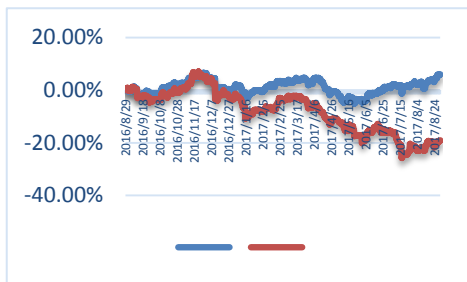


传媒游戏

游戏行业专题报告之四——美股三大游戏公司复盘报告

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告：

游戏行业专题报告之一——中美游戏市场概览

游戏行业专题报告之三——成功的游戏公司是如何炼成的

证券分析师：倪爽

电话：010-88321715

E-MAIL: nis@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100002

证券分析师：戚志圣

电话：021-61375783

E-MAIL: qizsh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100002

报告摘要

和我国不同，欧美发达国家的游戏市场早已进入成熟期。我们对美国三大游戏公司进行了复盘，对其分析总结，以明游戏行业公司的估值和股价的影响因素。复盘的时间从2007年开始，自2007年起，美股三大游戏发行公司经历了一个完整的游戏行业硬件周期，一次世界级的经济危机。这使得我们的总结更具有普适性。

从宏观的角度看，在宏观经济和行业环境都非常低迷的时候，行业中的公司估值相对于大盘指数有一定的估值折价。然而在宏观环境好转，但行业环境依然低迷的情况下，行业中的龙头公司有望受益。

目前美国游戏行业相对于大盘指数以及传统传媒行业均享有一定的估值溢价。我们认为应该在传统的传媒公司和大型互联网公司的双重背景下看游戏公司，因为游戏公司均可以从不断增长的数字收入和媒体曝光中受益。游戏行业尚有许多新兴领域可以开拓，竞争格局相对于其他传媒细分领域更有优势。

其它传媒细分行业都面临着一些挑战，包括环比用户数量下降，数字广告无法完全货币化，以及内容激增导致的用户人群分散。

从微观的角度看，游戏公司旗下的游戏产品类型是否多元化，公司所处细分行业的技术壁垒以及竞争格局，打造IP的能力，管理层的执行力，大股东是否存在道德风险，资产负债表等因素均会影响公司的估值。而游戏跳票、商誉、以及是否拥有强大的第三方IP并不影响游戏公司的估值和股价。

结合国内游戏行业环境，我们认为腾讯游戏依然独树一帜，建议估值范围为25X-30X。网易游戏的建议估值范围为20X-25X。完美世界游戏的建议估值范围为20X-25X，但略低于网易游戏。

目录

一、关于估值	5
(一) A 股游戏公司面临的估值问题	5
二、2007 年-2009 年	6
(一) EA	8
(二) 动视暴雪	12
(三) TAKE-TWO	18
(四) 小结	25
三、2010 年-2012 年	27
(一) EA	30
(二) 动视暴雪	40
(三) TAKE-TWO	55
(四) 小结	62
四、2013 年-2015 年	64
(一) EA	67
(二) 动视暴雪	74
(三) TAKE-TWO	80
(四) 小结	82
五、2016 年-2018 年 6 月	84
(一) EA	86
(二) 动视暴雪	91
(三) TAKE-TWO	100
(四) 小结	105
六、总结	108
(一) 纵向比较——宏观环境和行业环境对估值的影响	109
(二) 横向比较——那些曾经压估值的微观因素	110
(三) 美国三大游戏公司获得估值溢价的原因	113
(四) 超预期的局限性	114
(五) 关于商誉	115
(六) 关于 IP	115
七、游戏行业未来的发展之路	116
(一) PLAY ANYWHERE——云游戏	116
(二) 《头号玩家》——VR 游戏	118
(三) 新的商业模式——会员制	120
八、国内游戏公司的合理估值	121
(一) 腾讯游戏	121
(二) 网易游戏	122
(三) 完美世界	122
(四) 吉比特	错误!未定义书签。
(五) 三七互娱	错误!未定义书签。

图表目录

图 1、A 股游戏公司掌趣科技 FORWARD PE 估值趋势.....	5
图 2、2007 年-2009 年美国 GDP 个人消费支出	6
图 3、07 年-09 年美国消费者信心指数	6
图 4、2007-2009 年纳斯达克指数走势	7
图 5、2007 年-2009 年 PS3 销量.....	8
图 6、2007 年-2009 年 EA 股价走势	11
图 7、2007 年-2009 年 EA FORWARD PE 趋势	11
图 8、2007 年-2009 年动视暴雪股价走势	17
图 9、2007 年-2009 年动视暴雪 FORWARD PE 趋势	17
图 10、2007 年-2009 年 TAKE-TWO 股价走势	25
图 11、2007 年-2009 年 TAKE-TWO FORWARD PE 趋势	25
图 12、2007 年-2009 年三家公司股价走势	27
图 13、2007 年-2009 年三家公司 FORWARD PE 趋势	27
图 14、2010 年-2012 年美国 GDP 个人消费支出	27
图 15、2010 年-2012 年美国消费者信心指数	27
图 16、2010 年-2012 年欧元区 GDP 个人消费支出同比	28
图 17、2010 年-2012 年欧元区消费者信心指数.....	28
图 18、2010 年-2012 年纳斯达克指数和标普 500 指数走势.....	28
图 19、2010 年-2012 年 PS3 销量.....	29
图 20、2010 年-2012 年 EA 股价走势	40
图 21、2010 年-2012 年 EA FORWARD PE 趋势	40
图 22、2010 年-2012 年动视暴雪股价走势	55
图 23、2010 年-2012 年动视暴雪 FORWARD PE 趋势	55
图 24、2010 年-2012 年 TAKE-TWO 股价走势	62
图 25、2010 年-2012 年 TAKE-TWO FORWARD PE 趋势	62
图 26、2010 年-2012 年三家公司股价走势	64
图 27、2010 年-2012 年三家公司 FORWARD PE 趋势	64
图 28、2013 年-2015 年美国 GDP 个人消费支出	65
图 29、2013 年-2015 年美国消费者信心指数	65
图 30、2013 年-2015 年欧元区 GDP 个人消费支出同比	65
图 31、2013 年-2015 年欧元区消费者信心指数.....	65
图 32、2013 年-2015 年纳斯达克指数和标普 500 指数走势.....	65
图 33、2013 年 PS3 销售情况	66
图 34、PS3 和 PS4 同期销售情况对比	66
图 35、2013 年-2015 年 EA 股价走势	73
图 36、2013 年-2015 年 EA FORWARD PE 趋势	73
图 37、2013 年-2015 年动视暴雪股价走势	80
图 38、2013 年-2015 年动视暴雪 FORWARD PE 趋势	80
图 39、2013 年-2015 年 TAKE-TWO 股价走势	82
图 40、2013 年-2015 年 TAKE-TWO FORWARD PE 趋势	82
图 41、2013 年-2015 年三家公司股价走势	84
图 42、2013 年-2015 年三家公司 FORWARD PE 趋势	84
图 43、2016 年-2018 年 2 季度美国 GDP 个人消费.....	84
图 44、2016 年-2018 年 7 月美国消费者信心指数.....	84
图 45、2016 年-2018 年 1 季度欧元区 GDP 个人消费支出同比.....	85
图 46、2016 年-2018 年 7 月欧元区消费者信心指数.....	85
图 47、2016 年-2018 年 7 月纳斯达克指数和标普 500 指数走势.....	85
图 48、2016 年-2018 年 7 月 EA 股价走势.....	91

图 49、2016 年-2018 年 7 月 EA FORWARD PE 趋势.....	91
图 50、2016 年-2018 年 7 月动视暴雪股价走势.....	99
图 51、2016 年-2018 年 7 月动视暴雪 FORWARD PE 趋势.....	99
图 52、2016 年-2018 年 7 月 TAKE-TWO 股价走势.....	105
图 53、2016 年-2018 年 7 月 TAKE-TWO FORWARD PE 趋势	105
图 54、EA 旗下的“FIFA”系列游戏和 KONAMI 旗下的“PES”系列游戏销量对比	105
图 55、动视旗下的“使命召唤”系列游戏销量（实体版）	106
图 56、TAKE-TWO 旗下的“GTA”系列游戏销量	107
图 57、2016 年-2018 年 7 月三家公司股价走势.....	108
图 58、2016 年-2018 年 7 月三家公司 FORWARD PE 趋势.....	108
图 59、2007 年 10 月 31 日-2009 年 3 月 9 日纳斯达克指数和 EA 股价走势	109
图 60、2009 年 3 月 9 日-2012 年 11 月 1 日纳斯达克指数和 EA 股价走势	110
图 61、被收购前 KING 与动视暴雪的 FORWARD PE 趋势.....	114
图 62、GLU MOBILE、EA 以及纳斯达克指数 FORWARD PE 趋势	114
图 63、游戏 STEAM LINK 手机效果截图	118
图 64、游戏 PC 效果截图	118
图 65、《头号玩家》中的体感衣.....	119
图 66、HARDLIGHT VR 背心.....	119
图 67、《黑镜》第四季第一集中的游戏设备.....	119
图 68、《黑镜》第三季第二集中 20 分钟游戏测试所花时间	119
表 1、2007 年-2009 年三家公司情况对比	26
表 2、2010 年-2012 年三家公司情况对比	64
表 3、2013 年-2015 年三家公司情况对比	83
表 4、2016 年-2018 年 7 月三家公司情况对比.....	108
表 5、动视暴雪、EA 和 TAKE-TWO 的商誉情况.....	115
表 6、国内游戏公司情况对比（不考虑海外游戏公司情况）	123

一、关于估值

(一) A股游戏公司面临的估值问题

在2013年-2015年的创业板牛市中，传媒板块一直表现强势，牛市前期影视、游戏股一直处于领涨的态势。具有代表性的个股包括光线传媒、掌趣科技和中青宝等。我们以掌趣科技为例，公司在2012年5月14日的市值为41.93亿元，FORWARD PE为47.16X。而到2013年11月25日，公司的市值已经涨到了278.85亿元，FORWARD PE为133.21X。公司市值增长了5.65X，估值提升了1.82X。而对应的，2013年年报，公司扣非净利润同比增长了81.86%，2014年半年报，公司扣非净利润同比增长了154.34%。公司在2014年-2015年停牌期间，成功将FORWARD PE消化到了43X-45X。公司在2015年2月16日复牌后，直至2015年6月股灾开始，市值最高上涨到542.53亿元，FORWARD PE最高时为124.12X，是创业板指数FORWARD PE的1.95倍，是申万传媒行业指数FORWARD PE的2.11倍。公司2014年业绩也非常不错，扣非净利润增长了100.49%。

图 1、A股游戏公司掌趣科技 Forward PE 估值趋势



资料来源：wind、太平洋研究院整理

2016年以后，掌趣科技的估值相对于创业板指数和传媒行业指数长期处于一个估值折价的情况，截止到2018年7月31日，公司FORWARD PE只有创业板指数FORWARD PE的0.49倍，是申万传媒行业指数FORWARD PE的0.45倍。公司业绩表现也出现大幅度下滑，2015年公司扣非净利润同比增长了40.77%，2016年公司扣非净利润同比仅增长了7.95%。

而到了2017年，公司扣非净利润同比下降90.5%。

从大幅的估值溢价到大幅的估值折价，A股游戏公司近几年经历了大起大落。虽然估值折价的原因可以笼统的总结为增量流量枯竭，行业增速放缓，公司业绩大幅下滑。不过我们认为还有一些具体的因素依然值得去探究。找出影响游戏公司估值的因素究竟有哪些且如何作用，有助于投资者去发现真正的行业龙头。我们认为美股市场相对于A股市场拥有更为有效的机制，且时间跨度长。希望对美股中的游戏标的进行分析总结以便找出答案。

根据宏观和行业环境，我们将2007年-2018年分成4个时间段，观察不同的宏观和行业环境下对游戏发行公司的影响。随后，尝试研究在相同的宏观环境下，不同游戏发行公司股价和估值的走势的不同，以便我们发现微观层面的影响因素。我们复盘了美股三大游戏公司，EA、动视暴雪和Take-Two近10年的股票走势，从宏观环境、行业特点、业绩预期管理、财务指标、管理层表现、资本运作、相对估值等因素着手分析，发现影响游戏公司股票价格和估值的原因主要有以下几点：1) 产品多元化程度。2) 技术壁垒。3) 打造IP的能力。4) 行业渗透率和利润率的变化。5) 当前股价是否已经反映了太多的乐观预期。6) 资本运作是否成功。7) 管理层能力以及大股东带来的道德风险。8) 业绩考察周期取决于公司产品周期。短期业绩波动不构成重大影响。

接下来我们将详细的论证以上观点，并得出具体的结论。

二、2007年-2009年

2007年-2009年，由于金融监管制度的缺失，美国爆发了“次贷危机”。“次贷危机”从2006年春季开始逐步显现，并于2007年8月开始席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。从2007年第一季度到2009年第三季度，美国GDP(不变价)个人消费支出由10.56万亿美元下降到10.42万亿美元，下降幅度达到1.33%。美国消费者信心指数也从2007年1月的96.90下滑到2008年11月的最低点55.30，下滑幅度高达42.9%。美国股市也出现了暴跌的现象，其中美国标普500指数从最高点1565.15(2007/10/9)下跌到最低点676.53(2009/3/9)，跌幅高达56.8%。美国纳斯达克指数从最高点2859.12(2007/10/31)下跌到最低点1268.64(2009/3/9)，跌幅高达55.6%。



资料来源：wind、太平洋研究院整理

资料来源：wind、太平洋研究院整理

图 4、2007-2009年纳斯达克指数走势



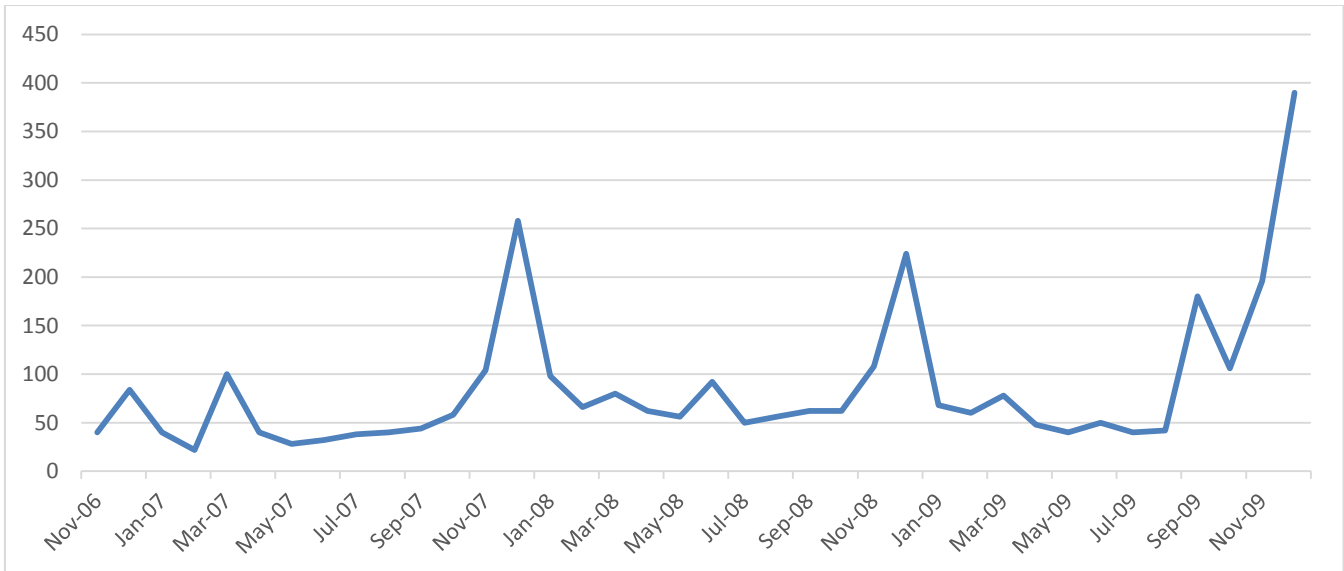
资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

游戏行业方面，新一代游戏主机才推出不久，微软的XBOX 360于2005年11月22日开始发售，索尼的PlayStation 3首先于2006年11月11日在日本发售，北美地区则在11月17日上市，而欧洲地区的发售时间也由于关键的蓝光二极管组件产量未达理想被迫延至2007年3月。任天堂则在2006年11月19日推出了新一代家用主机Wii。硬件方面的更新换代给游戏软件研发商带来了研发成本上升（老一代主机PS2 Emotion Engine采用MIPS架构，属于RISC架构。而新一代PS3采用的是CELL架构，属于Power PC架构，这

和PC的X86架构也存在很大的差异。对于游戏软件研发商而言，在新主机推出的初期，由于老主机的渗透率非常的高，而新主机则代表着未来的发展方向，只能选择同时在新老主机平台上研发游戏，新主机则因为内容较少，前期市场渗透率不会太高，会对公司造成一定的损失。而且由于各个平台的架构不同，游戏移植也非常耗费成本。这些都造成了研发成本的上升，新游戏发行进度变缓（等待新一代主机的市场表现，选择优先平台）等问题，都在短期内对游戏公司的业绩造成了一定的压力。然而这已经不是欧美市场第一次面临游戏硬件周期的更迭，对于游戏发行商短期利润下滑市场也有充分的预期，而且从长期看新游戏主机的推出通常是游戏软件长期增长的催化剂，因此游戏发行公司的股价并没有因为短期业绩下滑而下跌，反而表现出的是市盈率的提升。虽然当时次贷危机已经爆发，但当时的市场主要参与者普遍认为游戏是一个“抗衰退”的行业，次贷危机并不会对游戏行业造成太大的冲击，行业短期问题主要是游戏开发成本上升，老一代游戏机/游戏的需求和定价下降，以及缺乏整体游戏原创性新IP等。因此在次贷危机爆发初期，市场对游戏发行公司的长期预期都较为乐观。直到2008年下半年，美国股市各大指数全面下跌，行业内公司纷纷往下调整业绩预期，市场才真正意识到游戏并不具有“抗衰退”属性。

图 5、2007年-2009年PS3 销量

单位：万台



资料来源：公开数据、太平洋研究院整理

(一) EA

在此前的2006财年（2015/03/31-2016/03/31），EA就取得了不错的成绩，NON-GAAP稀释美股收益为0.96美元，该公司销量超过100万份的游戏超过了27款。公司强大的游戏IP组合和健康的财务状况是受到资本市场欢迎的积极因素。

2007年2月，公司披露的2007财年三季度报中提到公司在这个重要的假日季成功发行了41款游戏，主要产品包括《极品飞车：Carbon》，《FIFA 07》，《模拟人生2：宠物》，以及《Madden NFL 07》。虽然改编自电影《超人归来》的同名游戏遭遇了大量的差评，但预计公司其它游戏的成功发行可以弥补此游戏带来的负面影响。PlayStation 2平台上的游戏仍然是公司收入的最大贡献者，尽管随着新一代游戏机所有者群体的扩大，来自Xbox 360平台的收入有了明显的改善。最新的家用游戏机PlayStation 3和Wii平台上的游戏占总收入的5%。公司连续四个季度的业绩好于预期。第三财季的净收入增长1%至12.81亿美元。因为更高的费用支出，NON-GAAP每股摊薄收益下降至0.63美元，而一年前为0.86美元，但高于市场普遍预期的0.57美元。由于联合发行的产品较少，公司毛利率提高了280个基点。总运营支出增长42%，其中研发增长60%，主要原因是人员相关成本和收购。EA的财务状况也保持良好，

截至2006年12月31日，公司现金，短期投资和可出售股权证券总额约为26亿美元，约等于每股摊薄8美元。公司流动比率为3.2比1。公司应收账款总额为7.79亿美元，应收账款储备金为2.28亿美元，保持在健康的比率。公司没有长期债务，整体财务状况是游戏行业中最强劲的。投资者也提高了对公司的年度盈利预测，市场预计EA 2007财年的收入将增加约4%至30.75亿美元。公司营业利润率会有所下降，主要是由于期初的投资支出较多。市场预计2007财年将是行业周期里的最低点，NON-GAAP每股摊薄收益约为0.40美元，对应的PE为127X。

对于2008财年，该公司计划主要推出基于新一代游戏机平台的游戏，其中包括新的游戏IP：《Spore（孢子）》《Army of Two（战地双雄）》和《Skate》。以及一些老游戏IP的新版本游戏，如《哈利波特》，《Burnout（火爆狂飙）》，《模拟人生》，《极品飞车》，《战锤》和《辛普森一家》，以及一系列新的体育类游戏。由于公司针对一些未来的游戏研发计划以及新兴市场（中国、印度、东欧等）展开了一系列的收购进行布局（详细情况请参考我们的报告：《游戏行业专题之三》），投资者普遍认为EA公司的市场份额将会继续扩大。公司经营杠杆效应显著，收入增长快于总体支出。

市场预期公司2008年 NON-GAAP 每股摊薄收益为1.10美元，对应PE为46.5X。而2009财年的商业环境将持续改善，公司的经营状况也将大幅好转。市场预计EA的NON-GAAP每股摊薄收益在2009财年可能会超过2.00美元，对应PE为25.6X。对于2008财年预测估值46.5X也是市场普遍认可的估值水平，与公司过去5年平均预测市盈率一致。

在公司2007财年三季度报正式披露后，由于业绩略超市场预期，且长期前景看好，

公司股价短期上涨了6.3%。未来三个月最高涨幅超过8.6%。

2007年5月公司披露了2007财年年报，截至2007年3月31日的第四财季公司净收入比去年同期下降4%至6.13亿美元。但高于管理层5.5亿至6亿美元的指引以及市场一致预期的5.97亿美元。在本季度，EA共有27个产品发行，而一年前为29个。最成功的新游戏包括《命令与征服3：泰伯利亚战争》(PC)和《模拟人生2：四季》(PC)。主机游戏包括《Burnout Dominator》，《荣誉勋章：Vanguard》和《NBA Street：Homecourt》等游戏。本季度收入来源最大的三个平台是PC，PlayStation 2和Xbox 360。公司总运营支出增长了21%，其中研发支出增长37%。NON-GAAP每股摊薄收益为0.06美元，而一年前为0.14美元。不过依然高出市场预期的0.02美元。整个2007财年，公司净收入增长近5%，达到31亿美元。收入排名前四的游戏IP分别是《极品飞车》，《模拟人生》，《Madden NFL》和《FIFA》。北美和欧洲的市场份额略有下降。毛利率提高80个基点，总营业支出增长27%。调整后的NON-GAAP每股摊薄收益为0.78美元，而2006财年NON-GAAP每股摊薄收益为0.96美元。虽然相比于去年有所下滑，但依然超出了市场预期。主要还是受到了新一代主机推出造成的阵痛期的影响，公司在产品数量和质量方面仅有历史平均水准。不过市场认为后续几个季度的商业环境会有所改善，EA有望在未来几年内实现收入和利润的大幅增长。

公司的财务状况依然良好，截至2007年3月31日，现金，短期投资和可出售股权证总额约等于30亿美元，每股摊薄约9.60美元。流动比率为3.5比1。公司应收账款总额为4.7亿美元，应收账款储备金为2.14亿美元，保持在一个健康的比率。公司没有长期债务，EA的整体财务状况依然是行业中最健康的。

2008财年，公司预计将发布不下于15个自主IP系列的游戏，包括《Army of Two》，《SKATE》，《Playground》，《Boogie》等。经典游戏IP的新版本游戏包括《极品飞车》和《模拟人生》。其它主要游戏产品《哈利波特》，《战锤》和《辛普森一家》也预计将在2008财年推出。所有主要的体育游戏IP都将在2008财年推出新版本，包括行业领先的《Madden NFL》和《FIFA》。公司预计2008财年任天堂平台上的收入将增加50%-100%，手机和在线游戏则将增加20%-40%。对2008财年盈利前景造成影响的一个主要问题是公司开发的PC游戏《Spore（孢子）》。这一备受期待的“模拟人生”系列产品主创人员开发的新游戏IP更有可能在2009财年发布，而不是之前市场预期的2008财年。这对2008财年的盈利前景产生了重大负面影响，但同样对2009财年产生了积极的影响。在2008财政年度，市场预测公司收入将增长20%。2008财年NON-GAAP每股摊薄收益为1.05美元，而2007财年NON-GAAP每股摊薄收益为0.78美元，增幅为35%。而随

随着新主机渗透率的不断提高，2009财年，新一代游戏主机的渗透率水平应该处于相对较高的水平，而行业中领先的工作室的游戏开发能力应该会显著提高（更加摸透了主机性能）。EA近年来大量的投资支出以及整体扩张的市场可能会带来多年的强劲盈利。此外，预计额外的收入来源，例如游戏内微交易，DLC内容的在线销售，游戏内广告等都将丰富EA的商业模式。由于过去的战略举措，市场预计EA将的基本面将会持续增强，市场份额也会逐步提升。

市场预计公司2009财年收入约为45亿美元，NON-GAAP每股摊薄收益为1.90美元，对应PE为26X。而公司2008财年预测PE为47X，与公司过去5年的平均预测市盈率一致，是纳斯达克指数FORWARD PE的1.7X，是标普500指数FORWARD PE的2.5X。公司估值相对于整体市场享受着较高的估值溢价，市场投资者乐观地认为游戏行业已进入了增长阶段，并可能会在未来多年带来有利的商业环境。

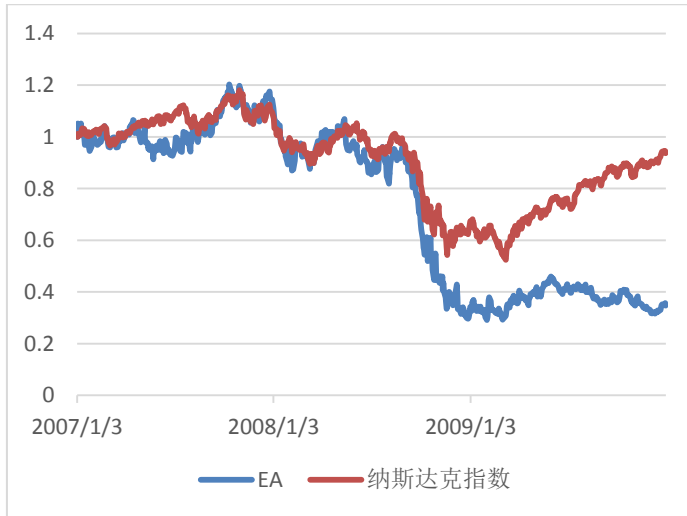
在公司披露了2007财年年报后，公司业绩虽然同比下滑，不过依然小幅度超出市场预期，公司股价也依然保持着上升的趋势，未来三个月最高涨幅超过14.4%。

然而随着经济危机的加深，以及公司尝试收购Take-Two失败（详细情况在Take-Two章节），在2008财年后，公司不断的下调了业绩指引，2008年12月10日，公司称受北美和欧洲市场假日销售低于预期的影响，公司2009财年收入和每股摊薄收益都将会低于此前的预期。公司此前发布的2009财年二季报显示，2008财年第二财季，EA公司收入为8.94亿美元，较去年同期的6.40亿美元增长39.7%，每股摊薄亏损为-0.97美元。低于市场预期的10.8亿美元和-0.06美元。公司还宣布将裁减500到600名员工，约占员工总数的6%。公司股价在一日内下跌了11.52%。

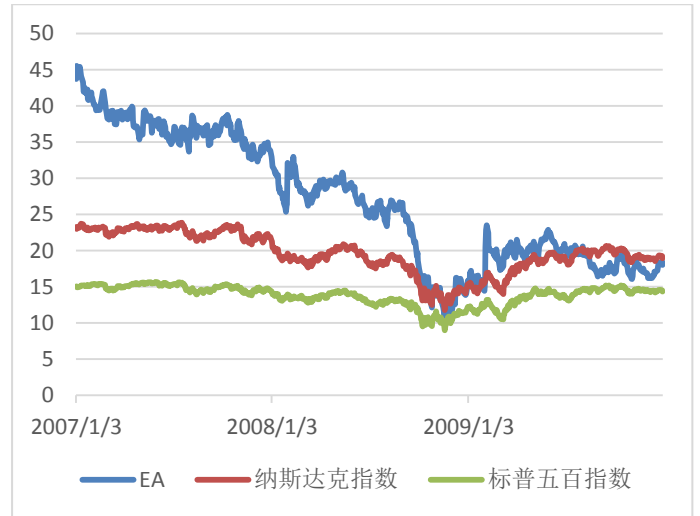
2009年5月EA宣布其2009财年的亏损额达到了10.1亿美元，大大超过了前一个财年4.54亿美元的亏损，NON-GAAP每股摊薄收益为-0.30美元。不过这个财年EA的收入提高了15%，达到42.1亿美元。EA首席执行官John Riccitiello表示，2009财年巨额亏损的原因主要是公司进行了大胆的投入，而这些投入将会在未来几个财年获得回报。EA预计2010财年公司将继续亏损，不过亏损额会下降到2.74~4.69亿美元，公司收入也会下降到37~38.5亿美元。2010财年，EA将会大力加强Wii游戏和iPhone游戏的研发力度，有30款iPhone游戏正在开发中，预计有10款Wii游戏将于本财年发行。公司估值相对于标普500指数依然有一定的溢价，但和纳斯达克指数已经基本保持一致。

图 6、2007年-2009年EA股价走势

图 7、2007年-2009年EA FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(二) 动视暴雪

公司2007财年业绩较差，NON-GAAP每股摊薄仅收益为0.33美元。不过市场认为这只是因为新一代主机推出造成的短期业绩下滑，2007财年作为弱势年，但情况会迅速在2008财年好转。从长期来看，作为游戏行业中举足轻重的发行商，依然会受益于新游戏主机带来的长期催化剂。公司股价没有出现大幅下跌，而预测市盈率则出现了飙升的情况，在2007年1月时，估值最高达到99.6X。不过随着公司业绩出现明显好转，在2007年3月时，估值已经被公司业绩的预期增长消化掉，预测市盈率回落到36X左右较为正常的水平。

2007年8月公司披露了2008财年一季报，截至2007年6月30日，2008财年第一财季的净收入是去年同期的三倍多，达到4.95亿美元。相比之下，管理层之前的指引为4.25亿美元。《吉他英雄》，《蜘蛛侠》，《怪物史莱克》和《变形金刚》等影视IP授权的游戏强劲销售推动了公司业绩上涨。此外，由于购买新世代主机的人数持续上升，市场认为与一年前相比，行业环境更加健康。考虑到2007财年同期收入相比2006财年下降超过20%，2008财年业绩比较容易达成高速增长。由于强劲的销售增长和次世代游戏的利润率提高，公司的毛利率大幅上升。经营杠杆效应和利息收入的增加导致公司每股摊薄收益上涨到0.09美元，而去年同期为净亏损-0.07美元。不计两个时期的股权激励支出，2008财年第一季度NON-GAAP每股摊薄收益为0.11美元，而去年同期为0.05美元。管理层的最近给出的指引仅为0.05美元。

与前几个报告期一样，公司资产负债表仍然没有债务，并且有大量现金等价物。截至2007年6月30日，公司现金和等价物总额为9.63亿美元，约等于美股3.00美元。与

一年前相比，现金余额增加了超过1.7亿美元。

在为新世代游戏主机制作游戏时，开发人员通常会遇到“学习曲线”。与新世代游戏主机首次亮相时相比，2007年下半年时的游戏质量已经提高了许多。

对于2008财年，预期市场的增长和公司稳健的执行力将导致公司创纪录的达到18.9亿美元的收入，相比2007财年增长了25%。市场上一次对公司2008财年的收入预估为16.5亿美元，业绩预期的增长体现出Activision最近的强劲表现和整体行业的改善。

除了推动第一季度财报结果的游戏之外，市场预计公司接下来发行的游戏都将表现出强劲销售，例如秋季发售的PC游戏，《Enemy Territory: Quake Wars（深入敌后：雷神战争）》以及多平台发售的游戏《蜘蛛侠：朋友或敌人》，《托尼霍克的试验场》，《蜜蜂电影游戏》，《吉他英雄III：摇滚传奇》和《使命召唤IV：现代战争》等都将在重要的假期季推出。

此外市场认为Activision将从竞争对手的产品发布变化中受益。2007年8月，Take-Two Interactive宣布，其广受欢迎的IP“GTA”的最新一部作品将不会在2008财年备受期待的假期季发布，游戏发布时间推迟到2008年春季。市场相信“GTA”跳票是对其他出版商如动视有利。这使得假日季的竞争突然变得不那么激烈，对Activision游戏销售的影响可能会很大。具体而言，由于两款游戏原本有相近的发售日期和玩家群体（消费者），因此《GTA4》的延迟将导致《使命召唤4》的销售潜力大大增加。

更高销量和更有吸引力的游戏产品组合将导致2008财年的经营利润率大幅上升。公司较大的现金余额也将导致利息收入的显著增加。由于这些因素，市场预计2008财年公司NON-GAAP每股摊薄收益可能比2007财年增长近90%，达到0.53美元，且包括股权补偿费用。如果不计此项，公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.63美元。管理层的指引为0.61美元，且不包括股权补偿费用。

2009财年行业情况将持续改善，因为新游戏平台（家用和便携式）在消费者中变得越来越普遍。市场预计家用游戏主机销售的增长率将达到两位数，移动/无线领域以及在线游戏市场（内容下载，游戏内广告，微交易等）的增长率也将提高。此外，未来几年国际市场将成为重要的增长机会。在产品方面，Activision旗下的大部分游戏IP将在2009财年以新的迭代版本回归。此外，该公司预计将发布其在2006年获得IP后的首个“詹姆斯邦德”游戏，以及基于新梦工厂动画电影IP的几款游戏。市场对公司2009财年的收入预估为20.85亿美元，比2008财年的预测增长了10%。随着营业利润率的扩大，预计年利润将增长约30%。公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.69美元，包

括股权补偿费用。不计此项，则为0.79美元。

市场对Activision的业绩印象深刻，并认为存在有利的经营环境。市场投资者喜欢该公司的成熟的游戏IP组合，新推出的游戏IP也取得了成功，公司拥有令人印象深刻的产品线和优秀的财务状况。公司股票的交易价格是2008财年盈利预测的35X，其中包括基于股权的补偿费用。如果不包括该项目，估值为29X。公司股票的交易价格约为2009财年盈利预测的27X（包括股权补偿费用）。

在公司披露了2008财年一季报后，公司业绩大幅度高于去年，且超出市场预期。公司股价短期上涨了8.4%，未来三个月最高涨幅超过21.2%。

2008年2月，公司披露了2008财年3季报。截至2007年12月31日，公司第三财季净收入增长了80%，达到14.82亿美元。超过了管理层最初的指引10.5亿美元（于2007年11月5日公布）与最近的指引12.25亿美元（于2007年11月27日公布）。《吉他英雄》和《使命召唤4》游戏的强劲销售导致了创纪录的销售结果和超公司预期的业绩。由于强劲的销售增长和新一代游戏的利润率提高，公司毛利率大幅上升。经营杠杆效应和利息收入增加24%导致本季度公司每股摊薄收益为0.86美元，而去年同期为0.46美元，增幅为85%。不计两个时期的股权奖励支出，公司第三财季NON-GAAP每股摊薄收益为0.90美元，而去年同期NON-GAAP每股摊薄收益为0.48美元，靓丽的业绩远超公司指引和市场预期。管理层对2008财年第三季度的最新指引是在包含股权奖励支出的情况下每股摊薄收益0.66美元，不包含时NON-GAAP每股摊薄收益0.70美元。

公司资产负债表仍然没有债务，且有大量现金等价物。截至2007年12月31日，公司现金和等价物余额为22.8亿美元，约每股摊薄3.76美元。与去年同期的8.05亿美元相比，增加了近15亿美元。与前几个季度一样，公司没有长期债务。

公司收入，利润和手头现金的急剧增长反映了Activision旗下产品取得的前所未有的成就。“吉他英雄”和“使命召唤”游戏系列的最新游戏均取得了巨大的成功，《使命召唤4：现代战争》成为了2007财年游戏行业销售量最高的游戏，而价格较高的《吉他英雄III：摇滚传奇》则成为业界销售额最高的游戏。这些成就推动Activision占领了整体游戏市场17.7%的份额，这是迄今为止公司达到的最高水平。这一年中其他主要贡献来自基于《蜘蛛侠》和《变形金刚》这两个影视IP改编的游戏。

自2007年5月首次公开2008财年业绩指引以来，Activision管理层已将其2008财年的盈利指引提高了4倍。增长的主要原因是其顶级游戏IP的新版游戏销售好于预期，特别是“使命召唤”和“吉他英雄”。管理层预计该财年将产生26.5亿美元的收入，比2007财年增加75%。凭借显著的经营杠杆效应和较高的利息收入，预计净收益将达到每股

摊薄收益0.97美元，而2007财年每股摊薄收益为0.28美元。在不计入股权激励支出的情况下，NON-GAAP每股摊薄收益为1.07美元，而2007财年的NON-GAAP每股摊薄收益为0.33美元。

除了业绩的高增长，公司于2007年12月初和欧洲娱乐行业巨头Vivendi宣布达成最终协议，将Vivendi Games（多个Vivendi互动娱乐部门）与Activision的全部业务合并，创建“Activision Blizzard（动视暴雪）”，合并后新公司将是全球最大的第三方游戏发行商。根据拟议的交易，Vivendi将拥有该公司的大部分股权，该实体将总部设在加利福尼亚州圣莫尼卡，由Activision和Vivendi Games高管共同担任关键领导职位。公司股票将继续在纳斯达克市场上交易。该交易至少需要得到当前Activision 50%的股东批准和监管部门的批准。该交易预计将在2008年上半年完成。该交易将把Activision强大的主机游戏与Vivendi Games的业界领先的PC和在线游戏相结合。由此产生的多样化资产组合将代表基本上所有关键类型和平台类别游戏市场上的强大竞争力。合并后的公司也已经为增长和利润率提升做好了准备。该交易从Activision股东的角度是增利型并购。（由于预期在并购完成后会增加公司未来的利润，既支付并购费用和整合费用后利润还会增长，因此这类并购会导致股价上升，受到投资者的追捧。实现增利型并购一般要求被收购方盈利状况较好、收购价格合理，且并购后整合费用可控。通常在收购方公司的市盈率高于被收购方公司市盈率时增利型并购容易实现。增利型并购只是短期效应，可以导致公司股价在短期内有积极表现，长期股价走势要视并购后是否会产生协同效应、增加公司核心竞争力、实现业绩持续增长来定。）

Vivendi是一家总部位于巴黎的法国公司，是全球领先的数字娱乐供应商，在音乐，电视，电影，移动内容，互联网和电子游戏方面开展业务。其总部位于美国的Vivendi Games部门虽然利润率很高，但近期仅占总公司营业收入的比例5%。在计划交易完成后，动视暴雪的股票将不代表Vivendi旗下非游戏业务的任何所有权。新公司的董事会将由11名成员组成，其中6名由Vivendi指定，5名由Activision指定。Vivendi Games凭借其在PC和在线游戏方面的实力，在整个游戏行业中备受推崇。该公司声称拥有有史以来最畅销的5款PC游戏中的4款。当时，Vivendi Games的主要创收的游戏是《魔兽世界》，该游戏是一款MMORPG。采用基于包月付费等收入模式，全球拥有超过1000万活跃用户。该游戏在全球范围内取得的成功使Vivendi Games获得了行业领先的运营利润率。交易后，暴雪在MMORPG和PC游戏业务的专业知识能够增强Activision在这些领域的产品。拟议交易的条款如下：

1) Vivendi把Vivendi Games业务并入动视，并换取了2.953亿新发行的ATVI股份，

其总价值为81亿美元。

- 2) Vivendi以17亿美元或每股27.50美元的价格购买了6290万股新发行的ATVI股票，此价格比前20个交易日的平均价格高出31%。
- 3) 达成这两项条件后，Vivendi将拥有合并后的公司已发行的普通股约52%的股权。
- 4) 在与Vivendi进行交易之后，Activision Blizzard随后会以每股27.50美元的价格发出价值超过1.465亿股的收购要约（全部现金），相当于Activision的合并前股票数量的一半。
- 5) 完全认购的招标将使Vivendi的所有权占68%，而其中32%的股份由原ATVI股东拥有。
- 6) 收购要约的资金可能来自Activision Blizzard的自身现金，包括Vivendi另外7亿美元购买新的ATVI股票的现金以及借款。

市场普遍认为拟议的Activision和Vivendi Games的合并非常具有吸引力。这两家公司具有互补优势，有价值的游戏IP产品重叠很少，以及储备丰富的IP资源和优秀的管理。合并有望带来收入上的协力优势和成功经营的分享，可以增强两家公司的运营能力。一个特别引人注目的协同效应是Activision的“吉他英雄”音乐游戏和Vivendi作为全球最大音乐发行商的行业地位。高达1亿美元的显著成本节省可能会是增加交易几率的财务理由。市场认为未来几年游戏行业将处于强劲增长阶段，预计新公司将会蓬勃发展。

Activision财务特征可能会出现变化，主要是其资本结构的变化。Activision长期以来一直是一家现金充裕，无债务的公司。在与Vivendi的交易结束以及预期的要约收购中，Activision Blizzard预计将在其资产负债表上承担债务。潜在金额取决于要约收购的最终规模。初始债务头寸可能超过5亿美元。此外，由于现金流量强劲，如果需要，公司可以相对快速地消除债务。在过去十年中创造了巨额股东回报的Activision管理层已经为Activision的股东创造了极其有利的交易。当时Activision的股东基本上有三个选择：1) 现在获利，2) 参与要约收购，3) 保持现有头寸。三种选择均能从短期或者长期的维度获得收益。

与Vivendi Games的业务合并也将带来财政年度计算方式的变化。出于报告目的，财年将调整为每年12月结束，Activision Blizzard预计将报告截至2008年12月的为期九个月的“存根期”的结果，并以此作为2009财年的年报。由于与Vivendi的交易结束，随后的要约收购以及相当多的整合问题，市场不会非常关注这一时期的业绩。然而对

这九个月期间的市场一致盈利预测约为NON-GAAP每股摊薄收益1.00美元。

2009年（日历年）对公司来说将是又一个重要的年份，因为公司拥有非常强大的游戏发行阵容。计划中的主打游戏将由新的“吉他英雄”和“使命召唤”的迭代产品引领，以及基于即将到来的“詹姆斯邦德”电影IP的游戏。公司还计划推出新的“蜘蛛侠”和“托尼霍克”游戏。在这段时间中，公司还预计发行包括基于未来梦工厂动画电影“功夫熊猫”，“马达加斯加2”和“怪兽大战外星人”的游戏。在平台方面，Xbox 360和PS3的主机游戏应该是公司大部分销量的来源，尽管随着任天堂平台Wii和DS的流行，任天堂平台上的游戏销量也将显著增加。

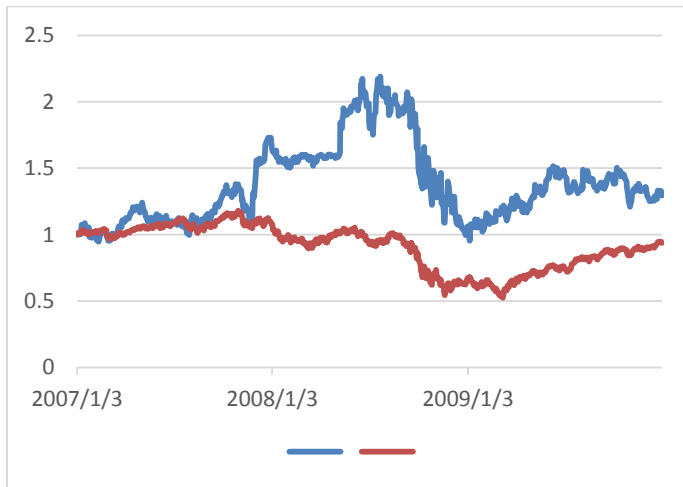
公司管理层也将重心放在了2009年（日历年）收益上，以反映Activision Blizzard的“第一个全年”盈利潜力。在2009年，管理层预计公司收入为43亿美元，营业收入为11亿美元（营业利润率为26%），在不包括股权激励支出的情况下，公司NON-GAAP每股摊薄收益为1.20美元。市场的初步估计是1.25美元。该预测业绩反映了合并后公司的盈利能力，交易后带来的财务影响以及各种预期会实现的协同效应。

公司近期取得的成绩非常突出，市场对公司与暴雪的合并也报着积极的看法。公司新推出的游戏IP也取得了成功，投资者认为该公司成熟的游戏IP组合、令人期待的后续产品发行计划和优秀的财务状况都非常具有吸引力。公司股票的交易价格约为2009年NON-GAAP每股摊薄收益1.25美元的22X，市场普遍认为这是一个合理的估值。预期中的每股27.50美元的计划收购要约可能使该股票在未来几个月内处于相当狭窄的交易区间，直到交易完成。

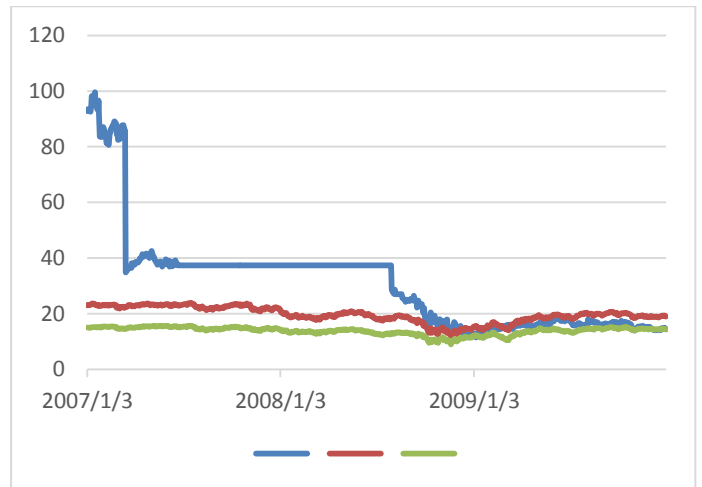
动视和Vivendi Games（暴雪）合并的交易完成时间为2008年7月9日，在交易完成之前，公司股价最高涨幅高达38.2%。

