

【广发传媒&海外】Roblox(RBLX)

推进全球化和用户高龄化，内容生态良好

公司评级	买入
当前价格	49.72 美元
合理价值	60.52 美元
前次评级	买入
报告日期	2022-02-21

核心观点:

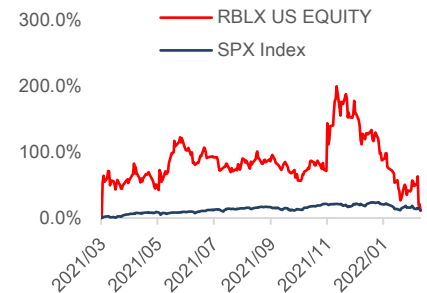
- **Roblox 发布 21Q4 和全年业绩:**21Q4DAU 达到 4950 万,yoy+33.4%, qoq+4.7%; 总时长 108.18 亿小时, yoy+28.3%, qoq-3.3%; 单 DAU 单日使用时长 2.43 小时, yoy-3.8%, qoq-7.6%。2021 年全年, DAU 为 4555 万, yoy+39.6%; 总时长 414.14 亿小时, yoy+35.3%; 单 DAU 单日使用时长 2.53 小时, yoy-1.8%。
- **北美外用户和高龄用户驱动用户增长。**分地区看, 亚太和欧洲拉动整体用户增长, 北美用户再次环比负增长。分年龄看, 13 岁以上用户增长显著快于 13 岁以下用户。时长结构: 亚太、欧洲和其他地区时长随 DAU 而增长, 13 岁以上用户增速更快。
- **付费人数和复购率再创新高, 付费额环比提升。**21Q4 公司的月度独立付费人数达到 1190 万人, 同比增长 25%; 月度复购率达到 89%, 连续第三个季度提升。付费额呈现一定的季节性波动, 21Q4 单 DAU 平均预定收入为 15.57 美元, 同比下降 10%。
- **预定收入增速继续下滑, 单季开发者分成创新高。**21Q4 实现预定收入 7.70 亿美元, yoy+19.9%, qoq+20.7%; 营收 5.69 亿美元, yoy+83.5%, qoq+11.7%。对开发者分成继续增长, 分成数额继续创季度新高。截至 21Q4, 公司开发者分成费用为 1.60 亿美元, yoy+40.5%, qoq+22.9%
- **盈利预测与投资建议:** 调整 2022-2023 年公司 DAU 增速为 19.5% 和 13.2%, DAU 规模分别达 5445、6163 万人, 调整 2022-2023 年公司预定收入 (Bookings) 增速为 19.6% 和 12.6%, 规模分别达到 32.6 亿和 36.7 亿美元。因短期业绩不及预期和互联网板块估值下挫, 根据 PS 估值法, 调整 Roblox 合理价值为 60.52 美元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 用户高龄化和全球化不及预期, 用户增速下滑甚至提前见顶的风险; 用户付费意愿降低, 预定收入减少的风险; 开发者流失的风险。

盈利预测:

货币: 百万 美元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	508	924	1,919	2,471	3,046
增长率 (%)	56%	82%	108%	29%	23%
EBITDA (百万元)	-49	-222	-419	-276	-152
归母净利润 (百万元)	-71	-253	-492	-381	-308
增长率 (%)	-	-	-	-	-
EPS (元/股)	-0.44	-1.39	-0.97	-0.75	-0.60
市盈率 (P/E)	-	-	-	-	-
ROE (%)	-96%	-225%	-83%	-18%	-13%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心。

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】Roblox (RBLX): “内容+社交”, 关注年龄破圈和全球扩张 2021-11-30

联系人:

周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

Roblox 发布 21Q4 和全年业绩：①从运营层面看：21Q4DAU 达到 4950 万，yoy+33.4%，qoq+4.7%，略低于一致预期的 5000 万；总时长 108.18 亿小时，yoy+28.3%，qoq-3.3%，低于一致预期的 111.91 亿小时；单 DAU 单日使用时长 2.43 小时，yoy-3.8%，qoq-7.6%，低于一致预期的 2.48 小时。

2021 年全年，DAU 为 4555 万，yoy+39.6%，低于一致预期的 4612 万；总时长 414.14 亿小时，yoy+35.3%，低于一致预期的 418.46 亿小时；单 DAU 单日使用时长 2.53 小时，yoy-1.8%，略于一致预期的 2.49 小时。

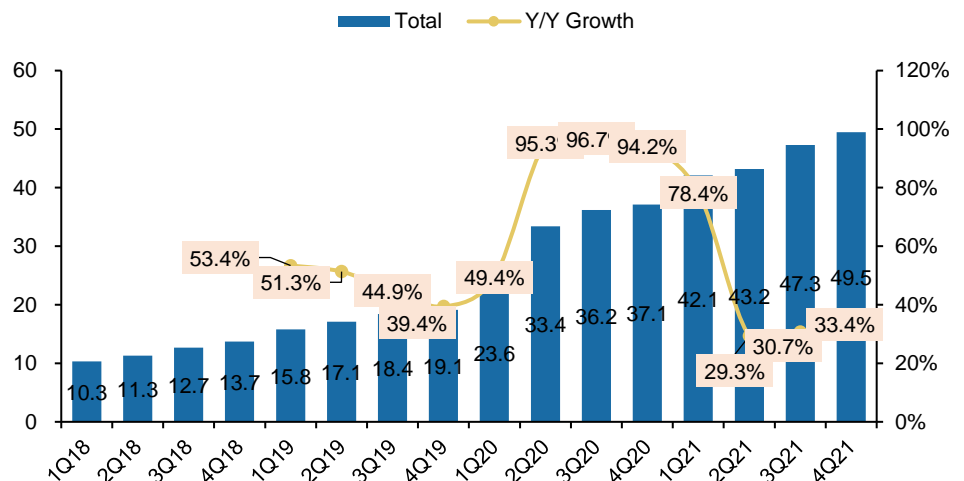
②从经营层面看：21Q4 实现预定收入 (Bookings) 7.70 亿美元，yoy+19.9%，qoq+20.7%，低于一致预期的 7.86 亿 (-2.0%)；营收 5.69 亿美元，yoy+83.5%，qoq+11.7%，低于一致预期的 6.04 亿 (-5.9%)；毛利率 73%，同比和环比均下滑 1pct，低于一致预期的 75%；开发者分成 1.60 亿美元，yoy+40.5%，qoq+22.9%，低于一致预期的 1.66 亿 (-4.0%)；归母净利润 -1.43 亿美元，亏损同比扩大 143.9%，环比扩大 93.6%，高于一致预期的 -0.82 亿。

