

公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

Roblox (RBLX US)

爆款游戏平台：回调提供入场机会

■ 因AI泡沫质疑及中期利润率前景担忧，Roblox股价自高点回调了25%，但考虑到其三季度业绩强劲及四季度展望，我们认为这些担忧明显过度

■ 我们认为，Roblox在内容和未成年人保护方面的投入将在当前对未成年人安全高度关注的环境下构建更强护城河，推动更可持续的增长

■ 增持评级：我们认为近期的抛售提供入场机会，Roblox作为爆款游戏平台具备突出的市场份额扩张潜力

公司持续将盈利回投平台的战略值得长期看好

Roblox 的估值从三季度业绩公布前的 2026 年预期市销率 16.5 倍下降至目前的 11.6 倍。除了整体市场对“AI 泡沫”的担忧外，Roblox 的股价回调还源于以下因素：用户爆发式增长后的高基数导致增长前景受质疑；在内容、技术和未成年人保护方面的投入使利润率扩张放缓；广告变现速度低于预期。我们认为 Roblox 正在采取精细化策略，在变现与用户体验之间取得平衡，优先考虑用户增长和平台的可持续性。我们相信，在社交媒体和未成年人安全受到严格审查的环境下，Roblox 在内容和未成年人保护方面的投入将进一步强化其护城河。该平台在提升用户参与度方面依然非常有效。用户结构持续向有利方向转变，目前有 67% 的用户年龄在 13 岁以上，有助于提升用户生命周期价值（LTV）和年龄多样性。尽管地域结构向低付费地区倾斜，Roblox 在三季度实现强劲的日活跃用户增长，且四季度指引继续保持高增速，这有利于长期增长。最新数据显示平台用户参与度趋势强劲，新的爆款游戏不断涌现，例如《Fish It!》已登顶玩家数量榜首。

Roblox 被排除在澳大利亚社交媒体禁令之外，是一个利好因素

澳大利亚将从 2025 年 12 月起实施社交媒体禁令，禁止 16 岁及以下用户在 Facebook、Instagram、TikTok、YouTube 等主要平台开设账户（[链接](#)）。Steam、Roblox 和 Messenger 等平台虽被监管机构审查，但未被列入禁令名单。与传统社交平台不同，Roblox 禁止用户分享个人信息或图片，并使用 AI 过滤攻击性语言、骚扰和不当内容，同时提供家长控制功能以监控和限制使用时间，这些措施有助于其避免被禁用。我们认为这对 Roblox 是利好，因为部分用户或将增加在平台上的使用时间，但也对平台提出更高的安全管理要求。

重申增持评级

潜在催化剂包括：1) 有望圣诞假期期间刷新同时在线用户纪录；2) 我们预计四季度预订量将再次超出市场预期。目标价维持在 166 美元，基于 2025-27 年收入年复合增长率，对应 2026 年预期平台 PSG 为 0.6 倍，接近同行（如 Netflix、EA）上限，隐含 2025/26 年市销率分别为 24 倍/18 倍。主要风险包括：1) 宏观环境；2) 竞争加剧；3) 监管政策。

盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,799	3,602	4,931	6,459	7,752
同比增长	25.8%	28.7%	36.9%	31.0%	20.0%
净利润	-1,152	-935	-1,038	-1,153	-931
调整后 EBITDA	-183	179	172	290	729
同比增长	n.a.	n.a.	-3.9%	68.6%	151.5%
核心每股收益（美元）	-0.5	0.1	0.2	0.3	0.9
EV/EBITDA	-499	510	-74	-67	-82
市销率（倍）	32.9	25.6	15.0	11.5	9.6

注：截至2025年11月10日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

此为 2025 年 11 月 11 日“Roblox (RBLX US) - Entry opportunity for viral gaming platform”的中文版

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊，CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

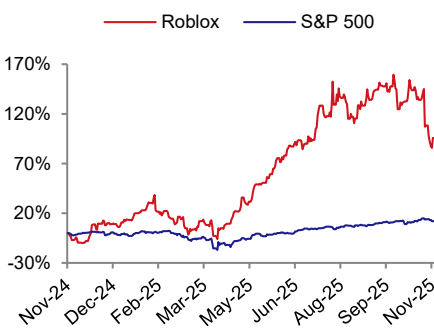
与市场的预期差

市场认为Roblox在2025年凭借Grow A Garden取得的成功是短暂性的，我们对此持反对意见。

增持

前次评级	增持
股价（2025年11月10日）	105美元
12个月目标价 (上涨 / 下跌空间)	166美元 (+57%)
前次目标价	166美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
RBLX US	(15.7)	48.6	103.9
S&P 500	2.7	5.4	15.2