图 8、2007年-2009年动视暴雪股价走势

图 9、2007年-2009年动视暴雪 FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

（三）Take-Two

“GTA”自《GTA3》起，就是千万销量级别的超级游戏IP。2001年11月22日发行的《GTA3》在PS2单平台上销量为1300万。2002年10月27日在PS2平台发行的《GTA: VC》销量为1500万左右。2004年10月26日发行的《GTA: SA》销量突破了2000W，创造了单平台第三方神话。开发此游戏的工作室Rockstar Games也成为了公司最大的资产。当时“GTA”这个游戏IP几乎是靠一己之力撑起了Take-Two这家游戏发行商。然而过于暴力以及一些其它的18R元素使得“GTA”一直在社会上饱受争议，Rockstar Games开发的新游戏IP《侠盗猎魔（Manhunt）》，一款单纯以杀人为目的的游戏，更是把公司推到了风口浪尖。与此同时，Take-Two的管理层也出现了问题，公司的创始人兼董事长Ryan Brant陷入了经济丑闻。2006年，Take-Two公布了内部调查结果，证实了Ryan Brant的违规行为，Ryan Brant于2007年2月表示认罪并被迫离开了Take-Two。同时，Take-Two聘请Seth Krauss作为执行副总裁兼总法律顾问加入其管理团队。Seth Krauss从摩根士丹利加入公司，担任该公司法律和合规部门的董事。他的监管背景源于与SEC，NASD和纽约证券交易所的工作关系。鉴于Take-Two近年来的各种法律和监管问题，Seth Krauss的加入无疑加强了公司在法律领域的资源。

2007年3月初，一群持有该公司46%股份权益的机构投资者提交了一份美国证券交易委员会的文件，其中该集团寻求以自己的名义取代Take-Two现任董事会。该投资集团打算在3月底的Take-Two年度股东大会上提出这一提议。被提名者包括Strauss Zelnick, Benjamin Feder, Jon Moses, Michael Dornemann, Michael James Sheresky

以及将在日后被确认的第六人。如果提案获得通过，Strauss Zelnick将成为董事会非执行董事，并将寻求取代现任首席执行官Paul Eibeler，并审查首席财务官Karl Winters的状况。3月19日，公司以“提供额外时间审查股东小组的拟议行动，并评估可能提交给股东的其他行动方案”的理由将其年度股东大会推迟一周至3月29日。新董事会，新管理团队或出售公司的可能性已将投资者的兴趣提升到公司历史上无与伦比的水平。公司股价对这些发展做出了积极响应，在该公司最新回应后不久公司股价触及新的52周高点。留给公司当前管理层的时间已经不多。市场一直认为公司的游戏组合太单一（GTA）。在“GTA”发布的年份中，该IP游戏可占公司总收入的三分之一以及显著的更高的利润百分比。多年来，该公司发行的许多其他游戏令市场失望。公司并购世嘉体育游戏部门进入竞争激烈的体育类型游戏也尚未产生利润，低利润率的渠道业务也可能只是略微盈利。在此情况下，上述股东集团的提案很有可能通过。（最终Strauss Zelnick成为了Take-Two的新董事长）

截至2006年10月的财政年度，按GAAP标准计算，公司净亏损为1.849亿美元，或每股摊薄-2.60美元。剔除先前记录的递延税项资产和股票补偿费用的核销，公司净亏损为每股摊薄-1.53美元。如今，依赖“GTA”IP仍然是公司一个值得关注的问题。虽然其他几个游戏IP也为公司提供了一些多样化的收入，但是相当大的费用或共同发行的结构导致利润的多样化程度降低。当行业周期和公司游戏的发布时间都处于有利点时，Take-Two的收益趋于顶峰。这些因素可能会在公司2007财年末出现，这是首次在PlayStation 3和Xbox 360新一代游戏主机上发行“GTA”系列游戏——《GTA IV》。

在2007财政年度，市场预计公司收入为12亿美元，比2006财年增长16%，与2005财年持平。利润预测可能会受到更高的销售和营销费用以及法律和专业费用的影响。预计Take-Two将在2007财年前三个季度产生净亏损，并由于“GTA”相关的收入实现第四季度的盈利。对于2007财年的全年业绩，市场预计每股摊薄收益大约为0.001美元。

对于2008财年，预计全年大部分时间“GTA”游戏将会以非常快的速度销售，包括《GTA IV》和一些IP延伸内容。该公司备受赞誉的Rockstar Games工作室新开发的IP是《L.A. Noir（黑色洛城）》，对此市场采取了“观望”的态势。此外，体育游戏业务最终可能开始赚取微薄的利润。

随着利润率的提高和前两年公司业绩基数较低，预计2008财年Take-Two的财务业绩会增长迅猛。市场对公司收入的预测为14亿美元，比2007财年年度预测增加了17%。18财年盈利预测为每股摊薄收益0.75美元，尽管这一数字可能会有很大变化，这具体取决于消费者对《GTA IV》以及其他一些关键游戏的反应以及公司的总体支出状况。

与基本持平的整体市场相比，2007年年初，公司的股票暴涨了34%。该公司正处

于艰难时期，但最近公司情况的发展已将公司股价推向了新的高度，股价的暴涨反映了潜在的收购溢价。鉴于2007年晚些时候公司盈利可能出现反弹，投资者更多关注的是公司2008财年及以后的前景。但该股票的交易价格约为2008年盈利预测的32X。相比之下，标准普尔500指数在与公司2008财年类似的时间框架内的预期收益约为14X，而纳斯达克综合指数的预期收益约为20X。剔除收益不稳定的过去一年左右的时间，公司股票的历史估值水平通常低于整体市场的估值。市场将此归因于各种公司问题以及来自“GTA品牌”的高度集中的业务。该公司股票当时相对于整体市场的估值溢价可能反映了公司短期盈利的低迷以及未来潜在的公司变化，包括出售公司的可能性。根据预测的2008财年收益，以及远高于该股历史平均估值水平的高估值，收购价格可能在20-22美元范围内。

短期看，该股票在基本上被高估，并且以当前价格提供不了具吸引力的风险收益比。更重要的是，公司依然有可能继续保持独立以及在公开市场上交易，这种情况可能导致公司股价回落并且回吐掉近期的大部分收益。

公司股价在随后的一个月內下跌了13.9%。

到2008年3月初，因为《GTA VI》的延迟发售，公司短期业绩并没有出现明显的好转。截至2008年1月31日的2008财年第一财季，公司净收入较上年同期下降13%至2.404亿美元。发行业务占公司收入的51%，渠道分销业务占比49%。公司大约84%的收入来自于北美地区，16%的收入来自于海外。同比收入下降的主要原因是与一年前相比新游戏的发行量减少。市场认为这是一个有计划的“暴风雨前的平静”，因为备受期待的《GTA IV》将在4月下旬正式发售，并很有可能创下公司和行业的销售记录。在2008财年一季度做出重大贡献的游戏包括《BioShock（生化奇兵）》，《Carnival Games（嘉年华游戏）》和之前的“Grand Theft Auto”游戏。

由于收入组合向低利润率的分销业务转移，以及某些游戏版本的销售预期下调导致公司资本化的软件研发和许可证的加速摊销，公司毛利率下降约370个基点。总运营支出下降了7%，主要是因为一般管理费用下降19%。公司净亏损为3310万美元，而去年同期的亏损为2130万美元。这主要是因为较低的现金余额和一些近期公司的借贷活动使得该公司此季度产生了利息支出而一年前则为利息收入。Take-Two公布了此季度每股摊薄净亏损为-0.52美元，而去年同期每股摊薄净亏损为-0.30美元。在NON-GAAP基础上（不包括基于股票薪资的补偿费用和其他非经常性项目），公司每股摊薄净亏损为-0.41美元，而一年前每股摊薄净亏损为-0.14美元。公司业绩比公司管理层对第一季度NON-GAAP净亏损-0.50美元至-0.60美元之间的指引要好。

公司资产负债表稳健，但略逊于前期。变化主要涉及行业周期性问题。截止至2008年1月31日，公司现金余额为5400万美元，约每股摊薄0.74美元，比一年前低了8400万美元。较少的现金余额反映了公司的持续再投资以及公司新游戏（除了热门的《BioShock》之外）整体表现一般。应收账款储备金约占应收账款总额的46%，这是一个较为合理的比例。该公司有3600万美元的信贷债务，反映了营运需求的资金缺口。公司债务数字占资本总额的7%。公司可能需要进一步的借贷，直到大量现金收入开始从《GTA IV》的销售中流入。

2008年2月下旬，EA提议以全现金交易方式收购Take-Two，交易价值约20亿美元，即每股26美元。Take-Two的董事会迅速拒绝了该提议，认为EA报价太低且时机不合适，并且愿意在4月底公司发行了预期的热门游戏《GTA IV》之后再与EA讨论并购事宜。EA的每股26美元现金报价比2008年2月24日公告之前的Take-Two收盘价溢价了50%。

2008年3月13日，EA发起了收购Take-Two股票的要约。EA的收购要约与其上个月被拒绝的收购要约中提交给Take-Two董事会的每股26美元的价格相匹配。此次收购要约将于4月11日到期，其条件是EA能够收购大部分流通的Take-Two股票。当时市场认为大部分Take-Two股票将被收购的可能性很大。

EA的管理层认为其最初的收购要约及其后续的要约收购对Take-Two的股东和员工来说是一个极具吸引力的报价。EA相信它可以为Take-Two提供更大的全球影响力和财务资源。此外，Take-Two自己也面临着在行业中规模较小，依赖少数关键产品和有限的资本资源等众多问题。与此相反，Take-Two的管理层认为该提案低估了公司的游戏IP组合，并且报价过低。该提案的时机也是一个问题，因为Take-Two管理层准备4月29日推出《GTA IV》，公司管理层和市场投资者都相信这将成为2008年最畅销的游戏之一，并产生大量现金。

虽然EA对Take-Two感兴趣的焦点可能是利润丰厚的“GTA”游戏系列以及Rockstar Games旗下的其他游戏，但对体育游戏业务也有一些积极的影响。EA是游戏行业主导的体育游戏发行商，但Take-Two的2K体育游戏品牌在市场中排名第二。市场认为EA尝试收购Take-Two能通过加法（在其游戏IP组合中增加一些优秀的2K体育游戏）以及减法（移除竞争对手）来显著增强其体育游戏业务。

最后，EA的20亿美元全现金报价对EA来说非常容易负担。EA当时的现金，短期投资和有色证券的余额总额略高于30亿美元，而且该公司没有长期债务。这种强劲的财务状况，再加上EA对Take-Two的兴趣，可能会导致在要约收购没有达到预期目标时，EA会略微提高其收购报价。

对Take-Two来说2008财年是重要的一年，因为消费者和投资者都焦急地等待着《GTA IV》的发布，《GTA IV》将于2008年4月29日发行。“GTA”游戏系列是迄今为止该公司最重要的资产，也是在整个游戏行业中最成功的游戏系列。市场预计即将到来的新游戏，再加上仍然畅销的旧“GTA”游戏，该系列可能占公司年销售额的近40%以及近100%的利润。换句话说，公司的非“GTA”业务大致只能做到收支平衡。市场普遍认为《GTA IV》的全年销售旺盛。在线销售、游戏丰富的剧集性的内容应该会增强这一关键游戏的整体财务贡献，会对公司的损益表和资产负债表产生有利影响。

对于截至2008年4月30日的第二财季，公司管理层预计收入在4.5亿美元至5亿美元之间（主要来自GTA IV）和NON-GAAP 每股摊薄收益为1.00美元至1.10美元。而去年同期，公司收入为2.05亿美元，NON-GAAP净亏损为每股摊薄-0.41美元。

公司管理层预计2008财年全年的收入将在1.25-1.4亿美元之间，NON-GAAP每股摊薄收益为1.35-1.55美元。这比之前的指引增加了0.05美元，反映了公司第一财季的业绩好于预期。市场对公司2008财年的收入预测为13.5亿美元，比2007财年增长37%。按NON-GAAP标准计算，公司每股摊薄收益为1.47美元。在包含股票补偿费用和业务重组费用的情况下，预测2008财年的每股摊薄收益为1.00美元，比之前的预测增加了0.05美元。

公司2009财年将面临与《GTA IV》强劲的第一年销售额进行比较的问题。不过该产品在2009财年上半年仍将展现出强大的销售水平，其中包括2008年（日历年）的重要圣诞购物季。此外，公司产品线还有其他重要产品发行，如最近热门的《BioShock》续集以及来自公司备受赞誉的Rockstar Games工作室的全新游戏IP《LA Noir》。此外还有计划于2009财年推出的新的2K体育游戏。市场对公司2009财年的收入预测为13.5亿美元，与2008财年的预测持平。NON-GAAP每股摊薄收益为1.40美元，略低于2008财年预测的1.47美元，2009财将与《GTA IV》发布年度相比会有一定的利润率压缩。

2008年年初的股价飙升，主要是因为EA最初的收购提案使得Take-Two股票在2月25日上涨了55%，达到了大约近两年半以来的高位。尽管受到备受期待的4月份发行的《GTA IV》主导的2008财年盈利前景看似令人鼓舞，但当前的价格主要还是反映了收购溢价。如果EA的要约被撤销并且他们对Take-Two的兴趣减弱，Take-Two股价可能会大幅下跌。Take-Two股票的交易价格是2008财年NON-GAAP每股摊薄收益1.47美元的17X。相比之下，标准普尔500指数在与Take-Two 2008财年类似的时间框架内的预期估值约为14X。剔除最近可能存在收购溢价的时期以及过去极端收益波动的时期导致PE倍数大幅增加，Take-Two历史上相对整体市场估值都是折价。主要是由于独特的公司因素所

致，其中包括对“GTA”IP的高度依赖，不稳定的收益历史，新游戏喜忧参半的结果，众多领导层变动以及法律问题。而当时的估值溢价反映了收购的可能性。

EA最终在2008年9月14日宣布彻底结束历时7个月的收购Take-Two公司的艰难斗争。Take-Two公司股价在2008年9月15日暴跌35.4%，结束了长达7个月的坚挺。。

2009财年，因为经济危机的全面爆发，公司的业绩也大受影响，公司不断的下调业绩指引。2009年12月公司披露了2009财年年报，公司2009财年第四季度业绩与管理层下修的指引相符。截至2009年10月31日，公司单季度净收入较上年同期增长6%至3.43亿美元，接近指引的3.25-3.50亿美元范围的上限。这一增长主要归功于公司发行了一系列电子游戏，其中包括《Borderlands》，《NBA 2K10》以及“GTA”IP的DLC内容。发行业务占该季度收入的82%，而利润率较低的分销业务为18%。该季度总收入中约69%来自北美，其余31%来自海外。Xbox 360游戏机的游戏占本季度收入的53%，PlayStation 3占21%，任天堂平台占8%。由于公司毛利率略有改善以及一些成本控制，公司第四季度的NON-GAAP每股摊薄收益为0.09美元，而一年前为0.02美元。管理层前期给出的指引则是0.05-0.10美元。然而，在下修前景之前，管理层预计第四季度NON-GAAP每股摊薄收益在0.30-0.35美元之间。降低的指引反映了管理层对艰难的商业环境和整体经济的最新观点

2009财年全年，公司净收入下降了37%，达到9.68亿美元，反映了疲软的行业状况以及去年非常高的业绩基数，其中包括超级成功的《GTA IV》（2008年4月发行）。公司毛利率大幅下降，公司营业总支出下降15%。2009财年NON-GAAP净亏损为每股摊薄1.12美元，而去年每股摊薄收益为2.08美元。2009财年的问题包括发行了一些令人失望的游戏产品，高于正常水准的法律费用，以及相当大的产品开发成本。公司在没有重大的新的“GTA”游戏发布的情况下依然难以获利。

截止至2009年10月31日，公司的现金和现金等价物余额为1.02亿美元，远低于一年前的2.8亿美元，原因是公司在经营活动中使用了大量的现金。4700万美元的应收账款准备金占应收账款总额的19%，低于一年前的30%。公司的库存水平略低于去年同期水平，这与发行商和零售商更加保守的采购计划相一致。1.38亿美元（最近发行的可转换债券）的长期债务约占公司总资本的21%。

2009年12月21日，Take-Two宣布签订最终协议，将其Jack of All Games (JOAG) 分销业务出售给SYNNEX公司，总价约为4300万美元（现金3650万美元，潜在收益675万美元）。JOAG向北美的各种商场分销第三方互动软件，硬件和配件。SYNNEX是一家商

业流程服务公司，参与信息技术系统和软件的分销。JOAG的年收入在2.5亿至3亿美元之间，在最近的经济衰退环境中收入一直下降。签订的出售价格相当于其业务年收入的0.2倍。然而，JOAG的营业利润率只有个位数，因此考虑营业利润的隐含倍数更合理。尽管如此，仍然比市场预期的出售价格要低一些。公司管理层预计该交易将在几个月内完成。为了反映JOAG的预期出售情况，管理层更新了2010财年财务指引。在整个财年不计算JOAG的情况下，预计的年度净亏损扩大了每股摊薄0.08美元，范围为每股摊薄净亏损-0.48美元至-0.68美元。市场的预估是每股摊薄净亏损-0.60美元。看似较低的出售价格和由此导致的年度净亏损增加的双重效应可能会给公司股票带来一些近期压力。然而，从长远看公司出售JOAG是有利的，并且该计划使公司与同行相比更具可比性，同时公司的资产负债表中增加了一些现金。此外，JOAG的营运资金需求和经理层的注意力现在可以转移到核心发行业务。

随着第四财季的财报披露，著名的投资人卡尔·伊坎（Carl Icahn）将其先前持有的公司2%股权提升至11.3%。伊坎和其附属基金当时持有超过900万股公司股票。虽然伊坎的最终计划未知，但公司股价似乎受到此披露的推动（2009年12月18日放量上涨9%）。

2009年12月3日，Take-Two管理层发布的2010财年指引远低于市场预期。截至2010年10月31日的财政年度，收入预计为10至12亿美元。而市场投资者预测的收入为11.9亿美元。管理层预计NON-GAAP净亏损为每股摊薄-0.40美元至-0.60美元。这远低于市场的一致预期，市场的一致预期为每股摊薄收益0.64美元。前景发生重大变化的原因包括零售和行业环境的困难，公司基于大联盟棒球的游戏的失败，以及某些其他产品的更高的开发成本。2010财年公司主要发行的游戏预计将包括《Borderlands》的DLC，《BioShock 2》，《Mafia II》，《Max Payne 3》和《Red Dead Redemption》。体育游戏包括《MLB 2K10》和《NBA 2K11》。管理层的新指引表明2010财年不可能推出新的“GTA”游戏。不过，市场预计新的“GTA”游戏会在2011财年发布。

从长远来看，市场相信一个完整的“GTA”系列新游戏可以推动公司年度收益达到类似于2008财年（GTA: IV）每股摊薄收益超过2.00美元的水平。然而，因为行业环境并不好，对于下一代GTA游戏发行的销售量和开发成本的假设趋于保守，市场对公司2011财年的盈利预测为NON-GAAP每股摊薄收益1.50美元。这比之前预测的数字少了0.20美元。公司过度依赖“GTA”系列仍然是一个问题，因此公司也在着力开发非“GTA”系列游戏。当时尚属早期开发阶段的两个较高知名度的IP是《Agent》和《L. A. Noir》，

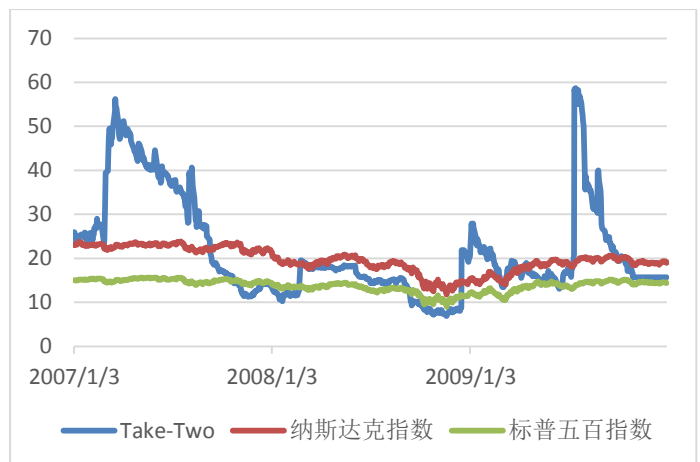
两者都有Rockstar Games参与制作。《Agent》预计是一款单独在索尼PS3游戏机平台上推出的动作游戏，但发行日期尚未确定。《L. A. Noir》已经处于研发阶段几年的时间。如果这两款游戏或其他尚未宣布的IP能取得显著的成功，那应该会增强市场对公司的盈利预测和公司的整体估值。投资者相信Take-Two依然具有一定的竞争优势，例如“GTA”系列游戏和备受赞誉的Rockstar Games开发工作室，但公司需要更多元化的产品组合和一些更成功的游戏系列IP。Take-Two经营业绩的不稳定导致股票估值分析面临一些问题。过去几年公司通常是在总体发行量较小或发行规模较低时产生了净损失。在关键的GTA年度(2008财年和预计2011财年)，公司的收益趋于高峰。2009年年底，Take-Two股票的市盈率为每股摊薄收益0.45美元的21X，即2010财年(实质性亏损)和2011财年(实际盈利)盈利预测的平均值的21X。相比之下，标准普尔500指数的2010年预测估值为13X。

图 10、2007年-2009年Take-Two股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 11、2007年-2009年Take-Two FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(四) 小结

在2007-2009年期间，全球经济面临着次贷危机带来的巨大挑战，危机初期，市场参与者认为游戏行业具有“抗衰退”属性，因此对行业公司的长期预期都非常乐观。游戏行业也正好处于新老游戏主机更新迭代的时期，老主机有非常高的受众群体，新主机在前一两年的渗透率不会太高，游戏研发工作室的“学习曲线”也需要一定的时间适应新的主机平台，这都对游戏行业中的发行公司造成了一定的短期业绩压力。当有大作上市的时候，公司的利润率都会有一定的提高。2008年后，游戏公司开始调低业绩预期，硬件销售数据也没有出现预期中的大幅增长。市场参与者才开始重新预估行业中公司的经营情况。然而因为曾经的预期过于乐观带来的惯性思维，公司下调业绩指引的幅度远远大于市场参与者的预期。主机和PC游戏市场的壁垒在快速提升，特

别是动视的《使命召唤4》和Take-Two的《GTA IV》，打造了行业新标准。

EA旗下游戏产品的多元化程度非常高，单季度最高发行过49款游戏，但是公司游戏质量以及旗下主要游戏IP系列的表现均略低于另外两个主要竞争对手，曾经销量非常高的“极品飞车”等经典系列IP均出现了一定的瓶颈，“模拟人生”系列则因为在PC平台上发售而市场有限。新的游戏IP表现并不理想，公司体育类游戏例如“FIFA”系列也与同行竞争激烈。同时，公司尝试收购Take-Two失败，失去了进一步加强旗下游戏IP的机会。

动视的发行量不如EA，然而游戏品质更高，也基本上覆盖了所有的游戏类型，在和暴雪合并后，更是在PC游戏市场取得了领先地位，公司前期依然需要一些影视IP作为制作游戏的基础，例如“蜘蛛侠”、“变形金刚”和“功夫熊猫”等。然而公司打造游戏IP能力非常强，后续的“使命召唤”、“吉他英雄”和“魔兽世界”等自主原创游戏IP均取得了巨大的成功，销量均远远高于影视IP改编的游戏。动视和暴雪合并后公司管理层的协同效应一般。

Take-Two旗下的游戏多元化程度较低，但公司一直在尝试丰富自己的游戏品类。收购了SEGA的体育游戏部门后，公司在体育类型游戏上仅此于EA排名第二，然而此时2K体育游戏尚不能有效的为公司贡献利润。其它的游戏IP，例如《生化奇兵》、《无主之地》和《黑色洛城》等也尚处于初期阶段。不过公司打造IP的能力非常强，“GTA”成为了和动视的“使命召唤”影响力相当的单款千万级销量品牌。公司拒绝了EA的收购要约，并且出售了利润率较低的分销业务，公司未来将把所有的注意力集中在游戏研发和发行上。公司前管理层因为重大财务问题而离职，新管理层接手后着力于重新树立公司形象。

在没有其它催化剂的情况下，EA和Take-Two的股价表现均弱于纳斯达克指数。跌幅最大的时候，EA股价跌幅超过65.2%，Take-Two股价跌幅约为43.1%。Take-Two在公司存在潜在出售机会、EA发出收购要约以及明星投资人举牌的时候短期表现强劲。动视暴雪的股价表现则因为动视和暴雪的合并，以及合并后向市场发出的收购要约而长期强于纳斯达克指数，动视暴雪股价上涨了29.5%。前期，EA和动视均享有一定的估值溢价，后期随着行业情况的恶劣以及业绩的下滑，公司估值相对于纳斯达克指数估值折价。Take-Two由于公司一系列的问题，正常情况下估值一直略低于标普500指数。

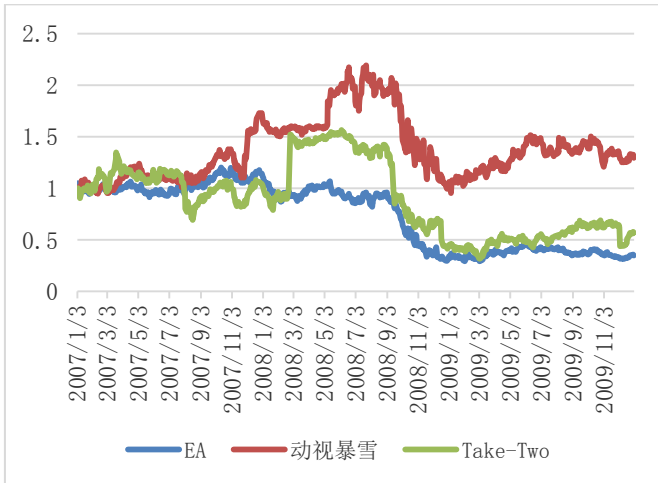
表 1、2007年-2009年三家公司情况对比

	EA	动视暴雪	Take-Two
游戏多元化	高	合并前中上，合并后高	低
技术壁垒	强	强	强
打造 IP 的能力	中上	前期中上，后期强	强

资本运作	收购 Take-Two 失败	动视和暴雪合并	拒绝收购, 出售分销业务
管理层能力	管理层能力中	老管理层能力强, 合并后中	新管理层带来新气象
股价	跑输指数	跑赢指数	跑输指数
估值	前期享有估值溢价, 后期略低于纳斯达克指数	前期享有估值溢价, 后期相对于纳斯达克指数折价	相对于标普 500 指数折价

资料来源: 太平洋研究院整理

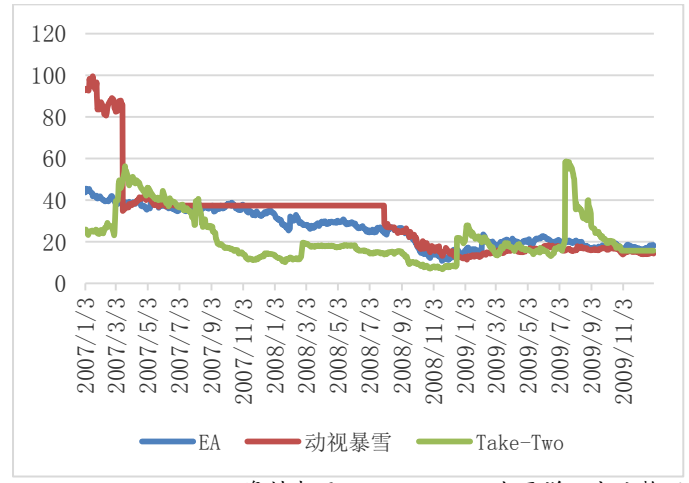
图 12、2007年-2009年三家公司股价走势



资

料来源: Bloomberg、太平洋研究院整理

图 13、2007年-2009年三家公司 FORWARD PE趋势



资料来源: Bloomberg、太平洋研究院整理

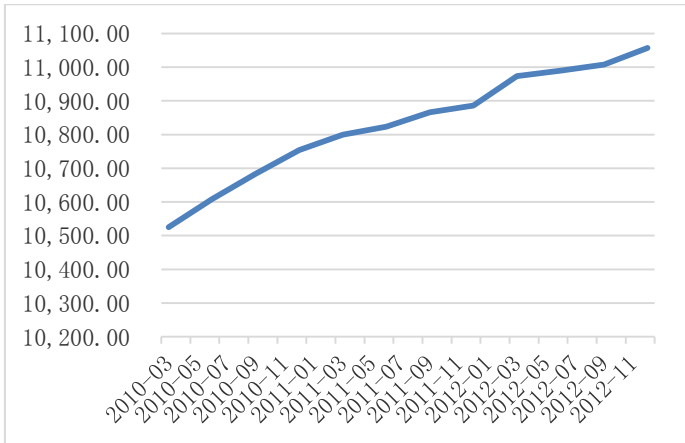
三、2010年-2012年

美国经济自2009年6月起出现回暖的情况, 到2010年第二季度时, 美国GDP个人消费支出已经恢复到了2007年-2009年期间的峰值, 并保持着增长的趋势。随着美国经济的复苏, 美国消费者信心指数也出现了回升, 然而随着欧洲债务危机的爆发, 美国消费者信心指数在小幅回升后又继续下滑, 最低的时候仅为55.70 (2011/08), 直到2012年美国消费者信心指数才出现明显的回升。

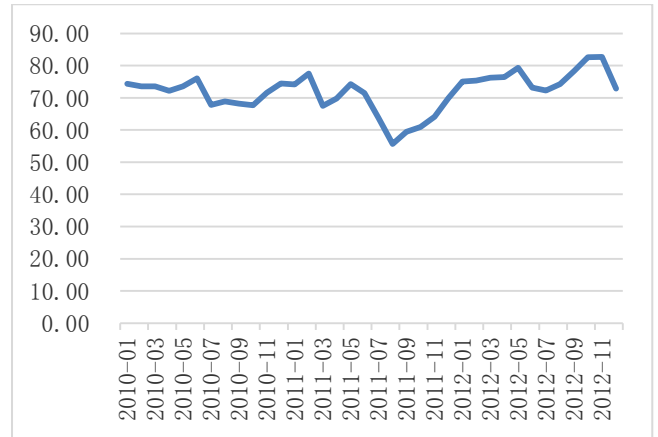
欧洲债务危机始于希腊的债务危机, 2009年12月8日全球三大评级公司下调希腊主权评级。2010年起欧洲其它国家也开始陷入危机, 整个欧盟都受到债务危机困扰, 欧元大幅下跌, 欧洲股市暴挫。2010年2月9日, 欧元空头头寸已增至80亿美元 创历史最高纪录。2010年2月10日, 巴克莱资本表示, 美国银行业在希腊、爱尔兰、葡萄牙及西班牙的风险敞口达1760亿美元。2010年4月11日, 欧元区财长就一项针对希腊危机的三年救助方案的细节达成一致, 三年总金额为1100亿欧元。2010年5月10日, 欧盟出台了总额为7500亿欧元的救助机制, 为可能步希腊后尘的其他欧元区国家构筑一道“防洪堤”, 以遏制危机的发展, 保持欧元区的稳定。

图 14、2010年-2012年美国GDP个人消费支出 单位: 十亿美元

图 15、2010年-2012年美国消费者信心指数



资料来源: wind、太平洋研究院整理

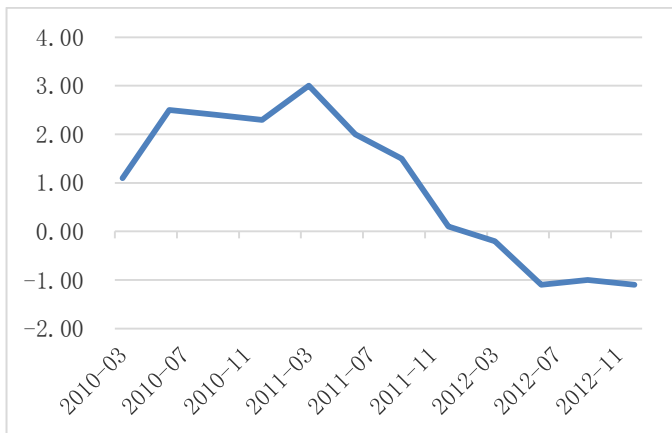


资料来源: wind、太平洋研究院整理

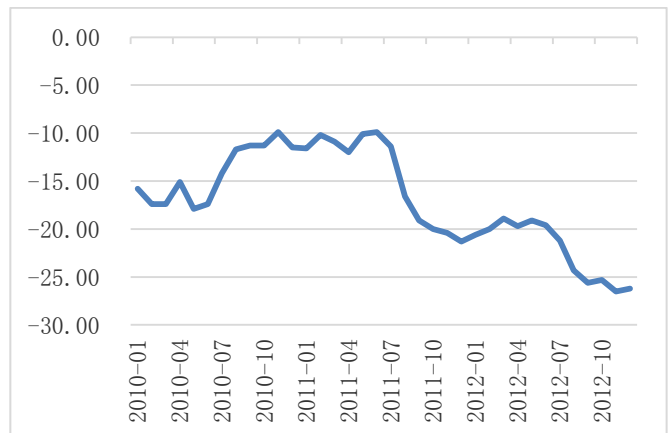
2012年,欧元区19国GDP个人消费支出均出现同比下降的情况,第一季度同比下降了0.2%,第二季度同比下降了1.1%,第三季度同比下降了1%,第四季度同比下降了1.1%。欧元区19国消费者信息指数则在2012年11月触底。

图 16、2010年-2012年欧元区GDP个人消费支出同比

图 17、2010年-2012年欧元区消费者信心指数



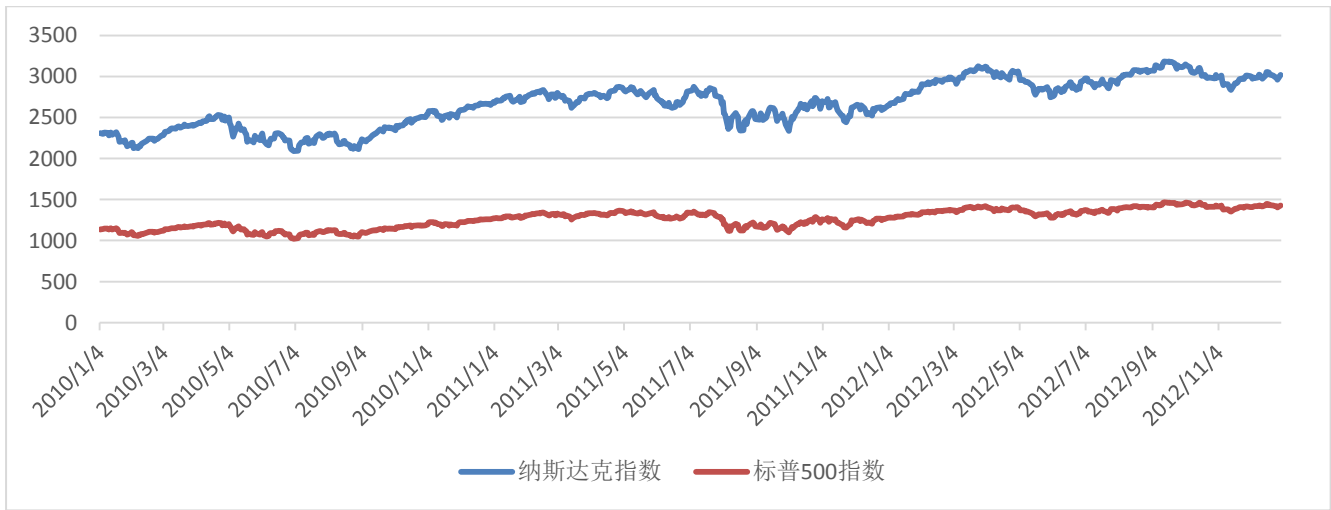
资料来源: wind、太平洋研究院整理



资料来源: wind、太平洋研究院整理

虽然欧洲债务危机影响了欧洲以及美国的消费者信心指数,然而纳斯达克指数和标普500指数则已经大幅反弹,并且突破了次贷危机前的高点,发起了新一轮牛市。2010年-2012年期间,纳斯达克指数上涨了30.8%,而标普500指数则上涨了25.88%。

图 18、2010年-2012年纳斯达克指数和标普500指数走势

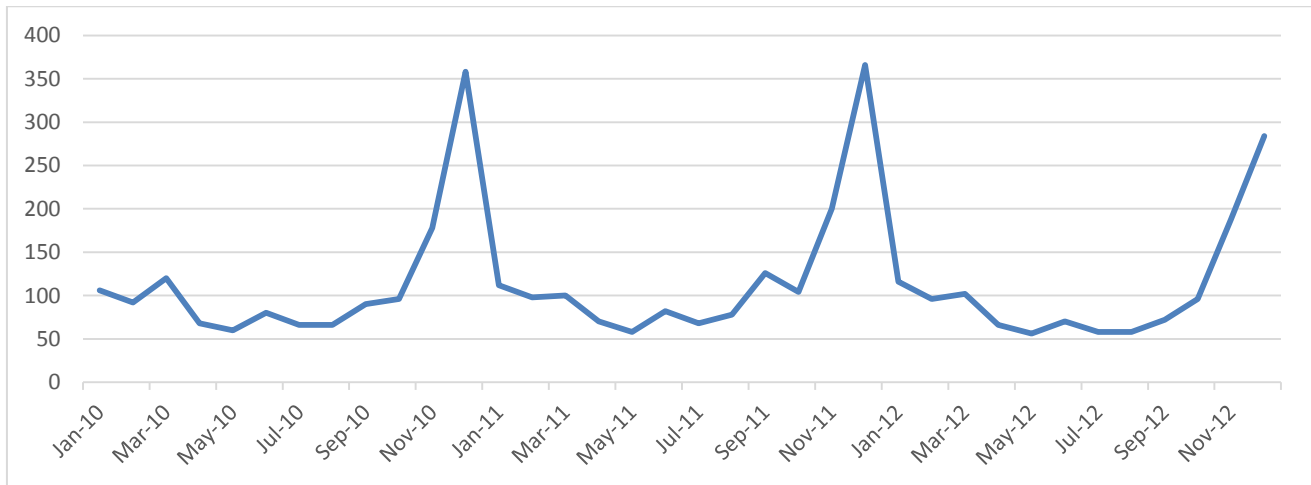


资料来源: Bloomberg、太平洋研究院整理

由于欧债危机的爆发，虽然美国股市已经重起牛市，然而游戏行业依然受到了较大的影响。首先，游戏主机的销售量并没有出现市场原本预计的爆发式的增长。而由于主机渗透率提升缓慢、欧洲市场的萎缩以及不利的外汇波动，游戏软件销售情况也受到了一定的负面影响。2010年12个月中有8个月行业销售额同比下降，2009年-2010年24个月中有17个月行业销售额同比下降。截止至2012年11月，过去48个月中有36个月的软件销售额出现同比下降的情况。游戏行业具有一些吸引人的品质，例如相对实惠的价格，每场游戏的使用时间相对较长，不断改进的技术以及“家庭”娱乐的便利性。然而，在此期间疲软的行业销售表明它并不像许多人所认为的那样具有“抗衰退”属性。行业整体环境相较于次贷危机之前更为恶劣。玩家在购买游戏时表现出更慎重，更注重游戏质量、口碑和价格/价值。零售商对商店库存的规模和范围也做出了缩减的应对。这些趋势对所有游戏发行商来说都是一个挑战，特别是没有多样化产品组合或大量营销预算的小型游戏发行商。在2010年-2012年，游戏行业股票已经失宠，投资者的耐心已经耗尽

图 19、2010年-2012年PS3 销量

单位: 万台



资料来源：公开数据、太平洋研究院整理

（一）EA

2010年2月，公司披露了2010财年第三财季季报，公司NON-GAAP收入为13.46亿美元，比去年同期下降了23%，不过处于管理层大约四周前给出的指引范围的上限。同比下滑的原因主要是因为公司游戏发行量的减少以及欧洲市场的疲软。公司在2010财年三季度发行了几个新IP游戏，其中《Dragon Age: Origins (龙腾纪元：起源)》取得了不错的成绩以及口碑，公司在激烈行业竞争中成功打造了一个全新的IP。而《The Saboteur (破坏者)》和《Brutal Legend (野兽传奇)》则表现一般，没有取得太大的市场反响。公司毛利率有所改善，运营支出减少，但由于收入下降太大，无法弥补公司收入下降导致的利润缺口。NON-GAAP每股摊薄收益为0.33美元靠近之前公司业绩指引范围的上限，超过了市场0.30美元的预期。然而，一年前同期公司每股摊薄收益为0.56美元，巨大的差距反映了公司和行业层面面临的困境。

管理层对公司未来的业绩重新给出了指引，下调了2010财年第四季度业绩预期，也导致2010财年年度指引低于公司四周前的指引。2010财年的最后一个季度，NON-GAAP收入预计为8亿-8.5亿美元；市场的预期为8.46亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益预计在0.02美元至0.06美元之间；市场的预期为0.12美元。公司2010财年第四季度的主要收入来源包括多平台发行的游戏《质量效应2》，《但丁的地狱之旅》，《战地：叛逆连队2》和《战地双雄：第40天》。公司首席财务官Eric Brown表示，最近公司业绩指引下调的原因包括老游戏销售下滑（新发行的游戏表现稳健），欧洲市场持续疲软以及一些不利的外汇波动。2010财年全年，公司NON-GAAP收入预计约为41.34亿美元（指引中点），而此前指引中点为41.62亿美元。市场对公司的收入预测为41.25亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益指引为0.39美元-0.43美元；四周前，指引为0.40美元-0.55美

元(再之前的指引为0.70美元-1.00美元范围内的减少)。市场对公司第四季度NON-GAAP每股摊薄收益为0.04美元,全年预测为0.41美元。

公司对2011财年的展望也令市场失望。公司首席执行官John Riccitiello也承认,2011财年的指引是保守的(主要反映了对行业的悲观预期),并且反映了公司逐渐放弃低利润率(共同发行)业务,更多关注于少量的核心关键产品。因此,2011财年公司的SKU总数预计为36,而2010财年为54。公司主要计划发行的游戏包括《Skate 3》,一款新的“荣誉勋章”系列游戏,《孤岛危机2》,一款混合武术动作类(MMA)游戏,《死亡空间2》,以及几个当时尚未确定名字的项目。公司经典IP也将推出新版本游戏,包括“极品飞车”,“哈利波特”,“模拟人生”以及其他关键的体育类游戏,都将发挥重要作用。2011财年的NON-GAAP收入指引为36.5至39亿美元,其中点比市场预期的41.25亿美元低了8%。市场的新收入预测为38.25亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益预计为0.50美元至0.70美元,这使市场先前预期的0.68美元显得有些激进。在进行一些调整后,市场NON-GAAP每股摊薄盈利预测为0.60美元。

EA仍然专注于开发热门游戏,降低公司管理成本以及发展数字业务。虽然公司最近的一些新IP没有取得突破性的成功——《The Saboteur》,但有些也远远超出了市场预期——《质量效应2》。市场认为公司产品的平均成功率还算不错,但依然有改进的余地,公司未来产品的上线时间安排相对稳定。在过去一年左右的时间里,公司成本下降幅度很大,管理层预计2011财年总运营支出将减少1亿美元以上,包括公司最近收购了Playfish,一家社交网络游戏的研发商。数字收入仍然是公司关注的焦点,未来将继续保持高速(30%或更高)增长。这包括可用于新游戏主机、PC和浏览器的可下载游戏内容,主要来自公司核心游戏IP(体育和赛车)的产品,用于iPhone等设备的移动游戏,以及通过Facebook网站和EA自己的Pogo平台发售的在线社交/休闲游戏。

EA的股价相对于公司2010财年每股摊薄收益0.41美元的业绩预期约为39X的估值。由于2010财年是异常困难的环境,公司表现出了低迷的收益,不具有普遍性,所以2011财年可能是一个更有意义的评估期。2011财年公司的NON-GAAP每股摊薄收益预计为0.6美元,对应PE低于27X,27X的估值包含了市场对公司、行业以及宏观环境的早期反弹的预期。公司过去5年的平均FORWARD PE为35X,如果不计公司2006年的低收益期导致股票估值较高的情况,公司平均FORWARD PE略低于30X。较高的估值通常伴随着较高的盈利增长率,市场仍然认为EA当时的估值具有一定的吸引力。此外,当扣除掉公司的大量现金余额时,公司营业收入对应的估值还会下降。

EA可以作为一个为期两年的投资标的,未来两年的经营状况有可能会大幅度改善。市场预计2012财年公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.82美元,参考公司过去5年平均PE

为29X，对应股价应为24美元。虽然看似估值略高，但公司盈利水平的反弹仍远离过去的水平（五年前每股盈利超过1.70美元）。此外，扣除公司大量的现金余额后，估值会更有吸引力。24美元的股价相当于2012财年公司预计营业收入的25X估值，加上每股约4.50美元现金（EA可以在没有重大收购的情况下维持这个现金水平）。最后，公司股价的上涨并不依赖于估值提升，而是依赖于盈利反弹。鉴于前面提到的公司和行业因素以及股票的历史估值范围，当时的估值假设相对合理。预计公司最近的盈利下滑趋势将很快结束，从而改善投资者情绪。

由于公司继续下调业绩指引，公司股价一天之内下跌了8.75%，然而从长期维度看，公司依然可以从以下几点受益：1) 公司所处行业的进入壁垒较高，且公司努力在降低成本结构，2) 公司强大的产品阵容。3) 2010财年主机降价带来一定的催化剂，并有可能在年内进一步降价。4) 行业复苏带来更好的行业销售环境，可以从被压抑的需求中受益。公司股价在后续一个月的时间里完成了对当天下跌的修复，未来三个月中公司股价最高涨幅高达25.13%。

2011年2月，公司披露了2011财年3季报，NON-GAAP收入为14.10亿元，同比增长了5%，略低于市场预期，不过因为公司的毛利率提升以及运营成本的控制导致NON-GAAP每股摊薄收益为0.59美元，超过了市场预期的0.57美元。2011财年第三季度是公司一个相当重要的发行期；主要发行的游戏包括“荣誉勋章”系列新游戏，《极品飞车：热追踪》，《模拟人生3》以及EA Sports 旗下的众多体育类型游戏。上一季度发行的游戏的销售额与预期相当，占本季度收入的30%。公司数字端收入（较高的利润率）增长了39%，占总收入的15%，一年前数字收入仅占总收入的11%。数字收入包括了PC游戏的在线分发，主机游戏的可下载内容，移动设备游戏以及微交易和广告等社交/互联网游戏相关的收入。EA最近收购的Chillingo的就是移动端爆款游戏《愤怒的小鸟》的发行商。

公司NON-GAAP标准毛利率上升超过700个基点，原因是自有产权的增加（相对于共同发行或仅分销服务利润率更高）以及高利润率的数字收入的增长。本季度总营业费用仅增长3%导致了公司营业收入增长76%。公司的资产负债表仍然是一个有利的投资因素。现金，现金等价物和短期投资总额为18.64亿美元，约合每股5.50美元。这还不包括1.07亿美元的有价证券。最近公司的现金余额由一季度前的15.51亿美元和一年前的14.66亿美元大幅上升。现金流的改善和较低的资本支出需求导致了公司更高的现金余额。应收账款准备金占应收账款总额的46%，也是一个健康的比率。公司仍然没有债务。

