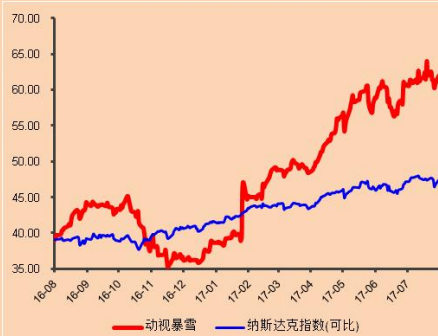




公司评级：增持

报告日期：2017-08-17



海外研究小组
港股/美股

陆丽娜
021-609546118

动视暴雪 (ATVI.0) 深度：追求极致内容，商誉深藏功与名

主要观点：

动视暴雪坚持精品游戏，热爱游戏之初心坚持 26 年风雨不改

2016 年，暴雪在一款 FPS+MOBA 类端游《守望先锋》上大获成功，全球用户已达 2500 万人，中国用户 500 万人。以《守望先锋》为首，加上《魔兽世界》和《炉石传说》，三者协同成为动视暴雪的三驾马车。动视的游戏产品线偏向于主机游戏，其中，使命召唤是整个动视产品线中的龙头，迄今为止已经发行了 13 部。根据 NPD 公布的 2016 年 12 月及 2016 年整年游戏销售情况，《使命召唤 13：无线战争》成为年度美国地区实体游戏中最畅销的游戏。公司 2016 年 2 月 23 日以 59 亿美元收购 King 数字娱乐，依靠旗下的消除类游戏《糖果粉碎传奇》获得巨大成功。2017 年二季度动视暴雪收入 16.3 亿美元，同比增长 4%，其中数字渠道收入 13.1 亿美元同比增长 15%。净利润为 2.43 亿美元，较上年同期的 1.51 亿美元增长 61%，二季度 EPS (GAAP) 为 0.32 美元，同比增长 60%。

以 2016 年作为分水岭，动视暴雪的游戏变现模式在悄然发生变化

网络游戏有三大收费方式：买断收费、时间收费、道具收费。动视暴雪大多数游戏采用的是买断制，有《守望先锋》、《暗黑破坏神 III》、《星际争霸 II》。买断制游戏是建立在人均消费相对公平的游戏环境下的。在买断制下计算例如《守望先锋》的 ARPU 值均不及中国和日本的平均 ARPU，因此经历了 2014-2015 年的收入低迷之后，动视暴雪开始摸索新的游戏变现模式，例如 OW 里的开箱子变现模式。除此以外，2016 年公司将魔兽系列 IP 授权传奇影业投拍的电影《魔兽》也反应了公司有意识地开始将天量商誉开始进行变现。电竞赛事更是开展得如火如荼，2017 年公司公布第一批守望先锋联赛的战队所有者名单。守望先锋联赛是全球第一个以城市为单位的大型电竞联赛，采用类 NBA 的传统体育联盟模式，由暴雪制定规则和分食体系，并在全球范围内建设赛区和战队。

全球游戏市场已成巨擘们获利的天堂，动视暴雪目前稳坐第一梯队

全球游戏收入 2016 年增幅为 24% 达到 537 亿美元，前十位的游戏厂商占据整个产业收入的 54%，行业集中度从 2015 年的 43% 进一步提升。全球游戏行业的增长驱动力主要来自排名前十位的游戏公司的强劲表现以及行业内的兼并收购。2016 年腾讯排名第一成为全球最大的游戏公司，以 102 亿美元游戏收入远远甩开第二名索尼，第三名席位上是动视暴雪，接下来排名依次是微软、苹果、EA 和网易。我们认为动视暴雪通过多年的 IP 积累，具有在未来实现快速变现的能力。基于对公司基本面的认识，我们给予公司增持评级。预计 2017 年至 2019 年公司 EPS 分别为 \$1.42、\$1.53、\$1.62，根据 ROE 模型预计短期目标价为 67.72 美元，中期目标价为 71.9 美元。

目录

1. 动视发行、暴雪娱乐和 KING 手游三驾马车业已形成齐头并进之势	3
1.1 暴雪精品游戏的基因：热爱游戏之初心坚持 26 年风雨不改	4
1.1.1 魔兽世界 World of Warcraft	5
1.1.2 炉石传说 2014-2015	6
1.1.3 守望先锋 2016	6
1.2 动视主机游戏：以《使命召唤》系列为代表的主机游戏江湖不老	7
1.3 KING 的手游业务尚在沉浮	7
2. 动视暴雪在游戏变现模式的革新上砥砺前行	8
2.1 2016 年之前收费模式过滤玩家：买断制更显厂商信誉	8
2.2 2016 年以后动视暴雪寻求游戏变现的新方式	9
2.3 动视暴雪的天量商誉价值具有泛娱乐变现能力	10
2.4 由游戏衍生的电竞有望复制 NBA 联赛的成功模式	10
3. 全球游戏市场：用户选择了大厂，全球游戏重心在亚洲	11
3.1 腾讯、暴雪、索尼是游戏业中的航母	11
3.2 中国目前是全球游戏第一大国	13
3.3 端游的式微和手游的崛起	14
4. 财务和估值分析	15

图表目录

图表 1：动视暴雪收入构成	4
图表 2：暴雪娱乐的主要游戏和成就	5
图表 3：守望先锋、魔兽世界、炉石传授海报	5
图表 4：动视发行的主要游戏	7
图表 5：使命召唤、命运海报	7
图表 6：糖果粉碎传奇海报	8
图表 7：动视暴雪的品牌商誉	10
图表 8：守望先锋电竞	11
图表 9：第一批守望先锋联赛™7 家战队	11
图表 10：2016 年游戏收入排名（单位：百万美元）	12
图表 11：2017 年北美和亚太区游戏收入情况	14
图表 12：2016 年按国家分游戏收入排名	14
图表 13：东南亚市场主要移动电竞类产品上线情况	15
图表 14：ROE 估值模型	16

1. 动视发行、暴雪娱乐和 King 手游三驾马车业已形成齐头并进之势

公司 2016 年全年收入 66 亿美元，增幅 41.7%。相比 2014 年的业绩下滑，2015 年的平淡无奇，2016 年收入几近翻倍对动视暴雪来说十分重要。按终端形式分，主机游戏收入占比 37%，PC 端游戏收入占比 32%，移动终端游戏收入占比 25%，其他终端游戏收入占比 5%。对比 2015 年，明显的变化是主机端游戏收入从 51% 骤降到 37%，而移动端收入从 9% 上升到 25%，反映了公司在整个游戏行业手游风靡下的战略调整。也是 2016 年 59 亿美金收购 King 公司所致。2017 年二季度动视暴雪收入 16.3 亿美元，同比增长 4%，其中数字渠道收入 13.1 亿美元同比增长 15%。净利润为 2.43 亿美元，较上年同期的 1.51 亿美元增长 61%，二季度 EPS(GAAP) 为 0.32 美元，同比增长 60%。

