

稳居 UGC 游戏龙头，生态经济加速正循环，利润释放持续加速

核心观点

Roblox 稳居 UGC 游戏生态龙头，其核心壁垒与增长动能正通过生态经济的正循环持续强化。Roblox 未来利润释放空间较大，营收方面，收入结构从单一依赖 Robux 内购向“内购+广告+订阅”多元驱动转型；此外，公司推出广告业务占比有望持续提升；成本端，公司通过官网额外激励等方式绕过渠道商抽成，降低支付成本；叠加安全、基础设施等成本费用随着规模效应不断摊薄。我们认为，公司具备核心投资价值：1) 用户基数庞大，核心稀缺 UGC 生态加速正循环；2) 盈利路径逐步清晰，利润率有望加速释放；3) AI 带来未来可拓展性。

Roblox 稳居 UGC 游戏生态龙头，其核心壁垒与增长动能正通过生态经济的正循环持续强化。截至 25Q2 财报，平台 DAU 用户已达到 1.12 亿，开发者社区规模超 1000 万，形成“用户-内容-商业化”的强网络效应：海量活跃用户为开发者提供创作变现土壤，开发者通过低代码工具产出多元内容反哺用户留存，用户付费与广告收入则通过分成机制反哺创作激励，推动生态内容质量与丰富度上升。这种“用户增长→内容扩容→变现提效→生态增值”的闭环正加速运转，叠加 AI 工具降低创作门槛、跨平台（主机/移动端/VR）渗透及元宇宙场景延伸，公司 ARPU 与 LTV（用户生命周期价值）持续提升，盈利能力与估值天花板进一步打开，验证了 UGC 生态经济的长期价值裂变能力。

Roblox 未来利润释放空间较大，一方面来自营收增长，另一方面来自成本费用端的下降。营收方面，收入结构从单一依赖 Robux 内购向“内购+广告+订阅”多元驱动转型；随着公司用户数、ARPU 双轮驱动，Bookings 加速增长，此外，公司推出广告业务占比有望持续提升；成本端，公司通过官网额外激励等方式绕过渠道商抽成，降低支付成本；叠加安全、基础设施等成本费用摊销，公司后续利润率有望持续增长。

Roblox (RBLX.N)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

向锐

xiangrui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070008

发布日期：2025 年 11 月 04 日

当前股价：135.84 美元

目标价格 6 个月：179 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

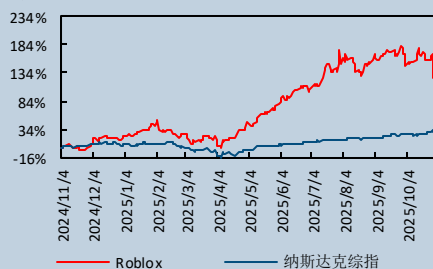
	1 个月	3 个月	12 个月
	-19.36/-23.69	-13.89/-29.31	109.29/78.62
12 月最高/最低价 (美元)			141.56/49.06
总股本 (万股)			70,192.55
流通股本 (万股)			65,485.50
总市值 (亿美元)			755.69
流通市值 (亿美元)			755.69
近 3 月日均成交量 (万)			811.29

主要股东

FMRLLC

数据标示

股价表现



相关研究报告

我们认为，公司具备核心投资价值：

1) **用户基数庞大，核心稀缺 UGC 生态加速正循环**；作为全球最大青少年 UGC 游戏平台，Roblox 以 25Q2 DAU 1.12 亿（同比+41%）、用户日均交互时长 30 亿分钟的规模；且随着广告等业务推进，创作者获得的激励持续增长，有望带来供给丰富度进一步提升，UGC 生态加速正循环，构建了“用户-内容-变现”的强网络效应；

2) **盈利路径逐步清晰，利润率有望加速释放**；尽管当前仍处于投入期（25Q2 GAAP 净亏损 2.78 亿美元），但其盈利模型已显现拐点，收入结构从单一依赖 Robux 内购向“内购+广告+订阅”多元驱动转型；同时成本费用率（如绕过渠道商抽成等/合规安全等成本随规模摊薄等）也有望持续下降；

3) **AI 带来未来可拓展性**；Roblox 将 AI 定位为“元宇宙操作系统级工具”，而非单纯降本手段：一方面，Cube 等生成式 AI 工具使 3D 内容创作门槛从“需编程基础”降至“拖拽式操作”；另一方面，AI 驱动的个性化推荐系统将用户互动时长持续提升（通过动态调整游戏推荐策略），虚拟场景生成效率提高。更深远的是，AI 与 UGC 的结合有望催生“AI 原生应用”——如用户自定义 AI 角色陪玩、动态剧情生成等新玩法，推动平台从“游戏社交”向“AI 生活空间”进化。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 45、62、84 亿美元，分别同比增长 25%、38%、35%；公司零售订单额分别为 61、83、107 亿美元，分别同比增长 40%、35%、30%。我们预计公司归母净利润分别为 -9.4、-7.2、-2.1 亿美元。

风险提示：宏观经济承压导致用户付费能力下降风险，用户数以及用户使用时长存在增速放缓的风险，Roblox 的国际化拓展以及成年人拓圈存在不确定性风险，政策对未成年人保护或导致公司的合规成本上升的风险，公司爆款游戏存在用户下滑以及项目投入生命周期不及预期的风险，AI 或对 UGC 生态带来一定冲击导致竞争格局激烈风险，公司盈利不及预期风险，广告业务以及其他新业务&项目或存在进展不及预期风险，公司支付端迁移官网存在一定阻力的风险，成年用户粘性不足的风险。

目录

公司概况.....	1
财务分析.....	5
投资逻辑.....	8
一、UGC 生态循环加速	9
二、盈利路径逐步清晰:	14
三、AI 带来可拓展性:	17
营收预测&估值:	19
风险提示.....	20
敏感性分析:	20
三表预测.....	21

图目录

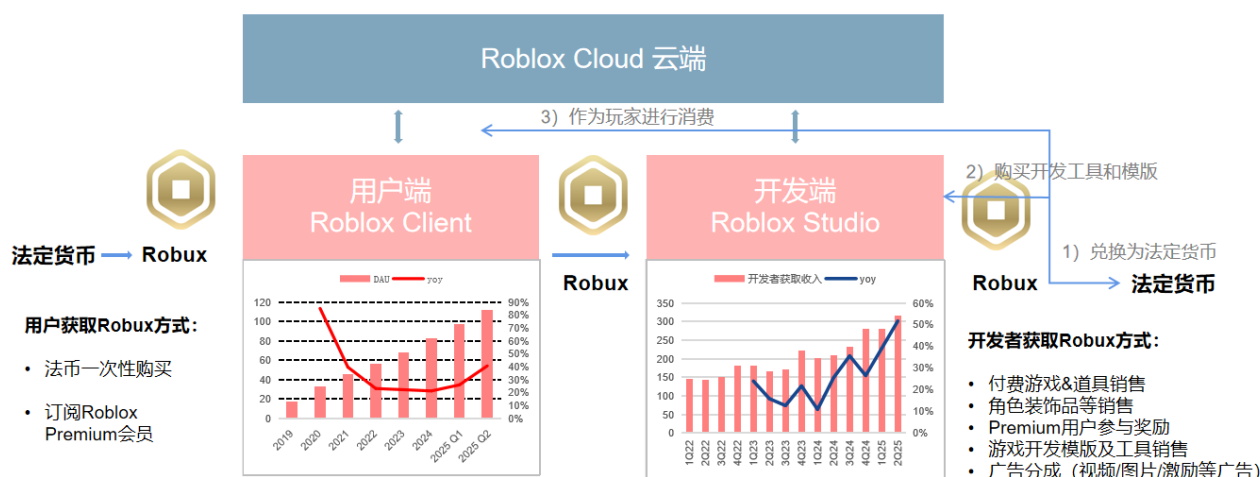
图表 1 : Roblox 平台架构.....	1
图表 2 : Roblox 历史沿革 & 股价 (美元)	2
图表 3 : 公司 Booking & 同比 (百万美元、%)	2
图表 4 : Booking per DAU & 同比 (美元、%)	2
图表 5 : 公司付费用户&同比 (百万、%)	3
图表 6 : Booking per MPU (美元/MPU)	3
图表 7 : Booking 地区分布 (百万美元)	3
图表 8 : Booking 地区占比 (%)	3
图表 9 : Roblox 可比游戏在美国区双平台使用时长 (万小时)	4
图表 10 : Roblox 可比游戏在全球区双平台使用时长 (万小时)	4
图表 11 : Roblox 与可比文娱工具 APP 全球双平台使用时长 (万小时)	4
图表 12 : Roblox 与可比文娱工具 APP 全球用户使用时长分布 (%)	4
图表 13 : 公司营收&同比 (百万美金、%)	5
图表 14 : 公司调整后净利润 (百万美金、%)	5
图表 15 : 公司 EBITDA & 同比 (百万美金、%)	5
图表 16 : 公司 EBITDA Margin (%)	5
图表 17 : 公司毛利&同比 (百万美金、%)	6
图表 18 : 公司毛利率 (%)	6
图表 19 : 公司研发费用&同比 (百万美金、%)	6
图表 20 : 公司营销费用&同比 (百万美金、%)	6
图表 21 : 公司管理费用&同比 (百万美金、%)	7
图表 22 : 公司费用率 (%)	7
图表 23 : 公司现金流量 (百万美金)	7
图表 24 : 公司员工在职人数%同比 (人、%)	7
图表 25 : Roblox 利润增长逻辑.....	8
图表 26 : Roblox 经济系统.....	9
图表 27 : 用户使用法定货币兑换 Robux 币.....	9
图表 28 : Robux 币在游戏体验中的消费.....	9
图表 29 : Roblox DAU & 同比 (百万、%)	10
图表 30 : Roblox Bookings per DAU (美元/DAU、%)	10
图表 31 : DAU 区域分布 (百万)	10
图表 32 : DAU 区域占比 (%)	10
图表 33 : 使用时长地域分布 (百万小时)	11
图表 34 : 使用时长地域占比 (%)	11
图表 35 : DAU 年龄分布 (百万)	11
图表 36 : DAU 年龄占比 (%)	11
图表 37 : 使用时长年龄分布 (百万小时)	11
图表 38 : 使用时长年龄分占比 (%)	11
图表 39 : 创作者分成收入 (百万美金、%)	12

