

营收&经调整 EBITDA 超指引上限, 看好后续广告增长潜力

核心观点

我们认为, 公司目前与 AppLovin 的广告算法差异主要在 IAP 端, 而该部分买量效果取决于数据获取, AppLovin 的数据获取包括用户回传, Adjust 等, 其中 Adjust 为 AppLovin 比较稀缺的数据; 对于 Unity 来讲, 其核心稀缺数据为引擎的用户行为数据 (该部分效果公司认为会在 26 年开始逐步体现); Unity 与 AppLovin 的数据方面各有优势, 因此逻辑上推断 Unity 是有 ROI 进一步提升的可能, 但 Unity 加入行为数据之后的效果表现需要观察。

简评

营收&经调整 EBITDA 超指引上限, Q3 营收 Guidance 为 4.4-4.5 亿美元。

25Q2 财报公司营收 4.41 亿美元, (Bloomberg 一致预期为 4.27 亿美元, 公司 25Q1 给的 guidance 为 4.15-4.25 亿美元); 调整后 EBITDA 为 0.9 亿美元 (一致预期为 0.76 亿美元, 利润率为 21%, 25Q1 为 17%); 公司经调整毛利率为 83%; 公司 GaaP 净利润为 -1.07 亿美元 (一致预期为 -1.1 亿美元), 公司经调整净利润为 0.82 亿美元 (一致预期为 0.66 亿美元); 自由现金流为 1.27 亿美元 (24Q2 为 0.8 亿美元), 公司 25Q2 账面现金&等价物为 17 亿美元。公司给 Q3 的营收指引为 4.4-4.5 亿美金。

Grow: Unity Ads Q2 收入环比 Q1 增长 15% (Vector 在 5.13 号上线, Q2 仅运行一个半月), 公司预计还有环比提升的潜力 (公司表述为: 可能在未来几个季度提升 25%); Q1 财报提到 Unity Vector 对于新增用户数量&质量提升 15-20%, Q2 效果进一步增加; 公司预计其他产品 (IronSource、Tapjoy) 平稳增长, 且未来会加入 Vector AI 算法用以提升效果; 未来引擎数据有望进一步发挥作用 (Vector AI 能够访问高度差异化的行为数据, 预计 26 年开始会看到带来的影响);

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: 2025 年 08 月 22 日

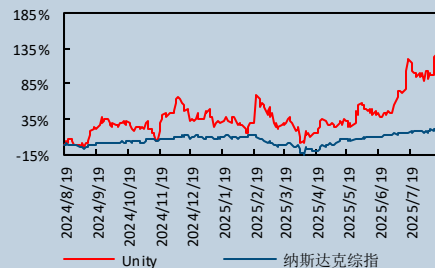
当前股价: 38.34 美元

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
	4.98/1.42	68.08/55.49	132.22/109.55
12 月最高/最低价 (美元)			38.42/15.86
总股本 (万股)			42,251.79
流通股本 (万股)			42,251.79
总市值 (亿美元)			161.99
流通市值 (亿美元)			161.99
近 3 月日均成交量 (万)			1492.86
主要股东			
Entities affiliated with Sequoia Capital			9.20%

股价表现



相关研究报告

Create: Create 业务营收为 1.54 亿美元，同比增长 2%，（一致预期为 1.44 亿美元）；主要得益于约 1200 万美元的定期许可证销售以及订阅收入的增长。非战略性专业服务收入和消费服务收入的下降对增长产生了负面影响；因为 Q2 基数原因公司预计 Q3 环比略降。剔除非战略收入同比增长 16%；Unity 引擎最高版累计下载 660W 次，比上个季度增长 50%，公司认为是用户接受度最快的版本；公司认为 AI 在 Create 的前景非常巨大，Unity 有望成为领先的人工智能的内容创作平台；Create 未来价格增长保持温和稳定的趋势；

我们认为，公司目前与 AppLovin 的广告算法差异主要在 IAP 端，而该部分买量效果取决于数据获取，AppLovin 的数据获取包括用户回传，Adjust 等，其中 Adjust 为 Applovin 比较稀缺的数据；对于 Unity 来讲，其核心稀缺数据为引擎的用户行为数据（该部分效果公司认为会在 26 年开始逐步体现）；Unity 与 Applovin 的数据方面各有优势，因此逻辑上推断 Unity 是有 ROI 进一步提升的可能，但 Unity 加入行为数据之后的效果表现需要观察。

盈利预测: 我们预计公司 25-26 年营收分别为 18.7、23.4 亿美元，对应增速分别为 3%、25%；对应经调整净利润分别为 3.0、4.1 亿美元。

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 并购未带来协同作用风险；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。

三表预测(M\$, %)

资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E
货币资金	1518	1532	1763	销售收入	1813	1868	2335
应收账款	574	461	576	销售成本	481	467	514
预付款项	134	102	128	销售和管理费用	1163	840	817
流动资产总计	2225	2095	2467	研发费用	925	859	840
无形资产	1066	744	439	营业利润	-779	-402	61
非流动资产合计	4512	4224	4004	净利润	-664	-343	120
资产总计	6737	6319	6471	归母净利润	-664	-342	120
流动负债合计	889	814	845	EBITDA	-235	148	744
非流动负债合计	2421	2421	2421	调整后净利润	425	304	410
负债合计	3310	3235	3266				
股东权益合计	3427	3084	3205	主要财务比率	2024	2025E	2026E
负债和股东权益合计	6737	6319	6471	销售收入增长率	-17%	3%	25%
				EBITDA增长率	-12%	163%	402%
现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	净利润增长率	20%	48%	135%
经营性现金净流量	316	158	576	毛利率	73%	75%	78%
投资性现金净流量	-42	-41	-242	净利率	-37%	-18%	5%
筹资性现金净流量	-338	-103	-103	ROE	-21%	-12%	4%
现金流量净额	-65	14	232	P/S	8.9	8.7	6.9

资料来源: IFind、中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；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

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022 年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

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