

軟體產業：數位廣告 & 娛樂

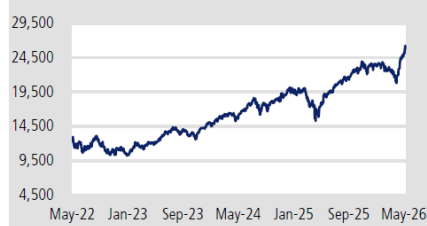
AI 與程序化加速廣告市場重分配，成效型平台持續擴大優勢

焦點內容

1. 數位廣告：AI 持續驅動廣告自動化與程序化滲透加速。
2. CTV 廣告：ROKU 多重順風因素驅動全年財測上調。
3. 社群廣告：RDDT 廣告動能延續性 DAU 成長耐久性引發疑慮。
4. 手遊廣告：AI agents 賦能廣告與遊戲開發自動化

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



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)以及 CTV 相關 Roku(ROKU US)公佈 1Q26 財報。

評論及分析

數位廣告：AI 持續驅動廣告自動化與程序化滲透加速。我們觀察 AI 驅動之廣告自動化與低漏斗成效導向需求持續推動預算集中，平台間差異逐漸由流量規模轉向模型能力、第一方數據與轉換效率。財報通讀焦點包含：(a)AI 工具與程序化驅動預算成長，RDDT Max beta CPA -17%/conversions +25%，約 50% Max 廣告主已採用 AI 創意工具；U Vector D28 ROAS 較 D7 benchmark +37%，並已占 Grow 營收 80%；ROKU 程序化廣告支出年增 40%，多數影音廣告庫存已透過 DSP 完成投放；(b)新垂直領域與供給擴張，APP Consumer vertical 3 月廣告主支出較 1 月+25%，管理層指出 6 月自助平台 GA 後首年潛在規模可達 US\$7bn，惟短期挑戰在於廣告主需求密度仍不足；RDDT 則與 SHOP 整合切入 2mn mid-market 與 SMB 廣告主市場，目前仍處導入初期；(c)本季獲利皆表現優異，ROKU/RDDT/APP/U EBITDA margin 為 12/40/85/27%，皆優於共識 3.9/3.8/0.5/2.4ppts。

CTV 廣告：ROKU 多重順風因素驅動全年財測上調。ROKU 本季 Platform 營收優於共識 6%，受奧運及超級盃帶動；Non-M&E 品牌廣告占比首度突破 30%顯示廣告主結構持續優化。FY26 Platform 營收/EBITDA margin 財測上調 2%/0.6ppts 至 US\$5bn/12.2%，受惠於：(1)新版 Home Screen 將全面推送；(2)Google DV360 擴展至 Campaign Manager 360，DSP 整合持續深化；(3)國際市場持續放量，墨西哥規模已接近美國。惟 Device 業務受播放器 ASP 下降與記憶體成本上升拖累，管理層對 2H26 能見度維持審慎。

社群廣告：RDDT 廣告動能延續性 DAU 成長耐久性引發疑慮。RDDT 1Q26 廣告營收優於共識 9%，低漏斗轉換型收入維持三位數成長，成效型收入占比已逾 60%；惟美國 DAU 僅年增 7%(相較上季減速 2ppts)、美國 logged-in DAU 23mn 亦已連四季持平，市場焦點已從短期營收轉向高價值用戶成長耐久性。管理層持續強化 Feed、Search 與 LLM-driven onboarding，Search WAUq 年增 30%，並指出 AI 導流後回到 Reddit 驗證真實人類觀點的行為正在增加，有助推升長期用戶留存與 ARPU 擴張。

手遊廣告：AI agents 賦能廣告與遊戲開發自動化。APP 1Q26 營收優於預期 4%，主因 Gaming 動能延續強勁，管理層指出 AI 降低開發與測試成本後，新遊戲供給與 Hybrid monetization 需求同步提升；同時 AXON 未來將原生支援 AI agents 自動完成 campaign 建立與投放。U 1Q26 Grow/Create 營收優於共識 2/3%，runtime data 預計於 2Q26 正式導入 production models，並帶動長期轉換率預測能力提升；Unity AI 則從 AI 工具延伸至可直接操作 scene、assets 與 workflow 之 integrated AI agent。

