

## 軟體產業：數位廣告&娛樂

### GOOGL/META 以外的成效型廣告替代業者亦享受結構性順風

#### 焦點內容

1. 社群廣告：RDDT 自動化與 ML 重塑廣告成長曲線。
2. 手遊廣告：競爭雜音升溫但基本面與護城河未動搖。
3. CTV 廣告：Amazon DSP 放量成為關鍵變數。
4. 娛樂產業：RBLX & SPOT 公布正向的 4Q25 財報。

#### Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

#### 重要訊息

美國數位廣告公司包含社群相關 Reddit(RDDT US)；手遊相關 AppLovin(APP US)、Unity(U US)；CTV 相關 Roku(ROKU US)以及娛樂平台業者 Roblox(RBLX US)和 Spotify(SPOT US)公佈 4Q25 財報。

#### 評論及分析

**社群廣告：RDDT 自動化與 ML 重塑廣告成長曲線。** RDDT 4Q25 營收/EPS 優於市場預期 9/31%，1Q26 營收財測優於預期 4%，中/低漏斗點擊與轉換(purchase、app install)營收分別年增 60/100%，同時活躍廣告主數年增 75%。管理層指出本季低漏斗表現受惠 BFCM 等購物旺季帶動，整體表現符合我們在前瞻報告所預期，DPA 與 performance ads 在假期期間顯著放量。我們看好該司 ML 與自動化工具(Redditt Max、DPA)將持續推升轉換效率與 ROAS 為 2026 成長動能，惟資料變現業務尚未出現正面驚喜。

**手遊廣告：競爭雜音升溫但基本面與護城河未動搖。** APP 營收/EPS 優於市場預期 3/10%。在 CloudX 競爭方面管理層強調 MAX 黏著度不僅來自 mediation 功能，而是「UA+monetization 360 solution」，對多數 publisher 轉換成本高，我們認為 CloudX 在延遲、穩定性以及數據規模上仍遠不及 MAX，短期亦不會對 APP 造成實質性威脅，惟全自助廣告平台未提前全面 GA 缺乏正面驚喜。U 本季 Grow 業務僅大致符合預期，1Q26 營收財測低於預期 2%。投資人擔憂 Google Genie 可能顛覆 Unity 的 Create 業務，我們認為目前 Genie 非可支撐完整商業化遊戲生命週期的成熟引擎，惟相較高階的 Epic UE 該司更容易直接受到 AI 顛覆之衝擊。

**CTV 廣告：Amazon DSP 放量成為關鍵變數。** ROKU 營收/EPS 優於市場預期 3/92%，平台營收優於預期 3%；管理層指出第三方 DSP 整合進入初步放量階段、成效型 CTV 預算回流帶動填充率與變現效率改善，財報結果符合我們於前瞻報告所述。本季亮點：1) 平台營收年增 18%、EBITDA/FCF 同步創高，營運槓桿擴張；2) Ads Manager 與 premium subscription 成長動能延續，國際市場 monetization 開始提速；我們看好在成效型廣告滲透率提升與訂閱聚合趨勢下，平台成長結構於 2026 年持續上修。

**娛樂產業：RBLX & SPOT 公布正向的 4Q25 財報。** RBLX 4Q25 bookings 年增 63%優於預期 6%，EBITDA/FCF 皆優於預期 21/92%，且公司給出 2026 年 22-26%成長指引(高於原先市場預期 20%)，其中未假設爆款遊戲貢獻，顯示基本面具下檔支撐。SPOT 4Q25/1Q26 MAU 指引優於預期 3/1%，動能來自全球免費層升級+Wrapped 活動，我們看好多格式內容與 AI 驅動個人化持續提升參與度與留存，進一步擴展用戶規模成長與長期變現基礎。

#### 投資建議

我們持續看好 GOOGL/META 廣告單價持續高漲下，廣告主積極尋找更高 ROAS 的投放渠道，OBBBA + World Cup 催化劑、自助廣告投放系統更加完善、AI 幫助成效型廣告/轉換率提高皆為順風因子，正向看待 RDDT、APP 及 ROKU 等業者，美伊衝突和緩/落地後為布局良機。