行业：TMT

纳斯达克指数（2025年11月10日） 6,832

重要数据

52周股价区间（美元）	48 - 151
市值（十亿美元）	74.1
日均成交量（百万股）	15.03

主要股东

David Baszucki	8.9%
Vanguard Group Inc.	7.4%
自由流通股	72.6%

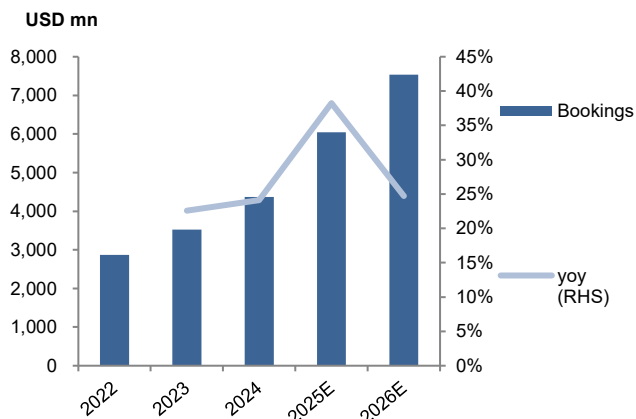
资料来源：彭博、招商证券（香港）

相关报告

1. Roblox (RBLX US) - 三季度业绩强劲，加大AI与平台护城河投资（增持）（2025/10/31）
2. Roblox - (RBLX US)，持续优化（增持）（2025/9/12）
3. Roblox (RBLX US) - 平台动能持续，儿童安全公关危机已化解（增持）（2025/8/26）
4. Roblox (RBLX US) - 平台用户增长势头强劲（增持）（2025/8/1）

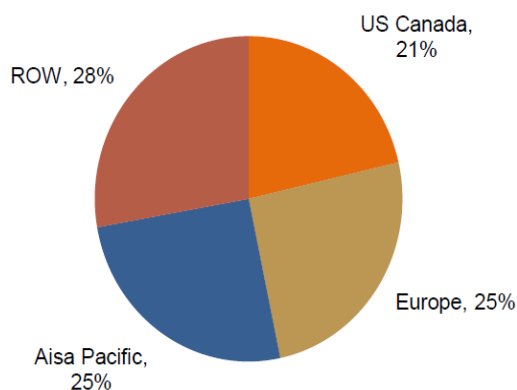
重点图表

图1: 预订收入增长强劲 (百万美元)



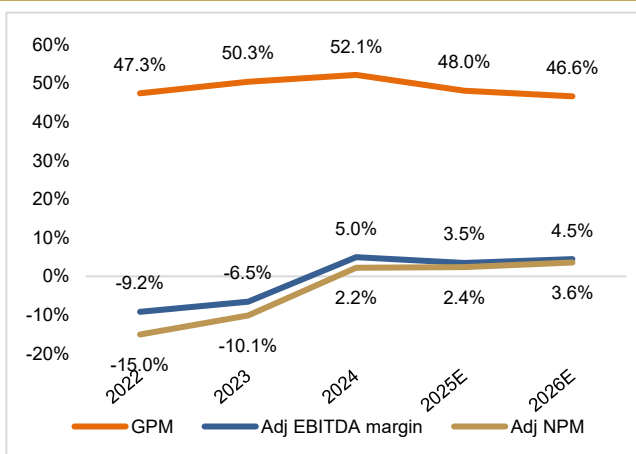
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 预订收入地域 (2025年数据)



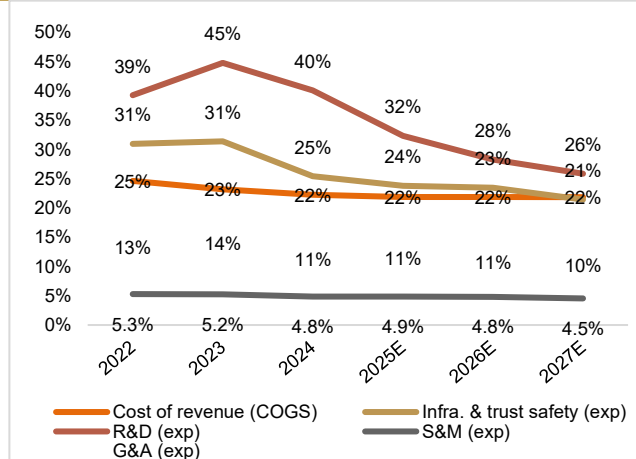
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率