投資建議

現階段我們仍偏好具備第一方數據、高 ROAS、AI workflow 能力及程序化滲透受惠的業者，包含：ROKU(受惠全年多重催化劑)、APP(遊戲業務穩健+待電商業務發酵)及 RDDT(搜尋與 AI 推薦變現潛力逐步釋放惟用戶成長動能待觀察)。

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。

Roku 財報會議摘要

- Roku (ROKU US) 公布 4Q25 財報，本季營收/EBITDA margin 優於預期 4%/3.9ppts，其中 Platform 營收亦優於預期 6%；財測方面，2Q26 營收/EBITDA margin 財測皆優於預期 1%/2.6ppts。管理層表示 1Q26 動能主要受 Olympics 與 Super Bowl 帶動廣告與訂閱成長、Platform 營收 YoY 28% 優於展望，並上調全年 Platform 營收 2ppts 至近 21%，同時強調第三方 DSP 整合與 AI 驅動之 Ads Manager 持續強化變現能力(符合我們於財報前瞻所述)，惟對 2H26 維持審慎態度主因政治廣告與整體 macro 能見度仍有限
- Platform 平台及廣告業務相關: 1)1Q26 Platform 營收 US\$1,131mn, YoY 28%，優於預期 4%，主要受奧運與超級盃帶動訂閱及 M&E 廣告支出；其中廣告營收 US\$613mn, YoY 27%、訂閱營收 US\$519mn, YoY 30%；2)全年 Platform 財測由原先 US\$4,890mn 上調至 US\$5bn(上調約 2%)，惟對 2H 維持保守態度；3)Premium Subscriptions 動能強勁：3 月新增 Apple TV+，本週宣布 Peacock 加入，墨西哥已啟動(Apple、Paramount+ 均已上線)。管理層強調 Tier 1/2/3 持續增加是訂閱成長率可持續的核心支撐；4)Frndly 併購於 2Q 開始 lap，剔除後 1Q 訂閱成長實質為 YoY 23%；5)Non-M&E 廣告主占 Roku Experience 廣告營收比重接近 30%，創歷史新高
- Device 業務相關: 1)1Q26 Device 營收 US\$118mn, YoY -16%；管理層澄清係串流播放器 ASP 持續下降疊加記憶體成本上升所致，整體出貨量符合全年預期軌道；2)管理層明確否認遭 Walmart 下架，VIZIO OS 替換影響已反映在策略中而非額外衝擊。Target(Hiro 品牌獨家)、Best Buy、Amazon、地區型零售商均呈成長，2H 預期再增加更多零售夥伴；3)100 million streaming households 里程碑已達成，自有電視產線遷墨西哥以降低成本
- AI 與產品策略及成長動能相關：1)新版 Home Screen 即將全面推出，目前已在相當數量家庭測試，預期短期內對所有 Roku 用戶強制更新(非 opt-in)，初步測試數據正向；2)Howdy 已登陸 Amazon Prime 及墨西哥，管理層表示發展「極為良好」；3)AI 演算法已遷移至現代生成式 AI，強化個人化推薦、提升 engagement 與廣告表現及訂閱轉換；Ads Manager 100% 建構在生成式 AI 上(含 AI 自動生成影片)；4)DSP open & interoperable 策略持續深化：DV360 擴展至 Campaign Manager 360，Roku 為首個參與 publisher match 的串流平台
- 廣告市場變化與 macro 影響：1)1Q26 受奧運+超級盃帶動屬一次性因素；2)DSP 整合對廣告毛利率中性，唯 Amazon 合作係在 OS 平台層級整合，屬正向毛利率貢獻；其餘 DSP(TTD、Yahoo、FreeWheel 等)為 identifier 層級整合，影響 impression volume 而非 margin；3)SMB/performance 廣告市場持續透過 Ads Manager 開放
- 其他關注焦點: 1) 全年 EBITDA 財測由 US\$635mn 上調至 US\$675(上調 6%)，管理層重申 FCF 全年將持續超過 EBITDA，2028 年\$1bn FCF 目標不變；2)訂閱業務分層架構(Tier 1/2/3)逐漸清晰：Tier 1 為 Apple、Peacock、Paramount+ 等大型內容夥伴；長尾(Tier 2/3)亦呈健康成長態