2021 年全年，实现预定收入 27.26 亿美元，yoy+44.8%，略低于一致预期的 27.38 亿；营业收入 19.19 亿美元，yoy+107.7%，略高于一致预期的 18.91 亿；毛利率为 74%，与去年持平，符合一致预期；开发者分成 5.38 亿美元，yoy+63.8%，略低于一致预期的 5.42 亿；归母净利润 -4.92 亿美元，亏损同比扩大 94.1%，高于一致预期的 -4.31 亿。

一、Q4 用户增速持续提升，全球化和高龄化稳步推进

21Q4 Roblox 的 DAU 达到 4950 万人，yoy+33.4%，qoq+4.7%；21 年全年，DAU 为 4555 万，yoy+39.6%。 Roblox 的 DAU 在 21Q4 继续创下新高，且同比增速相较 Q2 和 Q3 进一步提升，考虑到去年同期受疫情影响之下的高基数，这一趋势体现出 Roblox 的用户增长率正在逐步回归正常化。公司披露 2022 年 1 月的 DAU 达到 5470 万，yoy+32%，继续延续稳定增长态势。

图 1：Roblox DAU (18Q1-21Q4, 百万人)

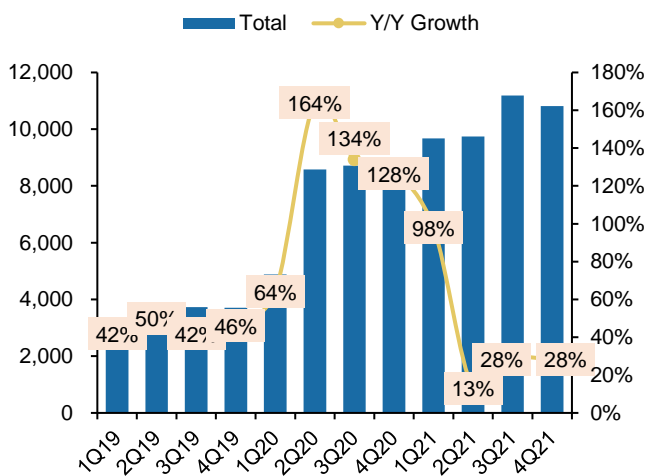


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

21Q4 Roblox的总用户时长108.18亿小时，yoy+28.3%，qoq-3.3%；2021年全年总时长414.14亿小时，yoy+35.3%。Roblox总时长的增长与DAU相近，总时长增长主要由新增用户拉动，但是Q4环比Q3略有下滑。今年1月的单月总时长首次突破40亿小时，达到42亿小时，yoy+26%，同样保持良性健康增长。

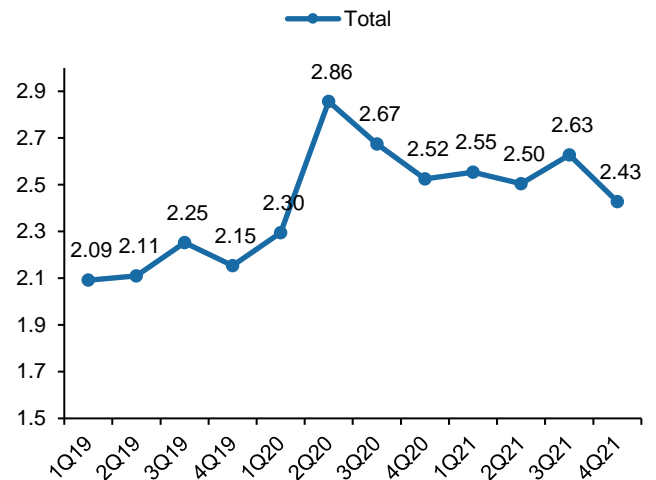
21Q4 Roblox的单DAU单日使用时长为2.43小时，yoy-3.8%，qoq-7.6%。21Q4是最近7个季度以来，单DAU单日使用时长首次下滑至2.5小时以下，虽然21Q3在假期的促进下曾反弹至2.63小时，但从20Q2的高点以来，还是呈现下滑的趋势，这可能是由于新DAU的使用时长较已有用户相对较短，从而拉低了总体的人均使用时长。

图2: Roblox使用总时长 (18Q1-21Q4, 百万小时)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: Roblox单DAU单日使用时长 (18Q1-21Q4, 小时)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

用户和时长的增长得益于社区内的优质内容,内容的数量、品种和质量都有所提高。根据公司股东信,2021年用户总时长超过100万小时的体验数达到1900个,较2020年的1500个和2019年的800个有显著提升。

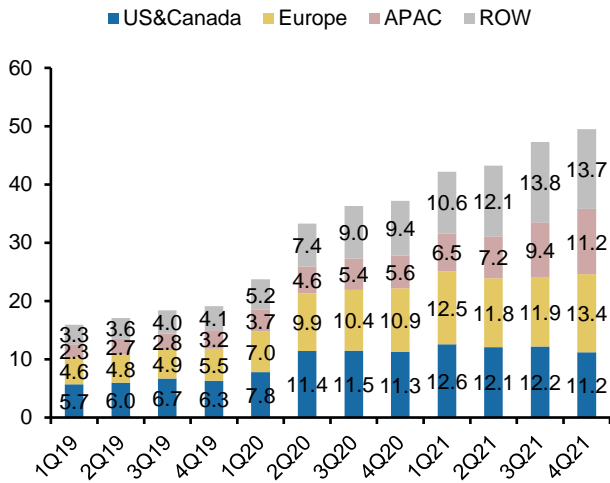
公司还通过音乐会、和品牌合作,以及教育等方式吸引新用户和留存已有用户。根据公司股东信,2021年公司与12个品牌合作伙伴开展合作,并举办了六个音乐活动。此外,公司还启动了Roblox社区基金,通过向在Roblox平台上开发课程和教育体验的教育组织提供资助,帮助公司迅速进入教育垂类。