公司目前收入来自动视发行、暴雪娱乐和 King 手游。2016 年的增长来源在于公司下属的暴雪游戏的收入增长了 55%，同时并表的 King 游戏贡献了 25% 的收入。2016 年暴雪游戏超过了动视游戏 22.2 亿美元的营收，达成了历史最高的年度月活跃人数 3600 万人，较 2015 年增长 37%，较 2014 年增长 87%。2016 年，暴雪在一款 FPS+MOBA 类端游《守望先锋》上大获成功，全球用户已达 2500 万人，中国用户 500 万人。以《守望先锋》为首，加上《魔兽世界》和《炉石传说》，三者协同成为动视暴雪的三驾马车。2017 年二季度动视收入占比同比略有上升达到总收入的 23%，暴雪收入占比下降至总收入的 42%，King 公司占比上升至总收入的 35%。这种数值的变化主要是由于本会计期间暴雪等的递延收入约 2.13 亿美元未记入部门并表收入所致，并不是业绩的下滑导致的。

2016 年亚太地区收入增长最快达 88%，美洲地区增长 42%，欧洲、中东、非洲 (EMEA) 增长 28%。美洲地区仍然是公司最大市场，收入 34 亿美元占全球收入的 52%；EMEA 地区收入 22 亿美元占比 34%，亚太地区收入 9.6 亿美元占比 15%。2017 年二季度公司在美洲、EMEA 和亚太区的地区收入占比分配基本保持不变，美洲地区仍然贡献最大收入占比 53%，EMEA 和亚太地区的收入占比分别为 33% 和 14%。从游戏类型上看，公司还是一家以竞技类端游为主的公司。从 newzoo 公布的 2016 年全球游戏厂商收入排行来看，公司次于腾讯和索尼排在第三位，主要原因还是没有在亚太市场赢得太多份额。公司在亚太市场面临两个难题，一是端游方面，腾讯和拳头的《英雄联盟》(LOL) 一家独大，和公司同类型的 MOBA 端游 DOTA 造成巨大竞争；二是公司目前只有《炉石传说》一款手游在畅销榜上比较靠前，面对全行业手游异军突起的局面，公司在手游方面布局 King 游戏的效果还未体现出来。

按照终端形态分，目前主流硬件搭载有主机、PC、移动终端三类。公司 2016 年主机游戏收入 24.5 亿美元，PC 游戏收入 21.2 亿美元，移动端游戏收入 16.7 亿美元，其他类收入 0.3 亿美元。从终端的收入构成看，主机游戏明显从 2015 年的总占比 51% 下降至 37%，而移动终端游戏从 9% 上升到 25%。如上所提，移动端贡献来自于擅长手游的 King 娱乐。2017 年二季度主机游戏收入占公司总收入比重同比下降至 35%，而 PC 端和移动端收入占比均同比上升至 31% 和 30%，形成主机、PC、移动端三足鼎立的态势。

图表 1：动视暴雪收入构成

按平台分动视暴雪季度收入构成						
平台(百万\$)	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1
主机	568	615	586	452	650	765
PC	508	566	704	609	411	400
移动端及周边	493	475	536	440	454	243
其他	62	70	188	67	55	47
合计	1,631	1,726	2,014	1,568	1,570	1,455

按地区分动视暴雪季度收入构成						
地区(百万\$)	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1
美洲	858	929	1,012	796	860	753
EMEA	538	554	693	499	507	521
亚太地区	235	243	309	273	203	181
合计	1,631	1,726	2,014	1,568	1,570	1,455

按部门分动视暴雪季度收入构成						
部门(百万\$)	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1
动视	316	215	1,151	377	332	360
暴雪	566	441	669	727	741	294
King	480	474	436	459	484	207
其他	56	66	196	67	52	47
递延收入调整	213	530	(438)	(62)	(39)	547
合计	1,631	1,726	2,014	1,568	1,570	1,455

资料来源：公司财报、华安证券研究所

2007年12月，全球第二大游戏开发发行商美国动视和维旺迪游戏部门暴雪娱乐宣布合并，并于2008年完成合并。价值189亿美元的交易造就了当时世界上最大的游戏发行商。但是到2016年腾讯以102亿美元的游戏收入超过动视暴雪66亿美元收入，公司排在索尼之后成为全球第三的游戏厂商。2016年，公司完成了对手机游戏开发商King高达59亿美元的收购。全球游戏行业的手游占比第一次超过端游，公司在行业的浪潮下也逐步布局移动端游戏。端游公司转型手游具有天然优势，我们看好公司以三款头部端游作为航母，手游作为战机起飞的未来趋势。

公司2016年2月23日收购King数字娱乐，一家主流的移动端互动娱乐公司作为全资子公司，交易金额为59亿美元。收购目的是公司致力于成为一家全球领先的互动娱乐提供商，覆盖移动端、PC端和主机端三大平台。合并后的动视发行、暴雪娱乐、King数字娱乐独立运营，在财务上独立核算，收入并表入上市公司。

1.1 暴雪精品游戏的基因：热爱游戏之初心坚持26年风雨不改

2016年暴雪获得了The Game Awards最佳游戏工作室奖项，同时暴雪的《守望先锋》也获得了TGA的年度最佳游戏。截止2016年10月，根据暴雪官方公布的数据，《守望先锋》用户数已经超过2000万。2016年是暴雪诞生25周年，《守望先锋》这个游戏证明了暴雪依旧可以做出“非常具有互动性的，动作频频的，令人手心发汗的游戏”。

暴雪娱乐的前身是1991年成立的工作室：硅与神经键(Silicon&Synapse)。创立人为Allen Adham、Michael Morhaime和Frank Pearce。第一款游戏RPM Racing是一款可以自定义赛道并具备排名系统的赛车游戏，通过相熟的游戏发行商Interplay，他们得以支付任天堂SNES(超级红白机)那笔权利金在上面发行这款游戏，这也是第一款美国人开发的SNES游戏。靠着这些积累第一款游戏积累的25万美元，他们又做出了《失落的维京人》，一款街机一样的动作冒险游戏。在游戏几乎完成的时候，发行方Interplay提出了很多细节修改方案，多数人认为这在游戏已经几乎完成的条件下是不可能做出的修改，而Allen Adham全盘接受了。这种对细节的打磨程度，对精品游戏的极致追求，成为了

暴雪成功的重要基石。之后这个工作室由于游戏的热销,于1994年3月,被当时世界第二教育软件公司 Davidson & Associates 以 675 万美元的价格收购。随后又改名为 Blizzard Entertainment,也就是现在的暴雪娱乐。

