ | 293.20 | 9.9      | 10.9 | 9.1 | 8.2 | 40.7      | 41.9 | 24.8 | 21.2 | 23.9 | 49.7 | 488,806   |
| Sap Adr  | SAP US  | US\$ | 293.51 | 8.1      | 8.7  | 7.7 | 6.8 | 46.4      | 28.0 | 23.6 | 19.5 | n.a. | 15.8 | 2,809,770 |
| Ansys    | ANSS US | US\$ | 345.43 | 11.4     | 10.6 | 9.6 | 9.0 | 32.5      | 25.3 | 23.4 | n.a. | n.a. | 13.8 | 236,646   |
| Ptc      | PTC US  | US\$ | 170.51 | 10.2     | 8.7  | 8.0 | 7.3 | 32.1      | 20.4 | 17.9 | 15.1 | 5.4  | 19.6 | 159,373   |
| Trimble  | TRMB US | US\$ | 70.54  | 4.9      | 5.2  | 4.8 | 4.3 | 25.1      | 18.4 | 16.4 | 14.1 | 3.0  | 12.3 | 131,145   |
| 简单平均     |         |      |        | 9.2      | 8.5  | 7.6 | 6.9 | 34.3      | 24.7 | 19.9 | 16.3 | 11.0 | 27.8 |           |
| 加权平均     |         |      |        | 9.0      | 8.5  | 7.5 | 6.8 | 32.0      | 25.2 | 20.6 | 17.2 | 13.6 | 29.2 |           |

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：上述估值及ROE基于Bloomberg一致预期。市值及股价截至2025年5月12日。

**图-1: Unity 相对估值 (千美元)**

| Year End<br>12/31 | Revenue<br>(USD 000') | Create Revenue<br>(USD 000') | Grow Revenue<br>(USD 000') | Create Revenue YoY<br>( % ) | Grow Revenue YoY<br>( % ) | Adj EBITDA<br>(USD 000') | Shares Outstanding<br>(000') |
|-------------------|-----------------------|------------------------------|----------------------------|-----------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------------------|
| 2022A             | 1,391,024             | 716,078                      | 674,946                    | 41%                         | 12%                       | (70,958)                 | 310,504                      |
| 2023A             | 2,187,317             | 859,174                      | 1,328,143                  | 20%                         | 97%                       | 447,829                  | 380,457                      |
| 2024A             | 1,813,255             | 613,966                      | 1,199,289                  | -29%                        | -10%                      | 389,814                  | 395,951                      |
| 2025F             | 1,785,990             | 574,377                      | 1,211,614                  | -6%                         | 1%                        | 270,485                  | 411,852                      |
| 2026F             | 2,009,118             | 558,993                      | 1,450,125                  | -3%                         | 20%                       | 315,479                  | 411,852                      |
| 2027F             | 2,284,171             | 544,022                      | 1,740,150                  | -3%                         | 20%                       | 571,387                  | 411,852                      |
| TTM               | 1,787,875             | 600,674                      | 1,187,201                  |                             |                           | 395,242                  | 402,093                      |
| FTM               | 1,827,014             | 572,708                      | 1,254,307                  |                             |                           | 265,716                  | 411,852                      |

|                              |        |       |  |                           |       |
|------------------------------|--------|-------|--|---------------------------|-------|
|                              |        | Bull  |  | Bear                      |       |
| Target Price (USD)           |        | 31.30 |  | 13.55                     |       |
| Weight                       |        | 0.80  |  | 0.20                      |       |
| Reference year               | 2026F  |       |  | 2026F                     |       |
| Create EV/S Multiple         | 7.5    |       |  | Create EV/EBITDA Multiple | 20.0  |
| Grow EV/S Multiple           | 6.5    |       |  |                           |       |
| Create EV Valuation (USD mn) | 4,192  |       |  | Create Valuation (USD mn) | 6,310 |
| Grow EV Valuation (USD mn)   | 9,426  |       |  |                           |       |
| Total Market Cap (USD mn)    | 12,890 |       |  | Total Market Cap (USD mn) | 5,581 |

|                    |  |       |
|--------------------|--|-------|
|                    |  | Final |
| Target Price (USD) |  | 27.75 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