#### 投資風險

消費動能趨緩；用戶對數位產品偏好改變；監管及反壟斷議題升溫。

### Reddit 財報會議摘要

- Reddit(RDDT US)公布 4Q25 財報，主因本季營收/EPS 優於市場預期 9/31%，1Q26 營收財測亦優於預期 4%，整體表現符合我們在前瞻報告所預期，管理層指出廣告全漏斗動能延續，低漏斗表現受惠 Black Friday/Cyber Monday 等購物旺季帶動，DPA 與 performance ads 在假期期間顯著放量，支撐 4Q25 動能並延續至年初
- 廣告業務相關: 1) 4Q25 廣告營收 US\$690mn(YoY 75%)，為整體營收成長核心動能；2) Performance ads 領跑，低漏斗目標(purchase、app install)營收年增翻倍，反映 ML、訊號優化與新格式(shopping ads)開始放量；3) 中漏斗 click volume YoY 60%、低漏斗 conversion volume YoY 100%；4) Active advertisers YoY 75%，SMB 營收年增翻倍，自助化與自動化工具成為主要拉新槓桿；5) Reddit Max(AI campaign platform)測試結果顯示 CPA -17%、conversion +27%，管理層定位其為 2026 年擴展自助與中小客戶的核心基礎設施
- 資料授權及其他業務相關: 1) Other revenue(含 content licensing) 4Q 為 US\$36mn(YoY 8%)，占比仍低；2) 管理層未揭露新一輪 LLM 授權合約進展；3) 策略重心放在提高 Reddit 內容於 AI 生態系中的影響力與引用率，而非最大化一次性授權收入
- GenAI 相關: 1) GenAI 核心投入聚焦於搜尋、推薦與新手體驗，而非生成內容本身，策略重點在提升留存與使用頻率；2) Reddit Answers 與核心搜尋整合後，每週搜尋用戶超過 80mn(去年約 60mn，年增 33%)，顯示 AI 搜尋為增量使用行為而非替代既有流量；3) Answers(LLM search) WAU 從 1Q 的 1mn → 本季 15mn，成長曲線顯著快於平台整體用戶成長；4) 與 Google/OpenAI 的合作定位由授權關係轉向產品層合作，重點在導流回 Reddit 社群，而非短期變現
- 其他關注焦點: 1) 4Q ARPU US\$5.98，YoY 42%，優於預期 7%，來自廣告效率與 engagement 提升，而非用戶結構變化；2) 國際營收 YoY 78%高於美國 YoY 68%，顯示 ML 與產品複製能力開始外溢至海外市場；3) 公司將於 2026 年下半年停止揭露 logged-in/logged-out 用戶，反映產品策略已模糊兩者界線、管理重點轉向整體 engagement；4) 宣布 US\$1bn share buyback，反映高現金生成能力(4Q FCF US\$264mn，36% margin)與資本結構進入新階段

**圖 1: Reddit 4Q25 財報結果及 1Q26 公司財測暨市場共識比較**

RDDT US Equity	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	726	667	9	24	70	660	10	600	576	4	(17)	53
Business breakdown												
Advertising	690	630	10	26	75				536			
Others	36	36	0	1	9				37			
Regional breakdown												
US	583	534	9	22	68				455			
Rest of the World	142	133	7	35	78				121			
Key metrics												
Daily Active Users (DAU)	121	120	1	5	19				125			
Average Revenue Per User (ARPU)	5.98	5.57	7	19	42				4.53			
Gross profits	667	610	9	25	68				521			
Total expenses	494	491	0	11	32				486			
Operating income	232	175	32	67	338				90			
EBITDA	327	286	14	39	112	280	16.8	215	204	5	(34)	87
Pretax Income	255	196	30	59	264				109			
Net income	252	191	31	55	254				107			
EPS (US\$)	1.69	1.28	31	34	100				0.82			
Gross margin (%)	91.9	91.5	0.4 ppts	0.9 ppts	(0.6)ppts				90.4			
OP margin (%)	31.9	26.3	5.7 ppts	8.3 ppts	19.6 ppts				15.7			
EBITDA margin (%)	45.1	42.9	2.2 ppts	4.7 ppts	9.0 ppts	42.4	2.6 ppts	35.8	35.5	0.4 ppts	(9.2)ppts	6.5 ppts
Net margin (%)	34.7	28.7	6.0 ppts	6.9 ppts	18.1 ppts				18.5			