勢；3)墨西哥已具備接近美國規模；加拿大 ARPU 穩健；管理層預期國際市場長期占平台營收比重持續提升，但未給出具體時程

圖 1: Roku 1Q26 財報結果及 2Q26 財測暨市場共識比較

ROKU US Equity	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	1,249	1,205	4	(10)	22	1,200	4	1,295	1,286	1	4	17
Platform	1,131	1,069	6	(8)	28				1,136			
Device	118	137	(14)	(31)	(16)				150			
Key metrics												
Streaming Hours	38,700	40,929	(5)	2	8				40,343			
Gross profits	565	509	11	(7)	27	530	6.6	580	568	2	3	17
Total expenses	1,197	1,173	2	(10)	11				1,266			
Operating income	52	32	63	(22)	-				20			
EBITDA	148	96	54	(12)	165	130	14.2	170	135	26	15	117
Pretax Income	89	53	68	(3)	-				40			
Net income	86	50	72	6	-	50	71.4	90	58	56	5	757
EPS (US\$)	0.57	0.33	73	8	-				0.37			
Gross margin (%)	45.2	42.3	3.0 ppts	1.7 ppts	1.6 ppts	44.2	1.1 ppts	44.8	44.2	0.6 ppts	(0.4)ppts	(0.0)ppts
Platform Gross Margin	52	52	(0.2)ppts	(1.2)ppts	6.6 ppts				51			
Device Gross Margin	(2)	(12)	10.1 ppts	21.3 ppts	0.0 ppts				(7)			
OP margin (%)	4.1	2.6	1.5 ppts	(0.6)ppts	9.8 ppts				1.6			
EBITDA margin (%)	11.9	8.0	3.9 ppts	(0.3)ppts	6.4 ppts	10.8	1.0 ppts	13.1	10.5	2.7 ppts	1.2 ppts	6.1 ppts
Net margin (%)	6.9	4.1	2.7 ppts	1.1 ppts	9.5 ppts				4.5			

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2: Roku 2026 財測調整暨市場共識比較

ROKU US Equity	2026F					
	Guidance (Revision)	Guidance (Previous)	Chg. (%)	Consensus	Diff. (%)	YoY (%)
In Millions of USD						
Revenue	5,535	5,500	1	5,510	0	17
Platform	5,000	4,890	2	4,906	2	21
Device				603		
Key metrics						
Streaming Hours				166,499		
Gross profits	2,450	2,435	1	2,442	0	18
Total expenses				5,369		
Operating income				141		
EBITDA	675	635	6	642	5	61
Pretax Income				210		
Net income	360	325	11	323	11	307
EPS (US\$)				2.10		
Gross margin (%)	44.3	44.3	(0.0)ppts	44.3	(0.1)ppts	0.5 ppts
Platform Gross Margin	52	52	0	52	(0.1)ppts	(36.0)ppts
Device Gross Margin				(14)		
OP margin (%)				2.6		
EBITDA margin (%)	12.2	11.5	0.6 ppts	11.6	0.6 ppts	3.3 ppts
Net margin (%)				5.9		

資料來源：Bloomberg；凱基

Reddit 財報會議摘要

- Reddit (RDDT US) 公布 1Q26 財報，本季營收/EBITDA margin 優於預期 9%/3.8ppts，其中廣告業務營收優於預期 9%；2Q26 營收/EBITDA margin 財測亦優於預期 1%/1.1ppts。管理層指出廣告動能由 performance 與 AI 自動化工具驅動、帶動轉換效率與 ARPU 成長並持續透過產品與 ML 優化推進 DAU 擴張，惟資料授權業務仍無正向驚喜
- 廣告業務相關：1)廣告營收 US\$625mn(YoY 74%，優於預期 9%)，整體營收 US\$663mn(YoY 69%，優於預期 9%)，連續第七季維持 60%+ 成長；2) 低漏斗 conversion-driven revenue 維持三位數成長(YoY 100%+)，performance-oriented revenue 已佔總廣告營收逾 60%，且跨垂直均衡分布，管理層定性為「durability and resilience」；3) Reddit Max 正式 beta 上線，平均 CPA -17%、conversion +25%，約 50% Max 廣告主採用 AI-powered creative features；4) Active advertisers YoY 75%(vs.上季 75%持平)，DPA(仍處早期) ROAS YoY

