

ROBLOX (RBLX)

证券研究报告

2022 年 02 月 25 日

年度点评：解读短期流水不确定性、核心破圈逻辑、UGC 引擎价值以及中长期平台商业化空间

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

李泽宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

相关报告

1 《ROBLOX-公司动态研究:预计 Q4 用户活跃度加速增长，流水或不及预期》
2022-02-10

Q4 点评：和 Preview 数据库预测数据相比，用户和流水端均有误差，12 月份数据跟踪偏差较大。1 月数据则正如 Preview 点评里所提到的，目前 Roblox 的用户数据增长和流水表现呈割裂状态：21Q1、Q2、Q3 DAU 同比呈加速增长趋势；反观流水，21 年同比呈显著下滑趋势。1 月之后寒假的季节性结束，我们预计 2-3 月份用户端不会出现较大幅度环比增长；而 1 月份较差流水表现+去年 Q1 流水的高基数也意味着如果 2-3 月份的流水不出现超预期的增长，整体 Q1 的流水会低于市场一致预期，所以我们调整了 22Q1E 的流水，预测区间为 7.0 - 7.3 亿美元，同比增长 7%-12%。

通过市场聚焦的四个问题来理解 Roblox 短期的问题和中长期的成长性：

1) 活跃用户和流水数据表现为何割裂？用户和流水的矛盾点在哪？

公司战略重心为用户生态的扩张，即全球化、年龄破圈、平台内容扩张，驱动疫情后 DAU 保持 40%增长的高增速。流水端其实自 20 年疫情限制出门+国家财政放宽带来的高点后，一直缺乏新的增长驱动，我们对流水增速下滑解读保持 Preview 点评里的观点。短期用户和流水表现割裂带来的是短期收入端的不确定性，即流水恢复增速的时间点，故我们分情况预测 Roblox 流水，测算其合理估值区间。

2) 到底是否有在破圈，破圈驱动用户增长逻辑是否稳固？

破圈一直都是 Roblox 的核心逻辑，在持续验证逻辑的过程中，数据端或有偏差/质疑，但是内容生态的快速迭代和部分体验复杂化/精美化是可见的。破圈增长的背后，是游戏/内容生态在变得越来越“好玩”，是“火出圈”的内容体验驱动新用户增长，而由内容生态驱动的用户破圈是需时间积累的，并不是爆发式地将平均年龄提升。所以我们认为不能通过短期或者季度性的北美 DAU 变化全盘否定 Roblox 的中长期破圈逻辑和趋势，仍需紧密跟踪数据持续验证破圈逻辑。22 年则重点关注个性化推荐和其他新产品的上线，有望加速平台破圈趋势。

3) UGC 引擎的价值在哪？如何看待“PUGC”的趋势？

UGC 引擎的本质是降低/颠覆 3D 内容和游戏的开发成本，其价值在于供给和需求形成的闭环。从底层去理解，Roblox 其实构筑了一个 3D 内容/游戏开发的闭环平台，包含了内容创作-上线-运营的所有环节。Roblox 所展露的“PUGC”是可持续性的内容生态发展模式，也是用户和流水增长核心驱动因素之一，可持续性的背后是理解 Roblox 平台 UGC 的价值和对于中小型 PGC 工作室的价值。

4) 为何看好第二增长曲线广告/电商落地？如何理解其商业价值？

Roblox 是一个以 UGC 3D 内容/游戏为媒介的社交平台，21 年平台上有超过 1900 个内容具备超百万小时的用户活跃度，Roblox 已具备足够活跃的用户生态去赋能开发者将流量商业化变现。3D 广告的价值在于，多数内容平台为单向输出信息，而 Roblox 中的 3D 内容具备更强的互动属性。由于 Roblox 在商业化端进展不及我们预期，目前管理层将重心更多放在用户生态，所以我们调整了广告/电商收入空间的测算：保守预计 24E 能做到社交媒体平均每小时广告收入的 10%（0.01 美元/每小时广告收入）或平均 CPM 收费的 30%（2.12 美元），对应 21E 折现估值为 63-87 亿美元。

核心观点：在 UGC 和 3D 流量生态的趋势下，Roblox 从底层技术和平台生态构筑的双壁垒使其在 3D 内容 UGC 领域保持绝对龙头地位。我们认为在短期流水的担忧下，中长期的逻辑仍然稳固，Roblox 超预期的用户生态扩张以及破圈是其未来商业化拓宽的基础和壁垒。

投资建议：因短期流水的不确定性以及宏观加息下行业估值下行，我们将 Roblox 目标价由 96 美元/股下调至 71 美元/股（23E 10x EV/Sales），维持“买入”评级。如果将第二增长曲线放入估值，对应估值空间为 84.6-100.8 美元/股。

风险提示：用户增长不及预期；全球化和破圈进展不及预期；流水恢复不及预期，新用户付费转化率较低风险；宏观加息预期恶化，导致行业估值变化风险；

1. Roblox Q4 + 1 月业绩：活跃用户加速增长，流水增速放缓

Q4 用户增长低于一致预期，流水符合预期：

- Roblox Q4 DAU 4950 万，同比增长 33%，低于彭博一致预期 5000 万，低于 Preview 预测 5120 万；
- 流水 7.70 亿美元，同比增长 20%，12 月份流水 77% 同比增长接近 Q3 会议指引(约 80%)，彭博一致预期为 7.69 亿美元，符合预期，高于 Preview/数据库跟踪的 7.20 亿美元；
- 使用时长为 108 亿小时，同比增长 28%，低于彭博一致预期 112 亿小时，折算单用户每日使用时长为 2.48 小时，符合数据库预测的 2.45 小时。

1 月用户增长加速增长超预期，流水增速则进一步放缓：

- Roblox 1 月 DAU 5470 万，同比增长 32%，环比增长 13%，超市场一致预期（彭博 22 年 DAU 预期为 5600 万），低于数据库跟踪的 5710 万；
- 流水 2.22 亿美元，同比增长 2%~3%，流水增速进一步放缓。
- 使用时长为 42 小时，单用户每日使用时长 2.56 小时。

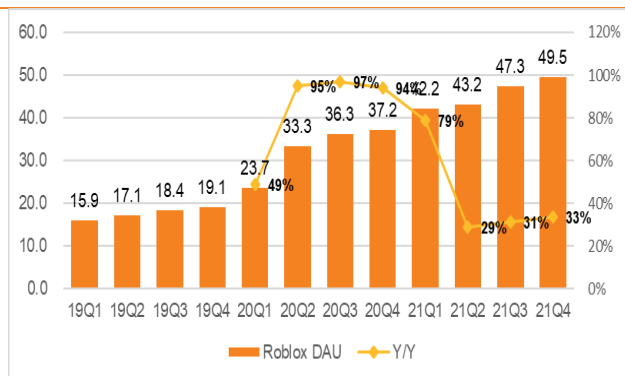
图 1：Preview 数据库预测和 Q4 数据对比

详情请见财务数据和关键数据页	2021Q1	2021Q2	2021Q3A	数据库预测 2021Q3E	2021 Oct	2021 Nov	2021 DEC	数据库预测 2021Q4A	数据库预测 2021Q4E	彭博一致预期 2021Q4E	2022 Jan
DAU (百万人)	42.1	43.2	47.3	47.1	50.5	49.4	48.5	49.5	51.2	50.0	54.7
YOY%	79%	29%	31%	30%				33%	38%	35%	32%
环比	13%	3%	9%	9%	7%	-2%	-2%	5%	8%	6%	13%
使用时长 (小时)	2.6	2.44	2.61	2.63	2.35	2.43	2.66	2.48	2.45	2.46	2.56
YOY%	12%	-14%	0%	0%				0%	-1%	-1%	
环比	3%	-4%	7%	8%	-2%	4%	10%	-5%	-7%	-6%	-4%
流水 (百万美元)	652	666	638	626	191	210	371	770	720	769	222
YOY%	161%	35%	28%	26%				20%	12%	20%	3%
环比	2%	2%	-4%	-6%	-2%	10%	77%	21%	13%	23%	-40%