图表 40 : 创作者分成比例 (%)	12
图表 41 : 创作者创造收益的主要模式	12
图表 42 : TOP 创作者收益 (百万美金、X)	13
图表 43 : Roblox 项目《Grow a Garden》	13
图表 44 : Roblox 项目《The World of Blox Fruits》	13
图表 45 : Roblox 收入拆解	14
图表 46 : 美国区应用商店收入 (美金)	14
图表 47 : 公司官网充值补贴	14
图表 48 : 以 100 美金为例的 Roblox 官网充值与应用商店充值对比	15
图表 49 : Roblox 广告形式	15
图表 50 : Roblox 广告空间测算	15
图表 51 : Roblox 广告展示 (视频广告格式: 自动播放)	16
图表 52 : Roblox 广告展示 (门户广告)	16
图表 53 : Roblox 广告展示 (激励视频广告)	16
图表 54 : Roblox 广告展示 (桌面端搜索广告)	16
图表 55 : 公司体验项目的开发平台, AI 带来想象空间	17
图表 56 : 2023-2025 RDC 大会的核心要点总结	18
图表 57 : 公司营收拆分 (百万美元、%)	19
图表 58 : 公司估值 (百万美金、%)	19
图表 59 : Booking 敏感性分析 (百万美金、%)	20

公司概述

Roblox 稳居 UGC 游戏生态龙头，其核心壁垒与增长动能正通过生态经济的正循环持续强化。截至 25Q2 财报，平台 DAU 用户已达到 1.12 亿，开发者社区规模超 1000 万，形成“用户-内容-商业化”的强网络效应：海量活跃用户为开发者提供创作变现土壤，开发者通过低代码工具产出多元内容反哺用户留存，用户付费与广告收入则通过分成机制反哺创作激励，推动生态内容质量与丰富度螺旋上升。这种“用户增长→内容扩容→变现提效→生态增值”的闭环正加速运转，叠加 AI 工具降低创作门槛、跨平台（主机/移动端/VR）渗透及元宇宙场景延伸，公司 ARPU 与 LTV（用户生命周期价值）持续提升，盈利能力与估值天花板进一步打开，验证了 UGC 生态经济的长期价值裂变能力。

图表 1：Roblox 平台架构



资料来源：公司官网，中信建投

Roblox 成立 20 多年，从教育工具（Knowledge Revolution）→游戏平台（Dynablox）→UGC 生态（Roblox），通过“工具开放+经济闭环+跨端兼容”构建护城河：

1) 创立与早期探索（2004-2009）：2004 年，David Baszucki 与 Erik Cassel 创立公司，最初名为 Dynablox，2006 年推出首版 Roblox，引入虚拟货币 Robux 构建经济系统，允许开发者通过游戏内交易获利，奠定 UGC 生态基础。2007 年上线安全聊天功能，开放 13 岁以下用户社交权限，并推出角色定制功能，初步形成社区属性；

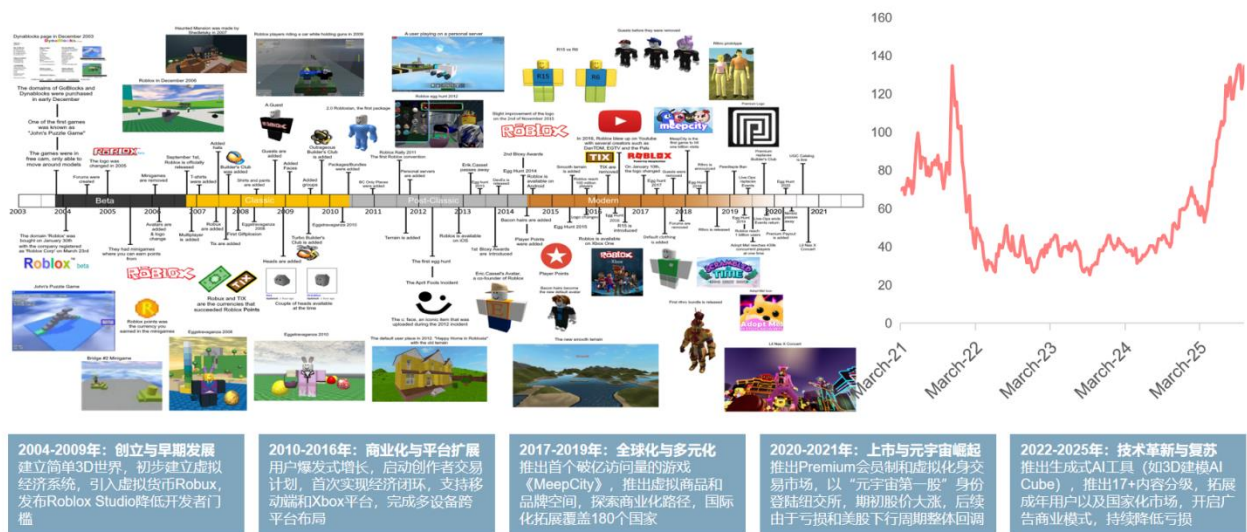
2) 商业化加速与平台拓展（2010-2016）：2011 年用户创作游戏突破 540 万款，平台启动开发者分成机制，正式开启商业化进程。2013 年推出创作者交易计划，开发者可通过微交易、虚拟商品销售获得 Robux 并兑换现金。2015 年支持跨平台游戏开发；2016 年登陆 Oculus Rift，完成 PC/移动/主机/VR 全终端布局；

3) 全球化与多元化（2017-2020）：2017 年接入 Xbox 平台实现跨设备互通；2018 年首款游戏《MeepCity》访问量破圈确立社交游戏标杆。2019 年与腾讯成立合资公司“罗布乐思”，进军中国市场；同年与 GUCCI、Nike 合作推出品牌虚拟体验拓展商业化场景。2020 年疫情催化下，日活用户激增；

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

4) 上市与技术革新 (2021-2025)：2021 年 3 月登陆纽交所，市值突破 500 亿美元，成为“元宇宙第一股”。但随后因用户增速放缓、亏损扩大，股价一度暴跌。2023 年启动战略调整：开放 17+内容分级，引入成人用户；推出 AI 工具 Cube 加速 3D 内容生成，降低创作门槛；重构经济模型，强化广告与订阅收入。2025 年推出短视频应用“Roblox Moments”，优化创作者收益分成机制；AI 驱动的虚拟化身定制、动态场景生成技术落地。

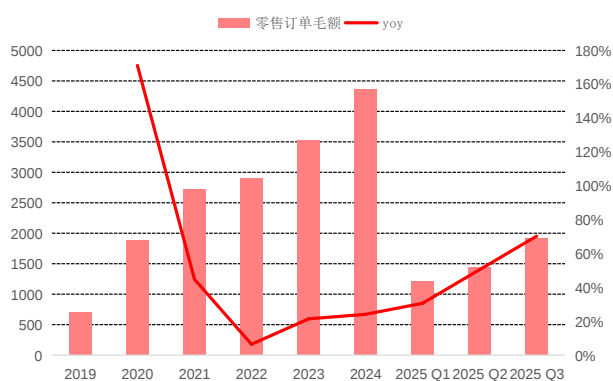
图表 2：Roblox 历史沿革 & 股价（美元）



资料来源：公司官网，中信建投

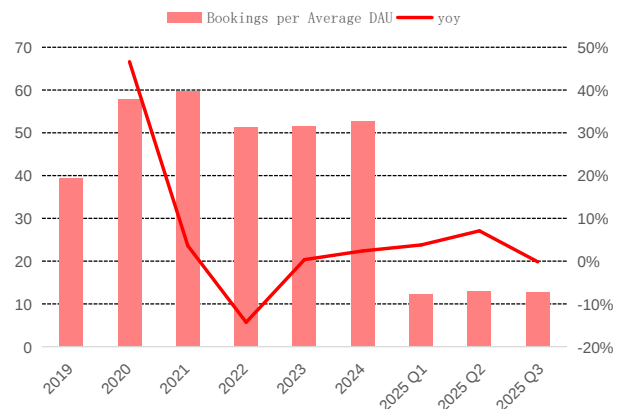
公司 Bookings 呈现不断加速的趋势，主要来自用户数和付费能力双重驱动。25Q1-Q3 公司 Bookings 分别为 12.1、14.4、19.2 亿美元，分别同比增长 31%、51%、70%；公司的商业化持续加速，主要来自于用户数与用户付费能力双轮驱动。用户数方面，公司 25Q1-Q3 的 DAU 分别为 0.98、1.12、1.52 亿，分别同比增长 26%、41%、70%；每 DAU 订阅分别为 12.3、12.9、12.7 美元，分别同比增长 4%、7%、-0.2%。

图表 3：公司 Booking & 同比（百万美元、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 4：Booking per DAU & 同比（美元、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

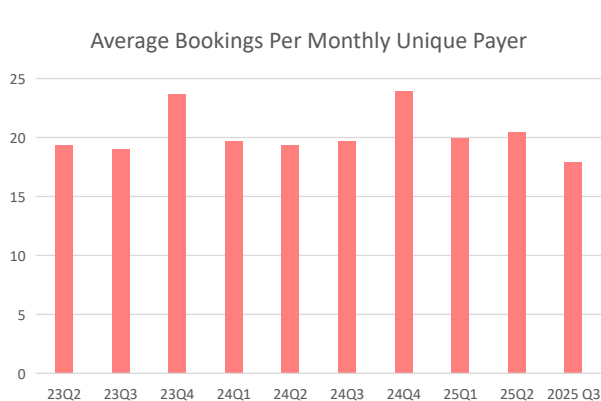
公司付费用户基本盘稳健，25Q3 MPU 增长进一步提速。25Q1-Q3 公司付费用户分别为 0.20、0.23、0.36 亿，分别同比增长 29%、42%、87%，MPU 呈现快速增长，付费用户渗透率整体趋势保持稳定提升；每 MPU 订阅亦保持稳定。

图表 5：公司付费用户&同比（百万、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

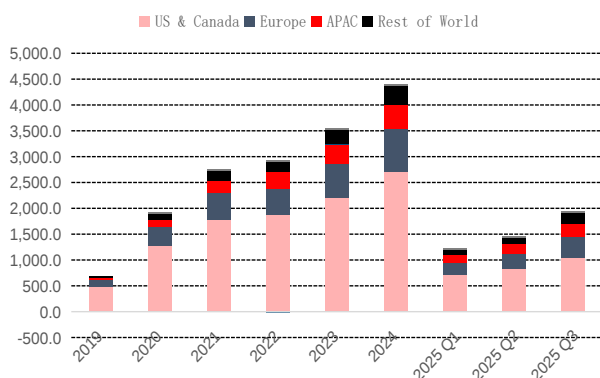
图表 6：Booking per MPU（美元/MPU）



资料来源：Bloomberg，中信建投

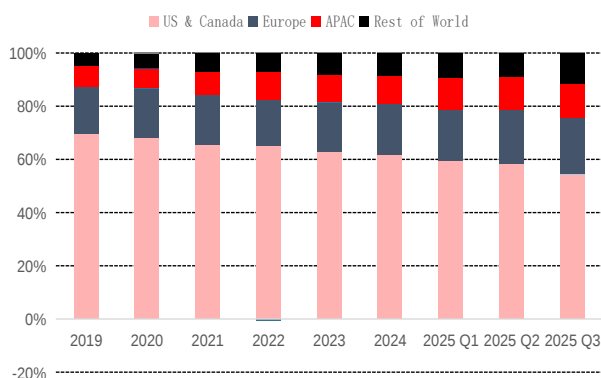
从地域来看，公司 Bookings 主要来自欧美地区，其他市场也保持快速增长。25Q3 公司 Bookings 中，美国&加拿大、欧洲、APAC、其他地区收入分别为 10.5、4.1、2.4、2.2 亿美元，分别同比增长 50%、90%、110%、129%，其中 APAC 市场增速明显领先，显示出未来增长潜力；美国&加拿大、欧洲、APAC、其他地区占比分别为 55%、21%、13%、12%；24Y、25Q1、25Q2、25Q3 APAC 市场收入占比分别为 10.6%、11.7%、12.3%、12.7%，其市场收入占比逐步提升。

