

传媒行业投资观点：

维持推荐短视频赛道及营销龙头，关注版权保护及元宇宙等相关标的

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

2021年5月21日

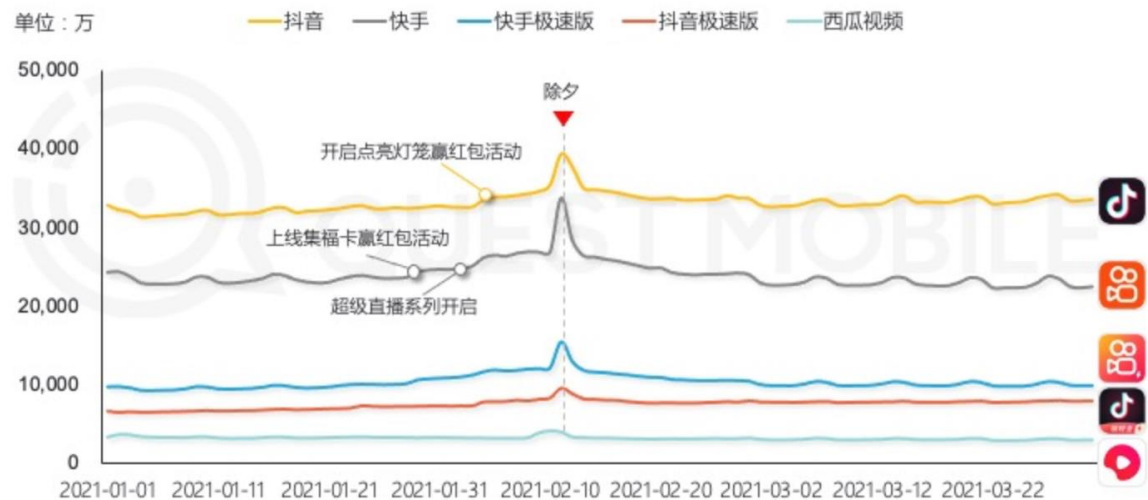
- **短视频：直播催化商业化进程。**短视频平台进入强运营阶段，新用户获取难度加大，头部APP用户重合率整体呈上升趋势。由于直播天然具备高度社交性、互动性及沉浸性，是满足线上信息交互的理想形式及基础设施，主要短视频平台上观看直播用户占平台用户比整体呈较大比例提升。与传统品牌相比，新品牌对直播电商投入更高，直播电商成为新品牌弯道超车的机会。投资机会上，维持快手“买入”评级，公司在产品及运营上优化效果显著，商业化程度及效率有望进一步提升。同时建议关注直播电商产业链相关标的，当前主要包括有望获益于新营销模式实现增长的品牌及服务商，推荐星期六。海外音视频社交领域仍处于蓝海阶段，推荐国内领先的视音频社交标的赤子城科技。
- **楼宇媒体广告：流量费用的激增与品牌广告的反转。**品牌广告在经历了连续两年的下滑后（20年因为疫情影响），随着效果广告成本的持续提高，在2020年下半年有开始崛起的趋势。分众传媒作为品牌广告越来越重要的投放阵地，2020年下半年以来收入实现快速增长，营业收入逐级改善，业绩大超市场预期。我们预计教育培训政策收紧对公司业绩影响有限，我们预计公司2021/2022/2023年EPS为0.41/0.51/0.60元，对应PE分别为25.22/20.27/17.23倍，维持公司“买入”评级。
- **版权保护：发展趋势与技术应用共振，行业景气度向上。**流媒体模式下，独占内容成为平台吸引用户订阅的核心竞争力，版权保护意愿与预算有望扩张。流媒体平台版权保护需求扩张有望驱动监测需求频率、力度、范围成长，同时国内版权保护政策趋严，新著作权法落地有望驱动行业进入快速发展期，建议关注阜博集团。
- **从沙盒游戏到虚拟现实，元宇宙未来已来，推荐赛道长期发展空间。**Roblox是全球最大的多人在线创作游戏平台，以“创造”和“迷你游戏”为核心，提供面向用户的3D数字世界客户端、面向开发者的Roblox Studio工具集，以及Roblox云服务，使玩家和开发者尽情在虚拟世界中游玩、竞技、社交。
- **风险提示：**行业竞争趋于激烈；政策风险；疫情影响超预期；市场系统性风险等。

1、短视频：直播催化商业化进程

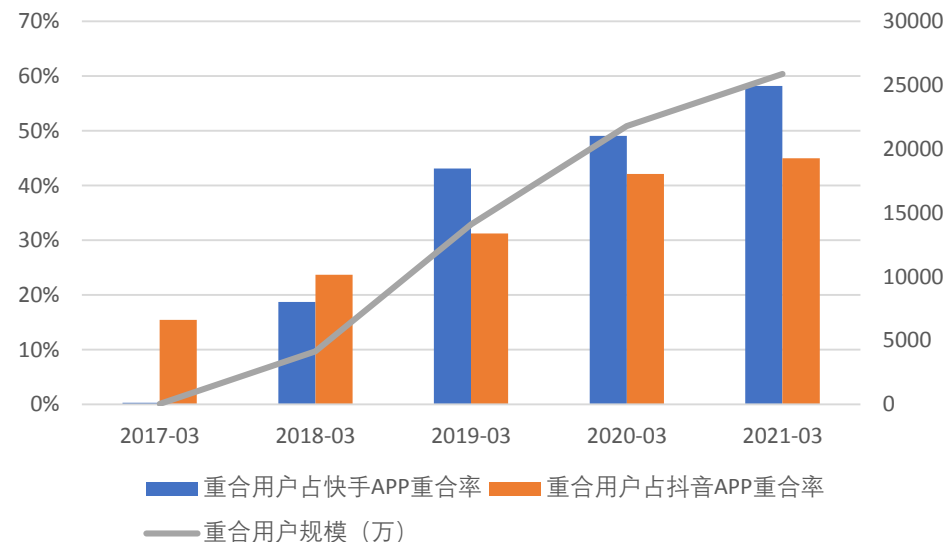
短视频平台进入强运营阶段，头部APP用户重合率整体呈上升趋势

- 相比2020年春节，2021年快手明显加强了内容运营，破圈意图明显，从数据上来看，春节期间数据有明显环比增长；抖音在2021年春节，除赞助了央视春晚外，还推出了开启点亮灯笼赢红包活动，效果也较为明显。
- 从下载量指标看，整体趋势基本符合我们此前判断，随着短视频行业的用户渗透逐渐步入到中后期，新用户获取难度加大，春节期间，快手、抖音的IOS端新增下载的弹性均主要来自极速版，主版产品新增下载环比有所上升，但相比2020年春节仍有差距。

图表：短视频行业典型APP日活跃用户规模TOP5



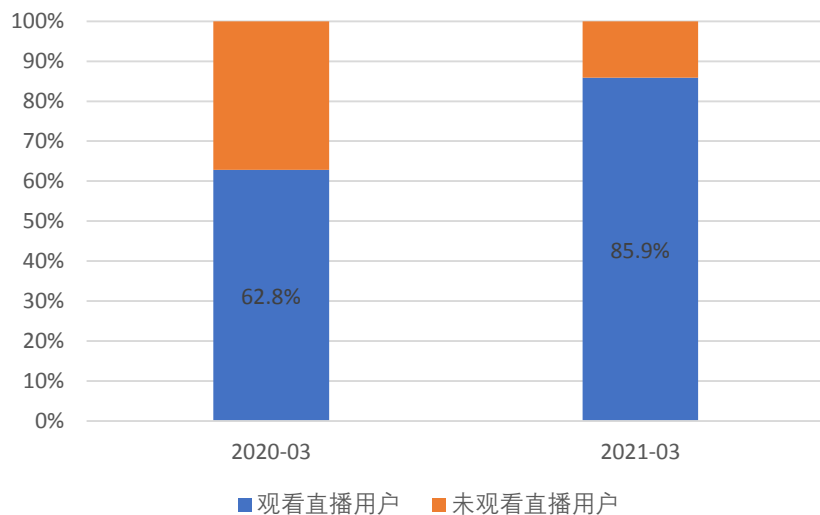
图表：反映在存量格局上，抖音、快手APP的用户重合率整体呈上升趋势



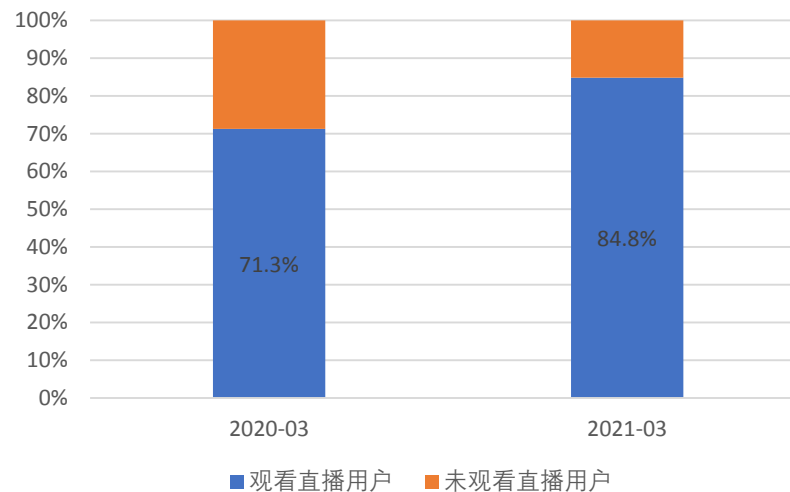
资料来源：Questmobile，东吴证券研究所

- 由于直播天然具备高度社交性、互动性及沉浸性，是满足线上信息交互的理想形式及基础设施。过去一年，主要短视频平台上观看直播用户占平台用户比整体呈较大比例提升：抖音APP观看直播用户占比从2020年3月的62.8%提升至2021年3月85.9%；快手APP观看直播用户占比从2020年3月71.3%提升至2021年3月84.8%。

