



軟體產業

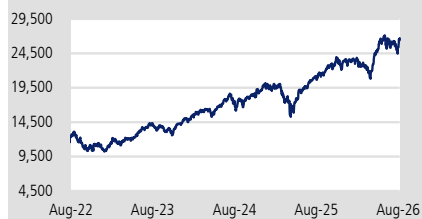
數位廣告 & 娛樂

焦點內容

1. 數位廣告：AI 模型升級驅動成長但投入成本壓抑獲利率。
2. 社群廣告：RDDT 廣告變現強勁然用戶成長與資料授權業務成焦點。
3. 娛樂業者：SPOT 訂閱動能延續惟 AI 音樂變現仍待驗證。
4. 手遊廣告：AI 廣告產品持續推進，成長動能整體穩健。

Nasdaq 指數

Nasdaq 指數, 點



資料來源：Bloomberg

AI 模型迭代驅動廣告效率提升，成效與流量分化加劇

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)以及娛樂業者 Spotify(SPOT US)公佈 2Q26 財報。

評論及分析

數位廣告：AI 模型升級驅動成長但投入成本壓抑獲利率。我們本季觀察 AI 模型迭代持續驅動廣告效率提升，惟推出時點分化，短期投入成本亦對獲利率造成壓抑。財報通讀焦點包含：**(a)AI 模型驅動單位經濟**，U Vector 營收 QoQ 23%、年化營收突破 US\$1bn 較原時程提前兩季；RDDT Max 使用廣告主數 QoQ 60%、營收 QoQ 150%；APP 則因較大幅 Gaming 模型更新延至 3Q26 初上線，導致 2Q/3Q26 營收財測低於預期 1%/符合預期，惟管理層表示新模型已初步改善 install rate、CPI 及 ROAS，業務已重新加速；**(b)新垂直與供給持續擴張**，APP Consumer 廣告主支出較 4Q25 旺季+28%；RDDT 與 SHOP 整合已逾 500 家帳戶，mid-market/SMB 營收年增 100%；**(c)AI 投入成本壓抑短期獲利率**，APP 因新增訓練及推論 compute 投入，3Q26 EBITDA margin 財測低於預期 0.9ppts；SPOT 因 2H26 將增加約 €200mn OpEx 投入 AI 產品與行銷，3Q26 OPM 財測亦低於預期 0.4ppts。

社群廣告：RDDT 廣告變現強勁然用戶成長與資料授權業務成焦點。RDDT 2Q26 廣告營收年增 64%優於預期 10%，同時由 impressions 及 pricing 提升帶動；惟美國 DAU 季減 1%，主因 Google 搜尋生態系轉向 AI Overviews 及 machine-translated 排序調整，市場焦點已由營收動能轉向用戶成長持久性與 Google 續約能見度。管理層強調 App 用戶 engagement 約 4 倍、monetization 約 7 倍於搜尋導流網頁用戶，故積極測試更高頻次 App 轉換提示(訪問門檻由每週 4 次降至 3 次)，App 用戶新增留存率年增 50%；現行 GOOGL 協議 1Q27 到期，惟目前仍尚未揭露新進度或條件。

娛樂業者：SPOT 訂閱動能延續惟 AI 音樂變現仍待驗證。SPOT 2Q26 毛利率優於財測 0.3ppts，主因加拿大數位服務稅一次性帶動；Premium 訂閱淨增 7mn 優於財測 1mn，ARPU 年增 7.4%(受惠美國調價效應)，帶動 Premium 營收年增 16%。AI 音樂變現路徑方面公司則與 UMG、Universal Music 及 Merlin 相繼簽署 AI cover/remix 授權合作，惟尚未揭露上線時程、藝人參與規模或財務貢獻；廣告業務自動化通路占比由 1Q 約 30%升至近 40%，Active Advertisers 年增 60%，管理層重申 2H26 雙位數成長目標。