图表 7：Booking 地区分布（百万美元）



资料来源：Bloomberg，中信建投

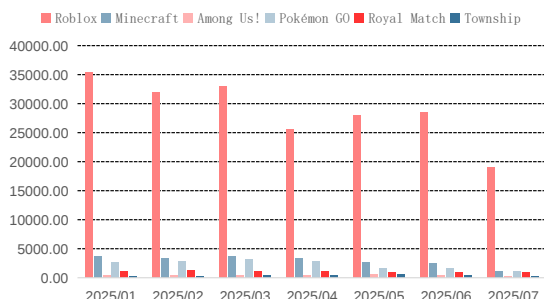
图表 8：Booking 地区占比（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

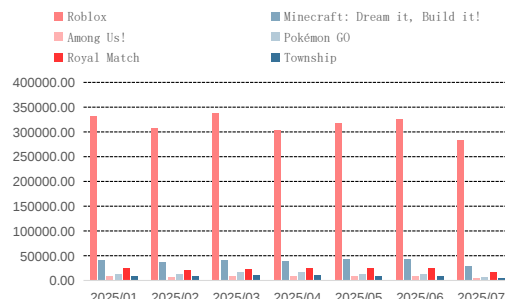
Roblox APP 端使用时长与流行游戏、奈飞等社交娱乐平台相比时长领先，单用户使用时长更长。根据点点数据显示，2025 年 1-7 月，Roblox 在美国区与全球区双平台（IOS & Google Play）使用时长相较于可比类型游戏（Minecraft、Among US、Pokemon Go、Township）来讲，用户使用时长明显领先；显示出在可比游戏中，Roblox 庞大的用户基础与使用时长优势。与 Netflix、Duolingo、Spotify 等娱乐平台相比，Roblox APP 端用户使用时长与用户平均使用时间均处于领先状态。

图表 9: Roblox 可比游戏在美国区双平台使用时长(万小时)



资料来源: 点点数据, 中信建投

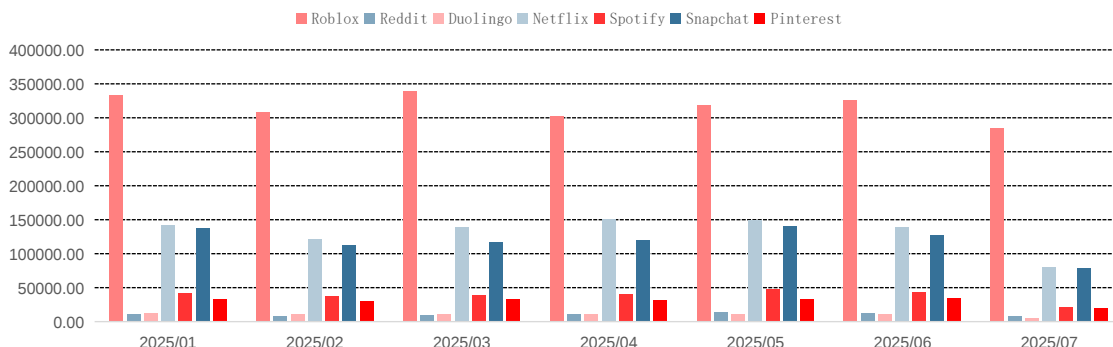
图表 10: Roblox 可比游戏在全球区双平台使用时长(万小时)



资料来源: 点点数据, 中信建投

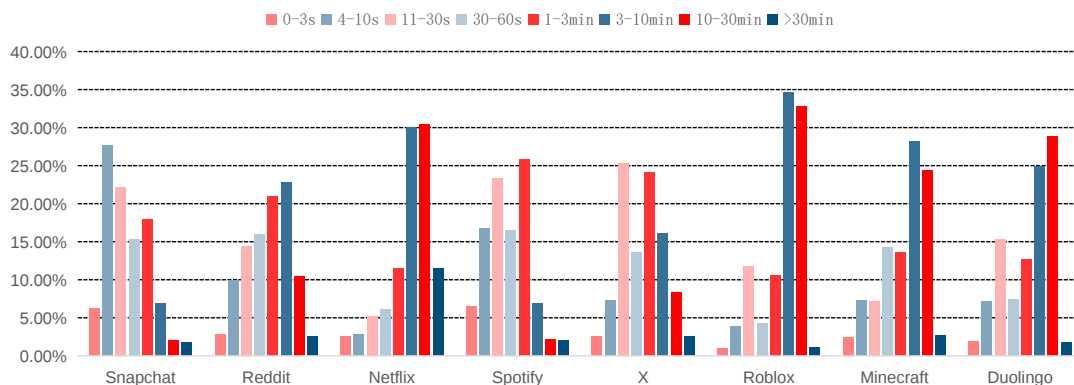
尽管使用时长领先, 但是 Roblox 商业化效率却相对滞后。公司收入仍高度依赖 Robux 充值, 广告收入占比较低且货币化率不足; 叠加 70% 的高开发者分成比例与青少年用户为主的消费结构 (人均付费能力不足), 导致收入/GMV 转化率远低于行业的平均水平。这种“大流量、低变现”的矛盾, 反映其生态优势尚未充分转化为盈利动能。

图表 11: Roblox 与可比文娱工具 APP 全球双平台使用时长 (万小时)



资料来源: 点点数据, 中信建投

图表 12: Roblox 与可比文娱工具 APP 全球用户使用时长分布 (%)

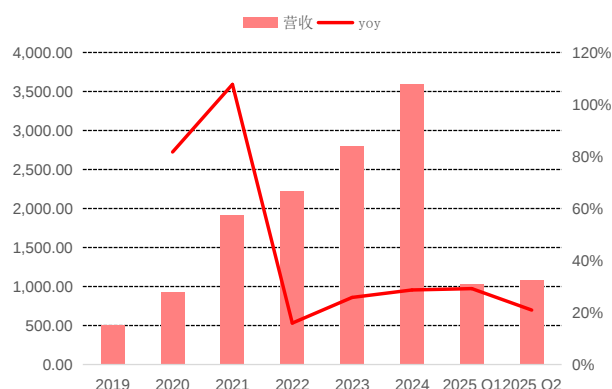


资料来源: 点点数据, 中信建投

财务分析

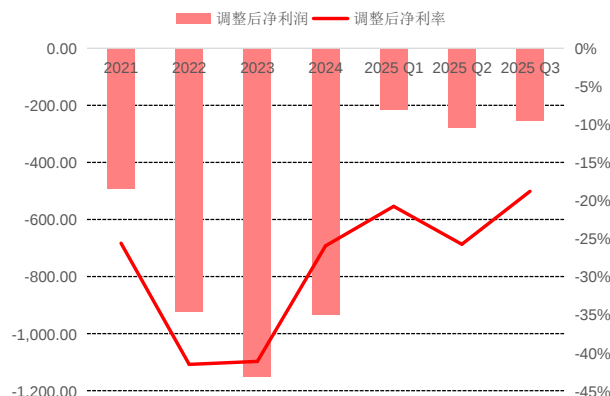
公司营收稳健增长，由于 Bookings 与收入递延周期较长，预计后续营收有望持续加速，公司处于持续减亏阶段。25Q1-Q3 公司营收分别为 10.4、10.8、13.6 亿美元，分别同比增长 29%、21%、48%，增速慢于 Booking 增速主要系递延周期（27 个月）较长影响，预计后续营收有望持续加速。随着规模效应凸显，公司处于持续减亏阶段，公司 25Q1-Q3 调整后净利润分别为-2.2、-2.9、-2.6 亿美元，对应调整后净利率分别为-21%、-26%、-19%。

图表 13：公司营收&同比（百万美金、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

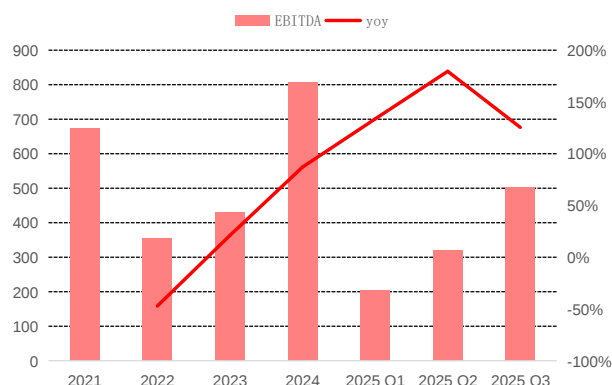
图表 14：公司调整后净利润（百万美金、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

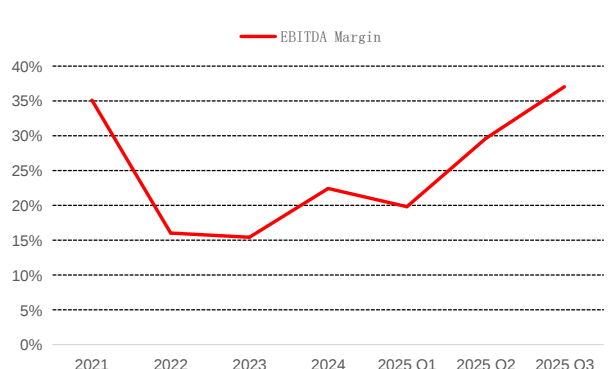
公司 EBITDA 快速增长，EBITDA Margin 持续提高。公司 2024Y、2025Q1-Q3 EBITDA 分别为 8.1、2.1、3.2、5.0 亿美元，分别同比增长 87%、134%、180%、125%；EBITDA 利润处于加速增长状态；对应公司 EBITDA Margin 分别为 22%、20%、30%、37%；EBITDA Margin 持续增长主要系公司规模效应凸显，叠加成本端下降（如绕开渠道商支付等）。

图表 15：公司 EBITDA & 同比（百万美金、%）



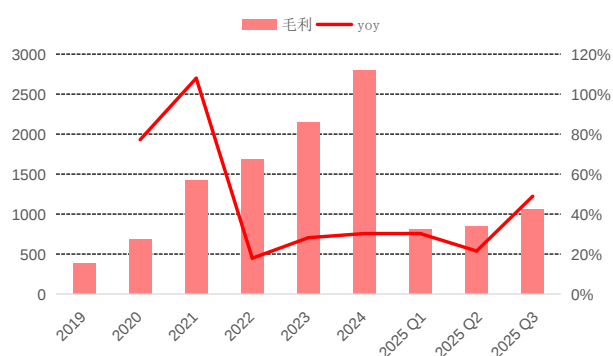
资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 16：公司 EBITDA Margin (%)