图表 2: 暴雪娱乐的主要游戏和成就

游戏	成就
守望先锋	<ul style="list-style-type: none"> •创暴雪 25 年游戏财务表现最优记录 •快于暴雪历史上其他游戏,注册玩家达到 25 百万人 •第四季度的月均活跃人数创新高 •荣获 55 次“年度最佳游戏”奖
魔兽争霸	•2016 年月均活跃人数增长率 10%, 第四季度增长率超 20%
炉石传说	2016 年月均活跃人数创历史新高 20%, 第四季度也有所上升

资料来源: 公司财报、华安证券研究所

图表 3: 守望先锋、魔兽世界、炉石传说海报



资料来源: 公司财报、华安证券研究所

1.1.1 魔兽世界 World of Warcraft

《魔兽世界》是暴雪娱乐制作的第一款 MMORPG 大型多人在线角色扮演类游戏,以即时战略游戏《魔兽争霸》剧情为背景,依托魔兽争霸的历史事件和英雄,玩家在魔兽世界中冒险、完成任务、新的历险、探索未知世界和征服怪物等。魔兽世界 2005 年在北美公开测试,11 月 23 日开始在美国、新西兰、加拿大、澳洲与墨西哥发行。曾将创下付费用户超过 1150 万人,人物角色达到 5 亿,全球 244 个国家和地区都有玩家的辉煌记录。

但是,2015 年 11 月,动视暴雪在公布第三季度财报的同时,也宣布最后一次对外公布魔兽世界的玩家数量。截至这个季度末,魔兽世界付费用户同比减少 200 万,仅有 550 万,降至 2005 年 12 月的水平。此后两个财季,动视暴雪都没有公布魔兽世界的玩家数量。由于魔兽世界的下滑,动视暴雪 2015 年非常艰难,第四季度比 2014 年同期下滑了 56%。时光荏苒,英雄迟暮。魔兽世界曾经以卓越的品质定义了 MMORPG,但是很快《英雄联盟》便风头更劲。魔兽世界见证了暴雪过去的杰出,之后《炉石传说》和《守望先锋》接过了扛旗,暴雪在 2013-2015 年几经砥砺,再一次向世人展示了精雕细琢下的细腻品质。

魔兽世界的失落不仅是作品本身垂垂老矣，更是整个端游市场被手游冲击的结果。在智能手机普及的浪潮下，人们更倾向于加入快餐式的游戏模式。碎片化的、可以即时反馈成就感的游戏更受欢迎。暴雪也深知其情，便有了大热的《炉石传说》。

1.1.2 炉石传说 2014-2015

《炉石传说》是暴雪娱乐开发的一款集换式卡牌游戏，故事基于魔兽争霸系列的世界观。卡牌游戏的历史非常悠久，有集换式卡牌游戏和收集式卡牌游戏。集换式卡牌游戏具有集换+抽卡+策略三大要素，而《炉石传说》实际是一款收集式卡牌游戏，更加注重对战与收集要素。从2008年构思到2014年公测，炉石传说走过了6年的时间，其中凝聚了暴雪团队对游戏倾注的热爱。炉石传说在2014-2015年的超高收益超出了暴雪与网易的预期，到2015年第二季度，《炉石》每月纯利润突破了2000万美元，在山寨抄袭作品不断出现的情况下，也没能阻止炉石传说成为一款现象级的卡牌游戏作品。

炉石在经过多方打磨后，呈现出这样一幅场景：好友们围坐在酒馆的桌子边，桌子上摆着炉石传说的棋盘，自己与对手在牌技上展开精彩绝伦的对决。炉石所具有的上帝视角般的观察设定，使得它更像是一个玩具，而不是游戏。设计师巧妙地用盒子这个概念传递出一种收藏的感觉，加上赋予玩家在开包时候获得的巨大满足感吸引玩家付费。炉石中的音效效果可圈可点，从配乐到声优配音，暴雪秉承了一贯的执着态度。在国服、韩服、美服、台服中，暴雪都聘请了当地专业的配音团队配音，为每张牌传递不同的诠释。

炉石传说作为暴雪为数不多的端游手游全平台作品，迅速成为卡牌类游戏的标杆。在上线的1年多时间里，暴雪迅速完成了在安卓和iOS移动端的覆盖，网易也为国服和外服同步不遗余力地和暴雪沟通。因此从上线之后的8个月内，炉石的玩家数量突破了3000万。暴雪也对炉石给予厚望，希望其成为一款运营20年经久不衰的作品。

1.1.3 守望先锋 2016

《守望先锋》是由暴雪娱乐开发的一款第一人称射击游戏，2016年5月24日全球上线。游戏以未来地球为背景，叙述人类、守望先锋成员和智能机械之间的故事。游戏采用6V6模式，22位英雄分别来自不同种族和国家，增加了游戏的全球性。《守望先锋》之所以可以视作暴雪的有一个里程碑，是因为它跳出了长久以来魔兽争霸的世界观，用全新的IP吸引了一批没玩过暴雪游戏的新玩家。曾经的魔兽世界、暗黑破坏神都给暴雪贴上了顶级精品的标签，直到《风暴英雄》折戟沉沙，暴雪走下了神坛。正是在这种境况下，守望先锋凭借第一人称射击的MOBA类游戏模式，创造了全球总用户突破2500万，玩家时长超过430亿小时，获得55个年度游戏大奖的殊荣。守望先锋再一次力证了暴雪的实力。

但是，守望先锋也面对着窘境。首先，这种FPS+MOBA的6V6模式并不是主流玩法，这也是暴雪注重开发者，而不是玩家的一贯作风。在这种基调下，游戏的生命周期有多长还待观察，毕竟在现在的行业环境下，竞争更加激烈。第二，从RTS、RPG、MOBA再到FPS，暴雪虽然在魔兽争霸之后一直尝试新的游戏类型，但是在玩家的心中始终没有

超越魔兽世界作品出现，游戏的内核正在趋向商业化和平凡化。这种趋势虽然可以带来某一阶段公司营收的增长，却不是维系长久竞争力的根本。第三，来自于买断制本身的限制。这是暴雪爱护羽毛的表现，同时却比免费游戏更难维持热度。从守望先锋的矛盾局面可以看出来，暴雪在大规模商用化和保持高贵格调上的挣扎。