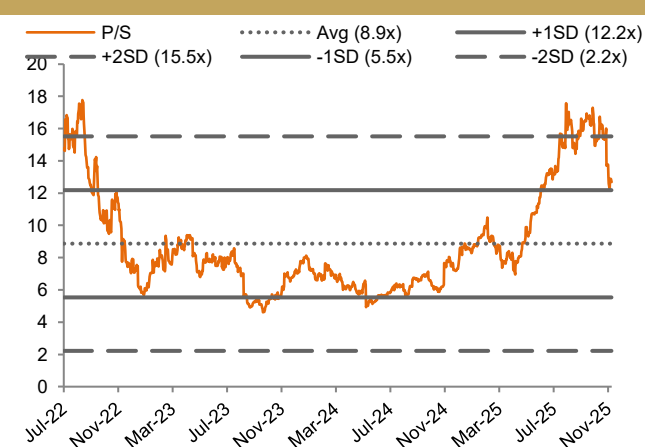
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费用占收入百分比



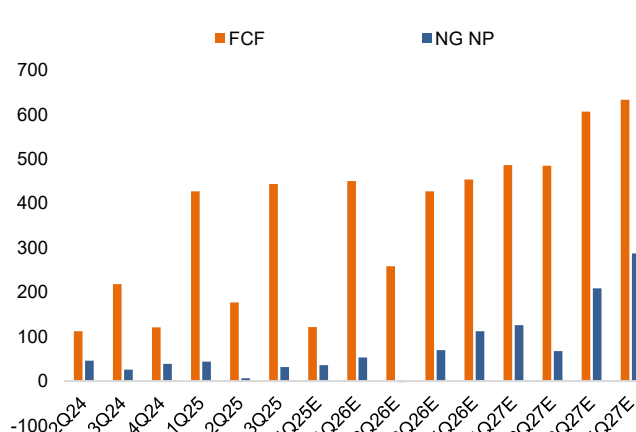
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 一年期市销率



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港)

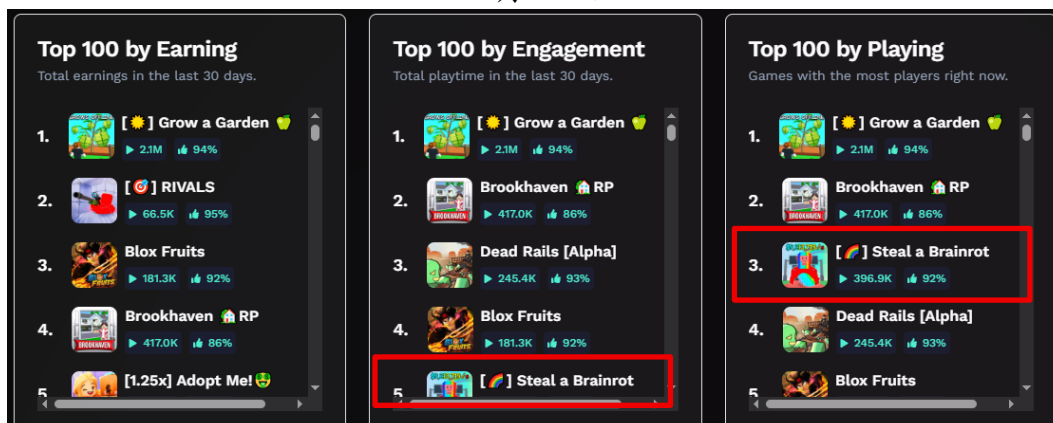
图6: 自由现金流和非GAAP净利润均显著改善 (百万美元)