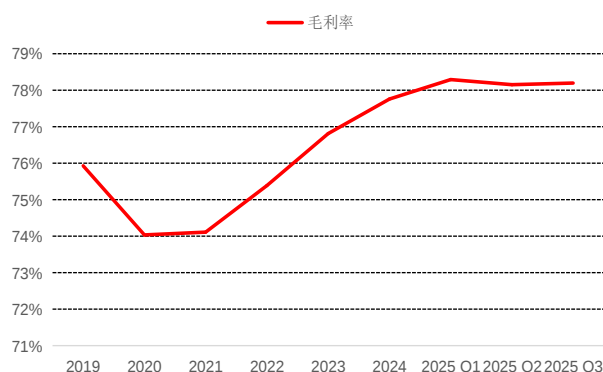


资料来源：Bloomberg，中信建投

公司毛利率维持稳定，后续仍有提升空间。25Q1-Q3 公司毛利润分别为 8.1、8.5、10.6 亿美元，分别同比增长 30%、22%、49%，对应毛利率分别为 78%、78%、78%，毛利率反映其数字商品平台的规模效应，即固定成本不断得到摊销，虚拟道具无需实体生产成本，用户付费后平台仅需支付开发者分成和服务器扩容费用。

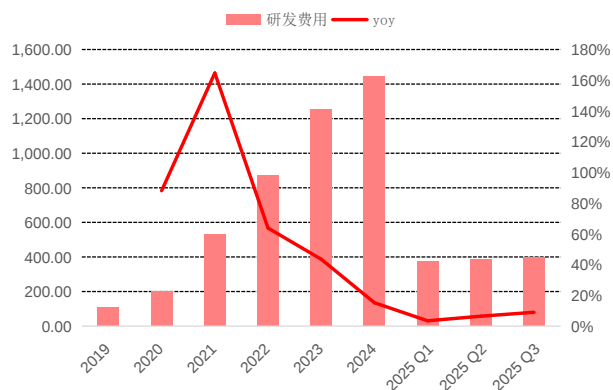
图表 17：公司毛利&同比（百万美金、%）


资料来源: Bloomberg, 中信建投

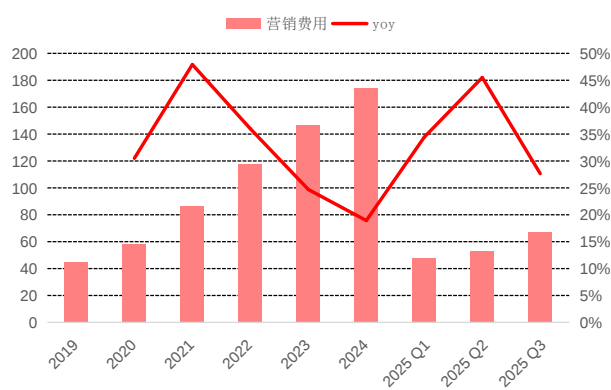
图表 18：公司毛利率（%）


资料来源: Bloomberg, 中信建投

公司的研发费用维持稳定，营销费用&管理费用快速增长。25Q1-25Q3 公司研发费用分别为 3.7、3.9、4.0 亿美元，分别同比增长 3%、6%、9%，对应研发费用率分别为 36.2%、35.6%、29.3%；营销费用增长加速，25Q1-Q3 公司营销费用分别为 0.48、0.53、0.67 亿美元，分别同比增长 34%、46%、28%，对应营销费用率分别为 4.6%、4.9%、4.9%；该费用主要聚焦游戏推广（如《Grow a Garden》）、品牌合作（如 GUCCI 虚拟商品）及开发者生态招募等；管理费用端，25Q1-Q3 分别为 1.2、1.5、1.4 亿美元，分别同比增长 22%、44%、47%，对应管理费用率分别为 11.5%、14.1%、10.7%。

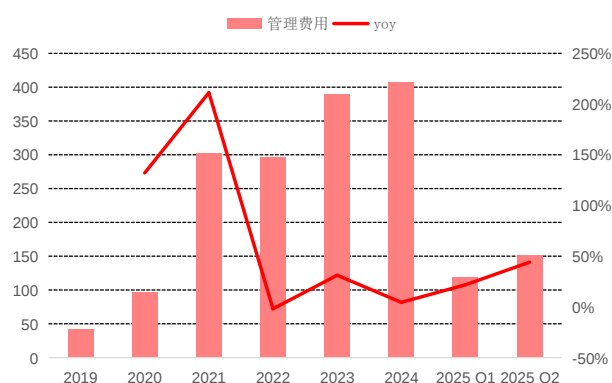
图表 19：公司研发费用&同比（百万美金、%）


资料来源: Bloomberg, 中信建投

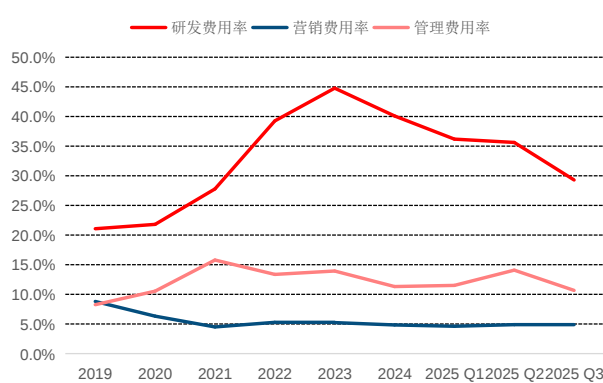
图表 20：公司营销费用&同比（百万美金、%）


资料来源: Bloomberg, 中信建投

研发费用率保持下降趋势，营销费用率维持稳定，管理费用率小幅上涨。2023年以来，公司研发费用率保持下降趋势，主要系规模效应对前期研发摊销所致；营销费用率整体保持稳定，管理费用率出现略微上涨趋势，主要系覆盖法律合规、安全审核（如内容过滤系统升级）等支出增加所致。我们认为，随着公司后续营收持续增长，预计规模效应继续凸显，公司整体费用率或将保持下降趋势。

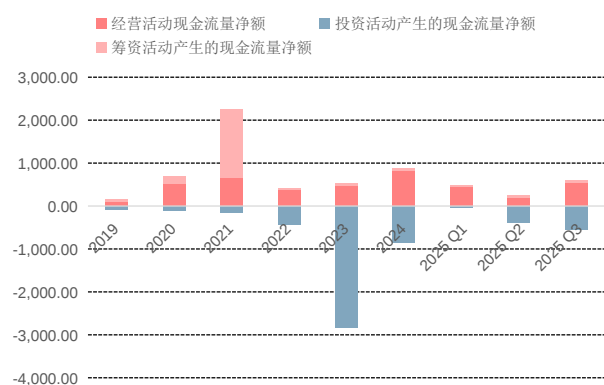
图表 21：公司管理费用&同比（百万美金、%）


资料来源：Bloomberg，中信建投

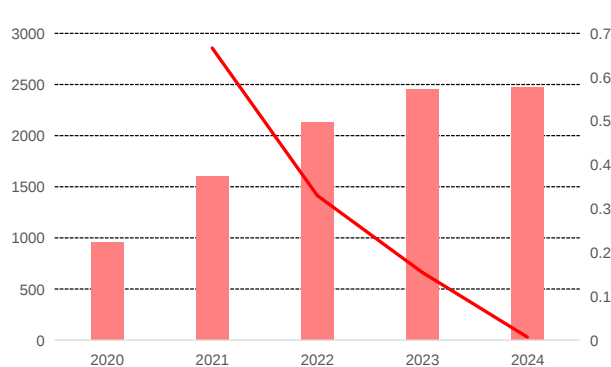
图表 22：公司费用率（%）


资料来源：Bloomberg，中信建投

公司现金流量持续改善，在职人数保持稳定。25Q1-Q3 公司经营性现金流量分别为 4.4、2.0、5.7 亿美元，经营性现金流量持续保持健康状态；公司自由现金流量分别为 4.3、1.8、4.4 亿美元；同时根据财报显示，截止 2024 年年报，公司在职人数稳定，22-24 年分别为 2128、2457、2474 人。

图表 23：公司现金流量（百万美金）


资料来源：Bloomberg，中信建投

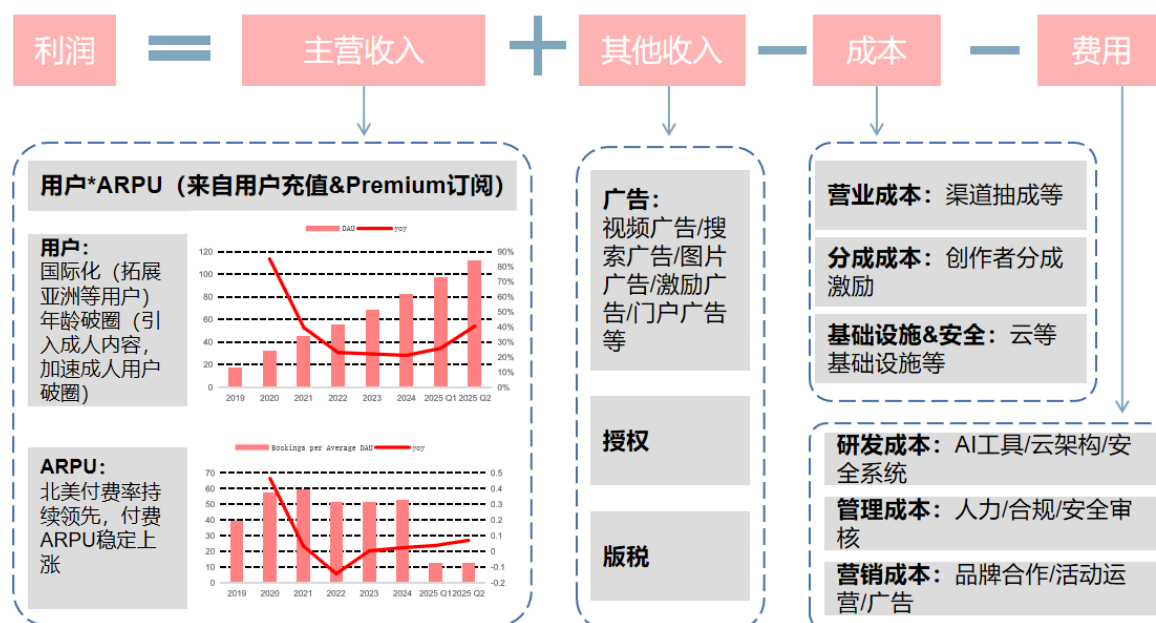
图表 24：公司员工在职人数%同比（人、%）


资料来源：Bloomberg，中信建投

投资逻辑

Roblox 利润释放空间较大，一方面来自于营收增长，另一方面来自于成本费用端的下降。营收方面，收入结构从单一依赖 Robux 内购向“内购+广告+订阅”多元驱动转型；随着公司用户数、ARPU 双轮驱动，Bookings 加速增长，此外，公司推出广告业务占比有望持续提升；成本端，公司通过官网额外激励等方式绕过渠道商抽成，降低支付成本；叠加安全、基础设施等成本费用摊销，公司后续利润率有望持续增长。