**图-2: 2025 年第一季度盈利预测与实际数据比较 (百万美元)**

|                 | Guidance | Actual | Previous Estimates | Earnings Beat/Miss by |
|-----------------|----------|--------|--------------------|-----------------------|
| Create Revenue  |          | 150    | 176                | -14.96%               |
| Grow Revenue    |          | 285    | 274                | 3.84%                 |
| Total Revenue   | 405-415  | 435    | 451                | -3.51%                |
| Adjusted EBITDA | 60-65    | 84     | 68                 | 24.44%                |
| EBITDA Margin   |          | 19.0%  | 15.0%              | 4.03%                 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

**图-3: 2025 年第二季度盈利预测及指引 (百万美元)**

|                 | Q2 Estimates | Guidance |
|-----------------|--------------|----------|
| Create Revenue  | 142.0        |          |
| Grow Revenue    | 291.0        |          |
| Total Revenue   | 433.0        | 415-425  |
| Adjusted EBITDA | 73.7         | 70-75    |
| EBITDA Margin   | 17.0%        |          |

资料来源：公司、国泰君安国际。

**财务报表和比率**

| 损益表                         |         |         |         |         |       |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Year ended 31 Dec (US\$ mn) | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F |
| Total Revenue               | 2,187   | 1,813   | 1,786   | 2,009   | 2,284 |
| Cost of revenue             | (734)   | (481)   | (457)   | (513)   | (521) |
| Gross Profit                | 1,454   | 1,332   | 1,329   | 1,497   | 1,764 |
| R&D expenses                | (1,054) | (925)   | (878)   | (786)   | (779) |
| S&M expenses                | (835)   | (753)   | (678)   | (765)   | (688) |
| G&A Expenses                | (398)   | (410)   | (272)   | (306)   | (280) |
| Operating profit            | (833)   | (755)   | (499)   | (361)   | 17    |
| Interest Expense            | (25)    | (24)    | (23)    | (23)    | (23)  |
| Other income and gains      | 60      | 112     | 181     | 193     | 219   |
| Profit before tax           | (798)   | (667)   | (341)   | (192)   | 213   |
| Income tax                  | (28)    | 3       | (8)     | (4)     | 5     |
| Profit After Tax            | (826)   | (664)   | (350)   | (196)   | 218   |
| Non-controlling Interest    | 4       | 0       | 1       | 0       | (0)   |
| Shareholders' Profit / Loss | (822)   | (664)   | (349)   | (196)   | 217   |
| Basic EPS (US\$)            | (2.161) | (1.677) | (0.847) | (0.475) | 0.528 |

| 现金流量表                                |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Year ended 31 December (US\$ mn)     | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| Net income                           | (826) | (664) | (350) | (196) | 218   |
| Depreciation and amortization        | 564   | 409   | 319   | 243   | 208   |
| Stock-based compensation expense     | 649   | 596   | 420   | 434   | 347   |
| Other                                | 25    | (15)  | 13    | 13    | 3     |
| Changes in assets and liabilities    | (176) | (10)  | 48    | 78    | 68    |
| Cash from operating activities       | 235   | 316   | 450   | 571   | 844   |
| Proceeds from short-term investments | 103   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Non-marketable investments           | (3)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Purchases of property and equipment  | (56)  | (30)  | (23)  | (18)  | 11    |
| Acquisition of intangible assets     | 0     | (13)  | (12)  | (9)   | 81    |
| Cash from investing activities       | 44    | (42)  | (35)  | (27)  | 92    |
| Issuance of common stock             | 0     | (396) | 0     | (0)   | 0     |
| Payment of principal to loan         | 76    | 46    | 0     | 0     | 0     |
| Repurchase of preferred stock        | (250) | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Other                                | 0     | 11    | 0     | 0     | 0     |
| Cash from financing activities       | (180) | (350) | 0     | (0)   | 0     |
| Net changes in cash                  | 99    | (76)  | 415   | 545   | 935   |
| Cash at beg of year                  | 1,506 | 1,604 | 1,528 | 1,943 | 2,488 |
| Effect of exchange rate changes      | (6)   | (11)  | 0     | 0     | 0     |
| Cash at end of year                  | 1,604 | 1,528 | 1,943 | 2,488 | 3,423 |