1.用户结构: 北美外用户和高龄用户驱动用户增长

分地区看,亚太和欧洲拉动整体用户增长,北美用户再次环比负增长。静态上看,截至21Q4,Roblox DAU的地区分布从高到低依次为:其他地区的1370万,欧洲的1340万,北美和亚太同为1120万。趋势上看,亚太保持高增长,21Q4同增高达101%;欧洲21Q4同比增速较上季度提速至23%;其他地区虽然环比出现下滑,但同比增速仍维持在较高的46%。占比上看,其他地区占总DAU的28%,环比小幅下滑;欧洲占比达27%,环比提升2pct;亚太占比达23%,连续第6个季度占比提升;北美占比则持续下滑,目前下滑至23%。根据公司21Q4业绩会,21Q4 DAU增长较快的代表

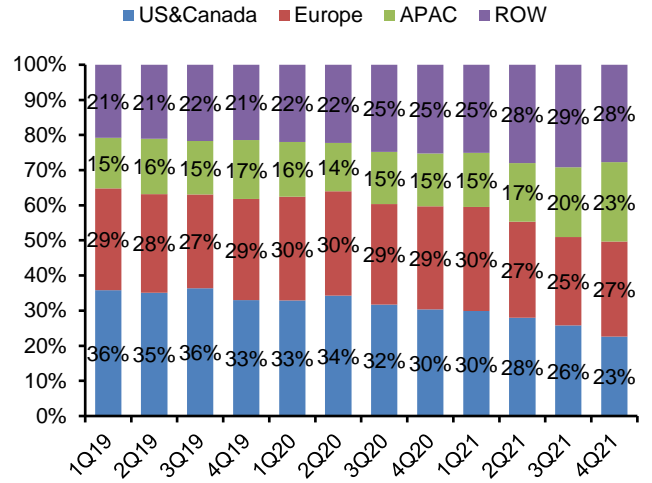
国家包括巴西、俄罗斯、印度和日本，其中后两者在21Q4实现了超过100%的同比增长（也有低基数原因）。

图4: Roblox分地区DAU (18Q1-21Q4, 百万人)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

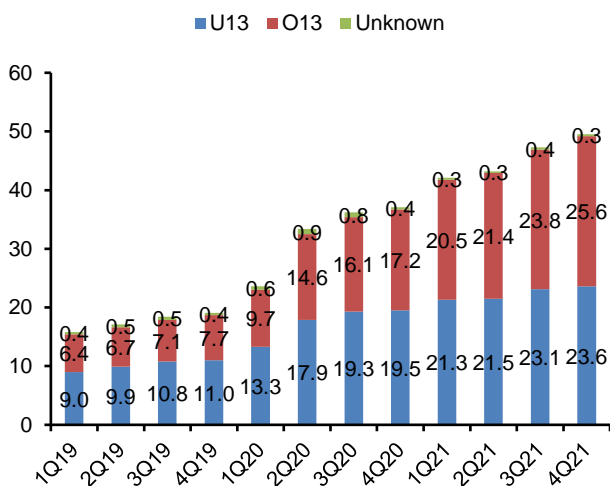
图5: Roblox分地区DAU占比 (18Q1-21Q4, %)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

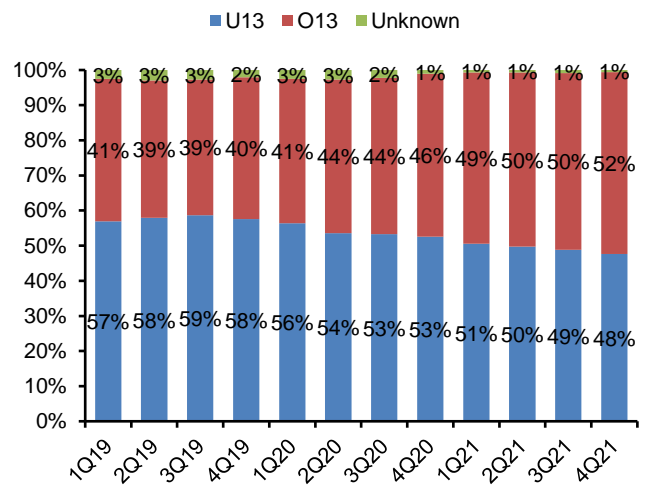
分年龄看, 13岁以上用户增长显著快于13岁以下用户。截至21Q4, 13岁以上用户增长至2560万, 同比增长49%; 13岁以下用户增长至2360万, 同比增长21%。占比上看, 13岁以上用户进一步提升至52%, 同比提升2pct; 13岁以下用户占比下滑至48%, 同比下滑1pct。根据21Q4业绩会, 公司17-24岁的用户群体在1月份同比增长达51%。根据公司股东信, 截至2021年12月, 在Top1000的体验中, 有40%的体验的用户时长, 13岁以上用户贡献超过50%。

图6: Roblox分年龄DAU (18Q1-21Q4, 百万人)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: Roblox分年龄DAU占比 (18Q1-21Q4, %)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

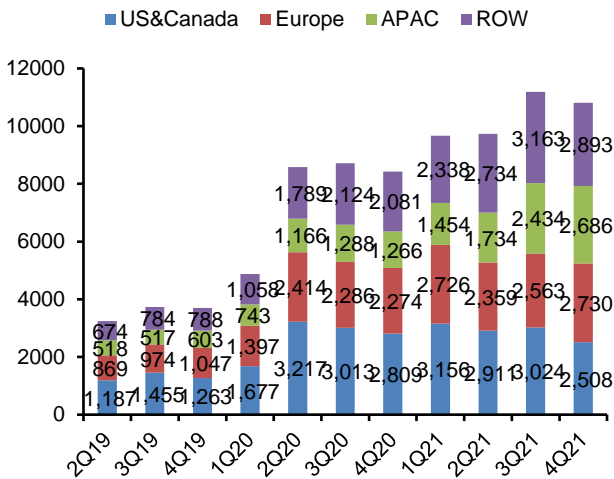
2.时长结构: 亚太、欧洲和其他地区时长随DAU而增长, 13岁以上用户增速更快

(1) 总使用时长:

分区域看,除北美外其他地区都保持正增长。亚太总时长同比持续高增长,21Q4总时长达到26.9亿小时,同比增长112%,较21Q2和Q3的增长速度进一步加快;欧洲也从21Q2负增长后持续21Q3趋势提速增长,21Q4总时长达到27.3亿小时,同比增长20%;其他地区总时长与DAU类似,环比有所下滑,但同比增速仍在39%,时长达28.9亿小时;北美时长为25.1亿小时,同比下滑11%。