图表 25：Roblox 利润增长逻辑



资料来源：公司官网，中信建投

我们认为，公司具备核心投资价值：

1) 用户基数庞大，核心稀缺 UGC 生态加速正循环；作为全球最大青少年 UGC 游戏平台，Roblox 以 25Q2 DAU 1.12 亿（同比+41%）、用户日均交互时长 30 亿分钟的规模；且随着广告等业务推进，创作者获得的激励持续增长，有望带来供给丰富度进一步提升，UGC 生态加速正循环，构建了“用户-内容-变现”的强网络效应；

2) 盈利路径逐步清晰，利润率有望加速释放；尽管当前仍处于投入期（25Q2 GAAP 净亏损 2.78 亿美元），但其盈利模型已显现拐点，收入结构从单一依赖 Robux 内购向“内购+广告+订阅”多元驱动转型；同时成本费用率（如绕过渠道商抽成等/合规安全等成本随规模摊薄等）也有望持续下降；

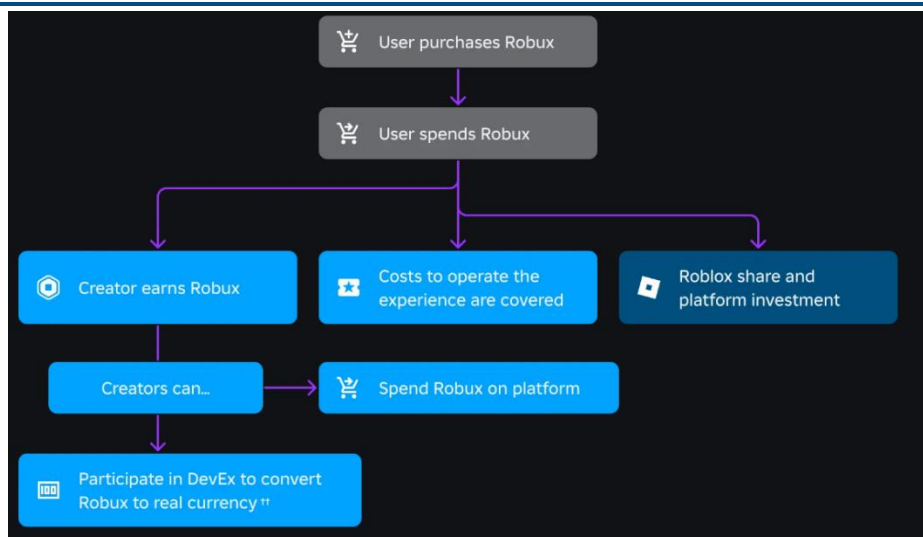
3) AI 带来未来可拓展性；Roblox 将 AI 定位为“元宇宙操作系统级工具”，而非单纯降本手段：一方面，Cube 等生成式 AI 工具使 3D 内容创作门槛从“需编程基础”降至“拖拽式操作”；另一方面，AI 驱动的个性化推荐系统将用户互动时长持续提升（通过动态调整游戏推荐策略），虚拟场景生成效率提高。更深远的是，AI 与 UGC 的结合有望催生“AI 原生应用”——如用户自定义 AI 角色陪玩、动态剧情生成等新玩法，推动平台从“游戏社交”向“AI 生活空间”进化。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

一、UGC 生态循环加速

Roblox 以 Robux 为核心构建了一套高度自治的独特货币体系，深度绑定 UGC 生态循环。用户通过充值或任务获取 Robux，用于购买开发者创作的虚拟道具、场景及服务；开发者则依托低代码工具产出内容，通过用户消费获得 Robux 分成（按规则可兑换现实货币）。这一体系形成“用户付费→开发者收益→内容扩容→用户留存→付费提升”的强闭环：用户因优质内容持续消费，反哺开发者创作动力，推动内容丰富度与质量指数级增长，而内容生态的繁荣又吸引更多新用户涌入，进一步扩大货币流通规模。Robux 作为生态“血液”，既量化了用户需求与创作价值，又通过经济激励机制加速了 UGC 生态的自生长，使其区别于传统游戏平台的“单向消费”模式，形成“消费-生产-再消费”的螺旋上升正循环。

图表 26：Roblox 经济系统



资料来源：公司官网，中信建投

图表 27：用户使用法定货币兑换 Robux 币

应用商店充值	100 美元=10000 Robux
官网充值	最高 25%额外 Robux
Premium 会员	每月获得 1000 Robux 币 最高 35%额外 Robux 币

资料来源：公司官网，中信建投

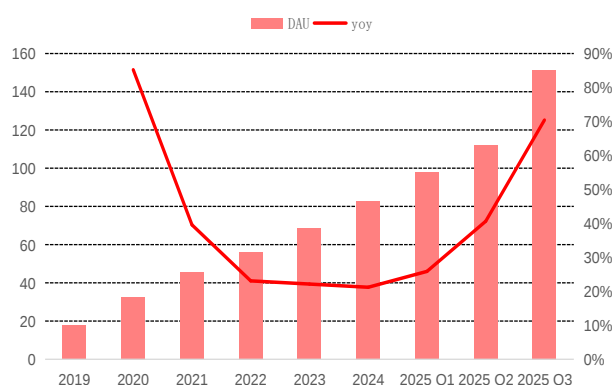
图表 28：Robux 币在游戏体验中的消费

Robux 消费	市场购买	体验内购买
3D 资产（身体、头部、配件等）	创作者获得 30%/联盟（Roblox）获得 40%/平台获得 30%	创作者获得 30%/联盟（Roblox）获得 40%/平台获得 30%
经典服装	创作者获得 70%/平台获得 30%	创作者获得 60%/体验所有者获得 10%/平台获得 30%

资料来源：公司官网，中信建投

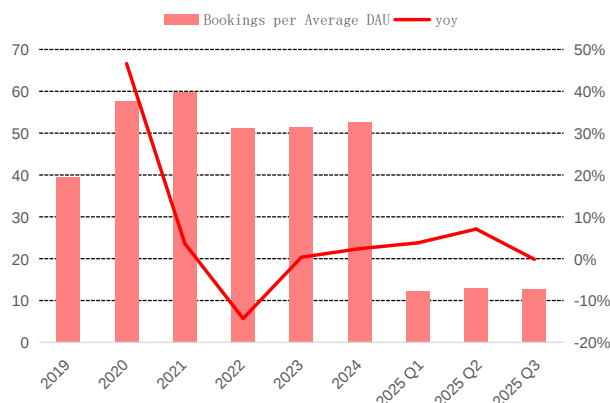
1.1) 用户端：DAU 快速增长，主要靠国际化拓展&年龄破圈。根据 Bloomberg 数据，公司 25Q1-Q3 DAU 分别为 0.98、1.12、1.52 亿，分别同比增长 26%、41%、70%；从地区分布来看，APAC 市场以及其他市场用户增速领先，25Q3 美国&加拿大、欧洲、APAC、其他市场 DAU 分别为 0.26、0.34、0.46、0.45 亿，分别同比增长 32%、56%、108%、79%，对应用户数占比分别为 17%、22%、31%、30%。APAC、其他市场 DAU 仍处于快速增长阶段，显示出该欧美市场以外用户数增长的潜力。

图表 29：Roblox DAU & 同比（百万、%）



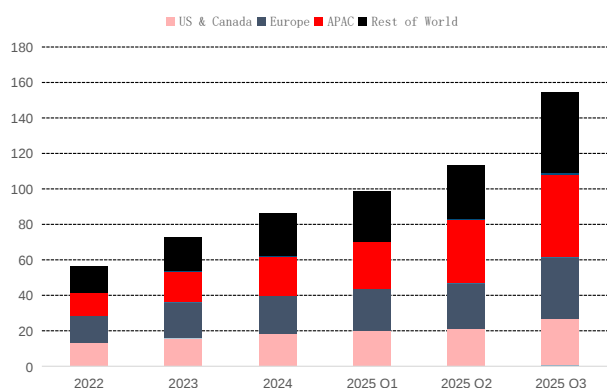
资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 30：Roblox Bookings per DAU（美元/DAU、%）



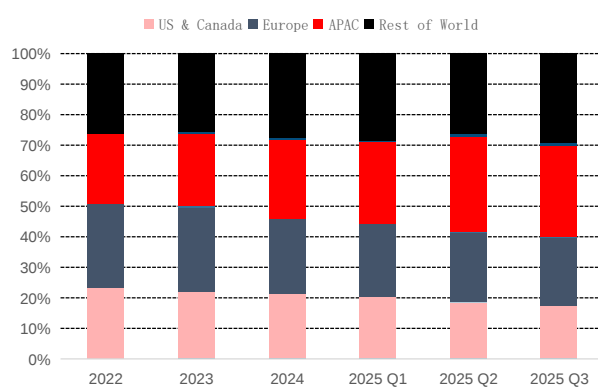
资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 31：DAU 区域分布（百万）



资料来源：Bloomberg，中信建投

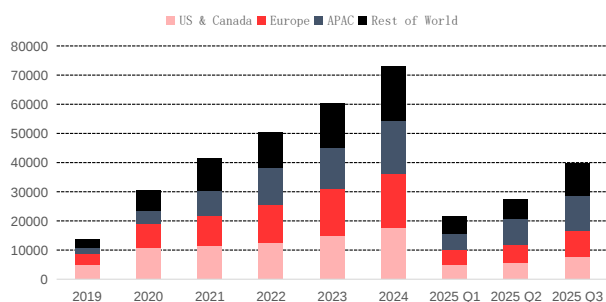
图表 32：DAU 区域占比（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

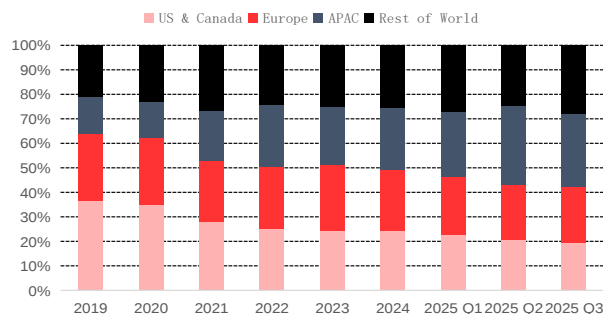
从使用时长来看，25Q1-Q3 Roblox 用户总使用时长分别为 217、274、396 亿小时，分别同比增长 30%、57%、91%，增速快于 DAU 增长，显示用户粘性持续增加；25Q3 每 DAU 每天使用时长为 2.9h；25Q3 使用时长中美国&加拿大、欧洲、APAC、其他市场分别为 77、91、117、111 亿小时，分别同比增长 45%、82%、129%、109%；每 DAU 每天使用时长分别为 3.3、3.0、2.8、2.7 小时，分别环比增长 6.6%、12.7%、2.2%、8.3%，其中 APAC、其他市场增速依然处于领先。