手遊廣告：AI 廣告產品持續推進，成長動能整體穩健。APP 本季管理層重申長期營收年複合成長目標>30%，未觀察需求或競爭面走弱，Consumer 現階段仍聚焦既有 mid-market 廣告主擴大預算；AXON 架構依每新增 US\$1 營收投入 US\$0.10 compute 框架推進。**U** 2Q26 Grow 業務優於預期 10%，受惠 Vector 表現強勁及 D28 ROAS 全面推廣後 campaign spend QoQ 近 3 倍、採用率逾廣告主基礎 25%，runtime behavioral data 亦於 2Q26 末首度導入模型；管理層並投資 AppsFlyer 以鞏固 mobile attribution 市場地位。

投資建議

我們持續聚焦 AI 模型迭代具備領先優勢、變現效率持續提升之業者，包含：U(Vector 動能放量+runtime data 導入)、APP(靜待遊戲模型重新加速+電商擴張)及 RDDT(廣告動能持續性資料授權有所進展才具有股價催化劑)。

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 2Q26 財報，本季美國 DAU 低於預期 1%，成長較上季減速 1ppt，公司亦於 Shareholder Letter 指出外部搜尋導流於季末轉趨疲弱且波動加劇，抵銷產品優化帶動的 DAU 成長，以及本季再次未揭露 Google 或 OpenAI 合約續約進度所致；管理層表示產品改善已帶動新 App 用戶留存率年增 50%，將持續聚焦提升直接用戶滲透率，以降低對搜尋導流的依賴，惟本季廣告營收/EBITDA margin 優於預期 10%/2.4ppts
- 廣告業務相關：1)廣告營收 US\$762mn(YoY 64%)，帶動整體營收成長 61%至 US\$805mn(優於預期 10%)，連續第八季整體營收成長逾 60%；廣告成長同時由 impressions 及 pricing 提升帶動；2)Dynamic Product Ads 及 App Install 營收均 YoY 100%+，mid/lower funnel 維持主要成長動能；3)Conversion volume YoY 100%+、click volume YoY 30%+，廣告主在相同或更低成本下取得更多成效；4)Reddit Max 採用持續擴大，使用廣告主數 QoQ 60%+、Max 營收 QoQ 150%+；本季新增 App Install objective 及 Tailored Creatives，後者利用 AI 辨識相關社群與受眾並自動產生廣告素材變體；5)Upper funnel 方面，Video Views 為成長最快的品牌廣告 objective，營收 YoY 100%+；Shopping Listing Ads 進入 alpha 測試，對接 YoY 成長 40%的購物相關討論；6)Active advertisers YoY 70%+(vs.上季 75%)，其中包含 mid-market 及 SMB 的 scaled channel 營收 YoY 100%；11 個主要產業垂直中有 15 個 YoY 成長 50%+，零售及旅遊表現相對突出；7)Shopify 整合已有 500+ 帳戶，後續將加速商戶獲取及 Dynamic Product Ads 採用；8)Dual Attribution 進入 beta，結合第一方與第三方訊號改善歸因及 campaign optimization
- 資料授權及其他業務相關：1)Other revenue 達 US\$43mn(YoY 23%)，優於預期 10%；2)管理層未揭露 Google 或 OpenAI 合約續約進度、定價或談判時程；3)Google 合作被定義為多層次關係，除正式資料授權外，亦涵蓋傳統搜尋結果、AI Overviews 中的 Reddit 內容呈現及其他潛在產品整合，各項合作將分別評估，並非單一續約與否的二元決策；4)過去一年有更多潛在買方針對不同用途及資料規模接洽 Reddit，但未揭露新增客戶、合約數量或收入貢獻
- GenAI 相關：1)Reddit Answers 及 agentic search 聚焦商品比較、購買建議及多元觀點查詢；2)管理層未揭露 Reddit Answers 使用者數或搜尋滲透率；3)搜尋頁開始加入商品圖片等 rich media modules，測試已由消費電子擴大至更多品類；4)Shopping Listing Ads 未來可直接整合至搜尋頁，形成新的廣告變現場景；5)Tailored Creatives 利用 AI 產生廣告素材變體，提升相關性及投放成效；6)LLM-assisted moderation 用於提高新用戶 post success rate 並降低 spam；7)AI 及 ML 算力使用增加，但 hosting 效率改善使毛利率仍年增 50bps 至 91.3%
- 長期成長策略與廣告產業競爭：1)管理層維持美國 DAU 100mn 及全球 DAU 1bn 的長期目標；2)Reddit 目前每週觸及 500mn+使用者、每日使用者 130mn+，美國 WAU 接近 200mn；3)App 及 direct users 價值為搜尋導流用戶的數倍，策略重點轉向直接且重複使用；4)目前 Feed