图表：抖音APP观看直播用户占比变化



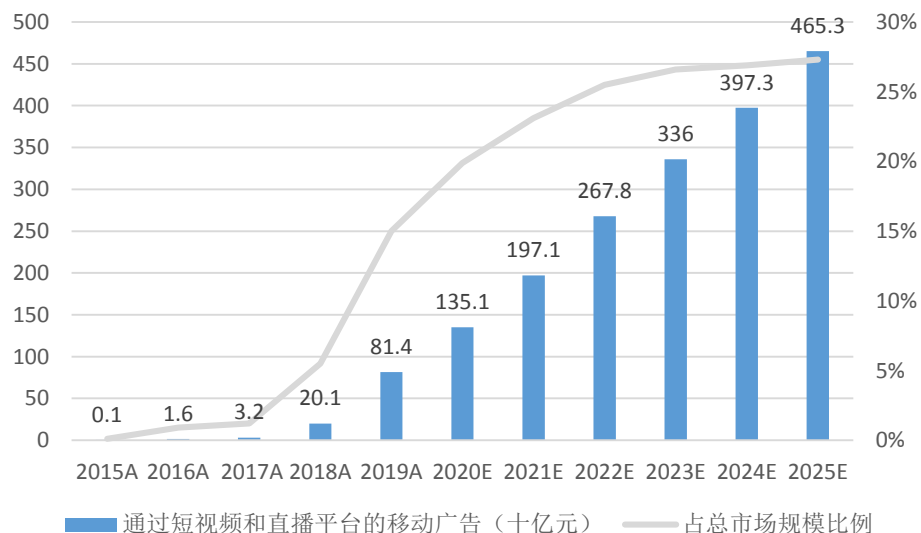
图表：快手APP观看直播用户占比变化



直播电商成为当前阶段最具潜力的增长点

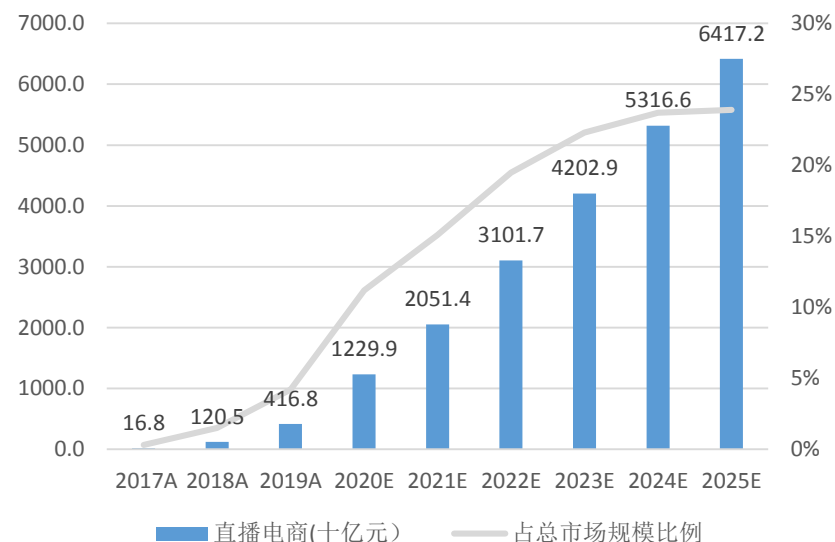
- 传统上，短视频和直播平台主要通过虚拟礼物打赏及线上营销服务进行变现，这二者仍是最直接的市场机会：1、2019年中国以收入计的直播虚拟礼物打赏市场规模已达到人民币1400亿元，艾瑞咨询预计在2025年将达到人民币4166亿元，复合年增长率为19.9%。2、通过短视频及直播平台的移动广告市场规模在2019年为814亿元，艾瑞预计在2025年达到4653亿元，复合年增长率为33.7%。占移动广告市场规模将的比例由2019年15%提升至2025年27.3%，短视频及直播行业商业化仍有巨大发展空间。电商方面，据艾瑞咨询预计，2025年直播电商占零售电商交易规模占比将由2019年的4.2%提升至23.9%。长期来看，我们推荐基于短视频平台的游戏、教育、中长视频等新应用带来的增长潜力。

图表：短视频平台广告市场规模及预测



资料来源：快手公告，艾瑞咨询，东吴证券研究所

图表：直播电商交易规模及占电商交易总规模的比例

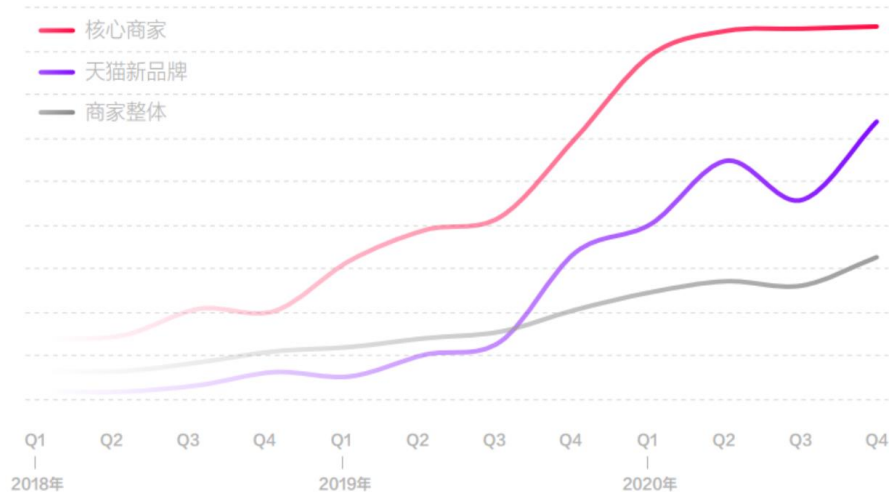


资料来源：快手公告，艾瑞咨询，东吴证券研究所

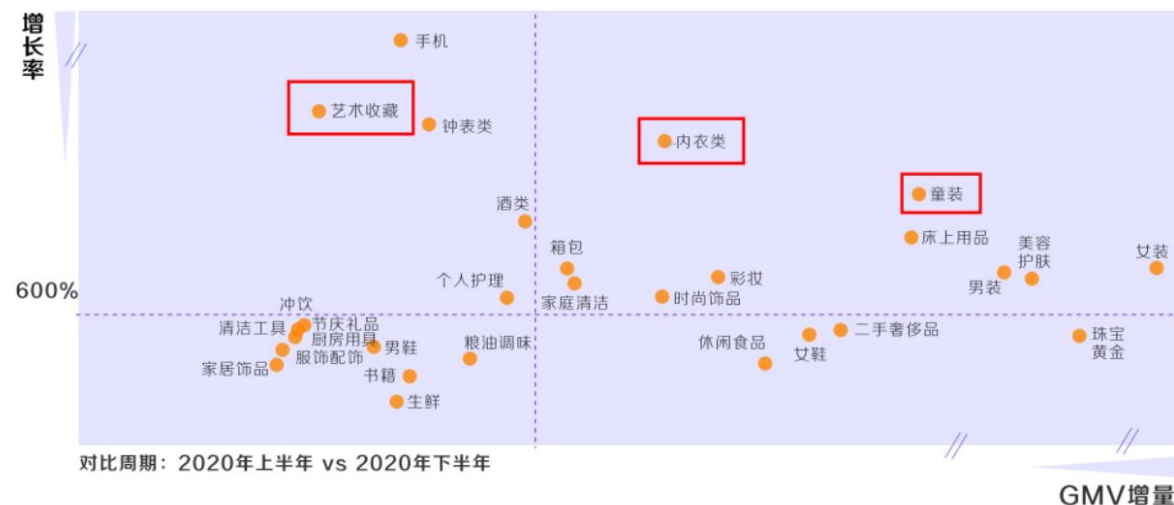
直播电商为新品牌提供弯道超车的机会

- 直播成为商家电商渠道的必要工具之一，根据淘宝直播数据，从2019年开始，淘宝直播的核心商家的自播渗透率实现明显提升，截止2020Q4，渗透率较年初增长1倍。与传统品牌相比，新品牌对直播电商投入更高，直播电商成为新品牌弯道超车的机会。
- 根据《2021年抖音电商生态报告》，从增长率和GMV增量两个维度来看，服装、彩妆、床上用品、美容护肤、时尚饰品、箱包、家庭清洁等GMV规模增速均超过600%，贡献了平台主要的增量。由于行业增量潜力可观，抖音等短视频平台也成为新品发布越来越重要的渠道，主要品类包括3C数码家电、服饰鞋包、酒水滋补、美妆、母婴图书及智能家居等。