图表 33：使用时长地域分布（百万小时）



资料来源：Bloomberg，中信建投

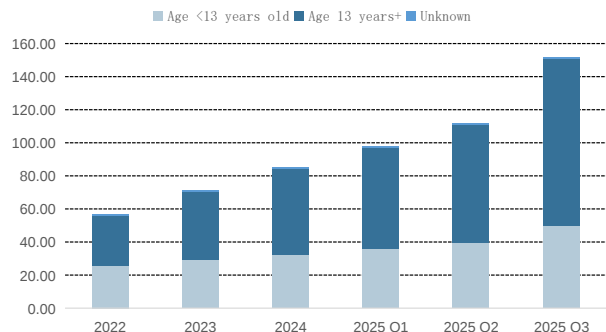
图表 34：使用时长地域占比（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

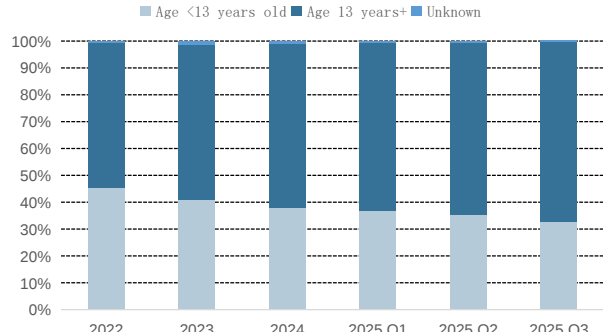
大于 13 岁年龄段用户破圈效果明显。随着公司增加成年用户内容，用户破圈效果明显，25Q1-Q3 小于 13 岁 DAU 分别为 0.36、0.40、0.50 亿，分别同比增长 12%、23%、44%；大于 13 岁 DAU 分别为 0.61、0.71、1.01 亿，分别同比增长 36%、54%、89%；其中大于 13 岁用户占比持续增长，24Y、25Q1、25Q2、25Q3 占比分别为 62.8%、62.4%、63.9%、66.9%。从使用时长来看，25Q1-Q3 大于 13 岁 DAU 使用时长分别为 140、182、269 亿小时，分别同比增长 40%、72%、107%，增速显著快于 13 岁以下 DAU；13 岁以上每 DAU 每天使用时长为 2.6、2.8、3.0 小时，也领先于 13 岁以下的 2.3、2.5、2.8 小时。

图表 35：DAU 年龄分布（百万）



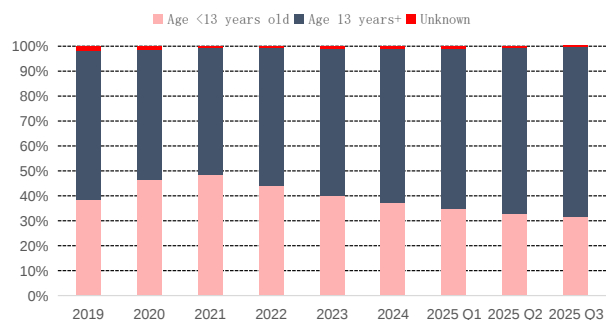
资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 36：DAU 年龄占比（%）



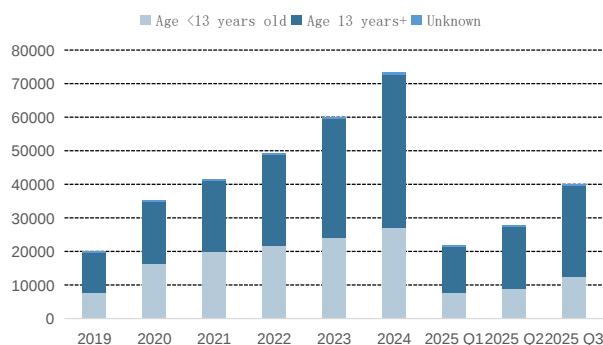
资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 37：使用时长年龄分布（百万小时）



资料来源：Bloomberg，中信建投

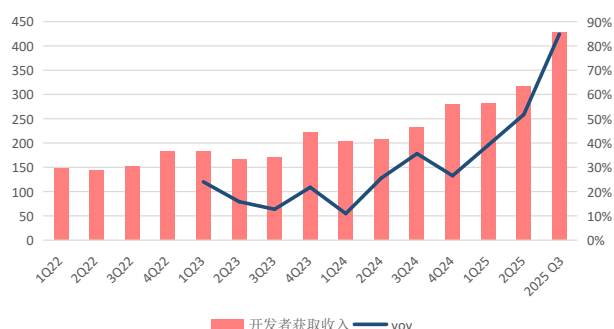
图表 38：使用时长年龄分占比（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

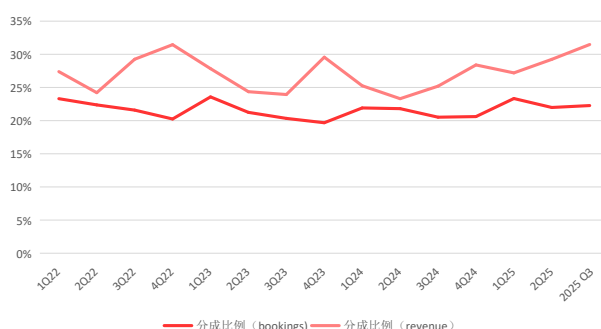
1.2) 创作者端：创作者分成比例保持稳定，头部创作者收益增长明显，Roblox 提供多种为创作者创造收益的方式。根据 Bloomberg 数据，公司 25Q1-Q3 创作者分成收入实现快速增长，分别为 2.8、3.2、4.3 亿美元，分别同比增长 39%、52%、85%，对应收入分成比例分别为 27%、29%、31%。Roblox 为创作者提供多种创造收益方式，主要包括应用内分成、创作者激励、创建&销售&转售、广告以及创建和销售 Studio 插件和模型等方式。在公司加速推进广告业务过程中，随着广告业务增长，预计对创作者激励有望快速提升，游戏供给丰富度有望进一步增长。

图表 39：创作者分成收入（百万美金、%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

图表 40：创作者分成比例（%）



资料来源：Bloomberg，中信建投

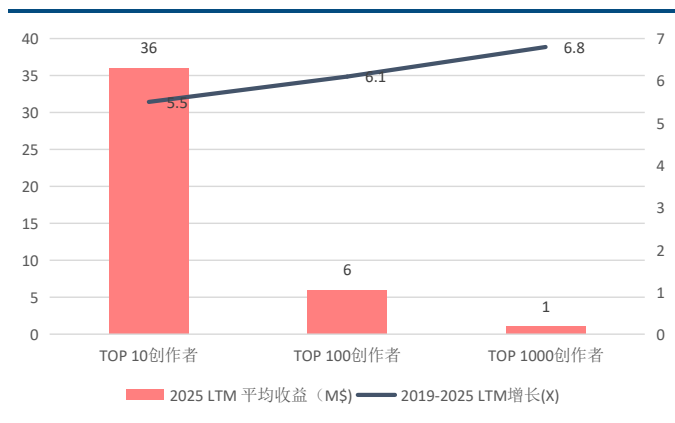
图表 41：创作者创造收益的主要模式

主要方式	方式概述
应用内收益	通过创作游戏体验，并进行货币化（主要通过体验内购买和沉浸式广告进行变现）
创作者激励	Roblox 会根据活跃用户每日使用体验的情况计算奖励，以奖励优秀的创作者
创建、销售和转售	符合条件的创作者可以在 Marketplace 或自己或其他开发者的体验中创作和销售配饰、服装以及虚拟形象身体和头部。当社区商品在市场中出售时，部分销售额将由商品创作者和 Roblox 分成。
沉浸式广告	沉浸式广告允许开发者在其体验中放置高质量的原生广告单元，并以程序化的方式投放广告。创作者将根据产生的视频观看次数、展示次数和传送次数获得收益分成
创建和销售 Studio 插件和模型	创作者可以通过创作者商店创建 Studio 插件和模型，并将其出售给创作者社区。插件是为 Studio 增添额外功能的扩展程序，而模型是一种可重复使用的资源类型。

资料来源：公司官网，中信建投

从 Roblox 生态发展脉络观察，其核心竞争力的持续强化正通过顶级创作者收益提升与 UGC 内容质量进阶的双向奔赴得以显现。作为全球领先的元宇宙 UGC 平台，Roblox 构建了覆盖创作工具、流量分发、商业变现的全链路支持体系，推动头部创作者进入收益兑现黄金期——平台通过虚拟资产分成、订阅制激励、品牌合作接入等多元模式，为优质开发者提供稳定的收入预期，这种正向反馈直接激发了创作热情。根据公司官网数据，截止到 25 年 Q2，公司 TOP 10 创作者 2025 LTM 平均收益为 3600 万美金，相比 2019 年增长 5.5 倍；TOP 100 创作者 2025 LTM 收益 600 万美金，相比 2019 年同比增长 6.1 倍；TOP 1000 创作者 2025 LTM 收益 100 万美金，相较于 2019 年同比增长 6.8 倍。

图表 42：TOP 创作者收益（百万美金、X）



资料来源：公司官网，中信建投

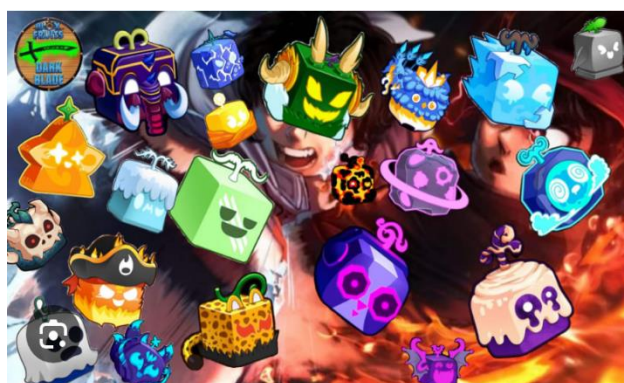
在此背景下，UGC 项目质量呈现显著跃升态势。以近期表现突出的《Grow a Garden》为例，其通过细腻的场景建模与拟真种植系统，将休闲社交与经营养成深度融合，突破了传统小游戏的功能边界，该游戏在 2025 年 6 月创下了同时在线人数的新纪录，峰值达到 1650 万人。而《The World of Blox Fruits》则以开放世界架构、剧情叙事创新与战斗系统差异化，在青少年用户群体中形成强粘性社区。此类项目的共性在于，既依托平台低代码工具降低了创作门槛，又通过对用户需求的深度洞察实现了玩法突破。平台已储备众多处于测试阶段的潜力项目，涵盖科幻、教育、社交等多元垂类行业。