90%+，第三方研究機構 Fospha 驗證 Reddit 可降低 cost per purchase 34%、協助廣告主擴大投放規模 2.5x YoY；5) 宣布與 Shopify 整合，定位為切入 mid-market 與 SMB 的入口，目前仍在 ramping 初期；6) Upper funnel 推出 brand auto-bidding 全面開放，測試顯示定價效率平均改善 16%；7) Reddit Pro 持續擴大發布商覆蓋，Fortune Media、SF Chronicle、Arsenal FC 等均已採用，定位為免費流量入口轉化工具

- 資料授權及其他業務相關：1) Other revenue(含 content licensing) 1Q 為 US\$39mn(YoY 15%)，較上季 US\$36mn 環比小幅成長；2) 管理層未揭露新授權合約進展，對 Google/OpenAI 合約的具體條款與未來談判方向均無新資訊；3) 管理層明確表示 AI 授權關係已超越純商業合約，涵蓋 machine translation、LLM-powered onboarding、安全機制等技術協作，強調「beyond just dollars」的多維度價值
- GenAI 相關：1) Reddit Answers 已深化整合進核心搜尋產品，新增 agentic 行為(如比較兩個選項)及商品搜尋 catalog 連結功能，定位從資訊查詢升級至決策工具；2) Search WAUq YoY 30%，管理層定性搜尋為 DAU 與 retention 的獨立正向驅動力，非替代既有流量；3) LLM-powered post guidance 已成為提升 post success rate 的主要工具之一，AI 在社群內容生態的應用場景從使用端延伸至貢獻端；4) 管理層強調 Reddit 是目前 AI 模型引用最頻繁的人類對話來源，且消費者使用 AI 獲得答案後主動回到 Reddit 驗證的行為正在增加，形成 AI 導流的正循環；5) GenAI 策略核心仍是提升 Reddit 原生內容的影響力與引用率，而非自行開發生成式產品
- 長期成長策略與廣告產業競爭：1) 管理層明確設定美國 DAU 目標從目前約 50mn 倍增至 100mn，全球 DAU 長期目標為 1bn；現有 200mn 美國 WAU 為轉化 DAU 的最大資產，核心挑戰是頻率(frequency)而非覆蓋(reach)；2) Feed 被定性為長期最大成長驅動力，Reddit 正大規模引進曾在 billion-user 平台工作的 ML 人才；3) 新用戶 retention 為管理層追蹤首要指標(7 日/30 日/90 日回訪率)，其次為 frequency (每週造訪天數)，sessions per day 被描述為較新的觀察維度；4) Reddit Max 的擴張路徑對標 Google PMax 與 Meta Advantage+，定性為多年期滲透旅程，目前已有數千廣告主上線但未揭露具體滲透率；5) 廣告市場方面，管理層觀察到部分廣告主縮短預算能見度至月度滾動，但未見垂直別惡化或合約承諾明顯下修；6) 廣告負載策略明確為「非主要槓桿」，優先路徑為用戶增長與每次曝光價值提升(更高 click/conversion/install per impression)而非提高廣告密度
- 其他關注焦點：1) 3Q26 起將停止揭露 logged-in/logged-out DAUq 分項，改為僅揭露 US/international DAUa 及 WAUq；2) Bot verification 與 passkey 登入整合同步推進，兼具提升 logged-in 用戶比例、改善廣告 signal 品質、強化人類身份驗證三重效果；3) Machine translation 已覆蓋 30 語言，為國際 DAU 成長的短期主要驅動力，但管理層強調長期仍需建立本地原生社群；4) 期末現金及投資 \$2.8bn，股票回購授權剩餘 \$995mn(原授權 \$1bn)，1Q 實際回購僅約 35,000 股，資本配置保守