随着第三季度业绩披露, EA宣布了一项6亿美元的股票回购计划。按当前价格计算, 回购相当于当前股票数量的10%以上。董事会批准的计划涵盖了未来18个月, 其基础是公司财务状况和业绩改善, 未来盈利更为清晰, 以及当前强劲的现金状况。公司管理层认为, 股票回购是部署超额现金和提高股东长期回报的有效方式。

公司在第四财季依然有很多重要的游戏发行。其中包括《Dead Space 2》, 《Dragon Age 2, BulletStorm》, 《Crysis 2》, 《Need for Speed: Shift 2》和《Tiger Woods PGA Tour 2012: The Masters》。对于第四季度, 管理层预计第四季度NON-GAAP收入为8.5亿至9.5亿美元, 而一年前为8.5亿美元, NON-GAAP每股摊薄收益为0.15美元-0.25美元。市场预计公司NON-GAAP收入为9.12亿美元, NON-GAAP每股摊薄收益为0.21美元。2011财年全年收入指引为36.82-37.82亿美元, NON-GAAP每股摊薄收益预测为0.60-0.70美元。市场的一致预期分别为37.45亿美元和0.66美元。

公司预计将继续采取多管齐下的管理战略, 即提供更少的游戏, 但游戏规模更大, 质量更好。促进数字内容收入增长, 包括新的分销渠道渗透, 以及持续的成本控制/盈利能力改善。现在还增加了股票回购计划。根据较为保守的收入假设和营业费用略微增加对投资者也对公司2012财年展望略作修改。同时还假设了股票回购计划取得了进展(但尚未完成)。2012财年NON-GAAP收入预估为39.80亿美元, 每股摊薄收益为0.80美元。之前预测的数字分别为40.00亿美元和0.82美元。2012财年每股盈利预测较2011财年的预测增长了21%, 而公司管理层当时也表示预计会有“两位数”的百分比增长。

EA的市盈率为2011财年预测每股摊薄收益的0.66美元的27X, 该估值水平反映了公司业务的前期反弹。相比之下, 过去五年公司股票的平均预测市盈率为31X, 在不计算公司2006年的低谷期导致股票高估值的情况下, 过去五年公司股票的平均预测市盈率为29X。较高的估值通常伴随着较高的盈利增长率, 公司当时的估值仍然具有一定的吸引力。重要的是, 当公司的大量现金余额被扣除时, 估值还会下降。该股票的交易价格不到2011财年营业收入预测的20X。展望未来, EA的市盈率约为2012财年每股摊薄收益预测的0.8美元的23X, 扣除现金时的16X。

预计2013财年公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.90美元, 参考公司过去5年平均PE为29X, 对应股价约为26美元。这也反映了2013财年预计营业收入(无利息收入)的22X估值加上每股约5.00美元现金。公司估值有微小的提升, 这可能是由于公司基本面的改善和更好的行业/宏观条件。公司股价主要还是靠盈利增长驱动。

由于公司回购的信息, 公司股票一日之间暴涨了15.8%。公司的经营业绩也令投资者得到了鼓舞, 包括连续几个季度的盈利好于预期。该公司处于开拓高利润率数字业务的前沿。在过去的几个季度里, 投资者对管理层的信心和公司的长期前景都有所改

善。市场仍然相信EA具有强大的游戏开发能力，能够很好地管理运用其旗下的IP，并且正在有效地使用其自由现金流（即适当时的收购，股票回购等）。公司股价在暴涨了15.8%后的三个月继续上涨了13.3%。

2011年5月，公司披露了2011财年4季报和年报，2011财年第4季度的Non-GAAP收入为9.95亿元，同比增长了17%，收入略高于市场预期（9.12亿美元）和管理层的指引（8.5亿美元-9.5亿美元），市场低估了数字内容的增长。老游戏的销售额仅占17%，主要提供收入贡献的游戏包括《Crysis 2》，《Dragon Age 2》，和《Dead Space 2》。数字业务令人印象深刻，收入飙升了72%，占本季度总收入的27%，而去年同期则为18%，主要来自于“FIFA”和“战地”系列游戏的DLC以及移动端的“Tiger Woods”游戏。（如果排除一些非经常性的数字收入，增速为54%）。公司NON-GAAP会计准则毛利率上升超过200个基点，原因依然是自有产权产品所占比例的增加（相对于共同发行或分销业务利润率更高）和高利润率的数字收入的增长。本季度总营业费用增长7.5%，营业收入则增长近三倍，达到1.11亿美元。公司NON-GAAP每股摊薄0.25美元的收益远远超过一年前的0.07美元，也超过了市场预期的0.22美元。

2011财年全年公司NON-GAAP收入下降8%，主要是因为公司上半年销售额大幅下滑，随后在下半年出现了反弹。由于数字销售的高速增长（增长了46%）和更好的（主机端和自有IP）游戏组合，公司毛利率大幅上升约580个基点。总运营支出下降4%，部分原因是成本控制措施。公司NON-GAAP每股摊薄收益增长57%至0.70美元，而2010财年为0.44美元。

公司的资产负债表仍然非常强健。现金，现金等价物和短期投资总额为20.76亿美元，约合每股6.20美元。这还不包括1.61亿美元的有价证券。最近公司的现金余额从一季度前的18.64亿美元和一年前的17.05亿美元快速提升。公司现金流的改善和适度的资本支出需求导致了更高的现金余额。应收账款准备金占应收账款总额的48%，是一个合理的比率。公司仍然没有债务。

2011年早些时候，EA宣布了6亿美元的股票回购计划。在第四季度期间，该公司开始回购活动，共花费5800万美元回购310万股（平均股价18.70美元）。计划授权仍有超过5.4亿美元。按当前价格计算，这大约相当于当时公司股份数量总量的8%。

在2012财年，市场预计公司近期的趋势会持续下去。这包括发行更少的但规模更大，质量更好的游戏，更多的关注数字业务。基于良好的成本控制和持续的股票回购，公司将进一步提高运营利润率。管理层的NON-GAAP收入指引为37.50亿美元至39.50亿美元，低于市场的预期，但这可能是公司出于保守的预测。数字收入预计将超过10亿

美元。备受期待的在线大型游戏《星球大战：旧共和国》显然没有完全考虑进来，但有可能在2012财年的某个时候首次亮相。市场对公司2012年盈利预测的修订包括收入减少以及运营费用的减少。NON-GAAP每股摊薄收益上调0.01美元至0.81美元，接近管理层指引范围0.70-0.90美元的中点。

EA当时的交易价格约为2011财年NON-GAAP每股摊薄收益的31X，是市场预测的2012财年每股摊薄收益的27X。该股票在过去五年的平均预期PE接近30X，不考虑短暂的低谷收益期导致股票估值异常高的时间，公司平均预期PE约为28X。重要的是，当扣除公司的大量现金余额时，公司相对于营业收入的估值会下降。该股票的交易价格对应了2012财年预测营业收入的20X(减去每股净现金，不包括现金头寸产生的利息收入)。展望未来，EA的市盈率约为市场预测的2013财年每股摊薄收益1.10美元的20X，约等于扣除现金后的15X。

市场认为公司可以在宏观环境逐步改善的同时对其运营进行重大改进，对应2013财年NON-GAAP每股摊薄收益1.10美元的25.5X，公司股价约等于28美元，相当于当前股价29.2%的上涨。这也相当于预测的2013财年营业收入(无利息收入)21X的估值加上每股约6.00美元现金，EA可以在没有重大收购的情况下保持如此多的现金余额。这个估值水平相对于历史水平略低，市场认为这是一个偏保守的估值，因为行业利润率普遍上升，行业基本面可能会有所改善。

EA股票在2011财年年度表现相对较好，这可能反映了公司盈利能力的改善。该股票上涨32%，而标准普尔500指数上涨6%，纳斯达克综合指数上涨6%。过去几个季度，投资者对管理层的信心和公司的长期前景都有所改善。EA具有强大的游戏开发能力，并且改善了其销售和营销工作，展示了良好的产生和有效利用自由现金流的能力。在2011财年年报披露后，公司股价在一周内上涨了9.1%。公司当时的优势主要包括：1) . 强于预期的收入增长。 2) . 数字市场的增长提高了公司盈利能力。 3) . 实质性的毛利率改善。 4) . 营业费用遏制，费用增长低于收入增长。 5) . 好于预期的EPS。 6) . 最近6亿美元授权的回购活动。 而公司当时的劣势主要包括：1) . 2012财年收入指引低于市场预期。 2) . 较弱的2012财年1季度产品阵容，主要由共同发行的产品组成。 3) . 2012财年第一季的预期的大额净亏损，亏损范围为每股摊薄-0.44美元至-0.49美元。 4) 2012财年每股盈利预测的指引为0.70美元至0.90美元，而市场预期为0.86美元。

公司在2011年10月底披露了2012财年第二季度财报，公司NON-GAAP收入为10.34亿美元，比去年同期增长17%，超出了市场预期。市场低估了公司这一时期体育游戏的

集体表现，包括《FIFA 12》和《Madden NFL 12》。公司略低的毛利率和较高的运营成本导致NON-GAAP每股摊薄收益下降到0.05美元，而一年前为0.10美元，不过依然高于市场预期，市场预测为净亏损-0.05美元。利润高于预期主要是因为收入的大幅增加，和利润率无关。本季度公司数字收入增长30%；近期公司数字业务持续快速增长。（2012财年第1季度增长24%，2011财年全年增长36%）。

2011年早些时候，EA宣布了6亿美元的股票回购计划。截至2011年9月30日，该公司已斥资2.47亿美元回购1180万股（平均股价20.93美元）。计划仍有超过3.5亿美元的授权。按当前价格计算，这相当于当前股票数量的4%左右。

虽然与过去几年相比公司减少了发行的游戏量（专注于较少数量的自主IP），但市场认为公司大多数即将推出的游戏已经建立了其品牌或有配套的大规模的营销努力而具有重大的销售潜力。

市场维持对公司2012财年NON-GAAP每股摊薄收益的预测0.85美元，预计未来公司将继续关注高利润率的数字业务。管理层对2012财年每股摊薄收益的指引范围仍为0.70-0.90美元。由于对下半财年的主要的产品保有普遍有利预期，市场的预测接近该范围的上限。假日季度（第3季度）公司将带来两个重要的、大预算的游戏 - 《战地3》（将与Activision Blizzard的《使命召唤：现代战争3》直接竞争）和一个备受期待的，长期开发的在线PC游戏，《星球大战：旧共和国》（将与Activision Blizzard的《魔兽世界》竞争）。市场相信这两个游戏都会受到玩家的好评，但消费者和投资者的期望值似乎过于乐观：这两款游戏在假期季节需要表现出强劲的销售，并且在2012财年的中提供有意义的利润。

2012财年年度开始至今，EA股票的大幅上涨令投资者感到有些惊讶。较高的股价（接近三年高位）导致公司估值上升。EA当时的交易价格是市场对2012财年NON-GAAP每股摊薄收益预测的27.5X，是2013财年预测的20X。在2011年8月时，公司股价对应2012财年每股摊薄收益预测的21X。而在过去五年中，该股的平均预期PE刚刚超过26X。尽管市场投资者对公司的战略方向，执行力和前景仍有良好的看法，但公司当时的股价已经充分反映了公司及其发展前景的普遍乐观情绪。此外，公司2012财年的利润严重依赖于后期少量关键产品的发行情况，有一定的风险。由于上半年NON-GAAP每股摊薄亏损-0.32美元，下半年公司的利润将需要接近每股摊薄收益1.20美元才能达到市场0.89美元的年度预测。而在去年下半年，EA的每股收益为0.84美元。公司业绩虽然超出了市场预期，然后由于估值相对较高，公司股价在随后的一个月下跌了10.3%，未来三个月公司股价跌幅最高达到了24.9%。

2012年2月，公司披露了2012财年三季报，公司第三季度业绩略超市场预期，公司NON-GAAP收入16.51亿美元，比去年同期增长17%。公司发行的重要作品包括《战地3》（成功），《极品飞车：奔跑》（失望），以及该阶段后期（12月）发行的《星球大战：旧共和国》（尚需观察一段时间）。其中重要游戏《战地3》的表现比市场预期的要好，尤其这是一个竞争非常激烈的游戏类型（战争射击游戏）。给市场留下了深刻的印象。公司毛利率和经营杠杆效应的大幅增长导致公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.99美元，而一年前为0.59美元，而市场预期则为0.93美元。本季度公司数字收入增长了79%；与前几个季度持续的快速增长保持一致。在过去十二个月，公司数字收入首次超过10亿美元。

EA于2011年12月20日发布了其长期巨资开发的多人游戏《星球大战：旧共和国》。该PC游戏的付费模式和公司最主要的竞争对手动视暴雪旗下的《魔兽世界》相同。当时订阅价格通常为每月13至15美元。游戏在发布后通过零售渠道和网络下载的销售情况良好。服务器问题和在线流量得到了妥善处理，单位销量略高于市场的预期（可能为最近一个季度的业绩提供了一些超额收益）。玩家的评价通常是“好，但不是最好”，市场预计该游戏在整个2012年的销售额将继续保持在相对高的水平。游戏发行的前两个月，EA已售出超过200万份“星战”游戏，其中有170万已成为活跃用户。虽然市场认为这是一个不错的开端，但同时也注意到管理层给出的第四季度业绩指引由于公司对该游戏销售的假设而导致EPS指引大幅下调。鉴于有利的基础设施能力以及公司出色的发行能力，针对这款游戏的大量的营销工作应该是正确的策略。但针对这款游戏，由于公司保守的销售预测以及后续中计划较高的营销支出，产品依然需要持续的密切监控。管理层也承认，该游戏的利润结果是一个大范围的预测，因此存在一些风险。

公司资产负债表稳定，债务少，现金充裕。但是，公司现金余额从之前的水平有所下降。截至2011年12月31日，公司现金，现金等价物和短期投资共有16.48亿美元，低于2011财年末的20.76亿美元。这代表了2012年前九个月经营活动的现金是处于净支出状态，这包括了公司对PopCap Games的收购（现金部分为6.45亿美元），股票回购2.3亿美元和资本支出1.28亿美元。

关于公司6亿美元的股票回购计划。在2011年12月份，该公司斥资4100万美元回购了180万股。该计划依然在继续实施，公司已花费2.88亿美元回购1360万股（平均股价约为每股21美元），仍有大约3.12亿美元的授权。按公司当前价格计算，这相当于当前公司股票数量的5%。

与管理层预期下调一致，市场也将公司第四季度NON-GAAP每股摊薄收益预测从0.30美元下调至0.15美元。除了《星球大战：旧共和国》的问题外，降低预测的其他

因素还包括原定在本季度发行的一些社交游戏延期到2013财年发布，以及一些欧洲零售商的问题，其中可能包括坏账和潜在的销售损失。对于2012财年的全年业绩，第三季度盈利的上升和第四季度预期下滑几乎抵消。市场的年度每股摊薄收益预测下调0.03美元至0.82美元。这也是管理层给出的2012财年指引每股摊薄收益0.77美元-0.87美元的中点。

对于2013财年的展望，市场投资者提高了NON-GAAP收入前景并略微提高了毛利率假设（主要是由于数字销售增长）。但是，同时也增加了对运营费用的预测。整体的净影响是将预计的NON-GAAP每股摊薄收益减少0.04美元至1.11美元。

EA公司股票当时的交易价格是2012财年NON-GAAP每股摊薄收益市场预测的22.5X，是2013财年预测的16.6X，是未来十二个月收益的19.5X。在过去五年中，该公司股票的平均预期PE约为25X，尽管这包括一些短暂的盈利压力期（导致高PE倍数）。当时股票的交易价格是标准普尔500指数的预期PE倍数的1.3X，低于历史平均水平，但考虑到公司预期收益下调，以及最近推出的几款游戏（包括《星球大战：旧共和国》）的不确定性等因素，公司估值较为合理。

市场投资者对公司的战略方向，执行和整体前景依然看好。然而，当时公司股票股价已经充分反映了公司及其前景的普遍乐观情绪。同时，《星球大战：旧共和国》的发展和成熟存在一些风险。而随着《星球大战：旧共和国》公布的数据越来越差，公司股价在随后的一个月中下跌了16.5%。

2012年10月，公司披露了2013财年二季报，公司业绩超出市场预期，令人惊讶，这段时间的业绩一般非常依赖于EA公司旗下体育游戏的贡献。今年EA旗下的体育游戏销售表现继续超出了市场的预期，特别是“FIFA”和“NFL”这两个系列，都有很好的销售表现。“NCAA football”系列游戏销售比一年前有所下降，但这可能是因为去年的销售额基数过高。除了体育类游戏，《战地3》的高级订阅服务（现在有210万用户，超过公司内部预期），数字收入增长（同比增长45%）和利润率改善（毛利率提高110个基点和运营利润率上涨近400个基点）也令投资者感到鼓舞。公司NON-GAAP收入10.8亿美元，比去年同期增长4.4%。NON-GAAP每股摊薄收益为0.15美元，轻松超过管理层的0.07美元-0.12美元的指引范围，而一年前为0.05美元，市场的一致预期为0.11美元。这是EA连续第11个第二财政季度业绩达到或超过其财务指引，表面了公司体育类游戏的强劲发展。

截止至2012年9月30日，公司的现金和短期投资总额为12.2亿美元。如果增加有价值的股票证券，总额将增加到13.2亿美元。公司流动比率为1.14比1，公司长期债务为

5.49亿美元，主要来自于2012财年发行的可转换票据，以帮助公司收购社交游戏公司PopCap Games。扣除掉这笔债务后，EA的总现金约为每股2.40美元。

公司发行的PC游戏《星球大战：旧共和国》的最新消息不多，截止至2012年3月底，游戏用户数量达到170万。然而，用户数量很快开始出现下降，据管理层称，在2013财年的第一季度，该游戏的最终用户数量不到100万。公司将在下个月推出新的商业模式，其中包括传统的每月订阅（每月15美元）和可以吸引潜在未来用户的更有限的免费游戏版本（限制在游戏的某个级别）。用户可以随时从免费版本升级到完全版本。《星球大战：旧共和国》需要拥有至少50万名用户以达到收支平衡，因此该游戏在当时看来依然可能是有利可图的。

2012年4月，EA完成了一项6亿美元的股票回购计划，该计划于2011年初获得批准。2012年8月1日，EA宣布了一项新的5亿美元回购计划。在2013财年第二季度，大约有840万股股票被回购，总计1.08亿美元，平均购买价格为每股12.86美元。按当时的股价计算，授权剩余的3.92亿美元约能回购3300万股，约占EA股份数的10%。如果回购计划在一年内完成，公司加权平均股票数量可能在2013财年下降6%，在2014财年下降3-4%，这对公司股价有一定的催化剂作用。

管理层公布了公司2013财年第三季度财务盈利预期，低于市场普遍预期。公司第三季度NON-GAAP收入预计在12.5亿美元-13.5亿美元之间，而市场的预期则为13.9亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益预计为0.50-0.60美元，低于市场预期的0.71美元。造成这种变化的主要原因是《荣誉勋章：Warfighter》（于10月23日发布）的销售令人失望和《NBA Live 2013》的取消（计划于2012年10月发布，公布取消的日期离发布日期不到一个月）。对于2013财年全年，NON-GAAP收入预计在40.5亿美元至42亿美元之间，略低于之前预期的41亿美元至42.5亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益预计在1.00美元-1.15美元之间，比之前的1.05美元-1.20美元有所下滑。新每股摊薄收益指引的中点相比于2012财年的0.85美元增长了26%。市场对公司2013财年NON-GAAP每股摊薄收益预测下调0.02美元至1.08美元。

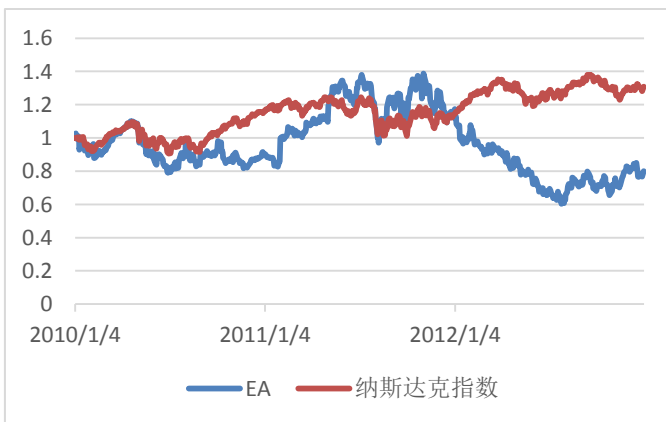
市场对公司2014财年前景的预测包括公司收入增长近5%至43.2亿美元，毛利率略有改善，总营运开支增加4%，以及由于预期于2013财年及2014财年回购所致的股份数量减少。公司NON-GAAP每股摊薄收益预测为1.22美元，这相当于2013财年盈利预测的13%增长。

EA股票的交易价格仅为2013财年盈利预测的11X。该公司的现金头寸（扣除债务）约为每股2.40美元。在过去的五年中，EA的预期PE在10-47X的范围内，平均为22X。在较短的三年时间内，EA的预期PE一直在10-33X范围内，平均为20X。此外，当时EA

股票的预期PE是标准普尔500指数的预期PE的0.8X。而在过去五年里EA的这一相对指标范围为0.7X-3.0X，平均值为1.7X。

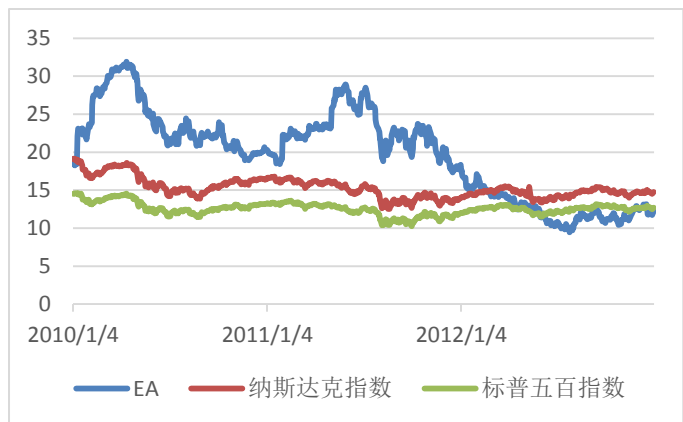
EA股票在2012年初至今期间下跌了42%，而标准普尔500指数上涨了12%，纳斯达克综合指数上涨了15%。这种表现不佳于其归因于低迷的行业销售环境以及与实体游戏销售向数字游戏销售过渡带来的阵痛期。不如说是投资者对EA发行的PC游戏《星球大战：旧共和国》的用户数低于预期及其“NBA”游戏直接取消感到忧虑，导致了公司股票相对弱势。EA通过改变其产品组合，进行并购，控制成本以及积极推行数字销售计划等行动来应对不断变化的行业环境。重要的是，其核心IP的产品质量总体上与多年所见的一样高，并没有出现质量下滑。EA的基本面在过去几年已经有了显著改善，公司的NON-GAAP每股盈利趋势现在好转：2010财年为0.44美元，2011财年为0.70美元，2012财年为0.85美元，而2013财年预计为1.08美元。EA对于长期投资者而言依然具有良好的投资价值。公司的财务状况很好，包括低债务，大量的现金余额以及产生显著的现金流。随着公司基本面的好转，公司估值应该会有相应的修复，目前公司有较为明显的低估，当时公司的股价对应2013财年每股盈利预测的估值仅为11.0X。考虑到2015财年，公司NON-GAAP每股摊薄收益预计为1.35美元，如果对应15X估值，股价将会上涨到约20美元，这是相对当前股价61.9%的回报。估值的增长反映了市场对公司和行业前景的看好，以及EA的财务状况及其估值历史的看法。

图 20、2010年-2012年EA股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 21、2010年-2012年EA FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(二) 动视暴雪

2010年2月，公司披露了2009财年四季报和年报。截至2009年12月31日，公司单季度净收入为15.57亿美元，按NON-GAAP标准计算为24.95亿美元。这比一年前的23.43亿美元高出了6.5%，管理层最近的NON-GAAP指引为22亿美元。高于指引的原因主要是由于《使命召唤：现代战争2》的巨大成功，这款11月发行的游戏成为有史以来最畅销

的游戏之一。该游戏在发售的前五天的零售额超过5.5亿美元，迄今已超过10亿美元。其他第四季度发行的游戏包括《Band Hero》、《DJ Hero》、《Tony Hawk: Ride》和《Bakugan》。公司NON-GAAP营业利润率为35.43%，比去年同期高出近800个基点，这主要归功于“使命召唤”发行带来的有利影响。较高的运营费用反映了产品开发成本的增加。公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.49美元，而公司指引与市场一致预期均为0.43美元，去年同期则为0.31美元。2009年全年NON-GAAP收入为47.74亿美元，比2008年下降了5%。这反映出2009年前9个月的业绩较低，主要原因是行业和宏观环境不利。2009年度公司的经营利润率提高了200个基点，导致NON-GAAP每股摊薄收益为0.69美元。市场的一致预期以及管理层的指引为0.63美元。

公司宣布股票回购计划。公司董事会已授权一项10亿美元的股票回购计划。这是在2009年底完成的12.5亿美元计划之后的新回购计划。根据该计划，公司将以每股10.87美元的平均价格回购约1.15亿股股票。根据最近授权的计划，可以假设公司将在2010/2011期间进行股票回购。除股票回购计划外，管理层还宣布启动现金股息。公司将开始支付每股0.15美元的年度股息，应付于2010年4月2日。这相当于基于当前价格的1.49%的收益率。基于此利率的年度股息支出不到2亿美元。该公司的年终现金头寸为32.45亿美元，未来几年的年度经营现金流可能在700-850亿美元之间。

投资者对公司最近的经营业绩感到鼓舞，并且相信尽管2009财年得益于《使命召唤：现代战争2》的创纪录的销售，该公司仍有能力在2010年创造另一个创纪录的收益年度。此外，宏观和行业景气度仍然低迷。但是，动视游戏的发行量很高，而且暴雪的潜力即将被释放。

公司最受欢迎的游戏系列IP在主机和掌机平台上的产品突出了公司2010年的产品展望。发行计划中基于一些娱乐业最受欢迎的IP的产品充满了潜力。市场对“变形金刚”和“怪物史莱克”IP的改编游戏的前景特别有信心，并且认为公司两个新IP（《Singularity》和《Blur》）会取得的成功。“使命召唤”IP可能会在11月份以新版本的游戏发售回归，但保守地预计销售量将低于创纪录的“现代战争2”。“吉他英雄”IP可能在2009年初达到了顶峰，并且由于音乐类型游戏曾经的过度增长和曝光而一直拖累行业增长。动视已将其计划的“吉他英雄”SKU从2009年的25个减少到2010年的10个，公司专注于正确调整IP的合理精简并追求最大化的盈利能力。即使只有相对较少的粉丝，“吉他英雄”系列以及其衍生的《Band Hero》和《DJ Hero》仍然对公司很重要。

暴雪团队在2009年的大部分时间和资源都放在平台建设（其PC游戏专有的Battle.net在线门户网站）和产品开发上，2010年是一个重要的内容发布年。当时大

约有1150万用户正在为《魔兽世界》游戏支付月费，预计忠诚的用户将在未来几年内保持增长。即将到来的《魔兽世界》扩展包 - 《大灾变》 - 应该能重振《魔兽世界》并成为动视暴雪年度业绩的主要贡献者。同样重要的是期待已久的续集作品《星际争霸2》，预计将于2010年中期推出。总而言之，暴雪的PC产品将在2010年为公司更高的收益和更高的运营利润率发挥关键作用。成功的PC游戏可能非常有利可图，因为与主机游戏不同，PC游戏不需要支付版权金给主机制造商。

管理层公布了2010年的财务指引，前景略低于市场预期。然而，市场对此并不是太担心，因为管理层可能会考虑到具有挑战性的运营环境以及难以匹配的2009财年第四季度的高业绩情况。公司的指引在近期是谨慎保守的。NON-GAAP收入为44亿美元，比2009年减少了近8%。这反映了公司对音乐类型游戏的战略变化，并假设下一个“使命召唤”游戏的销售额会下降，以及较低利润率的分销业务的收入减少。市场对公司的收入预测与此时的指引相符。由于2010财年是暴雪计划的重大一年，预计营业利润率将提高300多个基点；管理层的长期经营利润率目标至少保持在30%，这很有可能会在2012年实现。公司的盈利指引定为NON-GAAP每股摊薄收益0.70美元。市场的一致预测则为0.72美元。鉴于公司强大的产品阵容，潜在的来自于暴雪的贡献以及期望的更好的行业环境，这个预测是合理的。

在暴雪基于订阅的商业模式的月度收入的帮助下，公司产生了更多的自由现金流可以提高公司股票的价值。管理层希望将未来净收入的85%转换为自由现金流。如果采用80%的转换率，并应用于2010年的净收入预测，这将导致潜在的自由现金流约为7.4亿美元。假设在未来4-6个季度内完成最近宣布的10亿美元股票回购计划，预计动视暴雪的现金余额将保持在30亿美元以上。大量且不断增长的现金余额可能使收购成为一种可能。

Activision公司拥有着令人羡慕的盈利历史，并且与行业中的高利润发行商（暴雪）的业务合并，以及令人鼓舞的长期行业前景共同导致市场对动视暴雪公司的看好。投资者喜欢该公司的成熟的游戏IP组合，强大的后续发行计划，锐利的管理团队和出色的财务状况。同时，投资者相信公司在国际上有巨大的扩张机会，特别是在快速增长的在线游戏市场。

有部分投资者认为公司的股票被低估且对寻求资本增值潜力的投资者具有吸引力。该股当时的市盈率为2010年每股摊薄收益0.72美元的14X。扣除掉每股约2.50美元的现金余额，该股票的交易价格约为调整后的2010年预测营业利润的11倍。基于公司的增长前景和历史数据，这一估值非常具有吸引力。虽然考虑到拿新成立公司的PE与老公司的历史数据比较会存在一些问题，但Activision股票的预期PE在过去五年中的范围

大约为13-40X，平均值为25X。这排除掉了2006年期间的季度净亏损期和极高市盈率时期的数据。虽然2008年7月之前的数据仅代表Activision。但考虑到合并后的公司拥有行业领先的利润率，更大的收入，更多元化的产品以及更强的财务状况，给出Activision Blizzard类似或者更高的估值假设是合理的。

考虑到2010财年每股摊薄收益0.72美元的收益预测，以及21X的估值，公司股价约为每股15美元，比当时公司的交易价格高出40%。15美元的股价相当于2011年预测每股摊薄收益0.81美元的18.5X。这也是2011年营业盈利预测(略微降低以排除利息收入)扣除每股2.50美元现金后16X的估值。假设公司未来预期PE倍数高于当前水平(2011年预期收益的18.5X VS 2010年预期收益的14X)出于几个原因，包括投资者对动视暴雪业务处于行业领先地位及其经常性收入的预期的情绪改善，每年从在线PC游戏订阅服务(即《魔兽世界》)中获得超过10亿美元的资金。还包括对公司大规模的正现金头寸的认可，自由现金流的有效利用(即股票回购)，国际扩张以及整个股票市场的情况好转。

尽管公司经营表现令人鼓舞且前景光明，但由于行业仍相对疲软，公司的股价在过去一年表现不佳。该股在过去12个月中仅上涨3%，而标准普尔500指数上涨23%，纳斯达克综合指数上涨35%。公司下调未来的年度盈利预测也反映出公司管理层对行业和公司面临的一些困境的看法。公司估值的相对低估，其实也反映了投资者对公司大股东在游戏行业中较为失败的历史的担忧。公司股价在随后的一个月中仅仅上涨了4%。

2011年2月，公司披露了2009财年四季报和年报。公司第四季度的业绩非常好。截至2010年12月31日的单季度NON-GAAP收入为25.48亿美元。这比一年前的强劲收入还要高出2%，去年的销售收入中包括了《使命召唤：现代战争2》的创纪录销售额。然而，最近一个季度的《使命召唤：黑色行动》销售的单位数量超过了前者，也超出了市场的预期。管理层的收入指引仅为22亿美元。该季度的另一个主要贡献者是《大灾变》，这是期待已久的暴雪旗下的《魔兽世界》PC游戏的扩展包。本季度NON-GAAP收入的一半以上(53%)来自北美，剩余部分则为欧洲(41%)和亚太地区(6%)。主机游戏占公司收入的62%，而在线多人玩家角色扮演游戏(主要是订阅收费)占21%。PC类游戏占收入的5%，掌机业务占4%，而利润率较低的分销业务占8%。公司NON-GAAP营业利润率稳定在35%左右。NON-GAAP每股摊薄收益为0.53美元，超出了市场预期的0.51美元，公司指引则为0.47美元。得益于强劲的《使命召唤：现代战争2》的强劲销售，公司NON-GAAP收益飙升57%至0.49美元。

2010年全年，公司NON-GAAP收入为48.03亿美元，比2009年的47.75亿美元高出不到1%。公司经营利润率提高270个基点，NON-GAAP每股摊薄收益为0.79美元，而2009年为0.69美元。市场的年度每股盈利预测为0.75美元。

公司强劲的资产负债表变得更加强劲。截至2010年12月31日，公司现金总额为35.08亿美元，或每股摊薄2.93美元。考虑到公司在2010年花费了9.59亿美元的股票回购和1.89亿美元的股息支付，与去年同期相比增加了2.63亿美元支出，公司的现金总额令人印象深刻。营运资金余额令人满意，包括较低的库存和应收账款余额。公司流动比率为1.85比1，且没有长期债务。

该公司在2010财年四季度继续进行股票回购。根据2010年2月授权的回购计划，该公司2010财年第一季度支出为1.07亿美元，第二季度为2.42亿美元，第三季度为2.64亿美元，第四季度为3.46亿美元。全年9.59亿美元的回购金额大约回购了8600万股，平均回购价格略高于每股11美元。董事会已按照市场预期授权了新的股票回购计划。

投资者对公司2010年的成绩感到非常满意，特别是公司两个最有价值的IP，“使命召唤”和“魔兽世界”的出色表现。公司2010年的总收入和净利润是在宏观和行业环境困难，而且2009年业绩基数非常高的情况下取得的。公司在产品质量，运营成本控制以及营销和分销方面表现非常出色。

随着公司第四季度的业绩公布，公司也宣布了一项新的股票回购计划，并增加了年度现金股息。这些举措反映了公司强劲的现金流和对股东回报价值的承诺。几乎完成的10亿美元股票回购计划被一项新的15亿美元计划所取代。按当前价格计算，这大约占已发行股份的11.5%。此外，年度现金股息（2010年启动）增加10%至每股0.165美元。支付日期为2011年5月11日。按当前价格计算，这相当于1.5%的收益率。

公司产品组合也发生了重大变化。管理层对几个一直受欢迎的游戏IP作出了一些艰难而令人惊讶的决定。整个“吉他英雄”业务部门，包括“DJ英雄”游戏，正在解散。《真实犯罪：香港》是一个正在开发的开放地图动作游戏，也被取消。业绩几乎没有增长的“托尼霍克滑板”IP游戏将至少休息一年。这些游戏IP的销售疲软证明继续研发这些游戏可能不是好的选择。公司管理层一直致力于以最谨慎的方式分配公司的财务和人力资源，重点关注利润率和整体效率。随着公司对最大和最具吸引力的产品提高重视度，这些曾经受欢迎的游戏IP不得不被削减。虽然对某些人来说可能难以接受，但相信管理层是为了公司的最佳长期利益，也就是为了股东的利益。管理层认为，公司的顶级游戏IP以及几个正在开发的几个项目都有很好的机会，特别是在数字内容交付环境中。事实上，该公司最近宣布创建一个新的内部工作室名Beachhead，将专注于为公司最成功游戏IP“使命召唤”游戏社区开发数字平台和服务。公司的 Infinity

Ward工作室的两位高管也被迫离职，其次是数十名重要员工离职。然而此后，动视暴雪通过招聘该行业的顶尖人才来支持该工作室，在65,000名申请加入该工作室的申请人中，公司仅招聘了其中最顶尖的0.1%。此外，2011年2月11日，在玩具展行业大会上，Activision公布了该公司的最新项目。《Skylanders Spyro's Adventure》，预计将在多个游戏平台上发行，并将融合玩具和电子游戏。该游戏专注于角色设计和故事讲述（由玩具总动员作家操刀）。该游戏的独特技术将允许玩家在虚拟世界中玩真实世界的玩具。预计在2011年秋季的某个时间发布。（实体游戏玩具）

由于产品组合的计划变更，公司2011年的发行量明显低于过去几年。第一季度基本上只有一个产品：《使命召唤：黑色行动》的扩展包。该类下载内容通常价格约为15美元，于2月上市，消费者反应不错。2011财年一季度公司NON-GAAP收入指引为6.4亿美元，每股摊薄收益为0.07美元。对比2010年第一季度，公司NON-GAAP收入为7.14亿美元，摊薄后每股收益为0.09美元。管理层的最新指引远低于市场预期的每股摊薄收益0.11美元。

2011年全年，公司的指引NON-GAAP收入预计为39.0亿美元，而2010年为48.03亿美元，下降了19%。市场预计2011年的收入为46.5亿美元。主要的收入来源可能是“Black Ops”扩展包（1Q），即将到来的“X战警”和“变形金刚”IP改编的游戏（夏季）以及下一个“使命召唤”游戏（4Q）。计划在今年发行的其他游戏包括基于“蜘蛛侠”，“Bakugan（爆丸）”，“Wipeout（勇敢向前冲 美国真人秀）”，“Family Guy（恶搞之家）”和“Cabelas（坎贝拉危险狩猎）”这些IP研发的游戏。管理层对NON-GAAP每股摊薄收益的指引为0.70美元。市场之前的一致预期为0.83美元，而公司2010年的收益为0.79美元。这代表公司的年度盈利下降。市场现在的每股盈利预测略高于管理层指引为0.71美元。

动视暴雪股票对产品新闻的反应消极，公司也降低了财务指引数据。但是，有几个因素是值得注意。首先，该指引假设暴雪部门的下一个主要游戏将在2012年发布，尽管2011年末也依然有可能。其次，年度每股盈利预测假设公司股票回购活动很少甚至没有，尽管可能会有大量的回购行动。第三，与《使命召唤：黑色行动》相比，指引假设了下一代“使命召唤”游戏（可能是秋季发布，与该IP的既定释放模式保持一致）的单位销售量较低。虽然由于与游戏历史上最成功的游戏之一相比，单位销量下降是非常有可能的，但同时游戏机所有者基数预计将在2011年增长超过20%。最后，管理层借此机会对公司的财务前景采用了一定程度的保守主义，以及他们的倾向也趋于保守。公司2009年的原始每股盈利预测为0.61美元，实际数字最终为0.69美元。同样，2010年的原始指引为0.70美元，实际数字为0.79美元。

2011年的牺牲和变化将有利于2012年。公司2012年的发行计划应该会更加充分，产品应该与行业增长更快、利润更高的类型和技术相关，并且由于产品组合的变化导致的最近相关的计划裁员，会减少公司的管理费用。预计“使命召唤”，“魔兽世界”和“星际争霸”等游戏IP将继续做出重大贡献。公司收入和净利润将出现反弹，市场对公司2012年NON-GAAP收入预测为44亿美元，与2011年的预测相比增长了13%。并且预计公司营业利润率将进一步提升，导致每股摊薄收益为0.84美元，与2011年预测相比增长18%。

部分投资者认为动视暴雪股票被低估且对寻求潜在资本增值的投资者具有吸引力。该股票当时的交易价格是2011年新的NON-GAAP预测每股摊薄收益0.71美元的15.1X。扣除每股2.93美元的现金余额，该股票的交易价格仅为调整后的2011年营业利润预测的11.3X。同样，公司股票当时的交易价格是2012年预测每股摊薄收益0.84美元的12.8X，扣除现金时的9.5倍。根据增长前景和历史数据，公司估值非常具有吸引力。虽然考虑到新成立公司的PE历史数据存在缺陷，但Activision的预测PE倍数在过去四年中大约为14-40X，平均为21X。这不包括2006年的季度净亏损期和PE倍数过高的情况。虽然最近四年期间的一些数据仅代表Activision公司的数据，但考虑到合并后的公司拥有行业领先的利润率，更多的收入，多元化的产品以及更强的财务状况，Activision的历史估值可以为合并后的动视暴雪提供类似或更高PE的参考案例。

考虑到2012年预测每股摊薄收益为0.84美元，在16.7X的估值下，公司股价应为14美元，相当于当时公司股票交易价格30%的上涨。这也是2011年经营盈利预测扣除每股2.50美元现金后的14.0X，公司可以维持这一现金余额的水准，同时继续回购股票并支付年度股息。考虑到公司比较激进的变化，市场更愿意保守。此外，几乎没有关于2012年或之后公司发行的几款主要游戏产品的信息，包括一个来自广受好评的研发工作室Bungie (Halo IP的创造者) 和一个由暴雪开发的新的多人玩家在线游戏。

由于多种因素，假设公司未来估值会有所提升(预期2012年每股摊薄收益的16.7X VS 预期2011年每股摊薄收益的15.1X)。估值提升的因素包括投资者会因为动视暴雪业务的行业领先地位及其在线订阅的经常性(和不断增长的)现金流的而改善情绪。还包括对有意义的正现金头寸的认可，自由现金流的利用(即股票回购)，国际扩张以及可能对行业和整体股票市场更有利的条件。

公司业绩出色，但是由于公司对旗下游戏产品做出了大幅度的调整，远远超出了市场预期(被理解为不利因素)，且有核心员工离职等因素造成公司的股价表现消极，公司股价在过去一个月下选了10%。但是动视暴雪依然是娱乐和休闲行业里最优质的公司之一。管理层对公司的战略方向作出了一些艰难的决定，这些决策会对近期收益产

生负面影响，但会改善公司长期盈利前景以及利润率和现金流前景。这是公司历史上的一个重要时点，表明了公司管理层专注于高利润增长的产品，技术进步以及运营高效业务。在随后的三个月中，公司股票仅仅上涨了7%。

2011年8月，公司披露了2011财年二季报。与最近几个季度一样，公司第二季度的业绩超出了市场的预期。截至2011年6月30日，公司的季度NON-GAAP收入为6.99亿美元，比去年同期增长2%，市场预期为6.01亿美元，管理层的收入指引为5.75亿美元。对季度收入的预期较低反映了较低的发行数量。“使命召唤”IP游戏的可下载内容销售强劲增长。具体来说，“使命召唤”扩展包名为《Escalation》（5月发行）和《Annihilation》（6月发行）都有数百万的下载量，每次下载售价约为15美元。本季度NON-GAAP收入的60%以上来自数字（通常高利润率）内容交付。收入的一半以下（47%）来自北美，其余地区则为欧洲（41%）和亚太（12%）。主机游戏占收入的38%，而在线多玩家角色扮演游戏（主要是订阅）占42%。PC类占收入的6%，掌机业务占5%，毛利率较低的分销业务占9%。公司的数字业务推动NON-GAAP运营利润率飙升近900个基点。NON-GAAP每股摊薄收益为0.10美元，而一年前为0.06美元，市场预期为0.05美元，公司指引则为0.04美元。管理层指出，其中0.01美元至0.02美元的贡献来自最初预期的第三季度业务。此外，股票数量下降8%也有助于第二季度业绩增长。

公司的资产负债表仍然非常健康，且吸引投资者的注意。截至2011年6月30日，公司现金总额为29.4亿美元，约为每股摊薄2.56美元。一年前，公司总现金为28.5亿美元。考虑到过去12个月公司在股票回购和股息支付方面花费了10亿美元，当时公司的现金余额较高的表现非常突出。流动资金账户余额令人满意，包括较低的库存和应收账款余额。公司流动比率为3.2比1，且没有长期债务。

该公司在本季度继续进行股票回购。2011年2月，公布了15亿美元的股票回购计划。在6月季度，该公司花费了大约1.35亿美元回购了1200万股，平均回购价格约为每股11.25美元。在2011年的前六个月，该公司共斥资4.79亿美元回购了4300万股股票，平均回购价格约为每股11.15美元。对应当前股价，回购计划的剩余授权金额占公司总股份的7.5%。

公司2011财年第三季度产品发行量不大，《X-Men: Destiny》是计划中唯一的主要游戏产品。这与去年的第三季度相比下降了不少，去年第三季度有几个新游戏发行，包括备受期待的暴雪的《星际争霸2》这款PC游戏。该公司基本上准备把其主要资源（人力和资本）都用于竞争更激烈的第四季度，其中包括《使命召唤：现代战争3》和其他几个游戏。对于第三季度，NON-GAAP收入指引为5.3亿美元，摊薄后每股收益为0.01美

元。市场预测NON-GAAP收入为5.35亿美元，摊薄后每股收益为0.02美元。

公司将在第四季度引人注目，包括高媒体曝光率的《使命召唤：现代战争3》（有可能成为业界有史以来最畅销的游戏）可能引起投资界的更大兴趣。该游戏的发布日期为11月8日。此外，一个名为Elite的相关在线服务已经开发了一段时间，将随着“Modern Warfare 3”的发布而首次亮相。Elite旨在增强“使命召唤”在线游戏体验，拥有各种各样的功能，包括游戏监控，统计跟踪，锦标赛，游戏辅导和社交网络。虽然投资者期待《使命召唤：现代战争3》取得巨大成功，但实际上相比于2010年，2011年大概率会有更低的第四季度收入，因为2010年同期还有更多的发行计划，包括备受期待的《魔兽世界：大灾变》扩展包。市场对第四季度潜在的“未知数”《Skylanders: Spyro's Adventure》进行了保守的假设，该游戏在玩具行业圈中受到了热烈欢迎，有可能成为假日购物清单上的热门项目。最后，暴雪的《暗黑破坏神3》，一款重要的PC/在线游戏即将完成，预计会在2011年底或2012年初发布。出于偏保守的目的，管理层没有假设该游戏会在2011年发行。

2011年全年，管理层预计NON-GAAP收入为40.5亿美元，而2010年为48亿美元，下降16%。这是因为产品发行数量的减少导致与强劲的2010年业绩比较难以增长，以及管理层的一些保守主义。市场对公司的收入预测为40.6亿美元。2011年全年管理层的NON-GAAP每股摊薄收益预测为0.77美元，高于之前的0.73美元。市场一致预期的每股摊薄收益为0.78美元，比之前的预测高出0.04美元。