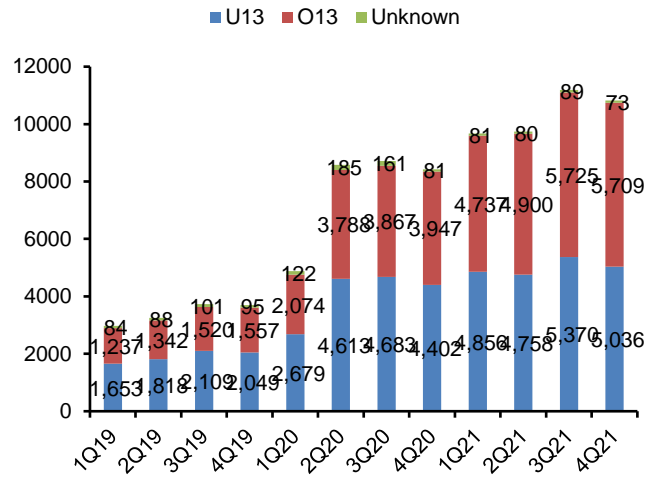
分年龄看,13岁以上用户的增速显著快于13岁以下。截至21Q4,13岁以上用户总时长为57.1亿小时,同比增长45%,时长占比进一步提升至53%,连续第五个季度占比提升;13岁以下用户总时长为50.4亿小时,同比增长14%,时长占比下滑至47%。

图8: Roblox分区域总时长(18Q1-21Q4,百万小时)



数据来源:公司财报,广发证券发展研究中心

图9: Roblox分年龄总时长(18Q1-21Q4,百万小时)



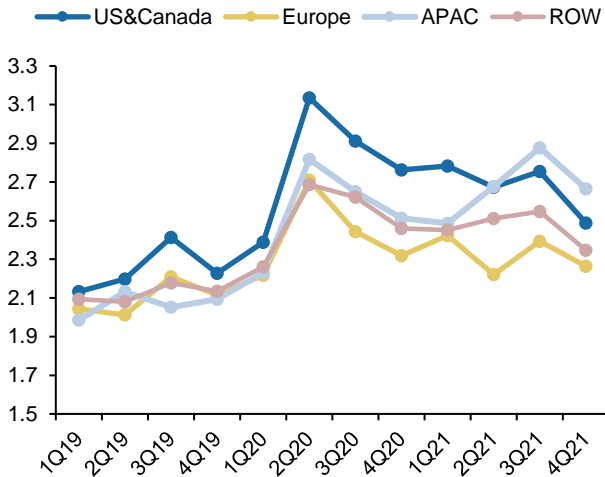
数据来源:公司财报,广发证券发展研究中心

(2) 人均单日使用时长:

分区域看,各区域人均时长排名保持稳定,亚太用户时长较长。亚太在21Q2超过北美成为单DAU单日时长最长的区域,并一直保持领先,21Q4达到2.66小时,同增6%,是唯一保持同比正增长的区域;北美用户为2.49小时,同比下滑10%;欧洲用户为2.26小时,同比下滑2%;其他地区为2.35小时,同比下滑5%。

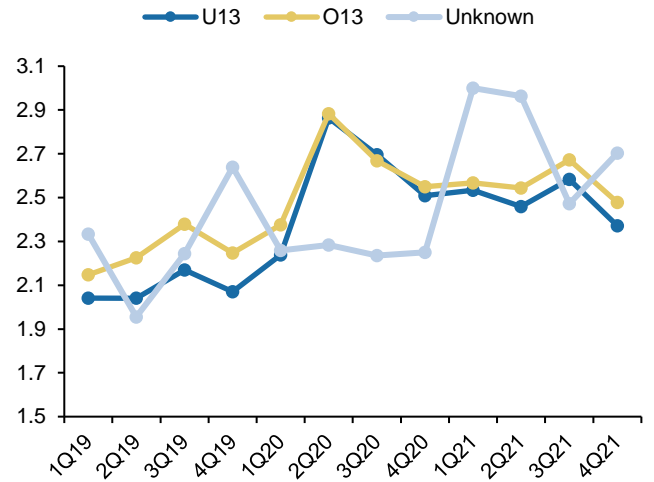
分年龄看,13岁以上用户人均单日时长领先于13岁以下用户。截至21Q4,13岁以上用户单DAU单日时长为2.48小时,同比下滑3%;13岁以下用户为2.37小时,同比下滑5%。从近几个季度来看,13岁以上用户时长基本能稳定高于13岁以下用户。

图10: Roblox分区域总时长 (18Q1-21Q4, 百万小时)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: Roblox分年龄总时长 (18Q1-21Q4, 百万小时)

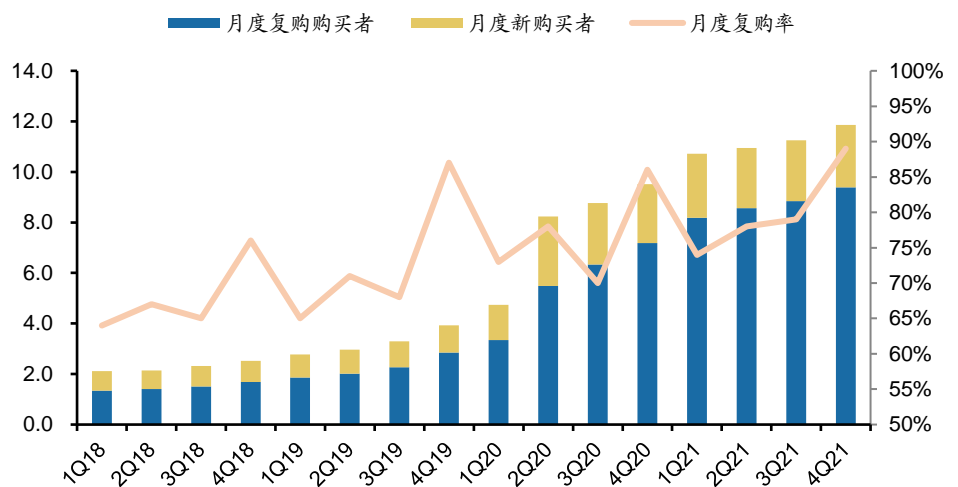


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、付费人数和复购率再创新高, 付费额环比提升

21Q4月度独立付费人数和月度复购率再创历史新高。截至21Q4, 公司的月度独立付费人数达到1190万人, 同比增长25%, 其中复购的付费用户为939万人, 同增31%, 新付费用户为247万人, 同增6%。复购的付费用户增速快于新付费用户, 体现了平台社区较高的粘性, 这一特点也从复购率中得到体现。截至21Q4, 公司的月度复购率达到89%, 连续第三个季度提升, 对已有用户具有极强的吸引力。