图表 43：Roblox 项目《Grow a Garden》



资料来源：公司官网，中信建投

图表 44：Roblox 项目《The World of Blox Fruits》



资料来源：公司官网，中信建投

二、盈利路径逐步清晰：

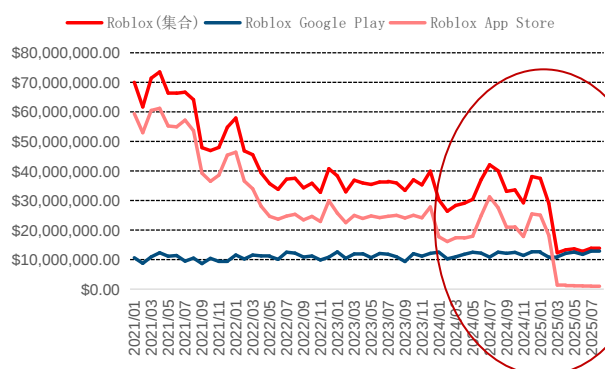
从营收成本拆解来看，Roblox 未来具备盈利上修的空间。成本费用端，应用商店&支付成本占比 22%，开发者成本占比 25%，创作者激励占比 3%，平台托管&支持占比 18%，平台投资占比 15%，Roblox 分成占比 17%（而其中一部分来支付持续的服务和运营成本），因此短期来看，公司仍处于亏损状态。但我们认为，公司未来盈利路径已经逐步清晰，主要来自于：规模效应带来的平台托管&支持成本摊薄、绕过渠道商店充值节省应用商店&支付成本、广告收入增长带来利润提升。

图表 45：Roblox 收入拆解

项目	比例%	概述
应用商店&支付	22	所有 Robux 购买和退款相关的手续费（如应用商店抽成）
开发者分成	25	开发者在游戏体验中获得的收益分成
创作者激励	3	通过创作者激励计划给予优秀创作者额外的奖励
平台托管&支持	18	Roblox 对托管所有 Roblox 体验的服务器的维护，以及平台范围内的客户支持、用户和体验审核、用户获取、翻译和本地合规性
平台投资	15	包括 Roblox 对未来投资相关，如人才的投资
Roblox 分成	17	Roblox 使用其中一部分来支付持续的服务和运营成本

资料来源：公司官网，中信建投

图表 46：美国区应用商店收入（美金）



资料来源：点点数据，中信建投

图表 47：公司官网充值补贴

价格	移动设备与主机版 ①	电脑版、网页版和礼品卡 ②
US\$199.99	22,500	24,000 + 额外 1,500
US\$99.99	10,000	11,000 + 额外 1,000
US\$49.99	4,500	5,250 + 额外 750
US\$19.99	1,700	2,000 + 额外 300
US\$9.99	800	1,000 + 额外 200
US\$4.99	400	500 + 额外 100

资料来源：公司官网，中信建投

虽然官网给予额外补贴，但是对 Roblox 利润提升十分明显。我们拆解 Roblox 应用商店充值与官网充值，假设官网充值基于最高 25% 的额外奖励，且按照最新的 1 Robux=0.0038 美元汇率计算，在官网充值模型中，尽管 Roblox 给予额外 25% 补贴，但是考虑到节省渠道费用 22%，Roblox 最终分成比例在 34%，高于官网充值 18%。根据点点数据，Roblox 在美国区 IOS 端充值数据大幅下滑，体现用户充值切换占比逐步增加。

图表 48：以 100 美金为例的 Roblox 官网充值与应用商店充值对比

	应用商充值	官网充值
收入（以 100 美金为例）	100	100
开发者分成（假设 Roblox 分成稳定在 30%/假设官网给予最多 25%的额外奖励）	$10000 \times 70\% \times 0.0038 = 26.6$	$10000 \times 125\% \times 70\% \times 0.0038 = 33.3$
渠道费用	22	0
平台托管	18	18
平台投资	15	15
Roblox 分成现金	18.4	33.8

资料来源：公司官网，中信建投（最新汇率为 1 Robux=0.0038\$）

广告是 Roblox 的第二增长曲线，有望提升公司利润率。Roblox 总用户使用时长大幅领先同类型游戏产品以及 Snap、Duolingo 等其他文娱产品，但是其商业化率相对较低，而广告则是其重要的商业化方式；目前广告业务包括：沉浸式广告（允许开发者在其体验中放置高质量的原生广告单元，并以程序化的方式投放广告）、奖励视频广告（用户通过观看 30 秒视频广告获取游戏内奖励（如道具、货币），广告内容与当前体验无关）、搜索广告（基于用户搜索关键词触发的广告，以横幅或文字链形式展示在搜索结果页顶部）。我们预测，2026 年公司 total 广告收入或可达 23 亿美元（Roblox 分成比例若在 30%），对 Roblox 的利润或有显著提升。

图表 49：Roblox 广告形式

广告形式	广告内容
沉浸式广告	沉浸式广告允许开发者在其体验中放置高质量的原生广告单元，并以程序化的方式投放广告
视频广告	长达 30 秒的视频，用户可以在体验中观看
图片广告	在 3D 空间中静态/不可点击的图像
门户广告	一种静态、不可点击的图像，可以传送用户进入广告商的体验
奖励视频广告	用户通过观看 30 秒视频广告获取游戏内奖励（如道具、货币），广告内容与当前体验无关
搜索广告	基于用户搜索关键词触发的广告，以横幅或文字链形式展示在搜索结果页顶部

图表 50：Roblox 广告空间测算

	2026-E
DAU（百万）	200
可观看广告用户占比（%）	65%
可观看广告DAU（百万）	130
平均可观看广告DAU每天使用时长（h）	2.7
total用户年使用时长（百万小时）	128115
假设广告时长占比（%）	2.0%
广告total时长（百万小时）	2562
广告展示次数（K/假设30S/广告）	307476000
CPM（\$）	6
视频广告收入（M\$）	1845
假设视频广告占比total广告（%）	60%
total广告收入（M\$）	3075
Roblox分成比例（%）	30%
Roblox分成收入（百万美元）	922

资料来源：公司官网，中信建投

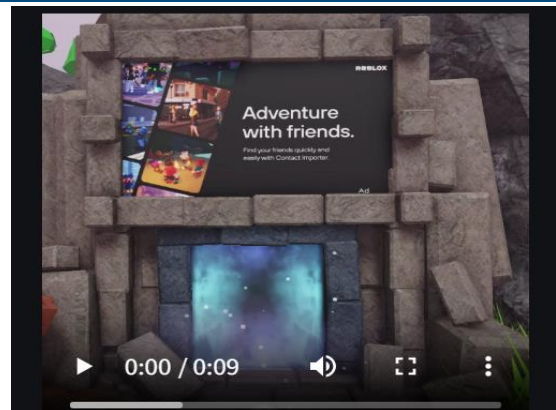
资料来源：公司官网，中信建投

Roblox 目前已经接入 Admob 平台，Roblox 广告业务的优势，在于其既是商业变现工具，更是生态催化剂——通过连接用户、创作者与品牌方，构建了“体验优化-内容繁荣-商业增值”的自驱动体系，为长期增长提供了可持续的底层支撑。

图表 51: Roblox 广告展示（视频广告格式：自动播放） 图表 52: Roblox 广告展示（门户广告）



视频广告格式（自动播放）



资料来源：公司官网，中信建投

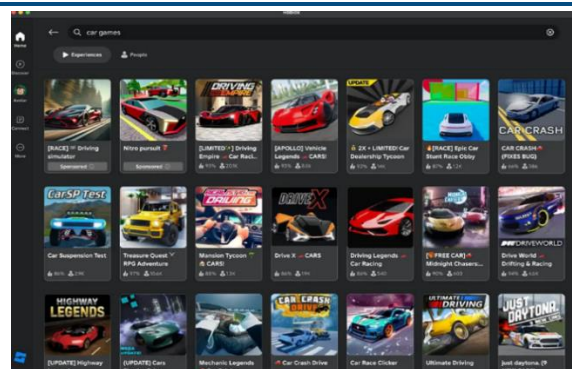
其核心优势包括：1）生态协同性：广告并非独立变现工具，而是嵌入 UGC 创作与消费的全链路，激励视频广告让用户通过观看获取游戏内奖励，既满足开发者流量变现需求，又以“自愿交换”降低用户抵触；品牌定制广告则依托高沉浸场景（如虚拟演唱会、主题乐园）实现品牌与内容的有机融合，例如将快消品虚拟陈列于《Grow a Garden》的花园场景，用户接受度较硬广提升数倍；2）用户体验保护机制：平台通过技术手段严格限制广告侵入性：激励视频时长控制在 30 秒内且用户主动触发，程序化广告仅出现在非核心交互场景（如加载页、广场角落），避免打断游戏流程。这种克制策略保障了用户留存——高活跃用户恰恰是广告价值的基础，形成“体验-流量-广告价值”的正向循环。3）创作者赋能属性：广告为中小开发者提供了除虚拟商品外的第二收入来源，通过接入广告分成，新团队无需依赖高付费道具即可实现盈亏平衡，降低了创作门槛；头部开发者则利用广告收益反哺内容迭代（如开发新玩法、优化服务器），进一步丰富平台内容池。这种“广告反哺创作”的机制，持续强化着 UGC 生态的活力。