资料来源：Roblox Q4 季报，天风 Roblox 数据库，天风证券研究所

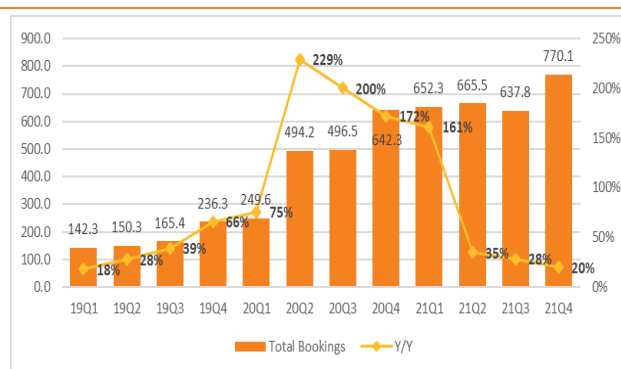
点评：和 Preview 数据库预测数据相比，用户和流水端均有误差，12 月份数据跟踪偏差较大。1 月数据则正如 Preview 点评里所提到的，目前 Roblox 的用户数据增长和流水表现呈割裂状态：21Q1、Q2、Q3 DAU 同比呈加速增长趋势；反观流水，21 年同比呈显著下滑趋势。1 月之后寒假的季节性结束，我们预计 2-3 月份用户端不会出现较大幅度环比增长；而 1 月份较差流水表现加上去年 Q1 流水的高基数也意味着如果 2-3 月份的流水不出现超预期的增长，整体 Q1 的流水会低于市场一致预期，所以我们调整了 22Q1E 的流水，预测区间为 7.0 - 7.3 亿美元，同比增长 7%-12%。

图 2：DAU (单位百万人，疫情影响减弱后，21 年 DAU 呈加速增长趋势)



资料来源：Roblox Q4 季报，天风证券研究所

图 3：流水 (单位百万美元，未能在疫情后展现出 ARPU 增长趋势)



资料来源：Roblox Q4 季报，天风证券研究所

2. Roblox 四问：理解 Roblox 短期的问题和中长期的成长性

2.1. 一问：活跃用户和流水数据表现为何割裂？用户和流水的矛盾点在哪？

Roblox 的增长驱动因素总结为：全球化，年龄破圈，平台内容扩张，以及商业扩张。在管理层定义的驱动因素中，前三者则是用户维持高速增长的核心。然而，在收入端/或者说 ABPDAU 方面，除了商业扩张之外，并未看到核心的驱动点：

- 年龄破圈逻辑上来说能提升用户的平均消费水平，但是年龄破圈是需持续积累的一个趋势，并不能在短期内直观地带来 ABPDAU 的增长。（Roblox 大于 13 岁的用户在 21 年占比提升了 2-3%，平均年龄提升较小，对驱动 ABPDAU 的增长是有限的）。
- 商业扩张的进展缓慢：尽管能看到如 Gucci, Nike 等品牌广告（品牌合作）入驻，以及类似 Anzu 的游戏广告商入驻帮助开发者做激励和效果广告，但是 Roblox 尚未搭建任何广告变现的商业模式/平台（投资人大会有提到构筑广告平台）。Roblox 的战略重心为用户生态的扩张，并不在商业化。我们认为或不能看到广告等商业模式在今年成熟落地。
- 全球化背景下，因不同地域人均 GDP 的差别，在海外市场的 ABPDAU 低于核心市场如北美和英国。

图 4：Roblox 增长驱动因素：全球化，年龄破圈，平台扩张，商业扩张

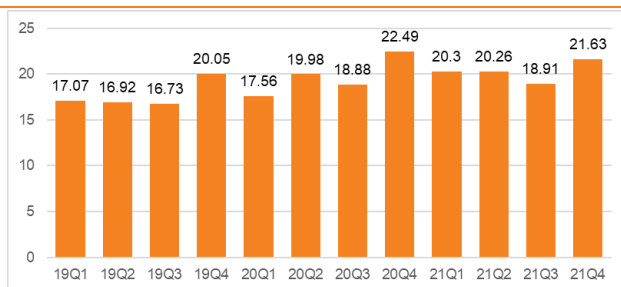


资料来源：Roblox 投资者大会，天风证券研究所

所以我们认为，自 20 年疫情限制出门+国家财政放款带来的高点后，Roblox 在收入/流水端缺乏新的增长驱动点。除去新驱动点外，流水表现较差我们总结为 4 个可能原因：

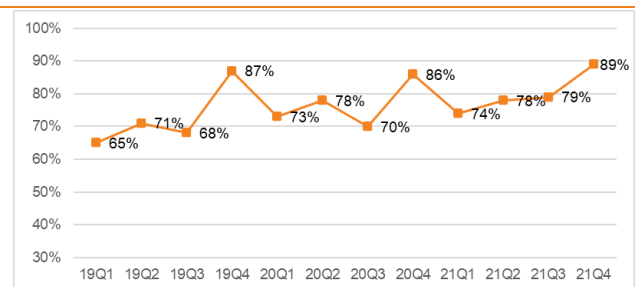
- 1) 核心市场北美欧洲在疫情恢复和经济影响下，虽然活跃度和付费用户转化均有增长，但是整体流水增速放缓（北美游戏市场整体流水增速放缓，趋势吻合）；

图 5：Roblox 付费用户 ABPDAU 无显著增长趋势（MAU，单位美元）



资料来源：RobloxQ4 季报，天风证券研究所

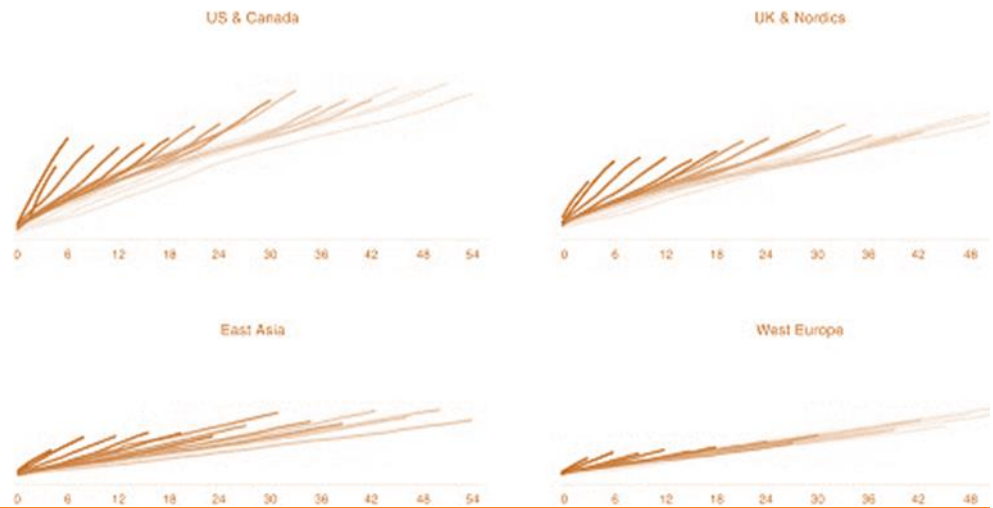
图 6：Roblox 复购率（21 年逐步上升）



资料来源：RobloxQ4 季报，天风证券研究所

- 2) 拉美 (ROW) + 亚太为 DAU 高增长的核心驱动地区，平均付费能力低于欧美核心市场；
- 3) 海外新用户转化成付费用户有爬坡期；

图 7：不同注册时长用户付费率（时长越高，付费率越高，验证爬坡期）



资料来源：Roblox 招股书，天风证券研究所

4) 因为付费用户 ARPU 没有显著增长趋势，我们推测年龄破圈后高年龄用户的付费率处于较低水平。

这四点原因或许是 1 月超预期的用户活跃度和低于预期的流水矛盾点的根源。

图 8：Roblox 付费用户（ARPPU 单位为美元）

天风海外 Roblox 单位百万	用户测算模型（季度）											
	2019				2020				2021			
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
付费用户（MAU）	0.9	0.9	1.0	1.1	1.4	2.8	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4	2.5
留存付费用户（MAU）	1.9	2.0	2.3	2.9	3.3	5.5	6.3	7.2	8.2	8.6	8.8	9.4
总付费用户（MAU）	2.8	3.0	3.3	3.9	4.7	8.2	8.8	9.5	10.7	11.0	11.3	11.9
Y/Y	31%	38%	42%	56%	71%	178%	167%	142%	126%	33%	28%	25%
Q/Q	-	6%	11%	19%	21%	74%	6%	9%	13%	2%	3%	5%
月度复购率	65%	71%	68%	87%	73%	78%	70%	86%	74%	78%	79%	89%
付费用户ARPPU（MAU）	17.07	16.92	16.73	20.05	17.56	19.98	18.88	22.49	20.3	20.26	18.91	21.63
Y/Y	-10%	-7%	-2%	6%	3%	18%	13%	12%	16%	1%	0%	-4%
Q/Q	-	-1%	-1%	20%	-12%	14%	-6%	19%	-10%	0%	-7%	14%

资料来源：RobloxQ4 季报，天风 Roblox 数据库，天风证券研究所

反观用户端，Roblox 在**全球化、年龄破圈、内容多元化**三方面的聚焦，驱动着 21 年疫情后的用户持续高增长，21 年同比增长达到 40%，且销售费用率仍保持 3.1% 的低位，持续验证了 UGC+社交平台所驱动的用户自然增长的飞轮。

