

“元宇宙第一股” Roblox 被做空：核心运营数据注水，股价严重高估

导语：内部人大幅抛售，股价危险信号显现。

作者：市值风云 App：扶苏

“元宇宙”，是近年来的热门话题，尤其是在游戏、VR/AR、社交等领域。

2021 年，是全球公认的“元宇宙”元年，以 Facebook 更名 Meta (META.O) 作为标志性事件。

值得一提的还有，2021 年 3 月，美国游戏公司 Roblox (RBLX.N, “公司”) 挂牌纽交所，这是招股书中首次出现“元宇宙”概念，公司因此被称为“元宇宙第一股”。

目前，公司的市值高达 270 亿美元。



(来源：Hindenburg Research)

2024 年 10 月 9 日，公司遭到美国做空机构 Hindenburg Research (“做空机构”) 狙击，其被质疑 DAU (“每日活跃用户”) 等核心运营数据“注水”。

一起来看看。

一、“元宇宙”游戏平台

Roblox 是一家成立于 2004 年的网络游戏平台，总部位于美国加州，由斯坦福毕业、时年 58 岁的连续创业者 David Baszucki 创立并担任 CEO。

公司的“元宇宙”属性体现在其游戏内容生成模式：每一名用户同时也是游戏的开发者，并且能够分享游戏的货币化收益。

公司向用户免费开放游戏平台，在大多数游戏中，用户需要自行“搭建”虚拟物品，以及进行玩家之间的交流和互动。

以公司知名度较高的游戏“Blox Fruits”为例：这是一款海盗冒险主题的角色扮演游戏，玩家需要在游戏的各个地图中搭建自己的房子、接任务、升级打怪等。



(Source: Roblox's 2nd most popular game as of October, 2024, Blox Fruits)

(来源：Hindenburg Research)

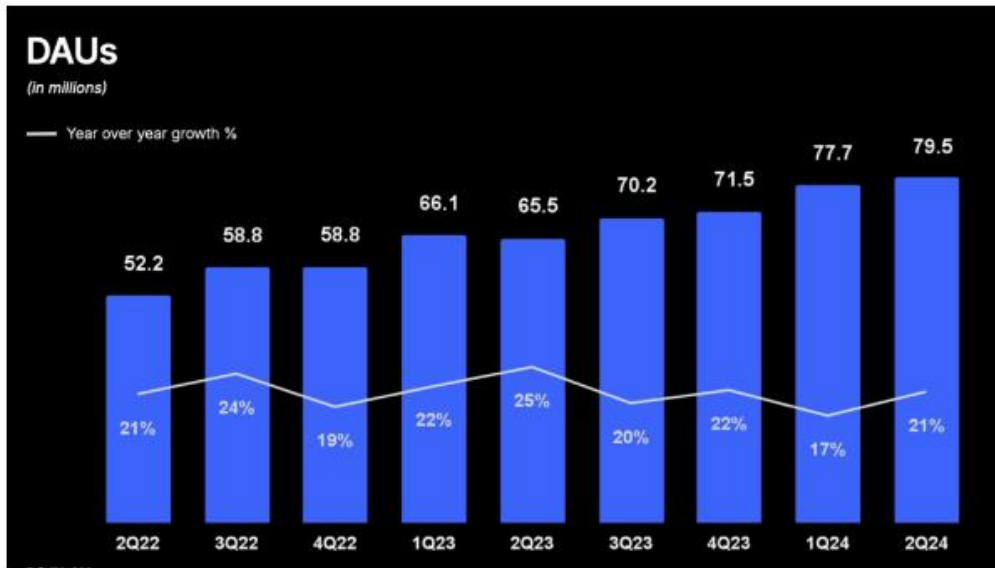
在公司的多款游戏中，用户可以将自建的虚拟物品出售给其他玩家，以赚取公司发行的、名为“Robux”的游戏币。