图表：淘宝直播核心商家渗透率变化趋势



图表：2020年度抖音电商TOP30潜力品类分布

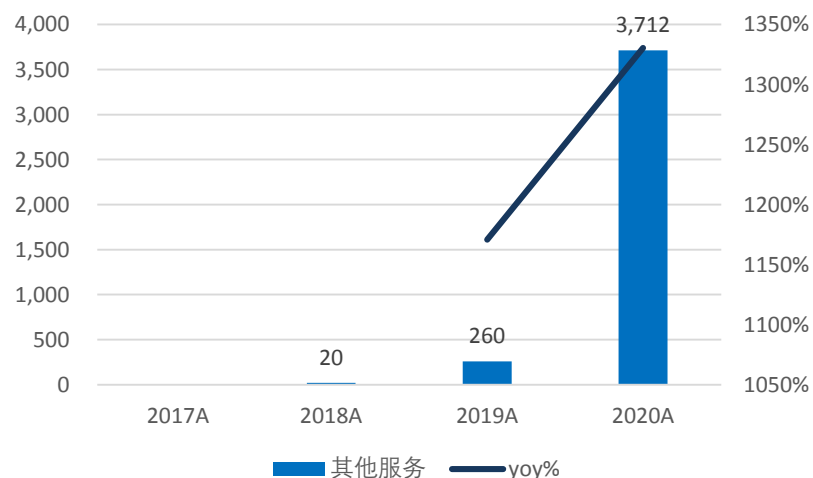


说明：// 代表缩放处理，女装、珠宝黄金、美容护肤、男装、手机类目均为缩放处理

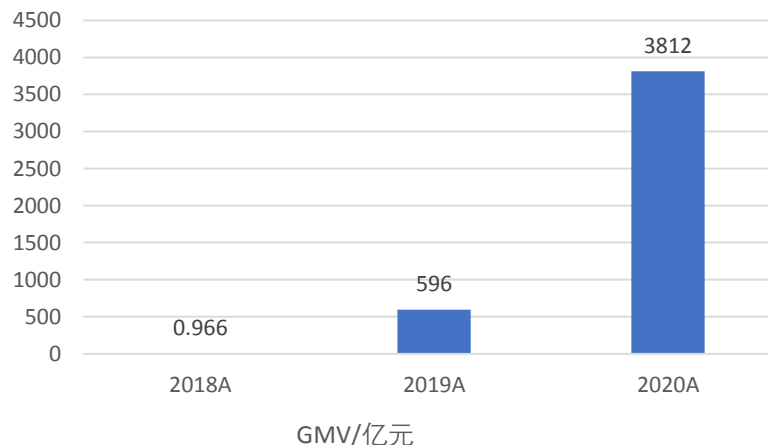
直播电商为平台带来商业化的想象空间，关注产业链相关标的

- 投资机会上，维持快手“买入”评级，长期推荐短视频赛道成长红利及公司商业化能力提升。我们预计快手仍有望提升在行业中的市场份额，2021Q1春节期间快手在直播内容、IP建设方面的努力值得肯定。且海外视频社交整体落后于中国，成长红利依然明显，有望成为公司第二成长曲线。我们判断当前仍处于平台商业化早期，基于短视频和直播使用时长的增长带来的行业红利，以及公司在产品及运营上的优化，商业化程度及效率有望进一步提升。
- 同时建议关注直播电商产业链相关标的，当前主要包括有望受益于新营销模式实现增长的品牌及服务商，推荐星期六。
- 海外音视频社交领域仍处于蓝海阶段，推荐国内领先的视音频社交标的赤子城科技。
- 风险提示：行业竞争趋于激烈，政策风险，疫情影响超预期等。

图表：快手其他服务（包括电商）快速增长（单位：百万元）



图表：快手GMV保持快速增长（单位：亿元）



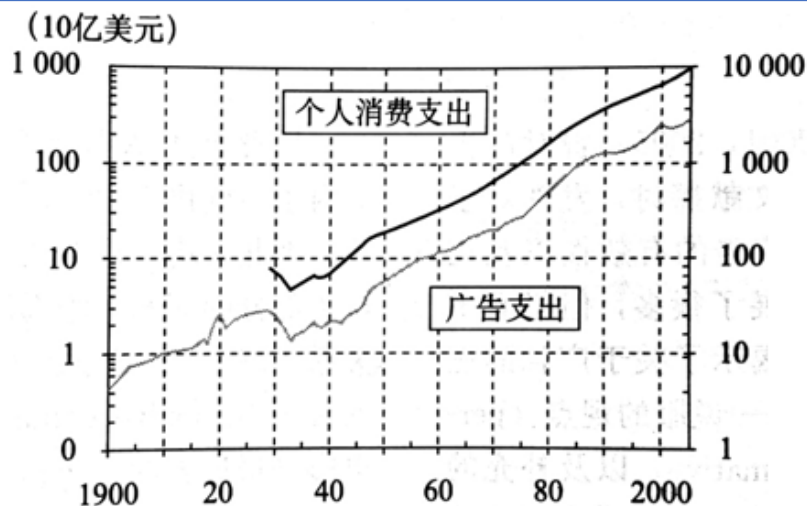
2、分众传媒：品牌广告vs效果广告——流量费用的激增与品牌广告的反转

广告的持续成长属性及不同媒介的预算变化

1.1. 广告是天然具备成长属性的生意

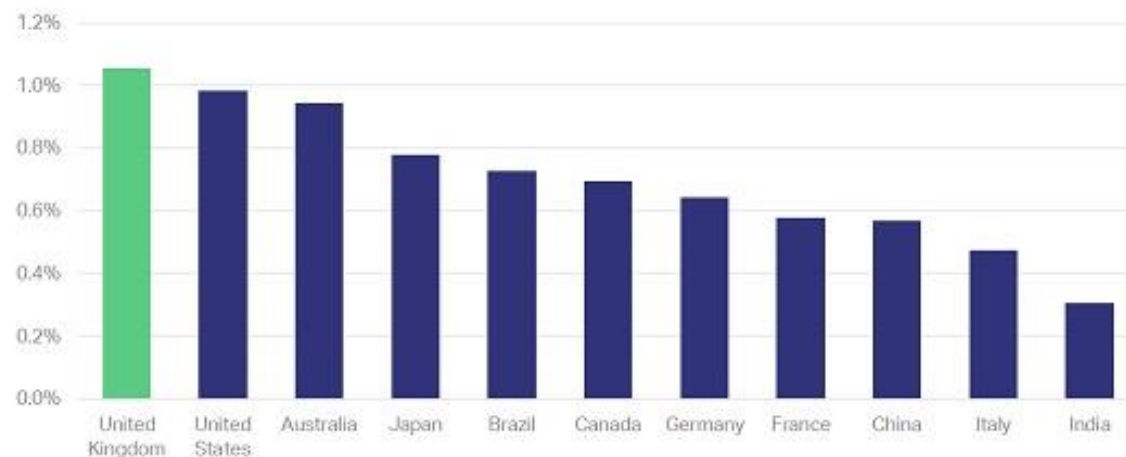
- 广告支出规模与经济发展水平息息相关，广告支出随GDP的增长而增长（消费支出随GDP增长）；105年长时间期间中广告支出增长与GDP增长比肩。
- 当人们收入水平提高后，广告主愿意花费更多的广告支出，加大投放规模。广告支出总体上表现为持续增长。
- 当前，我国整体广告支出占GDP的比重相对于其他发达国家而言仍然偏低，意味着国内广告整体增长速度依然有望在较长的时间内快于GDP的增长。

图表：广告支出与个人消费支出同步增长



资料来源：Entertainment Industry Economics, 8th, Harold L. Vogel, 东吴证券研究所

图表：我国广告支出占GDP的比重依然偏低（2018）



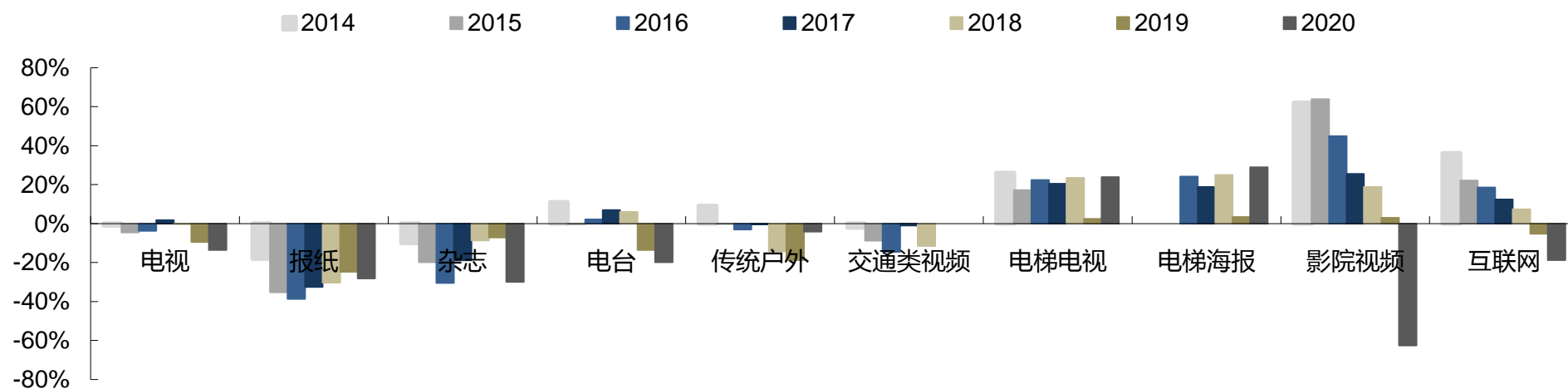
资料来源：WARC, 东吴证券研究所

广告的持续成长属性及不同媒介的预算变化

1.2 不同媒介预算涨跌互现，楼宇媒体展现增长趋势

- 互联网快速增长，不断转移传统媒介预算的大背景下，楼宇媒介不仅没有出现预算缩减的情况，反而在持续增加。即使到疫情影响严重的2020年，楼宇媒体的广告主预算投放仍处于上涨通道中。
- 全媒介的角度看，分众楼宇媒介占广告主整体预算的比重在不断攀升，由2005年的0.3%，逐步增长为2018年的1.51%（2019年因互联网广告主预算缩减影响，2020年依然将恢复至较高的投放占比），这一趋势还在延续。