1.2 动视主机游戏：以《使命召唤》系列为代表的主机游戏江湖不老

动视的游戏产品线偏向于主机游戏，主要几款游戏是：1. 使命召唤 Call of Duty，一款第一人称射击主机和 PC 端游戏。2. 命运 Destiny，一款在线第一人称动作主机游戏。3. 小龙斯派罗的大冒险 Skylanders，一款使用带有 NFC 功能玩具的游戏。其中，使命召唤是整个动视产品线中的龙头，迄今为止已经发行了 13 部。根据 NPD 公布的 2016 年 12 月及 2016 年整年游戏销售情况，《使命召唤 13：无线战争》成为年度美国地区实体游戏中最畅销的游戏。这是《使命召唤》连续 9 年在 12 月份取得销量榜冠军。

图表 4：动视发行的主要游戏

游戏	成就
使命召唤	<ul style="list-style-type: none"> • 连续 8 年有北美专营权，8 年中 7 年有全球主机专营权 • 有最新游戏主机，使命召唤在前十游戏中占三席 • 每年专营权的月均活跃数都创新高，第四季度作为多标题的玩家月均活跃数保持稳定
命运	<ul style="list-style-type: none"> • 2017 年标题将以之名召唤作为源头 • 为了扩大专营权在全球的影响力，在 2017 年完善了命运续集，随着后续内容的计划，为增长创造了条件
小龙斯派罗的大冒险	<ul style="list-style-type: none"> • 时间超过 300M 的第 11 大游戏机专营权 • Netflix 的斯派罗大冒险在学院电视剧中获得好评；第二季预计在今年晚些时候，已经购买了第三季，新的手机游戏正在开发中

资料来源：公司财报、华安证券研究所

图表 5：使命召唤、命运海报



资料来源：公司财报、华安证券研究所

1.3 King 的手游业务尚在沉浮

King 是一家成立于 2003 年的英国游戏公司，2011 年开始在 App Store

和 Google Play 上主要推出消除类游戏，依靠旗下的消除类游戏《糖果粉碎传奇》获得巨大成功。《糖果粉碎传奇》的成功主要得益其巨大的下载量，并且 Facebook 朋友间的互动功能比如高分、送礼等会引发病毒式传播，又再次刺激用户的增长。相比《部落冲突》，《糖果粉碎传奇》的增长呈现的是爆炸式和病毒式的。2013 年，《糖果粉碎传奇》的收入就超过了 10 亿美元。但自此，该游戏的营收开始下滑，到 2015 年二季度，King 市值也从 70 亿美元下跌到 47 美元。

图表 6：糖果粉碎传奇海报



资料来源：公司财报、华安证券研究所

2. 动视暴雪在游戏变现模式的革新上砥砺前行

2.1 2016 年之前收费模式过滤玩家：买断制更显厂商信誉

网络游戏，不论端游、页游、手游大致有三大收费方式：买断收费、时间收费、道具收费。动视暴雪大多数游戏采用的是买断制，之所以采用买断制仍旧吸引大量玩家，是跟公司强烈的品牌效应和几款爆款游戏在市场积累的口碑分不开的。下面分析三大收费形式的形式和 ARPU 比较。

买断制和单机游戏类似，玩家只需要一次性购买游戏的客户端费用，就可以永久畅玩游戏。公司采用买断制的游戏有《守望先锋》、《暗黑破坏神 III》、《星际争霸 II》。买断制游戏是建立在人均消费相对公平的游戏环境下的。在买断制下计算玩家的消费如下。以《守望先锋》为例，网易战网上对中国玩家的价格有两种，198 元数字畅玩版和 328 元数字典藏版，2016 年 5 月 25 日全球上线。从上线计算至今已经 11 个月，如果 OW 玩家没有进行道具类的二次消费，那么折算下来每个玩家平均每月的消费约为：198 元的玩家 ARPPU18 元，328 元的玩家 ARPU29.8 元。如果按照玩一年游戏计算，《守望先锋》的年平均 ARPU 是 198 玩家 16.5 元，328 玩家 27.3 元左右。

点卡收费方式即时间收费，介于免费游戏和买断制游戏之间。点卡收费和免费游戏最大的不同是，所有进入游戏玩家都要付费，介于此，点卡收费的游戏比免费游戏要更加平衡。比较知名的点卡收费端游有《魔兽世界》、《梦幻西游》、《剑网 3》等。魔兽世界现在月卡是 75 元，季卡 198 元，半年卡 360 元，平均 ARPPU 在 60-75 元之间。剑网 3 的半月卡是 15 元，月卡是 60 元，季卡是 180 元，平均 ARPPU 是 60 元。

还有一种广为使用的收费模式，也是门槛最低的一种，即免费模式。说是免费，实际只是进入游戏免费，而在后续增值道具上收费。事实上，免费游戏的花费并不低，比如《炉石传说》中龙争虎斗加基森 60 卡包 388

元等。根据国内几大端游的数据，比如巨人《征途》，畅游《天龙八部》，完美世界《诛仙》等，付费玩家的 ARPPU 在 200-300 元左右。注意这个数字是指统计付费玩家的，而不是所有玩家的平均付费数字。事实上，20%左右的付费玩家支撑着整个游戏的大部分收入。可见，免费模式的游戏，实际是让广大的免费玩家陪付费玩家玩，而付费玩家付费道具等项目后，体验到一种高人一等的优越感。

从以上对三种收费模式的分析中来看，买断制反而是 ARPPU 最低的，时间收费居中，免费模式中的付费玩家消费最高，免费玩家则不消费。买断制本身有一个弊端，即用户事先购买一个未知商品会有心理排斥感，因此必须是口碑非常好的厂商，才能让玩家心甘情愿地事先买单。动视暴雪做到了这点！从它现有的几款产品看，买断制下的《守望先锋》不仅在全球已经卖出 2500 万份，2017 年预期仍能有增长。买断制游戏有利于运营方面对游戏的内部控制，维持玩家数量，同时也对游戏品质提出很高的要求。

2.2 2016 年以后动视暴雪寻求游戏变现的新方式

可以看到，东亚文化引领的游戏变现模式和传统的欧美买断之模式相比具有巨大的变现效应，这也是老牌游戏厂商例如动视暴雪所缺乏的。从公司 2017 年二季度财报中可以看出，动视暴雪也在寻求业务和收入模式的改变。除了完整的游戏，公司也开始提供下载的内容和交易，让玩家全年都有访问和消费的新内容。我们认为在没有新款游戏上线的情况下公司依然可以实现增长的源泉就来自于此：“開箱子”带来的游戏内容变现。