预计在2012年“使命召唤”，“魔兽世界”，“星际争霸”和“暗黑破坏神”等游戏IP将继续做出重大贡献。公司还将推出一个或多个在过去一年左右开发的新IP的游戏。市场NON-GAAP收入预估为43.4亿美元，与2011年的预测相比增长了7%。预计营业利润率将进一步提升，导致摊薄每股盈利0.87美元，比之前的预测高0.02美元，比2011年的预测高出12%。

动视暴雪股票当时的交易价格是2011年NON-GAAP每股摊薄收益0.78美元的15.2X。扣除每股2.56美元的现金余额，该股票的交易价格仅为调整后的2011年营业利润预测的12.2X。同样，公司股票交易价格为2012年每股摊薄收益预测0.87美元的13.6X，扣除现金后为10.9X。根据增长前景和历史数据，公司的估值非常具有吸引力。动视暴雪的预期PE倍数在过去四年中大约为14-37X，四年平均估值约为19X，这不包括2006年季度净亏损期和PE倍数大幅上升时期。

由于多种因素，可以假设未来公司估值会有所提升（预计2012年每股摊薄收益的17.2X VS 预计2011年每股摊薄收益的15.2X），包括对公司即将推出的主要产品更有信心，并且更受高利润率数字商业模式趋势的鼓舞。此外，公司可能会继续股票回购和

股息年度增长，同时保持25亿至30亿美元的现金余额。

公司2011财年第二季度的业绩令投资者满意，特别是高利润率的数字业务的成功。由于相对较小的发行量，没有投资者预计到公司的收入和每股盈利会远远超过市场的一致预期。公司的基本面非常出色，是游戏行业中最最佳的发行商之一。管理层在过去一年中就公司的产品组合（减少）和战略方向（数字化焦点）做出了一些艰难的决定，这些改变的影响是对利润率和现金流的长期提升。公司股价在随后的两个月上涨了12.2%。

2011年11月，公司披露了2011财年三季报。与最近几个季度一样，公司第三季度的业绩继续超出了市场的预期。NON-GAAP销售额为6.27亿美元比去年同期下降了27%，但比预期要好，这是由于去年同期有流行的PC游戏《星际争霸II：自由之翼》的成功发行。今年第三季度公司的发行量相对较小。主要贡献者是“X战警”和“使命召唤”游戏的可下载内容。NON-GAAP每股摊薄收益为0.07美元低于一年前的0.12美元，但高于市场预期的0.03美元。较低的股票数量和较低的税率导致公司每股摊薄收益大幅超出市场预期。本季度NON-GAAP收入的60%以上来源于数字（通常高利润率）内容交付。收入的一半以下（46%）来自北美，其余地区则是欧洲（44%）和亚太（10%）。主机游戏占公司收入的35%，而在线多玩家角色扮演游戏（主要是订阅）占44%，PC类占收入的6%，掌机业务占3%，而利润率较低的分销业务则占12%。由于2010年同期有高利润率的“星际争霸”PC游戏发行，公司2011年NON-GAAP营业利润率下降超过1,000个基点。然而，基于强劲的上半年业绩，2011年前九个月的营业利润率上升165个基点。

公司的资产负债表仍然是一个积极的因素。考虑到过去12个月公司在股票回购和股息支出方面花费了大约10亿美元，与一年前相比，公司总现金略有增加（29亿美元对28亿美元）给市场留下了深刻的印象。流动资金账户余额令人满意，包括较低的库存和应收账款余额。公司流动比率为3.2比1。与过去几个季度一样，公司没有长期债务。

公司两个最重要的游戏IP：“使命召唤”和“魔兽世界”的近期表现有可能出现不同的趋势。《使命召唤：现代战争3》将于2011年11月11日发行，市场相信它可能会在2011年成为业界最畅销的游戏。相反，暴雪的在线电脑游戏《魔兽世界》的用户群从2011年6月底的1110万降至1030万。下降主要集中在在中国，中国游戏玩家迅速的完成了最新的《魔兽争霸》扩展包《大灾变》的游玩。新的魔兽世界内容将在几周后发行，而且在2012年将推出更多内容的游戏扩展包。此外，新的营销计划可能会阻止或扭转最近《魔兽世界》用户群的下行趋势。2011年暴雪的运营（其中魔兽是最大的组成部

分)可能占动视暴雪年度利润的50%以上。

2011年第四季度,公司NON-GAAP收入指引定为21.7亿美元,摊薄后每股收益为0.55美元。市场的预期和公司指引基本上一致,摊薄后每股收益为0.54美元。除了《现代战争3》和一个名为“Elite”的相关在线服务,其他关键的第四季度发行的游戏包括《Goldeneye 007: Reloaded》,《NASCAR: Unleashed》,《Spider-Man: Edge of Time》和《Skylanders: Spyro's Adventure》(融合玩具世界的游戏世界)。

2011年全年,管理层预计NON-GAAP收入为42.5亿美元, NON-GAAP EPS为0.85美元,高于此前的0.77美元。市场的收入预测为42.6亿美元,每股盈利预测与公司0.85美元的预期相符,比之前的预测高出0.07美元。

2012年,市场NON-GAAP收入预估为45亿美元,与2011年预测相比增长约6%。预计营业利润率将进一步提升,导致摊薄每股盈利为0.94美元,比之前的预测的高0.07美元,比2011年的预测高出11%。

公司股票当时的交易价格是2011年NON-GAAP每股摊薄收益0.85美元的15.3X。扣除每股约2.50美元的现金余额,该股票的交易价格为调整后的2011年营业利润预测的12.7X。同样,公司股价为2012财年每股摊薄盈利预测0.94美元的13.9X,扣除现金后为11.4X。这估值相对于公司的增长前景和历史数据依然非常具有吸引力。公司的预期PE倍数在过去四年中大约为13X-29X,平均约为18X。这不包括2006年季度净亏损期和PE倍数大幅上升时期。

公司年度营业利润率和盈利呈上升趋势。由于强劲的现金流,公司可能继续股票回购和股息年度增长,同时保持25亿至30亿美元的现金余额。考虑到2012财年每股摊薄盈利预测0.94美元,公司估值如果略有提升到16X,公司股价应为每股15美元。每股15美元的股价是扣除每股2.50美元的现金后2012年营业盈利预测的13.6X,考虑到公司强劲的现金流,公司可以维持现金余额,同时继续回购股票并支付股息。

部分投资者假设在未来12个月内公司的估值会提升(基于2012年每股盈利预测的PE为16.0X,而当前预测2011年每股盈利预测的PE为15.3X)。这可能是因为投资者对公司业务的行业领先低位,以及其大量现金状况和自由现金流的利用情绪有所改善。

投资者对公司第三季度的结果很满意,特别是考虑到相对较小的发行量。与上一季度一样,投资者并未想到公司的收入和每股盈利将大大超出市场的一致预期。而《魔兽世界》MAU的减少和未来“使命召唤”游戏的销量难以和历史成绩媲美是当时市场最关注的问题。公司股价未来一个月下跌了8.1%。

2012年2月,公司披露了2011财年四季报。公司第四季度的结果令人满意。《使命

《使命召唤：现代战争3》于11月发布，并成为2011年全行业最畅销的游戏。此外，它还超越了去年的《使命召唤：黑色行动》。NON-GAAP销售额为24.08亿美元比去年同期下降约5%，因为2010年第四季度有PC扩展包《魔兽世界：大灾变》的强劲销售，但依然优于市场的预期。与最近几个季度相似，公司每股盈利超出了市场的预期。公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.62美元，而一年前为0.53美元。这远高于市场0.56美元的预期。本季度NON-GAAP收入中约有13%来自数字（高利润率）内容交付，包括订阅和内容下载。超过一半（52%）的收入来自北美，其余地区则为欧洲（42%）和亚太（6%）。主机游戏占收入的70%，而在线多玩家角色扮演游戏（主要是订阅付费）占11%。PC类占收入的7%，掌机游戏业务占4%，而利润率较低的分销业务占8%。公司NON-GAAP营业利润率在本季度提高了160个基点，2011年全年提高了170个基点。考虑到行业环境低迷，去年的“使命召唤”游戏基数较高，以及暴雪没有发布新游戏（不像2010年），这是令人满意的结果。

公司的资产负债表仍然非常健康。尽管公司对业务进行了重组，并以股票回购和股息的形式向股东返还了近9亿美元，期末大约仍有35亿美元的总现金与一年前相比几乎没有变化。公司营运资金账户余额令人满意，流动比率为2.1比1。与过去几个季度一样，公司没有长期债务。

公司继续回购股票，第四季度支出1.68亿美元，2011年全年支出6.92亿美元。此次回购活动是2011年授权的15亿美元计划的一部分。随着第四季度财报的发布，管理层宣布了新的10亿美元回购计划。按当前价格计算，这约占公司股份基数的7%。回购活动将在未来几个季度继续。管理层还宣布年度股息增加9%。每股0.18美元的新股息将根据计划在2012年5月16日付款生效。市场投资者对股息增长感到高兴，这与市场预期的一样。动视暴雪于2010年第一季度开始支付股息，于2011年第一季度上调，并于2012年第一季度再次上调。预计未来股息率会以年度的频率增长。

2012年，公司NON-GAAP收入指引定为45亿美元，摊薄后每股收益为0.94美元。这符合市场之前的预测；然而，由于投资者对公司产品的信心，略微提升了预测前景。市场预测的NON-GAAP收入为45.2亿美元，摊薄后每股收益为0.95美元。除了秋季有新的“使命召唤”游戏之外，最近推出的“Skylanders”系列和暴雪的几个新游戏也会提供显著的贡献，包括备受期待的预计会在2012年第二季度发行的《暗黑破坏神3》。对于2012年第一季度，少量的产品发行规划将导致公司收入下降和每股盈利降低。管理层指引包括NON-GAAP收入5.25亿美元和NON-GAAP每股摊薄收益0.03美元。相比之下，2011年第一季度的收入为7.55亿美元，每股收益为0.13美元。预期的下降并没有反映公司基本面疲软，而是因为假定的产品发行量较少（只有《使命召唤：现代战争3》的

新DLC内容)。对于2013年，市场假设公司收入增长4%（保守的假设），营业利润率小幅增长以及公司持续的股票回购。市场预测的NON-GAAP每股摊薄收益为1.04美元。

公司股票当时的交易价格是2012年NON-GAAP盈利预测的每股摊薄收益0.95美元的13.0X。扣除每股约3.00美元的现金余额，该股票的交易价格约为调整后的2012年营业利润预测的10.0X。此外，公司股票当时的交易价格为2013年每股盈利预测1.04美元的11.9X和扣除现金后的9.1X。这个估值水平相对于公司增长前景和历史估值数据是具有吸引力的。自2008年7月Activision和暴雪娱乐公司合并以来，公司的预测PE倍数约为13X-28X，平均值为16X以上。

公司年度营业利润率和盈利呈上升趋势。由于公司强劲的现金流，公司可能继续股票回购和股息年度增长，同时保持25亿至30亿美元的现金余额。考虑到2013年每股摊薄收益预测为1.04美元，在对应15X估值的时候，股价应为每股15.6美元。这相当于扣除每股2.50美元的现金后对应2013年营业盈利预测的12.2X。

假设未来12个月公司估值会有提升（预计2013年每股盈利预测为14.4X，而2012年每股盈利预测的当前倍数为13.0X）。这可能是由于投资者对公司业务的行业领先地位，其大量现金状况以及自由现金流的利用等有利形势导致情绪有所改善。此外，由于近期整体经济（消费者信心和失业率）的改善以及看似有吸引力的产品线，预计行业环境将从过去的水平（过去36个月中26个月的软件销售额下降）有所改善。《魔兽世界》的MAU的情况和未来“使命召唤”游戏的销量依然是市场最关注的问题。虽然公司业绩继续超出市场预期，公司股价在短期内没有太大的波动。

2012年05月，公司披露了2012财年一季报，在只有少数产品发行的期间，公司NON-GAAP收入为5.87亿美元，比去年同期下降了22%，略高于市场的预期。“使命召唤”系列游戏的DLC以及“Skylanders”游戏系列的持续销售是本季度收入的主要来源。NON-GAAP每股摊薄收益0.06美元超出市场预期的0.04美元和管理层指引的0.03美元，一年前，则为0.13美元。第一季度通常也是公司全年业绩最低的季度。公司最重要的游戏IP之一“使命召唤”继续与消费者产生共鸣，该游戏IP拥有DLC的大量销售以及年度Elite在线服务的额外订阅。同时以青年为导向的“Skylanders”系列的实力也出乎意料。市场原先对“Skylanders”的盈利潜力有所怀疑，但销售数据一直高于市场的预期。本季度NON-GAAP收入的一半以上来自数字（高利润率）内容交付，包括订阅和内容下载。北美地区占收入的46%，其余则为欧洲（44%）和亚太地区（10%）。在线订阅收入占本季度收入的43%，主机游戏占23%，PC类占19%，掌机业务占4%，利润率较低的分销业务占11%。

公司的资产负债表仍然是一个积极因素。尽管公司进行了大量的再投资，并且在过去的12个月中以股票回购和股息的形式向股东返还了超过8亿美元，但公司期末总现金余额依然达到了35亿美元，这略高于去年同期的数字。公司营运资金账户余额令人满意，流动比率为2.6比1。与过去几个季度一样，公司没有长期债务。

公司继续回购股票，2012年第一季度共支出2.61亿美元。这次回购活动是早些时候授权的10亿美元计划的一部分。预计回购活动将在未来继续。

预计公司2012年NON-GAAP收入为45.3亿美元，每股摊薄收益为0.95美元，这与管理层的新指引数据一致。2012年主要发行的游戏包括《暗黑破坏神3》(暴雪的PC游戏，5月15日)和《使命召唤：黑色行动2》(11月13日)，《Skylanders Giants》(秋季)，以及《魔兽世界》的更新/扩展包和《星际争霸II》的DLC。2012年第二季度，公司产品的发行量有所增多，公司指引为NON-GAAP收入为8.05亿美元，NON-GAAP每股摊薄收益为0.10美元。市场预测公司收入为8.03亿美元，每股摊薄收益为0.11美元。收入应该由新版本的《Prototype 2》，《Battleship》和《The Amazing Spider-Man》以及“使命召唤”的新DLC驱动。在2011年同期，公司的收入为6.99亿美元，每股摊薄收益为0.10美元。

针对2013财年，假设收入增长率略低于4%（保守的假设），营业利润率略有扩张以及持续的股票回购。市场预测的NON-GAAP每股摊薄收益为1.07美元。

该股票当时的交易价格是2012年NON-GAAP盈利预测的13.1X，是2013年盈利预测的11.9X。扣除每股约3.00美元的现金余额，该股票的交易价格约为2012年经营盈利预测的10.0X，是2013年经营盈利预测的9.2X。估值相对于公司增长前景和历史估值数据是具有吸引力的。自2008年7月Activision和暴雪娱乐公司合并以来，公司的预期PE倍数约为12X-28X，平均约为15.5X。

虽然公司的业绩略微超出市场的预期，《魔兽世界》的MAU的情况和未来“使命召唤”游戏的销量依然是市场最关注的问题。大股东的情况也是市场另外一个关注点。由于Vivendi业绩令人失望，公司股价在未来一个月下跌了10.2%。

2012年11月，公司披露了2012年三季报，公司第三季度业绩远高于市场预期。在第二季度PC平台上发布的《暗黑破坏神III》和9月末发布的《魔兽世界：潘达利亚之雾》的持续强劲销售带动下，公司NON-GAAP收入比上年同期增长20%至7.51亿美元。而市场的预期为7亿美元。公司经营利润率提高了近700个基点，反映了暴雪PC业务的高利润率和良好的经营杠杆效应。公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.15美元，远高于一年前的0.07美元和市场预期的0.08美元。一次性税收优惠帮助公司每股摊薄收益提高了

0.04美元。自5月发布以来,《暗黑破坏神III》的销售一直保持强劲,可能是由于1) 高游戏质量, 2) 该IP的忠实粉丝基数, 以及3) 2000年发行的《暗黑破坏神II》的时间过为久远导致被压抑的需求得到了爆发式的释放。与此同时,《魔兽世界:潘达利亚之雾》也导致了受到密切关注的魔兽用户群的增加。

值得一提的是, 尽管产生了大量的自由现金流和持有大量现金余额, 但公司并未在本季度回购任何股票。管理层对此事提出的信息很少, 但可以预测公司也许将节省现金用于将来某事件的大量使用。 公司大股东Vivendi 仍未公布其在动视暴雪持有的62%股权(6.84亿股)的未来计划。 该股权当时的市值超过75亿美元。 凭借2008年Activision与Vivendi Games(暴雪娱乐的母公司)的合并, Vivendi旗下电信/媒体/娱乐实体并入了了维旺迪股份。 Vivendi投资者普遍对Vivendi的经营业绩和公司过去几年的股价感到失望, 管理层被认为正在考虑重组举措, 其中可能包括出售其动视暴雪的股权(估计价值超过75亿美元), 以便管理层更多地关注其核心业务。动视暴雪的投资者都在密切关注局势, 并确信潜在的交易可能会以有序的方式进行。

管理层给出了假日季度的财务前景。公司NON-GAAP的收入预计为24亿美元, 与一年前的强劲数据相符, 但高于最近的市场预期。情绪的改善反映了《Skylanders Giants》(10月发布的流行玩具/视频游戏)的强劲开端以及令人鼓舞的《使命召唤:黑色行动2》(将于11月13日发布)的预购情况。关于《黑色行动2》, 市场认为该游戏可能超过去年创纪录的《使命召唤:现代战争3》的销售额。“使命召唤”品牌依然非常强劲, 其在线增值服务继续吸引玩家, 该游戏现在拥有超过240万的月付费用户。 第四季度的NON-GAAP每股摊薄收益预计为0.70美元, 高于去年同期的0.62美元和市场最近的0.68美元的预期。这将使2012年全年的每股摊薄收益达到1.10美元, 比先前的指引高出0.11美元, 比2011年的盈利高出18%。指引上调是由于公司第三季度业绩的强劲表现和被看好的第四季度前景, 包括《使命召唤:黑色行动2》(12月13日发行)的前景。

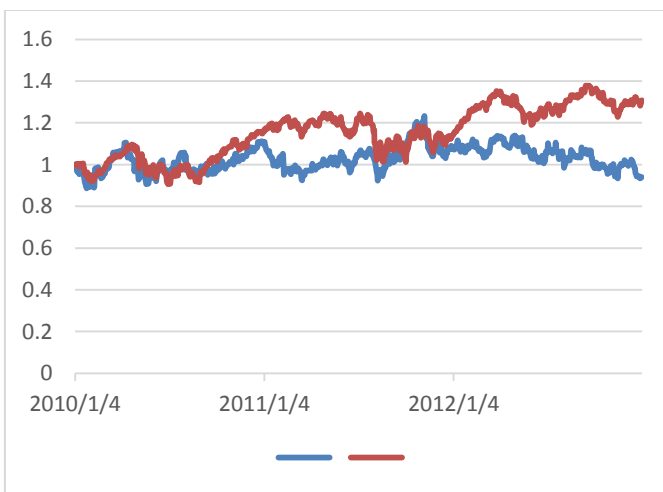
公司没有给出2013年业绩的官方指引, 2013年的产品亮点包括暴雪的“星际争霸”系列的计划更新, “使命召唤”IP新游戏的传统秋季发布, 以及可能来自备受赞誉的独立Bungie工作室的新游戏。此外, 市场期望在中国的《使命召唤online》能做出重大贡献。市场预计2013年公司的运营现金流将达到10亿美元。2013年公司面临的挑战主要包括: 与强劲的2012年业绩的比较, (在2012年度, 公司每一个主要游戏IP(包括一些不是年度发布模式)都发行了新版本的游戏和并且取得了成功)以及预期更高的税率和与行业的主机转换相关的不确定性。管理层估计《暗黑破坏神III》和税收优惠在2012年造成的每股盈利约为0.25美元, 这部分贡献都预计不会在2013年重现。为了反

映这些因素，市场将从先前的2013年的每股摊薄收益的预测1.10美元中减去0.05美元。重要的是，由于大股东的不确定性，市场没有假设公司会有大量的股票回购，然而回购授权剩余仍然超过9亿美元。

该股票当时的交易价格是2012年NON-GAAP每股摊薄收益的10.1X，是2013年预测的10.6X。扣除每股近3.00美元的现金余额，该股票的交易价格约为调整后的2012年营业利润预测的7.6X，是2013年营业利润预测的7.9X。这个估值水平对应公司的增长前景和历史数据具有吸引力。在过去五年中，公司的预期PE为11X-37X，平均约为15X。

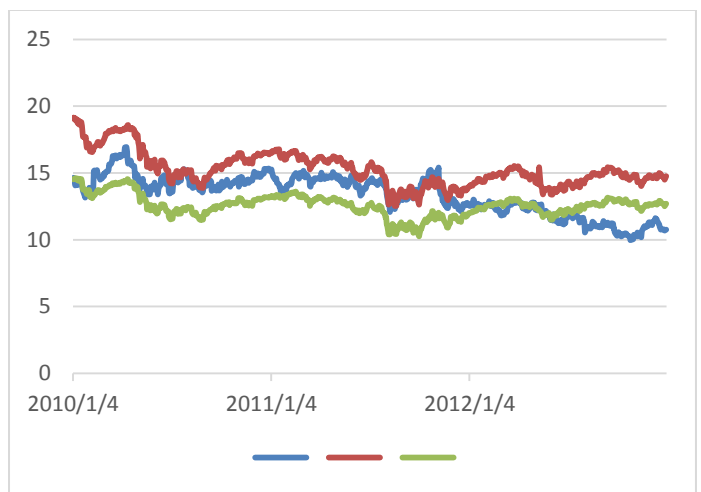
公司的业绩虽然远高于市场预期，然而大股东的不确定性（出售公司股份或者派发大额股息的可能性）是当时压制公司估值的主要因素，如果事件落地，可以假设在未来12个月内公司的估值会有所提升。假设公司的估值提升到15X，对应2013每股摊薄收益1.05美元，公司股价为每股15.75美元，相当于当时公司股价43.2%的涨幅。而公司的行业领先地位，其大量现金头寸，大量自由现金流的利用，未来可能更高的股息率，当前流行游戏IP以及强大的产品线等均有助于公司恢复到15X的估值水平。近期整体经济（消费者信心和失业率）的回升以及更集中和更高质量的产品也支持公司修复到15X的估值，甚至更高。除了大股东的不确定性，投资者的关注点主要是未来的“使命召唤”游戏发行情况，以及《魔兽世界》用户群的变化。

图 22、2010年-2012年动视暴雪股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 23、2010年-2012年动视暴雪 FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(三) Take-Two

Take-Two在2010年11月公布了其财政年度将产生改变，未来公司的财政年度将像其他几个游戏行业运营商一样转移到3月份的期末。作为向新财年结构过渡的一部分，该公司将把接下来的季报结果改为公告截止至2010年12月31日前的三个月的运营结果，然后是截至2011年3月31日前的十二个月年报结果。

截止至2010年12月，公司股价在过去12个月内飙升56%，而纳斯达克综合指数上涨22%，标准普尔500指数上涨14%。由于公司盈利情况有所改善，投资者普遍变得更看好该公司股票。然而，随着股价的上涨，公司估值也有所上升。公司不稳定的收益历史使得传统的PE分析有些困难；然而，股票的交易价格是截至2011年3月31日财年NON-GAAP每股摊薄收益预测的22X，是截至2012年3月31日的财政年度盈利预测的21X。值得注意的是，这两年财政年度都不会有新的“GTA”游戏发行。

尽管过去一两年内公司产品组合有了显著改善，但Take-Two依然严重依赖其顶级游戏系列IP“Grand Theft Auto”。最后一个完整的“GTA”游戏发行于2008年4月。“GTA”是业界顶级的游戏IP之一。市场原本预计近期会有关于下一个“GTA”游戏的信息发布，并且在此之前已将该游戏纳入之前的2012财年年（10月底）的盈利预测中，因为普遍预测游戏会在2012年的10月初的发行。然而由于游戏信息缺乏更新，使得市场对此发行日期的假设信心不足。并且即使2012年10月下旬公司发布“GTA”新游戏的可能性仍然存在，根据新的财政年度变更，这也将记入在公司新的2013财年（3月底）。最后，市场也在等待公司其他几个主要游戏（《BioShock Infinite》，《XCOM》以及“Red Dead”和“Max Payne”游戏的续集）的发布日期的更多细节。

Take-Two最近情况的改善令人印象深刻，并相信这个利基视频游戏发行商前景光明。然而，投资者也认为由于产品发布时间表的不稳定性，部分高基准的历史盈利存在以及下一次GTA游戏的不确定性，公司股票股价可能会出现波动。投资者现在更愿意保持观望，并等待可能产生约20%年回报率的潜在切入点。

截至2010年10月31日的前三个月，公司净收入为3.73亿美元，比去年同期增长32%。本季度的收入主要由《NBA 2K11》提供，与前几年不同，由于EA的“NBA Live”系列停止制作，公司的“NBA 2K”系列今年没有直接的竞品。其他提供收入的游戏包括《Mafia II》，《Civilization V》和一些游戏的早期版本，包括《Red Dead Redemption》。该季度约59%的收入来自北美，其余41%来自海外。PlayStation 3游戏机的游戏占本季度收入的38%，Xbox 360占34%，PC占15%，其他平台占13%。

由于多个内部开发的产品以较高的销售价格取得成功，公司毛利率较上年同期飙升约770个基点。公司总运营支出仅增长10%，从而带来有利的经营杠杆效应。NON-GAAP每股摊薄收益为0.67美元大幅高于去年同期0.10美元的水平。市场的一致预期仅为

0.31美元。这一优势归功于《NBA 2K11》和其他游戏的成功，以及在过去一年左右公司费用减少后更有效的成本结构。这是公司连续第二个季度业绩远远超出市场预期。除连续第二个季度产生重大盈利惊喜外，这是公司连续第五个季度业绩同比增长的结果。更重要的是，一系列有利的季度业绩可能会增加投资界对管理层的信心，并增强其对公司产品组合的信心。

公司的资产负债表表现稳健，截止至2010年10月31日，公司的现金和等价物为2.51亿美元。根据NON-GAAP摊薄后的股票数量，这意味着每股摊薄超过2.50美元。公司应收账款储备金为6200万美元，占应收账款总额的27%，高于去年同期水平，但略低于市场认为的合理水平。1.04亿美元的长期债务约占公司总资本的14%，这反映了公司的1.38亿美元可转换票据的会计处理，由于可转换特征的期权价值，该票据部分归类为公司权益。

管理层也为即将到来的季度提供财务指引。截至2010年12月31日的三个月，公司净收入预计为2.9亿至3.15亿美元，NON-GAAP每股摊薄收益为0.25美元至0.35美元。市场的盈利预测为每股0.31美元。业绩的主要贡献产品预计将包括《NBA 2K11》（2010年10月初发布），《Nickelodeon Fit》（11月发布的Wii游戏机），“新嘉年华游戏”（9月发布），《Red Dead Redemption: Undead Nightmare》（5月发布的DLC）。

截至2011年3月31日的三个月（Take-Two的新财年第四季度），公司净收入预计为1亿至1.5亿美元。NON-GAAP净亏损预计在0.50美元至0.60美元之间。市场的每股盈利预测为每股净亏损0.55美元。预计净亏损的主要原因是该季度发行的游戏较少以及该时间段主要发布的《MLB 2K11》的经济性不佳，这是一个对该公司来说实质上无利可图的游戏IP。事实上，市场预计Take-Two将在2012年合同到期时放弃该IP。公司管理层过去曾表示，放弃此IP可能会使年度每股盈利至少提高0.30美元。

管理层还为截至2011年3月31日的新财年提供了财务指引。公司净收入预计为10亿-11亿美元，而NON-GAAP每股摊薄收益预计在0.50美元至0.65美元之间。这一年度展望主要是因为该公司今年取得巨大的成功的产品，《Red Dead Redemption》（2010年5月发布）。市场每股盈利预测为每股0.58美元。

市场对公司2012财年的初步每股摊薄收益的预测为0.60美元，与2011财年的数据相似。《L.A. Noire》被公司官员认为是公司备受赞誉的Rockstar游戏工作室的突破性技术成就，而且不包括在管理层的新2011财年的指引中。因此，市场将该游戏计划的“春季”发行日期解读为2012财年第一季度（2012年4月至6月）。预计2012财年的其他重要发布包括《Duke Nukem Forever》，《XCOM》和《BioShock Infinite》。

市场对公司2013财年的初步展望为净收入15.75亿美元，NON-GAAP每股摊薄收益为

2.00美元。在本财年的预测中，市场假设了有新的“GTA”系列游戏，但对游戏的确切发布日期没有准确的时间。从市场的公司2012年的预测业绩中可观的每股盈利增长也反映出公司将放弃“美国职业棒球大联盟”的IP授权；该IP的多年期授权对公司来说无利可图（估计净亏损为每股0.30美元至0.40美元）并持续到2012年。

公司股票当时的交易价格反映了公司原2011财年-2013财年（10月财政年度）期间平均每股摊薄收益0.88美元的15X估值。这相比于公司曾经盈利的五年期间（2001-2006）平均预期PE的10%的折价。此外，15X的预期市盈率与纳斯达克综合指数的预期市盈率相似。

按当前价格计算，公司的市盈率约为新的2011财年（3月财政年度）每股盈利预测的22X，是2012财年预测的21X，是2013财年预测的6X。平均这三年，PE倍数大约为12X。尽管这个估值长期看具有一些吸引力，但近期的不确定性以及上述几个因素导致市场会偏谨慎一些。

Take-Two最近情况的改善令人印象深刻，2010年公司股价飙升了56%，远远超过了纳斯达克综合指数22%的涨幅和标准普尔500指数14%的涨幅。从长远来看，公司对“GTA”IP的依赖仍然是一个问题，但不如过去那么严重。公司当时拥有超过六个备受瞩目的重磅级游戏IP，新项目的开发可能会增加公司未来几年重量级游戏IP的总量。随着公司产品线的更多信息的出现，市场预计会对公司的预测前景进行一些改进。而近期公司股价的飙升也对公司股价短期造成了一定的压力。公司股价在随后的一个月下跌了3.2%。

截至2011年9月30日的2012财年第二季度，公司NON-GAAP收入为1.07亿美元，大幅低于去年同期的2.45亿美元，不过去年同期有非常多的新游戏发行。公司最近一个季度的销售额主要来自于前几个季度发行的游戏。不过，这个数字还是超出了市场预测的8100万美元。公司NON-GAAP净亏损为每股-0.47美元，低于市场预期的每股净亏损0.57美元，2011财年同期，公司每股摊薄收益为0.20美元。公司第二季度财务业绩是影响投资者情绪的一个小因素，因为公司未来游戏产品的发行计划似乎已成为更受关注的焦点。

公司资产负债表状况良好。截止至2011年9月30日，公司的现金和等价物为2.7亿美元，长期债务为1.11亿美元。1.59亿美元的现金净额约为每股2美元。2011年11月11日，公司宣布打算发行2016年到期的2亿美元可转换优先票据，并可选择额外支付3000万美元以支付超额配售。此次配售预计将于2011年11月16日结束。票据将每半年支付一次利息，利率为1.75%。在某些情况下，票据将可转换为公司股票，转换率为52.3745

股，相当于每股19.09美元的初始转换价格。相对于公司最近的收盘价，转换溢价约为32%。公司表示所得款项净额将用于“一般企业用途，可能包括收购及其他战略投资。”此消息后，公司股票表现疲弱，可能是由于潜在的盈利稀释。

市场对公司“NBA 2K”游戏的假设也试图保守。由于球员协会和联盟所有者之间的劳资纠纷导致当时联盟的停摆，游戏销售前景可能会受到影响。NBA赛季通常在每年10月初开始，但2011年11月还没有安排比赛。预计《NBA 2K12》（2011年10月发布）将成为2012财年业绩的主要贡献者，但销量低于去年同期的《NBA 2K11》。

市场提高了对2012财年的盈利预测。这主要是因为第二季度的收入和收益均好于预期（净亏损小于预期）。截至2012年3月31日的财政年度，市场预测公司NON-GAAP收入为10.45亿美元，略高于此前预测的10.35亿美元。这也反映了公司相当强劲的下半财年的发行计划；包括预计在第三季度发行的《NBA2K12》、《黑色洛城》以及预计将在第四季度发行的《马克思佩恩》、《黑暗领域2》等。市场投资者将2012财年每股摊薄收益预测从之前的0.15美元上调至0.19美元。管理层的指引范围相对较宽，为0.10美元-0.35美元。

市场假设《GTA V》将在2013财年的后期发布。此外，另外两个因素导致市场对2013财年盈利前景的看好。首先，有一些重要的游戏将在2013财年发行，包括《生化奇兵》、《XCOM》、《无主之地》等。《BioShock: Infinite》可能是最值得关注的游戏。其次，美国职业棒球大联盟的无利可图的IP授权将不再是一个影响因素，因为Take-Two的最后一款“MLB”游戏将在2012财政年度发行。没有了“MLB”授权和相关游戏的拖累，将产生约每股摊薄0.30美元的正影响。管理层预计2013财年的NON-GAAP每股摊薄收益将超过2.00美元。这种有利的前景可能是因为备受期待的《GTA V》，但管理层只确认了该游戏正在开发中。假设该游戏将在2012年10月至12月季度中发布，这是公司2013财年第3季度。这款长期研发的游戏可能对公司收益产生重大的积极影响。“GTA”一直是业界最成功的游戏IP之一，每一款新游戏都比其前任产品销售更好。最后一个完整的GTA游戏是2008年4月正式发行的《GTA IV》。

市场对公司2013财年的收入预测仍为17亿美元，较2012财年的预测增长超过60%。假设毛利率改善和相当显著的经营杠杆效应，市场预期的NON-GAAP每股摊薄收益为2.38美元，较之前预测的数据上涨0.38美元，原因是经营利润前景更为乐观。虽然市场对公司2013财年的盈利预测考虑了《GTA V》游戏发行的影响，但该公司近期在“非GTA”年度（如2011财年和2012财年）的盈利能力的加强使得公司的基本面得到了根本性的改善。以前，当没有新的“GTA”游戏发行时，公司通常会净亏损。这一改进代表了公司最近的重组，成本合理化战略取得了成功。最重要的是，公司开发出了强大的

游戏IP组合。

当时公司的交易价格约为2012财年每股摊薄收益预测(低迷收益)的76X,以及2013财年(反映新“GTA”游戏)每股盈利预测的7X,用传统方法讨论公司估值将非常困难。此外,由于公司不稳定的收益历史(包括年度净亏损等情况),因此很难进行公司估值历史分析。对于Take-Two的估值,市场使用了每股摊薄收益1.14美元这个多年平均数字。这代表了公司三年期间的平均收益(2011财年实际业绩和2012财年-2013财年的预测业绩)。选择这个时间框架是因为这个时间段里包含了有大量产品发行但非GTA年度(2011财年),预期发行量下降的年度(2012财年),以及应该发行几个主要游戏并且发行GTA的年度(2013财年)。当时公司股票的交易价格对应公司平均每股摊薄收益的12.6X。相比之下,标准普尔500指数的预期市盈率为12.5X,而纳斯达克综合指数的预期市盈率为13.2X。

公司近期股价疲软和盈利预测的上升使得公司的估值显得有吸引力。另一个因素是市场对公司未来产品发行规划的期待,特别是2013财年。公司最近发布的有关《GTA V》(可能在2013财年发布的重磅游戏)的信息使市场更有信心。公司健康的资产负债表和良好的管理团队也为公司增加了吸引力。

针对未来预期三年(2012财年-2014财年)平均年每股摊薄收益1.21美元的数据,如果对应15X的估值,公司股价约为每股18.2美元,相当于公司当时股价23.3%的增幅。市场投资者预计公司的估值会有所提升,主要是因为公司在预期未来期间的强劲业绩,并且没有年度净亏损的情况,新“GTA”游戏发布带来的财务收益,在没有收购的情况下公司现金余额有所增加,以及行业和宏观环境的部分改善。15X的估值假设低于过去十年公司预期估值的平均倍数16X,计算平均值时不包括季度净亏损时期以及异常高PE的时期。

这还没有考虑公司被收购或私有化的可能性,尽管Take-Two是一家非常有吸引力的公司。凭借着多年来大幅改善的产品组合和健康的资产负债表,以及Take-Two相对较小的规模(13亿美元的市值)可能会吸引其他投资者。历史上,Take-Two在2008年2月拒绝了其竞争对手Electronic Arts每股26美元的现金收购报价,公司管理层认为该报价低估了公司的潜在经营业绩。

著名投资者卡尔·伊坎(Carl Icahn)通过其商业实体持有该公司约8%的股份。Icahn是公司的长期投资者,今年将其持有股权比例从12%降低到8%。此外,Icahn阵营当时拥有该公司八个董事会职位中的三个。

虽然公司业绩略微超出市场预期,然而公司发行可转化票据是近期公司股价表现

疲软的一个重要原因(随后一周公司股价下跌了9.9%),公司账上现金尚有2.7亿美元,发行可转化票据让投资者心存疑虑。对于“GTA”系列游戏的依赖度(过去几年“GTA”的收入平均占公司总收入的30%)降低则是长期利好。未来三个月,公司股价上涨了10.5%。从下跌后开始计算的话,公司股价上涨了22.6%。

2012年2月,公司披露了2012财年的三季报。公司第三季度业绩略好于预期。截至2011年12月31日的三个月,公司NON-GAAP收入为2.36亿美元,大大低于去2011财年同期的3.34亿美元,2011财年同期公司发行了更多的新游戏。市场预测的收入为2.5亿美元。最近一个季度的收入主要是由《NBA 2K12》和之前发行的一些游戏提供,包括来自“GTA”系列游戏,《Red Dead Redemption》,《L.A. Noire》和《Borderlands》等游戏。一年前,《Red Dead Redemption》和《NBA 2K11》(今年的NBA游戏受到联盟停摆的影响)的强劲销售导致了公司业绩表现强劲。公司2012财年第三季度的NON-GAAP每股摊薄收益下降了47%为0.27美元,但高于市场预期的0.23美元。

此外,《Max Payne 3》是一款备受瞩目的游戏,原本预计将成为2012财年第4季度(3月期末)利润的重要贡献者,然而在2012年1月中旬,公司宣布该游戏推迟发行约两个月。这意味着该游戏现在将成为公司2013财年第一季度发行计划的一部分,这将导致公司盈利预测发生重大变化。市场之前对公司2012财年第四季度NON-GAAP每股摊薄收益的预测为0.31美元,而现在新的预测为每股净亏损-0.58美元。这导致市场对2012财年的预期变为每股净亏损-0.68美元,而此前市场的预期为每股盈利0.19美元。《Max Payne 3》的发行时间延迟有利于2013财年。市场将2013财年收入预测上调了1亿美元, NON-GAAP每股摊薄盈利预测上调0.25美元至2.45美元。管理层对《GTA V》这款备受期待的游戏几乎没有新的信息披露,除了开发团队“取得了很大的进步。”市场预期在接下来的几个季度中,可以了解到有关游戏的更多信息以及潜在的发行窗口。当时市场普遍继续假设该游戏会在2013财年发行,并可能在该财政年度的下半年。管理层重申其先前指引的2013财年NON-GAAP每股摊薄收益“超过每股2.00美元。”这一观点并没有随着《Max Payne 3》纳入该财政年度的发行而改变。

公司从2012财年净亏损大幅波动至2013财年利润大幅增加的另一个原因是来自于美国职业棒球大联盟的无利可图的授权许可到期。公司的最后发行的“MLB”游戏定于2012年3月发行(公司2012财年末)。管理层过去曾表示,预计摆脱MLB授权及相关游戏的研发将在2013财年产生约0.30美元的正面影响。

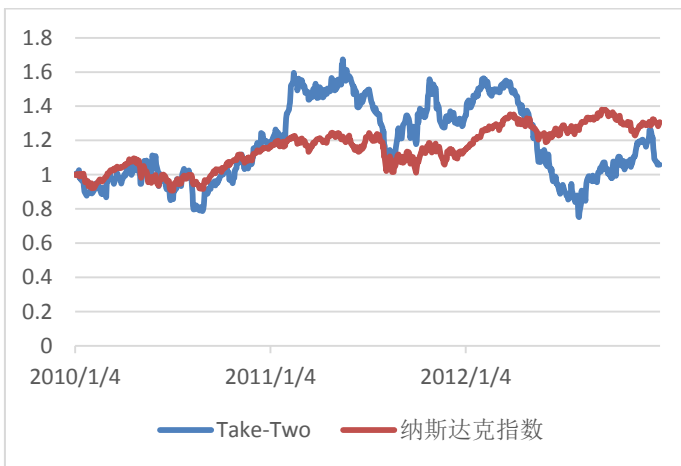
由于公司不稳定的收益历史(包括年度净亏损),Take-Two的历史PE分析难以进行。市场投资者使用每股摊薄收益0.93美元的平均年收益数字来对公司进行估值。这代表

了公司三年期间的平均收益（2011财年实际业绩和2012-2013财年预测业绩）。选择这个时间框架的平均每股摊薄收益来为公司估值，是因为这个时间框架包括有大量新游戏发行但非“GTA”年度（2011财年），发行量大幅减少导致业绩大幅下滑的年度（2012财年），以及有几个主要产品发行的“GTA”年度（2013财年）。当时公司股票交易价格为平均每股收益的16.9X。标准普尔500指数和纳斯达克综合指数的交易价格分别为预期收益的13X和16X。

由于预计未来期间的公司业绩预期改善以及对资产负债表的潜在影响（强劲的现金产生），公司的估值会有所提升。这可以允许公司在业务中进行收购和/或重要的投资（创建更多IP，更积极地推动数字销售等）。预计未来三年（2012财年-2014财年）公司平均年度每股摊薄收益为1.01美元，如果对应20X PE，公司股价应为每股20.2美元，相当于当前股价20%的涨幅。这还没有考虑公司被收购或私有化的可能性。

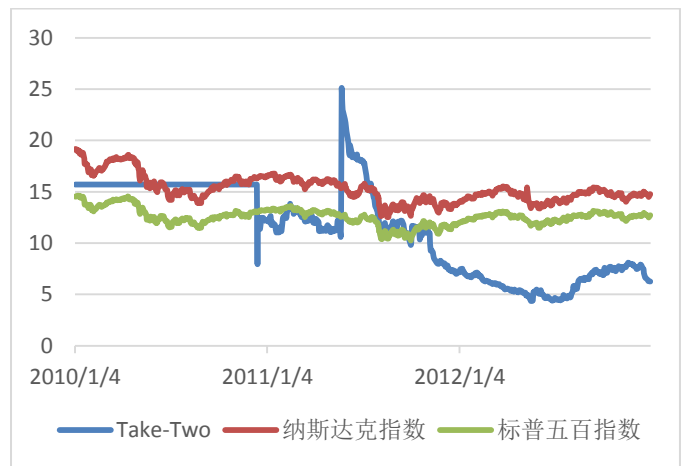
市场对公司的未来产品的发行计划看好，特别是对于2013财年（预期中的“GTA”年）。公司健康的资产负债表、良好的管理团队以及超出市场预期的业绩都增加了吸引力。《Max Payne 3》的延期发行并没有对公司股价造成太大的负面影响，相反，公司股价在该游戏延期发行的信息公布后，一周上涨了12.2%。然而由于直到2012年下半年，《GTA V》的新消息依然不多，对公司股价造成了一定的负面影响（两款游戏体量不同）。

图 24、2010年-2012年Take-Two股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 25、2010年-2012年Take-Two FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(四) 小结

在2010年-2012年期间，虽然美国经济开始复苏，然后欧洲债务危机的爆发使得欧洲经济面临着重大的考验，美国本土的消费者信心也有所不足。游戏主机的销量不如市场预期的高，游戏软件的销售额也几乎一直处于同比下降的境地。对于小型游戏发

行商来说，行业环境异常恶劣。大型游戏发行商的日子相对较好，可以通过多元化的游戏产品化解短期的业绩压力，同时旗下作品的技术壁垒较高，可以有效的巩固自己的市场份额，市场的集中度也越来越高。

EA公司采取了提供更少的游戏，但保证游戏规模更大，质量更好的策略。虽然发行游戏的数量减少，但公司旗下游戏产品的多元化程度依然非常高。公司还促进数字内容收入增长，包括新的分销渠道渗透，以及持续的成本控制/盈利能力改善。在2010年-2012年期间的前期，公司股价跑赢了纳斯达克指数，并且享有一定的估值溢价，出现了公司短期股价上涨过快而回调，但长期依然非常看好。然而顶着“星球大战”IP光辉头衔的《星球大战：旧共和国》，这款耗资3亿美元的作品大幅低于市场预期，被誉为网游史上最失败的游戏。这使得公司在这一领域无法与动视暴雪的《魔兽世界》竞争，原本预期中的长期稳定的现金流没有出现。前期的巨额支出使得公司的盈利受到影响，投资者认为公司未来产品的不确定性增大。公司股价在《星球大战：旧共和国》的月活数据大幅下滑后开始暴跌，估值也略低于纳斯达克指数。

动视暴雪的业绩一直非常不错，常常超出市场预期，而且公司的资产负债表最健康，能够在回购股份和支付年度股息的情况下保持大量的现金余额。然而公司的估值在此时间段的大部分时间里一直被压制，原因包括 1) 公司对旗下的游戏产品做出大幅度的调整，放弃“吉他英雄”等知名IP。 2) IW工作室的核心员工被迫离职，并和公司有法律纠纷。 3) 公司大股东的经营状况不佳带了的潜在道德风险，包括支付额外股息等。这些信息在不同的时间给投资者带来了负面的情绪，尤其是大股东带来的风险。因此，虽然公司业绩常常超出市场预期，“使命召唤”系列游戏取得了空前的成功，成为了游戏史上最成功的游戏IP之一，但公司股价在此时间段依然无法跑赢纳斯达克指数，公司估值也一直受到压制。

Take-Two旗下的游戏产品多元化程度有了不错的进步，虽然对“GTA”IP的依赖仍然是一个问题，但不如过去那么严重。公司当时拥有好几个备受瞩目的重磅级游戏IP，包括“NBA 2K”系列、“荒野大镖客”系列、“生化奇兵”系列、“马克思佩恩”系列和“无主之地”系列等等。在非“GTA”年度，公司现在依然能获得盈利。对公司的估值采用了平均年度盈利预测的方法，这将更准确的描述公司的估值情况。