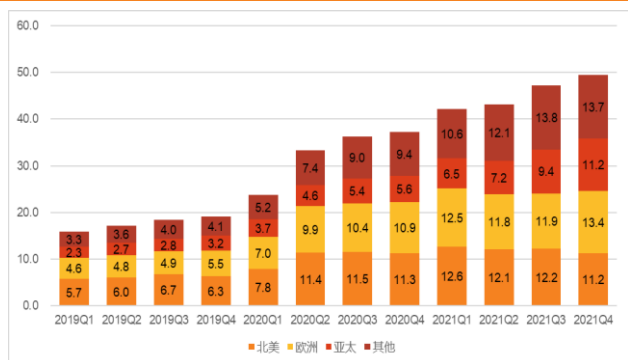
1) **Roblox 全球化的核心布局在语言翻译**：其云架构的内容平台，除了支持用户多平台使用之外，同样支持多种语言翻译。客户端+引擎的语言支持赋能更多本土开发者做本地化内容，所以 Roblox 的全球化进展一定程度上也可以通过平台新支持的语言数量跟踪。Roblox 的全球化用户扩张的背后是 AI 技术+自然增长：Q4 在海外市场的 DAU 同比增长为 48%，且亚太地区总增速破百，日本和印度等新拓展国家同样增速破百。

2) **内容多元化+引擎迭代+游戏性上升驱动年龄破圈**：1 月份 17-24 岁的用户同比增长 51%，占总 DAU20.5%；

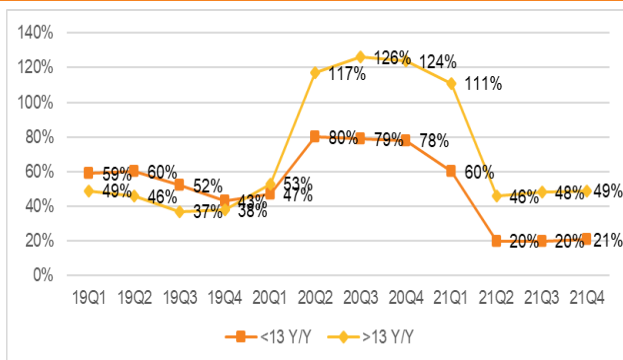
3) **持续积累品牌合作 + 拓宽音乐和教育等领域，挖掘 Roblox 作为 3D UGC 平台的内容丰富度**。从 Vans、Nike 等品牌内容，到 Hyundai 车企数字化演示，到不同音乐明星的入驻，Roblox 21 年开展了 12 个品牌合作，举办了 6 次音乐活动，并启动了教育领域的内容激励。后续仍需持续跟踪新内容品类的进展、用户活跃度等。

图 9：Roblox DAU 增长（分地区，单位：百万）

图 10：Roblox 破圈增速（按 13 岁拆分）



资料来源：Roblox Q4 季报，天风证券研究所



资料来源：Roblox Q4 季报，天风证券研究所

Roblox 用户和流水表现割裂带来的是短期收入端的不确定性：

- 我们持续看好全球化+年龄破圈驱动的用户活跃度增长，预计 22E DAU 6000 万，同比增长 32%，显著高于市场一致预期 5600 万。（注：去年 5 月份报告中预测 21E DAU 4400 万，同样高于当时市场一致预期 4000 万，而 Roblox 21A DAU 4560 万的超预期结果则是验证了其用户生态飞轮的加速转动）22E DAU 中，北美同比增速-3%（低于疫情峰值），欧洲同比增长 17%，亚太同比增长 90%，FOW 同比增长 40%；其中亚太的增长为主要驱动因素，我们看好在日本、韩国、印度、和其他东南亚国家的本地化部署+用户增长。

图 11：Roblox22E 用户测算（单位百万）

天风海外 Roblox 单位百万	用户测算模型（季度）															
	2019				2020				2021				2022E			
Roblox DAU	15.9	17.1	18.4	19.1	23.7	33.3	36.3	37.2	42.2	43.2	47.3	49.5	54.0	56.3	62.8	66.7
Y/Y	53%	52%	44%	40%	49%	95%	97%	94%	79%	29%	31%	33%	28%	30%	33%	35%
地区核心用户人口总和	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179
所在地区核心用户人口渗透率	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.9%	3.1%
5-24岁核心用户TAM	1138	1138	1138	1138	1168	1168	1168	1168	1197	1197	1197	1197	1227	1227	1227	1227
核心用户TAM渗透率	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%	2.9%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%	4.0%	4.1%	4.4%	4.6%	5.1%	5.4%
Q/Q	-	8%	8%	4%	24%	41%	9%	2%	13%	2%	9%	5%	9%	4%	12%	6%

资料来源：RobloxQ4 季报，天风 Roblox 数据库，天风证券研究所

- 短期主要担忧/不确定性在于流水增速恢复的时间点。管理层给予的指引为 5、6 月份或能看到恢复的趋势，以及 Q3Q4 流水的增速趋势将不再呈现割裂状态，即趋于用户增长速度。考虑到寒假的季节性结束+去年 Q1 的高基数，我们认为流水端的正常化的时间点较难预测，所以分了两场景分别测算 22 年流水增长。在乐观预测下，即流水逐步恢复增速，22E 流水为 34.3 亿美元，同比增长 26%。保守预测下，我们将 22E 流水下调，预计 ABPDAU 会随着全球化进展进一步下滑，22E 流水为 32.1 亿美元，同比增长 18%。

图 12：分乐观和保守情况测算流水（单位：百万美元）

单位：百万	乐观情况：流水恢复增速						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Total Bookings	498	694	1883	2726	3432	4410	5601
Y/Y		39%	171%	45%	26%	29%	27%
Q/Q							
ABPDAU	41.5	39.4	57.7	59.8	57.2	56.4	56.3
Y/Y		-5%	47%	4%	-4%	-1%	0%
Q/Q							
单位：百万	保守情况：22E流水增长下调，ARPU随着全球化持续下滑						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Total Bookings	498	694	1883	2726	3214	4056	5081
Y/Y		39%	171%	45%	18%	26%	25%
Q/Q							
ABPDAU	41.5	39.4	57.7	59.8	53.6	51.9	51.0
Y/Y		-5%	47%	4%	-10%	-3%	-2%
Q/Q							

资料来源：RobloxQ4 季报，天风 Roblox 数据库，天风证券研究所

图 13: Roblox 22E 流水分情况测算 (单位: 百万美元, 上表为乐观, 下表为保守, 下同 12)

单位: 百万	2019				2020				2021				2022E			
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
Total Bookings	142.3	150.3	165.4	236.3	249.6	494.2	496.5	642.3	652.3	665.5	637.8	770.1	729.6	788.9	879.9	1033.6
Y/Y	18%	28%	39%	66%	75%	229%	200%	172%	161%	35%	28%	20%	12%	19%	38%	34%
Q/Q	-	6%	10%	43%	6%	98%	0%	29%	2%	2%	-4%	21%	-5%	8%	12%	17%
ABPDAU	8.9	8.8	9.0	12.4	10.5	14.8	13.7	17.3	15.5	15.4	13.5	15.6	13.5	14.0	14.0	15.5
Y/Y	-23%	-16%	-4%	18%	18%	69%	52%	40%	47%	4%	-1%	-10%	-13%	-9%	4%	0%
Q/Q	-	-2%	2%	38%	-15%	41%	-8%	26%	-10%	0%	-12%	15%	-13%	4%	0%	11%

单位: 百万	2019				2020				2021				2022E			
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
Total Bookings	142	150	165	236	250	494	497	642	652	666	638	770	700	733	786	996
Y/Y	18%	28%	39%	66%	75%	229%	200%	172%	161%	35%	28%	20%	7%	10%	23%	29%
Q/Q	-	6%	10%	43%	6%	98%	0%	29%	2%	2%	-4%	21%	-9%	5%	7%	27%
ABPDAU	9	9	9	12	11	15	14	17	15	15	13	16	13.0	13.0	12.5	14.9
Y/Y	-23%	-16%	-4%	18%	18%	69%	52%	40%	47%	4%	-1%	-10%	-16%	-16%	-7%	-4%
Q/Q	-	-2%	2%	38%	-15%	41%	-8%	26%	-10%	0%	-12%	15%	-17%	0%	-4%	19%

资料来源: RobloxQ4 季报, 天风 Roblox 数据库, 天风证券研究所

2.2. 二问: 到底是否有在破圈, 破圈驱动用户增长逻辑是否稳固?