2017 年二季度动视暴雪收入 16.3 亿美元，同比增长 4%，其中数字渠道收入 13.1 亿美元同比增长 15%。净利润为 2.43 亿美元，较上年同期的 1.51 亿美元增长 61%，二季度 EPS (GAAP) 为 0.32 美元，同比增长 60%。GAAP 准则下的经营利润率约为 21%，二季度现金流达到 2.65 亿美元。二季度动视暴雪月活跃用户数为 4.07 亿，其中暴雪的季度月活数达到 4600 万来到历史最高纪录，动视的月活数为 4700 万同比微幅下调，King 公司月活数为 3.14 亿同比下降但是 ARPU 提升。分产品看，暴雪的《守望先锋》MAU 持续提升，《炉石传说》同比和环比 MAU 均达到峰值，得益于其新拓展包：勇闯安戈洛的发布。动视的《使命召唤 12：黑色行动 3》收获 MAU 环比上升得益于 5 月份公布的大型 DLC 僵尸编年史。动视也于 6 月底为索尼 PS4 主机带来了经典 IP 古惑狼的 AAA 重制作品。动视预计 9 月 6 日发布《命运 2》主机版，10 月 24 日发布 PC 版。下半年动视的《使命召唤》新作《使命召唤 14：二战》将于 11 月 3 日正式开启，PS4 试玩时间为 8 月 25 日至 8 月 28 日，目前其预购和反响已经很强烈。同时 King 公司有两款游戏在美国 APP 商店连续进入前十榜单。公司将 2017 年全年营收预期从 61 亿美元提升到了 64 亿美元，而三季度营收预期为 13.85 亿美元。

除了游戏本身的收费变现以外，动视暴雪在 IP 授权和电竞赛事上是先吃螃蟹的游戏厂商。已经成功运作了魔兽 IP 的电影授权和周边衍生产品线，亦正在运作《守望先锋》的电竞赛。

2.3 动视暴雪的天量商誉价值具有泛娱乐变现能力

在动视暴雪 2016 年年报里，有一个特有的现象是，资产负债表中显示的公司商誉有 97 亿美元！伴随着无形资产也有 18 亿美元。这对一个年收入 66 亿美元的公司来说，无形价值几乎已经是有形收入的 2 倍左右。这代表着动视暴雪具有巨大的可以在未来将品牌变现的能力，变现方式主要通过授权给周边的电影、动画、电竞等制作机构或者自行制作直接收益。

通过《魔兽》游戏十多年来积累的的玩家粉丝，一代人对这个 IP 具有极大的时代情怀。电影《魔兽》就在这种情境下于 2016 年 6 月开始全球上映，最终收获了 4.32 亿美元票房，约合 29.8 亿人民币。电影在中国斩获 14.7 亿票房，直接贡献了几乎全球一半的票房，荣膺 2016 年中国票房榜全年第三的宝座。这是暴雪娱乐第一次使用公司的知识产权开发自己的 IP 资源，这次授权的对象是传奇影业，预期未来魔兽 IP 还会从视频、小说、漫画、动画等各维度开发授权。公司在 2016 年也成立了消费产品部，以达到扩大游戏相关产品线，为《魔兽世界》、《使命召唤》等游戏 IP 推出更多周边产品的目标。

图表 7：动视暴雪的品牌商誉



资料来源：公司财报、华安证券研究所

2.4 由游戏衍生的电竞有望复制 NBA 联赛的成功模式

电竞和网游是天生的兄弟。两者互相融合，有时不分彼此。动视暴雪在电竞方面的布局也比别的游戏公司为早。暴雪娱乐出品的星际争霸在 1990 年代作为先锋开启了电竞时代。之后，暴雪嘉年华上，星际争霸 2、魔兽世界、风暴英雄和炉石传说都作为电竞项目举行全球电竞赛事。除此以外，动视娱乐也举办了使命召唤的电竞赛项目。《使命召唤》的电竞赛事已经走上正轨。在延续区域性赛事的同时，《使命召唤》还引入世界联赛（其规模与 NBA 类似）。

作为公司电竞蓝图的一部分，动视暴雪还以 4600 万美元的价格收购了北美最大的电竞组织 Major League Gaming（简称 MLG，大联盟游戏）。市场研究公司 SuperData 预计 2017 年的电竞市场规模将达 6.96 亿美元，《守望先锋》与《炉石传说》等游戏将是动视暴雪在电竞市场上叱咤风云的主力军。卡牌游戏实际上天生就具有电竞属性，它当中所包含的对决技巧，脑力思考的较量都具有很明显的电竞特质，《炉石》的电竞赛水到渠成。

图表 8: 守望先锋电竞



资料来源: ATVI

动视暴雪公司公布第一批守望先锋联赛™ (Overwatch League™) 战队所有者名单, 中国区仅网易一家入选。首批 7 支战队将分别设立在波士顿、洛杉矶、迈阿密 - 奥兰多、纽约、旧金山、首尔、上海 7 个城市, 各战队需要各自寻求本地场馆, 以供未来赛季的主场和客场比赛使用。《守望先锋》是由暴雪娱乐制作发行的 FPS 端游产品, 同时也是暴雪娱乐旗下最快达到 3000 万玩家规模的产品。守望先锋联赛是全球第一个以城市为单位的大型电竞联赛, 采用类 NBA 的传统体育联盟模式, 由暴雪制定规则和分食体系, 并在全球范围内建设赛区和战队。

守望先锋联赛将通过广告、售票和转播权收入为战队所有者创造价值, 而各战队将平分整个联赛的净收入。各战队还将保留其主场城市和场馆每年获得的全部收入 (直到上限为止), 这在电竞中尚属首次; 超过上限的部分中, 将有一部分进入联赛的共享收入池。此外, 各战队每年还将获得主场所在地举办最多 5 场非专业赛事活动及其相关盈利的授权, 并从《守望先锋》中与联赛相关物品的销售收入中获得分成, 其中 50% 收入将进入所有战队共享的收入池。电竞越来越成为动视暴雪重要的组成部分, 此前独立运营的大联盟游戏业务 (MLG) 本季度成为了暴雪娱乐的一个部门, MLG 将负责守望先锋联赛的运营以及其他赛事活动。

图表 9: 第一批守望先锋联赛™7 家战队

战队拥有人	职位	国家或地区
Robert Kraft	Kraft 集团及新英格兰爱国者队主席兼 CEO	美国波士顿
Jeff Wilpon	Sterling.VC 基金联合创始人及合伙人, 纽约大都会队 COO	美国纽约
Noah Whinston	Immortals 电竞俱乐部 CEO	美国洛杉矶
Ben Spoont	Misfits Gaming 联合创始人兼 CEO	美国迈阿密 - 奥兰多
Andy Miller	NRG Esports 创始人兼主席	美国旧金山
网易公司 (上海)	网易公司 (上海)	中国上海
Kevin Chou	Kabam 公司联合创始人	韩国首尔

资料来源: DoNews 互娱

3. 全球游戏市场: 用户选择了大厂, 全球游戏重心在亚洲

3.1 腾讯、暴雪、索尼是游戏业中的航母

我们在《游戏行业深度: 游戏是内容第一载体, 一线巨擘长期胜出》报告中提到: 全球游戏厂商的集中度愈来愈高。2016 年腾讯排名第一成为全球最大的游戏公司, 以 102 亿美元游戏收入远远甩开第二名索尼, 一家日本的主机游戏巨擘, 第三名席位上的动视暴雪是魔兽世界制作者,