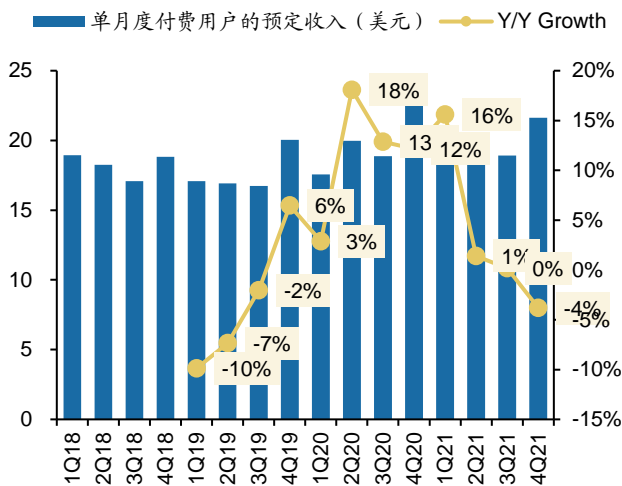
图 12: Roblox月度付费人数 (百万人) 和复购率 (%) (18Q1-21Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

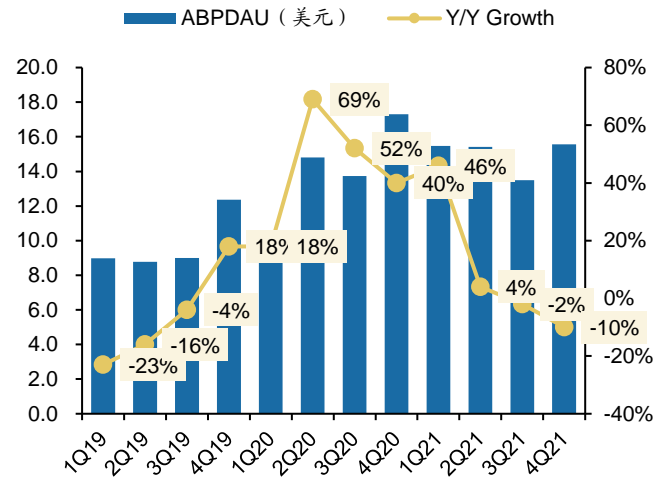
从付费额上看，呈现一定的季节性波动，21Q4同比出现一定下滑。截至21Q4，单月度独立付费用户预定收入（Average Bookings Per Monthly Unique Payer）为21.63美元，同比略降4%；单DAU平均预定收入为15.57美元，同比下降10%。这主要由于20Q4的高基数所致。

图13：单月度独立付费用户的平均预定收入（18Q1-21Q4，美元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图14：单DAU平均预定收入（18Q1-21Q4，美元）



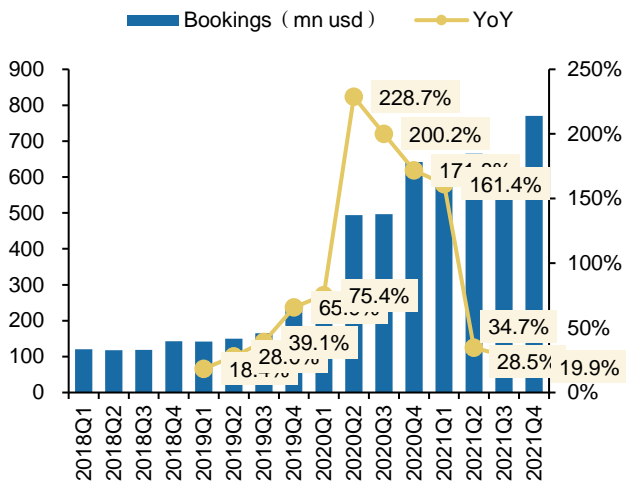
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、21Q4 预定收入增速继续下滑，单季开发者分成创新高

21Q4完成单季度最高预定收入，同比增速由于去年高基数持续下滑。21Q4实现预定收入7.70亿美元，yoy+19.9%，qoq+20.7%；营收5.69亿美元，yoy+83.5%，qoq+11.7%。2020年Q2开始，在疫情的影响下，公司预定收入快速增长，使得2020年Q2之后基数较高，因此2021年Q2-Q4的同比增速较2020年出现明显放缓，连续7个季度增速下滑。

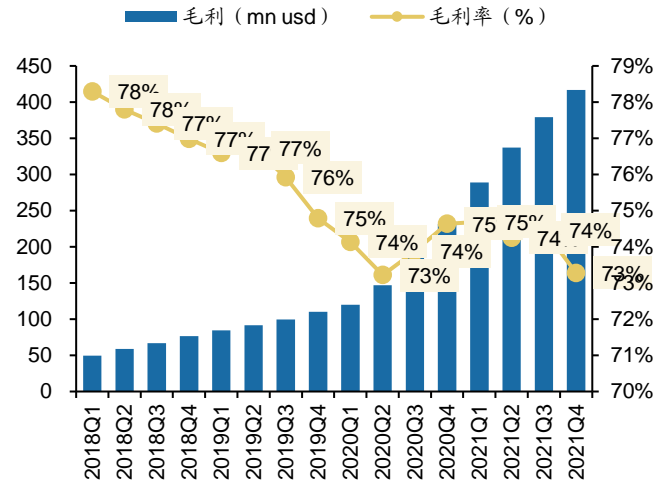
营业成本同增93%至1.52亿美元，主要由于员工人数扩充造成的人工成本增加所致（从2020年末的1046人增加到2021年末的1596人），同增81%达到1.21亿美元。从2020年开始，公司毛利率基本维持在75%附近波动。21Q4毛利率73%，同比和环比均下滑1pct。

图15: Roblox预定收入 (18Q1-21Q4, 百万美元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图16: Roblox毛利 (百万美元) 和毛利率 (%) (18Q1-21Q4)