資料來源: Bloomberg; 凱基

### AppLovin 財報會議摘要

- AppLovin(APP US)公布 4Q25 財報, 係因雖本季營收/EPS 皆優於市場預期 3/10%, 且 1Q26 營收財測優於市場共識 4%, 但市場對 AI 競爭加劇(包括 CloudX 推出 AI 廣告產品、Google Project Genie)及監管疑慮仍存, 加上同日稍早 Unity(U US)財測不如預期股價重挫 26%, 拖累板塊情緒面拋售, 亦壓抑 APP 股價表現; 管理層表示若市場因恐懼而定價, 公司將持續專注執行與基本面複利成長, 長期由營收、現金流與產品力自行證明價值
- 廣告業務相關:
  - 遊戲廣告: 1) MAX auction bid density 提升帶動整體 ecosystem 擴張, 新增競價者(如 Meta 加大 ID 流量出價、Moloco/Unity/Liftoff 成長)未壓縮經濟性, 反而透過 5% take-rate 擴大平台收益; 2) 管理層重申轉換率長期仍具提升空間, 歷史曾揭露~1% conversion rate, 認為理論上可提升至~5%, 核心成長槓桿在於提升多元廣告主供給密度
  - 電商廣告: 1) 4Q 自助平台仍為 referral-only, GA 預計 1H26; 目前合格 leads 轉上線比例 57%, 43% 流失主因缺乏符合格式之影片素材; 2) 已為 100+ 客戶測試生成式 AI 互動頁面工具, 後續將推影片生成模型, 目標將素材成本由「數千美元」壓至「數美元」; 3) 電商模型近期出現「material uplift», 帶動 ROAS 改善與 budget 快速回流, 但目前基數仍約佔去年 Q1~10% 規模, 短期對整體營收為漸進式貢獻
- 競爭相關: 1) 管理層明確反駁「zero-sum」假設, 強調 auction 中 bidder 增加會擴大總餅, 低價 impression 讓渡後仍可收取~5% take-rate, 整體經濟性未受損; 2) Meta 目前僅在有 ID 流量加大出價, 未涉 no-ID 流量; 管理層認為即便進一步擴張, 也難撼動 AXON2 在 gaming vertical 的數據與模型優勢; 3) Unity/Vector、Liftoff Cortex、Moloco、Google bidding 近年均有成長, 但 AXON2 推出後 APP 已取

得領先地位，模型屬 reinforcement learning 閉環系統，數據規模形成護城河；4) 關於 CloudX 類 startup，管理層強調 MAX 黏著度不僅來自 mediation 功能，而是「UA+monetization 360 solution」，對多數 publisher 而言 APP 佔其>50% UA spend，轉換成本高

- 其他關注焦點: 1) Rule of 40 達 150；2) 2025 全年回購 6.4m 股，金額 US\$2.58bn；3) 模型層面：gaming 數據滲透率高、已優化>3 年；電商目前 pixel 僅數千站點，相對社交平台千萬級滲透仍具長期數據複利空間；4) 廣告形態差異化：全螢幕 30—60 秒強制沉浸式格式，被定位為全球最高 attention-based ad unit 之一

圖 2: AppLovin 4Q25 財報結果及 1Q26 公司財測暨市場共識比較

APP US Equity In Millions of USD	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,658	1,607	3	18	21	1,585	5	1,760	1,698	4	6	19
Gross profits	1,474	1,411	4	20	40				1,486			
Total expenses	383	391	(2)	17	(50)				399			
Operating income	1,275	1,215	5	18	110				1,300			
EBITDA	1,399	1,330	5	21	65	1,305	7.2	1,480	1,399	6	6	47
Pretax Income	1,253	1,166	7	23	143				1,252			
Net income	1,102	1,007	9	32	84				1,065			
EPS (US\$)	3.24	2.93	10	32	87				3.11			
Gross margin (%)	88.9	87.8	1.1 ppts	1.4 ppts	12.3 ppts				87.5			
OP margin (%)	76.9	75.6	1.3 ppts	0.1 ppts	32.6 ppts				76.5			
EBITDA margin (%)	84.4	82.8	1.6 ppts	2.0 ppts	22.6 ppts	82.5	1.9 ppts	84.1	82.4	1.7 ppts	(0.3)ppts	16.4 ppts
Net margin (%)	66.5	62.7	3.8 ppts	7.0 ppts	22.8 ppts				62.7			