资料来源：公司、国泰君安国际。

| 资产负债表                         |         |         |         |         |         |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Year ended 31 Dec (US\$ mn)   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| Property and equipment, net   | 141     | 99      | 77      | 60      | 25      |
| Goodwill                      | 3,166   | 3,166   | 3,154   | 3,141   | 3,138   |
| Intangible assets, net        | 1,407   | 1,066   | 803     | 604     | 340     |
| Other assets                  | 205     | 181     | 203     | 229     | 236     |
| Total non-current assets      | 4,919   | 4,512   | 4,238   | 4,035   | 3,739   |
| Accounts receivable, net      | 612     | 574     | 596     | 671     | 709     |
| Prepaid expenses and other    | 109     | 124     | 125     | 138     | 148     |
| Cash & cash equivalents       | 1,604   | 1,528   | 1,943   | 2,488   | 3,423   |
| Total current assets          | 2,325   | 2,225   | 2,664   | 3,297   | 4,280   |
| Total Assets                  | 7,243   | 6,737   | 6,902   | 7,332   | 8,019   |
| Accounts payable              | 15      | 14      | 16      | 18      | 74      |
| Accrued expenses and other    | 308     | 295     | 332     | 374     | 385     |
| Publisher payables            | 385     | 394     | 428     | 524     | 559     |
| Deferred revenue              | 187     | 186     | 185     | 211     | 224     |
| Total Current Liabilities     | 894     | 889     | 961     | 1,127   | 1,242   |
| Convertible notes             | 2,712   | 2,239   | 2,239   | 2,239   | 2,239   |
| Long-term deferred revenue    | 6       | 17      | 19      | 21      | 22      |
| Other long-term liabilities   | 217     | 165     | 186     | 209     | 215     |
| Total Non-current Liabilities | 2,935   | 2,421   | 2,444   | 2,469   | 2,476   |
| Total Liabilities             | 3,829   | 3,310   | 3,404   | 3,596   | 3,718   |
| Additional paid-in capital    | 6,259   | 6,936   | 7,356   | 7,790   | 8,137   |
| Other comprehensive loss      | (5)     | (9)     | (9)     | (9)     | (9)     |
| Accumulated deficit           | (3,072) | (3,736) | (4,085) | (4,280) | (4,063) |
| Total Shareholders' Equity    | 3,183   | 3,191   | 3,262   | 3,501   | 4,065   |
| Minority Interest             | 232     | 236     | 235     | 235     | 236     |
| Total Equity                  | 3,414   | 3,427   | 3,498   | 3,736   | 4,301   |

| 财务比率                        |        |        |        |        |       |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
|                             | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F |
| Gross margin (%)            | 66.5   | 73.5   | 74.4   | 74.5   | 77.2  |
| R&D expense to revenue (%)  | 48.2   | 51.0   | 49.1   | 39.1   | 34.1  |
| S&M expense to revenue (%)  | 38.2   | 41.5   | 38.0   | 38.1   | 30.1  |
| G&A expense to revenue (%)  | 18.2   | 22.6   | 15.3   | 15.3   | 12.3  |
| Operating profit margin (%) | (38.1) | (41.6) | (28.0) | (18.0) | 0.7   |
| Net margin (%)              | (37.8) | (36.6) | (19.6) | (9.8)  | 9.5   |
| ROE (%)                     | (24.5) | (20.8) | (10.8) | (5.8)  | 5.7   |
| ROA (%)                     | (11.0) | (9.5)  | (5.1)  | (2.8)  | 2.8   |

### 个股评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

| 评级 | 定义                                |
|----|-----------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 15%<br>或公司、行业基本面展望良好       |
| 收集 | 相对表现 5% 至 15%<br>或公司、行业基本面展望良好    |
| 中性 | 相对表现 -5% 至 5%<br>或公司、行业基本面展望中性    |
| 减持 | 相对表现 -5% 至 -15%<br>或公司、行业基本面展望不理想 |
| 卖出 | 相对表现小于 -15%<br>或公司、行业基本面展望不理想     |

### 行业评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

| 评级   | 定义                          |
|------|-----------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5%<br>或行业基本面展望良好     |
| 中性   | 相对表现 -5% 至 5%<br>或行业基本面展望中性 |
| 跑输大市 | 相对表现小于 -5%<br>或行业基本面展望不理想   |

### 利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

### 免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如: 配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真 (852) 2509-7793

网址: [www.gtjai.com](http://www.gtjai.com)