这些游戏币既可以在平台用户之间进行交易和转让，用在游戏中；也可以通过公司的“开发者交换计划”，最终换成现实世界里的货币。

目前，公司的营收来源较单一，主要来自向游戏平台上的用户直接出售 Robux。

2023 年，公司营收为 28 亿美元，同比增长 26%。

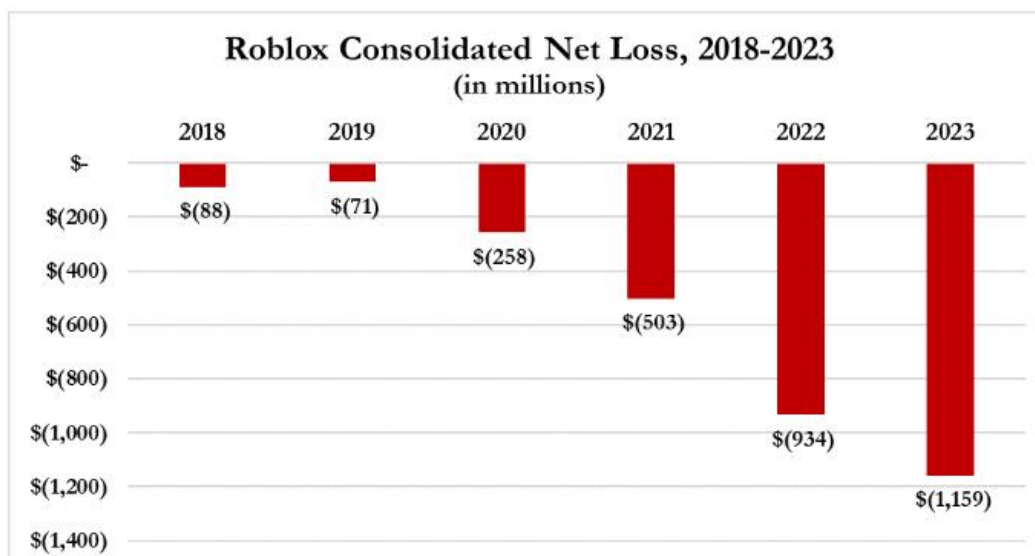
DAU 是公司营收的直接驱动力。截至 2024 年二季度末，DAU 为 7950 万名，同比增长 21%。



(Source: Roblox Investor Presentation [Pg. 6])

(来源：Hindenburg Research)

自上市以来，公司每个季度都出现净亏损，且近期亏损明显扩大。2021-2023 年，公司累计净亏损高达 26 亿美元。



(Source: Roblox Annual Reports)

(来源: Hindenburg Research)

尽管盈利能力不佳,但凭借着用户数据快速增长、变现潜力尚未充分挖掘这两点,公司仍被视为一家高成长企业,并且是华尔街的宠儿。

据彭博社数据,截至 2024 年 10 月 2 日,华尔街 18 家分析师对公司股票的评级为“买入”,11 家评级为“持有”,只有 2 家评级为“卖出”。

顺便一提,公司还是“木头姐”Cathie Wood 的重仓股。

据 FactSet 数据,“木头姐”旗下的方舟基金 (ARK Funds) 合计持有 5.6 亿美元的公司股票,占基金资产净值的 4.75%。

二、两大核心运营数据注水

做空机构质疑公司的高成长性,理由是其披露的核心运营指标,包括 DAU 和用户停留时长,均为非真实数据。

长期以来,公司递交给 SEC 的财报中,将“DAU”定义为平台上的个人玩家 (“people”)。

“...we also saw that in numbers — just internal numbers, which we generally refer to as general people on the platform versus DAUs”.

“In Q1, our DAUs came in at over 77 million daily people on our platform with year-on-year growth of 17%.”

“We continue to see the general number of people on our platform being very strong. We don't report the number...”

(来源：Hindenburg Research)

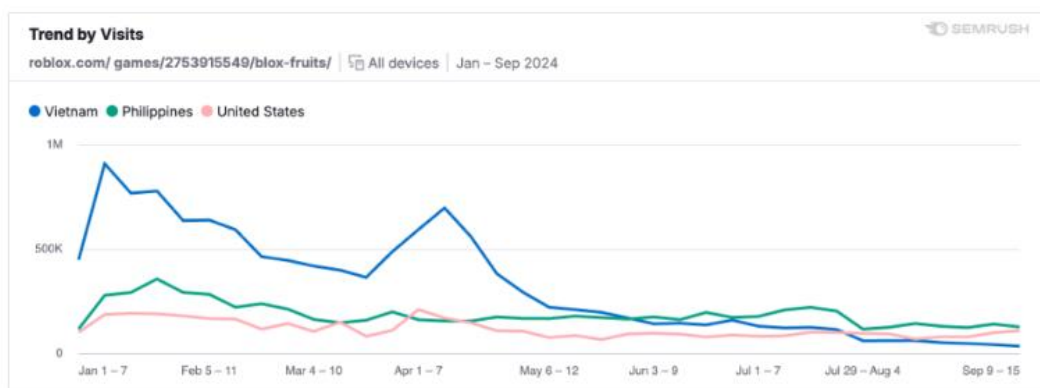
做空机构指出，公司的“DAU”，实际上并不完全是真实的个人玩家，而是充斥了大量来自东南亚的机器人“水军”。

据公司披露，美国一直是其核心市场。2023 年，美国地区的营收占比为 60%。

Blox Fruits 是公司 2024 年二季度最受欢迎的游戏，并且是其历史上第二大受欢迎的游戏。据 Romonitor 数据，该游戏的总访问量高达 404 亿次。