資料來源：Bloomberg；凱基

### Unity 財報會議摘要

- Unity(U US)公布 4Q25 財報，係因儘管本季營收/EPS 皆優於市場預期 2/15%，但其核心 Grow 業務僅大致符合預期，1Q26 營收財測亦低於市場共識 2%所致。投資人對財測僅約 2%的落差在當前軟體板塊對成長可持續性高度敏感的環境下反應放大，並重新評估 Vector 高成長動能能否持續；管理層表示 Grow 動能仍由 Vector 連續三季 mid-teens QoQ 成長與 1 月 YoY 70%所支撐，IronSource 佔比將快速降至低個位數並逐步淡出結構影響，整體成長動能與獲利結構仍在改善軌道上
- 核心業務相關：
  - Grow 廣告業務: 1) Vector 佔 gross revenue 比重升至 56%(兩季前為 49%)，管理層預期 run-rate 將超過 US\$1bn；2) IronSource ad network QoQ -US\$7mn，佔比降至 11%，1Q26 將低於 6%，結構轉向高毛利 AI 平台收入；3) Vector 成長主要來自新增廣告主需求與 conversion 提升，而非客戶自 IronSource 轉移；4) 2Q26 起將導入 runtime behavioral data；5) 推出 Day-28 ROAS 功能，拉長優化週期，提升長期價值預測能力
  - Create 創造業務: 1) 2025 年中國市場成長近 50%，受益 OpenHarmony、WeChat mini-game 相容性；2) Unity 6 採用率創歷史新高，為最快 adoption 版本，90% active creators 免費使用；3) Developer Data Framework opt-in >90%，為 2026 runtime data 商業化奠基；4) 2026 年兩大轉型主軸：Web-based collaboration 與 AI-driven authoring；5) 將推出 Unity AI beta，可用自然語言生成完整 casual game prototype，並直接銜接 engine

與 monetization ; 6) Commerce 產品 2Q GA , 參與交易經濟但 take-rate modest , 高毛利、策略意義高於短期營收

- 競爭相關: 1) 管理層認為 world models 屬 asset 生成工具, 與 engine 為互補而非替代; 2) 強調 engine 提供 deterministic systems(physics、networking、live ops), 為 video-based generation 無法取代; 3) CloudX mediation 採合作策略, Unity 作為 demand partner, 管理層強調 mediation 非核心戰略; 4) 廣告策略核心為 first-party runtime signal + engine 整合, 而非依賴第三方 mediation
- 其他關注焦點: 1) 目前每月超過 3.5bn 玩家接觸 Unity 遊戲, runtime + commerce + ads 將強化用戶行為閉環; 2) 管理層強調 AI 將帶動 tens of millions 新創作者進入市場, Create + Grow 雙輪驅動 2026-2027 成長

圖 3: Unity 4Q25 財報結果及 1Q26 公司財測暨市場共識比較

U US Equity	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	503	493	2	7	10	485	4	485	494	(2)	(4)	11
Create Solutions	165	156	6	8	8				156			
Grow Solutions	338	338	0	6	11				336			
Key metrics												
Total Billings	499	480	4	4	10				477			
Gross profits	415	409	2	7	9				412			
Total expenses	389	386	1	5	6				390			
Operating income	114	107	7	16	25				105			
EBITDA	125	117	6	14	18	113	11.0	108	113	(5)	(14)	28
Pretax Income	(97)	(93)	-	-	-				118			
Net income	130	100	30	19	40				96			
EPS (US\$)	0.24	0.21	15	20	5				0.21			
Gross margin (%)	82.5	82.9	(0.4)ppts	(0.0)ppts	(0.9)ppts				83.3			
OP margin (%)	22.8	21.7	1.1 ppts	1.7 ppts	2.8 ppts				21.2			
EBITDA margin (%)	24.8	23.8	1.0 ppts	1.6 ppts	1.6 ppts	23.2	1.6 ppts	22.2	22.8	(0.6)ppts	(2.7)ppts	2.9 ppts
Net margin (%)	25.8	20.2	5.5 ppts	2.7 ppts	5.6 ppts				19.5			