圖 3: Reddit 1Q26 財報結果及 2Q26 財測暨市場共識比較

RDDT US Equity	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	663	609	9	(9)	69	600	11	720	715	1	9	44
Business breakdown												
Advertising	625	572	9	(9)	74				655			
Others	39	36	7	8	15				37			
Regional breakdown												
US	526	480	9	(10)	67				550			
Rest of the World	138	128	8	(3)	76				145			
Key metrics												
Daily Active Users (DAU)	127	126	0	4	17				128			
Average Revenue Per User (ARPU)	5.23	4.87	7	(13)	44				5.36			
Gross profits	607	556	9	(9)	71				627			
Total expenses	402	385	4	(19)	3				560			
Operating income	262	225	16	13	6608				155			
EBITDA	266	221	20	(19)	131	215	23.7	290	280	4	9	74
Pretax income	206	123	68	(19)	742				183			
Net income	272	225	21	8	941				269			
EPS (US\$)	1.34	1.12	20	(21)	103				1.10			
Gross margin (%)	91.5	91.3	0.3 ppts	(0.4)ppts	1.0 ppts				87.7			
OP margin (%)	39.5	36.9	2.6 ppts	7.5 ppts	38.5 ppts				21.6			
EBITDA margin (%)	40.1	36.3	3.8 ppts	(5.0)ppts	10.7 ppts	35.8	4.3 ppts	40.3	39.1	1.1 ppts	0.2 ppts	6.9 ppts
Net margin (%)	41.0	37.0	4.1 ppts	6.4 ppts	34.4 ppts				37.6			

資料來源: Bloomberg, 凱基

AppLovin 財報會議摘要

- AppLovin (APP US) 公布 1Q26 財報，本季營收/EBITDA margin 優於市場預期 4%/0.5ppts，2Q26 營收/EBITDA margin 財測亦優於市場共識 2%/0.6ppts，惟財報前市場已提前反映 beat 預期與 Consumer vertical 長期變現潛力，自助平台 GA 時程也符合預期並無額外正向驚喜；管理層表示 Gaming 與 Consumer vertical 需求皆持續強勁，近期模型升級已明顯推升 ROAS 與廣告主支出，6 月 AXON self-serve 平台正式開放後將進一步加速 SMB 與全球廣告主導入
- 廣告業務相關：
 - 遊戲：1) 管理層表示 Gaming 仍為核心成長引擎，AXON 2 推出後已連續 12 季高速成長，1Q26 整體 Gaming 需求與預算動能未見放緩，並重申 Gaming 長期成長仍可維持 20-30% 以上；2) AI 降低遊戲開發與測試成本，推動既有大型開發商加速推出新作；管理層指出「Hybrid monetization」(IAP+廣告) 為目前平台上成長最快類別之一；3) 管理層認為大量 IAP-only 遊戲未來將逐步導入廣告變現，主因 Consumer advertisers 導入後已降低「競品廣告」疑慮，長期有望釋放額外廣告 inventory；4) 管理層估算目前全球 IAP 市場規模約 US\$100bn，若僅半數大型 IAP 遊戲導入廣告，潛在 publisher monetization opportunity 即可達 US\$7.5bn 以上；5) 管理層表示目前 Gaming vertical 仍貢獻大部分 59% YoY 營收成長，且 Consumer vertical 快速成長後，尚未觀察到對 Gaming advertiser 形成預算排擠
 - 電商：1) 本季將「e-commerce」正式更名為「consumer vertical」，定位擴大至 D2C 以外，涵蓋 lead gen (auto insurance、health insurance、fintech、food delivery)；2) March advertiser spend 較 January 成長約 25%，April advertiser spend 更高於任何 Q4 單月水準；3) 自助平台 GA 時程確認 6 月，interactive page generator 已全面上線，video AI creative tool 即將全面推出，定位解決非 gaming 廣告主缺乏適配素材的 onboarding breakage 問題；4) 新客

戶前 30 天留存後幾乎零流失，管理層指出目前新客戶平均 front-year advertising spend 已超過 US\$70k，若未來新增 10 萬名客戶，首年廣告支出規模可達約 US\$7bn