图表：各媒介刊例花费的增长率变化

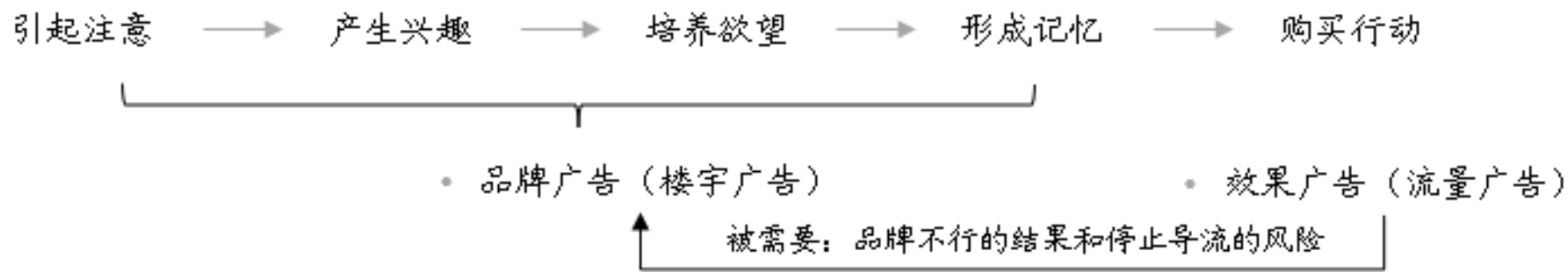


资料来源：CTR，东吴证券研究所

品牌广告vs效果广告：流量费用的激增与品牌广告的反转

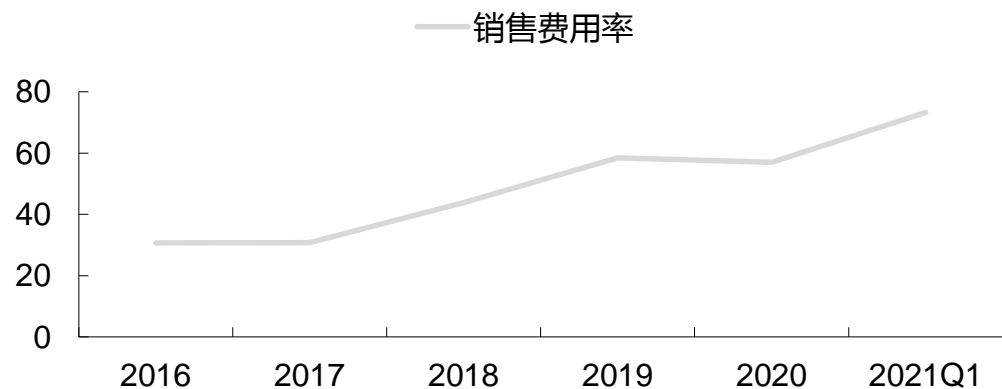
- **品牌广告和效果广告都是商业发展的必须**：消费者从接触到营销信息到发生购买行为间大致经历5个心理阶段：引起注意，产生兴趣，培养欲望，形成记忆，购买行动。品牌广告主要在前四个阶段发挥作用，是消费者形成认知的基础，效果广告则主要在最后一环，购买行为的促进。品牌广告和效果广告都是商业发展的必须，二者相互促进。
- **流量费用的激增在降低单纯效果广告的投入产出比**：2020年下半年开始，主要品牌广告媒体出现了广告预算反转。广告主与对手使用效果广告竞争时，只要尚未形成品牌效应，只能通过持续竞价来获得流量，使得效果广告价格不断提高，广告主面临的成本压力随之提高。效果广告投放的ROI持续下滑，品牌广告的性价比开始突显。

图表：消费者从接触营销信息到购买行为的发生所经历的阶段

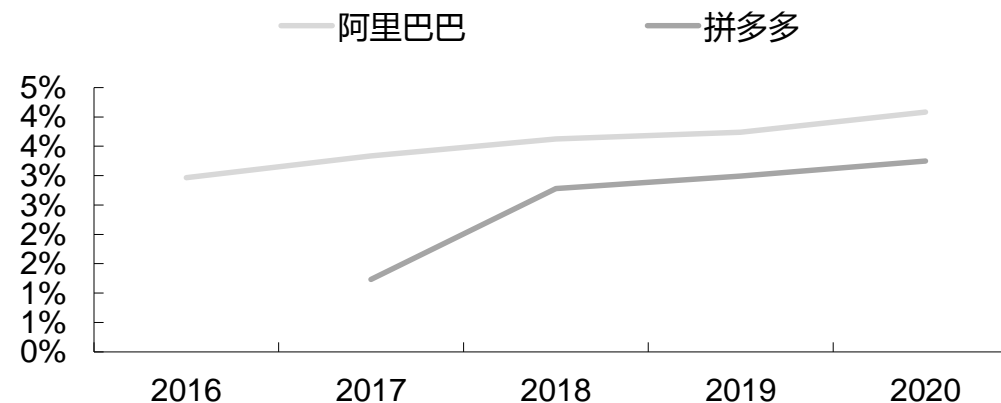


- **流量费用的激增在降低单纯效果广告的投入产出比**
- 从游戏广告主看效果广告ROI变化。三七互娱是买量运营的典范，近年来三七互娱的销售费用率持续走高，广告投放的ROI在持续走低。公司2021年一季度归母净利润同比下滑83.98%，主要在于销售费用率的大幅提升。
- 从电商平台商户看效果广告ROI变化：互联网平台货币化率（货币化率=平台收入/GMV）的变化可以衡量广告主投放效果广告的效率变化。淘系与拼多多的货币化率持续提升，对于商户，产生每一单位的GMV所需的效果广告投放金额增多，表明效果广告投入产出比逐步降低。

图表：从三七互娱的销售费用率变化看效果广告的价格趋势（%）

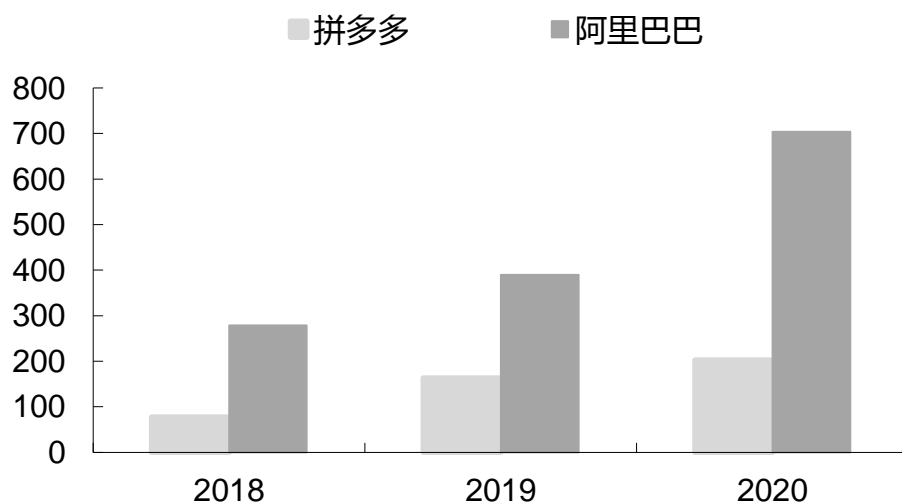


图表：拼多多、阿里巴巴货币化率

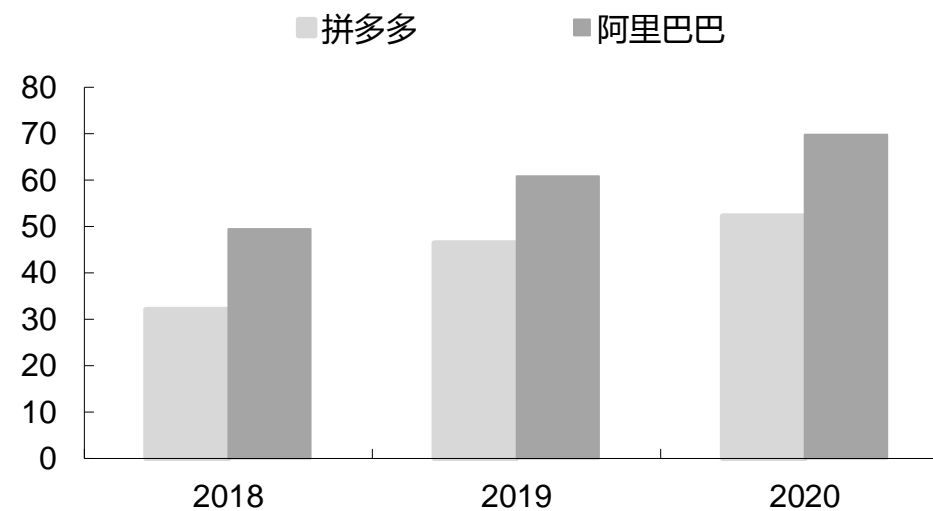


- 大型电商平台的获客成本持续走高。对于大的互联网平台，其获客的成本也呈现越来越高的走势。用销售费用用户增量作为获客成本的衡量指标，销售费用用户总量作为留存成本的衡量指标，可以看到两大互联网电商平台的获客和留存成本持续提升的情况。

图表：淘系、拼多多获客成本持续提高（元/人）



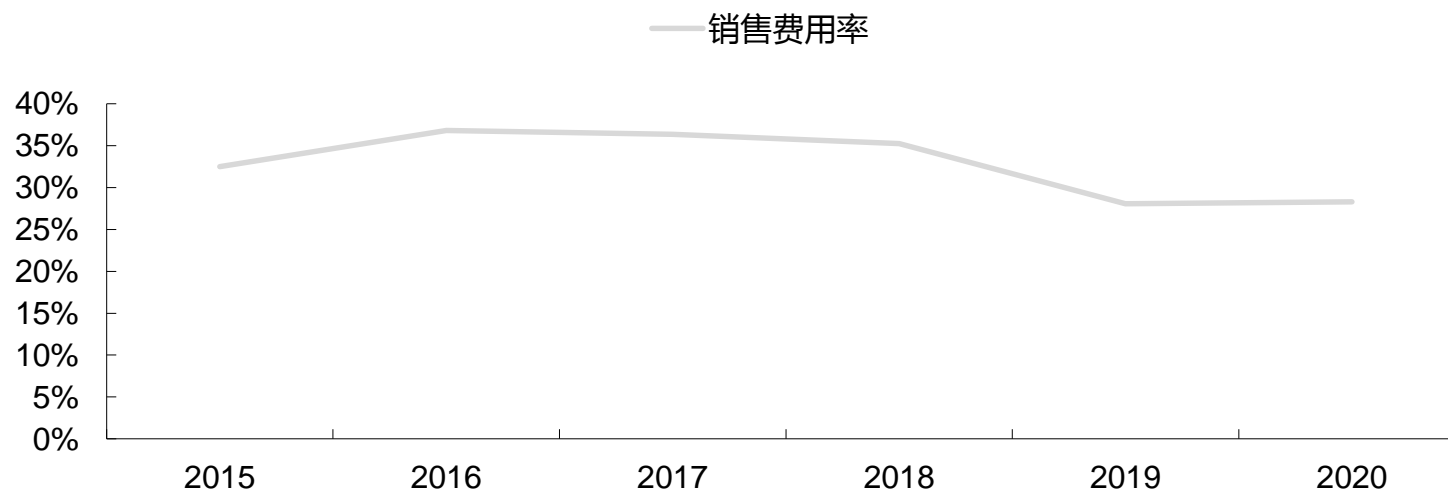
图表：淘系、拼多多获客成本持续提高（元/人）



■ 品牌广告具备杠杆效应

- 品牌广告属于长期建设，并非一次性的“购买行动”刺激，品牌广告树立品牌形象，长期扎根于消费者心智。对于广告主而言，抢占市场必须将品牌印刻于消费者心智，而投放品牌广告能够产生规模经济效应。
- 飞鹤注重品牌建设，2015-2019年超过70%的预算投放品牌广告，其中又以楼宇媒体作为主要投放渠道。中国飞鹤的销售费用率变化不同于纯品牌广告投放的变化趋势，品牌广告规模效应明显，一旦在消费者心智中扎根，销售费用便显示出杠杆效应，撬动更多商品销售额。