資料來源: Bloomberg、凱基

### Roku 財報會議摘要

- Roku(ROKU US)公布 4Q25 財報, 係因本季營收/EPS 優於市場預期 3/92%, 其中平台業務營收優於預期 3%, 1Q26 營收財測亦優於市場共識 3%; 管理層指出第三方 DSP(Amazon DSP)整合進入初步放量階段、成效型 CTV 預算回流帶動填充率與變現效率改善, 本季結果亦符合我們於前瞻報告所述
- Platform 平台業務相關: 1) 1Q26 平台營收財測 >21%, 全年指引 18%, 2H26 偏保守主要反映 Political 可視度仍低; 2) 4Q 為 premium subscription 淨增歷史最佳季度, 預期 2026 年新增 Tier 1 夥伴並推動 bundle, 並規劃將 Howdy 拓展至 Roku 以外平台; 3) 國際市場方面, 加拿大 ARPU 穩健、墨西哥具接近美國等級之規模, 已開始強化廣告與訂閱 monetization, 長期占平台營收比重可望提升
- Device 業務相關: 1) 面對 Walmart house brand 轉向 VIZIO OS, 公司強調透過分散零售通路與 OEM 合作維持滲透率; 2) 擴大與 TCL、Hisense 等長期 OEM 夥伴授權合作, 同時推進自有品牌電視; 3) 自有電視產線轉移至墨西哥以降低成本, 預期銷售量於 2026 年下半年改善; 4) Roku OS 為 TV purpose-built OS, 具低記憶體需求與較低 BOM

成本，在記憶體價格上升環境下具成本優勢；5) 公司預期 2026 年 streaming households 將突破 1 億戶，持續擴大全球裝機規模

- AI 與策略合作相關: 1) 管理層認為 AI 為明確正向尾風，將降低長影音內容成本，提升 engagement，而 Roku 商業模式本質為 monetizing engagement；2) Viewer 端導入 AI 強化推薦、內容摘要與語音搜尋；3) 廣告端透過 AI 強化 performance 能力，支撐 SMB 市場開放(Ads Manager)，拓展原本 TV 無法觸及之廣告主族群；4) 深化與第三方 DSP 整合(含 Amazon DSP)，強調 open & interoperable 策略；5) OneView 由自營 DSP 策略轉向全面整合外部 DSP，屬策略轉型而非技術退場
- 其他關注焦點: 1) 全年 EBITDA 指引 US\$635mn(YoY +50%)，預期 FCF 將持續高於 EBITDA，並目標 2028 年達 US\$1bn FCF；2) 2025 年 OPEX 僅成長 3%，2026 年維持 mid-single digit 成長，同時持續投資工程與 AI 能力；3) Ads Manager 對 SMB 市場採獨立 sales funnel，強調 ROAS 驅動的自動化優化；2) 新版 Home Screen 正在測試，預期提升 engagement 與 ad impression/CTR，為 2026 年重要 monetization 槓桿