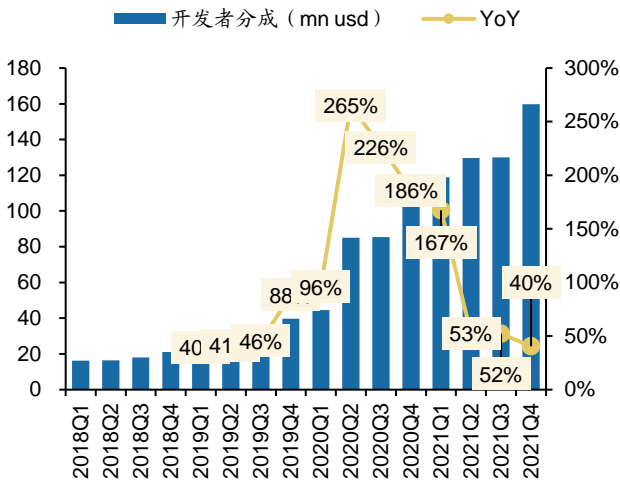
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

21Q4公司对开发者分成继续增长, 分成数额继续创季度新高。截至21Q4, 公司开发者分成费用为1.60亿美元, yoy+40.5%, qoq+22.9%。根据公司股东信, 2021年, Roblox开发者社区的收入达到5.58亿美元, 超过了公司5亿美元的目标。与两年前的1.12亿美元相比, 开发者的收益增长了近5倍, 或年复合增长率达到119%。这其中包括了基于用户参与度(时长)的支出, 在激励现有开发者和吸引新开发者方面是有效的。同时, 随着获得分成的开发者不断增加, 开发者头部化有所减弱。根据公司股东信, 2021年12月的Top10体验赚取的Robux占比为45%, 较去年12月的57%降低12pct, 更多的开发者在公司的经济系统中分成, 有助于进一步提升开发者的创造性和参与度。

公司不断加大研发投入, 研发费用占预定收入比例持续提升。截至21Q4, 公司研发费用达1.74亿美元, 同比增长189%, 占预定收入比例提升至22.5%, 占比连续4个季度提升, 在研发上投入更多资源。

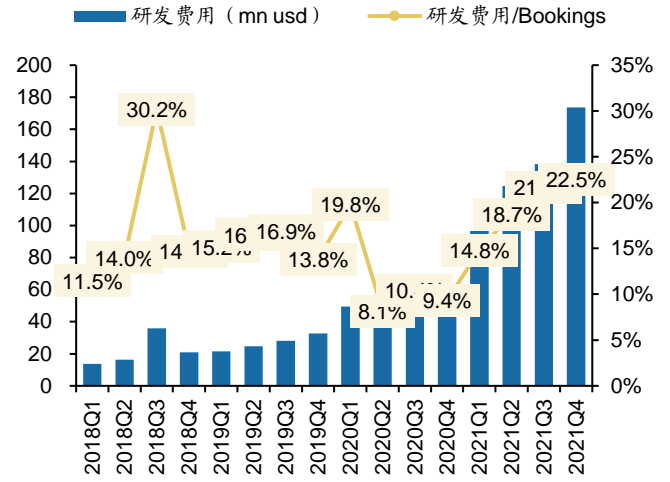
公司也对业务相关的公司进行了收购。根据公司股东信, 2021年公司完成了三个战略收购, 以加速公司的产品路线图, 比如购买Guilled的独立聊天平台。

图17: Roblox开发者分成 (百万美元) 和同比增速 (%) (18Q1-21Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图18: Roblox研发费用 (百万美元) 和对预定收入占比 (%) (18Q1-21Q4)

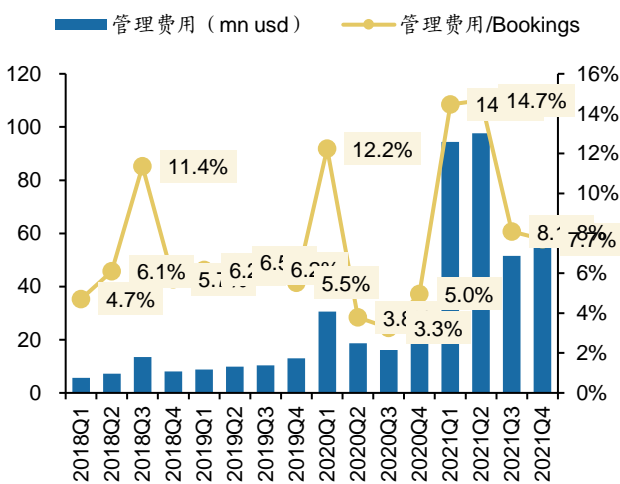


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

21Q4管理费用和占预定收入比例有所下降, 公司管理效率提升。21Q4公司管理费用达5938万美元, 同比增长86%, 同比增速较上半年明显放缓。同时, 管理费用占预定收入的比例较上半年也显著下降。

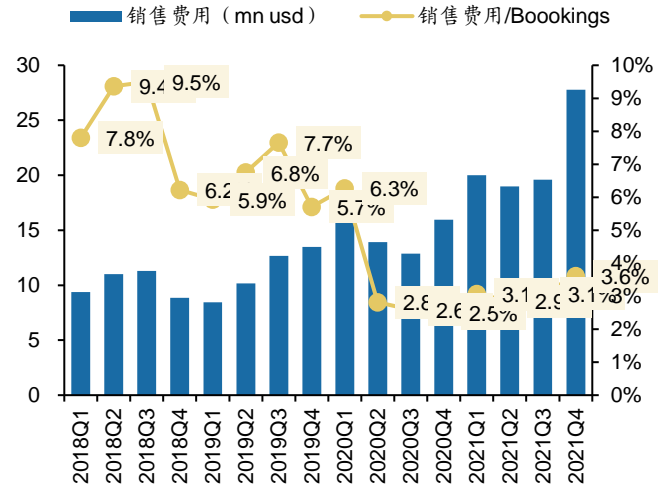
21Q4销售费用明显提升, 但占预定收入的比例仍维持在低位。21Q4公司销售费用达2777万美元, 同比增长74%。销售费用占预定收入的比例虽然连续两个季度提升, 但仅占到3.6%。根据公司的发展战略, 预计未来这一占比不会出现较大提升。

图19: Roblox管理费用 (百万美元) 和对预定收入占比 (%) (18Q1-21Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: Roblox销售费用 (百万美元) 和对预定收入占比 (%) (18Q1-21Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

用户指标预测调整：我们调整2022-2023年公司DAU（全年均值）增速为19.5%和13.2%，DAU规模分别达到5445万人和6163万人。分地区来看，2022年，我们预测北美DAU增速为7.8%，规模达到1296万人；欧洲DAU增速为15.3%，规模达到1429万人；亚太DAU增速为52.0%，规模达到1304万人；其它地区增速为12.8%，规模达到1415万人。