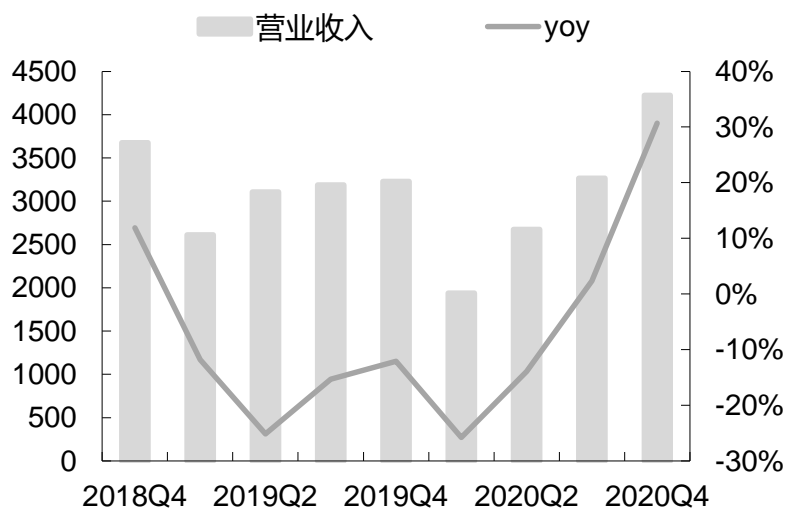
图表：中国飞鹤销售费用率杠杆效应显现



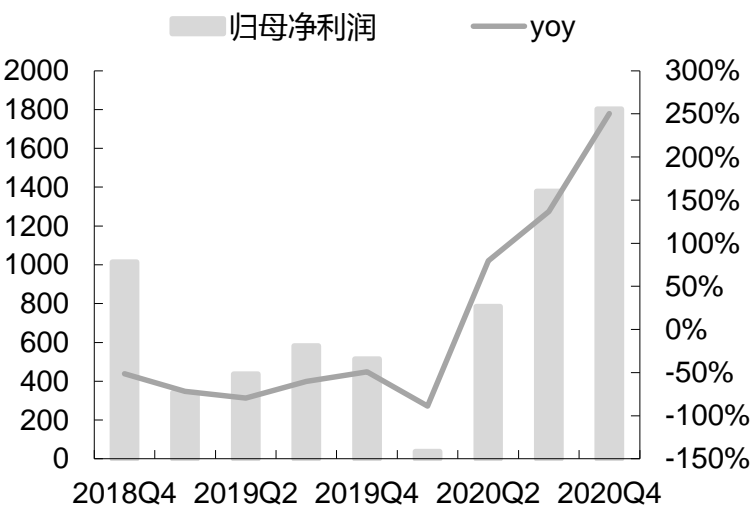
品牌广告vs效果广告：流量费用的激增与品牌广告的反转

- 流量费用的激增让品牌广告投放开始反转，楼宇媒体成为越来越重要的品牌广告投放阵地
- 品牌广告在经历了连续两年的下滑后（20年因为疫情影响），随着效果广告成本的持续提高，在2020年下半年有开始崛起的趋势。
- 分众传媒作为品牌广告越来越重要的投放阵地，2020年下半年以来收入实现快速增长，营业收入逐级改善，业绩大超市场预期。腾讯广告收入中，主要经营品牌广告的媒体广告收入，在经历了连续6个季度的下滑后，也在2020下半年迎来恢复性增长。

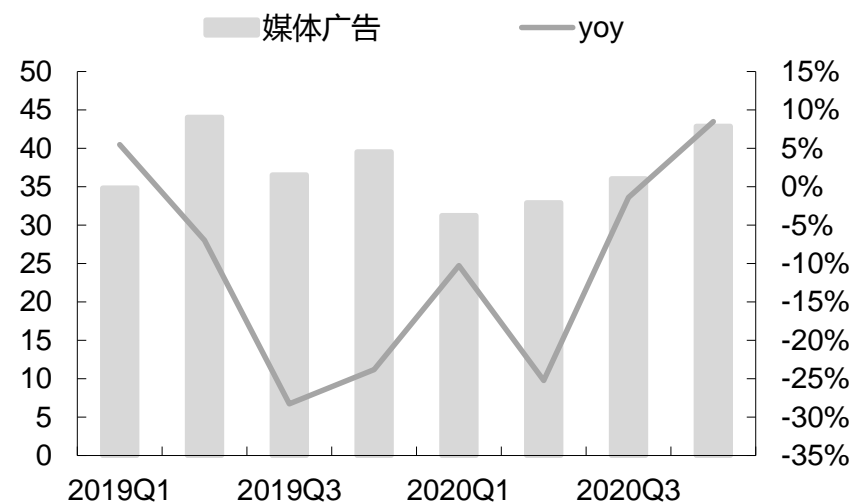
图：分众传媒营业收入情况（百万元）



图：分众传媒归母净利润情况（百万元）



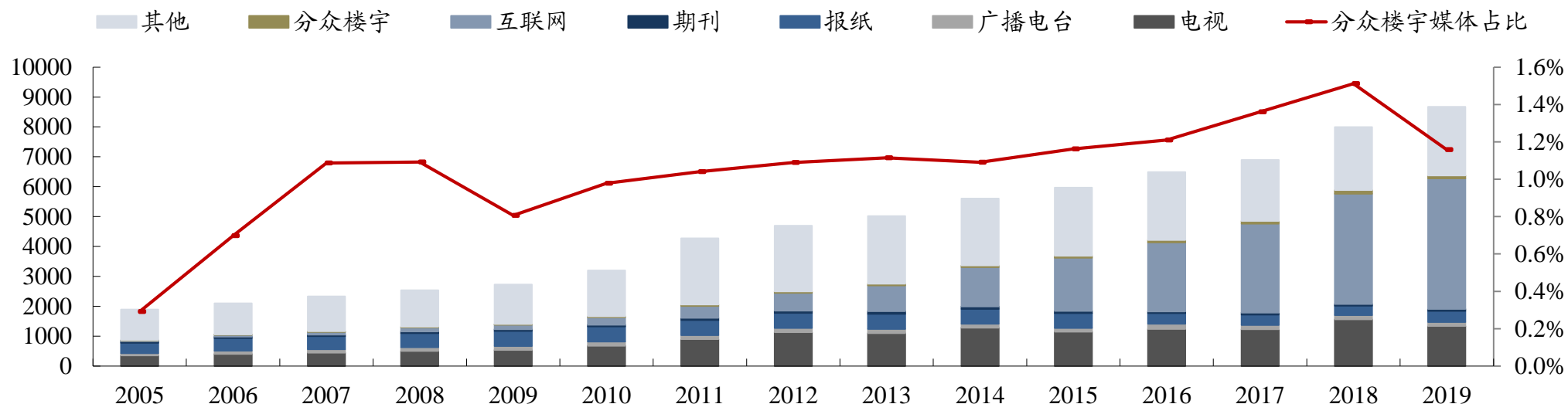
图：腾讯媒体广告收入（亿元）



从广告主ROI核算角度探讨楼宇媒体的长期增长逻辑

- 因为广告主在多个媒介上均投放了广告，消费者的曝光是多媒介的，而核算互联网广告投放效果时却包含了由其他媒介引来的流量，因此“互联网广告效果可以通过访问量、点击率、转化率等指标衡量，而楼宇媒体等传统媒体没有跟踪衡量方法，楼宇媒体被互联网新型媒体替代只是时间的问题”的说法是不准确的。
- 由于广告主会将预算分配到多种媒介上，且目标是通过不同媒介预算比重调整，使总体ROI最大化，因此如果某个媒介广告预算比重持续提升，意味着若增加该媒介的预算占比，总体ROI就会增加，从而印证该媒介广告有效。
- 基于此，可以得出：覆盖受众的不断增加，是楼宇媒体逐渐分得更多预算的核心原因，而这一受众增加的趋势依然在持续。楼宇媒体占预算比重增加是长期增长逻辑。

图：不同媒介的广告收入规模及分众楼宇媒体的预算占比情况（亿元）



资料来源：广告统计年鉴，东吴证券研究所

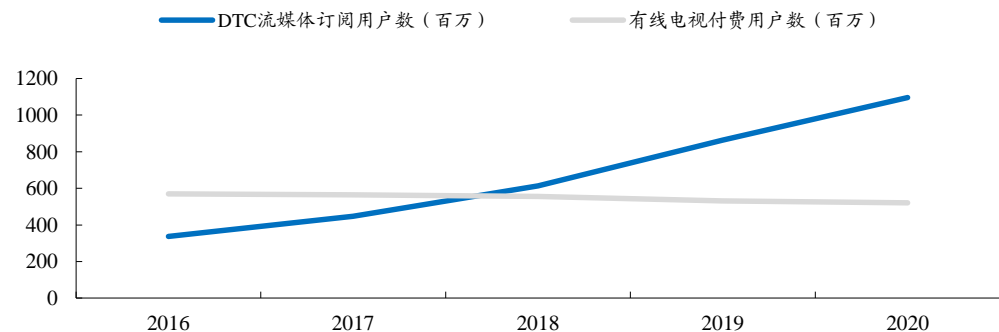
- 公司2020年实现收入120.97亿，同比基本持平，归母净利润40.04亿，同比增长113.51%。其中Q4实现收入42.22亿，同比增长30.7%，归母净利润18.01亿，同比增长249.84%。公司2021Q1实现收入35.93亿，同比大幅增长85.35%，实现归母净利润13.68亿元，同比增长249.84%。公司同时预计Q2实现归母净利润14.62-16.12亿元，同比增长86.12%-105.22%。业绩好于市场预期。
- 教育培训政策收紧对公司业绩影响有限。公司2021Q2利润没能环比大幅高于Q1，主要源于：1、2021年春节返乡人口大幅减少；2、教育培训机构广告投放受政策影响出现收紧，分众在线教育广告主广告投放受到负面影响。但公司收入结构多元，在线教育类广告主虽占据一定营收比重，但分众在持续加大各个行业广告主的开发力度，因此导致负面影响有限。回顾2020年，公司收入增长大超市场预期，是因为新消费、金融类、游戏类等不同行业广告主的加大投放所致，甚至新消费、基金类广告主的出现都是事先未能预料的。宏观经济回暖带来众多行业广告主盈利情况改善是加大楼宇媒体等品牌广告投放的重要原因。
- 盈利预测与投资评级：由于互联网教育政策收紧对公司业绩仅带来短期影响且影响有限，我们维持公司2021年EPS为0.41元，将2022年EPS由0.47上调为0.51元，预计2023年EPS为0.60元，同比增长48.8%/25.8%/17.6%，对应PE分别为25.22/20.27/17.23倍。我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示：宏观环境预期下滑，应收账款回款不利，竞争加剧。