圖 4: Roku 4Q25 財報結果及 1Q26 公司財測暨市場共識比較

ROKU US Equity In Millions of USD	4Q25							1Q26F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,395	1,354	3	15	16	1,350	3	1,200	1,164	3	(14)	18
Platform	1,224	1,192	3	15	18				1,020			
Device	171	162	6	17	3				144			
Key metrics												
Streaming Hours	37,900	38,973	(3)	4	11				40,929			
Platform Gross Margin	53	52	1	3	(2)	52	2		52			
Device Gross Margin	(23)	(26)	-	48	(19)				(12)			
Gross profits	607	578	5	16	18	575	5.5	530	509	4	(13)	19
Total expenses	1,329	1,323	0	11	7				1,175			
Operating income	66	31	116	597	-				(11)			
EBITDA	169	146	16	45	119	145	16.8	130	96	35	(23)	132
Pretax Income	92	45	103	141	-				9			
Net income	80	43	88	224	-			50	4	1300	(38)	(282)
EPS (US\$)	0.53	0.28	92	231	-				0.04			
Gross margin (%)	43.5	42.7	0.8 ppts	0.1 ppts	0.8 ppts	42.6	0.9 ppts	44.2	43.7	0.4 ppts	0.7 ppts	0.6 ppts
OP margin (%)	4.7	2.3	2.5 ppts	3.9 ppts	8.0 ppts				(1.0)			
EBITDA margin (%)	12.1	10.8	1.4 ppts	2.5 ppts	5.7 ppts	10.7	1.4 ppts	10.8	8.3	2.6 ppts	(1.3)ppts	5.3 ppts
Net margin (%)	5.8	3.2	2.6 ppts	3.7 ppts	8.7 ppts				0.3			

資料來源: Bloomberg; 凱基

**圖 5: Roku 2026 財測調整暨市場共識比較**

ROKU US Equity In Millions of USD	2026F			
	Guidance (Revision)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
Revenue	5,500	5,338	3	16
Platform		4,512		
Device		603		
Key metrics				
Streaming Hours		166,499		
Platform Gross Margin	52	52	(0.1)ppts	(36.0)ppts
Device Gross Margin		(14)		
Gross profits	2,435	2,359	3	17
Total expenses		5,196		
Operating income		141		
EBITDA	635	582	9	51
Pretax Income		210		
Net income	325	212	53	268
EPS (US\$)		1.30		
Gross margin (%)	44.3	44.2	0.1 ppts	0.5 ppts
OP margin (%)		2.6		
EBITDA margin (%)	11.5	10.9	0.6 ppts	2.7 ppts
Net margin (%)		4.0		

資料來源：Bloomberg；凱基

### Spotify 財報會議摘要

- Spotify (SPOT US) 公布 4Q25 財報，係由其營收/調整後 EPS 大致符合預期/優於預期 65%，以及 MAU 優於預期 3% 所帶動；管理層指出定價策略與平台營運效率逐步反映，2026 年成長動能與利潤結構可望同步改善
- 廣告業務：1) 4Q25 廣告營收 YoY -4%(ccYoY 4%)，主因延續 Podcast Owned & Licensed 庫存優化，但音樂廣告 impressions 成長抵銷部分價格疲弱，整體趨勢較 3Q 穩定；2) 管理層指出排除 Podcast 優化影響後，like-for-like 廣告成長約 7%；3) 自動化銷售與競價管道仍為最大成長來源，廣告主數量創新高；4) Ad-Supported GM 19.5%，YoY 4.4ppts，受惠 Podcast 與音樂廣告貢獻改善；5) 管理層重申 2H26 廣告成長將明顯改善，核心假設來自自建 ad stack 完成度提高與自助化/競價產品滲透率上升
- 長期成長性：1) 4Q MAU 751mn，YoY 13%/QoQ 38mn，創歷史新高，動能來自全球免費層升級+Wrapped 活動，顯示產品推新對上層漏斗拉動效果顯著；2) Premium 訂閱 290mn，YoY 10%，4Q 淨增 9mn，管理層指出加價後 churn 符合預期，定價權未受明顯侵蝕；3) 多格式內容推升參與度：Video Podcast 觀看時數自 SPP 推出後 +90%+，平台已有 53 萬+ video podcast 節目，加深用戶停留與可變現庫存；4) AI 互動體驗成為長期差異化核心：Interactive DJ 累計 9,000 萬用戶、4bn+小時收聽，Prompted Playlist 強化深度個人化與留存
- 其他關注焦點：1) 新一輪定價已於 150+市場推進，1Q26 指引已納入影響；2) FCF EUR834mn，FY25 EUR2.9bn，公司持續回購(4Q 回購 EUR433mn)；3) 管理層交接完成：Daniel Ek 轉任 Executive Chairman，由 Alex Norström/Gustav Söderström 共同擔任 CEO，策