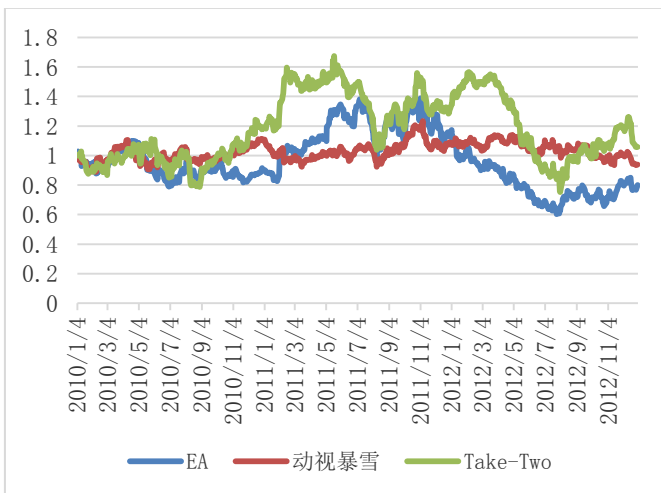
虽然三家公司各自的问题不尽相同，不过结果类似，三家公司的股价表现均弱于纳斯达克指数。EA的股价跌幅超过20%，动视暴雪的股价微跌6%，而Take-Two的股价小幅上涨了5.9%。三家公司的预期估值均低于纳斯达克指数，其中EA相对来说最高，动视暴雪次之，Take-Two最低。

表 2、2010年-2012年三家公司情况对比

	EA	动视暴雪	Take-Two
游戏多元化	高	高	中
技术壁垒	强	强	强
打造 IP 的能力	中上	强	强
资本运作	收购 PopCap Games, 股票回购	股票回购以及年度股息	发行可转换票据融资
管理层能力	中	大股东公司业绩不佳	强
股价	跑输指数	跑输指数	跑输指数
估值	前期享有估值溢价, 后期略低于标普 500 指数	后期相对于标普 500 指数折价	相对于标普 500 指数折价

资料来源：太平洋研究院整理

图 26、2010年-2012年三家公司股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 27、2010年-2012年三家公司 FORWARD PE 趋势



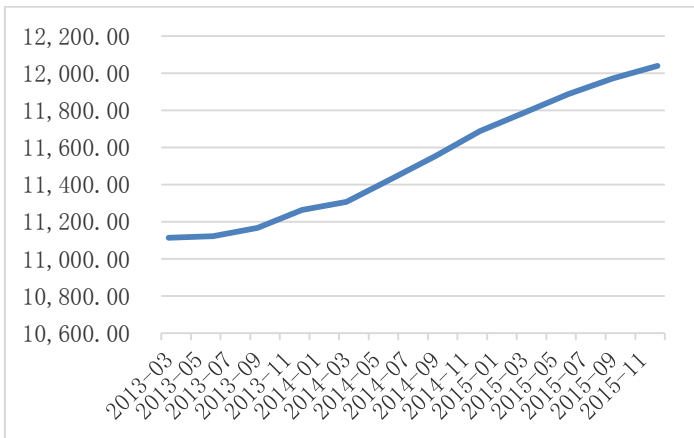
资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

四、2013 年-2015 年

2013年年底, 爱尔兰宣布, 由于经济逐渐复苏, 将正式退出欧盟与国际货币基金组织的纾困机制。爱尔兰也将因此成为遭受主权债务冲击并申请国际救援国家中, 第一个走出危机泥潭的国家。随着欧洲经济的好转, 欧美国家的消费者信心也有所恢复。

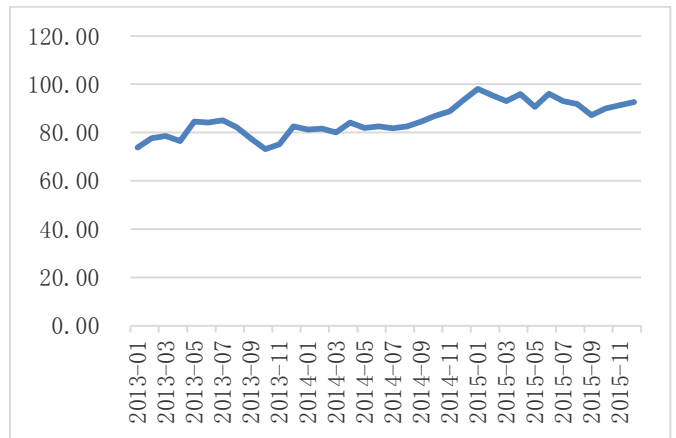
2013年-2015年期间，美国GDP个人消费支出同比增长了6.99%，消费者信心指数也由73.8的低位恢复到92.6，最高时达到了98.10。

图 28、2013年-2015年美国GDP个人消费支出 单位：十亿美元



资料来源：wind、太平洋研究院整理

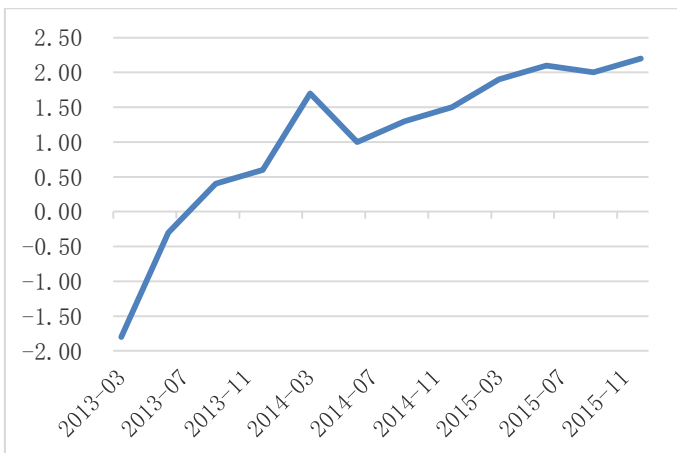
图 29、2013年-2015年美国消费者信心指数



资料来源：wind、太平洋研究院整理

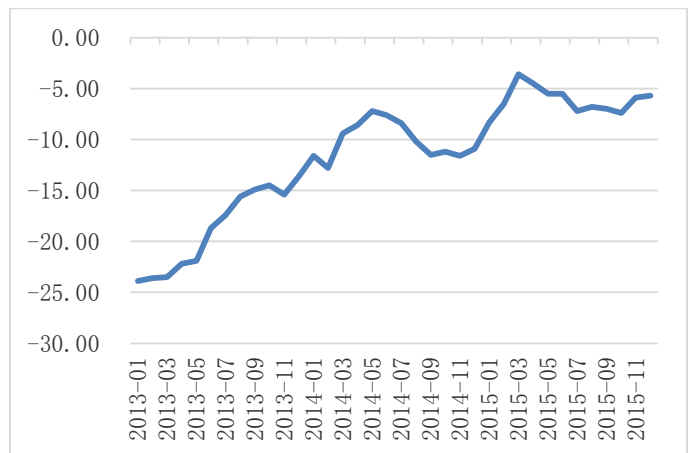
2012年，欧元区19国GDP个人消费支出在2013年前两个季度出现了同比下降的情况，第一季度同比下降了1.8%，第二季度同比下降了0.3%。从2013年第三季度开始，欧元区19国GDP个人消费支出保持同比增长，并处于上升的趋势。到了2015年，第一季度同比上涨了1.9%，第二季度同比上涨了2.1%，第三季度同比上涨了2.0%，第四季度同比上涨了2.2%。欧元区19国消费者信心指数则从-23.9恢复到了-5.7。

图 30、2013年-2015年欧元区GDP个人消费支出同比



资料来源：wind、太平洋研究院整理

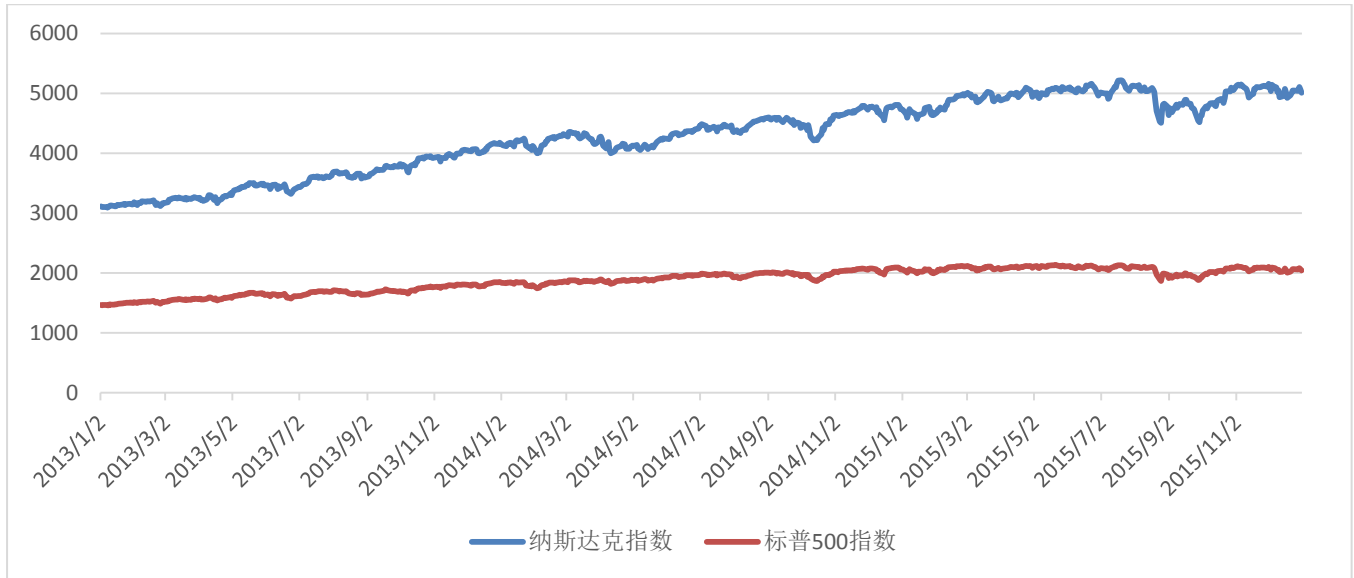
图 31、2013年-2015年欧元区消费者信心指数



资料来源：wind、太平洋研究院整理

美国股市也一直保持着上涨的趋势，虽然在2015年7月由于美国重新进入加息周期，以及英国脱欧，中国股灾等影响出现了中级调整，不过牛市趋势依然没有改变。纳斯达克指数上涨了60.9%，标普500指数上涨了39.8%。

图 32、2013年-2015年纳斯达克指数和标普500指数走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

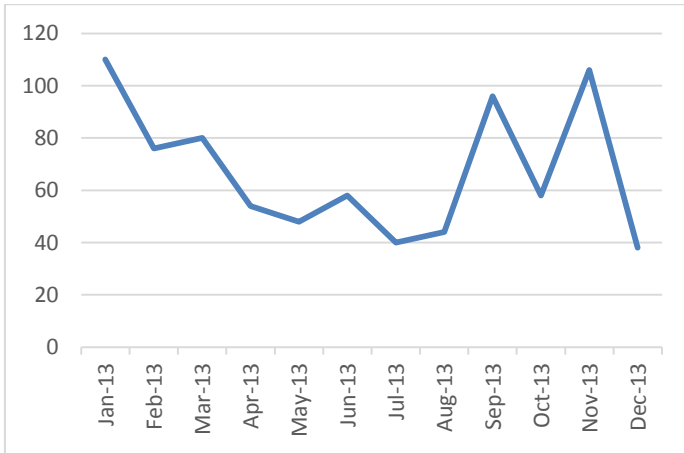
游戏行业环境也得到了改善，微软和索尼计划在2013年10月至12月的季度推出新的游戏主机。在过去的游戏机转型中，消费者表现出令人担忧的购买欲望，这可能是由于购买新主机的费用以及在新主机平台上相对少量的游戏。从游戏发行商方面来看，新主机发售的前期阶段总是会为公司业务带来额外的负担（高昂的研发成本）。然而，新游戏机通常对该行业具有长期积极作用。新一代的游戏主机于2013年第四季度发售，新一代的主机都采用了和PC相同的X86架构，这大幅度节省了游戏研发工作室的学习时间，以及节约了移植成本。新一代主机重振了整个行业，销售情况远远超过了上一代主机发售时的情况。在主机发售的第一年，PS3主机销售了125万台，而PS4主机销售了440万台。PS3平台上的游戏软件销售了200万套，而PS4平台上的游戏软件销售了950万套。第二年，PS3主机销售了790万台，而PS4主机销售了1400万台。PS3平台上的游戏软件销售了3700万套，而PS4平台上的游戏软件销售了7000万套。第三年，PS3主机销售了1020万台，而PS4主机销售了1400万台。PS3平台上的游戏软件销售了8000万套，而PS4平台上的游戏软件销售了1亿套。此外，高利润率的数字（无盘）销售的游戏销量大幅增长，也导致了游戏发行公司的整体利润率持续上升。

图 33、2013年PS3销售情况

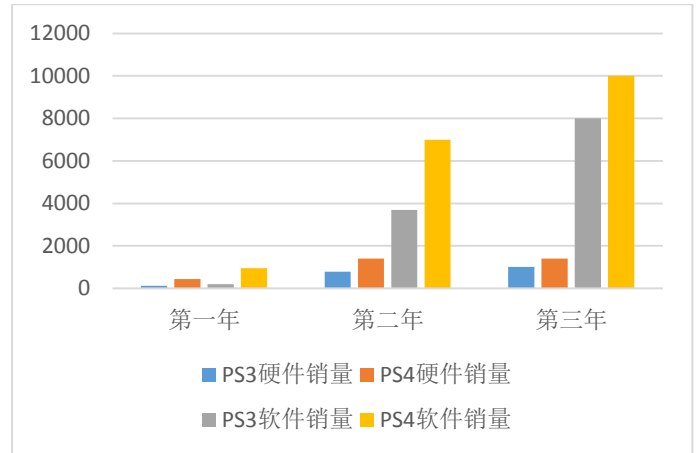
单位：万台

图 34、PS3和PS4同期销售情况对比

单位：万台/万套



资料来源：公开资料、太平洋研究院整理



资料来源：公开资料、太平洋研究院整理

(一) EA

2013年7月，公司披露了2014财年一季报，公司NON-GAAP净收入为4.95亿美元，与2013财年同期的4.91亿美元相差仿佛。约59%的收入来自北美以外地区。对于EA而言，这是一个体量相对较小的季度，公司只发行了一款较为主要的游戏（一款名为《Fuse》的联合发行的主机游戏）。事实上，该季度的净收入仅占管理层40亿美元年度指引的12%。

公司数字端收入同比增长17%，占第一季度净收入的76%。这包括了完整的游戏下载，现有游戏的补充内容，订阅，广告以及移动/掌上游戏的销售。这些类别中的游戏IP包括《SimCity》（完整游戏下载），《FIFA》（补充内容），《Real Racing 3》和《The Simpsons: Tapped Out》（移动版本）。EA旗下产品产生数字收入的还包括《星球大战：旧共和国》。该游戏游戏于2011年12月首次亮相，公司原本希望能吸引数百万的月度用户，和动视暴雪的《魔兽世界》进行竞争。但游戏从未真正达到公司的预期，虽然后期游戏改版为免费游戏内容加上游戏内“微交易”的结构，然后用户数量只能维持在数十万的水平。此外还有《战地3》的季票（通常为50美元）允许游戏所有者下载游戏原始版本后所有的后续更新内容（“例如地图”）。有超过400万的战地3季票购买者。

公司一季度的NON-GAAP毛利率较2013财年同期增长超过230个基点，主要原因是数字收入的增加以及成本降低。总营运开支低于管理层先前的指引，并于本季度下跌1%。由于季节性因素和公司只发行了少量的游戏，公司本季度NON-GAAP净亏损为每股摊薄-0.40美元，与2013财年同期每股-0.41美元的净亏损相似。这比市场预期的净亏损-0.60美元还有管理层指引的净亏损-0.62美元都要好。与最近几个季度不同，本季度公司没有股票回购。2012年8月授权的5亿美元回购计划已经花费了2.78亿美元。

截止到2013年6月30日，公司的总现金和等价物为10.56亿美元，约为每股摊薄3.40美元。加上短期投资，总额达到14.11亿美元，约为每股摊薄4.50美元。公司流动比率为1.54比1，长期债务（以可转换优先票据为主，为之前的收购提供资金）为5.64亿美元。扣除掉这笔债务，EA的总现金约为每股2.70美元。

EA和NCAA（全国大学体育协会）已经的合作已经结束，EA结束了“NCAA Football”游戏系列，但仅限于不使用NCAA的名称。EA发表声明称其将继续制作没有NCAA名称和商标（可能名为College Football）的大学橄榄球游戏（EA最后并没有真正开发大学橄榄球游戏，而是选择在NFL游戏的故事模式里加入了部分NCAA强队）。该公司希望通过与单独实体（大学球队）签署授权协议来展示过去的内容。但是，市场认为“NCAA橄榄球”特许经营权和品牌名称具有价值，并将此发展视为对EA的轻微负面影响。

公司当时仍然处于搜索模式，以便找到理想的CEO人选，以领导公司未来在游戏行业里前进。2013年3月，John Riccitiello宣布辞去EA的首席执行官和董事会成员职务。前任EA首席执行官兼现任董事会主席Larry Probst（拉里·普罗布斯特）被任命为公司执行主席，以确保顺利过渡并领导EA的执行团队，同时董事会将寻找新的首席执行官。在投资者看来，Riccitiello担任首席执行官5年任期内，公司股价表现不佳，导致了许多心怀不满的投资者。外界认为John Riccitiello的失误主要体现在以下几个方面：1）忌惮于对手（2K Sports）的NBA 2K系列，NBA Live迟迟未出新作。2）耗费巨资且被寄予厚望的网游项目《星球大战：旧共和国》运营状况不理想，被迫改制为免费游戏。3）军事射击游戏《荣誉勋章：战士》败走麦城，该系列被迫中止。而一般认为Riccitiello最大的功绩就是痛下决心，将原来奄奄一息的EA Downloader及EA Store整合为Origin线上发布平台，以求在数字化发布大潮中抢得先机。

Probst先生在任职期间是一位强有力的领导者，因此，公司在监督公司事务时能够耐心地寻找合适的人选。Riccitiello先生的退出不仅与EA财政年度（3月）的结束相吻合，这也可能意味着新的领导团队将在2013年早些时候通过新发布的游戏机带来的行业变化来监督公司的情况。对于潜在的继任者，董事会和雇佣的猎头公司将考虑内部和外部候选人。内部候选人可能包括Peter Moore（首席运营官）和Frank Gibeau（EA出版品牌总裁）。此时具有强大数字媒体背景（内容和发行）的候选人可能会有优势。

EA的2014财年的发布计划规模小于历史平均水平，但由于发行规模最大的几项游戏是公司当时的主力游戏IP，因此潜力巨大。这包括“FIFA”，“Madden NFL”，“Battlefield”，“极品飞车”，“模拟人生”，以及“NBA Live”可能的回归。公司2014财年游戏作品的发行时间都相对靠后，年初的发行活动很少。市场相信10月份的《战

地4》可能是今年最重要的游戏发行，因为该游戏系列拥有大量的追随者，而且该游戏拥有相当可观的研发成本，以及与11月份的Activision Blizzard发行的《使命召唤：幽灵》的竞争。

2014财年公司新指引的NON-GAAP收入预计为40亿美元，与公司之前的指引一致。公司预计公司的毛利率将适度增长，而总营运支出计划与2013财年接近持平。NON-GAAP每股摊薄收益的指引也保持不变，为1.20美元。公司2014财年一季度业绩显著好于预期，而年度指引没有变化的两个主要原因是：今年的第一季度预计将占年收入很小的一部分（可能是12%），而微软和索尼即将推出的新主机引起近期的产品发布的不确定性（适用于当前即将推出的游戏）。市场对公司2014财年的每股摊薄收益预测为1.23美元，较之前的1.21美元上涨0.02美元。这反映出了公司第一季度业绩好于预期，而且对今年剩余时间的收益预测有所减少。市场对EA即将发布的在当前游戏主机平台上的作品的销售做出保守的假设。也就是说，消费者可能更愿意购买新主机和新主机上对应的新版本的游戏。此外，未来“下一代”主机（Xbox One和PlayStation 4）的预期高价可能会让消费者对于当前主机上（Xbox 360和PlayStation 3）新发布的游戏变得有点节俭。

由于历史经验，市场普遍认为2014财年前景的不确定性比大多数年份更大，原因是微软和索尼计划推出新的游戏主机，并可能会在2013年10月至12月的季度推出。

尽管EA股票在过去5年中的表现明显落后于整体股市，但投资者情绪的改善导致近期表现强劲。在2014财年年初至今期间，EA股票上涨64%，而标准普尔500指数和纳斯达克综合指数均上涨19%。股价走强也导致EA股票的估值有所修复，当时股票交易价格为2014财年每股摊薄收益预测的19.4X。在过去五年中，EA的预期市盈率一直在10X-37X之间，并总体呈下滑趋势，过去五年的平均预期市盈率是21X。市场投资者普遍认为公司当时的估值较为合理。

2013年8月，第9届美国巡回上诉法院最近裁定EA在未经许可的情况下使用过去的“NCAA”橄榄球和篮球游戏中的大学运动员的图像，这产生了一些法律上的不确定性。EA认为使用运动员的肖像受到第一修正案的自由表达条款的保护。这个问题可能会延续到后续的法院系统中。

EA股票近期的表现依然很强势。在财年开始至今期间，EA股价上涨83%，而标准普尔500指数上涨19%，纳斯达克综合指数上涨22%。股价走强也导致了EA股票估值的恢复，当时公司股票的交易价格约为2014财年盈利预测的22X和预期的12个月远期盈利的21X，这与过去五年公司的平均预测PE倍数一致。

2013年9月，董事会任命Andrew Wilson（安德鲁·威尔森）为公司首席执行官。Wilson在2000年时加入了EA，是EA体育的执行副总裁，也负责公司数字游戏与服务的网络平台。EA现任首席执行官，Larry Probst（拉里·普罗布斯特），将在一段时间内继续任公司执行董事长。

公司近期股价上涨可能与多种因素有关。这些包括新CEO的前景，新的指导哲学/策略，以及今年秋季对《战地4》的积极情绪。公司未来依然存在一些挑战，包括新一代主机的发布以及2014财年计划中的几个主要游戏面临的激烈竞争。同时，新CEO也代表了一定的风险。基于股票价格和估值的快速提升，公司的股票的风险收益比已经下降了不少。当然，EA仍然是一家优秀的公司，与几年前相比，公司的实力更为强大。公司的游戏组合在经历了整合后更为合理，成本结构更加遏制，公司核心IP的游戏质量均超过历史版本。有效市场已将这些和其他积极因素反映到当前股价。公司股价在2012年9月后出现了回调，结合《战地4》首周销量并没有超出市场预期，而且第二周销量大幅下滑，最大下跌幅度高达19.2%。

2015年1月，公司披露了2015财年三季报。公司第三季度财报结果延续了有利趋势，公司收入和盈利均大幅超出市场预期。公司NON-GAAP收入为14.28亿美元，比去年同期下降9%，主要原因是去年同期公司成功推出了重点游戏《战地4》。该公司的数字销售业务值得关注，因为它已发展成为行业里最强劲的平台之一。过去12个月公司的数字销售（包括在线完整游戏或部分内容下载，手机游戏，订阅，广告和其他项目）为21.8亿美元，占公司总收入的一半以上。鉴于数字销售的利润率很高（比实体版高出20%），对EA的利润率有显著的有利影响。过去十二个月期间的营业利润率提高了777个基点。自2014年11月发行以来，公司旗下IP“龙腾纪元”的新版游戏表现不错，公司旧的核心IP产品也表现良好，这包括EA的体育类游戏（如“FIFA”，“Madden NFL”和“NHL”系列）的新在线游戏模式（如Ultimate Team）。外汇问题在2015财年第三季度没有造成重要影响，部分原因在于公司的对冲措施和强劲的美国本土收入基础。EA第三季度NON-GAAP每股摊薄收益为1.22美元，超出市场预期的0.91美元。这反映了公司毛利率的上升，重点成本的控制以及有利的经营杠杆效应都有助于提高利润。

公司的资产负债表状况良好。总现金和短期投资为29.40亿美元，约为每股摊薄9.20美元，扣除债务后每股摊薄净额为7.20美元。公司流动比率为1.22比1，以2016年到期的可转换优先票据为代表的债务总额为5.96亿美元，约占总资本的18%。在本季度，公司以9700万美元回购了250万股，平均成本约为每股39美元。该公司7.5亿美元股票回购计划（2014年5月批准）将持续到2016年5月。

2015财年的最后一个季度，市场预计公司基本面将持续保持健康，如强劲的数字销售，体育游戏的稳健表现以及持续的利润率增长趋势。然而，不利因素可能是货币影响，原本预计会在本季度推出的两个游戏延后到下个季度（2016年第一季度）发行，以及来自中国等新兴国家的收入确认时间的不确定性（涉及受欢迎的FIFA）。为了反映这些因素，管理层给出的第四季度NON-GAAP收入指引为8.3亿美元，与去年同期相比下降9%。管理层预计公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.22美元，低于一年前的0.48美元。

2015财年全年，市场的NON-GAAP收入预测为42.6亿美元，比2014财年增长6%。市场预测的摊薄后每股收益为2.36美元，比去年增长40%。之前的每股盈利预测为2.06美元。管理层的指引数字分别为42.53亿美元和每股2.35美元。

市场投资者还提高了对2016财年的展望。NON-GAAP收入预估为44.5亿美元，比2015财年增长了4.5%。关键的收入来源可能是“龙腾纪元”和体育类游戏，但也有“极品飞车”系列（已经有段时间没出过新产品了），“战地”系列（该IP有一个新的游戏，和以前的系列产品会有很大的不同）和“星球大战”系列（将在假日季推出的新游戏，配合迪士尼/卢卡斯电影公司备受期待的电影即将推出）。市场预计持续的利润率改善将导致公司NON-GAAP每股摊薄收益约为2.55美元，比之前的预测高出0.27美元，相当于2015财年每股盈利增长8%。

EA股票当时的交易价格约为2015财年NON-GAAP每股摊薄收益的23X，是12个月远期预测的收益的22X，是2016财年每股盈利预测的21X。EA过去十年的平均预测市盈率为23X，过去五年的平均预测市盈率为21X。在此基础上，EA股票并没有被高估。然而，EA相对于其最接近的同行和竞争对手Activision Blizzard（低于16X）和标准普尔500指数（低于17X）的预测估值均享有一定的估值溢价。

市场投资者原本预计2013年11月发布的新一代的游戏主机（PlayStation 4和Xbox One）将带来一些短期挑战和长期积极的催化剂，不过新主机带来的好处比投资者预期的更早出现，愿意购买这些新主机的人处于一个相当可观的程度，并且每天都在增长。公司过去几个季度的业绩令人印象深刻，包括公司产品质量，创收，数字销售，成本控制 and 利润率。在过去的12个月期间，EA股价上涨了123%，而标准普尔500指数涨幅为12%，纳斯达克综合指数涨幅为14%。此外，公司市值接近170亿美元，超过了Activision Blizzard约150亿美元的市值。而一年前，EA的市值约为80亿美元。EA股价的飙升也导致股票估值提升，并提前反映了一些投资者的乐观情绪。不过公司基本面和行业环境可以带来收入，利润和利润率等关键指标的进一步提升。公司的估值已经恢复到较为合理的水平。由于公司业绩持续向好，公司股价在随后的一个月上涨了4.3%。

2015年5月，公司披露了2015财年四季报和年报。公司NON-GAAP净收入为8.96亿美元，比去年同期下降2%，但高于公司指引的8.3亿美元和市场预期的8.49亿美元。值得注意的是主要贡献来自《战地：硬仗》（3月发布）和一些老游戏。与一年前相比绝对数值较低主要反映了游戏发行时间表的不同。去年同期有一个成功的大规模发行游戏《Titanfall》，而今年公司只发行了《战地：硬仗》，而且因为它的发行时间是3月中旬，所以仅在本季度的最后两周销售。《战地：硬仗》是一款被认为销量有限的游戏，因为游戏的玩法和该IP以前的作品发生了重大变化，是“战地”系列首款非军事题材的FPS作品，不过管理层对此至今的销售情况感到满意。第四季度的数字销售（包括在线完整游戏或部分内容下载，手机游戏，订阅，广告和其他项目）同比增长9%至6.02亿美元，占该季度总收入的67%，整个财年增长24%。鉴于数字销售的利润率较高，这对EA的利润率有显著的有利影响。实际上，本财年的NON-GAAP毛利率提高了近300个基点。此外，管理层认为，由于数字销售增长，未来公司毛利率每年可进一步提高100个基点。本季度营销和销售费用增长7%反映了公司对《战地：硬仗》发行做出的相关努力。这导致了公司营业收入下降400个基点。尽管如此，该季度的盈利仍高于投资者的预期，就像EA 2015财年前三个季度一样。公司NON-GAAP 每股摊薄收益为 0.39美元，同比下降19%，远高于公司0.22美元的指引和0.25美元的市场预期。公司2015财年年末NON-GAAP每股摊薄收益为2.51美元，大幅超过了本财年初确定的1.85美元的指引。

公司的资产负债表状况良好。总现金和短期投资为30.21亿美元，约为每股摊薄9.75美元，扣除掉债务的话，约为每股摊薄7.70美元。公司流动比率为1.35比1，以2016年到期的可转换优先票据为代表的债务总额约为6亿美元，约占资本总额的17%。该季度，公司以9600万美元的成本回购了180万股，平均成本为每股53.44美元。公司还推出了一项新的股票回购计划，以取代旧计划（2014年5月批准的7.5亿美元回购计划，还剩余3.56亿美元）。新计划的规模为10亿美元，具有两年的时间框架。

2016财年，市场投资者预计有利的行业基本面将继续。这包括当前游戏机的强劲销售，与此相应的游戏软件的相关优势，以及消费者对数字销售舒适度的不断增长。对于EA，市场期待来自“Dragon Age”和“Mirror's Edge”等年轻IP的成熟带来的有利的经济效益，以及来自“FIFA”和“Madden NFL”等业界领先的体育类游戏的持续优势。在2016财年第三财季（2015年11月17日），公司最重要的一个游戏《星球大战：前线》将在PC和主机平台上发行。鉴于迪士尼/卢卡斯电影公司将于12月推出新的“星球大战”电影，消费者对该游戏的期待和口碑一直很强劲。这个游戏是市场预计公司2016财年下半年每股摊薄收益比2015财年同期增长30%的原因之一。一个相对较小的

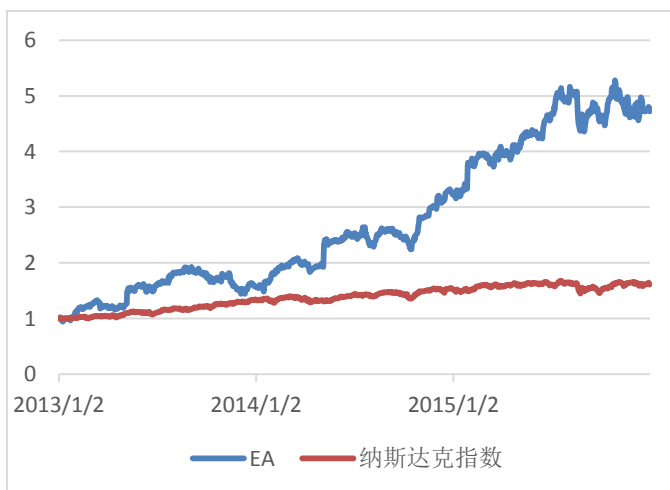
负面因素可能是货币影响，由于美元走强，公司在指引中也给出了相应的假设。考虑到这些因素，管理层预计2016财年NON-GAAP收入为44亿美元，与2015财年相比仅增长2%。管理层估计公司2016财年NON-GAAP每股摊薄收益为2.75美元，比去年增长10%。市场的一致预期预测略高于公司指引。此外，市场投资者预计公司2017财年NON-GAAP收入将增长6.6%至47亿美元。并且假设公司毛利率进一步提高（80个基点）和有利的经营杠杆效应（营业利润率增加190个基点）后，公司每股摊薄收益为3.20美元，同比增长14.3%。

EA股票交易价格对应2015财年NON-GAAP每股摊薄收益为24.9X的估值，对应2016财年每股盈利预测则为22.4X。EA过去十年的预测市盈率中位数约为23倍，过去五年的市盈率中位数接近20X。在此基础上，EA股价并没有被高估。EA相对于其最接近的同行Activision Blizzard（20X）和标准普尔500指数（18X）均享有一定的估值溢价。

公司在2015财年中取得的成绩非常出色，包括产品质量，数字销售，成本控制和利润率。近期强劲的业绩和良好的前景也已经主要反映在当前股价中，该公司股价处于10年高位。公司强大的基本面和行业环境可以带来收入，利润和利润率等关键指标的进一步提升。

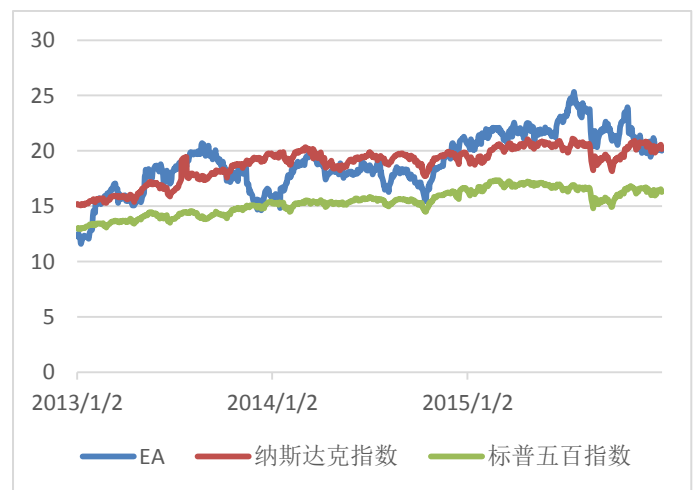
新一代游戏机的所有者基数自推出以来一直很表现出强劲的增长，对公司业绩有一定的助推作用。而由于收入和利润均超过了市场预期和公司指引，而且税率较低且可能进行股票回购等其他积极因素，公司股价继续保持良好态势。在过去的12个月期间，EA股价上涨了83%，而标准普尔500指数涨幅为12%，纳斯达克综合指数涨幅为23%。公司盈利趋势良好，但基于盈利提升的估值也有所上升。未来继续提高估值的空间不大。

图 35、2013年-2015年EA股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 36、2013年-2015年EA FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(二) 动视暴雪

2013年2月，公司公布了2012财年年报以及四季报，收入和利润在很大程度上超出了市场预期。公司NON-GAAP收入为25.95亿美元，比去年同期增长7.8%，高于市场预期的24.41亿美元。《使命召唤：黑色行动2》是2012年业界最畅销的游戏，并在短短15天内完成了超过10亿美元的销售额。玩具/游戏混合产品《Skylanders Giants》表现也很好，超出了市场的预期。2012年另一个亮点是《暗黑破坏神III》，这是暴雪2012年5月发行的PC游戏，销量也远远超出了市场的预期。高度的游戏品质，庞大而忠诚的粉丝群，以及从该游戏IP12年来缺少新作所带来的被压抑的需求导致2012年销量达到创纪录的1200万。公司在数字领域表现也很好（高利润率），全年数字渠道的净收入为16亿美元，占总收入的32%。利润率的大幅提高导致公司利润大涨，公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.78美元大幅超过了去年的0.62美元，以及市场预期的0.72美元。2012全年，公司NON-GAAP每股摊薄收益为1.18美元超过了去年的0.93美元。

除了超预期的第四季度盈利公布外，公司还宣布增加股息。年度股息从之前的每股0.18美元提高到每股0.19美元（每年支付，通常在5月）。公司从2010年开始支付股息，并且自那以后每年都在增加股息率。相对温和的5.5%股息率增长反映了管理层保守的资本支出策略，因为未来可能会有大量现金使用。

管理层在公司第四季度财报中有一个有趣的陈述，该公司正在考虑或可能在2013年考虑为大量的股票回购、股息、收购、授权或其他非日常交易进行与此相关的重大债务融资。

市场认为，公司现金余额超过44亿美元，且现金流强劲，每季度还在增加（假设资本支出正常）。公司现金的潜在用途成为投资界更关注的焦点。此外，公司股票在过去的1年、2年和5年期间表现均落后于标准普尔500指数。该股票的交易价格为每股12美元，远远低于2007年。管理层和董事会近期的重点是提高股东价值，2013年有许多迹象表明公司会采取某些行动。

虽然不会对公司展开重大收购、自我要约收购或特别股息感到惊讶，但主流预期还是认为与Vivendi持有的62%的公司股权（价值约90亿美元）有关。凭借2008年Activision与Vivendi Games（暴雪娱乐的母公司）的合并，电信/媒体等实体并入了Vivendi股份。Vivendi公司的投资者对Vivendi的经营业绩和公司过去几年的股价普遍感到失望，并且其管理层被认为正在考虑重组举措，其中可能包括出售其动视暴雪的股权以筹集资金并更多地关注其电信/媒体的核心业务。

市场预计2013年将迎来又一个好年景，但超过2012年的成就（包括利润）将是困难的。市场期待来自公司游戏IP的高调产品，如“使命召唤”（新的游戏机游戏加上中国的ONLINE计划）和“Skylanders”，以及“星际争霸”系列和《魔兽世界》等PC游戏IP的新内容。市场还希望会有来自声名显赫的Bungie工作室备受期待的新项目以及来自暴雪的新游戏IP的更多细节。预计2013年的运营现金流将达到10亿美元。2013年公司面临的挑战包括与一年前（2012年）强劲业绩的艰难比较，有效税率的预期提高，以及行业即将到来的不确定性（主机转换）。管理层估计《暗黑破坏神III》和税收优惠在2012年提供的每股盈利约为0.30美元；这些贡献预计是在2013年不会再重复的收益。

管理层的新财务指引反映了这些因素，2013年NON-GAAP收入预计约为41.75亿美元，摊薄后每股收益为0.80美元。这表示公司收入将下降16%，每股摊薄收益将下降32%，与使用现金相关的任何潜在重大事件均未反映在公司指引中。此外，公司管理层在财务指引方面历来保守，市场投资者也将2013年每股盈利预测从之前的1.05美元下调至0.83美元。

公司2013年预期PE倍数可能会有些误导，因为它没有反映公司近期的强劲势头，2014年可能出现的盈利反弹，或大量现金余额的使用计划。尽管如此，动视暴雪的股票交易价格为2012年实际收益的10.2X和2013年预期收益的14.5X。扣除每股近4.00美元的现金余额后，该股票的交易价格约为调整后的2013年营业利润预测的9.5X。这估值相对于公司主要游戏IP的增长前景，公司的财务前景和历史数据都非常具有吸引力。在过去的五年中，动视暴雪的预期PE倍数为10X-28X，平均估值为15X。

公司股价近期表现不错，进入2013年以后，公司股价的涨幅已经超过了20%。虽然市场预测2013年的盈利下降，但主要原因是与2012年业绩异常强劲的比较，并且预计2014年的每股盈利增长将会回归，投资者对2014年的每股摊薄收益预测为1.00美元，公司股价在随后的一个月上涨了6.6%。市场认为，在2013年的某个时间节点，更大、更重要的现金使用方案将会出现。考虑到当时公司的估值较低，在资本运作落地后，估值也会有一定的提升。

公司于2013年7月25日公布了有关Vivendi控制的动视暴雪61%股权的回购预案，在预案公布前几天，大多数市场投资者预计被Vivendi控制的动视暴雪董事会将向公司股东宣布派发特别现金股息。这将使Vivendi获得高达20亿美元的资金，以帮助其重组，改善其财务状况，并协助其追求新的战略方向。而对于动视暴雪，这种情况几乎没有有什么好处。在2013年3季度末，动视暴雪拥有43亿美元的现金，且没有债务。虽然尚

未公布，但据报道，公司2013年6月的资产负债表上包括近46亿美元的现金。

投资者感到惊讶，但很高兴，两家公司和其他投资者签订了回购协议，以81.7亿美元的价格购买6.01亿股ATVI股票，约等于每股13.60美元的价格（公告前动视暴雪的股价10%的折扣）。动视暴雪将购买58.3亿美元的Vivendi持有的动视暴雪股份，另外一个投资集团（包括动视暴雪主席Bobby Kotick，动视暴雪联席主席Brian Kelly, Davis Advisors, Leonard Green和中国互联网/游戏公司腾讯控股）将购买23.4亿美元的Vivendi持有的动视暴雪股份。动视暴雪的购买基本上是股票回购，可能会使公司的股票数量减少约35%。

回购完成后，Vivendi持有的动视暴雪的股份将从61%下降至12%。市场希望从公司当时的结构中重新配置动视暴雪董事会，其中包括总共11名Vivendi相关董事。具体而言，预计Vivendi相关董事将在完成交易后辞职，其中部分或全部职位在一段时间内由新董事填补。

为了筹措回购资金，动视暴雪将使用大约12亿美元的现金和46亿美元的借债。交易完成后，该公司应该会拥有33亿美元的现金以及新的债务。自2007年起，动视暴雪从未在其资产负债表上发生过长期债务，但由于公司的高额自由现金流，市场对即将到来的债务感到放心。市场认为公司可以在五年或更短的时间内偿还这笔债务，但根据市场潜在的收购机会，增长计划和股息增加等因素，偿还债务的进程可能更倾向于放缓。

市场认为，这一发展有几个积极的方面。 这些包括：

- 1) Vivendi降低至12%的股份，没有任何董事会代表，消除了之前的控制权。
- 2) 市场担心的Vivendi将会对动视暴雪的资产负债表进行“突袭”的情况将不会出现。
- 3) 投资集团（动视暴雪高管、公司和投资咨询公司的组合）集体购买了23.4亿美元的动视暴雪股票作为被动和支持性投资，没有新的董事会或有事项。
- 4) 交易完成后，动视暴雪资产负债表上的现金仍将超过30亿美元。
- 5) 动视暴雪的回购的股票部分以及随后的股票退出应该会导致公司每股收益大幅增加。

管理层还公布了其2013财年第二季度的初步运营结果。NON-GAAP收入为6.08亿美元，超出市场预期的5.95亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益为0.08美元，而市场的预测为每股摊薄收益0.05美元。

尽管2013年7月26日公司股价飙升（上涨16%），但公司仍对长期投资者具有吸引力。公司的基本面前景非常好，其产生现金流的潜力依然强劲，而且每股盈利增长潜

力有所改善。此外，在未来短短三个多月的时间内，该公司2013年最大发行规模的游戏《使命召唤：幽灵》将在全球发售。公司长期前景非常乐观，随着今年秋季推出的新游戏主机，该行业短期内可能会有所不稳定（在新的游戏机周期的第一年，行业环境通常很难），而随后是几年的增长并改善投资者的情绪。动视暴雪是业内最佳的运营商之一，其潜在的盈利增长率似乎比以往更好。回购交易完成后，公司的估值也将进一步恢复。然而由于部分股东起诉交易双方，认为该回购案违规，按照规定应该经由股东会投票决定，为此美国特拉华州高等法院对该回购案下达暂停禁令，并着手应对起诉。直到2013年10月11日，这项起诉被法院驳回，等待了两个多月的动视暴雪于2013年10月12日正式宣布回购案完成，公司发言人称回购案原定于10月15日完成，虽然受到起诉的影响，但依然在比原定计划还要早。

2015年2月，公司披露了2014财年年报和四季报，公司收入大致符合市场的预期，第四季度NON-GAAP收入为22.13亿美元，比一年前下降近3%。新的游戏IP《Destiny》（2014年9月发布）以及“使命召唤”，“Skylanders”和“魔兽世界”等公司支柱IP带来了整体良好的假日销售旺季。持续强劲的数字销售（比去年同期增长94%）反映了行业趋势，无论是完整游戏下载，或是购买DLC内容，还是游戏内微交易等。这对公司利润率产生了有利影响。公司运营利润率同比增长345个基点，NON-GAAP每股摊薄收益为0.94美元，而一年前则为0.79美元，公司的指引是0.86美元，市场一致预期则为0.88美元。该公司继续均衡国内和国际业务；第四季度约52%的收入来自北美，欧洲占41%，亚太地区占7%。

市场密切关注的一个指标是暴雪经典的《魔兽世界》PC游戏的用户数量，该游戏的活跃用户数在2014财年第四季度末增加到超过1000万，而第三季度末为740万，第二季末为680万。用户数量的增长反映了2014年11月《德拉诺之王》(Warlords of Draenor)游戏扩展包的预期收益。几年前，当《魔兽世界》非常受欢迎时，游戏订阅者数量超过1200万。订阅用户代表了公司具有吸引力的高利润率月度收入来源。如果最近的订阅用户数能够在2015年的大部分时间保持稳定，投资者将感到高兴。

公司2014财年年度业绩令人印象深刻。NON-GAAP收入增长近11%至48.13亿美元，创下动视暴雪的纪录。这反映了公司主要游戏IP的重大贡献，新主机游戏《Destiny》的成功亮相，以及来自暴雪方面的一款名为《Hearthstone（炉石传说）》的新游戏的成功。公司营业利润率上升超过了50个基点。NON-GAAP摊薄后每股摊薄收益为1.42美元比2013年增长了51%，创下公司纪录。每股摊薄收益的增加部分反映了2013年10月交易的财务收益（主要是较低的股票数量），其中动视暴雪购买并注销了Vivendi持有

的一批动视暴雪的股票。

截止至2014年12月31日，公司的现金和等价物余额为48.48亿美元，略高于公司的债务43.24亿美元。自2013年10月与Vivendi（导致历史上无债务的动视暴雪背上了债务）的交易以来，公司的长期债务通常超过现金余额。2014年的运营现金流为13亿美元，自由现金流为12亿美元，净现金数额超过5亿美元。

公司还公布了未来两年7.5亿美元的股票回购授权（相当于已发行股票基数的5%）。如果Vivendi决定出售当时持有的剩余4150万股动视暴雪股票，这可能会有用。此外，计划的2.5亿美元债务减少计划在本季度进行。最后，公司将年度股息加息15%至每股0.23美元，并于5月13日支付。市场的预期为每股0.22美元，约等于增加10%。

基于历史模式，未来游戏主机大概率会降价（明确或暗示产品捆绑，无需额外成本）。这可能会对软件销售产生有利影响。公司的游戏IP组合令人印象深刻。这包括“使命召唤”，“命运”，“Skylanders”，《魔兽世界》，《炉石传说》，“星际争霸”，“暗黑破坏神”和《风暴英雄》。来自暴雪方面的新IP，《Overwatch》，预计将于2015年首次亮相，并可能对2016年的财务业绩产生重大影响。此外，动视业务部门（主要是主机游戏）可能同样会在2016年公布新的游戏IP。