主要推薦一週內內容，尚未充分利用 Reddit 大量常青內容；5)管理層預計未來一年改善 candidate selection、模型規模、更新速度及使用者訊號；6)廣告策略聚焦提高每次曝光的 click、conversion 及 install，而非增加廣告密度

- 其他關注焦點：1)LTM revenue per employee 首次突破 US\$1mn；2)LTM 營運現金流首次超過 US\$1bn；2Q26 營運現金流 US\$262mn，CapEx 僅 US\$1mn；3)2Q26 新增約 100 名員工，招聘聚焦 consumer product、ad-tech、sales 及 ML；4)3Q26 營收財測 US\$860-870mn，隱含 YoY 47-49%，優於預期 4%；調整後 EBITDA 財測 US\$385-395mn，中位數 margin 約 45%，優於預期 6%

圖 1: Reddit 2Q26 財報結果及 3Q26 財測暨市場共識比較

RDĐT US Equity	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	
In Millions of USD												
Revenue	805	732	10	21	61	720	865	829	4	7	48	
Business breakdown												
Advertising	762	693	10	22	64			792				
Others	43	39	10	11	23			39				
Regional breakdown												
US	638	575	11	21	56			657				
Rest of the World	167	159	5	21	84			176				
Key metrics												
Daily Active Users (DAU)	130	130	0	3	18			135				
US	53	54	(1)	(1)	6			55				
Rest of the World	77	76	1	5	28			79				
Average Revenue Per User (ARPU)	6.18	5.65	9	18	36			6.20				
Gross profits	735	669	10	21	62			760				
Total expenses	466	549	(15)	16	8			579				
Operating income	339	183	85	29	400			250				
EBITDA	343	294	16	29	106	290	390	367	6	14	65	
Pretax income	257	207	24	25	189			274				
Net income	360	197	83	32	303			263				
EPS (US\$)	1.78	1.48	20	33	93			1.51				
Gross margin (%)	91.3	91.5	(0.2)ppts	(0.2)ppts	0.5 ppts			91.7				
OP margin (%)	42.1	25.0	17.1 ppts	2.6 ppts	28.5 ppts			30.1				
EBITDA margin (%)	42.6	40.2	2.4 ppts	2.5 ppts	9.2 ppts	40.3	45.1	44.3	0.8 ppts	2.5 ppts	4.7 ppts	
Net margin (%)	44.7	26.9	17.8 ppts	3.6 ppts	26.8 ppts			31.8				