3、版权保护：发展趋势与技术应用共振，行业景气度向上

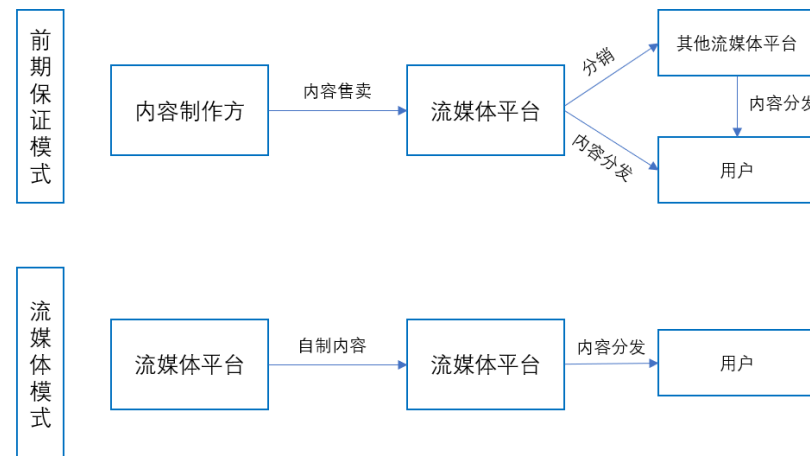
趋势一：海外DTC浪潮兴起，版权保护需求扩张

- **海外内容DTC浪潮兴起，头部内容方纷纷自建DTC平台。**当前美国已经经历了以CBS、ABC、NBC为核心的广播电视时代与HBO、CNN为代表的有线电视时代，并逐步向Netflix、Disney+、HBO MAX等为主导的流媒体时代推进。流媒体时代内容方制作的内容直接通过自建的流媒体平台触达用户，而不再经过有线电视、电信等中间运营商，是内容直达消费者的DTC模式。当前Netflix、Disney、HBO、Discover等一众内容方纷纷收回在外分销的版权内容开始自建DTC平台，截至2020年全球流媒体平台总订阅量已达11亿，参考全球网民数量46.6亿人仍有较大渗透空间，流媒体平台仍将继续内容投入依靠独占内容吸引用户订阅。
- **前期保证模式下，各方版权保护意愿与预算较低。**DTC模式兴起前，头部版权方制作的内容主要通过前期保证模式售卖给头部视频平台，头部视频平台再将内容上架并进一步向其他平台分销。这种模式下，各方版权保护意愿与预算较低，1) 对于版权方，其已通过向平台售卖内容获得大部分收入，而版权保护属于成本投入，并不能带来收入增长；2) 对于平台方，由于分销内容并非平台独占，盗版内容对平台影响有限，其进行版权保护意愿与预算较低。

图表：2016-2020全球DTC流媒体订阅与有线电视付费用户数



图表：前期保证模式与流媒体模式内容分发流程示意图

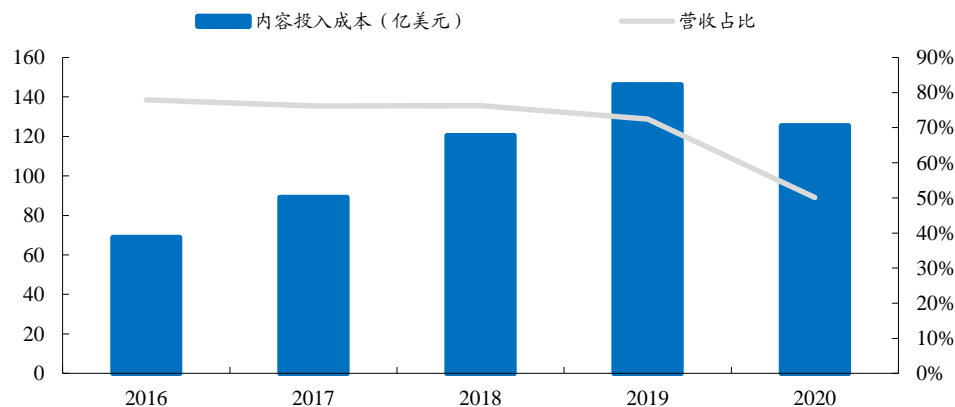


资料来源：Motion Picture Association of America，DataReporter，东吴证券研究所整理

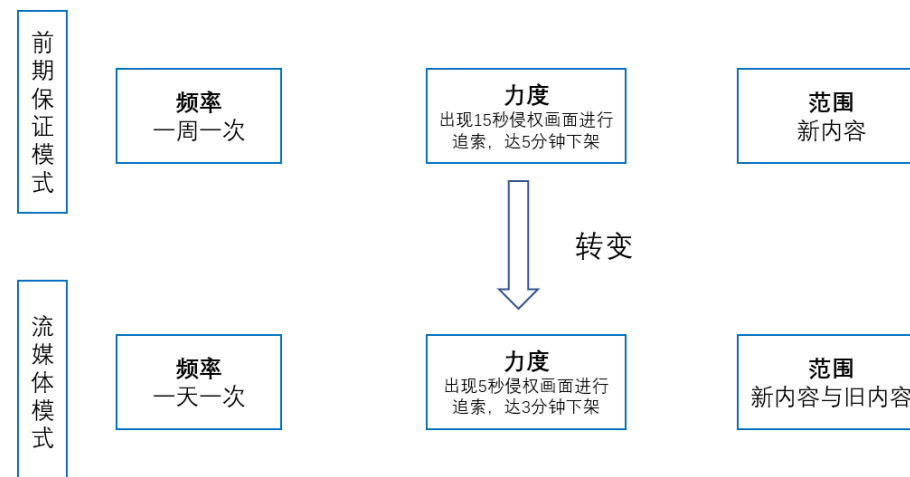
趋势一：海外DTC浪潮兴起，版权保护需求扩张

- **流媒体模式下，独占内容成为平台吸引用户订阅的核心竞争力，版权保护意愿与预算有望扩张。**流媒体模式下，流媒体平台同时进行内容制作与内容分发，平台吸引用户订阅的核心竞争力来源于自制独占内容，以Netflix为例，2020年由于疫情影响，其内容投入下降至125亿美元，但占营收比例仍达50%。在流媒体模式下，盗版内容将直接减少用户订阅量，版权保护投入与平台营收构建正向关系，平台版权保护意愿与预算扩张。
- **流媒体平台版权保护需求扩张有望驱动监测需求频率、力度、范围成长。**1) **频率**，随着平台版权保护需求增加，平台将要求相关版权保护公司以更高频率监测全网，减少盗版视频数量。2) **力度**，版权方对于侵权视频是否下架与进行收益追索有一定自主权，在流媒体趋势下，平台对侵权视频管理与追索力度将增强，从而驱动产业链公司收益追索分成收入提高。3) **范围**，在前期保证模式下，版权方进行版权保护的范围主要集中在每年产出的新内容，而在流媒体模式下，经典内容依然具有较强的平台引流效果，平台方因此也开始为经典内容进行版权保护从而驱动版权保护范围扩大。