海外市场也有很多有意义的机会，而在线多人游戏玩法更为明显。2015年在中国推出的《使命召唤online》是一项重大事件。“免费游戏”游戏的货币化预计将以游戏内微交易的形式进行，以增强游戏体验。这代表了潜在的巨大且高利润率的收入来源。该游戏2015年的重点将是吸引大量玩家并解决任何运营问题，2016年更有可能获得有意义的盈利潜力。

尽管公司长期前景非常具有吸引力，但2015年会面临重大挑战。这包括与刚刚公布的2014年强劲业绩的艰难对比，2014年，公司有备受期待的《Destiny》的首次亮相以及暴雪新游戏《HearthStone》的成功发行。外汇应该会对公司产生负面影响，因为美元过去的强势以及主要外币的相关疲软对公司国际业绩造成压力，因为财务报告的目的国际收入会转换成美元。此外，与2014年20%的税率相比，公司的税率应该恢复到大约24%的正常水平。最后，管理层对未来游戏的销售采取了保守观点，例如管理层对下一款“使命召唤”游戏的销售假设与2014年11月的《使命召唤：高级战争》持平，尽管2015年有更好的游戏机用户基础。

管理层对2015年的财务指引仍然低于市场的预期。NON-GAAP收入预计为44亿美元，比2014年创纪录的水平下降近9%。预计每股摊薄收益为1.15美元，比2014年的1.42美元下降了19%。市场的预测数字略高于管理层指引，2015年的收入预测为44.40亿美元，而每股摊薄收益预测为1.20美元。

市场认为公司在2016年具有很大潜力，因为利润预计将大幅反弹。这反映了游戏主机所有者群体增加带来的好处，中国《使命召唤online》的重要性日益增加，《魔兽世界》稳定的用户群，《Destiny》系列新的DLC，相对较新的《Hearthstone》游戏IP的持续增长，以及公司可能会推出一些新的IP。公司营业利润率将有所改善，并且利息费用降低和股票数量减少将带来一些利的因素。2016年的收入预测为48亿美元（比2015年增长8%），每股摊薄收益的预测为1.48美元（增长23%）。

公司股票的预测市盈率为18.2X（2015年），但该估值反映了2015年度预期的盈利下降。在过去的十五年中，动视暴雪的平均预期PE倍数为20.9X，而过去五年的平均值为15.3X。当时具有可比性的同行业公司的预期市盈率为22.0X，而标准普尔500指数的预期PE为17.3X。

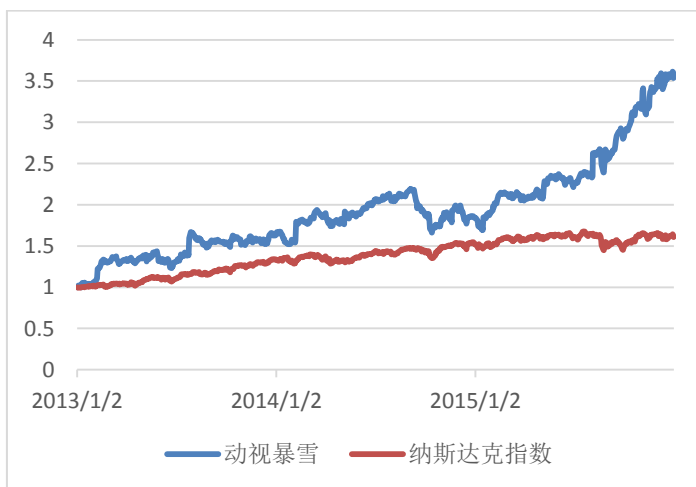
投资者依然相信动视暴雪是一流的游戏发行商，拥有以高增长为导向的未来。公司的基本面前景强劲，其产生现金流的潜力仍然健康。健康的现金流可能导致公司相当大的可自由支配资本支出（对业务和/或收购的再投资），资产负债表强化（现金余额增加或债务减少），股息增加或股票回购。考虑到公司基本面强劲，由于主机周期而可能改善的行业环境以及公司的历史估值范围，公司的估值依然有提升的可能性。公司股价在2015年2月上涨了17.5%。

2015年11月2日，动视暴雪和King Digital Entertainment Plc (KING) 宣布签署最终协议，根据该协议，动视暴雪的全资子公司ABS Partners CV将收购KING的所有已发行股份。收购价格为每股18美元，总股本价值59亿美元，比KING 10月30日的股票收盘价溢价20%，比KING的一个月加权平均每股价格溢价23%。此次收购得到了两家公司董事会的一致批准。King在2014年3月以每股超过22美元的价格在纳斯达克上市，当时公司市值高达71亿美元。收购完成后，KING将继续作为以首席执行官Riccardo Zacconi，首席创意官Sebastian Knutsson和首席运营官Stephane Kurgan领导的独立运营部门运营。此次收购有待KING的股东和爱尔兰高等法院批准，以及相关反垄断机构批准，预计收购将于2016年春季完成。

King公司的日活用户有70%来自于《Candy crush》这一款三消游戏。动视暴雪首席执行官Bobby Kotick表示公司管理层对于收购King的想法与2008年动视与暴雪合并时的想法一致。当时，暴雪给动视带来了更多的在线用户和亚洲用户。动视暴雪与King的用户群并没有重叠，动视暴雪的用户大多是男性，而King公司60%的用户都是女性，而且大部分付费用户也是女性。此外，King在亚洲的表现也很抢眼。收购完成后，动视暴雪的月活数将突破5亿。

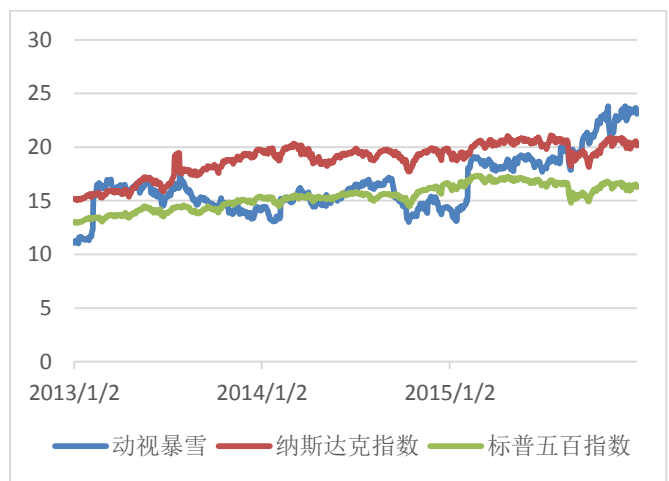
在动视暴雪收购King的信息公布后，公司股价一个月上涨了11%。反映了市场对此次收购行为普遍看好，公司的估值短期内也有了小幅提升。

图 37、2013年-2015年动视暴雪股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 38、2013年-2015年动视暴雪 FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(三) Take-Two

2013年2月，公司最新的“GTA”系列游戏《GTA5》发售日期终于确认，游戏将于2013年9月17日登陆Xbox360和PS3平台，与早期市场预计的春季发售晚了几个月。《GTA5》在PS3平台上的首日销量就突破了100万套，24小时销售了1152万套，是历史上最快达成10亿销售额的娱乐作品。多人模式《GTA Online》也于2013年10月1日正式开放。该游戏在老一代（PS3和XBOX360）主机上就售出超过5000万套。

2013年11月26日，公司宣布将回购著名投资人Carl Icahn持有的全部公司股票，在这项交易中，Take-Two以2.035亿美元的价格收回了Icahn集团持有的12.9% (1202万份) 股份。Carl Icahn提名的三位董事已经辞职。然而投资者们对此次回购并不看好，因为由于《GTA V》的热销，Take-Two的股价已经比2009年Carl Icahn收购公司股票的时候翻了一倍，当天Take-Two的股价下跌5.49%

公司2014年2月初公布的2014财年第三季度业绩令人印象深刻,《GTA V》显示其强大的盈利能力。1.70美元的摊薄每股收益远远超过去年同期的0.67美元,而市场预期也仅为1.37美元。公司季末现金余额为9.72亿美元,是去年同期的两倍多。从2014年年初开始到2014年3月,公司股价上涨25%,同时期标准普尔500指数小幅上涨1%。回溯12个月,公司股票上涨41%,而主要市场指数仅上涨20%。近期股价上涨主要归因于公司强劲的经营业绩和相关的财务收益,《GTA V》(2013年9月发布)的强劲销售。此外,2013年底发布的新一代的游戏主机可能引起消费者和投资者对游戏行业的兴趣,因此多数游戏行业的股票都有大幅上涨。

管理层预计2014财年四季度公司NON-GAAP收入为1.7亿至2亿美元,每股摊薄收益为0.001美元至0.10美元。这导致2014财年全年公司NON-GAAP收入的年度指引为23.5亿至23.8亿美元,每股摊薄收益为4.15美元至4.25美元。市场预期的2014财年年度收入为23.6亿美元,每股收益为4.20美元。

2015财年,市场预计“GTA”系列游戏(《GTA V》和《GTA Online》)将继续大卖。市场对公司的收入预测为14亿美元,每股摊薄收益预测为1.05美元。由于与2014财年(GTA V发布)的高基数比较,这些数据远低于2014财年预测。管理层在季报中不愿意提供2015财年更多的详细信息,只声称预计会盈利。

管理层已经表示,公司正在为最新发布的一代游戏主机开发游戏(至少十款),但当时只确认了一款(一款名为《Evolve》的新游戏,定于2014年秋季推出)。事实上,公司最近宣布的产品(包括“NBA”系列和“WWE”系列)与多年来一样少。这主要是管理层对信息发布的处理方式,并非是公司实际研发计划的展示。

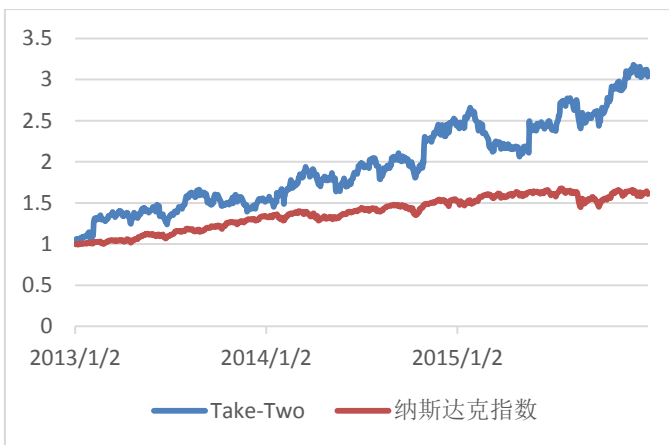
由于公司不稳定的收益历史(包括过去的净亏损),Take-Two难以进行传统的市盈率历史分析。当时公司股票的市盈率约为2014财年每股盈利预测的5X,是市场2015财年每股盈利预测的21X。更重要的是,对应该股票的四年平均每股盈利数据预测的估值(2013财年至2016财年)为13X左右。这一时期包括一年没有重大“GTA”游戏发布的年度(2013财年),《GTA V》发布年(2014财年),以及随后两年(2015财年,2016财年),市场期待公司各种新产品的发行,包括一些《GTA V》的后续DLC和《GTA Online》的销售增长。在过去十年中,公司的收益(以及PE倍数)出现大幅波动,这使得对历史数据的分析变得困难。当时市场普遍采用的多年平均每股盈利估值方法是对公司的一种合理估值,公司多年平均每股盈利的13X市盈率充分反映了公司当前的状况和普遍有利的长期前景。

近期《GTA V》表现出的强劲销售推动Take-Two股价上涨,虽然公司长期未来值得

期待，但短期内缺乏股价大幅升值的催化剂。预计2014财年第四季度公司盈利将大幅下滑，而与2014财年相比，2015财年的业绩表现会较为挣扎。

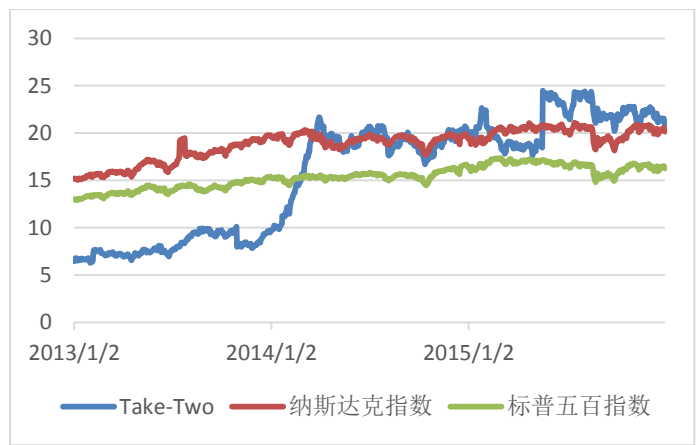
2014财年，公司实际NON-GAAP收入为24.14亿美元，每股摊薄收益为4.26美元，超出了市场预期和公司指引。2014年11月18日，《GTA V》正式登陆新一代主机平台（Play Station 4和Xbox ONE），截止到2015年1月，《GTA V》已经卖出了4056万套，创造了单款游戏的销售神话。2015财年，公司实际NON-GAAP收入为16.69亿美元，每股摊薄收益为1.98美元。虽然对比2014财年有了大幅下滑，但依然超出了市场预期。《GTA V》PC版本也于2015年4月14日推出，截止至2015年8月，《GTA V》保守销量已达5400万套。《GTA V》持续不断的强劲销售推动了公司股价长期向好，2014年全年，公司股价上涨了59.9%，2015年全年公司股价上涨了24%。

图 39、2013年-2015年Take-Two股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 40、2013年-2015年Take-Two FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(四) 小结

2013年-2015年是游戏行业大爆发的时间，新一代主机重振了整个行业，无论是游戏硬件还是游戏软件销售情况均远远超过了上一代主机发售时的情况。高利润率的数字渠道业务也在高速增长，推动游戏发行公司利润率的提升。由于前期公司估值被压制，现在业绩和估值的双重提升导致游戏公司形成戴维斯双击，游戏公司股票回报率惊人。EA的股价上涨了372.4%，动视暴雪的股价上涨了253.7%，Take-Two的股价上涨了203.5%。回报率均远远超过了纳斯达克指数。

EA在新CEO任职后在公司内部明确了玩家至上的文化，Wilson相信，游戏公司与玩家之间的关系，将成为其能否成功的决定性因素。只有在与玩家建立良好关系的基础

上，公司才能够真正接触玩家，为他们提供娱乐体验。Andrew Wilson发誓将EA打造成一个“玩家第一”的公司。Andrew Wilson还表示，EA的第二大优先事项是“数字化”。对EA公司来说，通过数字方式与玩家的对话真的非常重要，公司在这方面希望加速进程。第三，公司必须明确，任何团队都不可能独立完成一款游戏，公司的开发者、营销人员和财务人员要紧密合作。在这个时代，就算一家公司拥有8000-9000名员工，其内部每一个人也都要承担与玩家建立、培养并维持关系的责任。在《财富》杂志发布的2015年十大商业人物中，Andrew Wilson的排名非常靠前，排在了苹果公司CEO Tim Cook的前面，位列第三，后者则是第四名。2015年7月EA股票达到历史新高，股价是2014年的2倍还多。公司产品也展现出了良好的态势，“FIFA”系列的成绩已经远远超过了其竞争对手KONAMI的“PES”系列，成为了每年都有新作，且新作销量保底1000万的唯二游戏系列之一（另一个是动视暴雪的“使命召唤”系列）。“战地”系列的销量也非常不错，《战地4》在修复了前期的BUG后，总销量接近2500万，长期活跃玩家也有370万。不过外传性质的《战地：硬仗》只有接近300万的销量。

动视暴雪的业绩依然非常出色，然而公司最著名的游戏IP“使命召唤”系列开始出现颓势。单款游戏销量纪录也被Take-Two的《GTA V》取代。老游戏IP的衍生作品《炉石传说》、《风暴英雄》等游戏成绩也只能算中规中矩。从Vivendi手中回购公司股权解决了大股东带来的道德风险。不过回购也造成了公司背负了巨额的长期债务，虽然公司产生现金流的能力强劲，仍然需要一定的时间来偿还这笔借贷，导致公司的资产负债表不如EA。2015年年底公司宣布收购King的行为在市场上反响不错，大幅增加了公司产品的受众群体，公司估值也超过了EA。

《GTA V》超预期的强劲销售是推动Take-Two公司股价的最大动力，而且得益于《GTA Online》，游戏的销售周期非常长，平均每年至少有1000万套的销售成绩，也造就了单款游戏的销售神话。除了“GTA”系列游戏以外，公司2K部门的“NBA 2K”系列、“WWE 2K”系列、“黑手党”系列的均表现不错，扭转了公司曾经没有“GTA”系列游戏发售就会净亏损的历史。由于经营业绩的改善以及产品多元化取得成绩，公司的估值也得到了大幅的提升。

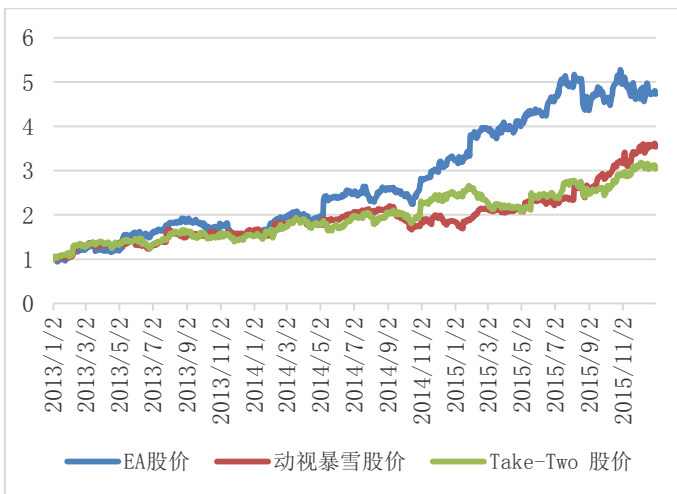
表 3、2013年-2015年三家公司情况对比

	EA	动视暴雪	Take-Two
游戏多元化	高	高	高
技术壁垒	强	强	强
打造 IP 的能力	强	强	强
资本运作	无	回购大股东持有的公司股份，收购 King	回购 Carl Icahn 持有的公司股份
管理层能力	强	强	强
股价	跑赢指数	跑赢指数	跑赢指数

估值	与纳斯达克指数一致	前期估值被压制，后期享受估值溢价	略高于纳斯达克指数
----	-----------	------------------	-----------

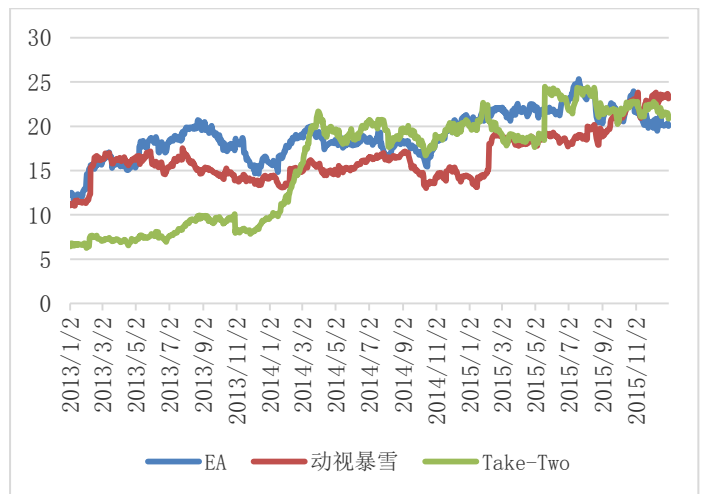
资料来源：太平洋研究院整理

图 41、2013年-2015年三家公司股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 42、2013年-2015年三家公司 FORWARD PE趋势

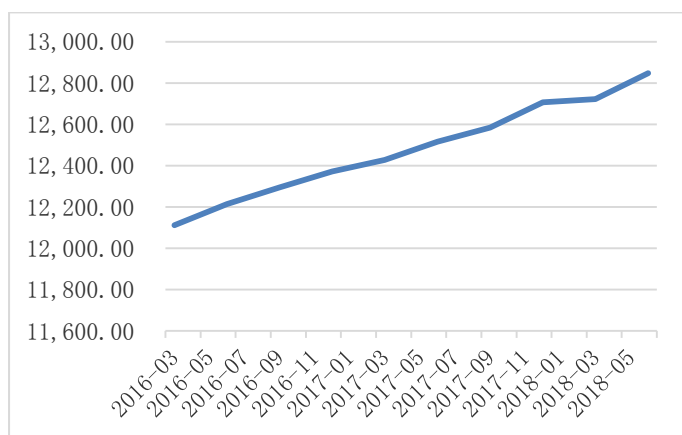


资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

五、2016年-2018年6月

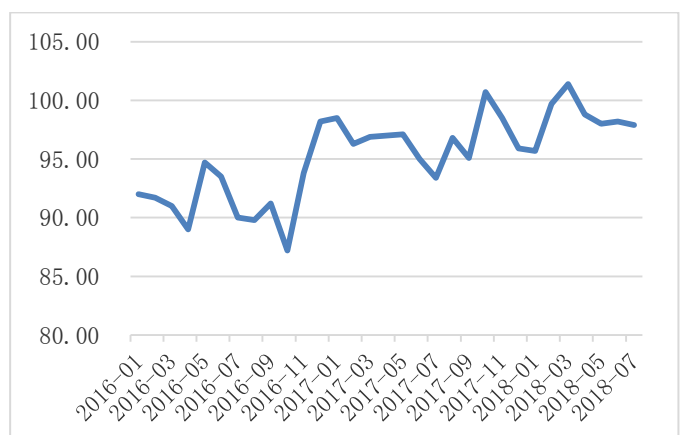
虽然有英国脱欧等黑天鹅事件对世界经济造成了一定的负面影响，不过欧美经济，尤其是美国经济，增长强劲。从2016年到2018年第二季度，美国GDP个人消费支出增长了6.1%。美国消费者信心指数也几乎一直维持在90以上，最高时达到了101.4。

图 43、2016年-2018年2季度美国GDP个人消费 单位：十亿美元



资料来源：wind、太平洋研究院整理

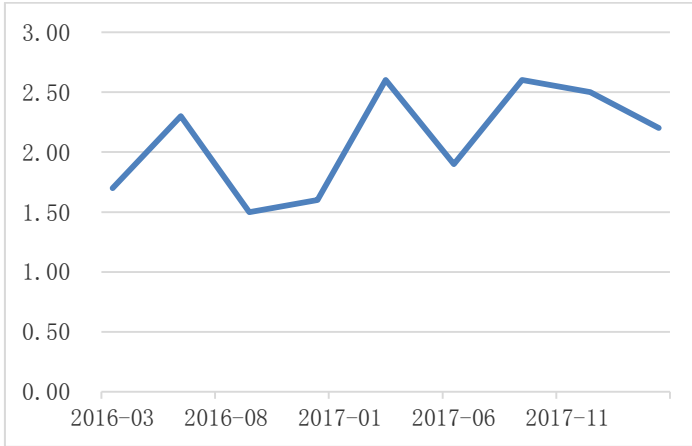
图 44、2016年-2018年7月美国消费者信心指数



资料来源：wind、太平洋研究院整理

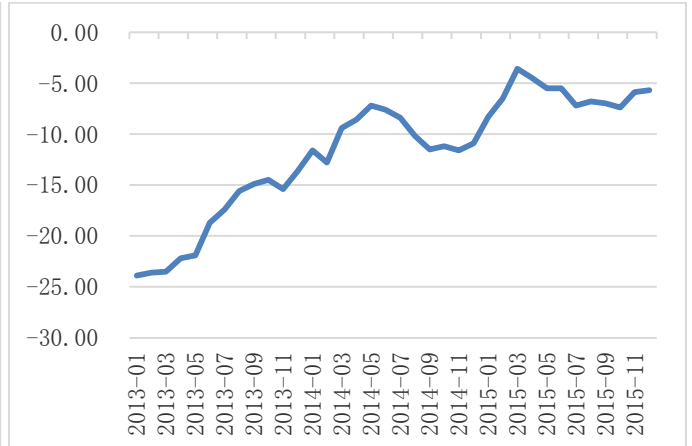
从2016年到2018年第一季度，欧元区19国GDP个人消费支出同比一直处于正增长的态势，在2017年第一季度和第三季度同比增长了2.6%。欧元区19国消费者信心指数则恢复到了0-1.5，是自2007年以来最高水平。

图 45、2016年-2018年1季度欧元区GDP个人消费支出同比



资料来源: wind、太平洋研究院整理

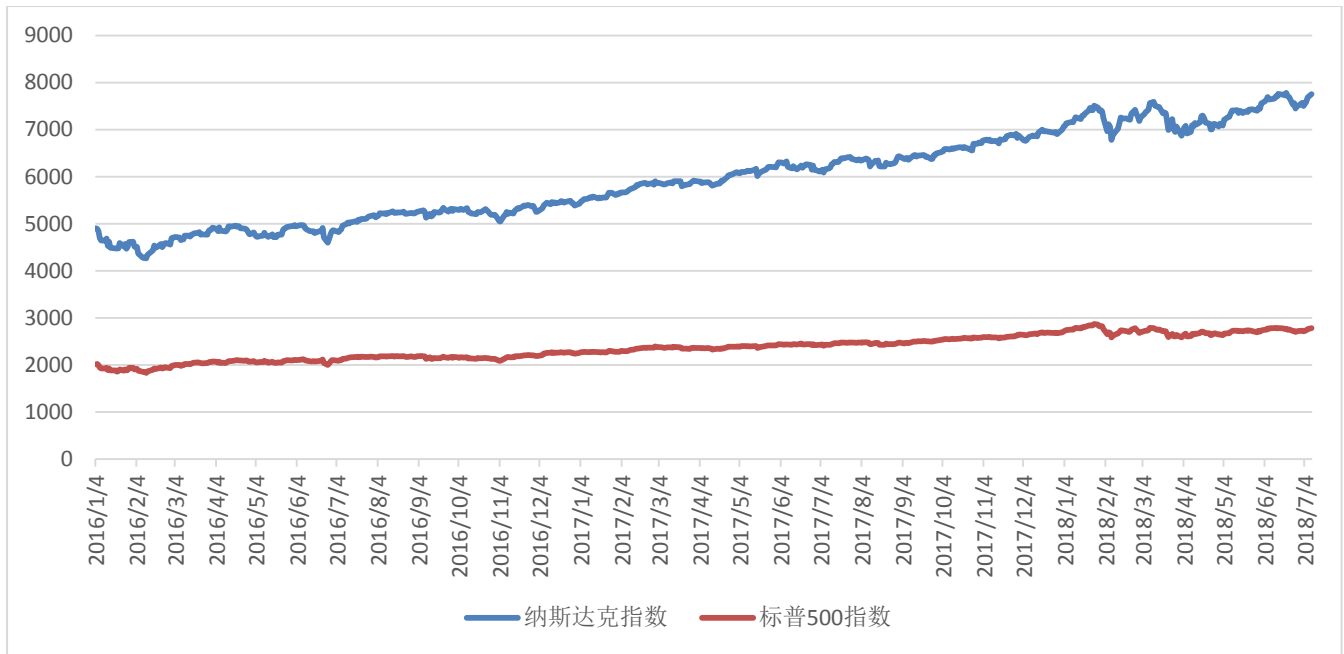
图 46、2016年-2018年7月欧元区消费者信心指数



资料来源: wind、太平洋研究院整理

在美国加息、英国脱欧以及中国股灾等事件落地后, 美国股市继续上涨。从2006年至2018年7月2日, 纳斯达克指数上涨了54.3%, 标普500指数上涨了35.5%。

图 47、2016年-2018年7月纳斯达克指数和标普500指数走势



资料来源: Bloomberg、太平洋研究院整理

游戏行业环境也在持续改善, 新一代主机的出现很快导致了消费者支出的增加以及对整个行业的兴趣, 势头一直持续, 并且正在开发进一步改进的版本, 包括具有4K视频和虚拟现实功能的版本。截止到2018年7月, PS4累计销量超过了8122万台。值得一提的是这里的数字是销量, 是卖到玩家手里的实际销量, 并不是卖给经销商的出货量。任天堂也于2017年3月推出了新一代主机Nintendo Switch, Switch首秀获得强烈反响, 预告片在YouTube首日播放量超一千万回, 一度登顶YouTube播放榜首。截止到

2018年7月，Switch的主机的销量为1967万台，累计软件销量为8693万套。随着游戏硬件的渗透率提高，游戏软件销量也得到了巨大的提振。2018年有多个公司的多款游戏销量超出了市场的预期，创造了多项纪录。日本Capcom开发的《怪物猎人世界》首月销量就突破了750万套，发售3个月内销量突破800万套，更是在PC版发行后，销量直接突破1000万，创下了该游戏系列的最高纪录。法国Ubisoft开发的《Far Cry 5》首周销量两倍于其前作《Far Cry 4》，可能达到了500万套，并在Steam平台上终结了《PUBG》的54连冠。Sony开发的《新战神》口碑炸裂，发售前三天全球销量为310万套，成为史上卖得最快的PS4独占游戏。由Quantic Dream开发并由索尼互动娱乐发行的《底特律：成为人类》在发行后2个多月达到150万套的销量，并创下Quantic Dream公司游戏销量的新纪录。动视暴雪的《使命召唤14：二战》首发销量是前作的两倍，首周收入达5亿美元，同时该游戏在PC和主机上的玩家在人数创造了该系列游戏的新纪录。EA的《FIFA 18》继续主宰足球类游戏市场，在销量上也完胜前作《FIFA 17》，发售仅8周销量破千万，创造了全平台总销量破千万的最快记录。不过这个纪录很有可能会被2018年10月发售的Take-Two的《荒野大镖客2》打破，该游戏有很大机会成为年度销量最高的游戏，保守估计销量将突破2000万套。同时高利润率的数字（无盘）销售的游戏销量持续增长，也导致了游戏发行公司的整体利润率持续上升。

（一）EA

2016年8月，公司披露了2017财年一季报，第一季度公司NON-GAAP收入为6.82亿美元，超过了管理层的指引与市场的预期。该数字较一年前有所下降，主要原因是产品发布时间的不同。数字端收入增长是一个亮点，同比增长7%，占公司第一季度总收入的83%。公司数字端收入由“FIFA”系列的Ultimate Team模式和一系列来自“Star Wars”和“Madden NFL”等IP旗下的手机游戏组成。在2017财年第一季度，公司只有一个重要的新游戏发行，《Mirror's Edge: Catalyst》，发行时间是6月底。与收入一样，盈利也展现出积极的信号。公司第一季度NON-GAAP每股摊薄收益为0.07美元超出了管理层的指引和市场的预期。EA第一季度通常是全财年中收入最小的季度，尽管如此，投资者依然对超预期的表现感到高兴。

市场投资者小幅度提升了对公司业绩的预期，由NON-GAAP每股摊薄收益3.52美元提升到了3.59美元。市场认为公司的指引还是偏保守，管理层选择不根据单个（相对较小的）季度的结果来提升公司的年度指引。由于公司未来强劲的发布计划，投资者仍对今年的第三季度展望特别乐观。事实上，市场相信2017财年可能是公司历史上发

行阵容最强大的一年。近年来，游戏行业更注重质量而非数量，公司今年的大部分收入可能来自少数几个主要IP旗下的新版游戏。2017财年的亮点包括第二季度的年度体育游戏（“FIFA”系列，“Madden NFL”系列和“NHL”系列），第三季度的《战地1》和《Titanfall 2》，以及第四季度的《质量效应：仙女座》。今年还应该看到公司在移动游戏领域的各种新版本游戏推出，包括“Bejeweled”和“Plants vs. Zombies”等IP的新游戏。《战地1》是值得进一步提及的作品，自该IP游戏于2002年首次亮相以来，该IP一直是EA的支柱之一。迄今为止，在13年的历程中，该IP已经有了各种改进和发行策略，从而形成了一个重要的核心粉丝群。《战地1》不是该IP的第一款游戏，而是第十四款并计划于2016年10月下旬发售。该游戏被认为是EA在假期季最重要的发行产品，销售可能会保持一个较快的速度进入2017财年，特别是因为游戏后续的DLC内容已经公布。

公司的资产负债表依然稳固。截至2016年6月30日，公司的现金和短期投资额为34.27亿美元。总债务为11.25亿美元，约占公司总资本的23%。在本季度，该公司在可转换票据的早期转换中结算了2700万美元，并在7月完成了剩余票据的偿还（约1.3亿美元）。2016年2月，该公司宣布了一项5亿美元的股票回购计划，该计划将与现有的10亿美元回购计划共存。在2016财年第四季度期间，EA完成了5亿美元回购计划并继续执行其10亿美元的计划。在2017财年第一季度，该公司总共回购了价值约1.29亿美元的股票。当时回购计划的授权仍有大约4.1亿美元。

在行业继续向好的同时，公司有很多值得关注的地方。公司管理层的能力是一个被证明的积极的投资因素。市场还希望近期利润率较高的数字销售，持续的成本控制和积极的经营杠杆效应稳步增长。EA公司在执行方面做得很好，特别是涉及创建和管理高质量的IP组合以及追求高利润的数字销售方面。

EA的股价当时分别为2017财年和2018财年NON-GAAP每股摊薄收益预测的21.4X和19.1X。在过去的十年，EA的预测市盈率中位数为21.6X，而且因为在此期间早期的高估值而有点偏高。在过去五年中，公司的预测市盈率的中位数为19.7X。与此同时，该股的预测市盈率是标准普尔500指数预测市盈率的1.2X，低于过去十年1.4X的中位数和过去五年的1.3X的中位数。公司的估值反映了积极的盈利增长趋势，有利的行业动态，高质量的产品线以及市场对盈利预测的信心。

尽管2016年公司股价有显著的提升（上涨12%，标准普尔500指数上涨6%），然而EA基于估值和积极的基本面前景依然具有吸引力。公司的基本面和积极的行业趋势可以带来收入，利润和利润率等关键指标的进一步提升。公司主要的风险来自于其主要第三方授权的IP的维护（例如“FIFA”）。公司股价在未来的一个月上涨了6.7%。

2017年8月，公司披露了2018财年1季报，截至2017年6月30日公司NON-GAAP收入为7.75亿美元，比一年前增长14%，超出了公司指引和市场预期。主要贡献来自于《质量效应：仙女座》，“FIFA”系列的Ultimate Team模式，《模拟人生4》和《FIFA Online》。特别是在线服务的增长以及由此产生的更多数字销售带来的利润。数字销售包括完整游戏或DLC内容下载以及游戏内微交易，以获得更好的游戏体验。这是过去几年市场投资者认可的行业趋势。在过去的12个月期间，EA的数字销售额占公司总销售额的63%。预计未来几个季度这一百分比将会继续增加，与行业趋势一致。本季度没有重大的新游戏发布，这使得营销费用下降。公司提供的在线服务，例如“FIFA”系列，“战地”系列，“模拟人生”系列以及各种手机游戏都表现强劲，导致数字端销售额为6.81亿美元，占本季度总销售额的88%。公司盈利也超出了市场预期，由于公司的产品组合合理以及更大的数字销售，NON-GAAP毛利率上升445个基点。此外，经营杠杆效应也是一个积极因素，并导致公司营业收入和营业利润率的上升。由利息支出向利息收入的转变以及公司加权平均股数的适度下降等因素共同导致公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.31美元，相比一年前的0.07美元大幅增加。这超出了0.25美元的公司指引和市场预期的0.27美元。

在2018财年第一季度，该公司斥资1.5亿美元回购了140万股股票，平均价格约为每股107美元。在整个2017财年，公司斥资5.08亿美元回购650万股股票，平均价格为每股78美元。2017年早些时候实施的股票回购授权中仍剩余了10.80亿美元。

公司资产负债表依然强劲。截止至2017年6月30日，公司的现金和短期投资额为44.7亿美元；一年前，这个数字是34.25亿美元。公司的库存和应收账款也处于令人满意的水平。公司债务总额为9.91亿美元，约占总资本的18%；一年前，这个数字是23%。

EA拥有强大的高质量的游戏IP组合，包括一些相对较新的，如“质量效应”和“Titanfall”，以及“常青树”游戏IP，如“战地”，“模拟人生”，“NFL”和“FIFA”。重要的是，公司的所有游戏系列的收入都有相当一部分来源于数字端，而且数字销售部分会随着时间的推移而继续增加。

尽管公司2018财年第一季度业绩与一年前的数据和总体预期相比更强，但由于行业季节性和EA旗下游戏产品的发布时间表，该季度通常是全年收入和利润规模最小的季度。此外，EA在2018财年剩余季度的营业收入和每股盈利很难出现大幅增长。

市场预期2018财年行业环境将保持健康，强劲的新游戏以及现有的老游戏都将进一步增长。公司发行的重要游戏包括2017年11月发行的《星球大战：前线》，新版本体育游戏，如“Madden NFL”系列和“FIFA”系列，以及“NBA Live”系列的加入（之

前假设的2017财年末发布), 新的“极品飞车”赛车游戏, 以及最近发布的《战地1》和《Titanfall 2》的销售增长。还有就是手机游戏业务的增长, 包括新的“星球大战”IP内容。此外来自业界声誉显著的工作室BioWare的一款名为《Anthem》的新动作冒险游戏定于2019财年推出。

值得密切关注的行业趋势还有电子竞技。电子竞技领域需要拥有竞争性的游戏, 其中包括来自参与者, 活动组织者, 团队领导者/所有者, 观众和广告商的共同参与。这是一个刚刚开始快速发展的新生领域, 游戏行业的规模和用户统计数据可以帮助电竞行业转变为有意义的积极商业模式。此外, EA旗下众多游戏系列IP都非常适合电子竞技, 并且在全球都会拥有收视率(包括其全球流行的体育游戏“FIFA”)。目前, 还很难量化电子竞技的近期影响, 包括收入和支出水平, 但市场普遍看好其长期潜力。

市场投资者根据公司第一季度业绩和最新的公司指引对公司2018财年的业绩进行了预测。预计数字销售将继续增长, 这可能会进一步改善公司利润率。预计外汇风险将在2018财年持续。公司指引为NON-GAAP收入51亿美元和每股摊薄收入4.10美元。市场的一致预期则是NON-GAAP收入51.5亿美元, 每股摊薄收益为4.20美元。

当时EA股票的估值约为公司2018财年NON-GAAP每股摊薄收益预测的28X。EA在过去十年的预测市盈率中位数为22.5X, 过去五年为21.3X。考虑相对估值, EA股票当时的预测PE是标准普尔500指数的预测PE的1.4X。相比之下, 过去十年的中位数为1.3X, 过去五年为1.2X。

过去12个月公司股价大幅上涨, EA上涨48%, 而标准普尔500指数上涨11%, 公司的估值高于近期和历史中位数水平, 反映了公司近期的强劲业绩和良好的前景。公司估值继续提升的可能性不大。公司股价在随后的一周下跌了4.1%, 不过很快又继续上涨。

2017年11月10日, EA宣布收购Respawn Entertainment, 一家独立游戏工作室和“Titanfall”系列的创建者。EA同意向员工支付1.51亿美元现金, 高达1.64亿美元的长期股权, 并将支付超过四年的额外可变现现金, 最高可达1.4亿美元, 这取决于工作室能否实现与游戏开发相关的某些绩效考核。此次收购预计将对EA在2018财年和2019财年的净收入没有正面或者负面的影响, 并且这是该公司多年来首次大收购。

自Respawn工作室启动以来, EA便与该工作室建立了关系, EA正在为“Titanfall”系列游戏的开发提供资金, 包括已经推出的两款“Titanfall”系列游戏。通过收购Respawn, EA能够获得“Titanfall”IP以及工作室的人才。该系列游戏的最新作《Titanfall 2》于2016年10月推出。自游戏发布以来, Respawn一直在积极的支持游

戏，包括每月持续推出免费DLC。然而，尽管得到了非常高的评价，《Titanfall 2》的销量依然低于预期。Respawn的首席执行官将部分原因归结为游戏发行的档期问题，游戏选择了在有众多3A作品的假期季发行，包括EA自己旗下DICE工作室开发的《Battlefield 1》。EA管理层指出，Respawn有兴趣成为EA的一部分。独立工作室单独难以扩展和执行在线服务的管理，被收购后还能获得额外的技术支持和资金安全。EA能够为工作室提供更多资源，包括一些新技术和其他专业知识。Respawn当时正在开发多个项目，包括“Titanfall”系列的新游戏，新的“Star Wars”游戏和一些VR游戏技术。

市场预计EA将继续追寻如同收购Respawn工作室这样的并购机会。管理层表示，可能会有其他工作室希望成为EA这样的大型公司的一部分。管理层还将关注其当前核心业务之外的并购机会，特别是随着技术和游戏领域的快速变化。

由于在被EA收购后关闭的工作室数不胜数，例如Pandemic、BioWare蒙特利尔、Mythic，更久远一点的还有西木、牛蛙等知名游戏工作室。前阶段关闭的Visceral工作室和“星球大战”项目，正是赫赫有名的“神秘海域”系列主创Amy Henning带的队伍。Respawn工作室在被EA收购后第一件工作就是接手Visceral丢下的烂摊子。在宣布此次收购后，EA公司的股价在随后的一个月下跌了10.6%。

市场预计公司2019财年的增长将会受到持续强劲的实时网络服务收入增长的带动。数字收入在过去几年中都有显著的增长，这将继续受益于实时网络服务、数字游戏下载和移动游戏。在2019财年，市场预计公司实时在线服务收入将同比增长18%，比2018财年增长29%有所减少。公司2019财年的增长将受到“FIFA”的Ultimate Team模式收入增长（夏季在俄罗斯举行的FIFA世界杯），EA Access和Origin Access订阅服务的增长以及新的《Battlefield V》和《Anthem》以及部分经典游戏的贡献所推动。

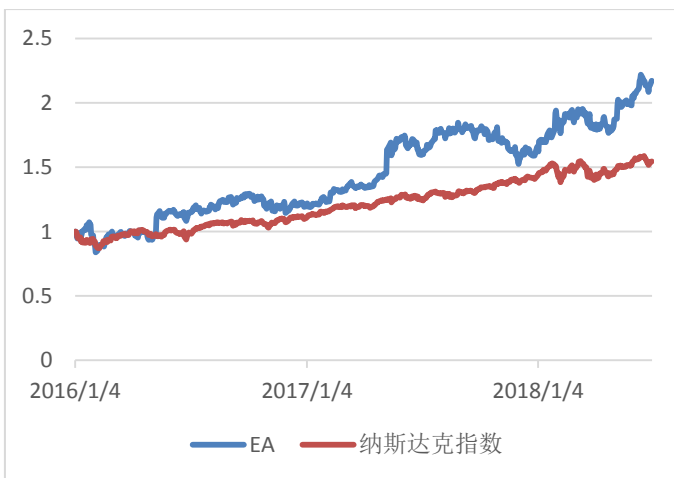
由于《星球大战：前线II》的销售情况低于预期导致2018财年公司游戏的下载量下降约4%，不过预计2019财年将同比增长10%。公司还能够从《Battlefield V》和新游戏《Anthem》中获得比2018财年《星球大战：前线II》提供的更多的收入。市场还预测公司主机游戏数字版下载量将从2018财年末期的38%占比增加到2019财年的44%占比，这也将提高公司的利润率。

在移动游戏市场，市场投资者预计公司2019财年同比增长10%，而2018财年同比增长8%。2019财年的增长将受到公司旗下主要游戏持续增长的推动，包括《星球大战：英雄银河》，《疯狂手机》，《FIFA足球》和《模拟人生》。公司还计划推出新的“星球大战”手机游戏以及尚未公布细节的另一款游戏。

市场预计公司2019财年的毛利率将从2018财年的75.3%提升至76.4%，这主要得益于利润率较高的数字收入带来的持续收益（预计2019财年数字端收入占总收入的72.9%，而2018财年为68.6%）以及相比于2018财年发行的《星球大战：前线II》有授权费用，公司2019财年的主要发行游戏《Battlefield V》和《Anthem》均是自有IP。在2019财年，市场预计公司经营费用同比增长4%，营业收入增长17%，EBITDA增长16%。

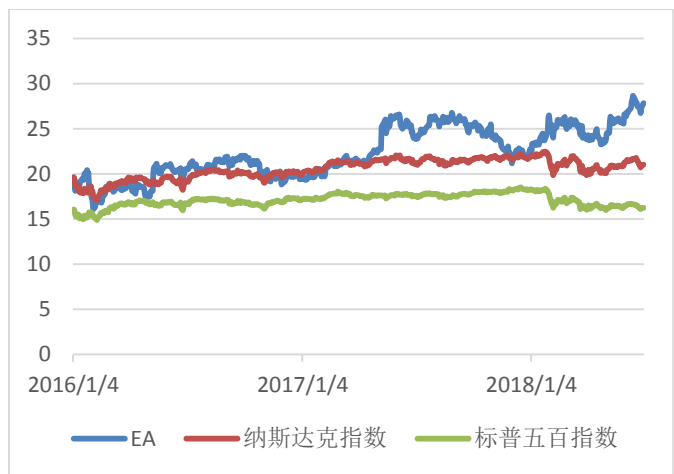
EA股票在2017财年上涨了33%，而标普指数上涨了19%。公司当时的交易价格相当于公司预期每股摊薄收益的23X，过去3年中，公司的预测估值范围为16X-27X，平均值为22X。由于公司具有强大的数字销售能力，并且在行业中处于优势地位，公司一直保持其相对于整体市场以及多个类似的其他游戏公司股票估值的健康溢价。EA可能继续与其最主要的竞争对手动视暴雪保持相当的估值水平，而去年相对的估值折价可能与去年秋天《星球大战：前线II》在推出后令人失望有关。

图 48、2016年-2018年7月EA股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 49、2016年-2018年7月EA FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(二) 动视暴雪

2016年2月24日，动视暴雪宣布已经完成了对手游《Candy Crush》开发商King Digital Entertainment的并购交易。在收购完成后动视暴雪旗下所有游戏的活跃用户已达到5.5亿，成为全球最大的游戏开发发行网络。

交易完成后，动视暴雪股价在随后的一个月上涨了6%。

2016年8月，公司披露了2016财年二季报，与最近几个季度一样，公司业绩好于市场预期。NON-GAAP收入为16.09亿美元，比去年同期翻了一倍还多。King Digital Entertainment对该季度产生了重大积极影响，其贡献了4.84亿美元的收入，占公司总

收入的30%。由于季节性趋势和游戏发布时间的推移,本季度King的月活跃用户数(MAU)有所下降,为4.09亿。不过King的三项游戏APP连续10个季度在美国移动应用商店中排名前15位。公司第二季度令人惊喜的表现还来自于暴雪娱乐公司一款名为《Overwatch》的新成功游戏IP。该游戏的成功发行导致暴雪部门产生了7.38亿美元的收入,这是该部门有史以来最高的收入季度,占公司总收入的46%。利润率较高的数字端业务带来了大幅增长,环比增长76%,同比增长129%,占本季度NON-GAAP总收入的87%。该公司最近一直是数字端(利润率较高)游戏的领导者之一,而对King的收购提升了其行业地位。公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.54美元,而一年前为0.13美元。公司指引为0.38美元,市场预期为0.42美元。