資料來源：Bloomberg；凱基

Spotify 財報會議摘要

- SPOT 公布 2Q26 財報，本季營收/MAU 皆大致符合預期，同時 3Q26 GM/OPM/MAU 財測符合預期/低於預期 0.4ppts/低於預期 1%，管理層亦表示新興市場提高 Free tier 使用門檻將短期壓抑 MAU 成長，但不影響付費訂閱用戶成長，並維持於五月投資日所提出之 2H26 廣告業務轉為雙位數成長及 2026 全年 GM 與 OPM 改善預期
- 廣告業務相關：1)2Q26 廣告營收 ccYoY 3%至€446mn，增速與上季持平；音樂廣告受已售曝光量增加帶動，但部分被定價疲弱抵銷，Podcast 則由 Owned & Licensed 內容贊助收入成長支撐；2)Automated sales channels 占廣告營收比重由 1Q26 略高於 30%提升至 2Q26 接近 40%；3)已將約 99%的廣告投放遷移至自建 ad stack；4)Active advertisers 達 3.3 萬家，YoY 60%，反映自動化及自助式採購降低廣告主進入門檻；5)約 7,000 家廣告主已使用 AI audio asset creation tool；6)管理層維持 2H26 廣告營收轉為雙位數成長的預期，主要依賴 direct sales 穩定、自動化渠道持續放量及廣告主數量增加；7)Ad-supported GM 為 19.1%，YoY 提升 1.8ppts，優於共識

2.2ppts，主要受 Podcast 及加拿大數位服務稅一次性利益帶動，抵銷音樂內容及其他營收成本增加；8)管理層預期廣告業務隨自動化及 self-serve 規模擴大，將由目前約 20% 的 margin 逐步提升至約 40%

- AI/產品佈局與策略合作相關：1)Large Taste Model 以每日 3.4 兆筆用戶事件訓練，AI 產品已觸及約 25% 的 active users；2)Prompted Playlist 已向首批 1 億名用戶推出，其中約 1,400 萬名用戶使用；3)DJ 自 2023 年推出以來已觸及接近 1 億名 Premium 用戶；4)Talk to Spotify 已於美國逐步推出，用戶可直接詢問音樂、藝人、巡演、Podcast 及書籍資訊；5)Song DNA 使用者已超過 1 億人，為 Spotify 採用速度最快的功能之一；6)與 UMG 及 Universal Music Publishing Group 於 5 月達成 AI 音樂合作，本季再與 Merlin 簽約，使其網絡內 3 萬家獨立唱片公司及發行商可選擇參與 covers 與 remixes 產品；7)Reserved 與 Live Nation 合作於美國 Premium 用戶推出，已涵蓋多場巡演並預留近 10 萬張票；8)AI 音樂產品下一階段將以 research preview 形式開放部分藝人及用戶；9)公司不需取得所有大型唱片公司或完整 catalog 即可推出 AI 音樂產品，但將持續擴大參與藝人及曲庫以提高消費者與創作者的产品價值；10)Audiobooks+年化經常性收入已超過 US\$1 億，Audiobooks 於 Premium 用戶的滲透率今年以來逾倍增；公司將推出更高時數 add-on 及 Family、Student 方案；11)公司建立 Free、Premium 及 usage-based add-on 的多層產品架構
- AI 競爭風險相關：1)Spotify 以專有收聽資料訓練 Taste Model，管理層認為競爭對手無法直接複製或購買；2)公司採 open-source model 搭配 continuous pre-training，降低對單一封閉模型供應商依賴並降低固定品質下的推論成本；3)Free、Premium 及 add-on 分層可對應不同推論成本，降低 AI 功能對 margin 的壓力；4)公司將 AI 支出視為可變且可控制的 compute 成本，而非長期固定資本投入；5)管理層對所有 AI 投資設定 ROI 門檻，僅在能提高產品差異化、營收成長或長期 margin 的情況下擴大投入
- 其他關注焦點：1)2Q26 MAUs 達 7.77 億，YoY 成長 12%，淨增 1,600 萬，較財測少 100 萬；Premium Subscribers 達 3 億，YoY 成長 9%，淨增 700 萬，較財測多 100 萬；2)3Q26 MAU 財測為 7.88 億，QoQ 淨增 1,100 萬；增速放緩主要反映公司於印度、印尼等新興市場提高 Free tier friction 及調整產品支援，而非競爭環境惡化；3)管理層未評論後續漲價時間，但表示 Apple Music 調漲反映音樂串流產業價值持續提升；4)維持 2030 年 mid-teens Revenue CAGR、GM 35-40%、OPM 高於 20% 的長期目標