接下来排名依次是微软、苹果、EA 和网易。在全球游戏市场中，腾讯占据了 10% 的市场份额，如果算上腾讯持股 84% 的 Supercell 公司，腾讯的份额可以提高到 13%。增速方面，排名前十的游戏公司中，网易增长 50% 增速最快，暴雪增长 43% 紧随其后，前十位厂商中只有任天堂营收出现同比下滑。

全球游戏收入 2016 年增幅为 24% 达到 537 亿美元，前十位的游戏厂商占据整个产业收入的 54%，行业集中度从 2015 年的 43% 进一步提升。全球游戏行业的增长驱动力主要来自排名前十位的游戏公司的强劲表现以及行业内的兼并收购。其中，腾讯的《王者荣耀》DAU 突破 1 亿，月流水达到 30 亿元。索尼在全球主机游戏市场继续占据主导地位，2016 年成为 Playstation 最重要的一年，推出《神秘海域 4》口碑业绩双丰收。动视暴雪收购 King 公司，新作《守望先锋》大获成功使得收入增加 42% 增幅仅次于网易。网易凭借《阴阳师》精良制作横扫各大游戏榜单，ARPU 高达 Rmb150 左右，DAU 创造网易历史最高。综观游戏大厂的成功之道，精品头部 IP 成为了游戏龙头公司的吸金利器。游戏，在厂商的眼里是变现，在用户的眼里是体验。平衡了两者关系才能长期胜出，否则将被用户以脚投票。

腾讯、暴雪、索尼，都是游戏业中的航母，三家厂商都从提供最好的游戏出发获得了用户和收益。然而，三家大厂制作游戏的立足点存在微妙的差异，腾讯把自己当做用户，暴雪在引领用户，索尼在服务用户。这种差异直接影响三家在游戏大厂排位赛的名次。腾讯，完全从用户体验出发进行变现。暴雪立足在好游戏这三个字上，20 多年来兢兢业业地追求游戏整体的品味、游戏种类的丰富，所以暴雪赢得的是品牌效益，却在变现能力上输腾讯一筹。索尼的战略“游戏即服务”把自己放在取悦玩家的位子，表现为索尼的游戏品质可以媲美电影大片效果。索尼这类主机游戏厂商坚持地在硬件和软件两方面耕耘，是一种稳妥的策略，用硬件确保了软体的垄断优势。随着亚洲区域被开发，2013 年-2016 年游戏业在野蛮生长的过程中繁荣，虽然大趋势不变，但是受制于全球新生人口的减少，游戏用户数量恐难以再见到爆发式增长。这种形势下，索尼等主机厂商建立的独立堡垒更能经受住行业的波动，相应地，在市场繁荣的时候，由于泛化性不足，主机厂商的表现却差强人意。

图表 10: 2016 年游戏收入排名 (单位: 百万美元)

排名	厂商	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	YOY
1	Tencent	2460	2466	2616	2659	10201	17%
2	Sony	1796	1637	1695	2709	7837	33%
3	Activision Blizzard	1455	1570	1568	2014	6607	42%
4	Microsoft	1593	1427	1363	2094	6477	9%
5	Apple	1316	1402	1494	1652	5864	32%
6	EA	1308	1271	898	1149	4626	8%
7	NetEase	933	969	985	1290	4177	50%
8	Google	837	930	985	1290	4177	50%
9	Bandai Namco	465	552	469	506	1991	19%
10	Nintendo	377	312	287	856	1831	-6%
11	Square Enix	417	321	348	580	1666	37%
12	Warner Bros	450	368	367	421	1606	-27%
13	Ubisoft	697	155	158	591	1602	57%
14	Take Two Interactive	378	312	420	476	1586	19%
15	Nexon	491	326	378	369	1564	-1%

16	Mixi	353	282	227	335	1197	5%
17	Konami	336	215	169	246	965	-5%
18	GungHo Entertainment	271	254	222	214	960	-25%
19	Disney	230	218	226	234	908	-23%
20	DeNA	227	223	207	202	859	-8%
21	Sega	239	194	199	225	857	9%
22	NCSOFT	200	200	181	237	817	15%
23	Facebook	181	197	195	180	753	-11%
24	Zynga	187	182	182	191	741	-3%
25	COLOPL	189	162	172	123	647	-2%

资料来源：newzoo

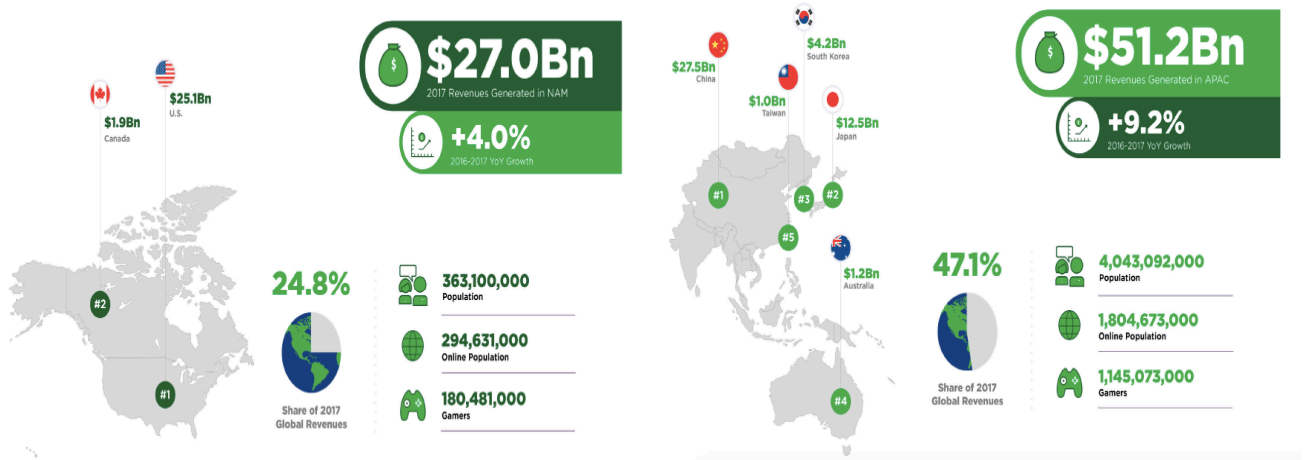
注：该排名不统计硬件业务，但计入月度年度付费订阅收入，比如 Xbox Live 或 PSN Plus 会员收费，且公司收入是按日历年而非财年来计算。