总之,公司2016年第二季度是迄今为止最令人印象深刻的一个季度。公司的主要细分市场:Activision(主机),暴雪娱乐(PC)和King Digital Entertainment(移动)均表现出了其各自领域的领先地位,并在未来一段时间内会推出强大的产品规划。

公司资产负债表保持良好状态。King Digital的收购于2016年2月23日结束,伴随着公司债务的增加。截至2016年6月30日,动视暴雪的现金及等价物总额为22.71亿美元。公司流动比率为1.56比1,长期债务为49.77亿美元,占总资本的37%。2016年3月31日,在King Digital被收购后不久,动视暴雪长期债务达到了58.41亿美元。占总资本的41%。在2016财年第二季度,公司将其未偿还的定期贷款余额减少了8.16亿美元,并支付了约2亿美元的年度股息。

2015年11月,动视暴雪宣布了以59亿美元收购手机游戏巨头King Digital Entertainment的最终协议,扣除King的现金净额后收购价格为48亿美元。该交易于2016年2月23日结束。动视暴雪的手机游戏业务相对发展较慢,因为公司主要专注于在游戏主机和PC游戏领域建立和维持其行业领先地位。随着King的加入,动视暴雪进一步巩固了其整体竞争地位。以下是该交易的主要关注点:

- 1) 动视暴雪使用了36亿美元的现金和23亿美元来自信贷机构为这笔交易提供资金的借贷。
- 2) KING股东每股收到18美元现金。
- 3) KING是移动领域领先的娱乐公司。它已经开发了200多种独家游戏,并在200多个国家/地区发售。
- 4) 当时KING最受欢迎的游戏IP是《Candy Crush》。
- 5) 动视暴雪最近的年收入为46亿美元,调整后的EBITDA为15亿美元(约33%的利润率),而KING的年收入为20亿美元,调整后的EBITDA为8亿美元(利润率为40%)。

6) 收购价对动视暴雪及其股东具有吸引力。King的现金余额约为11亿美元，该交易的净企业价值为48亿美元，相当于King的年收入2.4倍和调整后的EBITDA的5.8倍。

7) 并购KING以后公司创造了一个庞大的全球娱乐网络组合，拥有超过5亿(MAU)用户，包括休闲和核心游戏玩家，男性和女性玩家的平衡，以及在发达市场和新兴市场的存在。

这笔收购对公司是有利的。King旗下的游戏IP，开发团队，管理层和财务状况都非常不错。作为分散的规模为360亿美元的移动游戏行业最大的运营商之一，King带来了与规模相关的显著效率。

2016年下半年动视暴雪进展顺利。新兴电子竞技业务发展迅速，随着公司进一步开发商业模式以利用游戏中不断增长的趋势，一些电竞活动将带来显著的关注度和比赛竞争。2016年5月暴雪发布的一款名为《Overwatch》的产品备受期待，并以销售活跃和广受好评的方式实现了预期。投资者相信这个新的游戏IP可能随着年份的增长而增加粉丝，特别是随着增加的DLC激发兴趣。本月晚些时候将发布《卡拉赞的一夜》(热门手机和PC游戏《炉石传说：魔兽世界》的新冒险)和军团(魔兽世界特许经营的新扩展包)。9月，公司将发布《Destiny》系列的新DLC。10月将有《Skylanders: Imaginators》，而11月将发行公司的关键假期游戏IP，《使命召唤：无限战争》。King Digital也将继续提供新内容，包括推出新的非Candy Crush的游戏IP。在短期内，由于美元的相对强势以及各种外币的相应疲软，外汇预计将依然对公司产生负面影响。大约50%的公司年收入和更高的利润百分比来自美国境外。

管理层更新了其财务指引，但是根据美国证券交易委员会最近的指导原则，他们开始提供新指标和新方法以达到估计每股收益。基本上，市场采用动视暴雪基于GAAP的指导，并对诸如递延收入变化等项目进行调整，以得出与过去的NON-GAAP结果呈现相当的NON-GAAP数据。使用这种方法，预计2016年动视暴雪的NON-GAAP收入约为64.75亿美元，高于之前指引的62.75亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益预计为1.90美元，高于之前的1.78美元。该年度展望反映了管理层对第三季度NON-GAAP指引为15.35亿美元，NON-GAAP每股收益为0.40美元。

市场投资者也更新了2016年和2017年的预测。2016年，市场预计NON-GAAP收入为65亿美元，比之前的预测增加了2.15亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益为1.95美元，比之前的预测增加了0.15美元。2017年，预计公司NON-GAAP收入增长近11%至72亿美元，比之前的预测增加了5.4亿美元。这次大规模的增长主要反映了King Digital Entertainment的贡献，而Activision的增长也是一个积极的因素。预计营业利润率将

增加，部分原因是King Digital业务以及利润率较高的数字衍生收入全年增长。2017年摊薄后每股盈利预测为2.20美元，较之前的预测增加了0.15美元。

市场没有假设股票回购，不过，确实预计未来一段时间会有一些债务减少。

动视暴雪股票当时的交易价格为2016年每股盈利预测的20.9X，是2017年预测的18.6X。在过去十年中，动视暴雪的中位数预测PE倍数约为17X，而在过去的二十年中仅为20X。与此同时，该股的预测市盈率是标准普尔500指数预测市盈率的1.2X，略高于过去十年中1.1X的中位数相对溢价。

考虑到公司2018财年每股摊薄收益的预测为2.50美元，如果对应20X的估值，公司股价应为每股50美元，相当于当前股价23.3%的涨幅。20X的估值相对于20.9X的估值略有收缩，并且在ATVI十年历史PE中位数16.8X和20年中位数20.3X的范围内。鉴于对公司强大的基本面的看法，这是一个较为保守的假设。

King Digital的所有权过度进展顺利。48亿美元购买King（扣除King的现金）使动视暴雪在移动游戏领域从普通参与者一跃成为领导者。拥有像《Candy Crush》IP的King，除了使公司每月平均活跃用户（MAU）大幅提升之外，还为公司带来了多样性和增长。在2016财年第二季度，King的MAU为4.09亿，而Activision和Blizzard的MAU共有8200万。Activision和Blizzard代表了不同于King的商业模式，其用户拥有更高的粘性以及更强的消费意愿和能力。动视暴雪是一流的游戏发行商，未来将继续保持增长。公司的基本面前景强劲，其产生现金流的潜力仍然健康。同时，投资者对公司管理层充满信心，能充分应对其核心业务及相关业务的增长机会。投资者也相信公司最好的游戏IP（例如“使命召唤”，“命运”和“炉石传说”）将在未来几年内持续运营和盈利，并且会有新的游戏IP（例如“守望先锋”）加入。公司业绩超出预期，管理层还提高了业绩指引，公司股价在随后的一个月上涨了7.3%。

2017年8月，公司披露了2017财年二季报，公司业绩依然好于预期。市场投资者对公司2017财年第二季度业绩感到非常惊讶，特别是考虑到2016年同期公司有一次重大成功发行，即暴雪娱乐公司的《Overwatch》，而2017年二季度缺乏新的游戏发行。

《Overwatch》于2016年5月在主机和PC平台上发行，因此也成为2017年第二季度收入下降的一个因素。它已成为暴雪有史以来最快达到3000万注册玩家的游戏。公司NON-GAAP收入为14.18亿美元，较去年同期下降12%，市场对公司的一致预期收入为12.2亿美元。最近一段时间公司只有以前游戏的DLC发售，主机业务反映了“使命召唤”系列产品只贡献了较低的收入，其最新版本2016年11月发行的《无限战争》未能达到与其前作《Black Ops III》相同的成功。移动游戏开发商King Digital（2016年2月

收购)的总收入略有上升,但月平均用户数出现同比与环比下降。King旗下有两个连续15个季度在美国排名前10的手机游戏。在此期间,《Candy Crush》一直是最稳定的贡献者。消费者采用数字端采购的趋势在持续,公司通过数字/在线渠道获得的收入占第二季度收入的80%,高于一年前的73%。

与2017财年一季度一样,二季度的公司利润也超出了市场预期。由于与一年前的业绩过于突出,公司营业利润率有所下降。这导致公司NON-GAAP营业收入同比下降了18%。同样,公司NON-GAAP摊薄后每股收益为0.43美元,而一年前为0.54美元。然而,这远高于公司指引的0.27美元和市场一致预期的0.30美元。

公司的资产负债表状况良好,现金流强劲。截止至2017年6月30日,公司的现金和等价物总额为32.78亿美元,长期债务为43.87亿美元,净负债为11.09亿美元。而一年前,公司净负债为27.06亿美元。净负债除以未来12个月的追踪EBITDA(扣除利息,税项,折旧和摊销前的盈利)为安全的0.4倍,低于一年前的2.5倍。在本季度,该公司从标准普尔(Standard & Pooors)获得从BBB-到BBB债务评级升级。如果需要,动视暴雪拥有可观的借贷能力。

值得密切关注的行业趋势是电子竞技。动视暴雪拥有众多的竞技型游戏IP,非常适合参与电竞领域并拥有全球范围的关注度和收视率。在2017年第二季度,动视暴雪在其电子竞技计划方面取得了相当大的进展,包括根据该公司暴雪娱乐部门的热门游戏《Overwatch》创建了一个守望联盟。为了集齐世界上最好的《Overwatch》玩家的目标,该公司向主要城市(国内和国际)授予了组建联盟的邀请。一旦联盟成立,相关的收入来源可能是多方面的,包括直播媒体版权,特许经营费,赞助交易和广告。守望联盟计划于2017年第四季度开始活动。暂时还很难量化电子竞技的近期影响,包括收入和支出水平,但市场普遍看好其长期潜力。动视暴雪管理层表示,团队/授权费收入确认将部分抵消启动运营所需的投资,包括与首个赛季相关的营销费用。管理层一再声称它正在长期建立其电子竞技业务,但承认可能会有一些下半年的收入确认,并且今年会出现盈亏平衡。

2017财年主要贡献收入和利润的产品可能是《Overwatch》(包括推出基于该游戏的竞争联盟),预计在第三季度发行的《Destiny 2》,第四季度可能会有更好的“使命召唤”系列新版游戏,以及更高的广告收入来自King Digital的移动平台。尽管主要是基于强劲的第二季度业绩,但2017年公司的财务指引较之前的数据有所提高。公司预计2017年NON-GAAP收入预计约为65.75亿美元,NON-GAAP每股摊薄收益预计为2.00美元。市场的一致预期为收入67亿美元,每股摊薄收益2.10美元,高于公司指引,因为市场认为公司指引偏保守。

市场投资者预计2018年公司NON-GAAP收入为72.25亿美元，NON-GAAP每股摊薄收益为2.45美元，而之前的预测数字分别为69.25亿美元和2.35美元。当时投资者还没有将电子竞技领域纳入2018年的展望。

动视暴雪股票的交易价格分别对应2017年和2018年NON-GAAP每股摊薄收益预测的30X和25X。这相当于对未来12个月远期每股盈利预测的27.5X。过去十年中，动视暴雪的中位数预测PE倍数约为17X，过去五年约为19X。与此同时，该股的预测市盈率当时是标准普尔500指数预测市盈率的1.4X，超过过去5年和10年期间1.1X的中位数相对倍数。

总而言之，2017年也是公司盈利较好的年度，但对比2016年特别强劲的情况略有下降。考虑到公司未来产品发行规划和新业务的推出，2018年的前景似乎具有吸引力。当时已经有相当多的乐观情绪Price in。但依然存在许多不确定因素，例如与电子竞技领域（经济和业务规模，竞争环境和长期可行性）相关的不确定性。

游戏行业正处于商业周期的有利位置，动视暴雪的基本面强劲，现金流产生潜力仍然健康。长期前景更是特别吸引投资者，因为该公司最近推出了几项可以增加长期收入的新业务。这些包括电子竞技，电视，电影和消费产品。从2017年年初至今，动视暴雪股价上涨72%，相比之下，标普500指数上涨了11%，纳斯达克综合指数上涨了18%，标准普尔可选消费品行业指数上涨了12%。在随后的一个月，公司股价继续保持上涨的趋势，涨幅5.3%。

2018年2月，公司披露了2017财年四季报。与2017年前几季一样，公司收入和利润均超出了市场的预期，令人印象深刻。公司NON-GAAP收入为26.40亿美元，比去年同期增长8%，市场一致预期为25.5亿美元。由于过去的收购和业务部门的增长，公司现在拥有令人羡慕的主机、PC和移动游戏的收入组合。第四季度公司受众覆盖率达到3.85亿月活跃用户(MAU)，略高于上一季度。主机游戏部门本季度拥有5500万MAU，增长率为11%，主要是因为更传统的《使命召唤：二战》游戏与一年前的《使命召唤：无限战争》相比更受欢迎。PC游戏主要是暴雪娱乐部门的产品，在本季度结束时拥有4000万MAU，持续六个季度达到或超过这个数字。当时主要的驱动因素仍然是2016年5月发布的《Overwatch》，而《Hearthstone》也是一个重要的贡献者。暴雪部门收入下降约7%，主要是因为自首次亮相以来《Overwatch》的自然趋势。移动游戏开发商King Digital（2016年2月收购）收入增加了约7%即使MAU低于去年。因为新内容的发布具有引人注目的游戏内微交易功能，并且平均每位用户花费了37分钟的游戏时间。King旗下最大的游戏IP《Candy Crush》的MAU有所提升。公司其他业务的收入当时相对占

比较小，增长了近40%。该部分包括该公司的分销业务，以及快速增长的电子竞技游戏计划，大型联盟游戏平台 and 最近推出的守望联盟。公司通过数字/在线渠道获得的收入占第四季度收入的78%。

公司利润也超出了市场预期。与2016年相对较高的基数相比，公司经营利润率有所下降，但利润仍然上升，NON-GAAP每股摊薄收益从一年前的0.92美元上升至0.94美元。这高于公司原先的指引0.82美元和市场一致预期的0.93美元。

公司的资产负债表处于良好状态，具有可观的现金状况和可控的债务水平。强劲的现金流使近年来债务大幅减少。2017年末的净债务（债务减去现金）为3.23亿美元。相比之下，2016年末的净债务数字为16.42亿美元，2015年末为22.51亿美元。公司还宣布增加股息，将其年度支付额增加13%至每股0.34美元。该股息将于5月9日支付给公司股东。该公司于2014年开始派发股息，并且每年都会提高股息率。此外，公司董事会批准了10亿美元的潜在债务减免，并继续支持现有的10亿美元股票回购计划。

电子竞技领域依然展现出了较大的潜力，“使命召唤世界联盟”于12月开始，具有强大的收视率指标。公司的守望联盟的首个赛季始于2018年1月。最初的授权被出售给12支球队，主人/买主包括一些具有体育/娱乐/商业背景的人物。此外，还与一些主要公司签署了联盟赞助协议，包括惠普，英特尔，丰田和T-Mobile。守望联盟涉及世界级的玩家/玩家俱乐部的相互竞争，观看可以选择直播（例如：洛杉矶的暴雪竞技场）或者全球流媒体平台（例如：在线/互联网设备）。动视暴雪表示，预计守望联盟将在2018年实现盈利，公司正在建立长期的电子竞技业务。电子竞技是一个重要的长期积极因素。

2018财年的主要贡献者预计将包括《Destiny 2》（2017年9月发布）的持续销售和该IP的大型DLC（2018年第4季度），一个新的“使命召唤”系列游戏（计划于2018年11月发布），一个《魔兽世界》的主要的新DLC（2018年第3季度），以及公司电竞计划的持续增长，包括其大联盟游戏平台和守望联盟。

公司的移动游戏业务预计将向前迈出一大步，这包括King Digital的现有游戏产品（包括《Candy Crush》）带来的更多收入，新的游戏IP，以及公司在移动平台上引入经过市场检验的主机/PC游戏系列移动版。

管理层对2018年的初步指引包括NON-GAAP收入74.5亿美元和每股摊薄收益2.50美元。市场投资者对公司业绩新的预测分别为74.75亿美元和2.55美元。当时还没有将电子竞技纳入2018年的展望中。

动视暴雪股票的交易价格约为2018年NON-GAAP每股摊薄收益的27X。过去五年公司的预测PE为13x-29x，中位数为18x。近年来公司的估值通常处于该范围的上限，这与

公司强劲的经营业绩和包括电子竞技在内的不断扩大的增长机会直接相关。在过去的12个月中，公司预期PE范围为25x-29x，中位数为28x。

2018年可能是动视暴雪又一个创纪录的一年，基于有利的行业动态和强大的公司前景。公司每个细分市场的产品规划以及正在推出或探索的新业务都吸引着投资者。

动视暴雪是游戏行业里一流的发行商，拥有令市场投资者看好的未来。公司的基本面前景强劲，其现金流产生潜力依然健康。2017年公司股价大幅上涨价格（年度上涨75%）和2018年的进一步上涨使得公司股票的估值维持在平均估值水平之上。然而，鉴于公司核心业务的实力以及电子竞技，消费产品，电影和电视剧集的潜在新增长浪潮，公司的估值并没有被显著高估。由于公司业绩持续超出市场预期，公司股价在随后的一个月上涨15%。

2018年5月，公司披露了2018财年一季报，依然好于市场预期。第一季度公司收入为13.8亿美元，高于市场一致预期的13.2亿美元。其中Activision的收入为3.12亿美元，而投资者的预测收入为3.11亿美元，暴雪的收入为4.79亿美元，而投资者的预测为4.34亿美元，King的收入为5.34亿美元，而投资者的预测则为5.05亿美元。公司营业收入为3.94亿美元也高于市场投资者预计的3.45亿美元。公司利润率为28.5%，远高于市场预期的26.3%。公司每股摊薄收益为0.38美元，而市场预期为0.35美元。

虽然有投资者指出大逃杀模式的游戏正在影响公司近期业绩，但管理层对其对公司的潜在影响采取了更为积极的态度，并指出《堡垒之夜》已经扩大了数千万新玩家的游戏娱乐范围。动视暴雪是射击游戏类型的领导者，因此该类型游戏的玩家基础的扩大可能是长期积极因素。与此同时，Activision确实有快速创新和扩展的历史，以创造流行和引人入胜的游戏体验，在5月17日公司的《使命召唤：黑色行动4》的发布公告中，揭示大逃杀模式将被纳入该游戏。展望未来，随着第一季度业绩改善，管理层略微上调2018年指引，收入74.75亿美元和每股摊薄收益2.51美元，而先前的指引为收入74.5亿美元，每股摊薄收益2.50美元。而公司第二季度业绩指引收入为13.5亿美元，每股摊薄收益0.31美元。低于市场的预期，主要是因为去年基数过大。总体而言，考虑到大逃杀游戏对公司带来的一些短期负面影响，公司一季度的结果相对健康。

总体而言，市场对公司在第四季度的业绩预期强劲，同时降低了预期收入较低和预期营销费用较高的第二季度和第三季度的预测，全年预测基本未变。在第二季度，公司将在5月8日发行《Destiny 2》的DLC《Warmind》；已经发售的“使命召唤”游戏地图包、增加内容和事件；正在进行的《守望先锋》季节性活动，本季度也将从上个月新发行的“炉石传说”的扩张包中受益。然而，公司将与去年的“使命召唤”僵尸

DLC发行带来的业绩基础进行比较，僵尸DLC推动了去年该季度强劲的销售以及游戏微交易收入。因此，市场投资者将第二季度的收入从之前的15.3亿美元下降至13.8亿美元，将每股摊薄收益从0.47美元降至0.39美元。在2018年剩下的时间里，主要发行的游戏还包括8月14日的《魔兽世界》DLC《艾泽拉斯战役》，《使命召唤：黑色行动4》（11月发行，该系列中最成功的子系列）以及King的新游戏。市场投资者还降低了第三季度预测，主要是因为营销费用有所增加。由于“使命召唤”发行时间的变化，市场投资者同样提高了对更多预期游戏销售和更低营销费用的第四季度的业绩预测。总体而言，市场投资者的预期2018年收入从74.9亿美元略微上升至75.1亿美元，每股盈利保持不变，为2.55美元。

公司业绩一如既往的强劲，超出市场预期。公司股价在未来两个月上涨了10.7%。与其他游戏股类似，公司保持了良好的市场估值溢价。这反映了强劲的数字趋势，更高的消费者参与度以及增加游戏货币化的机会。动视暴雪股价年初至今上涨了4%，与之相比EA上涨了12%。由于公司股价表现不如EA，两只股票的估值大致相当，而在前一年动视暴雪平均溢价6%。在过去的三年中，大型游戏发行商的平均估值大体上保持一致。动视暴雪相对估值的压缩可能是由于大逃杀类型的《PUBG》/《Fortnite》等第一人称射击游戏的火爆而导致细分领域出现更多的竞争。

图 50、2016年-2018年7月动视暴雪股价走势

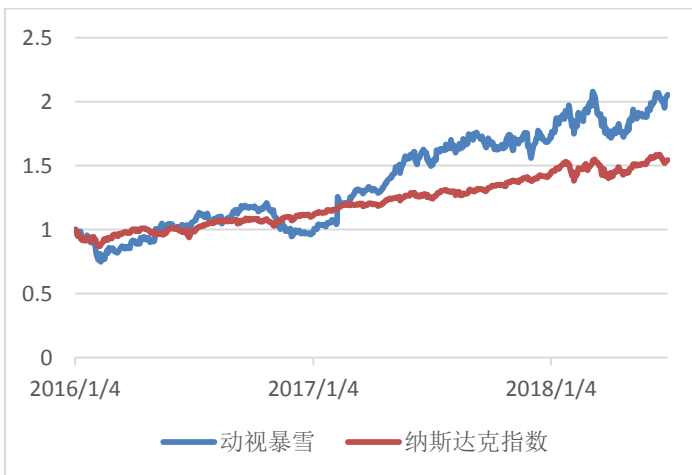
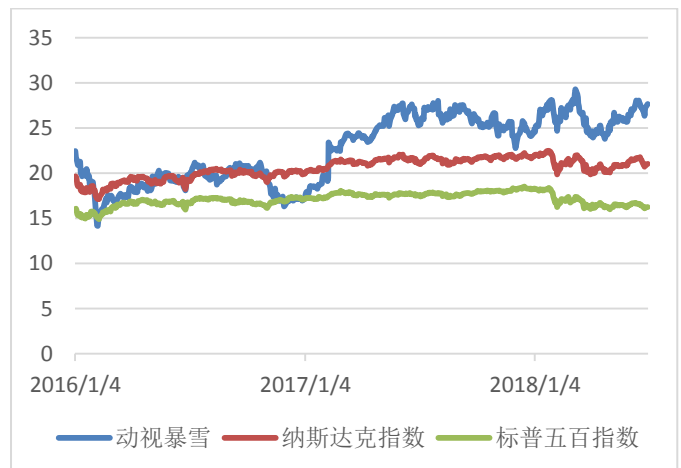


图 51、2016年-2018年7月动视暴雪 FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

（三）Take-Two

公司2017年第1季度业绩为GAAP净收入增长13%至3.116亿美元。2017财年第一季度GAAP净收入贡献最大的是《GTA V》和《GTA online》，以及《NBA 2K16》和《Battleborn》。GAAP净亏损收窄至3860万美元，或每股摊薄-0.46美元，而去年同期的GAAP净亏损为6,700万美元，或每股摊薄-0.81美元。NON-GAAP净亏损收窄至1,760万美元，或每股摊薄-0.34美元，而去年同期则为3,320万美元，或每股摊薄-0.40美元。Take-Two公司管理层表示2017财年的业绩开局良好，公司将迎来一个强劲销售的假日季度，其基础是即将推出的《Mafia III》，《Sid Meier's Civilization VI》，《NBA 2K17》和《WWE 2K17》。

公司为第二财季和2017财年提供了最新财务指引。第二季度净收入预计为3.75亿美元至4.25亿美元，整个财政年度收入为17.5亿美元至18.5亿美元。预计第二季度净利润将在3100万美元至4500万美元之间，全年将达到2.08亿美元至2.44亿美元。第二季度NON-GAAP净利润预计为3900万美元至5100万美元，全年为2.29亿美元至2.58亿美元。每股摊薄净收益预计为0.32美元至0.44美元（第二季度）和1.98美元至2.29美元（全年），而NON-GAAP每股摊薄净收入预计为0.35美元至0.45美元（第二季度）和2.00美元至2.25美元（全年）。

2017财年二季度，公司实际NON-GAAP每股摊薄收益为0.66美元，超出了公司的指引以及市场的预期。公司股价在2017年7月-2017年10月期间上涨了19.1%，整个2017财年，公司股价上涨了56%。

2017年8月公司披露了2018财年一季报，就像前面连续几个季度一样，公司业绩远高于预期。Non-GAAP收入为3.48亿美元，而去年同期为2.73亿美元，增长28%，市场预期为2.81亿美元。考虑到在此期间公司没有重大的新游戏发布，公司取得的成绩令人印象深刻。本季度公司超过90%的收入来自先前发行的游戏，如“GTA”系列、“NBA 2K”系列，“WWE 2K”系列和“Mafia”系列等比较知名的游戏IP。数字端交付收入增长了56%，反映了行业趋势和公司的产品组合适合数字交付这种方式。公司NON-GAAP每股摊薄收益为0.41美元远高于去年的净亏损-0.34美元。市场对公司2018财年第一季度每股摊薄收益的预期为0.19美元，公司指引为0.13-0.22美元。

公司资产负债表依然稳健。截止至2017年6月30日，公司的现金，现金等价物和短期投资为12.81亿美元。公司的存货和应收账款也处于合理水平。公司流动比率为1.44

比1，在资产负债表上披露的债务总额（主要是可转换债券）约为2.12亿美元，仅占总资本的16%。一年前，公司的债务总额为5.04亿美元，占总资本的49%。

投资者继续看好公司的前景，并相信它拥有业内最优质的游戏IP。多年来，公司游戏IP组合的规模，质量和盈利能力都在增长。最大的游戏IP仍然是“GTA”系列，《GTA V》（2013年9月发布的主机游戏）和《GTA Online》（独立在线体验）的在线创收一直超出市场的预期。市场对公司未来的发行模式感到满意，公司可能会每六年或更长时间带来一个全新版本的“GTA”游戏。与此同时，“NBA 2K”，“Mafia”，“BioShock”和“Red Dead”都已成为公司的主要的游戏IP，并且迄今为止通过这些游戏IP已经开发了该公司最好的一些游戏。市场甚至对公司的“WWE”游戏的销售感到惊讶，该游戏在2013年以较低的销售预期进入公司的游戏组合。

备受期待的《Red Dead Redemption 2》游戏的发行时间从2017年秋季延迟到了2018年春季（公司股价并没有受到游戏跳票的影响，在跳票的信息公布后的一周，公司股价上涨了13.2%）。这转变意味着原本预计部分发生在2018财年的收入公司部分收入延迟到2019财年。玩家对游戏的兴趣非常浓厚，对公司备受好评的游戏开发工作室Rockstar Games充满信心。预计《Red Dead Redemption 2》有可能成为公司有史以来第二畅销的游戏，仅次于《GTA V》。“Red Dead”IP系列游戏的最后一款完整版游戏出现于2010年，游戏为广受好评的《Red Dead Redemption》。被压抑多年的需求、有效的营销和Rockstar Games的高品质声誉的结合预示着《Red Dead Redemption 2》可能会创纪录的热销。

另外一个值得密切关注的行业趋势是电子竞技领域。Take-Two旗下的游戏IP也非常适合探索电子竞技商业模式，包括“NBA 2K”系列。公司最近与美国国家篮球协会建立了一个电子竞技联盟，预计将于2018年首次亮相。联盟将由实际的NBA特许经营团队组成，并将在NBA常规赛和季后赛赛季之后举办游戏常规比赛以及冠军对决。

有利的行业环境和公司强大的游戏IP组合共同构成了未来有利的财务前景。管理层最新的业绩指引预计2018财年公司的NON-GAAP收入将在16.5至17.5亿美元的范围内，市场的最新预期为17.3亿美元，远高于之前的14.9亿美元。NON-GAAP每股摊薄收益的指引在1.95美元至2.16美元之间。市场新的NON-GAAP每股盈利预测为2.10美元，而之前的预测为1.55美元，这与去年的NON-GAAP每股摊薄收益的数据相符。

公司2019财年的蓝图并未发生太大变化，最大的变化是2019财政年度预计将发生一件具有里程碑意义的事件，期待已久的《Red Dead Redemption 2》的发布，以及该公司2K部门的另一个重要但尚未公布的游戏。普遍的假设是在2018年4月/5月，公司会正式发售《Red Dead Redemption 2》。投资者提高了对公司2019财年的盈利预测，

包括NON-GAAP收入27亿美元（高于此前预测的25.5亿美元）和NON-GAAP每股摊薄收益4.15美元（高于此前的4.05美元）。

公司旗下游戏产品组合的发展令人印象深刻，该组合现在包含了大约十几个主要游戏IP。虽然来自“GTA”系列的新版游戏发售可能会导致出现异于普通年度的“高峰”收益年，但来自公司其他游戏IP的新版游戏，加上旧版“GTA”游戏的销售以及《GTA Online》的经常性收入，可以帮助公司顺利实现盈利。虽然该公司现在通常在没有新“GTA”游戏发售的情况下保持盈利，但投资者依然更倾向于考虑其多年期间的平均市盈率而不是单一的任何一年。此外，多年期应包括至少一年的“GTA”或“Red Dead”系列的完整新版游戏发售，因为此类游戏发行可能会带来显著的利润增长，并有望成为公司未来反复出现的一个周期性事件。

公司股票当时的市盈率为2018财年每股摊薄收益预测的42.4X（低于平均产品发布年度）和2019财年每股摊薄收益预测的21.5X（高于平均产品发布年度，预计将包括《Red Dead Redemption 2》）。相当于这两个财政年度平均每股盈利预测的28.5X。尽管对应两年平均每股盈利数据的估值显得非常合理，但更长的时间框架会增加洞察力。Take-Two股票的交易价格为2014财年-2018财年五年期间的平均每股摊薄收益2.48美元的35.9X（包括2014财年的《GTA V》发布），以及2015财年-2019财年五年期间平均每股摊薄收益2.46美元的36.2X（包括2019财年预计的《Red Dead Redemption 2》发布）。

在过去十年中，由于盈利历史的波动较大，Take-Two的估值范围较广，但该时间框架中公司预测市盈率的中位数为27.3X。在最近的五年期间，该股票预测市盈率的中位数为22.5X。标准普尔500指数当时的预测市盈率为19.5X，而标准普尔可选消费品行业的预测市盈率为16.9X。

公司股票近期大幅上涨导致了公司估值稍微偏高（从多年平均业绩估值的角度看，从预测PE的角度看估值正常）。2007年年初迄今，公司股票上涨了88%，而标准普尔500指数上涨10%，标准普尔可选消费品行业上涨12%。不过公司和游戏行业依然有着光明的长期前景，公司和行业的基本面都很强劲。对于Take-Two及其同行而言，每年4月-6月这个季度通常是成功的，收入和利润均高于预期。消费者似乎正在以正常的速度适应数字端采购（游戏整体，附加内容，微交易，订阅等），从而为Take-Two等游戏发行商带来利润率的提升。基于这一趋势和Take-Two的产品发布时间表，预测公司2018财年和2019财年的运营利润率将继续上升。市场对公司的认可程度出乎意料的高，在随后的一个月，公司的股价上涨了10.7%。

2018年2月，公司披露2018财年三季报，公司第三季度业绩好坏参半。NON-GAAP收入为6.54亿美元，而去年同期为7.45亿美元，下降12%。虽然这反映了该季度较小的发行规模，但下降幅度依然略高于市场预期。本季度收入主要由“GTA”系列和“NBA 2K”系列游戏提供，基于“WWE”的游戏也有所贡献。经常性消费支出（虚拟货币，DLC和微交易）增长了64%，占该季度收入的三分之一左右。《GTA V》是有史以来业界最畅销的游戏，并且还在继续销售。因为其衍生产品《GTA Online》通过游戏内微交易等方式持续提供新鲜内容并且能够每日创收。2017年9月发布的《NBA 2K18》是这个长期游戏系列中评价最高，最畅销的游戏。该游戏的游戏内虚拟货币导致游戏玩家的大量经常性支出。由于营销活动的时间安排变化，运营支出得到了很好的控制，公司NON-GAAP每股摊薄收益为1.12美元，超过去年同期的0.99美元和市场预期的0.98美元，超过了0.85-0.93美元的管理层指引。本季度公司经营活动产生的现金流为2.03亿美元，强劲的现金流允许该公司计划资本支出，并斥资1.1亿美元回购106万股普通股，平均价格约为103.50美元。公司股价因为第三季度业绩而单日下跌了12%。

公司资产负债表依然稳健。截止至2017年12月31日，公司的现金，现金等价物和短期投资为13.21亿美元。公司的存货和应收账款处于合理水平。公司的流动比率为1.18比1，在资产负债表上披露的债务总额（主要是可转换债）约为1400万美元，仅占总资本的1%。过去几年公司的总债务曾经大幅增加，但近期由于可转换债到期而下降。一年前，公司债务总额为2.58亿美元，占总资本的24%。两年前，公司债务总额为4.91亿美元，占总资本的48%。

备受期待的《Red Dead Redemption 2》现在定于2018年10月发布（2019财年第三季度）。该游戏从最初计划的2018年春季发售跳票到现在这个时间框架，以改进游戏。游戏延迟往往会引起投资界的过度反应，虽然当游戏发布延迟时，公司收入会在一定程度上被推迟，但由于其产品质量更高，有时候新的发行时间窗口也更有利，最终的盈利潜力通常会有所提高（公司股价在跳票的信息公布后一周下跌了10.9%，不过可能更主要的原因是整个市场都出现了下跌。同期纳斯达克指数下跌了6.4%。由于美联储加息超预期，美股主要股指2月份均遭受重创）。玩家对《Red Dead Redemption 2》的兴趣非常高，对备受好评的开发工作室Rockstar Games充满信心。预计《Red Dead Redemption 2》可能会成为该公司第二畅销游戏，仅次于《GTA V》。被压抑的需求，有效的营销和Rockstar Games的高品质声誉的结合预示着未来这款游戏的销售火爆。

电子竞技是一个拥有巨大潜力的新领域。公司旗下的游戏IP（例如“NBA 2K”系列）非常适合探索电子竞技领域。公司与美国国家篮球协会建立了一个有电子竞技联盟，将于2018年5月首次亮相。首届赛季将有17支球队参加NBA游戏比赛，并将在NBA常

常规赛和季后赛赛季之后举办常规游戏比赛以及冠军对决。最近的资格赛比赛的参赛人数超出了管理层的预期。

根据公司第三季度业绩和最新的第四季度展望，管理层提高了2018财年年度财务指引。2018财年NON-GAAP收入预计为19.9至20.4亿美元。市场新的预测为20.2亿美元，高于之前的19.9亿美元。NON-GAAP每股盈利指引在3.19美元至3.26美元之间。市场新的NON-GAAP每股盈利预测为3.22美元，而之前的预测为2.92美元。

公司2019财年的蓝图并未发生太大变化，尽管因为发行时间的变化，《Red Dead Redemption 2》只能提供近半年贡献，而不是基于年度的大部分时间。此外，公司2K部门的一个重要但未公布细节的游戏预计也将发挥关键作用。市场增加了对公司2019财年的预测，现在的一致预期为NON-GAAP收入29.5亿美元（比之前增加1.5亿美元）和NON-GAAP每股摊薄收益4.95美元（比之前上涨0.40美元）。这些增长反映了市场对游戏发行规划，利润率趋势提升和行业环境的信心增强。

公司游戏IP产品组合的发展向好，该组合现在包括大约十几个主要游戏IP。虽然公司现在通常在没有新“GTA”游戏的情况下能实现多年盈利，不过投资者更倾向于在多年时间的框架下考虑估值而不是关注单独的任何一年。多年期应包括至少一个“GTA”或“Red Dead”系列新完整游戏的发布年度，因为此类游戏发行可能带来有显著的利润增长，并有望成为公司未来反复出现的周期性事件。

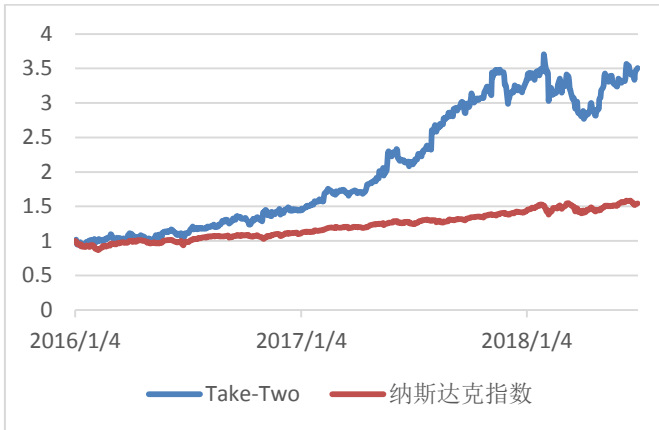
公司股票当时的市盈率为2018财年每股摊薄收益预测的32.1X（低于平均产品发布年度）和2019财年每股盈利预测的20.9X（高于平均产品发布年度，预计将包括《Red Dead Redemption 2》）。相当于对未来十二个月每股摊薄收益预测的21.5X。而更长的时间框架会增加洞察力。在2014财年-2018财年，公司股票的平均每股摊薄收益为2.7美元，对应PE 38.3X（包括2014财年《GTA V》发布），以及2015财年-2019财年五年期间平均每股摊薄收益2.84美元的36.4X（包括预计2019财年发布的《Red Dead Redemption 2》）。

由于公司股价近期的下跌，鉴于公司和行业的良好前景，公司当时的估值合理。公司股价在随后的一个内上涨了9.7%。

基于对公司和整个行业的看好情绪，市场对公司2019财年的收入和盈利预期有所提高。投资者继续看好公司的长期前景，并相信该公司拥有业内最优质的游戏IP。公司游戏IP组合在过去十年中，从规模、质量和盈利能力方面都有了显著增长。最强大的IP仍然是“GTA”，《GTA V》和《GTA Online》的在线创收一直超出市场的预期。在线/数字收入的高利润率性导致公司整体利润率不断增长。假设公司未来的发行模式可能是每六年或更长时间带来一个新的“GTA”系列游戏，对于公司估值的考虑应该为多

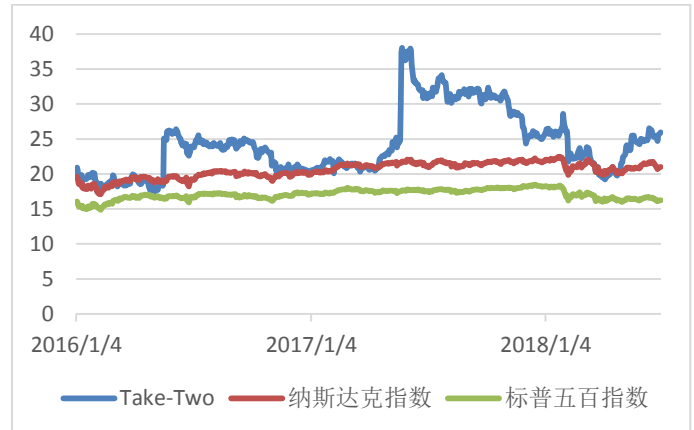
年框架。与此同时，“NBA 2K”、“Mafia”、“BioShock”、“Border lands”、“XCOM”和“Red Dead”已成为公司旗下的主要游戏IP。

图 52、2016年-2018年7月Take-Two股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 53、2016年-2018年7月Take-Two FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

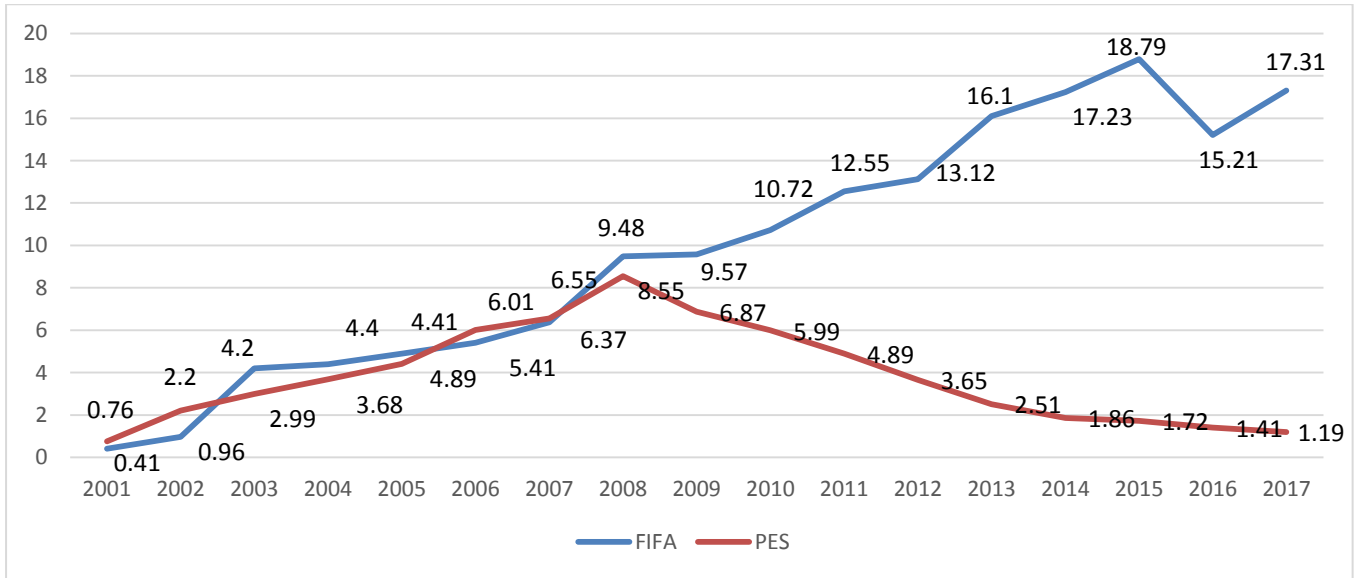
(四) 小结

2016年起，游戏行业继续保持着繁荣。新型主机的高性能（基本上速度更快，反映更快，更便宜）也为各大游戏发行商提供了开发更高质量游戏的平台，各大游戏发行公司也进一步追求开发出更高质量的游戏，技术壁垒进一步加强。游戏的创新和质量达到了前所未有的高度。由于技术的改进，实时网络服务的可用性大幅增加以及智能手机移动应用程序的快速增长，数字端销售占游戏总销售额的百分比显著增加，并且保持着继续增长的态势。

EA收购了Respawn工作室，是公司近几年来第一次大型收购。然而市场对EA的收购行为并不看好，收购信息公布后，公司股价迎来了一波下跌。公司基本面强劲，并且涉足电子竞技等新兴领域。由于公司旗下最受欢迎的游戏系列是“FIFA”，所以公司最大的风险来自于第三方授权的存续问题（“FIFA”和其他体育游戏的授权）。此外公司大力推广的游戏内微交易并不顺利，《星球大战：前线II》受到了众多玩家的抵制。

图 54、EA旗下的“FIFA”系列游戏和Konami旗下的“PES”系列游戏销量对比

单位：百万套

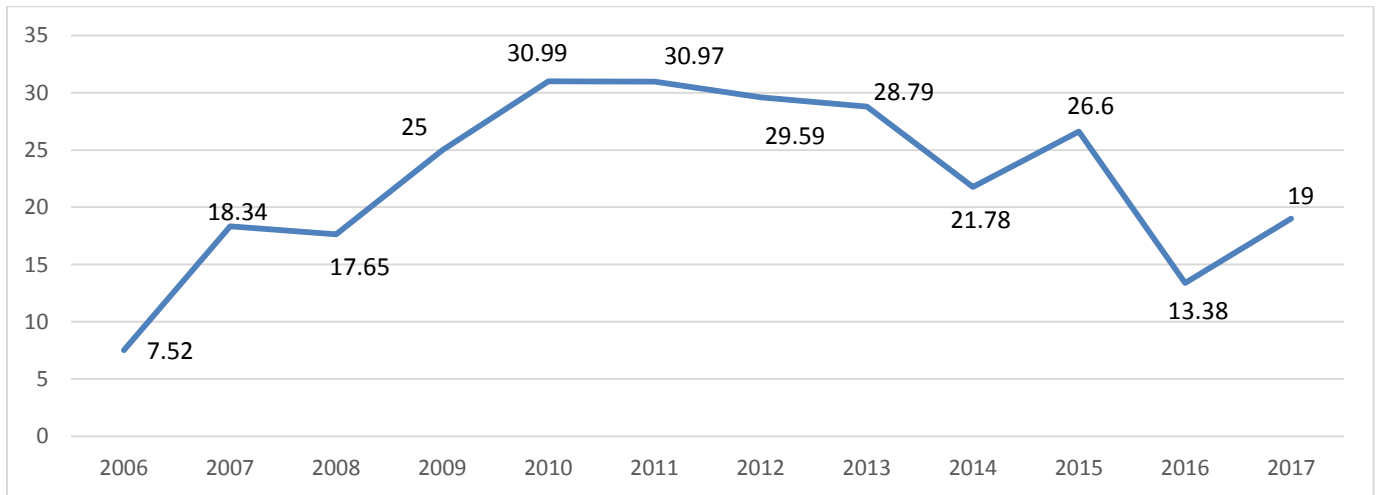


资料来源：太平洋研究院整理

动视暴雪在2016年初成功收购了移动游戏开发商King，这为公司带了4亿多的月活跃用户。在King Digital被收购后，动视暴雪长期债务达到了58.41亿美元。占总资本的41%。高负债率给公司带来了一定的额外风险。公司也开始涉及电子竞技领域，并创办了“使命召唤世界联盟”和“守望联盟”。“守望联盟”这种基于城市的方法在电竞组织中依然是独一无二的。移动广告代表了King为其大量的非付费玩家货币化的途径。自2016年年中以来，公司管理层一直强调这次机会，最近表明移动广告预计在2018年下半年将出现小额利润贡献。市场相信King将在其广告推广中谨慎行事，以确保广告不会蚕食游戏内微交易收入。鉴于对《Candy Crush》IP的依赖，该公司将仔细监控广告对游戏体验和整体品牌的影响。移动游戏广告的机会在理想情景下增量收入约为5亿美元，远小于King现有的收入基础，因此公司没有动力在这方面迅速采取行动。最后，鉴于相对于Facebook / Google（主要数字广告平台）的用户数据的不足，King打开市场的将非常困难。公司面临的另外一个问题是“使命召唤”系列的销量在下降，公司在系列最新的《使命召唤：黑色行动 IV》游戏中加入了最火的大逃杀模式，希望能扭转该系列游戏口碑和销量下降的趋势。