略連續性高，未改變長期產品與 AI 投資方向；4) Investor Day 將於 2026/5 舉行

圖 6: Spotify 4Q25 財報結果及 1Q26 公司財測暨市場共識比較

SPOT US Equity	4Q25						1Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of EUR												
Revenue	4,531	4,524	0	6	7	4,500		4,500	4,585	(2)	(1)	7
Premium	4,013	3,999	0	5	8				4,150			
Ad-Supported	518	523	(1)	16	(4)				420			
Key metrics												
MAU	766	745	3	7	13	745	3	759	752	1	(1)	12
Premium Subscribers	290	289	0	3	10	289	0	293	293	(0)	1	9
Ad-Supported Users	476	469	2	7	12				472			
Gross profits	1,499	1,488	1	11	10				1,478			
Total expenses	3,830	3,886	(1)	4	2				3,939			
Operating income	701	637	10	20	47	620	13.1	660	646	2	(6)	30
EBITDA	726	679	7	20	43				691			
Pretax Income	1,021	698	46	23	105				673			
Net income	1,174	593	98	30.6	219.9				541			
EPS (US\$)	4.43	2.68	65	35.1	151.7				2.60			
Gross margin (%)	33.1	32.9	0.2 ppts	1.5 ppts	0.8 ppts	33	0.18 ppts	32.8	32.2	0.6 ppts	(0.3)ppts	1.2 ppts
OP margin (%)	15.5	14.1	1.4 ppts	1.8 ppts	4.2 ppts	13.8	1.7 ppts	14.7	14.1	0.6 ppts	(0.8)ppts	2.5 ppts
EBITDA margin (%)	16.0	15.0	1.0 ppts	1.8 ppts	4.1 ppts				15.1			
Net margin (%)	25.9	13.1	12.8 ppts	4.9 ppts	17.3 ppts				11.8			

資料來源：Bloomberg；凱基

### Roblox 財報會議摘要

- Roblox (RBLX US) 公布 4Q25 財報，主因 bookings 年增 63%，優於預期 6%，雖營收/EPS 低於預期 2/11%，但 EBITDA/FCF 皆優於預期 21/92%
- 核心業務相關：1) 4Q25 營收 US\$1.4bn，YoY 43%；Bookings US\$2.2bn，YoY 63%，2025 全年營收/Bookings 分別成長 36/55%，明顯優於年初 19-21% bookings 目標；2) 4Q DAUs YoY 69%，Engagement hours 達 350 億小時；3) 地區動能強勁：美加 +41%，APAC +96%，其中日本 +160%、印尼 +700% 以上，國際仍屬早期滲透階段；4) 18+ 用戶成長 >50%，變現能力較年輕族群高 40%；5) 2026 年 bookings 成長指引 22-26%，未假設類似 Grow a Garden/Steal a Brainrot 等大型爆款；1Q26 仍可達 40-44% YoY 成長
- GenAI 相關：1) 內部已運行超過 400 個 AI 模型，涵蓋 Cube 3D/4D、語音安全、文字過濾、即時翻譯、NPC 訓練與 world model；2) 每日累積約 3 萬年人類互動數據(合規前提下)，作為 AI 訓練基礎，形成專有 3D 世界資料優勢；3) 推出 4D generation，可由用戶 prompt 生成可互動物件；未來目標為 agentic iteration 與自動化測試；4) AI 驅動 Discovery，4Q 推薦系統帶動雙位數 unique experience 曝光提升；5) 強調差異化在於「3D 雲端同步多人平台」而非僅影片 latent space 模型

- 其他關注焦點: 1) 年齡驗證全球 rollout 已完成，截至 1/31 全球 45% DAUs 完成驗證，澳紐市場滲透約 60%；2) 年齡估算將結合行為、社交圖譜與經濟活動進行持續優化，並用於更精準的 matchmaking(依年齡與技能分群)；3) 創作者生態持續強化：2025 年 DevEx US\$1.5bn+，Top 1,000 創作者平均收入 US\$1.3m，YoY 50%；4) 廣告 2026 年將維持健康成長，但仍非主要收入來源；公司採審慎擴張策略；5) 中國市場持續與騰訊合作，若重啟將採 air-gapped 架構部署

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。