图表：Netflix2016-2020在流媒体内容中的投资与应收占比



图表：流媒体模式下对版权保护需求的驱动影响

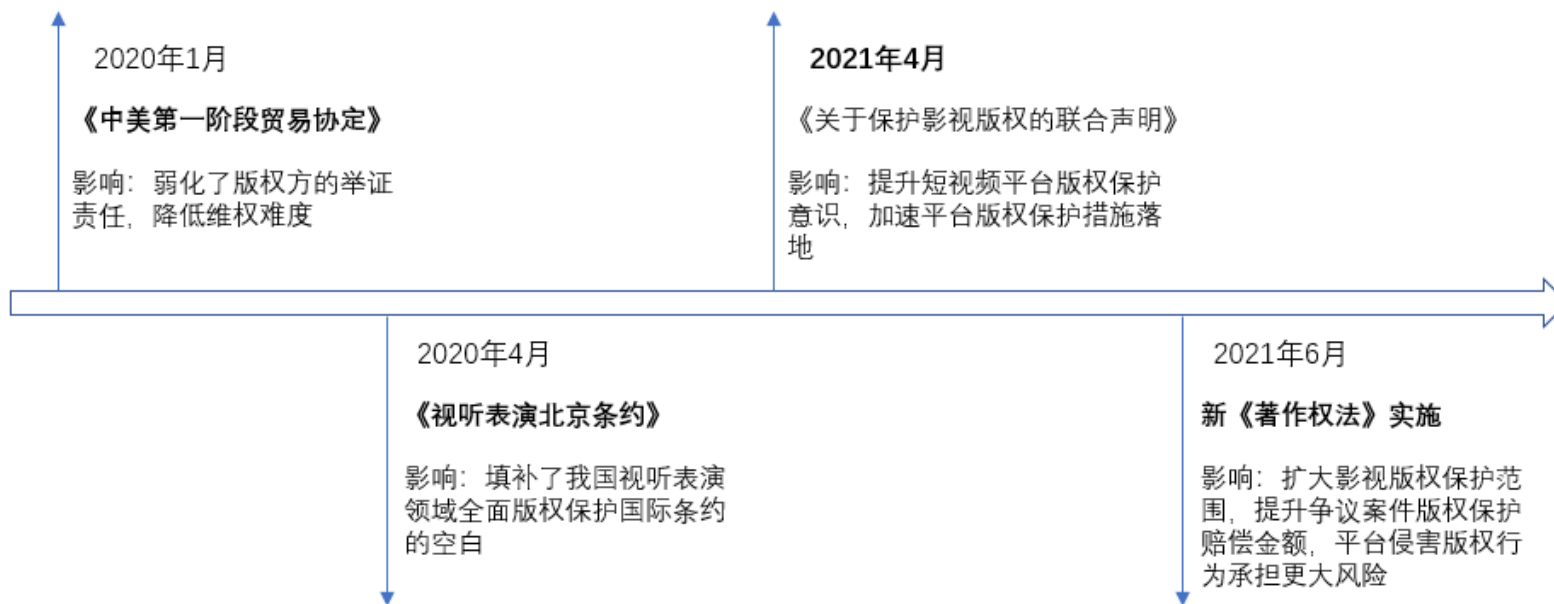


资料来源：Netflix公告，东吴证券研究所整理
注：频率与力度具体数值仅供观察趋势

趋势二：国内政策面趋严，视频平台合规化需求扩张

- **国内版权保护政策趋严，新著作权法落地有望驱动行业进入快速发展期。**2020年以来，国内版权保护增强趋势明显，2020年年初中美第一阶段经贸协议正式签署，知识产权作为协议第一章成为焦点，年中《视听表演北京条约》正式实施填补了我国视听表演领域全面版权保护国际条约的空白，进入21年，4月中国电视艺术交流协会、中国电视剧制作产业协会等15家协会与爱奇艺、腾讯视频等5家视频平台和正午阳光、华策影视、柠萌影视等多家影视公司发布关于保护影视版权的《联合声明》，**6月1日新《著作权法》将正式实施**，新著作权法不仅扩大了影视版权保护范围，更将争议案件版权保护赔偿金额上限从50万元提高至500万元，新著作权法的实施有望驱动内容平台着手建立更完善的版权保护与内容分账机制，行业进入快速发展期可期。
- 根据阜博集团5月11日公告，快手已与公司达成合作，公司将利用自身VDNA技术与快手开放的API接口，帮助快手进行内容识别与版权保护，**我们预计随着相关政策落地，其余头部视频平台也将着手进行相关合规基础设施建设，国内版权保护需求有望扩张。**

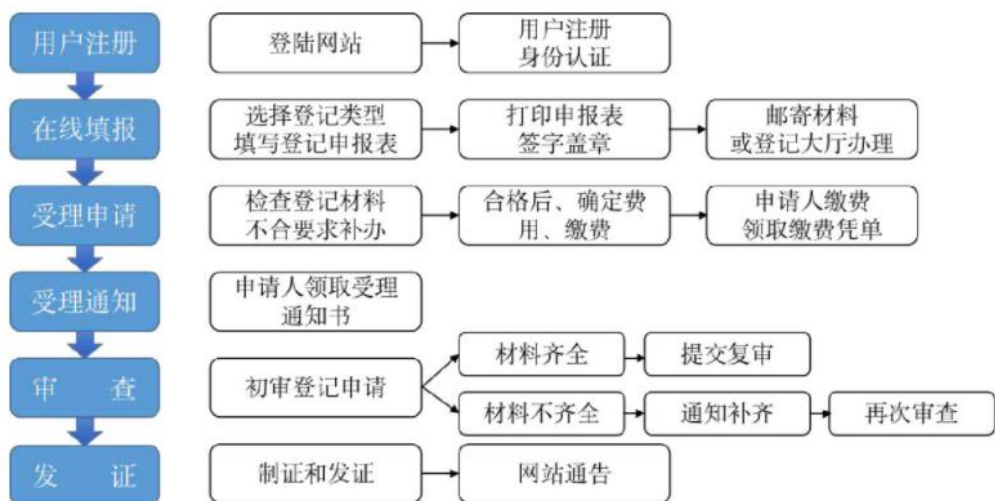
图表：近两年版权保护领域重要法律条规与事件



技术：区块链技术应用落地，版权保护需求加速释放

- 国内传统模式下版权保护面临确权、监控、取证、版税结算等众多痛点。版权保护全流程主要有确权、监控、取证、维权四个步骤，当前国内版权保护模式下在各个流程中均体现出效率低成本高等问题。以确权为例，传统版权登记主要为线下人工审核，时间上从版权登记到获得证书需要20-30工作日，成本上登记人若不委托第三方机构，时间精力成本高，若委托中介则要相应付出委托费用。
- 区块链技术应用降低保护成本并提高效率，将释放国内版权保护需求。通过区块链技术将版权作品提取的“指纹”、创造时间等信息打包上链链接公正处公证，结合区块链技术特性保证数据不被修改，该过程相比传统模式下20-30日，确权时间缩短至5-10分钟，提高了效率，同时区块链也可以将侵权记录存储在于链上，通过跨链方式链接互联网法院区块链，并直接可作为版权保护起诉时的证据。整体看，区块链技术的应用大大提高了版权保护效率，同时整体费用大幅降低，以鹊凿平台为例，其确权费用仅1元/条，而传统模式达百元以上。
- 阿里旗下区块链技术版权保护平台鹊凿发展迅速，截至21年4月，鹊凿已累计服务超过百万创作者，为5000多万原创作品提供版权保护服务，同时也为平台监测技术合作方阜博集团在21Q1带来千万级收入。

图表：传统模式下确权流程冗长低效



图表：鹊凿平台各项版权保护服务收费标准

产品功能	单位	价格	备注		
权益存证	元/次	¥ 1.00	含文件存储（3年存储）、文件上链、公证存证和授时中心时间戳		
全网监测	视频	短视频(10分钟以内)	元/次/周	¥ 30.00	监测一周
		中视频(10-30分钟)	元/次/周	¥ 60.00	
		长视频(30分钟以上)	元/次/周	¥ 90.00	
	音频	短音频(10分钟以内)	元/次/周	¥ 10.00	
		中音频(10-30分钟)	元/次/周	¥ 50.00	
		长音频(30分钟以上)	元/次/周	¥ 90.00	
图片	元/次/周	¥ 1.00			
文字	元/次/周	¥ 1.00			
网页取证	元/次	¥ 1.00	网页截图、文件上链、公证存证和授时中心时间戳		
链上取证	PC取证	起始价	元/次	¥ 10.00	含10分钟录屏取证（2分钟环境清洁自检满足司法要求+8分钟PC取证操作），证据文件存储（3年存储）、文件上链、公证存证和授时中心时间戳
		超出价	元/分钟	¥ 3.00	录屏时间超出起始的10分钟后，每分钟按超出价计算，不足1分钟按一分钟算
APP取证	APP取证	起始价	元/次	¥ 20.00	含10分钟录屏取证（2分钟环境清洁自检满足司法要求+8分钟APP取证操作），证据文件存储（3年存储）、文件上链、公证存证和授时中心时间戳
		超出价	元/分钟	¥ 5.00	录屏时间超出起始的10分钟后，每分钟按超出价计算，不足1分钟按一分钟算

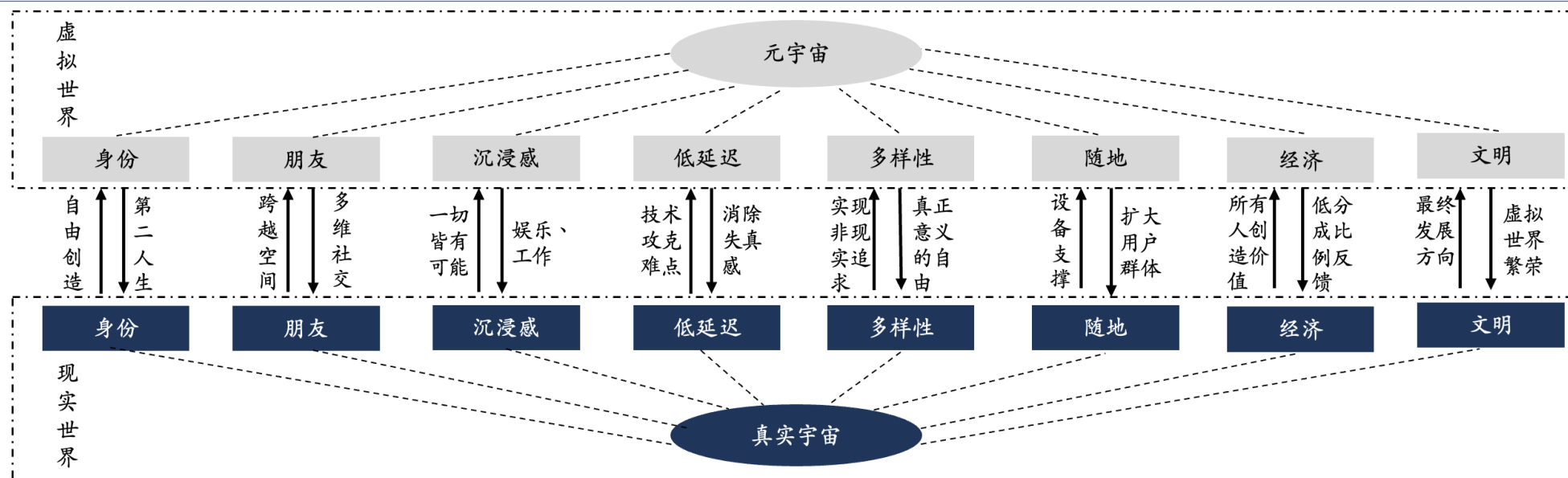
资料来源：中国版权保护中心，鹊凿平台，阜博集团公告，东吴证券研究所整理

4、从沙盒游戏到虚拟现实，元宇宙未来已来，推荐赛道长期发展空间

Metaverse元宇宙：现实与虚拟世界互相平行、相互影响

- Metaverse元宇宙是指一个集体的虚拟共享空间，由虚拟增强的物理现实和物理持久的虚拟空间融合而成，包括所有虚拟世界、增强现实和互联网的总和。Metaverse "一词由前缀 "meta"（意为超越）和词根 "verse"（由 "宇宙 "反演而来）组成。
- 元宇宙是由科幻小说家尼尔-斯蒂芬森在1992年的科幻小说《雪崩》中提出的，在该小说中，Metaverse元宇宙是一个脱胎于现实世界，又与现实世界平行、相互影响，并且始终在线的虚拟世界。它栩栩如生、让人沉浸其中。人们在这个虚拟世界中可以做任何事，除了吃饭，睡觉。
- Roblox是首家在招股书中提到元宇宙的公司，其提出了通向“元宇宙”的8个关键特征，即Identity（身份）、Friends（朋友）、Immersiveness（沉浸感）、Low Friction（低延迟）、Variety（多样性）、Anywhere（随地）、Economy（经济）、Civility（文明）。