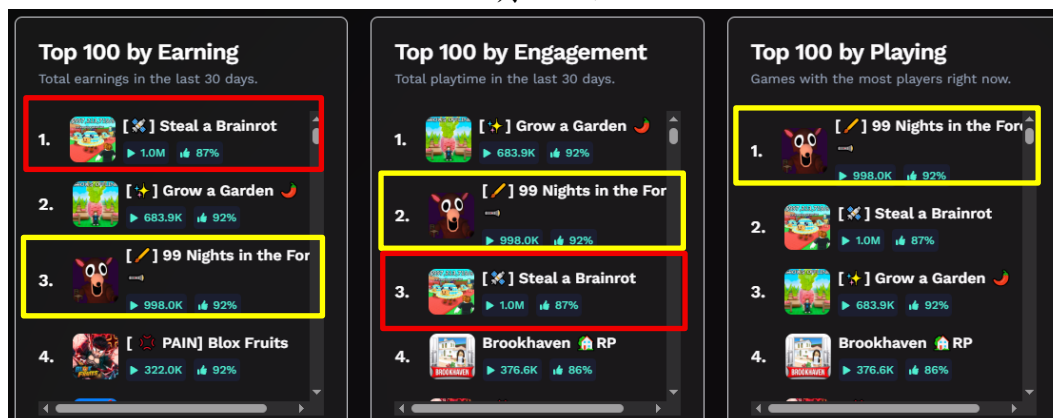
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图7：除了《森林中的99个夜晚》和《偷走脑腐》持续保持人气之外，钓鱼模拟游戏《Fish It!》在最新排名中跃升为活跃玩家最多的第一名游戏。