Roblox 的破圈逻辑是目前市场质疑的一个焦点: 平台的用户年龄数据并未绑定实名认证, 即其破圈数据或存在水分; 且北美活跃用户短期内未看到增长, 并未体现破圈趋势带动用户增长。我们认为从三个方面理解 Roblox 的破圈趋势: 内容生态、案例验证、产品计划。

1) 内容生态是 Roblox 破圈逻辑的核心。如果将时间线拉长, Roblox 上的“游戏/内容体验”越来越好玩是非常显著的趋势, 这是从技术、玩法、设定三个层面共同迭代的结果。而“越来越好玩”则是 Roblox 能做到破圈的最底层逻辑。

- 技术上引擎的迭代、素材的积累和优化、渲染的升级、开发成本降低等, 赋能开发者构建出更精美更复杂的内容;
- 大多数热门的 3D 游戏玩法均可以复刻进 Roblox 的内容体验当中: 比如 19 年上线的《Bad Business》, 经过两年的迭代, 这款第一人称射击游戏展现出非常丰富的 FPS 游戏玩法和体验。玩家成长性方面, 具备十几个不同枪械分别单独对应数十个不同的配件升级解锁; 互动操作方面, 玩家可以操控角色下蹲、奔跑、跳跃、滑铲、趴下、侧身、歪头瞄准、开镜瞄准、机械瞄准等等, 具备主流 FPS 游戏所有的操作方式 (体验上类似于低配版的《使命召唤》); 玩法模式方面, 有团队竞技、抢占据点、夺旗、盲盒武器等其他 3A 级 FPS 游戏常见的玩法。虽然其画质非常粗糙, 和平台上很多 FPS 热门新作相比都有显著差别, 但《Bad Business》是一个很好的开发者注重玩法大于画面的游戏案例, 伴随着月度更新已经具备了丰富的玩法和积累了一批核心用户群体。另一个例子是在移动和 PC 端高热度的《Among Us》, 一款太空狼人杀游戏, 目前在 Roblox 上搜索, 会发现数十款模仿 Among Us 做出来的狼人杀游戏。随着开发者生态整体的逐步成熟, Roblox 内容平台在玩法的丰富度也在加速提升, 且已具备大多数热门的 3D 内容玩法。

图 14: Roblox 上的 FPS 游戏画面



资料来源: Roblox 客户端, 天风证券研究所

图 15: Roblox 上模仿《Among US》的太空狼人杀

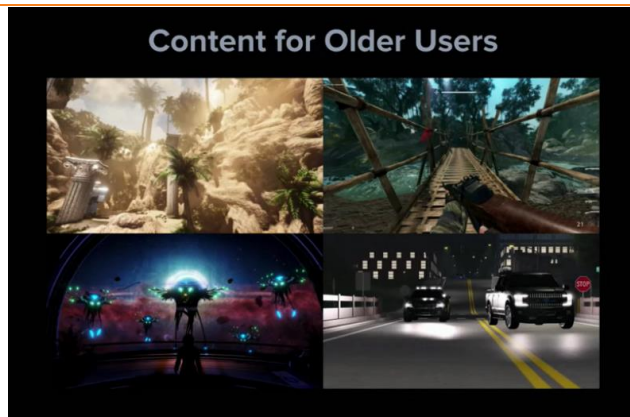


资料来源: Roblox 客户端, 天风证券研究所

- 开发者之间对流量的竞争驱动内容升级，在类似玩法下，世界观、主线故事、背景、设定细节，游戏复杂化、精细化的需求是在流量生态中胜出的关键。

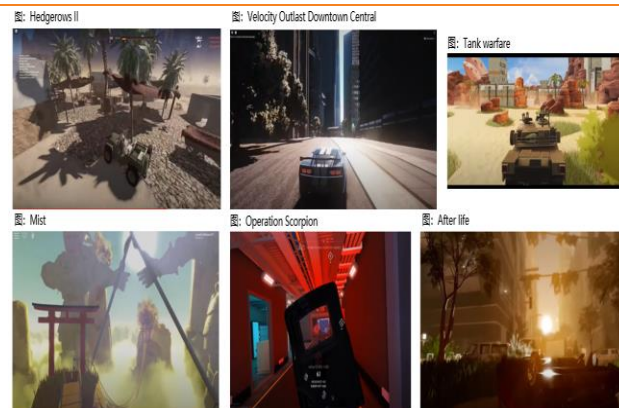
Roblox 上只有简单的 3D 内容和低龄化的游戏是个误区，800 万个活跃开发者的背后是多元化且更新速度极快的内容生态，生态中的确拥有许多偏粗糙的 3D 内容和玩法简单的轻度游戏，但其中已能看到部分内容显现出朝更强游戏性、画面精美度迭代/演变趋势。

图 16：精美画质的破圈内容



资料来源：Roblox 投资者大会，天风证券研究所

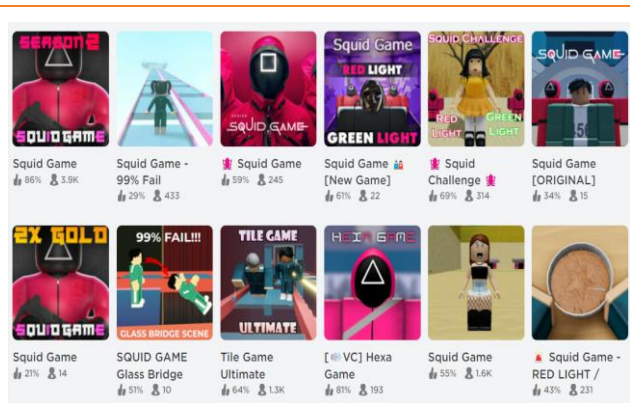
图 17：多元化的内容生态



资料来源：Roblox 客户端，天风证券研究所

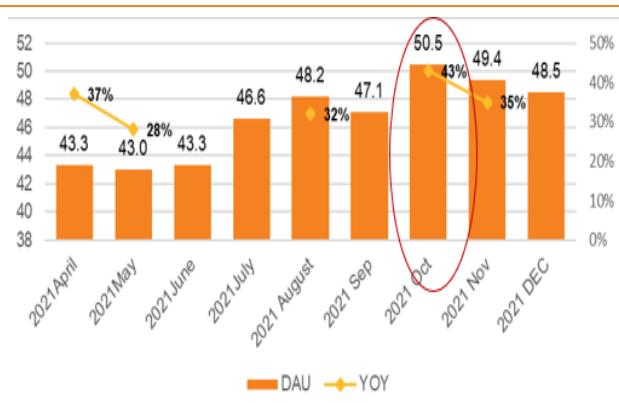
2) 案例验证：除官方披露的数据之外，也有不少案例可以侧面验证 Roblox 的破圈趋势。比如去年 9 月份火热的 Netflix 韩剧《鱿鱼游戏》，Netflix 上播出不到一周的事件内，Roblox 平台上就出现了数个电视剧相关的游戏，将剧内挑战复刻。从《鱿鱼游戏》的目标观众群体和其在 Roblox 上的火热程度可以侧面验证官方所说的 Roblox 上 17-24 岁是增速最快的年龄段。而这种爆款内容体验，除了验证破圈趋势外，也成为 DAU 增长的一大驱动因素：10 月 Roblox DAU 在暑假开学的背景下逆季节性增长达到 5050 万，同比增长 43%，环比增长 7%（没有计算万圣节 3 天数据）。

图 18：Roblox 上的鱿鱼游戏



资料来源：Roblox 客户端，天风证券研究所

图 19：Roblox 10 月 DAU 逆季节性超预期增长（单位：百万）



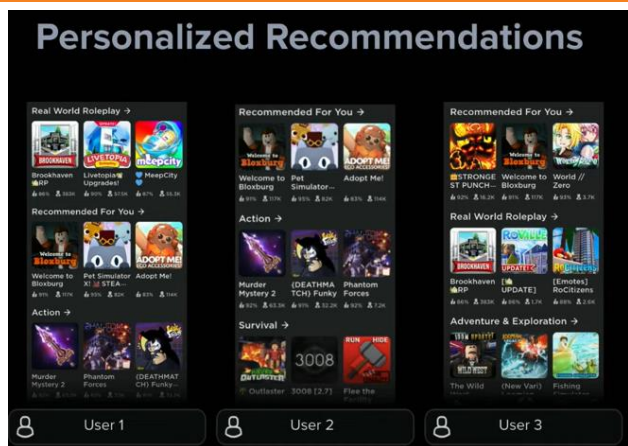
资料来源：RobloxQ3 季报，天风 Roblox 数据库，天风证券研究所

3) 产品计划：Roblox 的破圈趋势是慢慢积累的，因为其需要整个内容生态的逐步迭代升级。我们认为目前 Roblox 已推出和预计推出的几个新产品会加速年龄破圈这一趋势，其中最重要的是个性化分发算法与推荐。只有做了年龄或更细致的分发，才能真正意义上让 Roblox 多元化的内容生态“千人千面”。除此之外，Roblox 上线的语音系统，也是推动破圈的一部分驱动因素。语言系统上线后，同步上线了实名认证系统，必须要通过实名认证才能使用语音功能（年龄限制）。