圖 2: Spotify 2Q26 財報結果及 3Q26 財測暨市場共識比較

SPOT US Equity	2Q26						3Q26F					
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of EUR												
Revenue	4,777	4,793	(0)	5	14	4,800	(0)	5,000	4,925	2	5	17
Premium	4,331	4,335	(0)	4	16				4,436			
Ad-Supported	446	459	(3)	16	(2)				484			
Key metrics												
MAU	777	778	(0)	2	12	778	(0)	788	794	(1)	1	11
Premium Subscribers	300	299	0	2	9	299	0	305	305	(0)	2	9
Ad-Supported Users	494	491	1	2	14				502			
Gross profits	1,596	1,587	1	7	21				1,620			
Total expenses	4,122	4,157	(1)	8	9				4,244			
Operating income	655	637	3	(8)	61	630	4.0	670	681	(2)	2	15
EBITDA	684	688	(1)	(8)	58				732			
Pretax Income	720	715	1	(23)	1400				755			
Net income	545	581	(6)	(24.4)	-				615			
EPS (US\$)	2.61	2.72	(4)	(24.3)	-				2.95			
Gross margin (%)	33.4	33.1	0.3 ppts	0.4 ppts	1.9 ppts	33	0.31 ppts	32.9	32.9	0.0 ppts	(0.5)ppts	1.3 ppts
Premium	34.9	34.8	0.1 ppts	0.1 ppts	1.8 ppts				34.5			
Ad-Supported	19.1	16.9	2.2 ppts	6.1 ppts	0.8 ppts				18.0			
OP margin (%)	13.7	13.3	0.4 ppts	(2.1)ppts	4.0 ppts	13.1	0.6 ppts	13.4	13.8	(0.4)ppts	(0.3)ppts	(0.2)ppts
EBITDA margin (%)	14.3	14.3	(0.0)ppts	(2.0)ppts	4.0 ppts				14.9			
Net margin (%)	11.4	12.1	(0.7)ppts	(4.5)ppts	13.5 ppts				12.5			

資料來源：Bloomberg；凱基

AppLovin 財報會議摘要

- AppLovin (APP US) 公布 2Q26 財報，本季營收/EBITDA margin 低於市場預期 1%/0.4ppts，3Q26 營收/EBITDA margin 財測亦僅大致符合預期/低於預期 0.9ppts，主因本季 Gaming 模型升級成效低於過往季度、較大幅度模型更新延至 3Q 初上線，同時新增 training 與 inference compute 投入壓抑獲利率；管理層表示廣告主需求及競爭環境未轉弱，MAX publisher earnings 仍 QoQ 雙位數成長、Consumer 廣告支出較 4Q25 旺季高 28%，隨新模型已於 3Q 初上線並改善 install rate、CPI 及 ROAS，業務已重新加速
- 遊戲 Gaming 廣告：1)2Q26 Gaming 成長低於公司內部預期，主因本季模型優化帶來的效能提升幅度低於過去季度，而非廣告主需求轉弱或競爭環境改變；2)管理層表示 AXON 2 推出後過去 12 季中，除本季外其餘季度 Gaming 均維持雙位數 QoQ 成長，2Q26 亦為季節性最弱季度；3)2Q26 未如過往季度累積多項顯著模型提升，相關較大幅度的模型更新延至 3Q 初上線；4)MAX 平台 publisher earnings 於 2Q26 仍 QoQ 雙位數成長；5)世界盃僅帶動特定廣告主於比賽期間短暫增加支出，對整季 Gaming 廣告需求影響不重大廣告業務相關：
- 電商 Consumer 廣告：1)Consumer vertical 本季維持快速成長，2Q26 廣告主支出較 4Q25 旺季高出 28%，並於傳統淡季再創新高；2)本季 Consumer 成長主要來自既有廣告主持續擴大預算，新客戶短期對整體營收成長率的貢獻仍有限；3)Consumer 廣告主通常提前一至四季配置預算，且現階段大部分預算仍集中於 social 及 search；4)目前 Consumer 業務聚焦 mid-market 品牌，而非大型企業或 SMB long-tail，主因 mid-market 具足夠 learning budget，可支持模型完成學習後擴大投放；5)管理層預期現有廣告主於未來 12 及 24 個月持續增加支出；6)公司將透過第三方 analytics 及 attribution 夥伴精準導入 mid-market 廣告主，而非先以廣告投放大規模獲取 long-tail 客戶；7)管理層未提供 Consumer 擴展至 long-tail 的明確時程，表示仍取決於客戶數據累積、模型成熟度及廣告素材能力；8)Consumer 模型優化需要更

多具規模的廣告主分享 transaction data；9)非遊戲 app vertical 如短劇及 prediction markets 目前並非優先拓展方向，公司現階段仍以規模更大的 web consumer 及 e-commerce 市場為主；10)管理層認為品牌認知須透過廣告成效、成功案例、模型改善及合作夥伴推薦逐季累積，短期不會快速達到 Google 或 Meta 的普及程度廣告業務相關：

- AI 及產業競爭相關：1)Google 在 Android 具有 Google Play 分發及安裝流量優勢，因此 Android 市場競爭較 iOS 更激烈，但 AppLovin 仍視兩個作業系統為相同規模的成長機會；2)AppLovin 未直接評論 Apple 廣告業務，但指出 iOS 與 Android 均可隨模型改善而提升廣告主支出，未將任何單一平台政策列為本季主要影響因素；3)Consumer 廣告預算目前主要集中於 Meta 等 social 平台及 Google search，AppLovin 仍屬廣告主測試中的第三渠道；4)Unity 取得新的 runtime signals 可能形成差異化投放能力，但管理層認為更高整體廣告效能可擴大遊戲開發商收入及行銷預算，市場並非零和；5)第三方 analytics 及 attribution 平台可加速 AppLovin 成為廣告主第二或第三大渠道，亦有助突破 Meta 與 Google 長期形成的市場慣性
- AI 工具及產品策略：1)模型效能仍為近期成長核心，公司持續升級 AXON 架構，使更複雜模型可受益於增加 training compute；2)公司維持每新增 US\$1 營收約投入 US\$0.10 compute 的框架，若更高算力可帶來明確收入提升，將接受短期 margin 波動；3)LLM 已用於協助工程師撰寫程式碼及加快 A/B testing，公司亦將持續增加 research scientists；4)Creative 仍為 Consumer self-service 主要瓶頸，interactive end card 已可自動生成，但 30—60 秒高品質影片尚未穩定實現；5)長期目標為推出 one-click campaign creation，並依序擴展 non-gaming apps、open web 及 Connected TV 供給
- 其他關注焦點：1)管理層以 Gaming 持續成長及 Consumer 市場擴張為基礎，維持長期營收年複合成長約 30%的目標；2)本季成本 QoQ 增加主要來自既有模型 training 及新模型開發所需的 compute 支出；3)長期 Adj. EBITDA margin 仍預期維持 low-80%區間，惟 compute 投入時點可能造成季度間變動；4)3Q 財測反映已上線模型改善、Consumer 持續擴張、正常季節性及較高 training 與 compute 成本，未納入尚未部署的額外模型更新，因此後續新版本若成功上線，可形成額外成長空間