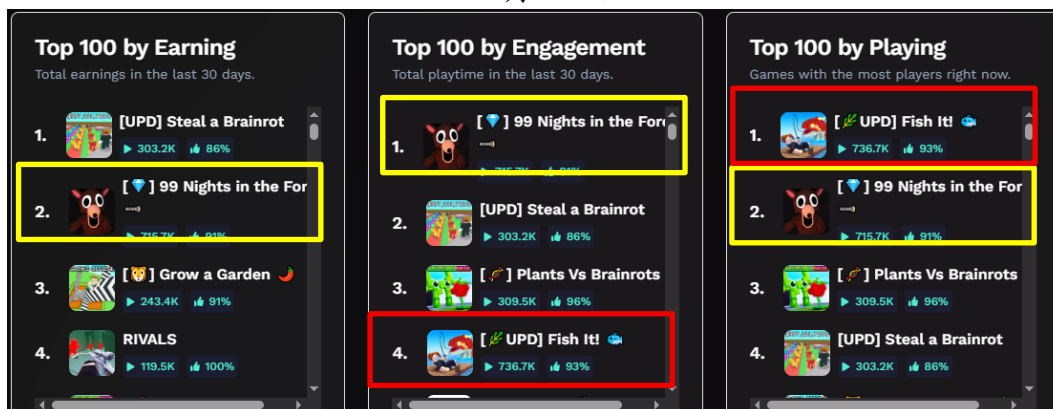
6 月 25 日



9 月 10 日

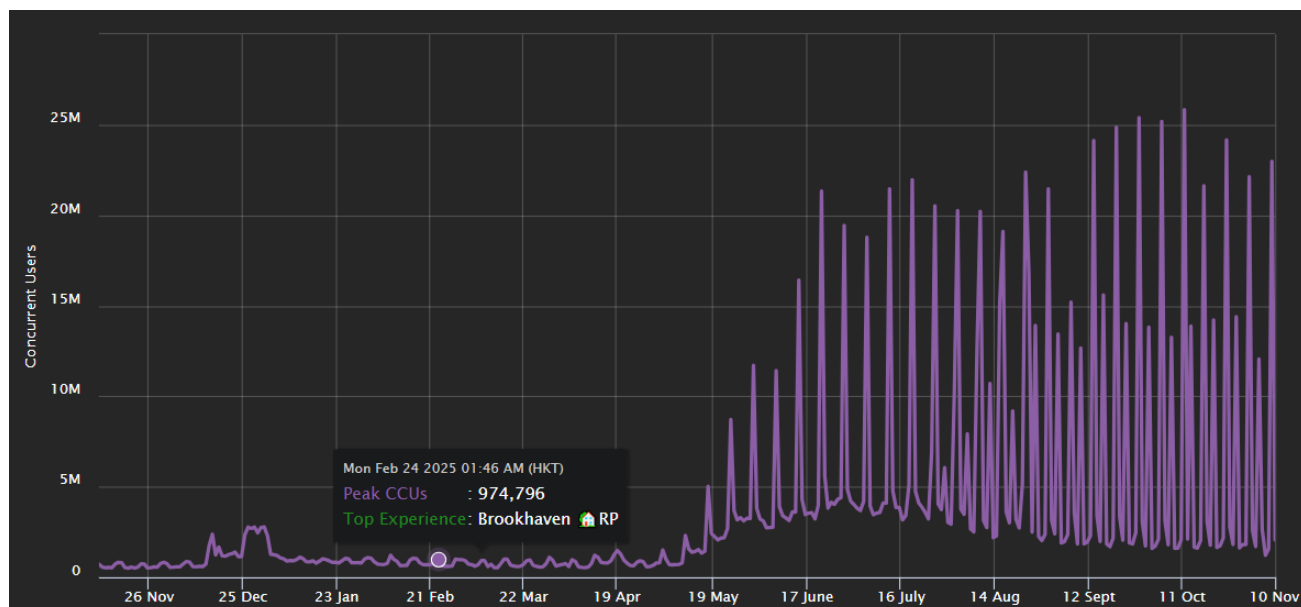


11 月 10 日



资料来源：Creatorexchanged、招商证券（香港）

图8：尽管《种花园》热度有所下降，但其他新游戏也达到爆款状态，使得最高同时在线人数（Max CCU）依然强劲，且相比上半年出现频率逐渐提高



资料来源：RoMonitor、招商证券（香港）

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (X)		市盈率 (X)		市销率 (X)		ROE (%)		2025E-2027E CAGR			26E multiple w/25-27E CAGR		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	SALES	NP	EBITDA	PEG	PSG	EV/EBITDA-G
游戏公司																			
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	105	74	46	39	-71	-64	16	n.a.	n.a.	25	-5	22	n.a.	0.63	2.1	
Nintendo	任天堂	7974 JP	日元	13,420	113	676	150	62	43	7	14	14	48	37	43	1.2	0.15	15.6	
SEA	东海集团	SE US	美元	155	92	676	155	42	30	3	18	21	20	37	29	0.8	0.17	23.3	
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	201	50	26	18	45	23	8	13	n.a.	6	44	n.a.	0.5	1.51	n.a.	
Take-Two	仟游软件科技	TTWO US	美元	234	43	-15	47	-10	72	7	n.a.	22	27	n.a.	n.a.	n.a.	0.25	n.a.	
Unify Software	Unify Software	U US	美元	18	18	48	39	48	41	9	n.a.	1	13	24	27	1.7	0.68	1.8	
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	193	9	26	20	28	22	7	35	38	25	31	29	0.7	0.26	0.9	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	290	3,503	20	17	24	23	9	33	30	11	7	18	3.3	0.82	1.1	
Tencent	Paypal	PYPL US	美元	66	62	9	8	2	1	1	25	26	10	13	5	0.1	0.05	1.6	
Netease	网易	NTES US	美元	140	89	12	12	16	15	5	24	22	8	8	8	1.9	0.64	1.5	
Bilibili	东海集团	SE US	美元	155	92	25	19	42	30	3	18	21	20	37	29	0.8	0.17	0.9	
均值						26	20	28	23	7	21	22	20	27	27	1	0.26	1.6	
电子商务/零工经济																			
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	248	2,655	16	13	30	23	3	27	29	12	24	21	0.9	0.28	0.8	
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	166	396	12	15	18	26	3	15	10	12	3	8	9.9	0.21	1.5	
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	159	207	104	78	111	85	15	12	15	23	29	33	2.9	0.63	3.2	
Uber	优步	UBER US	美元	94	196	23	18	23	23	4	31	22	16	12	24	1.9	0.24	0.9	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	24	10	17	13	26	20	13	61	77	14	27	28	0.7	0.93	0.6	
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	204	88	31	24	39	28	9	23	26	17	35	32	0.8	0.51	1.0	
Grab	Grab	GRAB US	美元	6	24	39	27	166	60	4	2	6	19	111	41	0.5	0.18	0.9	
Delivery Hero	外卖超人	HERO GY	美元	17	6	8	6	-14	48	n.a.	n.a.	9	11	n.a.	31	n.a.	n.a.	0.2	
Walmart	沃尔玛	WMT US	美元	102	817	20	20	42	39	9	24	21	5	10	4	3.9	2.00	4.4	
Costco	好市多	COST US	美元	113	406	31	28	50	45	14	31	28	8	10	8	4.5	1.81	3.7	
Target	塔吉特	TGT US	美元	91	41	6	7	10	12	0	26	23	-0	-7	-6	n.a.	n.a.	-1.0	
Bestbuy	百思买	BBY US	美元	78	16	7	7	18	13	0	27	44	1	22	-4	0.6	0.39	-1.5	
均值						18	16	28	27	4	26	22	12	22	23	1	0	1	