收入预测调整：我们调整2022-2023年公司预定收入增速为19.6%和12.6%，预定收入（Bookings）规模分别达到32.6亿和36.7亿美元。分地区来看，2022年，我们预测北美预定收入增速为8.3%，达到18.2亿美元；欧洲的增速为26.2%，达到6.9亿美元；亚太增速为69.3%，达到5.0亿美元；其它地区增速为23.1%，达到2.6亿美元。

表 1：2022-2023 年公司分地区收入预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
Bookings (mn usd)	499	694	1,883	2,726	3,260	3,670
YoY		39.1%	171.2%	44.8%	19.6%	12.6%
北美 Bookings (mn usd)	362	483	1,284	1,679	1,819	2,031
YoY		33.3%	165.7%	30.7%	8.3%	11.7%
北美 DAU (mn)		6.2	10.5	12.0	13.0	13.9
YoY			70.0%	14.5%	7.8%	7.5%
北美 ARPU (usd/hour)		0.097	0.120	0.145	0.157	0.160
YoY			24.0%	21.0%	8.4%	2.1%
北美单 DAU 年均时长 (hour)		807	1,008	963	893	908
YoY			24.8%	-4.5%	-7.3%	1.7%
欧洲 Bookings	78	123	353	546	689	755
YoY		56.9%	187.2%	54.8%	26.2%	9.5%
欧洲 DAU (mn)		5.0	9.6	12.4	14.3	15.8
YoY			92.9%	29.8%	15.3%	10.5%
欧洲 ARPU (usd)		0.033	0.042	0.053	0.058	0.061
YoY			28.2%	24.8%	9.8%	6.3%
欧洲单 DAU 年均时长 (hour)		754	872	837	834	778
YoY			15.6%	-4.0%	-0.3%	-6.7%
亚太 Bookings (mn usd)	35	55	139	293	496	626
YoY		56.3%	152.4%	110.6%	69.3%	26.1%
亚太 DAU (mn)		2.8	4.8	8.6	13.0	17.4
YoY			75.5%	77.7%	52.0%	33.5%
亚太 ARPU (usd)		0.027	0.031	0.035	0.039	0.041
YoY			15.8%	13.8%	9.3%	5.7%
亚洲单 DAU 年均时长 (hour)		744	919	963	981	877
YoY			23.6%	4.8%	1.9%	-10.6%

拉美&中东&非洲 Bookings (mn usd)	23	33	107	208	256	258
YoY		43.8%	222.1%	95.6%	23.1%	0.6%
拉美&中东&非洲 DAU (mn)		3.8	7.8	12.6	14.2	14.5
YoY			106.7%	61.9%	12.8%	2.4%
拉美&中东&非洲 ARPU (usd)		0.012	0.015	0.019	0.021	0.022
YoY			31.0%	23.9%	9.8%	5.6%
拉美&中东&非洲单 DAU 年均时长 (hour)		764	903	887	882	821
YoY			18.2%	-1.7%	-0.6%	-6.9%
Total DAU (mn)	12.0	17.6	32.6	45.6	54.4	61.6
YoY		46.7%	85.1%	39.6%	19.5%	13.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2021 年分地区 ARPU 和 Bookings 为预测值。

我们调整2022-2023年开发者分成增速为23.4%和18.8%，达到6.6亿美元和7.9亿美元；基础设施和安全费用增速为0.6%和8.8%，达到4.6亿美元和5.0亿美元；研发费用占预定收入为20.7%和22.5%，达到6.7亿美元和8.3亿美元；管理费用占预定收入为10.8%和10.5%，达到3.5亿美元和3.9亿美元；销售费用占预定收入为2.4%和2.2%，达到7701万美元和8073美元。

表 2：2022-2023 年公司成本费用预测（百万美元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
开发者分成	72	112	329	538	664	789
开发者分成/Bookings	14.4%	16.1%	17.5%	19.7%	20.4%	21.5%
YoY		55.8%	193.6%	63.8%	23.4%	18.8%
基础设施和安全	106	157	264	456	459	500
单 DAU 基建费用	8.8	8.9	8.1	10.0	8.4	8.1
YoY		48.4%	68.6%	72.8%	0.6%	8.8%
研发费用	87	107	201	533	674	826
研发费用/Bookings	17.4%	15.4%	10.7%	19.6%	20.7%	22.5%
YoY		23.0%	88.1%	164.7%	26.4%	22.5%
管理费用	34	42	97	303	353	385
管理费用/Bookings	6.9%	6.0%	5.2%	11.1%	10.8%	10.5%
YoY		21.7%	132.1%	211.3%	16.5%	9.2%
销售费用	41	45	58	86	77	81
销售费用/Bookings	8.1%	6.4%	3.1%	3.2%	2.4%	2.2%
YoY		10.3%	30.5%	47.9%	-10.8%	4.8%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

投资建议：我们仍采用PS/收入增速给公司估值。去年下半年到今年来，Roblox及其可比公司估值持续下行，且公司短期业绩略低于预期，整体估值受挫。但长期来看，公司业务全球化和高龄化战略能在更长时间维度为公司带来回报，相对于其它社交和SaaS公司而言应给予一定溢价，且随着元宇宙的社会认知进一步渗透，公司有更多变现场景和可能性有待挖掘。我们参考可比公司Unity目前的PS/收入增速为0.61倍，给予Roblox 11.1x 2022年PS，对应的Roblox合理价值为350亿美元，对应为60.52美元/股，维持“买入”评级。

表 3：估值方法

目标公司							
估值指标 (2022E)	Roblox	Snapchat	Bilibili	Unity	Shopify	Twilio	平均值
收入(百万美元)	3,165	5,644	4,269	1,470	6,080	3,834	
复合增速 (2022E-2024E)	18.1%	38.9%	33.3%	31.7%	34.6%	30.5%	
PS	11.1	10.9	3.2	19.3	13.6	7.4	7.1
PS/收入增速	0.61	0.28	0.10	0.61	0.39	0.24	0.19
估值(百万美元)	35,034						
总股本(百万股)	579						
每股股价(美元)	60.52						