图表：元宇宙的8个关键特征



Roblox上市，全球最大的多人在线创作游戏平台快速商业化

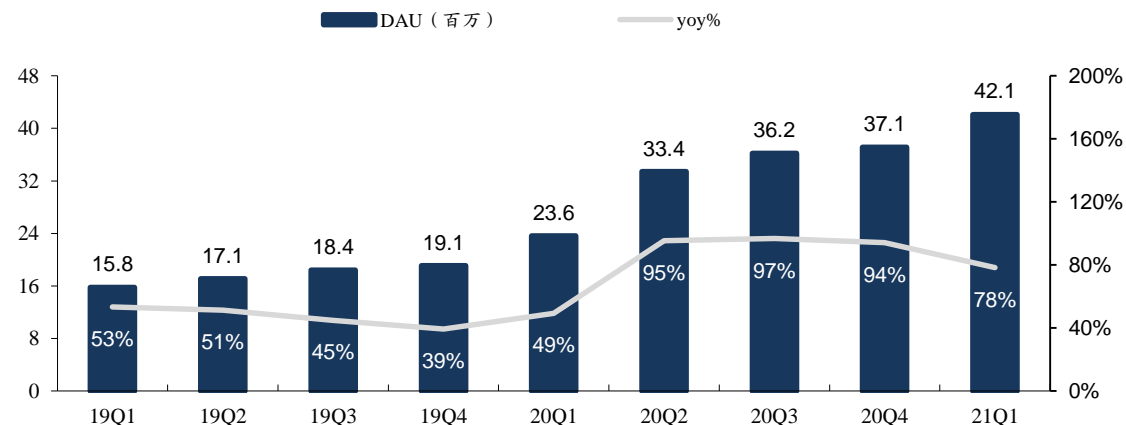
- Roblox是全球最大的多人在线创作游戏平台，以“创造”和“迷你游戏”为核心，提供面向用户的3D数字世界客户端、面向开发者的Roblox Studio工具集，以及Roblox云服务，使玩家和开发者尽情在虚拟世界中游玩、竞技、社交。
- Roblox在2021年3月10日以直接上市的方式（DPO）于纽交所正式挂牌上市，股票代码为“RBLX”。上市首日涨幅达54.4%，市值一度飙升到400亿美元。
- 2021Q1Roblox营业收入为3.87亿美元，环比增长140%；净亏损1.36亿美元，去年同期为7487万美元；21Q1DAUs达到4210万，同比增长79%，总参与时长为97亿小时，同比增长98%。

图表：Roblox是全球最大的多人在线创作游戏平台



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图表：Roblox21Q1日活用户数达到4210万

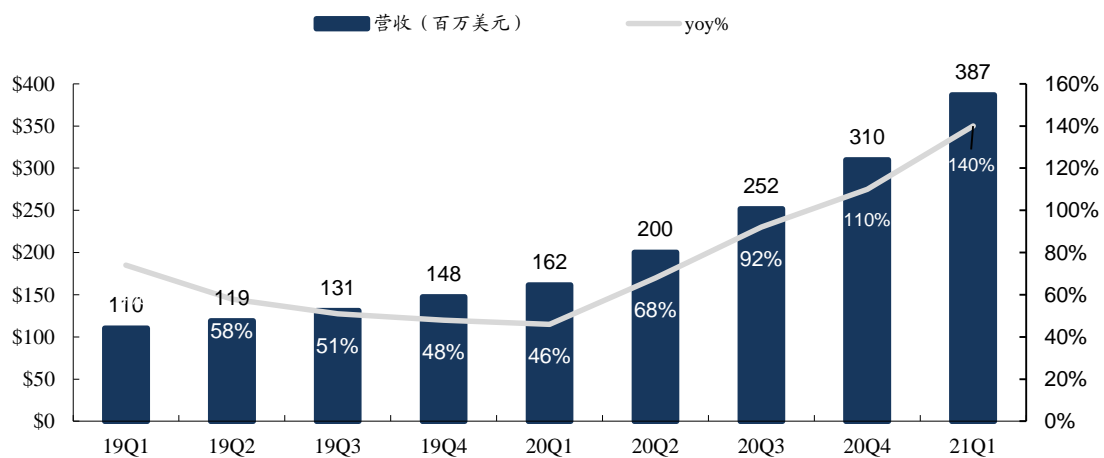


资料来源：公司招股说明书，公司财报，东吴证券研究所

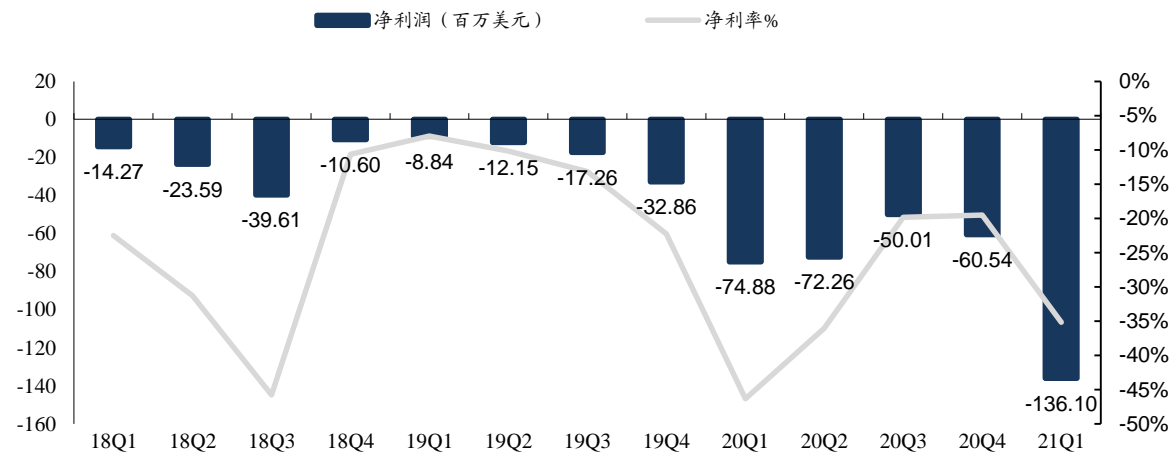
玩家与开发者和内容创造者实现共赢的经济生态

- 公司通过在Roblox平台上销售虚拟物品获得收入，用户可以购买和使用Robux（Roblox平台代币）来获得虚拟物品以提高他们在Roblox平台上的社交体验。其它少量收入来自包括广告、许可证和特权使用费。
- 公司2020年营收为9.23亿美元，同比增长82%，主要是因为DPU（每日付费用户）的增长，DPU从2019年的大约18.5万人增加到2020年的大约49万人。增长的很大一部分原因是来自疫情影响及限制外出令。

图表：公司营收情况（百万美元）



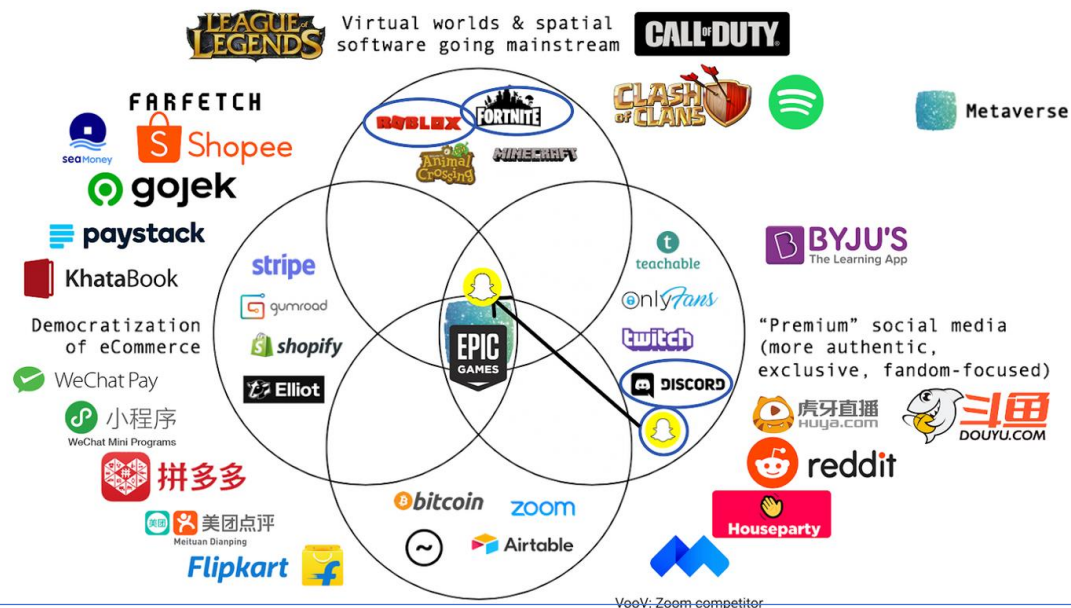
图表：公司净利润情况（百万美元）



平台型经济体腾讯多领域布局元宇宙

- 元宇宙对腾讯这样的平台型经济体有着强烈的吸引力，旗下的众多产品都可以在元宇宙时代有着基建般的作用，可以帮助腾讯实现连接一切的目标，将旗下储备的影视、文学、音乐、IP以及其它产品注入到腾讯的元宇宙中。
- 正如腾讯主席马化腾提出——“这是一个从量变到质变的过程，它意味着线上线下的一体化，实体和电子方式的融合。虚拟世界和真实世界的大门已经打开，无论是从虚到实，还是由实入虚，都在致力于帮助用户实现更真实的体验。”
- 风险提示：元宇宙的发展仍处于较早期阶段，技术研发所需时间仍有不确定性，法律监管风险，市场系统性风险。

图表：腾讯多领域布局元宇宙



5、风险提示

- 行业竞争趋于激烈
- 政策风险
- 疫情影响超预期
- 市场系统性风险等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 财富家园