注：股价采用 2025 年 11 月 10 日；资料来源：Visible Alpha、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表					
百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及等价物、短期投资	2,193	712	1,275	1,821	2,544
应收账款—扣除备抵后净额	506	615	838	1,098	1,318
预付款项及其他流动资产	75	75	90	109	130
递延收入成本，流动部分	502	628	817	1,062	1,380
流动资产总额	3,275	2,030	3,020	4,090	5,373
长期投资	1,043	1,610	1,691	1,775	1,864
物业及设备—净额	695	660	35	-534	-1,003
经营租赁使用权资产	665	666	699	734	771
递延收入成本，长期部分	283	322	386	463	556
其他资产	-3,070	-143	-2,773	-3,269	-4,079
资产总额	6,168	7,175	6,078	7,349	8,855
应付账款及应付费用	331	43	58	77	92
开发者交换负债	315	340	357	374	393
递延收入—流动部分	2,406	3,005	3,305	4,396	5,715
流动负债总额	3,052	3,387	3,721	4,847	6,200
递延收入—扣除流动部分后净额	1,373	1,567	1,006	1,006	1,006
经营租赁负债	647	670	-1,645	-2,703	-3,982
长期债务，净额	1,005	1,006	1,006	1,006	1,006
其他长期负债	22	60	63	66	69
负债总额	6,099	6,966	5,796	6,992	8,418
权益总额	69	209	281	357	436
净现金（债务）	1,188	1,403	2,051	2,687	3,503
现金流量表					
百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	458	822	362	361	611
年度利润	-1,159	-941	-1,045	-1,160	-938
股份支付	868	1,016	1,155	1,385	1,621
折旧与摊销	131	136	145	157	94
营运资金变动	546	527	-509	-654	-710
其他	72	84	615	634	545
投资活动现金流	-2,825	-852	124	105	27
资本支出	-321	-180	468	475	428
短期投资，净额	-2,949	-1,291	-165	-174	-182
其他	445	618	-178	-197	-218
融资活动现金流	67	66	77	81	85

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测；注：股价采用 2025 年 11 月 10 日

利润表					
百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,799	3,602	4,931	6,459	7,752
收入成本	649	801	1,079	1,412	1,693
开发者交换费用	741	923	1,484	2,037	2,406
毛利	1,409	1,878	2,368	3,009	3,654
基础设施及信任安全费用	878	915	1,174	1,513	1,661
研发费用	1,254	1,444	1,595	1,827	2,004
销售及市场费用	146	174	240	309	352
一般及行政费用	390	408	564	700	793
运营费用	1,790	2,026	2,398	2,835	3,148
营业利润	-1,259	-1,063	-1,204	-1,339	-1,156
核心营业利润	-391	-48	-49	46	465
调整后 EBITDA	-183	179	172	290	729
税前利润	-1,158	-937	-1,042	-1,160	-938
所得税费用	0	4	3	0	0
净收入	-1,152	-935	-1,038	-1,153	-931
扣除少数股东权益后的核心净收入	-284	80	117	232	689
基本每股收益	-1.87	-1.44	-1.51	-1.62	-1.26
稀释每股收益	-1.87	-1.44	-1.51	-1.62	-1.27

财务比率					
	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
总收入	26%	29%	37%	31%	20%
核心经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	910%
调整后 EBITDA	n.a.	n.a.	-4%	69%	151%
扣除少数股东权益后的核心净收入	n.a.	n.a.	45%	98%	197%
利润率					
毛利率	50.3%	52.1%	48.0%	46.6%	47.1%
核心经营利润率	-14.0%	-1.3%	-1.0%	0.7%	6.0%
扣除少数股东权益后的核心净利润率	-10.1%	2.2%	2.4%	3.6%	8.9%
ROE	-413.8%	58.0%	47.7%	72.6%	173.8%
ROA	-4.6%	1.2%	1.8%	3.5%	8.5%

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828