综上，可以推断，Blox Fruits 的用户也应该集中在美国地区。

然而，谷歌数据分析工具 Semrush 显示，今年以来，Blox Fruits 子域名的访问者中只有 8%来自美国，13%来自菲律宾，24%来自越南。

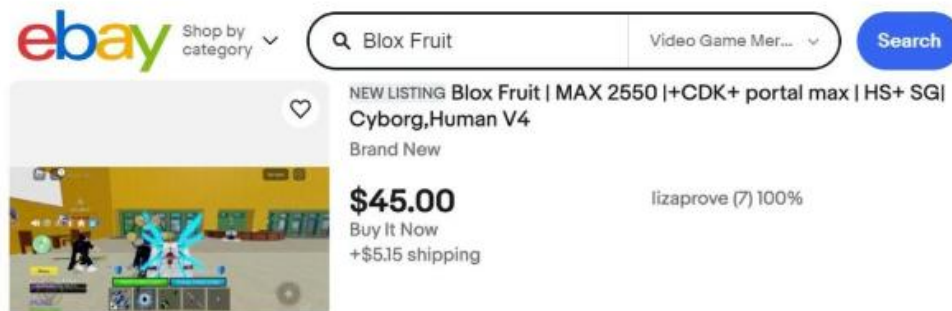


(Source: Semrush Geo Distribution Tool)

(来源：Hindenburg Research)

做空机构称，上述数据并不意味着公司该游戏在东南亚更受欢迎，而是反映出当地的游戏“挖矿”产业现状。

近年来，在就业机会相对有限、但互联网又十分普及的东南亚地区，活跃着大量“挖矿”游戏公会，它们在当地招募大量“矿工”操作游戏，目的是获得游戏里的虚拟物品或游戏币，然后在 eBay 等平台上出售。



(Source: eBay, an example of a Roblox 'Blox Fruit' account for sale)

(来源：Hindenburg Research)

为了提高游戏“挖矿”效率，每名“矿工”往往会同时操纵 20 台以上的游戏设备和游戏账号。



(Source: Vietnamese Facebook group “Virtual money farming community”)

(来源: Hindenburg Research)

做空机构称, 在用户数据高速增长的表面光环下, 公司选择了睁一只眼闭一只眼, 任由 DAU 中充斥着大量机器人。

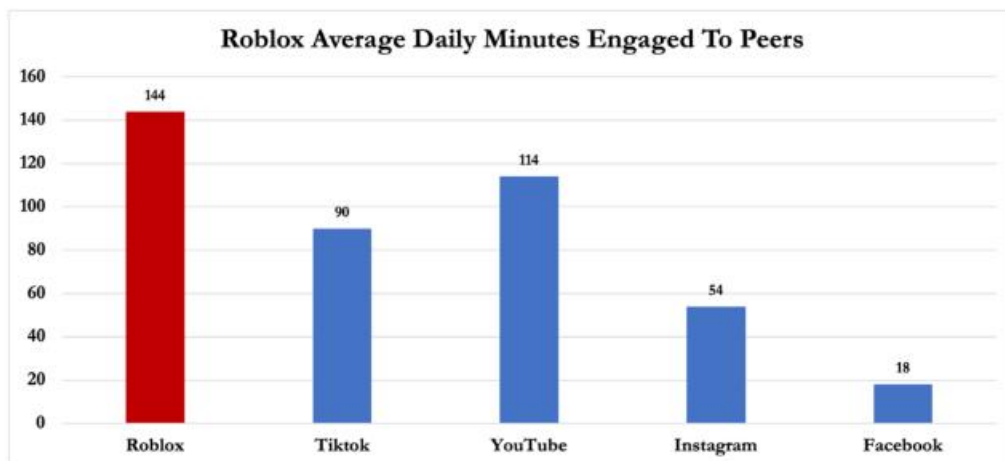
此外, 由于机器人“挖矿”的存在, 公司的另一项关键运营指标——用户停留时长, 即用户每天在游戏平台上平均停留的时间, 也失去了可信度。

公司的用户群体以美国青少年为主。

据披露, 2023 年, 公司游戏平台 41% 的玩家年龄在 17 岁以上, 其余 59% 的玩家年龄分布在 9-16 岁之间。

据公司披露，2023 年，其游戏平台上的用户停留时长为 144 分钟，该数据甚至远高于 YouTube、TikTok、Instagram 等知名社交媒体平台。

根据第三方调查机构 Gallup 2023 年的调查结果，美国青少年平均每天在 YouTube 上停留 114 分钟，在 TikTok 上停留 90 分钟，在 Instagram 上停留 54 分钟。



(Source: Roblox SEC Filings, Gallup Poll)

(来源：Hindenburg Research)

至于公司真实的 DAU 和用户停留时长究竟是多少呢？

做空机构称，其聘请了一家数据分析机构，通过对公司游戏服务器的持续监测，在过去数月内收集了 2.98 亿行实时玩家数据。

To Better Understand Roblox's Engagement On The Platform, We Hired A Technical Consultant That Monitored The Top ~7,200 Roblox Games Across ~2.1 Million Roblox Servers, **Collecting 297.7 Million Rows Of Real-Time Player Data**