3.2 中国目前是全球游戏第一大国

荷兰游戏市场研究机构 Newzoo 统计，智能手机渗透率达到 31%，意味着全球近 74 亿人口中 23 亿人拥有智能手机。其中亚太地区智能手机用户总数为 11.1 亿，占全球智能手机市场份额的 49%，然后依次是欧洲 19%，中东与非洲 13%，北美 10%，和拉丁美洲 9%。2016 年全球游戏市场总额达 996 亿美元，其中移动游戏市场规模达 369 亿美元。预计到 2017 年，全球游戏市场总额将突破 1000 亿美元，移动游戏市场也将达到 425 亿美元。亚太地区作为全球主导市场，预计在 2016 年底会创造 466 亿美元的收入，将占据全球游戏市场的 47%，较上一年增长 10.7%。其中，仅中国市场就占到全球游戏收入的四分之一。此外，全球游戏市场 58% 的增长也都来自亚太地区。

中国目前是全球游戏第一大国，根据中国互联网信息中心(CNNIC)报告显示，截至 2016 年 12 月，我国网民规模达 7.31 亿，普及率达到 53.2%，超过全球平均水平 3.1 个百分点，超过亚洲平均水平 7.6 个百分点。全年共计新增网民 4299 万人，增长率为 6.2%。中国网民规模已经相当于欧洲人口总量。中国智能手机普及率为 58%，手机网民规模达 6.95 亿，随着人口红利逐步消失，用户增长将趋于稳定。在近 14 亿的中国人口中，游戏玩家总数约为 5.6 亿，其中游戏付费玩家约 2 亿，预计 2016 年人均游戏付费约 122 美元。移动游戏玩家（智能手机和平板）约有 4 亿，其中移动游戏付费用户约 1.6 亿。角色扮演类、竞技类、卡牌类游戏深受中国游戏玩家的喜爱。玩家在中国游戏文化多年的熏陶下非常依赖本土游戏，四大名著、武侠仙侠小说等是国产游戏经常出现的题材。仙侠文化对中国的游戏文化产生了深远的影响，正如欧洲中世纪文化承载于游戏中一样。中国移动游戏市场在经历了 2009-2011 年的探索期，2012-2013 年的启动期后，2014 年起进入高速发展时期，到 2015 年稳定发展，再到 2016 年人口红利逐步消失，游戏市场增长开始放缓。目前中国游戏市场已经由增量市场逐步转入存量市场，整个行业的竞争也愈演愈烈。两大巨头腾讯和网易几乎垄断整个游戏市场，腾讯和网易合计占据市场 59% 的份额。中小厂商批量死亡，或者中小厂商与大企业合作共生将成为市场常态。

图表 11: 2017 年北美和亚太区游戏收入情况



资料来源: newzoo

图表 12: 2016 年按国家分游戏收入排名

变动	排名	国家	人口 (百万)	网民人数 (百万)	游戏总收入 (百万美元)
升 1	1	中国	1382.3	788.8	24368.8
降 1	2	美国	324.1	293.6	23598.4
-	3	日本	126.3	117.6	12447.6
-	4	韩国	50.5	44.6	4047.3
-	5	德国	80.7	72.4	4018.7
-	6	英国	65.1	61.1	3830.2
-	7	法国	64.7	56.7	2737.9
-	8	西班牙	46.1	37.6	1812.0
-	9	加拿大	36.3	32.8	1792.2
-	10	意大利	59.8	41.3	1742.1
-	11	俄罗斯	143.4	110.1	1414.4
升 1	12	巴西	209.6	136.4	1274.8
降 1	13	澳大利亚	24.3	21.5	1199.7
-	14	墨西哥	128.6	67.0	1125.8
-	15	台湾	24.0	21.1	987.8
-	16	土耳其	79.6	46.8	755.5
-	17	印尼	260.6	56.7	704.4
升 1	18	马来西亚	30.8	22.8	539.5
降 1	19	荷兰	17.0	16.1	521.3
升 1	20	泰国	68.1	28.7	521.3

资料来源: newzoo

3.3 端游的式微和手游的崛起

全球数据看，端游在前 20 大游戏中还是有较大比重，但是前 10 位几乎被手游包揽。全球的趋势也是如此，端游大厂会向手游转型，端游作品会不断被改编成手游。全球范围看，增量市场存在于发展中国家尤其是东南亚、南亚和南美洲，随着这些地区智能手机普及，手游市场将迅猛发展。

图表 13: 东南亚市场主要移动电竞类产品上线情况

游戏名称	公司名称	分类	东南亚上线时间	是否上线					
				印尼	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	越南
炉石传说	Activision Blizzard	TCG	2014年4月	●	●	●	●	●	●
虚荣	Super Evil Megacorp	MOBA	2014年5月	●	●	●	●	●	●
Walking War Robots	Pixonix	MOBA	2014年8月	●	●	●	●	●	●
天天炫舞	英雄互娱	炫舞	2015年1月	●	●	●	●	●	●
全民枪战	英雄互娱	FPS	2015年5月	●	●	●	●	●	●
部落冲突:皇室战争	腾讯	TCG	2016年2月	●	●	●	●	●	●
全民飞车	英雄互娱	竞速	2016年5月		●		●		
Shadowverse CCG	CyberAgent	TCG	2016年6月	●	●	●	●	●	●
Mobile Legends:BangBang	Moonton	MOBA	2016年7月	●	●	●	●	●	●
NBA LIVE Mobile	EA	体育	2016年7月	●	●	●	●	●	●
弹弹岛2	英雄互娱	休闲	2016年8月	●	●	●	●	●	●
FIFA Mobile Soccer	EA	体育	2016年9月	●	●	●	●	●	●
Yu-Gi-Oh!Duel Links	KONAMI	TCG	2016年10月	●	●	●	●	●	
王者荣耀	腾讯	MOBA	2016年11月	●				●	●
PES 2017-Evolution Soccer	KONAMI	体育	2016年12月		●				
巅峰战舰	英雄互娱	军事	2016年12月	●	●	●	●	●	
英雄之刃	R2Games	MOBA	2017年1月	●	●	●	●	●	
Garena 武装菁英	Garena	FPS	2017年4月					●	
穿越火线	腾讯	FPS	2017年4月	●	●	●	●	●	●
街头篮球	英雄互娱	体育	2017年6月					●	

资料来源: AppAnnie, 华安证券研究所

4. 财务和估值分析

我们认为动视暴雪通过多年的 IP 积累, 具有在未来实现快速变现的能力。基于对公司基本面的认识, 我们给予公司增持评级。预计 2017 年至 2019 年公司 EPS 分别为 \$1.42、\$1.53、\$1.62, 根据 ROE 模型预计短期目标价为 67.72 美元, 中期目标价为 71.9 美元。