图表 53: Roblox 广告展示（激励视频广告）



资料来源：公司官网，中信建投

图表 54: Roblox 广告展示（桌面端搜索广告）



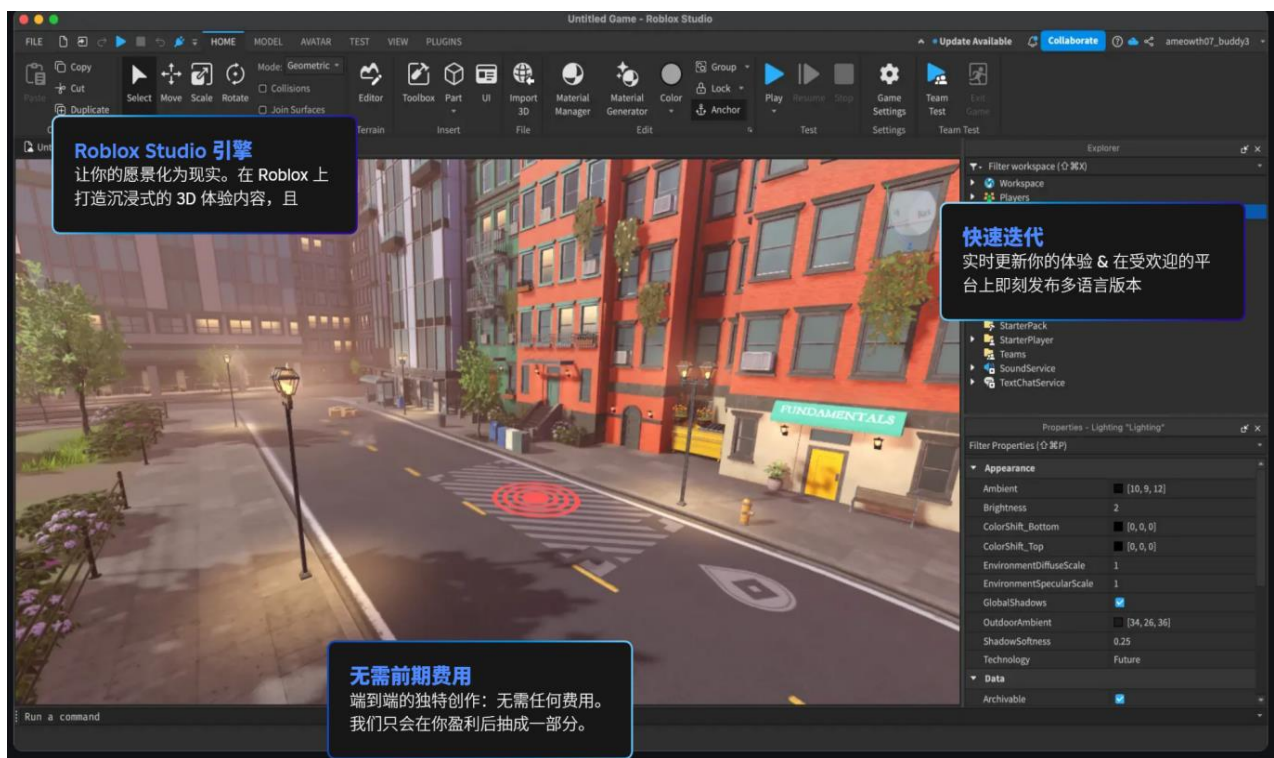
资料来源：公司官网，中信建投

三、AI 带来可拓展性：

AI 对 Roblox 的助力与未来可拓展性在于基于生态协同的深度变革。作为全球 UGC 元宇宙平台的标杆，Roblox 近年来将 AI 技术深度融入创作工具、用户体验与生态基建，其助力不仅体现在效率提升，更通过重构“人-内容-平台”关系，为长期增长注入新动能：

1) **创作效率革命，降低门槛，释放生产力**；2025 年 RDC 推出的 Cube3D 开源 3D 生成工具是关键里程碑——支持文本直接生成 3D 模型（如“带赛车条纹的汽车”），并计划扩展至视频、3D 场景提示生成。该工具将复杂建模流程简化为自然语言交互，开发者无需精通 3D 软件即可完成基础资产搭建。配合实时 4D 对象生成功能，动态交互资产（如可变形建筑、随情绪变化的 NPC 服饰）的开发周期从数周压缩至小时级。此外，多模态 AI 助手集成文本转语音、实时翻译及情感识别，帮助开发者快速构建支持多语言、高拟人化的 NPC 交互系统，大幅降低社交类内容的开发成本。

图表 55：公司体验项目的开发平台，AI 带来想象空间



资料来源：公司官网，中信建投

2) **用户体验优化，精准匹配与沉浸增强**：AI 通过内容推荐算法与个性化生成，提升用户留存与活跃度。平台利用 AI 分析用户行为数据（如停留时长、交互偏好），向其推送更契合的 UGC 内容，新游戏冷启动周期大幅缩短。同时，AI 驱动的动态内容生成（如根据玩家选择调整任务剧情、场景细节）增强了游戏的可玩性与重玩价值。社交层面，AI 优化的虚拟化身动态捕捉（手机摄像头实时映射微表情）与跨服语音技术，使用户社交沉浸感显著提升。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

3) 生态健康度提升,安全与合规的智能化保障: AI 在内容审核与社区治理中发挥关键作用。通过计算机视觉与 NLP 技术,平台实现了违规内容自动过滤(如暴力、不当言论),响应速度从小时级缩短至分钟级。此外,年龄估计 API 结合面部识别与 ID 验证,保障青少年用户环境安全。这些措施不仅降低了运营成本,更巩固了平台的社会信任度。

图表 56: 2023-2025 RDC 大会的核心要点总结

年度	主题	内容
2025	AI 赋能创作者经济,全球化生态加速	1. AI 创作工具爆发: 推出开源 3D 生成工具 Cube3D; 新增实时 4D 对象生成功能; 发布多模态 AI 助手; 2. 短形式视频与社交创新: 推出 Roblox Moments (类似 TikTok); 新增语音聊天与虚拟化身动态捕捉; 3. 创作者经济升级: 分成比例提升多赚; 联盟计划扩展; 4. 全球化与基础设施;
2024	打破边界,连接虚拟与现实	1. 电商与实体商品整合: 与 Shopify 合作,允许开发者在游戏中销售实体商品(如服装、票务); 推出虚拟试穿系统; 2. 沉浸式广告商业化: 正式上线 3D 原生广告 (Portal); 广告库存扩容至非核心场景(如广场角落); 3. 创作工具革新: 发布 Harmony 引擎; 新增 AI 生成材质库; 4. 安全与社区治理: 引入年龄估计 API; 推出 Alt Account 检测工具;
2023	元宇宙基建与创作者赋能	1. 元宇宙入口拓展: 与 Meta Quest Pro 合作; 推出虚拟化身动作捕捉工具; 2. 经济系统重构: 付费体验分成比例提升,吸引 Steam 开发者迁移; 上线虚拟股票市场; 3. 社交与发现机制: 新增“今日精选”算法推荐; 推出跨服语音聊天; 4. 安全与合规: 建立全球内容评级体系 (ESRB/PEGI);

资料来源: 公司官网, 中信建投

营收预测&估值：

营收预测：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 45、62、84 亿美元，分别同比增长 25%、38%、35%；公司零售订单额分别为 61、83、107 亿美元，分别同比增长 40%、35%、30%。

图表 57：公司营收拆分（百万美元、%）

	2023 A (Rep)	2024 A (Rep)	2025 A (Fwd)	2026 A (Fwd)	2027 A (Fwd)
预测可比销售	2,799	3,602	4,502	6,213	8,388
yoy	26%	29%	25%	38%	35%
收入/Bookings	80%	82%	74%	75%	78%
互联网-零售订单毛额	3,521	4,369	7,060	9,983	13,108
yoy	21%	24%	62%	41%	31%
每日活跃用户	68.4	82.9	132.6	185.7	241.4
yoy	22%	21%	60%	40%	30%
Bookings per Average DAU	51.5	52.7	53.2	53.8	54.3
yoy	-1%	2%	1%	1%	1%

资料来源：Bloomberg，中信建投

考虑到 Roblox 稳居 UGC 生态龙头，其用户数仍处于快速增长阶段，具备核心的稀缺性；且利润端公司通过绕过渠道抽成与广告占比提升等方式有望加速释放，我们给予公司 2026 年 20 X PS 估值，对应目标价为 179 美金，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 58：公司估值（百万美金、%）

	2026 A (Fwd)	2027 A (Fwd)
营业收入 (M\$)	6213	8388
目标 PS (X)	20	18
对应市值 (M\$)	124268	150986
股份数 (M)	693	693
目标价 (\$)	179	218

资料来源：Bloomberg，中信建投

风险提示

宏观经济承压导致用户付费能力下降的风险，用户数以及用户使用时长存在增速放缓的风险，Roblox 的国际化拓展以及成年人拓圈存在不确定性风险，政策对未成年人保护或导致公司的合规成本上升的风险，公司爆款游戏存在用户下滑以及项目投入生命周期不及预期风险，AI 或对 UGC 生态带来一定冲击导致竞争格局激烈风险，公司盈利不及预期风险，广告业务以及其他新业务&项目或存在进展不及预期风险，公司支付端迁移官网存在一定阻力的风险，成年用户粘性不足的风险。

敏感性分析：

公司 26 年 Booking 敏感性分析：

图表 59：Booking 敏感性分析（百万美金、%）

26E Booking 预测	DAU	乐观	中性	悲观
Booking per DAU		50%	40%	30%
乐观	5%	11120	10379	9637
中性	2%	10802	10082	9362
悲观	0%	10590	9884	9178

资料来源：Bloomberg，中信建投

三表预测

Roblox 三表预测（百万美金、%）：

资产负债表（百万美元）	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万美元）	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2410	3214	4015	4812	销售收入	3602	4502	6213	8388
应收账款	615	617	851	1149	销售成本	801	991	1305	1678
流动资产总计	3728	4640	5984	7470	其他营业费用	1838	2026	2485	2936
股权投资和长期投资	1610	1610	1610	1610	销售和管理费用	582	675	870	1090
非流动资产合计	3447	3587	3686	3749	研发费用	1444	1711	2237	2852
资产总计	7175	8227	9669	11219	营业利润	-925	-939	-720	-201
流动负债合计	3663	4701	6149	7545	税前利润	-937	-945	-726	-207
非流动负债合计	3303	3303	3303	3303	归母净利润	-935	-940	-722	-206
负债合计	6966	8004	9452	10848	EBITDA	-930	-766	-493	73
股东权益合计	209	223	218	371	EPS (元)	-1.3	-1.4	-1.0	-0.3
负债和股东权益合计	7175	8227	9669	11219					
					主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
现金流量表（百万美元）	2024	2025E	2026E	2027E	销售收入增长率	29%	25%	38%	35%
经营性现金净流量	822	169	418	786	毛利率	78%	78%	79%	80%
投资性现金净流量	-852	-286	-301	-316	净利率	-26%	-21%	-12%	-2%
筹资性现金净流量	66	921	684	327	ROE	-422%	-390%	-301%	-52%
现金流量净额	36	804	801	797	P/S	24.6	19.7	14.2	10.6

资料来源: Ifind, 中信建投

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技龙头公司研究。2024 新财富海外市场研究第五名；2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围；2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

向锐

海外团队分析师，中国人民大学金融学硕士，2022 年加入中信建投研究发展部海外团队，主要覆盖游戏/电商/SaaS/美股 AI 科技等方向，擅长前瞻性判断产业趋势及个股 alpha，2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围、2024 年新财富港股及海外最佳研究团队上榜核心成员。

评级说明

投资评级标准	评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日	买入	相对涨幅 15% 以上
后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日	增持	相对涨幅 5%—15%
后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同	股票评级 中性	相对涨幅-5%—5%之间
期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基	减持	相对跌幅 5%—15%
准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板	卖出	相对跌幅 15% 以上
市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指	强于大市	相对涨幅 10% 以上
数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	行业评级 中性	相对涨幅-10-10%之间
	弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk