



Company Report: Unity Software (U US)

公司报告: [Unity Software \(U US\)](#)

中文版

Chinese version

Muyang Zhao 赵沐阳
(852) 25095375

muyang.zhao@gtias.com.hk

7 August 2025

Unity Vector AI平台助力广告网络收入环比增长15%

- 我们维持“买入”评级，并基于 SOTP EV/IS，上调目标价至 37.50 美元。Unity Software（“公司”）宣布，Unity Vector 已助力其广告网络收入增长 15%。因此，我们将 2025-2027 年的收入预测分别调整为 18.08 亿美元（+1.2%）/ 20.37 亿美元（+1.4%）/ 22.01 亿美元（-3.6%）。我们预计公司 2025-2027 年的经调整 EBITDA 分别为 3.56 亿美元、4.28 亿美元和 4.49 亿美元。鉴于未来收入增长的确定性显著提高，我们认为现可以使用标准 8.0 倍 2026 年 EV/Sales 比率对公司进行估值，与同业一致。我们的目标价相当于 9.0 倍/ 8.0 倍/ 7.4 倍的 2025-2027 年 EV/S。
- **Unity Create 分部表现强于预期。**2025 年第二季度 Create Solutions 收入为 1.54 亿美元，同比增长 2.0%，超出我们预期 8.5%。公司将这一强劲表现归因于 1,200 万美元的期限许可证以及订阅收入的增长，但非战略专业服务收入和消费服务收入的下降部分抵消了这一增长。在 2025 年第二季度的业绩电话会议上，公司强调了与腾讯和 Openharmony 的新合作关系，并将新合作关系的收入影响主要归于 Create 分部。中国市场收入也增至 8,360 万美元，环比增长 28%。公司还提到了与任天堂的合作，并预计 Switch 2 的发布将推动该分部的进一步增长。
- **Unity Grow 分部表现弱于预期，原因是非广告网络收入下降。**然而，得益于广告网络的贡献，2025 年下半年有望保持强劲增长。2025 年第二季度，Grow 分部收入为 2.87 亿美元，同比下降 3.8%，低于我们的预期 1.4%。然而，公司公布的 Unity 广告网络表现强劲，环比增长 15%，占 Grow 分部收入的 49%。Unity 将这一增长归功于其全新的 AI 平台 Unity Vector。该分部的收入指引为环比中个位数增长，这在我们看来似乎偏低，这可能预示着非广告网络收入将在接下来的几个季度出现下降。
- **催化剂：**2025 年第三季度潜在业绩表明 Unity 广告网络将实现强劲连续增长。
- **风险因素：**1）可能蚕食现有的 Grow 收入；2）对衰退可能性的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\$37.50

Revised from 原目标价:

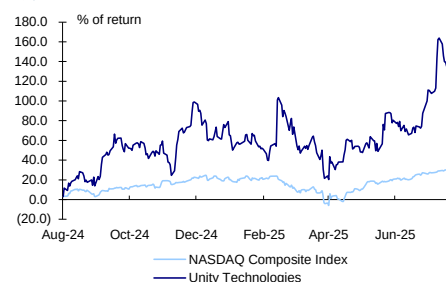
US\$27.75

Share price 股价:

US\$31.920

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 %	14.6	54.5	129.1
Rel. % to NASDAQ Index 相对纳指变动 %	9.9	44.3	81.0
Avg. Share price(US\$) 平均股价 (美元)	32.4	26.7	22.6

Source: Bloomberg, Guotai Junan International

Shareholders'										
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.	(14.8)	8.365	3.8	0.000	0.0	(24.5)
2024A	1,813	(664)	(1.677)	n.a.	(19.0)	8.058	4.0	0.000	0.0	(20.8)
2025F	1,808	(377)	(0.906)	n.a.	(35.2)	7.690	4.2	0.000	0.0	(11.8)
2026F	2,037	(185)	(0.443)	n.a.	(72.1)	8.172	3.9	0.000	0.0	(5.6)
2027F	2,201	(10)	(0.024)	n.a.	(1,330.0)	8.955	3.6	0.000	0.0	(0.3)
Shares in issue (m) 总股数 (m)				417.6	Major shareholder 大股东				Silver Lake Group 8.4%	
Market cap. (US\$ m) 市值 (US\$ m)				13,329.8	Free float (%) 自由流通比率 (%)				73.8	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				14,648.6	FY25 Net gearing (%) FY25 净负债/股东资金 (%)				14.9	
52 Weeks high/low (US\$) 52 周高/低 (US\$)				38.960 / 13.895	FY25 Est. NAV (US\$) FY25 每股估值 (美元)				n.a.	

Source: the Company, Guotai Junan International.

表 1: 2025-2027 年 Unity 预测

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
(百万美元)					
分部收入					
Create	859.2	614.0	588.2	572.6	560.5
同比	20.0%	-28.5%	-4.2%	-2.7%	-2.1%
Grow	1328.1	1199.3	1219.5	1464.9	1640.6
同比	96.8%	-9.7%	1.7%	20.1%	12.0%
总收入	2187.3	1813.3	1807.7	2037.4	2201.1
同比	57.2%	-17.1%	-0.3%	12.7%	8.0%
毛利	1453.6	1332.4	1346.6	1528.1	1702.7
毛利率	66.5%	73.5%	74.5%	75.0%	77.4%
研发费用	(1,053.6)	(924.8)	(879.0)	(827.9)	(850.3)
占收入%	-48.2%	-51.0%	-48.6%	-40.6%	-38.6%
销售及营销费用	(834.6)	(752.6)	(647.7)	(648.8)	(634.9)
占收入%	-38.2%	-41.5%	-35.8%	-31.8%	-28.8%
一般及行政费用	(398.2)	(410.1)	(281.7)	(293.9)	(295.5)
占收入%	-18.2%	-22.6%	-15.6%	-14.4%	-13.4%
经营利润	(832.8)	(755.1)	(461.8)	(242.5)	(78.0)
经营利润率	-38.1%	-41.6%	-25.5%	-11.9%	-3.5%
利息费用	(24.6)	(23.5)	(23.6)	(23.5)	(23.5)
利息收入及其他收入净额	59.5	111.6	116.4	84.8	91.6
税前利润	(797.8)	(667.1)	(368.9)	(181.2)	(9.9)
所得税	(28.5)	2.8	(8.8)	(4.0)	(0.2)
有效税率	3.6%	-0.4%	2.4%	2.2%	2.2%
净利	(826.3)	(664.3)	(377.8)	(185.2)	(10.1)
净利率	-37.8%	-36.6%	-20.9%	-9.1%	-0.5%

资料来源：公司、国泰君安国际。

表 2: 同业估值-美股上市线上广告平台

公司名称	股票代码	货币	收市价	EV/Sales				EV/EBITDA				PB	ROE	市值
				24A	25F	26F	27F	24A	25F	26F	27F	25F	25F	百万港元
美股上市线上广告平台														
Meta	META US	US\$	771.99	8.8	10.0	8.6	7.5	16.7	19.1	16.0	13.4	8.3	32.6	15,222,719
Alphabet	GOOGL US	US\$	196.09	6.4	6.9	6.2	5.4	17.1	13.7	11.9	10.4	5.9	31.1	18,653,086
Snap	SNAP US	US\$	7.78	3.6	2.5	2.2	2.0	26.8	23.9	17.4	12.5	6.0	18.8	103,195
Roku	ROKU US	US\$	84.93	2.3	2.3	2.1	1.9	47.5	26.9	18.1	12.7	4.4	1.0	98,218
Reddit	RDDT US	US\$	212.81	21.3	18.2	13.6	10.8	n.a.	51.2	35.3	24.6	14.4	12.7	307,810
Pinterest	PINS US	US\$	39.10	4.7	5.8	5.0	4.4	71.4	18.1	15.1	11.3	4.8	12.9	207,664
Applovin	APP US	US\$	390.57	24.0	24.6	20.0	16.0	48.3	31.8	23.7	18.9	80.5	168.3	1,036,986
简单平均				10.2	10.0	8.2	6.9	38.0	26.4	19.6	14.8	17.7	39.6	
加权平均				8.1	8.8	7.6	6.6	18.1	17.0	14.3	12.1	9.1	35.4	

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：上述估值和ROE基于彭博一致预期。市值和收市价截至2025年8月7日。

表 3: 同业估值-美股上市设计软件公司

公司名称	股票代码	货币	收市价	EV/Sales				EV/EBITDA				PB	ROE	市值
				24A	25F	26F	27F	24A	25F	26F	27F	25F	25F	百万港元
美股上市设计软件公司														
Adobe	ADBE US	US\$	395.94	10.5	6.3	5.7	5.2	29.3	12.6	11.6	10.4	11.4	61.2	1,150,816
Autodesk	ADSK US	US\$	293.20	9.9	10.9	9.4	8.5	40.7	41.9	24.9	21.2	24.9	49.7	512,633
Sap Adr	SAP US	US\$	293.51	8.1	8.3	7.4	6.5	46.4	26.9	22.2	18.2	n.a.	15.7	2,813,641
Ansys	ANSS US	US\$	345.43	11.4	11.5	10.6	9.8	32.5	29.8	27.1	n.a.	n.a.	10.6	258,300
Ptc	PTC US	US\$	170.51	10.2	10.4	9.7	8.9	32.1	23.1	21.8	19.6	7.0	20.2	202,832
Trimble	TRMB US	US\$	70.54	4.9	6.1	5.7	5.2	25.1	21.2	19.1	16.2	3.5	n.a.	157,148
简单平均				9.2	8.9	8.1	7.3	34.3	25.9	21.1	17.1	11.7	31.5	
加权平均				9.0	8.3	7.4	6.6	32.2	25.0	20.2	16.7	13.8	29.8	

资料来源：Bloomberg、国泰君安国际。

注：上述估值和ROE基于彭博一致预期。市值和收市价截至2025年8月7日。

图-1: Unity 相对估值 (美元千)

Year End 12/31	Revenue (USD 000)	Create Revenue (USD 000)	Grow Revenue (USD 000)	Create Revenue YoY (Δ%)	Grow Revenue YoY (Δ%)	Adj EBITDA (USD 000)	Shares Outstanding (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	1,807,726	588,177	1,219,550	-4%	2%	355,686	416,138
2026F	2,037,422	572,559	1,464,863	-3%	20%	428,251	417,566
2027F	2,201,101	560,454	1,640,647	-2%	12%	449,139	417,566
TTM	1,779,560	603,679	1,175,881			372,270	408,350
FTM	1,933,055	584,800	1,348,255			384,040	417,566

	SOTP EV/S
Target Price (USD)	37.50
Upside	17.5%

Reference year	2026F
Create EV/S Multiple	8.0
Grow EV/S Multiple	8.0
Create EV Valuation (USD mn)	4,580
Grow EV Valuation (USD mn)	11,748
Total Market Cap (USD mn)	15,657

资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 2: 2025 年第二季度盈利预测与实际数据对比 (百万美元)

	Guidance	Actual	Previous Estimates	Earnings Beat/Miss by
Create Revenue		154	142	8.5%
Grow Revenue		287	291	-1.4%
Total Revenue	415-425	441	433	1.8%
Adjusted EBITDA	70-75	90	74	22.1%
EBITDA Margin		21.0%	17.0%	4.0%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

图 3: 2025 年第三季度盈利预测与指引 (百万美元)

	Q3 Estimates	Guidance
Create Revenue	140.8	Slight sequential decline
Grow Revenue	315.6	mid-single digit QoQ growth
Total Revenue	456.3	440-450
Adjusted EBITDA	92.1	90-95
EBITDA Margin	20.2%	20%-21.6%

资料来源: 公司、国泰君安国际。

财务报表及比率

损益表					
Year ended 31 Dec (US\$ mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Total Revenue	2,187	1,813	1,808	2,037	2,201
Cost of revenue	(734)	(481)	(461)	(509)	(498)
Gross Profit	1,454	1,332	1,347	1,528	1,703
R&D expenses	(1,054)	(925)	(879)	(828)	(850)
S&M expenses	(835)	(753)	(648)	(649)	(635)
G&A Expenses	(398)	(410)	(282)	(294)	(295)
Operating profit	(833)	(755)	(462)	(242)	(78)
Interest Expense	(25)	(24)	(24)	(24)	(24)
Other income and gains	60	112	116	85	92
Profit before tax	(798)	(667)	(369)	(181)	(10)
Income tax	(28)	3	(9)	(4)	(0)
Profit After Tax	(826)	(664)	(378)	(185)	(10)
Non-controlling Interest	4	0	1	0	0
Shareholders' Profit / Loss	(822)	(664)	(377)	(185)	(10)
Basic EPS (US\$)	(2.161)	(1.677)	(0.906)	(0.443)	(0.024)

现金流量表					
Year ended 31 December (US\$ mn)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Net income	(826)	(664)	(378)	(185)	(10)
Depreciation and amortization	564	409	385	274	190
Stock-based compensation expense	649	596	405	397	337
Other	25	(15)	(40)	13	3
Changes in assets and liabilities	(176)	(10)	1	59	62
Cash from operating activities	235	316	372	557	582
Purchases of short-term investments	(0)	0	(2)	0	0
Proceeds from short-term investments	103	0	0	0	0
Purchases of non-marketable investments	(3)	0	0	0	0
Purchases of property and equipment	(56)	(30)	(22)	(17)	5
Acquisition of intangible assets	0	(13)	(3)	(2)	121
Business acquisitions, net of cash acquired	0	0	0	0	0
Cash from investing activities	44	(42)	(27)	(20)	126
Issuance of common stock	0	(396)	31	0	0
Issuance of convertible notes	0	0	48	0	0
Capital Contribution	0	0	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	(58)	0	0
Cash from financing activities	(180)	(350)	42	0	0
Net changes in cash	99	(76)	387	537	708
Cash at beg of year	1,506	1,604	1,528	1,915	2,452
Effect of exchange rate changes	(6)	(11)	20	0	0
Cash at end of year	1,604	1,528	1,915	2,452	3,160

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	73	58	30
Goodwill	3,166	3,166	3,160	3,147	3,144
Intangible assets, net	1,407	1,066	725	486	198
Other assets	205	181	176	198	204
Total non-current assets	4,919	4,512	4,133	3,889	3,576
Short-term investments	0	0	0	0	0
Accounts receivable, net	612	574	615	679	708
Prepaid expenses and other	109	124	131	144	151
Cash & cash equivalents	1,604	1,528	1,915	2,452	3,160
Total current assets	2,325	2,225	2,661	3,275	4,019
Total Assets	7,243	6,737	6,794	7,164	7,595
Accounts payable	15	14	16	17	71
Accrued expenses and other	308	295	296	333	343
Publisher payables	385	394	428	496	522
Deferred revenue	187	186	199	229	237
Total Current Liabilities	894	889	939	1,075	1,172
Convertible notes	2,712	2,239	2,233	2,233	2,233
Long-term deferred revenue	6	17	16	18	19
Other long-term liabilities	217	165	160	180	185
Total Non-current Liabilities	2,935	2,421	2,409	2,431	2,437
Total Liabilities	3,829	3,310	3,348	3,506	3,610
Common Stock	0	0	0	0	0
Additional paid-in capital	6,259	6,936	7,321	7,718	8,055
Other comprehensive loss	(5)	(9)	(6)	(6)	(6)
Accumulated deficit	(3,072)	(3,736)	(4,114)	(4,299)	(4,309)
Total Shareholders' Equity	3,183	3,191	3,200	3,412	3,739
Minority Interest	232	236	246	246	246
Total Equity	3,414	3,427	3,446	3,658	3,985

财务比率					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Gross margin (%)	66.5	73.5	74.5	75.0	77.4
R&D expense to revenue (%)	48.2	51.0	48.6	40.6	38.6
S&M expense to revenue (%)	38.2	41.5	35.8	31.8	28.8
G&A expense to revenue (%)	18.2	22.6	15.6	14.4	13.4
Operating profit margin (%)	(38.1)	(41.6)	(25.5)	(11.9)	(3.5)
Net margin (%)	(37.8)	(36.6)	(20.9)	(9.1)	(0.5)
ROE (%)	(24.5)	(20.8)	(11.8)	(5.6)	(0.3)
ROA (%)	(11.0)	(9.5)	(5.6)	(2.7)	(0.1)

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	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 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	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 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/或其附属公司有, 或将会为本研究报告所评论的腾讯控股进行庄家活动。
- (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