圖 3: AppLovin 2Q26 財報結果及 3Q26 財測暨市場共識比較

APP US Equity	2Q26							3Q26F				
	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
In Millions of USD												
Revenue	1,924	1,940	(1)	4	53	1,930	(0)	2,070	2,072	(0)	8	47
Gross profits	1,698	1,727	(2)	4	54				1,852			
Total expenses	429	413	4	7	43				436			
Operating income	1,494	1,526	(2)	4	56				1,636			
EBITDA	1,614	1,636	(1)	4	72	1,630	(1.0)	1,725	1,745	(1)	7	49
Pretax Income	1,506	1,489	1	5	70				1,602			
Net income	1,267	1,271	(0)	5	55				1,377			
EPS (US\$)	3.76	3.75	0	6	57				4.01			
Gross margin (%)	88.3	89.1	(0.8)ppts	(0.6)ppts	0.6 ppts				89.4			
OP margin (%)	77.7	78.7	(1.0)ppts	(0.5)ppts	1.6 ppts				78.9			
EBITDA margin (%)	83.9	84.3	(0.4)ppts	(0.6)ppts	9.4 ppts	84.5	(0.6)ppts	83.3	84.2	(0.9)ppts	(0.6)ppts	0.9 ppts
Net margin (%)	65.8	65.5	0.3 ppts	0.4 ppts	0.7 ppts				66.5			

資料來源：Bloomberg；凱基

Unity 財報會議摘要

- Unity 公布 2Q26 財報，本季 Grow 業務優於預期 10%，係由 Vector QoQ 成長 23%，優於原先財測約 10ppts，和 D28 ROAS 放量及模型持續改善帶動；2Q/3Q26 營收財測亦優於預期 6/1%(表現相較同業 AppLovin 2Q/3Q26 營收財測低於預期 1%/大致符合預期相對亮眼)，管理層表示 Vector 動能已延續至 3Q26，且 runtime data 導入仍處早期，後續將透過更高品質訊號、產品迭代與模型自我學習持續改善廣告成效
- Grow 業務：1)Strategic Grow revenue 年增 63%至 US\$329mn，較 1Q26 加速 14ppts，主要由 Vector 持續擴張帶動；2)Vector 本季 QoQ 成長 23%，接近原先 12%~13%預期的兩倍，管理層表示 3Q 初期動能仍維持高檔；3)Vector 年化營收已顯著超過 US\$1bn，較原定時程提前兩季達成；4)本季 Vector 完成逾 20 項重大產品更新，涵蓋 campaign capabilities、runtime data 導入、gamer attention 辨識及即時競價精準度改善；5)D28 ROAS 已由 1Q 末期發布進入全面推廣，相關 campaign spend QoQ 接近 3 倍，採用率已超過廣告主基礎的 25%；產品目前同時支援 IAA 與 hybrid campaigns，並延伸 1Q 推出的 IAP 版本；6)Runtime behavioral data 於 2Q 末首次正式導入 Vector 模型，目前僅運行約 6~8 週，管理層未單獨量化其營收貢獻，但表示初步成效正面，並視其為 Vector 長期主要競爭優勢；7)Data Development Framework opt-in 仍持續推進，支援公司由每月約 30 億 Unity runtime 玩家取得更深層的行為訊號；模型效益將來自產品更新、訊號品質提升及自我學習模型三者共同累積
- Create 業務：1)Strategic Create revenue 為 US\$157mn，排除去年 US\$12mn 一次性收入後年增 14%，較上季減速 1ppt；2)Create 成長主要由訂閱價格調升、最低年度承諾金額及中國市場需求帶動；3)Unity 已免費開放 MCP 並開放 CLI 與 API，開發者可由外部 coding agent 或自身 workflow 直接控制 Unity；4)Unity 7 將 Vector、Commerce 及 live game operation services 於開發初期自動配置，無須額外 SDK、操作說明或工程整合，降低 Create 客戶採用下游服務的門檻，可支援不限數量的創作者與 coding agents 同步協作，並強化 live changes 功能；5)Unity 與 Netflix 簽署重要多年期合作，將支援 Netflix 跨平台遊戲生態；6)Unity Commerce 已於 6 月 30 日正式 GA，初期合作客戶包括 Hutch，主要功能包括簡化 DTC 支付、降低平台高額抽成及統一管理購買流程；管理層估計 DTC 已約占 mobile gaming 市場 15%
- AI 和數位廣告產業競爭相關：1)Vector 的差異化訊號來源為 Unity runtime，公司每月可接觸約 30 億 made-with-Unity 遊戲玩家；管理層將此與 Meta 直接擁有 app 及用戶訊號的模式相類比；2)Runtime data 不以單一功能形式貢獻，而是與產品更新及模型學習共同提升預測準確度；3)Vector 為 self-learning model，每次新增產品能力或提升資料品質，均可進一步改善模型效率；4)Unity 對 AppsFlyer 進行策略投資，其他投資方包括 Meta、Google 及 Moloco；管理層表示交易目的在維持 mobile attribution 與 measurement 市場的競爭；5)Unity

Commerce 可取得更完整的 purchase behavior data，並回饋 Vector 廣告模型

- AI 產品策略及動能：1)目前 Unity AI 功能仍集中於 coding 及 UI assistance，僅涵蓋長期 roadmap 的一小部分；未來將結合 Unity AI 與 runtime data，提供完整的遊戲開發工具組，長期將支援 real-time personalization，使開發者可依個別玩家即時調整內容及遊戲體驗，將 AI 應用由程式開發延伸至內容生成與 live operations；2)管理層預期 agentic workflows 將加快遊戲迭代並提升內容深度與品質，但強調 AI 不會取代人類創作者，差異化互動內容仍需由 human creativity 驅動；3)Unity 計畫進一步開放軟體與平台，使非專業工程師可透過 coding agents 建立較輕量的互動內容
- 其他關注焦點：1)2Q26 總營收年增 24%至 US\$546mn(優於預期 6%)，其中 Strategic revenue 年增 38%至 US\$486mn；Non-strategic revenue 年減 33%至 US\$60mn，反映 ironSource 關閉及 Supersonic 處分；2)3Q26Strategic revenue 財測為 US\$540~550mn、年增 44%~47%，較 2Q26 的 38%進一步加速；Non-strategic revenue 預計 US\$20mn，主要包含 Supersonic 於 7 月的一個月貢獻；3)Supersonic 已於 8 月 4 日出售予 Tripledot Studios，ironSource Ads Network 亦已完成關閉；管理層認為兩項行動將使公司營收增速與獲利結構更集中於 Strategic Create 及 Strategic Grow

圖 4: Unity 2Q26 財報結果及 3Q26 財測暨市場共識比較

U US Equity	2Q26							3Q26F				
In Millions of USD	Actual	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)	Guidance	Diff. (%)	Guidance (Mid)	Consensus	Diff. (%)	QoQ (%)	YoY (%)
Revenue	546	515	6	8	24	510	7	545	539	1	(0)	16
Create Solutions	158	162	(2)	1	2				165			
Grow Solutions	389	353	10	11	35				373			
Key metrics												
Total Billings	558	505	10	8	18				529			
Gross profits	453	428	6	8	24				445			
Total expenses	394	387	2	4	9				397			
Operating income	152	128	19	18	91				142			
EBITDA	160	135	19	16	77	133	20.9	188	153	23	17	71
Pretax Income	(20)	131	-	-	-				145			
Net income	133	114	17	21	64				114			
EPS (US\$)	0.28	0.25	12	22	56				0.28			
Gross margin (%)	82.9	83.1	(0.2)ppts	0.5 ppts	0.0 ppts				82.5			
OP margin (%)	27.8	24.8	3.1 ppts	2.5 ppts	9.7 ppts				26.3			
EBITDA margin (%)	29.3	26.2	3.1 ppts	2.1 ppts	8.8 ppts	26.0	3.3 ppts	34.4	28.3	6.1 ppts	5.1 ppts	11.1 ppts
Net margin (%)	24.4	22.1	2.4 ppts	2.8 ppts	6.0 ppts				21.2			

資料來源：Bloomberg；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海紅寶石路 500 號東銀中心 A 座 2703B-2704 室 郵政編號：201103
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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内部研究活動。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。