总结：Roblox 作为定位更低龄化的平台（平均年龄 13 岁左右，21 年超过 50%的用户是低于 13 岁的）能拓展破圈扩张 13-24 岁的用户群体，成为 Z 世代在 3D 流量生态中的 UGC 内容+社交平台一直都是 Roblox 未来高增长的核心逻辑。在持续验证逻辑的过程中，数据端可能有偏差/有质疑（譬如用户可以虚填年龄，哪怕目前已对语音等功能上线实名认证，

仍有可以绕开的方法；北美的 DAU 并未看到较好的增长，是否没有在破圈等），但是内容生态的变化以及发展是实打实的。Roblox 破圈增长的背后，是游戏/内容生态在变得越来越好玩，是“火出圈”的内容体验驱动新用户增长，而由内容生态驱动的用户破圈是需时间积累的，并不是爆发式地将平均年龄提升。所以我们认为不能通过短期或者季度性的北美 DAU 变化全盘否定 Roblox 的中长期破圈逻辑和趋势。22 年则重点关注个性化推荐和其他新产品的上线，有望加速平台破圈趋势。

图 20：个性化推荐



资料来源：Roblox 投资者大会，天风证券研究所

图 21：内嵌语音系统



资料来源：Roblox 投资者大会，天风证券研究所

2.3. 三问：UGC 引擎的价值在哪？如何看待“PUGC”的趋势？

UGC 引擎的核心价值在于降低 3D 内容/游戏的创作成本。在此基础之上，用户/开发者的需求/供给形成了闭环。UGC 代表着用户输出内容的一种方式，就好比人人网发送一条图片/文字状态，抖音发布一条剪辑的短视频，Roblox 上发布的是由用户创作的 3D 内容。UGC 生态的价值已在移动互联网的发展中被大量验证：低内容成本、强活力创作生态、匹配垂类/长尾需求、创新+爆款等。Roblox 具备相同的 UGC 生态价值，这就是其 UGC 引擎作为最底层的技术所赋予的。

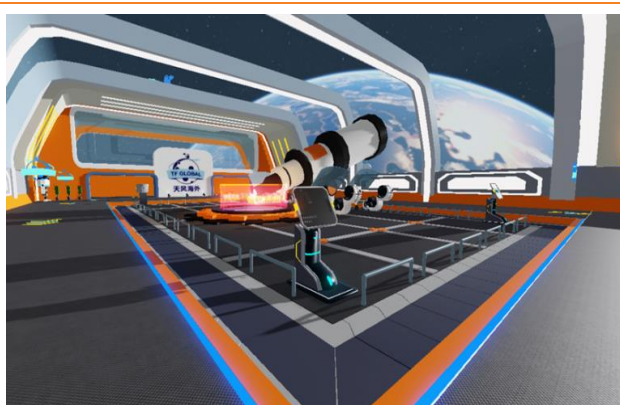
快速更新迭代的内容生态 + 活跃开发者环境匹配用户的各项需求。二问中提到的《鱿鱼游戏》便是需求/供给形成闭环的例子，通过 UGC 降本后高效匹配+响应当下热门需求。我们在 Roblox 上发布的《天风元宇宙中心》，耗时两周，验证了其引擎对开发/建模成本的颠覆，且匹配了我们自己对元宇宙理解的输出需求。是用户需求造就了 Roblox 的内容生态，而这也是 Roblox 破圈逻辑的核心前提，有更精美/更强游戏性的需求，“破圈”的游戏内容通过活跃的开发者环境被创作出来，同样是需求和供给闭环的例子。

图 22：天风元宇宙中心展示图 - 天风大楼



资料来源：Roblox 客户端，天风证券研究所

图 23：天风元宇宙中心展示图 - 月球基地



资料来源：Roblox 客户端，天风证券研究所

理解 UGC 的价值后，回到平台上的 PGC 发展趋势。平台上头部工作室加速了内容生态更新迭代的速度，而用户的高活跃度增长与对 3D 内容的垂式需求则能有效减缓 PGC 团队入驻所带来的头部效应，激励更多开发者。

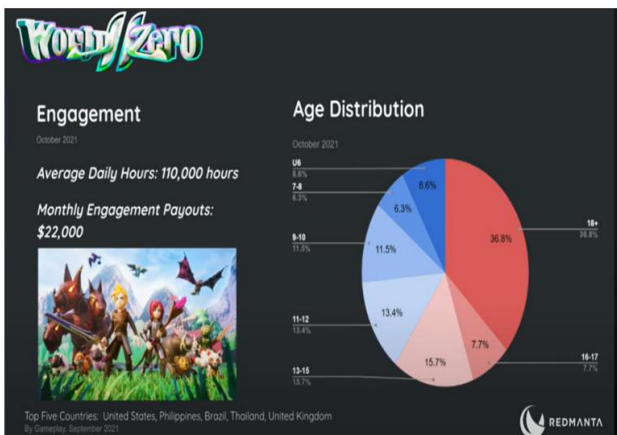
Q4 披露的数据上验证了去年 5 月份报告中的观点，开发者及游戏头部效应显著的同时，垂式需求减弱中心化激励开发者：2021 年有超过 1900 个内容具备百万小时的用户活跃度，对比 2020/2019 分别为 1500/800 个内容，增长显著；头部效应有减弱趋势，平台上前 10 名的游戏贡献了 45%Robux 收入，对比去年同期为 57%。

理解 Roblox 对中小型 PGC 工作室的价值：自然流量+更低成本。总结下来，Roblox 上的开发者大致分为四类，移动/PC 端专业开发的小工作室、基于 Roblox 创业的工作室（已有被 VC 投资的案例）、个人开发者/小团队、Avatar 商店的创作者。前两类更偏向 PGC，而后两类则主要为 UGC 构成。而平台上的 PGC 团队主要看重开发内容的盈利，其中最为核心的是成本：

- 1) UGC 引擎带来的更低开发成本；
- 2) 低获客成本，优质内容买量冷启动后会有基于社交属性的自然用户增长（和 Roblox 本身营销费用率低的逻辑类似）；
- 3) 低试错成本，云平台架构的客户端赋能开发者随时上线测试中的游戏，而 UGC 的生态则进一步拉近用户和开发者的距离；
- 4) 低时间成本，与低开发成本有重合，但是这里主要指类似于移动端版本号或者 PC 端平台上架的时间成本。

图 24：Red Manta – 基于 Roblox 创业的工作室

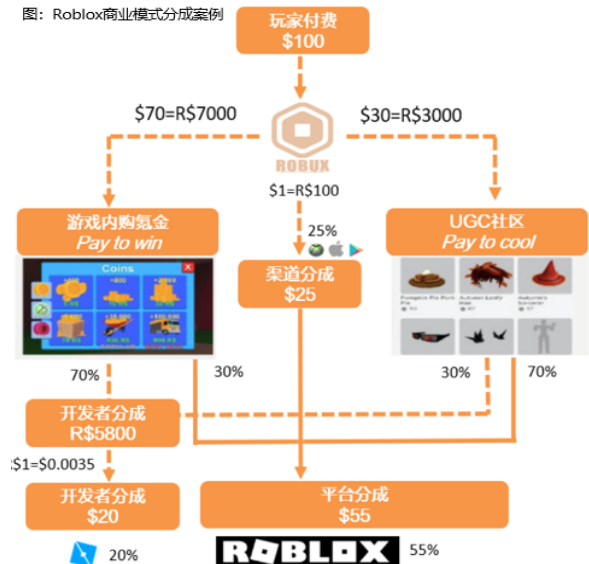
Red Manta CEO 在 09 年就成为了 Roblox 的用户（12 岁），现在从玩家变成开发者，创业工作室 Red Manta 专注于在 Roblox 上做内容开发。



资料来源：Roblox Investor Day，天风证券研究所

图 25：Roblox 商业模式分成案例

图：Roblox 商业模式分成案例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

上述 4 点是直观的成本降低，Roblox 平台对开发者分成比例大约在 20-25% 左右（有按活跃度激励的影响），21 年开发者分成费用率为 21%。市场有质疑为什么 Roblox 给开发者分成仅为 20% 左右，对比 Steam 和 IOS 的开发者分成为 70% 要低很多。本质的原因是要理解 Roblox 构筑了 3D 内容/游戏开发的闭环平台：引擎工具、发行（全球化、全平台化）、服务器运营（云架构平台）、IP 合作、用户营销等，包含了游戏开发-上线-运营的所有环节。而对于移动/PC 端的独立工作室，发行费用、渠道费用、营销费用、引擎费用和 IP 费用（可能需要）等需要算在流水分成当中，而不仅仅是看到 Steam 和 IOS 等渠道抽成的 30%。