(来源：Hindenburg Research)

做空机构的结论是：公司的真实 DAU，要较其披露的 DAU 低出 20%-30%。

也就是说，与公司 2024 年二季度披露的 DAU 7950 万名相比，同期真实的 DAU 在 5600 万-6400 万名之间。

In other words, the number of people on Roblox is inflated by 25% to 43% when the metric is not de-alded. Rather than the 79.5 million DAUs the company reported in Q2 2024, Roblox would be estimated to have closer to ~56-64 million actual "people" on its platform on any given day, based on the former data scientist's estimates.

同时，做空机构估计，2024 年二季度，公司真实的用户停留时长仅为 22 分钟，不到所披露数据的七分之一。

Date	Estimated Total Hours Played	Unique Player Tokens Sample	Total Hours Per Unique Token
06/14/2024	10,421,633	28,789,915	0.36
06/15/2024	12,227,307	31,499,395	0.39
06/16/2024	12,432,750	32,224,764	0.39
06/17/2024	10,839,818	29,570,155	0.37
06/18/2024	10,864,704	29,053,488	0.37
06/19/2024	11,122,572	29,237,818	0.38
06/20/2024	9,646,987	28,617,621	0.34
06/21/2024	10,871,299	30,303,774	0.36
06/22/2024	12,253,594	32,699,537	0.37
06/23/2024	12,567,772	32,410,397	0.39
06/24/2024	10,994,482	29,671,437	0.37

Daily average minutes per unique token	22.3
----------------------------------------	------

(Source: Technical Consultant, Hindenburg Analysis)

(来源：Hindenburg Research)

三、股价高估，内部人大量抛售

做空机构称，目前，公司的股价严重高估。

公司的企业价值 (EV)，明显低于艺电 (EA.O)、Take-Two Interactive (TTWO.O) 和任天堂三家老牌游戏企业，四家依次为 266 亿美元、293 亿美元、371 亿美元和 545 亿美元。

同时，公司的市销率 (PS)，要远高于艺电、Take-Two Interactive 和任天堂，

四家依次为 8.55 倍、4.84 倍、5.26 倍和 6.26 倍。

Company	Enterprise Value (in millions)	Price to Sales
Roblox Inc.	26,602	8.55
Take-Two Interactive	29,308	4.84
Electronic Arts	37,051	5.26
Nintendo ADR	54,540	6.26
RBLX Premium		57%

(Source: FactSet)

(来源：Hindenburg Research)

此外，公司内部人士大幅抛售股票，也是公司股价的一个危险信号。

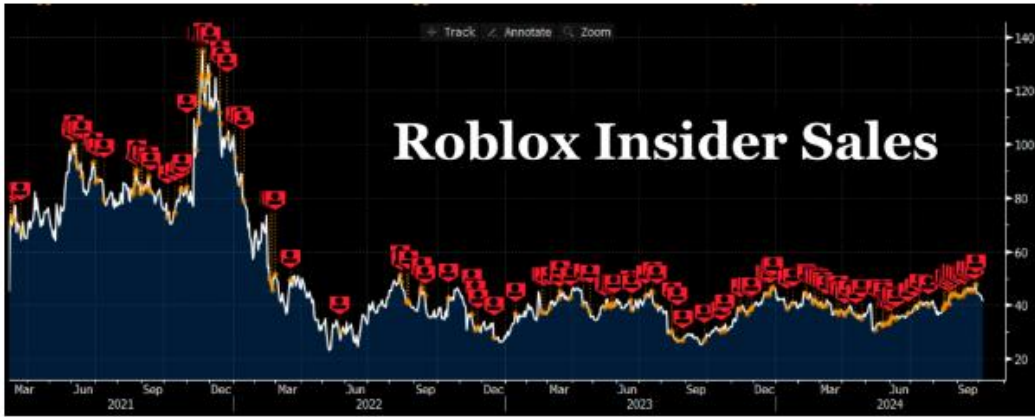
在过去 12 个月，公司的内部人士已经出售了 380 万股，价值 1.5 亿美元。其中，仅 CEO David Baszucki 一人就出售了 280 万股，价值 1.1 亿美元。

Insider	Net Proceeds
CEO David Baszucki	\$114,586,000
Rest of RBLX Insiders	\$35,560,115
Total	\$150,146,115

(Source: FactSet)

(来源：Hindenburg Research)

内部人抛售活动贯穿了公司自 2021 年上市以来的全阶段，期间累计出售了价值 17 亿美元的股票。其中，CEO 个人已累计出售价值 5.3 亿美元的股票。



(Source: Bloomberg)

(来源: Hindenburg Research)