- AI 及產業競爭相關：1) 管理層表示 AXON 核心優勢仍來自「模型能力+數據規模+budget density」形成之閉環飛輪，而非單純 GPU 規模；即使 GOOGL 與 META 擁有更大算力，APP 仍認為自身在 Gaming performance advertising 具領先優勢；2) 目前 conversion rate 仍偏低，隨 advertiser density 提升、同類廣告頻率下降與模型持續優化，長期轉換率仍有顯著提升空間；3) AI creative stack 採多模型策略，可同時使用 OpenAI、開源與中國模型等不同 video/image model；管理層表示 Sora 停止服務未對產品 roadmap 造成影響
- AI 及產品策略：1) 未來 AXON 將原生支援 AI agents 操作，廣告主可透過 LLM/agent 自動完成 campaign 建立、creative 生成、預算管理與 scale 投放；2) 將持續擴充生成式 AI creative 能力，除 video 與 interactive pages 外，後續亦將導入 playable ads generator 與更多新型廣告格式；3) 持續推進 Connected TV strategy，長期目標為讓 SMB 可直接購買 CTV inventory 並驗證 incremental revenue uplift，將傳統品牌廣告轉向 performance advertising
- 其他關注焦點：1) 1Q26 free cash flow 達 US\$1.29bn，全年 FCF conversion 仍維持約 EBITDA 之 75%；2) 1Q26 回購 223 萬股、金額 US\$1bn；截至季底剩餘 buyback authorization 約 US\$2.3bn；3) 2Q26 財測 營收 US\$1.930bn(優於預期 2%)、Adj. EBITDA US\$1.630bn(優於預期 3%)，隱含 YoY 成長 53%，Adj. EBITDA margin 約 85%(優於預期 0.6ppts)；4) 公司表示將適度增加品牌曝光與 marketing 支出，包括 podcast、社群廣告與 sponsorship，但仍維持嚴格 ROI 導向

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

APP US Equity In Millions of USD	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	1,842	1,774	4	11	59	1,760	5	1,930	1,887	2	5	53
Gross profits	1,639	1,569	4	11	35				1,668			
Total expenses	403	404	(0)	5	(19)				412			
Operating income	1,440	1,371	5	13	117				1,475			
EBITDA	1,557	1,491	4	11	66	1,480	5.2	1,630	1,583	3	5	60
Pretax Income	1,431	1,342	7	14	131				1,435			
Net income	1,206	1,169	3	9	109				1,239			
EPS (US\$)	3.56	3.37	6	10	113				3.62			
Gross margin (%)	88.9	88.4	0.5 ppts	0.0 ppts	(15.7)ppts				88.4			
OP margin (%)	78.2	77.2	0.9 ppts	1.2 ppts	20.9 ppts				78.2			
EBITDA margin (%)	84.5	84.0	0.5 ppts	0.1 ppts	3.6 ppts	84.0	0.5 ppts	84.5	83.9	0.6 ppts	(0.0)ppts	3.6 ppts
Net margin (%)	65.4	65.9	(0.5)ppts	(1.0)ppts	15.7 ppts				65.7			