图 55、动视旗下的“使命召唤”系列游戏销量（实体版）

单位：百万套

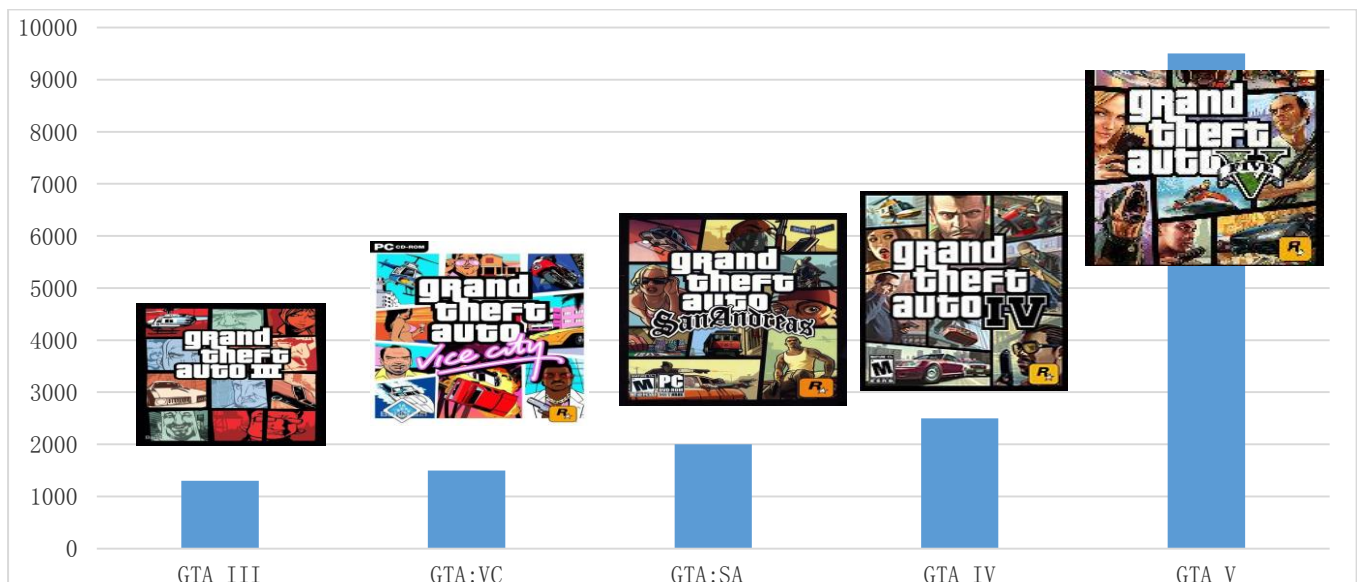


资料来源：太平洋研究院整理

Take-Two曾经长期依赖于“GTA”系列，不过经过多年的发挥，公司游戏IP产品组合大幅的丰富，当时公司旗下拥有包括大约十几个主要游戏IP，包括“NBA 2K”、“Mafia”、“BioShock”、“Borderlands”、“XCOM”和“Red Dead”等。虽然公司现在通常在没有新“GTA”游戏发售的情况下能够实现多年盈利，但投资者依然更倾向于考虑其多年期间的平均市盈率而不是单一的任何一年。此外，多年期应包括至少一年的“GTA”或“Red Dead”系列的完整新版游戏发售，因为此类游戏发行可能会带来显著的利润增长，并有望成为公司未来反复出现的一个周期性事件。从多年平均市盈率的角度看，公司的估值已经超过了EA和动视暴雪。从预测PE的角度看，公司的估值和EA以及动视暴雪相当。

图 56、Take-Two旗下的“GTA”系列游戏销量

单位：万套



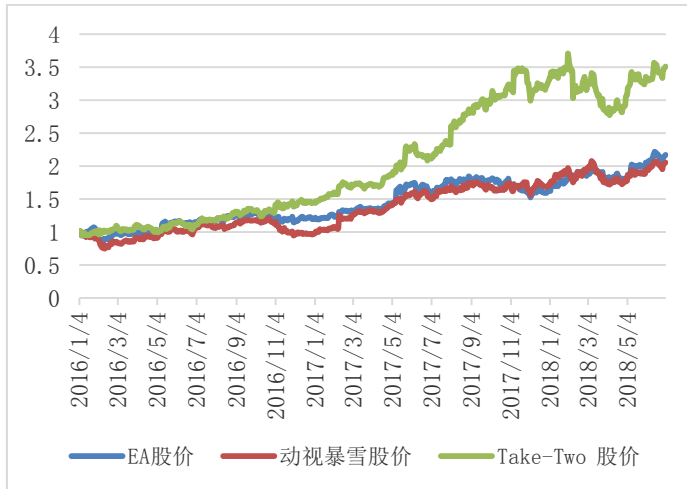
资料来源：太平洋研究院整理

表 4、2016年-2018年7月三家公司情况对比

	EA	动视暴雪	Take-Two
游戏多元化	高	高	高
技术壁垒	强	强	强
打造 IP 的能力	强	强	强
资本运作	收购 Respawn 工作室	收购 King	无
管理层能力	强	强	强
股价	跑赢指数	跑赢指数	跑赢指数
估值	估值溢价	估值溢价	估值溢价

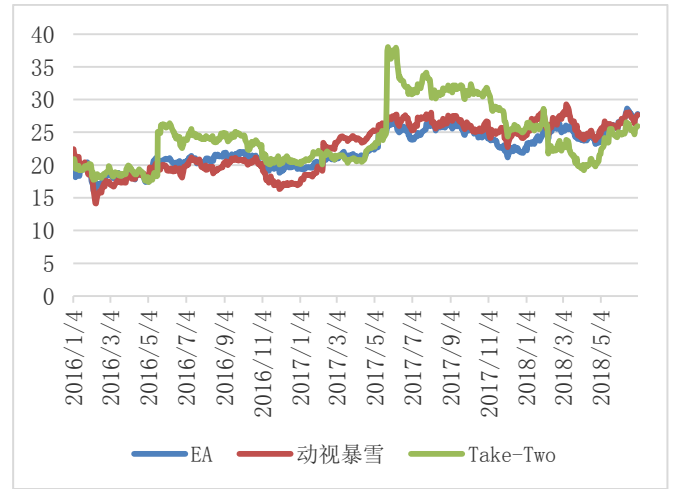
资料来源：太平洋研究院整理

图 57、2016年-2018年7月三家公司股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 58、2016年-2018年7月三家公司 FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

六、总结

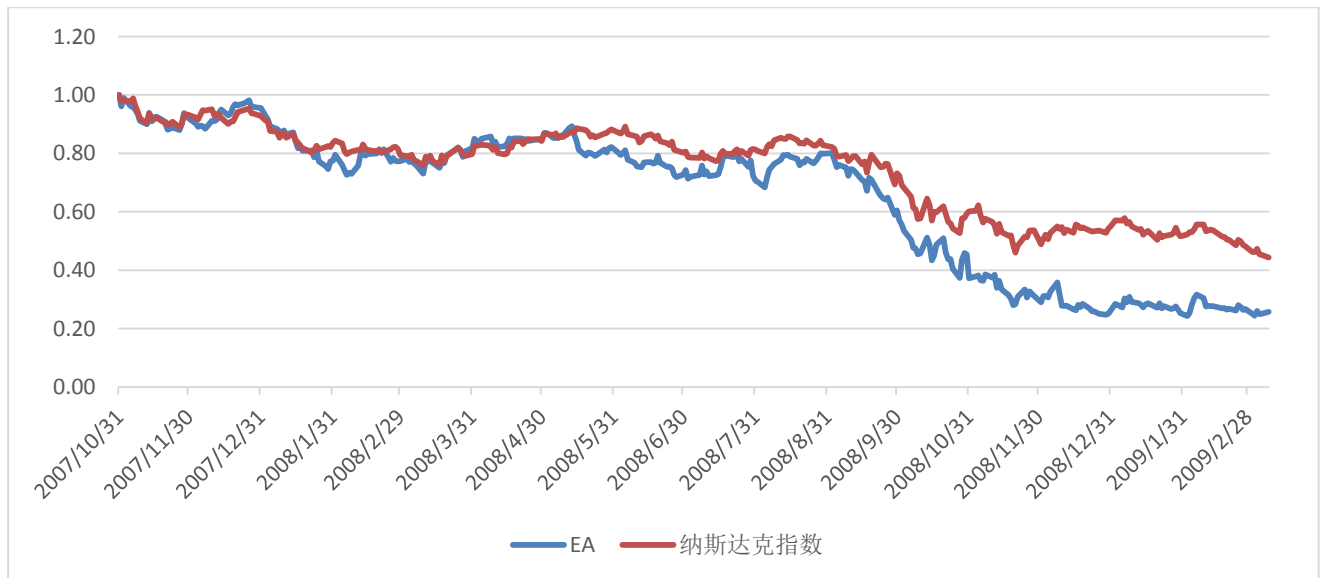
公司估值，是一个个人问题，是一个哲学问题，而不是科学问题。每个人心中都有自己对公司的合理估值，没有对错之分。我们无法证明15倍的PE就是对，也无法证明20倍的PE就是错。但是，估值也绝对不是拍脑袋随便想的一个数，在有效的市场，一个公司估值的相对高低需要遵守遵守一些基本法。通过对同一个公司（并且其微观情况没有大的变化）在不同宏观环境和行业环境时估值和股价表现的纵向比较，可以知道宏观经济和行业环境对公司估值以及股价的影响。而通过对不同公司在同样的宏观环境和行业环境下估值和股价表现的区别，可以知道有哪些微观因素会影响到公司的估值和股价。

自2007年起，美股三大游戏发行公司经历了一个完整的游戏行业硬件周期，一次世界级的经济危机。这使得我们从中总结出的基本法更具有普适性。

（一）纵向比较——宏观环境和行业环境对估值的影响

2007年-2018年7月，宏观环境最差的时候莫过于次贷危机的彻底爆发。由于EA是在此期间微观层面变化最少的公司，而且没有变更过财务年度标准，因此选择EA进行纵向比较最为合适。次贷危机期间，美国纳斯达克指数从2007年10月31日的最高点2859.12下跌到了2009年3月9日的最低点1268.64，跌幅高达55.6%。在此期间，EA公司的股价下跌了74.3%，预测市盈率从37.6X下滑到了17.8X，相对于纳斯达克指数的估值溢价从1.6X下降到了1.3X。公司的预期EPS从1.63美元下跌到了0.88美元，下跌了45.8%。公司估值下跌的幅度超过了EPS下跌的幅度。在2008年5月14日之前，公司股价的走势和纳斯达克指数基本一致。此后公司的估值下跌速度超过了纳斯达克指数，不过维持在了一个较小的范围内，公司股价也只是略微跑输指数。直到2008年12月，公司下调业绩指引，公司预期EPS大幅下降，并造成市场对公司前景的担忧，公司估值也继续下滑。这里形成了对公司股价的戴维斯双杀。公司股价的走势也大幅落后于纳斯达克指数。

图 59、2007年10月31日-2009年3月9日纳斯达克指数和EA股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

从行业环境层面上看，游戏行业自次贷危机爆发以来，一直不景气，而且由于欧洲债务危机的爆发，不景气的行业环境一直延续到了2012年年底。截止至2012年11月，在过去48个月中有36个月的软件销售额出现同比下降的情况。而此时美国宏观环境已经大幅好转，2011年4月27日，美国纳斯达克指数在次贷危机后第一次突破了前期的高点2859.12，并且在2012年2月2日再次完成突破，并保持着继续向上的良好态势。在宏观经济状况好转，而行业环境不佳的情况下，EA股票估值相对于纳斯达克指数的溢价

继续缩小，到2009年8月17日，公司的估值已经低于纳斯达克指数的估值。到了2010年1月12日，公司的预期收益继续下调，但公司的估值却没有继续下杀，相反因为预期收益的下降，公司的估值有所提升，公司股价和纳斯达克指数的涨幅差距并没有扩大，而且随着公司预期收益的不断提升，公司股价和纳斯达克指数的涨幅差距还在逐渐缩小。然而到了2011年年底，由于《星球大战：旧共和国》的失败，公司的估值再次大幅下挫。直到2013年2月，随着行业环境的好转，公司估值才开始再次修复。

图 60、2009年3月9日-2012年11月1日纳斯达克指数和EA股价走势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

我们认为，在宏观环境和行业环境都持续恶化的情况下，公司的股价很难赢得超额收益。在宏观环境好转，但行业环境没有改善的情况下，行业龙头公司有机会赢得超额收益（2010年-2012年，Take-Two也只是略微跑输指数）。

（二）横向比较——那些曾经压估值的微观因素

缺乏多元化产品：Take-Two在很长的一段时间里，估值水平通常低于整体市场（标普500指数）的估值，同时也低于其同行EA和动视暴雪的估值。市场将此归因于公司来自“GTA”品牌的高度集中的业务。对“GTA”系列游戏的高度依赖导致了公司利润的波动性太强，不稳定。在没有“GTA”游戏发行的年度常常出现净亏损的情况，而在有“GTA”游戏的发行的年度往往能突破公司历史收益的最高水平。而且依靠单一产品的风险太大，万一某一款“GTA”游戏失败，对公司的收入利润将造成毁灭性的打击。同时，依赖单一产品使得公司很难及时满足用户需求的变化。（“GTA”系列游戏实在是太出色，上述情况均没有发生，不过直到《GTA V》才算彻底建立了行业第一IP的声誉，打消了市场的疑虑）。公司也一直通过并购和自研的方式努力丰富自己旗下的产品线，

例如收购SEGA旗下的体育游戏部门，在此基础上成功建立了自己的2K体育游戏品牌。到了2018年，公司旗下已经拥有大约十几个广为人知的游戏IP，包括“NBA 2K”、“Mafia”、“BioShock”、“Borderlands”、“XCOM”和“Red Dead”等等。与前期Take-Two相反的是EA，EA在2007年发行的改编自电影《超人归来》的同名游戏遭遇了大量的差评，仅仅销售了26万套（同时代动视暴雪的“蜘蛛侠”系列游戏的销售量为300万-500万套），但市场认为公司其它游戏的成功发行可以弥补此游戏带来的负面影响，公司股价也没有受到此次失败的波及。

虽然EA旗下产品的多元化程度一直非常高，不过EA也有因为产品失败而导致股价大跌的情况出现，EA 2011年12月发行了《星球大战：旧共和国》，该游戏耗资3亿美元，耗时超过4年。在很长的一段时间里，该游戏是行业里耗资最高的游戏（2018年依然排名前5）。直到2014年才由Bungie工作室开发，动视暴雪发行的《Destiny》打破记录。EA耗费了大量的资源用于打造该游戏，试图和动视暴雪的《魔兽世界》直接竞争。然而游戏发行后，远远没有达到公司和市场所期待的成绩。游戏在初期拥有170万的活跃用户，但因为游戏本身的问题，活跃用户快速下降，最终只有几十万的活跃用户，和《魔兽世界》高达1200万的活跃用户相差甚远，被誉为史上最失败的游戏。由于投入资源实在过大，公司其它游戏的收入无法弥补该游戏失败带来的负面影响。《星球大战：旧共和国》的失败导致EA经历了长达一年半的黑暗时代。可以说这块游戏的失败间接导致了公司股价自2007年以来的总回报率低于纳斯达克指数。直到公司2013年迎来新CEO Andrew Wilson上任，提出了玩家至上以及大力发展数字端业务的战略才使得公司重回正轨。

多元化的游戏产品组合并不是指大量的滥竽充数的游戏，以及几十款同一种类型的游戏。EA、动视暴雪均执行过减少旗下游戏产品数量，突出核心游戏优势的策略。游戏大厂旗下的游戏品类覆盖面非常广，例如EA旗下，赛车类游戏有“极品飞车”系列，射击游戏有“战地”系列，运动类游戏有“FIFA”和“NFL”系列，RPG游戏有“质量效应”和“龙腾纪元”系列，模拟类游戏有“模拟人生”系列，即时战略类游戏有“命令与征服”系列。

管理层引发市场质疑：2011年2月，动视暴雪的管理层对公司旗下几个一直受欢迎的游戏IP作出了一些艰难而令人惊讶的决定。整个“吉他英雄”业务部门，包括“DJ英雄”游戏，正在解散。《真实犯罪：香港》，一个正在开发的开放地图动作游戏也被取消。业绩几乎没有增长的”托尼霍克滑板“IP游戏将至少休息一年。这些游戏IP曾经都是公司旗下的主要游戏产品，且覆盖了音乐和体育类型，突然停掉让市场感到错

愕，以及对公司短期业绩造成了不利的影响。公司管理层则强调以最谨慎的方式分配公司的财务和人力资源，重点关注利润率和整体效率。随着公司对最大和最具吸引力的产品提高重视度，这些曾经受欢迎的游戏IP不得不被削减。

2010年3月1日Activision公司以“不服从公司管理”为由将旗下游戏工作室Infinity Ward的前老板Jason West和Vince Zampella开除。结果导致Infinity Ward工作室爆发了大罢工运动，35名核心员工相继离开了Infinity Ward。核心员工的离开导致市场担心公司的竞争力下降。在这段时间，动视暴雪的业绩虽然非常不错而且一直超出市场预期，但公司估值相对于EA一直有所折价。

同样的，《星球大战：旧共和国》的巨大失败也导致时任EA CEO的John Riccitiello遭受公司投资者和市场的巨大质疑，最终于2013年辞职。

大股东带来的道德风险：2013年7月之前，市场一直对动视暴雪大股东Vivendi感到担心，Vivendi持有的62%的动视暴雪的股权（当时价值约90亿美元）。Vivendi公司的投资者对Vivendi的经营业绩和公司过去几年的股价普遍感到失望，并且其管理层被认为正在考虑重组举措，其中可能包括出售其动视暴雪的股权以筹集资金并更多地关注其电信/媒体的核心业务。除了出售股权的选择外，Vivendi也可以要求动视暴雪向公司股东宣布派发特别现金股息。最终，动视暴雪通过了对Vivendi控制的动视暴雪61%股权的回购预案，而就在预案公布的前几天，大多数市场投资者预计被Vivendi控制的动视暴雪董事会将向公司股东宣布派发特别现金股息。这将使Vivendi获得高达20亿美元的资金，以帮助其重组，改善其财务状况，并协助其追求新的战略方向。而对于动视暴雪，这种情况几乎没有什么好处。大股东潜在的道德风险对动视暴雪的估值带来了负面影响。

资产负债表的影响：公司资产负债表恶化，加重的债务负担也有可能对公司的估值带来负面的影响。例如动视暴雪在历史上长期是一家没有长期负债的公司。公司只有两次长期债务的增加，第一次是因为公司回购Vivendi手中持有的公司股份，虽然回购Vivendi手中持有的公司股份比支付Vivendi一大笔特殊股息对股东更为有利，但公司也背负了46亿美元的借债。公司的估值有所下降，相对于纳斯达克指数的估值折价也有扩大。2013年10月公司与Vivendi的交易以来，公司的长期债务通常超过现金余额。直到2015年2月6日，公司披露的2014财年年报里，公司业绩好于市场预期，公司资产负债表上的现金和等价物为48.48亿美元，略高于公司的债务数字43.24亿美元。公司的估值也得到了修复，并且随着债务的减少，公司的估值又重新赢回了相对于纳

斯达克指数估值的溢价。第二次是2016年2月公司收购了King以后，公司债务有所增加，公司的估值相对于纳斯达克指数的溢价在短期内也有所下滑。

游戏跳票：一些看上去会对公司造成负面影响的事件实际上却并不会真正影响到公司的经营。例如游戏跳票，最近的例子就是Take-Two的《荒野大镖客 2》，这游戏跳票了两次，第一次是2017年5月，公司宣布游戏发行时间从2017年秋季延迟到了2018年春季，在跳票的信息公布后的一周，公司的股价反而上涨了13.2%。第二次是在2018年2月，公司宣布游戏从2018年春季延后到2018年10月，这次跳票信息发布后，公司股价下跌了10.8%，不过当时正好是2018年2月，美联储加息超预期的时候，整个美股市场都在下跌，纳斯达克指数下跌了7%左右，同行业的动视暴雪也下跌了6%。所以当时Take-Two公司股价下跌主要是受的市场大环境的影响，并不是因为游戏跳票。只要不会因为游戏跳票造成资金缺口、现金流断裂，就不会对公司造成负面的影响。

（三）美国三大游戏公司获得估值溢价的原因

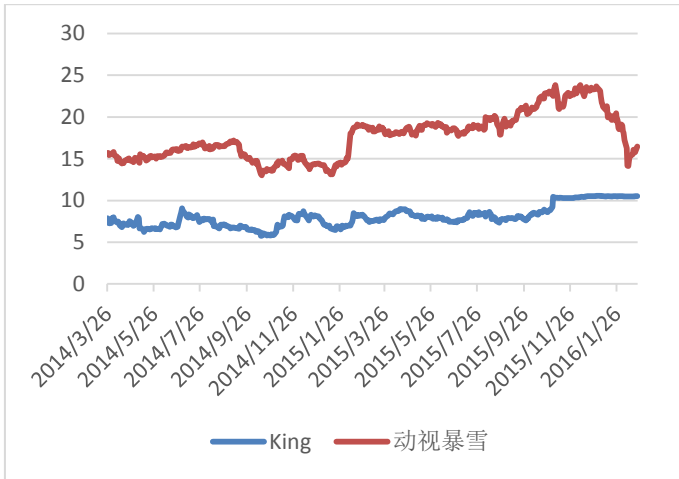
目前三大游戏公司相对于纳斯达克指数均享有估值溢价，而且从预测市盈率的角度看，三家公司的估值几乎一致。从行业角度，我们认为应该在传统的传媒公司和大型互联网公司的双重背景下看美国的三大游戏公司，因为三家公司均可以从不断增长的数字收入和媒体曝光中受益。三家公司目前的预测PE均高于纳斯达克指数以及传统传媒公司的预测PE，且三家公司的预测PE估值大致相同（如果从多年平均收益的角度看，Take-Two的估值还高于动视暴雪和EA）。游戏行业尚有许多新兴领域可以开拓，未来科技的不断创新（例如云游戏、VR/AR等技术）也能为行业带来新的增长点，从而打开行业空间。此外游戏行业的技术壁垒也很高，行业的竞争格局相对于其他传媒细分领域都更有优势。因此，与纳斯达克指数和其它传媒股相比，应该得到一定的估值溢价。其它传媒行业都面临着一些挑战，包括环比用户数量下降，数字广告无法完全货币化，以及内容激增导致的用户人群分散。

目前游戏行业所处的环境也好于上一世代硬件周期的时候，包括持续的数字销售增长导致更高的利润率，通过电子竞技的等新兴领域来增加游戏消费和货币化机会，以及移动游戏的爆发扩大了游戏行业的整体受众，并为核心游戏培养了潜在的用户。所以，虽然目前三家游戏的估值水平均超出了过去10年平均的估值，但由于行业环境的改善，这个估值提升显得更为合理。

游戏行业中，又分为重度和核心化的主机/PC游戏以及轻度用户和无效用户集中的

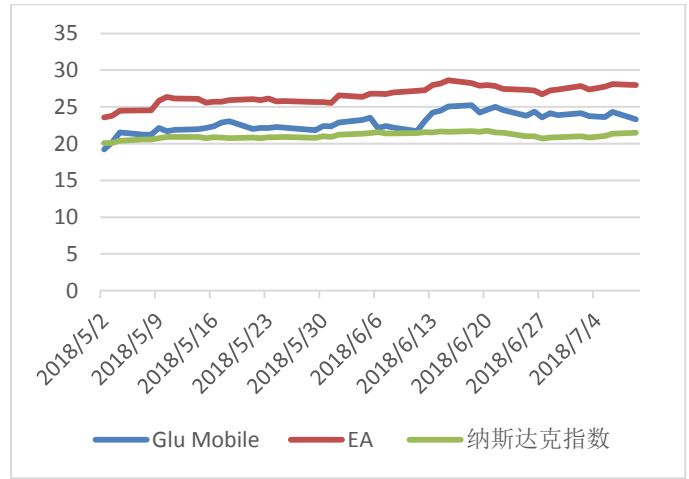
手机游戏行业。重度和核心化的主机/PC游戏厂商的估值高于手机游戏厂商，主要是因为主机/PC游戏的技术壁垒更高，竞争格局更有优势，而且用户的粘性也远远大于手机游戏用户。

图 61、被收购前King与动视暴雪的Forward PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

图 62、Glu Mobile、EA以及纳斯达克指数 FORWARD PE趋势



资料来源：Bloomberg、太平洋研究院整理

(四) 超预期的局限性

公司业绩超预期一直是许多行业研究员和基金经理关注的核心问题，甚至是唯一关心的问题。诚然，超预期会带来投资机会，但只关注超预期会造成投资者忽视整体的问题，而有时候整体比要点更重要。在复盘的过程中，我们多次发现公司业绩超出市场预期，然而公司股价并没有大幅上涨，有时甚至大幅度下跌。除了前文提到的因为管理层和大股东的因素而造成动视暴雪公司股价上涨困难，估值被压制的情况外。最典型的案例就是因为股价上涨过快，导致估值快速飙升而带来的风险。2011年4月-2011年10月，EA股票的大幅上涨令投资者感到惊讶。较高的股价（接近三年高位）导致公司估值上升。EA当时的交易价格是市场对2012财年NON-GAAP 每股摊薄收益预测的27.5X，是2013财年预测的20X。在2011年8月时，公司股价对应2012财年每股摊薄收益预测的21X。而在过去五年中，该股的平均预期PE刚刚超过26X。尽管市场对公司的战略方向，执行力和前景仍有良好的看法，但公司当时的股价已经充分反映了公司及其前景的普遍乐观情绪。此外，公司2012财年的利润严重依赖于后期少量关键产品的发行情况，有一定的风险。由于上半年NON-GAAP每股摊薄亏损-0.32美元，下半年公司的利润将需要接近每股摊薄收益1.20美元才能达到市场0.89美元的年度预测。而在去年下半年，EA的每股收益为0.84美元。因此，公司业绩虽然超出了市场预期，然后由于估值太高，公司股价在随后的一个月下跌了10.3%，未来三个月公司股价跌幅最高

达到了24.9%。

(五) 关于商誉

商誉代表了收购标的的无形资产的价值，现阶段过高的商誉也是压制A股传媒公司估值的重要因素。在美国，EA、动视暴雪和Take-Two也都是通过大量的并购来实现公司的布局与快速发展（详情请参照上一份报告“优秀的游戏公司是如何炼成的”）。三家公司的资产负债表上均有不少的商誉，尤其是动视暴雪，商誉占公司总资产的比例高达52.3%。不过过高的商誉并没有影响动视暴雪的估值，动视暴雪的估值相对于纳斯达克指数长期享有较高的溢价。动视暴雪的商誉主要来自于2008财年动视和暴雪的合并以及2016财年动视暴雪收购King。暴雪和King在并入公司后，后续持续发展依然很好，市场对公司的高商誉也并不在意。所以对于A股拥有高商誉的公司，也不能一棒子打死，具体问题需要具体分析。核心问题是公司的商誉对应的是什么资产，如果对应资产的业绩很好，那么商誉并不是一个需要担心的问题。

表 5、动视暴雪、EA和Take-Two的商誉情况

单位：百万美元

		FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017
EA	商誉	734	1152	807	1093	1110	1718	1721	1723	1713	1710	1707
	商誉占总资产比例	14.3%	19.0%	17.3%	23.5%	22.5%	31.3%	33.9%	30.1%	27.9%	24.3%	22.1%
动视暴雪	商誉	195.374	7227	7154	7132	7111	7106	7092	7086	7095	9768	9763
	商誉占总资产比例	10.9%	50.0%	52.1%	53.0%	53.6%	50.0%	50.6%	48.4%	46.5%	56.0%	52.3%
Take-Two	商誉	204.845	230.809	220.881	221.746	225.17	228.169	225.992	226.705	217.288	217.08	359.115
	商誉占总资产比例	24.6%	21.3%	21.9%	21.2%	23.2%	19.9%	17.7%	12.6%	9.8%	8.4%	11.4%

资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

(六) 关于 IP

IP一直都是传媒行业喜欢讨论的话题，然而我们发现，影视和游戏的IP联动成功的案例并不多，体育和游戏的IP联动也有失败的案例。动视暴雪和Take-Two旗下最火的游戏IP（“使命召唤”系列和“GTA”系列）均是公司原创的游戏IP。EA旗下除了体育类游戏外，大部分也是自主开发的原创游戏IP（“战地”系列和“模拟人生”系列等）。最成功的影视IP改编游戏是EA旗下的《星球大战：前线》，该游戏于2015年和电影版同步面世，实体版销售出1215万套。不过该游戏是将《星球大战》电影中的角色、车辆和武器融合到了类似于EA的“战地”系列游戏模式，可以说是“星球大战”的皮，“战地”的核。而EA早2006年发行的《超人归来》影视IP改编游戏销量惨淡，仅售出26万套，此外EA发行的“007”系列改编游戏销量也比较一般，系列游戏中最好的一款销量为440万套。动视暴雪在“使命召唤”系列大火之前，也开发过很多影视IP改编的游戏，包括“蜘蛛侠”（系列销量最好的一款游戏销售了580万套）、“变形金刚”（系列销

量最好的一款游戏销售了220万套)、“怪物史莱克”(系列销量最好的一款游戏销售了280万套)和“金刚狼”(系列销量最好的一款游戏销售了140万套)等等,成绩也只能算是处于行业平均水平,动视暴雪在“使命召唤”等自主IP成功后,便逐步放弃了影视IP改编游戏。华纳旗下的“蝙蝠侠”系列游戏的口碑还算不错,销量系列游戏中最好的一款销量也突破了1000万套,不过游戏剧情和电影没有关系,最多只能算漫画IP改编的游戏。小说IP改编的游戏销量也还算不错,最出名的莫过于法国育碧旗下的一系列根据美国军事作家Tom Clancy的小说改编的游戏,例如“彩虹六号”系列,“细胞分裂”系列以及“全境封锁”系列。不过育碧旗下的王牌产品依然是原创游戏IP“刺客信条”系列。

小说或者漫画IP改编的游戏更容易成功,而影视IP改编的游戏表现最多也就中规中矩,我们认为其主要原因是游戏对比小说和漫画,带来的视觉冲击更大,而且还能模拟听觉。而影视IP改编游戏,如果剧情和影视作品差距不大,那么玩家玩起来的兴趣也不会太高,因为带来的感官差距不大。而如果完全脱离了影视作品的剧情,只是借用其设定,那将非常考验开发工作室的游戏制作水准,而且游戏对原来影视作品的粉丝的吸引力也会下降。

此外,购买IP或者取得IP授权是会对游戏公司造成额外的成本,如果用户最主要考虑的都是游戏的制作水平,那么自创IP无疑是利润率最高的选择。有时候一个知名IP的授权不但不能给公司创造利润,甚至还会因为过高的成本而导致公司的EPS下降,甚至亏损。在2010年年底,Take-Two就表示公司旗下的游戏《MLB 2K11》的经济效益不佳,公司如果放弃该IP,将为公司EPS带来0.30美元的正影响。事实上,公司在2012年授权合同到期后就放弃了该IP授权。因此,打造IP的能力也是游戏公司的核心能力之一,是需要纳入对游戏公司的核心考察指标。

七、游戏行业未来的发展之路

打开行业空间天花板,是所有行业在进入成熟期后都需要面对的问题。打开行业空间天花板主要有三种方式,1)挖掘额外的新用户,发展海外市场就是典型案例。2)技术创新,目前游戏行业的技术创新主要还是以摩尔定律(硬件提升画质升级)作为第一生产力来拉动玩家消费。3)商业模式的创新,手机游戏采取的F2P+游戏内微交易的商业模式便是相比于传统模式的创新。在这里我们将主要讨论技术创新和商业模式创新。

(一) Play anywhere——云游戏

最早提出Play Anywhere概念的公司是任天堂。早在1989年，由任天堂的早期成员横井军平主导开发和设计的Gameboy面世。目的就是占据玩家的碎片化时间，可以让玩家在任何地方都可以玩任天堂旗下的游戏。任天堂最新的主机Nintendo Switch依然延续着这个思想，Nintendo Switch的特点之一就包括了随时随地进行游戏。

另外两家主机游戏设备厂商微软和Sony也都提出过Play Anywhere概念。在2016年6月14日凌晨的E3微软发布会上，微软公布了XBOX Play Anywhere Program。该功能将允许购买Xbox游戏的玩家还可得到该游戏的PC版本，反之，购买PC版游戏的玩家也可得到该游戏的Xbox版。Xbox Play Anywhere项目不仅能让玩家在Xbox One和PC两个平台上无缝、无差别畅玩游戏，还能够保证一个平台上的数据能够安全迁移至另一个平台之上。也就是说在同一个账号下，不仅能够实现跨平台的游戏进度和成就同步，玩家所购买的DLC、道具、季票也能在两个平台上共用。并且，游戏本身的定价也不会比普通游戏更高。微软尝试打通主机平台和PC平台，是公司尝试Play anywhere的一种尝试。

Sony早在2003年公布PSP时就提倡Play anywhere的理念，“把主机装到你的口袋里！”是当时Sony所用的宣传用语。在掌机领域失败后，Sony推出了PlayStation Now，通俗的说法就是“云游戏”。Playstation Now 由服务器端提供服务，经过网络由客户端显示并控制。由于其中的计算量由服务端提供，完全不依赖客户端的硬件性能。服务器端和客户端之间需要非常好的网络环境才能保证其服务质量。这将大大节省玩家购买游戏硬件的成本，并由此扩大游戏的受众。2015年，Sony正式宣布收购云游戏服务商onlive的所有专利技术及部分股权资产。收购后onlive将停止服务，其技术将被用于Sony自己的云游戏平台Playstation Now。

目前推出“云游戏”服务的不仅仅是Sony，英伟达在2017年也推出了Geforce Now服务。原理和Sony的PlayStation Now一致，主要服务于PC和Mac。Geforce Now支持玩家在Windows PC和Mac电脑上进行串流游戏。根据英伟达公司介绍，玩家可以支付20美元购买20小时GTX 1060的服务，或是10小时GTX 1080的服务。不过该服务非常受限于网络带宽环境，带宽连接速度至少需要25 Mbps，想要较好的游戏体验，建议至少50 Mbps带宽连接速度。

Steam平台也推出了Steam Link服务，最早的Steam Link是一款硬件产品，其设计目的是为了能让玩家能充分的利用家中既有的电脑，透过流式传输将游戏画面传输到家中其他的显示设备上。在2018年，Steam平台推出了Steam Link APP，可以在PC上运行的游戏传送到手机或者其他移动设备上。

云游戏的关键优势是可以消除对昂贵主机或者PC的需求，这是限制游戏玩家基础

的主要问题。云游戏还可以增强玩家体验，使消费者能够在设备之间无缝传输游戏。目前限制云游戏的依然是网络问题，虽然有公司提出了在3-5年内完全商业化的可行性观点，但行业并没有就云游戏何时会普及而达成共识。暂时也还不清楚云游戏未来的分销模式，因为游戏可能由 1) 微软和索尼通过游戏机和/或他们自己的云服务提供；2) 亚马逊或谷歌等科技公司；3) 游戏发行商。在后一种情况下，有可能会通过订阅服务来提供游戏，这可能会增加发行商通过内部开发，合作伙伴关系或收购来增加增量内容的动力。(微软在E3宣布已经收购了五家游戏工作室)。

图 63、游戏Steam Link 手机效果截图



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

图 64、游戏PC效果截图



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

(二)《头号玩家》——VR 游戏

今年上映的由史蒂文·斯皮尔伯格执导的电影《头号玩家》在游戏核心圈爆火，电影的背景为2045年，处于混乱和崩溃边缘的现实世界令人失望，人们将救赎的希望寄托于“绿洲”，一个由鬼才詹姆斯·哈利迪一手打造的虚拟游戏宇宙。人们只要戴上VR设备，就可以进入这个与现实形成强烈反差的虚拟世界。在这个世界中，有繁华的都市，形象各异、光彩照人的玩家，而不同次元的影视游戏中的经典角色也可以在这里齐聚。就算你在现实中是一个挣扎在社会边缘的失败者，在“绿洲”里也依然可以成为超级英雄，再遥远的梦想都变得触手可及。

在电影中，对VR游戏概念有了一些新的诠释，包括各种花式外设(包括数据手套、跑步机、带有力反馈和动作捕捉的衣服等等)用以提高玩家的体验。这些和传统游戏最大的不同之处便是作用力反馈。现实中的游戏发展多年，依然无法模拟视觉和听觉以外的其他感官，而力反馈设备带来了新的触觉感受，这是“绿洲”真正取得的技术进步。而且目前来看，电影中展现的这些技术在现实生活中也有一些类似的产品面世。

例如Hardlight VR背心，带有力反馈效果，消费版大约是6000人民币，企业版大约在1万多人民币左右，当然现在的效果和电影中还是有不小的差距。而MVN专业的动作捕捉设备，价格大约在40万-80万之间。随着科技的不断发展，这些设备的成本将会不断下降，未来将有商业化的可能。

图 65、《头号玩家》中的体感衣



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

图 66、Hardlight VR背心



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

而更科幻的效果则出现在了英国著名电视剧《黑镜》第四季第一集中，剧集中的角色可以通过一个很小的设备直接连通游戏和自己的大脑。人类所有的五感均有游戏直接反馈给大脑带来真正的身临其境之感。此类设备在《黑镜》第三季第二集中也有体现，而且它采用人体植入的方式工作。这也使它每秒吞吐数据量非常庞大，所以显示效果更真实，并且一场游戏下来可能仅仅只花费了几秒钟的时间(参考《盗梦空间》)。目前人类意识数据化依然是很多公司以及科研组织在研究的前沿领域，想要商业化的实现依然还需要不少的时间。

这些可以大幅度提高玩家游戏体验的设备在真正商业化后，必将扩大游戏行业的受众群体，也可以大幅度的提升玩家的付费意愿。这无疑打开了行业空间。

图 67、《黑镜》第四季第一集中的游戏设备

图 68、《黑镜》第三季第二集中20分钟游戏测试所花时间



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理



资料来源：公开信息、太平洋研究院整理

（三）新的商业模式——会员制

虽然微软和Sony均推出了收费会员的服务，不过服务只要是针对游戏的多人联机服务，虽然每个月也有免费的游戏提供，不过游戏的销量主要还是靠玩家自己购买。

EA是首家推出收费会员制度的游戏发行商。早在2014年8月就宣布了Xbox one平台上推出EA Access服务。透过每个月5美金或者是每年30美金的资格订阅，玩家可以无限制的游玩EA旗下游戏的数字版集合（并不是所有的游戏都在此集合中）。EA Access和游戏出租服务性质类似，当玩家不再掏钱续费会员时，提供游戏的服务也会终止。可以说EA Access是一种粘性陷阱，消费者需要年复一年的续费来维持对游戏的所有权。

到了2016年，EA宣布将在PC平台推出类似的服务——Origin Access。Origin Access和EA Access运作方式基本类似，玩家每个月缴纳一定的订阅费就可以无限制享受官方精选的优秀PC游戏。价格也EA Access相同。

在2018年E3之前的新闻发布会上，EA宣布了PC的Origin Access Premiere，每月售价15美元或每年100美元。与现有的Origin Access服务（每月5美元或每年30美元）类似，它为玩家提供超过100种游戏选择，某些特定的折扣以及更早的时间发售新游戏。然而，与旧的Origin Access不同之处在于公司的新游戏将捆绑到此次订阅中而不是单独定价。与其他形式的娱乐（音乐和视频）类似，游戏将从交易模式转变到会员模式，特别是未来当云游戏开始普及以后。该模式也可以让公司有时间更好地了解消费者行为，包括管理客户流失和增加。虽然它可能会造成“同类相食”的风险，但目前看还是比较有限。EA目前也不会为主机平台提供类似的服务。从游戏玩家的角度来看，会员制的模式可以减少尝试新游戏的障碍，可能会扩大EA游戏的受众。现在依然没有其他大型游戏发行商的尝试类似服务，暂时还无法判断此类商业模式能否成功。

八、国内游戏公司的合理估值

随着流量红利的结束，国内游戏市场的增速也逐渐放缓，过高的ARPU值（超过了欧美，仅次于日本）也使得通过提高用户消费支出而打开行业规模显得困难，而独有的政策风险更是令游戏公司的发展蒙上了一层阴影。此外中国游戏市场人才相对紧缺，由于国内游戏行业结构长期不均衡，造成了国内游戏人才集中在MMORPG领域，对于其他类型的游戏，人才一直是非常稀缺的优质资源、不过中国游戏市场也有其优势，例如对海外游戏审查的严苛使得很多海外游戏均难以进入中国市场，这对中国游戏行业的公司其实是一种保护。此外国内游戏行业因为过去长期的结构失衡，导致依然有新的增长点可以挖掘，例如MMORPG以外的游戏类型以及主机/PC等核心平台游戏。核心化平台的游戏在国内尚处于一片蓝海，而且由于技术壁垒更高，未来的竞争格局相对于手机游戏来说也更为有利。

（一）腾讯游戏

腾讯公司通过不断的海外并购以及投资海外著名游戏工作室，迅速提升了自己的研发实力。而且由于微信、QQ、应用宝的存在，公司在手游行业中的流量优势一直非常明显。凭借着其流量优势，公司也构建起了其手机游戏发行平台，国内优质CP的手游产品纷纷选择由腾讯发行，海外的顶级手游产品也选择腾讯为其中国的代理。目前腾讯游戏的市场份额已经超过了50%。不过我们认为这么高的市占率不可持续，因为强大的CP在腾讯的平台上成功打造自己的品牌后，可能会选择脱离腾讯平台，也可能要求提高自己的分成比例（例如EA、动视暴雪、Take-Two、育碧、Bethesda等海外知名游戏公司纷纷搭建自己的平台，并致力于脱离Steam平台）。腾讯的利润空间会因此而被压缩。

腾讯还在布局PC游戏领域，旗下Wegame平台着力于打造腾讯自己的PC游戏平台。然而腾讯目前在PC/主机游戏上的主观投入有限，主要依靠代理海外的优质内容为自己的平台提供游戏。这其实享受的是中国的政策红利。而且Wegame作为一个PC游戏平台，提供的服务也较少。而在PC/主机等核心化游戏领域，用户能被外界因素影响的可能性非常小，核心用户都已经建立起了自己的消费观。腾讯最大的流量优势并不能有效体现。考虑到目前腾讯在游戏行业的市占率过高，我们预期未来会有所下降。《王者荣耀》的成功其实属于降维打击，想要继续复制将非常困难。公司在PC游戏领域也面临着强大的竞争。

公司对IP的打造能力主要体现在《王者荣耀》以及其它“天天”系列游戏上，包括《天天飞车》。

综上所述，我们认为腾讯游戏的合理估值为25X-30X。

（二）网易游戏

网易游戏曾经是“国内游戏行业良心”的代名词，曾经积累的口碑在现在依然发挥着作用。公司打造IP的能力非常高，包括《阴阳师》以及“西游”系列游戏。由于已经打造好网易游戏这个品牌，网易对腾讯这种大流量的平台的依存度很低。而且网易邮箱的流量入口也能帮助网易以更低的成本拿到其它流量资源（流量置换）。

网易旗下游戏产品众多，在包含代理的游戏的情况下，几乎覆盖了所有的游戏类型（不过轻度游戏相对较少）。公司的研发实力在国内的游戏公司中也是首屈一指。不过随着增量流量的枯竭，公司也慢慢陷入了人才匮乏的境地，虽然在MMORPG方面的团队都较为出色，然而公司在其它领域的产品大多乏善可陈。希望能够挑战《王者荣耀》的《决战平安京》几乎没有掀起一点水花。然后公司率先抢占大逃杀类型手游市场，不过该市场竞争激烈，货币化的难度非常高。相比于腾讯，网易的海外投资非常有限，也导致了公司游戏业务进入瓶颈。公司在近几年开始尝试海外并购或者投资。2017年11月，网易参与了《精灵宝可梦Go》开发商Niantic总额两亿美元的B轮融资。2018年6月，网易斥资1亿多美元收购了知名游戏开发公司Bungie的部分股权，并得到Bungie的一个董事会席位。总体而言，腾讯收购拳头的成功并购案例依然较少，收购小的海外游戏工作室依然有较高的风险，而声名卓著的游戏公司或者工作室一般不喜欢其它公司强行收购。而且如果在收购后插手被并购公司的管理，那么并购很有可能会不欢而散。毕竟国内游戏厂商的套路在海外鲜有成功的例子。腾讯被海外市场称赞的主要原因便是几乎不插手被投资公司的具体事务。

我们认为，网易的游戏业务的合理估值大概在20X-25X左右。

（三）完美世界

完美世界作为中国游戏行业的老牌企业，其研发实力在国内具有一流水准。公司旗下的游戏产品覆盖了主机、PC、手机等所有平台，然而公司的游戏产品类型太过单一，主要以MMORPG为主。不过公司也注意到了这个问题，正在积极改变，包括预计2019年推出的《我的起源》和《Farside》均不同于传统MMORPG游戏。新游戏引来了市场的关注，投资者也都期待着新游戏的表现。公司对于新型技术也布局较早，包括VR等，

并已经推出了一款VR游戏《Subnautica》，取得了不错的市场反响。

公司在PC游戏领域也有着布局，包括引进steam china。Steam平台对PC游戏的开发商和玩家均有较大的服务和技术支持，这将是steam平台主要的竞争优势。公司还可以通过steam平台与海外大量的CP进行沟通，把更多的游戏引入国内。

公司打造IP的能力曾经较为出色，包括《完美世界》这款自主原创IP游戏。公司目前也在积极打造一些新的IP，包括《梦间集》、《我的起源》等。

投资者对完美世界的主要担心集中在其集团层面的业务风险，公司集团还有除游戏、影视外的其它业务，包括教育、动漫、小说等领域。由于这些业务均为上市，投资者对其进展也并不清楚。

总体而言，我们认为完美世界的合理估值应该在20X-25X之间，但会略低于网易。

表 6、国内游戏公司情况对比（不考虑海外游戏公司情况）

	腾讯游戏	网易游戏	完美世界
游戏多元化	高	高	中上（引入 steam china 后有望提升）
技术壁垒	强	中上	中上
打造 IP 的能力	强	强	中上（《我的起源》成功后则为强）
资本运作	投资英国游戏公司 Frontier Developments	投资 Bungie	无

资料来源：太平洋研究院整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。