综上所述，自然流量和更低成本是吸引 PGC 工作室入驻 Roblox 平台的本质。我们认为随着引擎技术、用户、流水的逐步提升，将能看到更多 PGC 工作室的创建或入驻。Roblox 所展露的“PUGC”是可持续性的内容生态发展模式，也是用户和流水增长核心驱动因素之一。

2.4. 四问：为何看好第二增长曲线广告/电商落地？如何理解其商业价值？

Roblox 是一个以 UGC 3D 内容/游戏为媒介的社交平台，在平台构筑了健康的经济系统下，其变现方式是单一的，即用户为平台内容消费。Roblox 具备超过 5000 万的 DAU 的流量，且仍在持续增长，但尚未利用流量去做商业化。其实 Roblox 已展露出较强的潜力。Gucci、Vans、Nike 等服饰品牌以及类似于 Hyundai 等车企品牌的成功合作，皆展露出 3D 广告的商业价值。与其他内容平台/社交平台相同，我们认为 Roblox 具备通过流量生态去搭建广告+电商生态的能力。不同的地方则是在于，多数内容平台为单向输出信息，而 Roblox 中的 3D 内容具备更强的互动属性。

拿 Gucci 与 Roblox 的合作来说，限时两周的 Gucci Garden 活动同时具备了消费品的属性和品牌广告的属性：期间一共卖出 870193 件由 Gucci 设计的虚拟物品，玩家花费的 Robux 总计 2.86 亿，对应 286 万美金，平均日消费 19 万美金。而 Gucci 的投入约 10 万美金，ROI 接近 20 倍（算上和平台分成）。这是对虚拟物品消费的回报率，对于平台上 Z 世代用户的影响并不能很好的量化。

图 26：Gucci 的虚拟物品



资料来源：Roblox 客户端，天风证券研究所

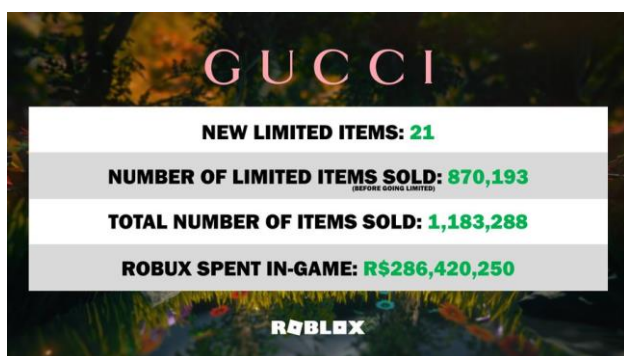
图 27：Nike 在 Roblox 上打造的 Nikeland



资料来源：Nike 新闻，天风证券研究所

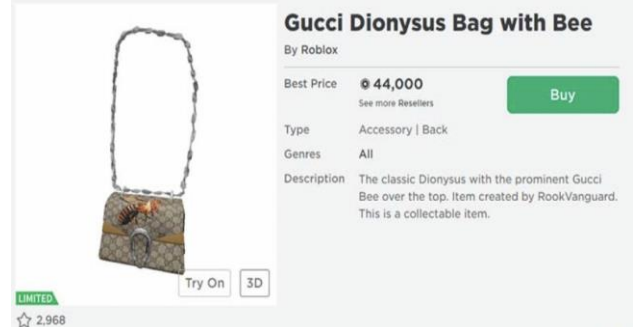
附：Dionysus GG Supreme Canvas Embroidered Queen Bee 肩包的限量虚拟物品，在 Roblox 平台上二手卖了约 4115 美金，肩包实物卖 3400 美金。（非 NFT 确权，仅能存在于 Roblox 平台上的限量虚拟物品二手价格高于实物）

图 28：Gucci 活动 14 天数据总结



资料来源：Roblox 官方 twitter，天风证券研究所

图 29：Roblox 平台上 Gucci 包的虚拟复刻版（限量）



资料来源：Roblox 客户端，天风证券研究所

探讨 Roblox 上广告/电商模式落地的可行性：我们认为 Roblox 上的广告类型分为三类——品牌合作、效果广告和激励广告。1）其中品牌/IP 合作类似于 Gucci 和 Nike，由品牌商联合开发者构筑相关的品牌内容，且由品牌的虚拟物品销售，有点类似于将线下的店铺 3D 数字化了，具备更强的可互动性。而 Roblox 的商业模式除了基于虚拟物品的销售分成之外，品牌广告在平台上买量同样是可行的盈利点。2）效果广告和激励广告，性质和游戏广告一样，而落地的方式或和其他内容平台相仿：Roblox 搭建广告平台对接开发者和品牌商，而自身提供广告工具/或和类似 Anzu 这样的游戏广告商合作。广告平台上会基于效果广告和激励广告竞价，而 Roblox 的盈利点主要为平台抽成。3）电商则是 Roblox 将虚拟

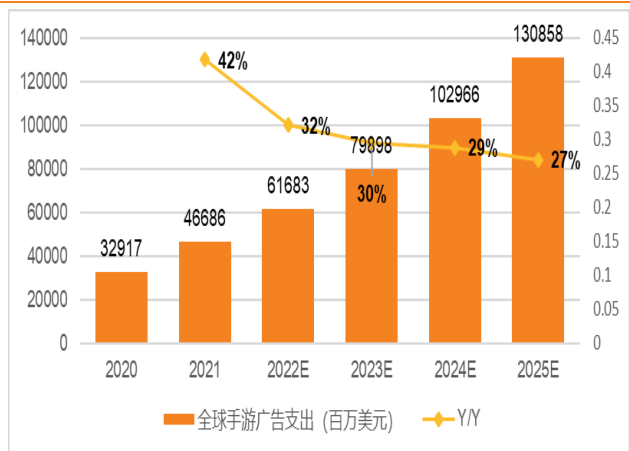
世界和现实世界打通的可行路径，譬如和 Shopify 等电商平台合作，品牌相当于在 Roblox 构建里属于自己的 3D “店铺”，在具备更强交互性和展示属性的同时，也可以通过电商的方式出售现实物品。

图 30: Anzu 主打效果广告，入驻 Roblox



资料来源：Anzu 官网，天风证券研究所

图 31: 全球手游广告支出增长预测（单位：百万美元）



资料来源：Statista，天风证券研究所

Roblox 开拓第二增长曲线的必然性：之前有提到，Roblox 的本质是在构筑 3D 内容/游戏开发的闭环平台，包含了游戏开发-上线-运营的所有环节，而广告/电商则是闭环中最后一块拼图，即帮助开发者商业化变现。目前 Roblox 通过加入活跃度激励等方式逐步增加开发者分成费用，我们预计开发者分成费用率逐步提升至 24-25%。对于 Roblox 这个平台来说，真正的获客成本并不是销售费用，而是开发者分成和研发费用。通过迭代性能/用户体验更强的引擎/功能 + 激励活跃的开发者的生态，进一步加速平台内容的更新和发展，这才是 Roblox 扩张新用户和用户黏性的根本。而单纯靠提高开发者分成去激励活跃的开发者的生态并不是可持续性的，或者说是有瓶颈的。21 年平台上有超过 1900 个内容具备百万小时的用户活跃度，Roblox 已具备足够活跃的用户生态去赋能开发者将流量商业化变现。

第二增长曲线的价值：由于 Roblox 在商业化端进展不及我们预期，目前管理层将重心更多放在用户生态，所以我们调整了广告/电商收入空间的测算，保守预计 24E 能做到社交媒体平均每小时广告收入的 10% (0.01 美元/每小时广告收入) 或平均 CPM 收费的 30% (2.12 美元)。我们用每小时广告收入和 CPM 收费做验证，测算 24E 广告/电商的空间。保守假设下，24E 对应 12.3-19.2 亿广告收入，4.9-7.7 亿 Ebitda，总 Ebitda 的增长幅度为 35%，对应 21E 业务估值为 63-87 亿美元。

图 32: Roblox 广告空间测算-每小时广告收入法（单位：百万美元）

广告收入空间测算2024E						
单位：百万	Facebook	Instagram	Snapchat	Twitter	Pins	Average
广告收入	84170	13860	2507	3207	1693	
单日用户使用总时长	1043	500	130	42	38	
每小时广告收入	0.22	0.08	0.05	0.21	0.12	0.14
	10%社交媒体平均	20%社交媒体平均	30%社交媒体平均	40%社交媒体平均	50%社交媒体平均	
每小时广告收入	0.01	0.03	0.04	0.05	0.07	
24E DAU	99.5	99.5	99.5	99.5	99.5	
24E 使用总时长	249	249	249	249	249	
广告收入	1237	2475	3712	4949	6186	
广告Ebitda率	40%	40%	40%	40%	40%	
广告Ebitda	495	990	1485	1980	2475	
第二增长曲线24E Ebitda	1910	2405	2900	3395	3890	
利润率	27.9%	29.8%	31.1%	32.2%	33.0%	
增长幅度	35.0%	69.9%	104.9%	139.9%	174.9%	
20x PE, WACC=0.12						
21E 广告业务估值 (亿美元)	63	126	189	252	315	