資料來源：Bloomberg；凱基

Unity 財報會議摘要

- Unity 公布 1Q26 財報，本季整體營收/Grow 營收/EBITDA margin 優於預期 1%/3%/2.4ppts，惟 2Q26 營收財測僅大致符合預期，且 runtime behavioral data 仍處於 offline testing 與初期 production rollout 階段、管理層亦重申其效益將以長期逐步改善而非短期爆發形式反映，使市場對 Vector 後續加速幅度與 AI 變現時程維持觀望
- Grow 業務：1)Vector 驅動 Strategic Grow revenue 年增 49%，管理層指出 Vector 收入年增 80%，已連續四季達成 15% QoQ 成長，且 2Q26 Strategic Grow guidance 年增 50-52%；2)Runtime behavioral data 預計於 2Q26 正式導入 live production models，sequential behavioral signal 可提升長期轉換率預測能力，DDF opt-in rate 維持 90% 以上；3)D28 ROAS 產品持續推進，管理層表示相較 D7 benchmark 可提升 37% ROAS，部分 campaign 帶來 80% incremental lift；4)Unity Ad Network 目前已占 Strategic Grow revenue 約 80%，成長動能來自 model improvement、signal quality 與 product enhancement 三大飛輪；5)ironSource ad network 已於 4/30 正式 sunset，2Q26 僅剩一個月收入貢獻；Supersonic divestiture 完成後，預期可額外帶來 200bps operating profit improvement
- Create 業務：1)Strategic Create revenue 年增 15%，已連續四季維持 mid-teens growth，主要受惠訂閱價格調升、中國市場成長與非遊戲產業需求擴張；2)Unity 6 推出後 user-reported issues 下降 22%，目前仍維持約 70%mobile game creation 市佔；3)新增 UnityAI consumption pricing model，未來 pricing 將由 usage 與 agent connections 驅動，而非單純 seat-based licensing；4)Unity Commerce Platform 預計 2Q26 正式推出，已與 Voodoo、iPlay 等合作，提供跨 mobile/web/PC 的 payments 與 catalog management；5)非遊戲業務持續成長，管理層特別提及 automotive HMI 與多平台 interactive content 需求提升
- 數位廣告產業競爭相關：1)管理層強調 Vector 核心競爭力來自 first-party runtime signal 與 sequential behavioral data，屬 click/conversion data 以外的新型訊號來源；2)Unity 認為 generative world models 與 game engines 為互補關係，AI 負責生成與變化，engine 則負責 determinism、persistence 與 live operations；3)管理層表示 generic coding agents 缺乏 Unity-specific context，UnityAI 可直接存取 scene、assets、packages 與 platform workflows，形成差異化優勢
- AI 產品策略及動能：1)90% game developers 已在 workflow 中導入 AI 工具，帶動 iOS/Android 新 app 發布量年增 60%；2)1Q newly published Unity games QoQ 成長 12%，新 Unity signups QoQ 成長 20%，為 2020 年以來最快增速；3)UnityAI beta 已正式公開，定位為專為 Unity workflows 設計的 integrated AI agent，可直接寫入 project code、scene hierarchy 與 asset pipeline；4)UnityAI 用戶五日 retention rate 達 70%，初期 adoption 表現優於預期；5)Vector 已從單純廣告 AI 平台，擴展為橫跨 Create 與 Grow 的 personalization AI

infrastructure : 6)管理層認為 AI generation 將逐步 commodity 化，而真正瓶頸將轉向「direction + commercialization + deployment」，Unity 將聚焦工具與系統層能力

- 其他關注焦點：1)公司預期 4Q26 達成 GAAP profitability，主因 adjusted EBITDA margin expansion、stock compensation 下降與 M&A amortization 快速減少；2)1Q26 adjusted EBITDA margin 達 27%(優於預期 2.4ppts)，年增 840bps，創逾兩年最佳表現；3)AI-focused R&D spend 年增 17%，公司表示未來仍將持續增加 AI 投資

圖 5: Unity 1Q26 財報結果及 2Q26 財測暨市場共識比較

U US Equity In Millions of USD	1Q26						2Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	508	501	1	1	17	485	5	510	512	(0)	0	16
Create Solutions	157	154	2	(5)	5				159			
Grow Solutions	352	342	3	4	24				347			
Key metrics												
Total Billings	516	493	5	3	19				520			
Gross profits	419	418	0	1	17				425			
Total expenses	380	383	(1)	(2)	5				392			
Operating income	128	118	9	12	75				120			
EBITDA	138	125	11	11	65	108	28.6	133	129	3	(4)	46
Pretax Income	154	(98)	-	-	-				137			
Net income	110	113	(3)	(15)	(45)				110			
EPS (US\$)	0.23	0.23	(0)	(4)	(53)				0.23			
Gross margin (%)	82.5	83.4	(0.9)ppts	(0.0)ppts	(0.1)ppts				83.0			
OP margin (%)	25.3	23.6	1.7 ppts	2.5 ppts	8.4 ppts				23.5			
EBITDA margin (%)	27.2	24.8	2.4 ppts	2.4 ppts	7.9 ppts	22.2	5.0 ppts	26.0	25.2	0.8 ppts	(1.2)ppts	5.5 ppts
Net margin (%)	21.6	22.6	(1.0)ppts	(4.1)ppts	(24.7)ppts				21.6			

資料來源：Bloomberg；凱基

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 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。