公司目前收入来自动视发行、暴雪娱乐和 King 手游, 二季度动视收入占比同比略有上升达到总收入的 23%, 暴雪收入占比下降至总收入的 42%, King 公司占比上升至总收入的 35%。这种数值的变化主要是由于本会计期间暴雪等的递延收入约 2.13 亿美元未记入部门并表收入所致, 并不是业绩的下滑导致的。2017 年二季度主机游戏收入占公司总收入比重同比下降至 35%, 而 PC 端和移动端收入占比均同比上升至 31% 和 30%, 形成主机、PC、移动端三足鼎立的态势。

二季度公司在美洲、EMEA 和亚太区的地区收入占比分配基本保持不变, 美洲地区仍然贡献最大收入占比 53%, EMEA 和亚太地区的收入占比分别为 33% 和 14%。可以看到动视暴雪的收入来源主要在北美, 一是游戏承载的文化基因的地缘因素, 二是由于亚太区有全球最大的游戏

公司腾讯独霸天下，动视暴雪采用买断制为主的游戏销售模式始终不敌腾讯网易的道具收费等模式带来的巨额回报。从公司的财报中可以看出，动视暴雪也在寻求业务和收入模式的改变。除了完整的游戏，公司也开始提供下载的内容和交易，让玩家全年都有访问和消费的新内容。我们认为在没有新款游戏上线的情况下公司依然可以实现增长的源泉就来自于此：“开箱子”带来的游戏内容变现。

从行业趋势看，大厂是游戏行业的长期胜出者。游戏和其他内容提供的载体比较，最大的不同是可以使玩家获得自我成就感和团队协作感，是文学和影视很难企及的。00后甚至10后原生接受移动终端，已经开始步入手游玩家行列。造成这种现象的原因一是95后00后享受到了高人均GDP和低出生率的成长红利，二是在代际单胎政策的影响下，95后00后没有兄弟姐妹的同伴归属，会产生更强烈的孤独感。传统的亲属关系将被一种新的社交关系取代，即游戏伙伴关系。正是因为游戏实现了用户的替代性满足，因此制作出精妙的游戏产品抓住用户才是游戏厂商的生命线。一旦用户的游戏品味被提高到一定水准就很难再降下来。从这点出发不难理解，游戏行业的集中度只会越来越高，一线厂商由于具有人才和资金的优势，将会更加碾压二三线厂商的市场空间。

图表 14: ROE 估值模型

预测输出 (百万美元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,608	7,558	8,416	9,212
增长率	41.68%	14.37%	11.35%	9.47%
净利润	966	1,079	1,173	1,250
EPS (摊薄)	1.28	1.42	1.53	1.62
ROE(摊薄)wind 一致	10.59	10.57	10.50	10.42
EPS rolling 12m (Rmb)		1.48		
EPS rolling 24m (Rmb)		1.58		
price rolling 12m (US\$)		67.72	9.21%	
price rolling 24m (US\$)		71.90	15.95%	

资料来源：华安证券研究所，wind

在智能手机等电子设备渗透率高达 58% 的环境下，游戏，特别是手游的用户年龄层越来越低，00后甚至10后已经开始步入手游玩家行列。幼儿成人化的趋势是值得关注的现象。造成这种现象的原因一是95后00后享受到了高人均GDP和低出生率的成长红利，二是在代际单胎政策的影响下，95后00后更没有兄弟姐妹的同伴归属，会产生更强烈的孤独感。

数据显示，95后同期人口出生率较85后从2.2%下跌至1.6%，而中国人均GDP则同期从5000美元向10000美元快速迈进。00后的出生率更加下跌至1.3%，同期GDP靠向20000万美元，因此00后处在成长红利最厚的阶段。人口出生率的下降也使得2020年青少年人口(15-24岁)再一次断崖式下跌，将从2000万人左右跌至1800万人左右，加上父母一代被单胎化，两代人的单胎效果叠加，传统的兄弟姐妹、叔叔阿姨关系将被一种新的社交关系取代，这种新的关系就是游戏伙伴关系。00后人口总数为1.47亿，整整比80后少了8000万。在这总数中移动游戏用户数量已经占到了10%，成为整个游戏行业不可忽视的存在。这一群体具有几个主要特征：硬件渗透率高付费能力强、追求新事物具有扩散能力、向游戏诉诸社交需求。因此我们一再从年初开始一再强调“游戏是内容第

一载体"的观点，长期看好龙头游戏公司。

资产负债表

单位:百万美元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,830.00	5,095.00	5,395.00	5,773.00
现金	3,245.00	3,381.00	3,484.00	3,583.00
应收账款	732.00	762.00	811.00	865.00
存货	49.00	82.00	135.00	156.00
其他流动资产	804.00	870.00	965.00	1,169.00
非流动资产	12,622.00	13,025.00	13,269.00	13,620.00
固定资产	258.00	301.00	349.00	452.00
无形资产	11,680.00	11,751.00	11,854.00	11,998.00
其他非流动资产	684.00	973.00	1,066.00	1,170.00
资产总计	17,452.00	18,120.00	18,664.00	19,393.00
流动负债	2,656.00	2,668.00	2,822.00	2,979.00
应付账款及税金	222.00	265.00	367.00	469.00
其他流动负债	2,434.00	2,403.00	2,455.00	2,510.00
非流动负债	5,677.00	5,328.00	5,492.00	5,710.00
长期借款	4,887.00	4,387.00	4,463.00	4,569.00
其他非流动负债	790.00	941.00	1,029.00	1,141.00
负债合计	8,333.00	7,996.00	8,314.00	8,689.00
储备	15,311.00	16,363.00	16,573.00	16,924.00
库存股	-5,563.00	-5,541.00	-5,530.00	-5,519.00
其他综合收益	-629.00	-698.00	-693.00	-701.00
普通股权益总额	9,119.00	10,124.00	10,350.00	10,704.00
归属母公司股东权益	9,119.00	10,124.00	10,350.00	10,704.00
股东权益合计	9,119.00	10,124.00	10,350.00	10,704.00
负债和股东权益	17,452.00	18,120.00	18,664.00	19,393.00

利润表

单位:百万美元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	6,608	7,558	8,416	9,212
营业总成本	-5,196	-6,016	-6,767	-7,476
产品成本	-2,394	-2,850	-3,272	-3,685
产品研发	-958	-1,150	-1,357	-1,560
销售费用	-1,210	-1,319	-1,385	-1,440
G&A	-634	-697	-753	-791
营业利润	1,412	1,541	1,649	1,737
利息收支	-214	-214	-214	-214
其他	-92	-92	-92	-92
税前利润	1,106	1,235	1,343	1,431
所得税	-140	-156	-170	-181
净利润	966	1,079	1,173	1,250

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。