资料来源：RobloxQ4 季报，Roblox 招股书，天风证券研究所

图 33: Roblox 广告空间测-CPM 测算法（单位：百万美元）

广告收入空间以CPM验证2024E						
	Facebook	Instagram	Youtube	Twitter	Pins	Average
平均CPM	7.19	7.01	9.68	6.46	5.00	7.07
	30%社交媒体平均	40%社交媒体平均	50%社交媒体平均	60%社交媒体平均	70%社交媒体平均	
平均CPM	2.12	2.83	3.53	4.24	4.95	
24E DAU	99.5	99.5	99.5	99.5	99.5	
24E 单DAU使用总时长 (小时)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	
每小时观看广告数	10	10	10	10	10	
广告收入	1926	2568	3210	3852	4494	
广告Ebitda率	40%	40%	40%	40%	40%	
广告Ebitda	770	1027	1284	1541	1797	
第二增长曲线24E Ebitda	2185	2442	2699	2956	3213	
利润率	32.0%	30.2%	29.0%	28.0%	27.3%	
增长幅度	54.4%	72.6%	90.7%	108.9%	127.0%	
20x PE, WACC=0.12						
21E 广告业务估值 (亿美元)	87	117	146	175	204	

资料来源：Roblox 招股书，webfx 天风证券研究所

注：调整前模型保守假设下每小时广告收入为 0.03 美元/每小时，平均 CPM 收费 4.24 美元。

3. 盈利预测及投资建议

核心观点：短期主要担忧/不确定性在于流水增速恢复的时间点。管理层给予的指引为 5、6 月份或能看到恢复的趋势，以及 Q3Q4 流水的增速趋势将不再呈现割裂状态，即趋于用户增长速度。考虑到寒假的季节性结束+去年 Q1 的高基数，我们认为流水端的正常化的时间点较难预测，所以分了两种场景分别测算 22 年流水增长。在乐观预测下，即流水逐步恢复增速，22E 流水为 34.3 亿美元，同比增长 26%。保守预测下，我们将 22E 流水下调，预计 ABPDAU 会随着全球化进展进一步下滑，22E 流水为 32.1 亿美元，同比增长 18%。

中长期看，我们坚持此前 Preview 点评的观点：1) Roblox 平台上的部分内容已显现出朝更强游戏性、画面精美度迭代/演变趋势，在社交属性的加持下或能持续提升高年龄段（17-24 岁）用户的付费率和 ARPU。2) 我们认为在短期流水的担忧下，中长期的逻辑仍然稳固，**Roblox 超预期的用户生态扩张以及破圈是其未来商业化拓宽的基础和壁垒。**

图 34：Roblox 可比估值对比（注：平台属性对比为主观判断）

2020/2/18	EV/sales			Sales CAGR		EV/EBITDA			调整后 EBITDA 率	平台属性对比（橙色-优秀；红色-较差）			
可比公司	LTM	2022E	2023E	2021 Yoy	21-23E	LTM	2022E	2023E	2021	用户基数	用户活跃度	内容风险	商业化能力
Meta	4.5	4.0	3.4	28.3%	29.7%	9.4	8.5	7.2	47.7%	高	高	低	中
Pinterest	5.2	4.3	3.4	41.9%	52.4%	33.1	18.3	12.9	17.6%	中	低	低	中
Snapchat	14.7	13.5	12.0	53.8%	-	-	65.7	32.8	-12.5%	中	低	低	中
Twitter	5.2	4.4	3.6	27.7%	42.2%	89.1	18.0	13.5	21.0%	中	低	低	中
Netflix	6.3	5.6	4.9	11.1%	24.4%	27.4	25.0	20.0	21.9%	高	高	高	低
Unity	24.7	18.6	14.3	35.8%	68.1%	-	-	-	-42.1%	中	高	低	高
Bilibili	4.8	3.8	2.7	-	-	-	12.6	12.0		中	高	低	中
Shopify	17.9	12.6	9.6	47.0%	69.0%	112.6	152.8	100.9		中	高	低	高
Average	10.4	8.3	6.7	35.1%	47.6%	39.7	43.0	28.5	27.1%				
Roblox	14.2	9.0	7.1	44.8%	22.0%	-	29.8	24.4	26.3%	低	高	低	高

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

投资建议：过去一年的 DAU 跟踪持续验证报告逻辑，21 年自疫情后维持了 40% 的同比增长，我们预测 22E/23EDA 分别为 6000 万/7820 万，对应 5-24 岁互联网用户渗透率为 4.9%/6.2%。流水端我们分两种场景进行测算，保守预测下流水 22E/23E 分别为 32.1/40.6 亿美元，同比增长 18%/26%，21-24E 复合增长率为 23%；乐观预测下，流水增长在 22H2 恢复正常化，趋于用户增长速度，22/23E 分别为 34.3/44.1 亿美元，同比增长 26%/29%，21-24E 复合增长率为 27%。

图 35：Roblox 估值表（除股价/现价外，单位为百万美元，日期截至 2.23）

Roblox 估值表	流水分情况预测		算上第二增长曲线	
	谨慎	目标价	保守	乐观
23E 流水	4056	4410	4410	4410
EV/Sales	8	10	10	10
EV	32452	44101	53107	63808
Net Cash	3004	3004	3004	3004
Equity Value	35456	47105	56111	66812
Shares	663	663	663	663
股价	\$53.5	\$71.0	\$84.6	\$100.8
现价	\$48.2	\$48.2	\$48.2	\$48.2
涨跌空间	11%	47%	76%	109%

资料来源：Bloomberg，RobloxQ4 季报，天风证券研究所

因短期流水的不确定性以及宏观加息下行业估值下行，我们调整 Roblox 的目标价为 71 美元/股（23E 10x EV/Sales），维持“买入”评级。

Roblox 在广告/电商等第二增长曲线尚未披露具体时间维度，我们推测 22 年或不能看到新商业模式落地，故并未将第二增长曲线计入估值。但我们仍对 Roblox 中长期拓展平台价值保持乐观，需要持续跟踪平台在广告/电商等领域相关进展，如果将第二增长曲线放入估值，对应估值空间为 84.6-100.8 美元/股。