资料来源：彭博，广发证券发展研究中心；市值取2月18日收盘价。

表 4：公司 21Q4 运营和经营数据和预期对比

	2020Q4	2021Q3	2021Q4	YoY(%)	QoQ(%)	vs 一致预期	
运营数据							
DAU (百万)	37.1	47.3	49.5	33.4%	4.7%	50.0	-1.1%
总时长 (百万小时)	8430	11184	10818	28.3%	-3.3%	11191	-3.3%
单 DAU 单日使用时长 (小时)	2.52	2.63	2.43	-3.8%	-7.6%	2.48	-2.3%
经营数据 (百万 美元)							
Bookings	642	638	770	19.9%	20.7%	786	-2.0%
营业收入	310	509	569	83.5%	11.7%	604	-5.9%
营业成本	79	130	152	93.3%	16.9%	150	1.3%
毛利率(%)	75%	74%	73%	-1%	-1%	75%	
开发者分成	114	130	160	40.5%	22.9%	166	-4.0%
% Bookings	20%	20%	21%				
归母净利润	-59	-74	-143	143.9%	93.6%	-82	73.7%
% Rev	-19%	-15%	-25%			-14%	

资料来源：公司财报，彭博，广发证券发展研究中心。

表 5: 公司 2021 全年运营和经营数据和预期对比

	2018A	2019A	2020A	2021A	YoY(%)	vs 一致预期	
运营数据							
DAU (百万)	12.0	17.6	32.6	45.55	39.6%	46.12	-1.2%
总时长 (百万小时)	9429	13652	30602	41414	35.3%	41846	-1.0%
单 DAU 单日使用时长 (小时)	2.15	2.13	2.57	2.53	-1.8%	2.49	1.7%
经营数据 (百万 美元)							
Bookings	499	694	1,883	2,726	44.8%	2,738	-0.5%
营业收入	325	508	924	1,919	107.7%	1,891	1.5%
营业成本	73	122	240	497	107.1%	494	0.6%
毛利率(%)	78%	76%	74%	74%	0%	74%	
开发者分成	72	112	329	538	63.8%	542	-0.6%
% Bookings	14%	16%	17%	20%		20%	
归母净利润	-88	-71	-253	-492	94.1%	-431	
% Rev	-27%	-14%	-27%	-26%		-23%	

资料来源: 公司财报, 彭博, 广发证券发展研究中心。

五、风险提示

用户高龄化和全球化不及预期, 用户增速下滑甚至提前见顶的风险; 用户付费意愿降低, 预定收入减少的风险; 引擎功能提升不及预期, 平台基建缓慢, 开发者流失的风险; 游戏行业赛道竞争加剧的风险; 青少年用户年龄增长后自然流失的风险。

	单位：百万 美元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
流动资产	572	1,424	3,750	5,371	6,516
货币资金	301	894	3,004	4,303	5,212
应收及预付	91	247	307	445	548
递延营业成本	101	257	406	569	705
其他流动资产	78	26	32	54	51
非流动资产	188	424	811	740	847
固定资产	143	206	271	372	425
递延营业成本	39	114	138	190	190
无形资产	2	42	60	117	170
商誉	0	60	118	60	60
其他长期资产	3	2	224	2	2
资产总计	760	1,848	4,561	6,112	7,362
流动负债	496	1,229	2,167	3,134	4,072
应付账款	3	12	64	63	78
预收账款及其他流	36	65	181	190	235
其他流动负债	456	1,151	1,922	2,881	3,758
非流动负债	190	507	1,801	813	997
递延收入-非流动负	164	485	617	791	975
其他非流动负债	26	22	1	22	22
负债合计	686	1,735	3,968	3,947	5,068
股本	0	0	—	0	0
股本溢价	102	240	1,569	3,518	3,963
其他综合收益	0	0	0	0	0
留存收益	-239	-492	-984	-1,374	-1,689
少数股东权益	24	20	8	20	20
可转换优先股	187	345	0	0	0
负债和股东权益	760	1,848	4,561	6,112	7,362

	单位：百万 美元				
至 12 月 31 日	2019	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	508	924	1,919	2,471	3,046
营业成本	122	240	497	633	783
开发者分成	112	329	538	664	789
基础设施和安全	157	264	456	459	500
研发费用	107	201	533	674	826
管理费用	42	97	303	353	385
销售费用	45	58	86	77	81
营业利润	-76	-266	-495	-389	-317
净利息收入	7	2	0	0	0
其他收入/支出	-1	0	-2	-2	-2
税前利润	-71	-264	-504	-391	-319
所得税	0	-7	0	-1	-4
净利润	-71	-258	-503	-390	-315
少数股东损益	0	-4	-12	-9	-7
归属母公司净利润	-71	-253	-492	-381	-308
EBITDA	-49	-222	-419	-276	-152
EPS (元)	-0.44	-1.39	-0.97	-0.75	-0.60

	单位：百万 美元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
经营活动现金流	99	524	659	543	719
净利润	-71	-258	-503	-390	-315
折旧摊销	28	44	76	113	165
营运资金变动	143	738	1,087	820	869
投资活动现金流	-84	-97	-147	-144	-111
资本支出	-83	-104	-93	-196	-183
投资变动	-90	-6	0	0	0
其他	89	13	-54	52	73
筹资活动现金流	53	165	1,598	900	300
发行可转换优先	0	0	0	0	0
发行普通股所得	3	15	76	0	0
其他	50	150	1,522	900	300
现金净增加额	68	592	2,110	1,299	909
期初现金余额	234	301	894	3,004	4,303
期末现金余额	301	894	3,004	4,303	5,212

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	56%	82%	108%	29%	23%
营业利润增长	53%	77%	108%	29%	23%
归母净利润增长	-	-	-	-	-
获利能力					
毛利率	76%	74%	74%	74%	74%
净利率	-14%	-27%	-26%	-15%	-10%
ROE	-96%	-225%	-83%	-18%	-13%
偿债能力					
资产负债率	111%	106%	115%	155%	145%
流动比率	115%	116%	173%	171%	160%
速动比率	115%	116%	173%	171%	160%
营运能力					
总资产周转率	150%	200%	238%	247%	242%
应收账款周转率	714%	546%	692%	657%	613%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标 (元)					
每股收益	-0.44	-1.39	-0.97	-0.75	-0.60
每股经营现金流	0.61	2.88	1.30	1.07	1.40
每股净资产	0.31	0.51	1.16	4.21	4.43
估值比率					
P/S	57	31	15	12	9
P/E	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。