风险提示：用户增长不及预期；全球化和破圈进展不及预期；流水恢复不及预期，新用户

付费转化率较低风险；宏观加息预期恶化，导致行业估值变化风险。

图 36：22E 用户测算模型（完整，含各地区测算）

天风海外 Roblox 单位百万	2019				2020				2021				2022E			
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
Roblox DAU	15.9	17.1	18.4	19.1	23.7	33.3	36.3	37.2	42.2	43.2	47.3	49.5	54.0	56.3	62.8	66.7
Y/Y	53%	52%	44%	40%	49%	95%	97%	94%	79%	29%	31%	33%	28%	30%	33%	35%
地区核心用户人口总和	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179
所在地区核心用户人口渗透率	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.6%	2.9%	3.1%
5-24岁核心用户TAM	1138	1138	1138	1138	1168	1168	1168	1168	1197	1197	1197	1197	1227	1227	1227	1227
核心用户TAM渗透率	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	2.0%	2.9%	3.1%	3.2%	3.5%	3.6%	4.0%	4.1%	4.4%	4.6%	5.1%	5.4%
Q/Q	-	8%	8%	4%	24%	41%	9%	2%	13%	2%	9%	5%	9%	4%	12%	6%
北美																
5-24岁人口	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93	93
互联网渗透率	88%	88%	88%	88%	89%	89%	89%	89%	90%	90%	90%	90%	91%	91%	91%	91%
User TAM	82	82	82	82	83	83	83	83	84	84	84	84	85	85	85	85
Roblox DAU	5.7	6	6.7	6.3	7.8	11.4	11.5	11.3	12.6	12.1	12.2	11.2	11.8	11.4	12.0	11.5
Y/Y	28%	30%	33%	26%	36%	90%	70%	78%	62%	5%	6%	-1%	-7%	-6%	-2%	3%
渗透率	6.9%	7.3%	8.2%	7.7%	9.4%	13.7%	13.8%	13.6%	15.0%	14.4%	14.5%	13.3%	13.8%	13.4%	14.1%	13.5%
Q/Q	-	5%	12%	-6%	24%	46%	1%	-2%	12%	-4%	1%	-8%	5%	-3%	5%	-4%
欧洲																
5-24岁人口	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158	158
互联网渗透率	90%	90%	90%	90%	91%	91%	91%	91%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
User TAM	143	143	143	143	144	144	144	144	145	145	145	145	146	146	146	146
Roblox DAU	4.6	4.8	4.9	5.5	7	9.9	10.4	10.9	12.5	11.8	11.9	13.4	14.5	13.7	14.4	15.2
Y/Y	81%	79%	56%	48%	52%	68%	92%	77%	77%	19%	15%	23%	16%	17%	21%	13%
渗透率	3.2%	3.4%	3.4%	3.9%	4.9%	6.9%	7.2%	7.6%	8.6%	8.1%	8.2%	9.2%	9.9%	9.4%	9.9%	10.4%
Q/Q	-	4%	2%	12%	27%	41%	5%	5%	15%	-6%	1%	13%	8%	-5%	5%	5%
亚太（不包括中国）																
5-24岁人口	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102
互联网渗透率	55.9%	55.9%	55.9%	55.9%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%	57.9%	57.9%	57.9%	57.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%
User TAM	616	616	616	616	627	627	627	627	638	638	638	638	649	649	649	649
Roblox DAU	2.3	2.7	2.8	3.2	3.7	4.6	5.4	5.6	6.5	7.2	9.4	11.2	12.9	14.2	17.7	20.4
Y/Y	71%	64%	52%	51%	58%	68%	92%	77%	77%	57%	75%	101%	98%	97%	88%	82%
渗透率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.7%	3.1%
Q/Q	-	17%	4%	14%	16%	24%	17%	4%	16%	11%	31%	19%	15%	10%	25%	15%
其他（拉美+非洲）																
5-24岁人口	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825	825
互联网渗透率	36%	36%	36%	36%	38%	38%	38%	38%	40%	40%	40%	40%	42%	42%	42%	42%
User TAM	297	297	297	297	314	314	314	314	330	330	330	330	347	347	347	347
Roblox DAU	3.3	3.6	4.0	4.1	5.2	7.4	9.0	9.4	10.6	12.1	13.8	13.7	14.9	17.0	18.7	19.7
Y/Y	62%	54%	46%	45%	59%	109%	126%	129%	104%	63%	54%	46%	41%	41%	36%	44%
渗透率	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	2.4%	2.9%	3.0%	3.2%	3.7%	4.2%	4.2%	4.3%	4.9%	5.4%	5.7%
Q/Q	-	9%	11%	2%	27%	42%	22%	4%	13%	14%	14%	-1%	9%	14%	10%	5%

资料来源：RobloxQ4 季报，天风证券研究所

图 37: Roblox 用户空间测算 (含各地区测算)

天风海外 Roblox 单位:百万	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Roblox DAU	12.0	17.6	32.6	45.6	60.0	78.2	99.5
Y/Y	-	47%	85%	40%	32%	30%	27%
地区核心用户人口总和	2179	2179	2179	2179	2179	2179	2179
所在地区核心用户人口渗透率	0.6%	0.8%	1.5%	2.1%	2.8%	3.6%	4.6%
5-24岁核心用户TAM	1139	1139	1168	1197	1227	1256	1285
核心用户TAM渗透率	1.1%	1.5%	2.8%	3.8%	4.9%	6.2%	7.7%
Q/Q							
北美							
5-24岁人口	93	93	93	93	93	93	93
互联网渗透率	88%	88%	89%	90%	91%	92%	93%
User TAM	83	83	83	84	85	86	87
Roblox DAU	4.8	6.2	10.5	12.0	11.7	12.2	12.9
Y/Y	-	29%	70%	15%	-3%	5%	5%
渗透率	5.8%	7.4%	12.6%	14.3%	13.7%	14.3%	14.8%
Q/Q							
欧洲							
5-24岁人口	158	158	158	158	158	158	158
互联网渗透率	90%	90%	91%	92%	92%	93%	93%
User TAM	143	143	144	145	146	147	147
Roblox DAU	3.0	5.0	9.6	12.4	14.5	16.2	17.8
Y/Y	-	65%	93%	30%	17%	12%	10%
渗透率	2.1%	3.5%	6.6%	8.6%	9.9%	11.0%	12.1%
Q/Q							
亚太 (不包括中国)							
5-24岁人口	1102	1102	1102	1102	1102	1102	1102
互联网渗透率	55.9%	55.9%	56.9%	57.9%	58.9%	59.9%	60.9%
User TAM	616	616	627	638	649	660	671
Roblox DAU	1.7	2.8	4.8	8.6	16.3	26.9	40.3
Y/Y	-	62%	75%	78%	90%	65%	50%
渗透率	0.3%	0.4%	0.8%	1.3%	2.5%	4.1%	6.0%
Q/Q							
其他 (拉美+非洲)							
5-24岁人口	825	825	825	825	825	825	825
互联网渗透率	36%	36%	38%	40%	42%	44%	46%
User TAM	297	297	314	330	347	363	380
Roblox DAU	2.5	3.8	7.8	12.6	17.6	22.9	28.6
Y/Y	-	50%	107%	62%	40%	30%	25%
渗透率	0.8%	1.3%	2.5%	3.8%	5.1%	6.3%	7.5%
Q/Q							

资料来源: RobloxQ4 季报, 天风证券研究所

图 38: 分乐观和保守情况测算流水 (单位: 百万美元)

单位: 百万	乐观情况: 流水恢复增速						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Total Bookings	498	694	1883	2726	3432	4410	5601
Y/Y		39%	171%	45%	26%	29%	27%
Q/Q							
ABPDAU	41.5	39.4	57.7	59.8	57.2	56.4	56.3
Y/Y		-5%	47%	4%	-4%	-1%	0%
Q/Q							
单位: 百万	保守情况: 22E流水增长下调, ARPU随着全球化持续下滑						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Total Bookings	498	694	1883	2726	3214	4056	5081
Y/Y		39%	171%	45%	18%	26%	25%
Q/Q							
ABPDAU	41.5	39.4	57.7	59.8	53.6	51.9	51.0
Y/Y		-5%	47%	4%	-10%	-3%	-2%
Q/Q							

资料来源: RobloxQ4 季报, 天风证券研究所

图 39: Roblox Non GAAP 盈利预测 (单位: 百万美元)

	Non GAAP 盈利预测 (将Booking记为收入, 不采用23个月摊销计算方法)						
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Total Bookings	498	694	1883	2726	3432	4410	5601
Yoy		39.4%	171.3%	44.8%	25.9%	28.5%	27.0%
营收成本	116	171	470	670	858	1103	1400
%Booking	23.3%	24.6%	25.0%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
Yoy		47.4%	174.9%	42.6%	28.1%	28.5%	27.0%
开发者费用	51	112	329	538	721	970	1344
%Booking	10.2%	16.1%	17.5%	19.7%	21%	22%	24%
Yoy		119.6%	193.8%	63.5%	34.0%	34.6%	38.5%
基础设施费用	106	157	264	456	480	617	728
%Booking	21.3%	22.6%	14.0%	16.7%	14.0%	14.0%	13.0%
Yoy		48.1%	68.2%	72.7%	5.4%	28.5%	17.9%
Per DAU	8.8	8.9	8.1	10.0	8.0	7.9	7.3
研发费用	87	107	201	533	515	662	840
%Booking	17.5%	15.4%	10.7%	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%
Yoy		23.0%	87.9%	165.2%	-3.4%	28.5%	27.0%
管理费用	34	42	97	253	206	265	336
%Booking	6.8%	6.1%	5.2%	9.3%	6.0%	6.0%	6.0%
Yoy		23.5%	131.0%	160.8%	-18.6%	28.5%	27.0%
营销费用	41	45	58	84	103	132	168
%Booking	8.2%	6.5%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
Yoy		9.8%	28.9%	44.8%	22.6%	28.5%	27.0%
总支出	455	634	1419	2534	2883	3749	4817
Non-GAAP EBIT	43	60	464	192	549	662	784
%Booking	8.6%	8.6%	24.6%	7.0%	16.0%	15.0%	14.0%
Yoy		39.5%	672.7%	-58.6%	186.4%	20.5%	18.5%
股权激励	36	18	79	342	342	400	481
折旧摊销	12	28	44	76	76	110	130
其他	1	2	7	108	0	10	20
调整后Ebitda	92	108	594	718	967	1182	1415
%Booking	18.5%	15.6%	31.5%	26.3%	28.2%	26.8%	25.3%
%Yoy		17.4%	449.6%	20.9%	34.8%	22.2%	19.8%

资料来源: RobloxQ4 季报, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com