

长青 IP 为基，拓展社区远期潜力

华泰研究

2025 年 3 月 24 日 | 美国

首次覆盖

互联网

投资评级(首评):

买入

目标价(美元):

177.10

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523050002
SFC No. BTT483

苏燕妮

suyanni@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

詹博

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570124070056

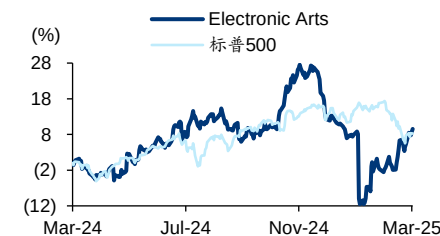
邵浩岚

shaohalan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	177.10
收盘价(美元 截至 3 月 21 日)	144.30
市值(美元百万)	37,607
6 个月平均日成交额(美元百万)	408.39
52 周价格范围(美元)	115.04-168.06
BVPS(美元)	28.24

股价走势图



资料来源: S&P

EA 是全球领先的互动娱乐软件公司,拥有 EA sports 系列、《Apex 英雄》、《模拟人生》多款长青 IP,公司以精品 IP 的开发和迭代奠定营收基石,并在其规模大、粘性强的用户网络中拓展社区潜力。我们认为,EA 通过建立庞大的在线社区,利用更深层次的社交联系有效提高用户留存率和参与度,这一策略助力公司发展在线游戏服务、内容拓展、新品宣发等,并进一步拓展业务边界。我们看好公司在精品 IP+社区拓展下的长期竞争力和远期发展潜力。首次覆盖给予公司 26 财年目标 PE 30x,对应目标价 177.1 美元,给予“买入”评级。

主机/PC 以优质供给促进市场扩容,EA 创收能力行业领先

全球游戏市场疫后处于常态化增长轨道,据 Newzoo 预计未来 3 年复合增速 4.4%,移动游戏侵蚀 PC 份额的势头已经明显衰减,主机/PC 凭借较优的游戏质量和体验,在硬件迭代+优质游戏供给趋势下市场或有扩容。EA 主营主机/PC 游戏,在全球游戏开发公司中具备突出的创收能力,专注长青精品 IP 开发的策略使其具备较优的经营杠杆和充足的现金流储备。公司 2QFY25 自由现金流 1.84 亿美元,预计 25 财年达到 18.5-20.5 亿美元。

长青 IP 奠定营收基石,庞大社区蕴藏增长潜力

EA 具有多元的游戏版图,2024 年玩家游戏总时长超过 110 亿小时,旗下多款热门长青 IP 奠定公司营收基石。对于精品 IP 的长期运营和迭代使得公司以在线服务游戏业务为主要经营模式,并获得比单购游戏更高的盈利能力和更快的发展。得益于运动类年货游戏的“终极队伍”抽卡模式、以《模拟人生》为代表的 DLC,公司在游戏上线后通过较低成本的运营和更新持续获得收入。公司战略层面旨在建立庞大的在线用户社区,以更深层次的社交联系提高用户留存率和参与度,从而发展在线游戏服务、内容拓展、宣发新品并拓展业务边界。

我们与市场观点的不同之处

市场担心游戏需求减弱导致整个大盘的增速放缓,而我们认为 EA 当前聚焦在线游戏服务业务,通过长青精品 IP 的运营和迭代能够提升已有游戏的变现能力,同时公司聚焦在线社区的增长潜力,挖掘社交价值等有助于帮助公司拓展业务边界,比如其推出了首款游戏之外的社交驱动新品 EA Sports。

盈利预测与估值

我们预测公司 25-27 财年收入 CAGR 为 4.2%,净利润 CAGR 为 8.8%,整体业绩增长稳定。参考可比公司 25 年平均 PE 为 29.9 倍,考虑到公司自身经营稳定,给予公司 26 财年目标 PE 30x,对应目标价 177.1 美元,给予“买入”评级。

风险提示:经济复苏不及预期,玩家购买意愿减弱;市场竞争加剧,盈利承压;游戏表现不及预期;依赖第三方游戏机,受主机市场影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	7,426	7,562	7,602	7,991	8,544
+/-%	6.22	1.83	0.53	5.12	6.92
归属母公司净利润(美元百万)	802.00	1,273	1,155	1,534	1,638
+/-%	1.65	58.73	(9.27)	32.81	6.78
EPS(美元,最新摊薄)	2.88	4.68	4.44	5.90	6.30
ROE(%)	10.75	17.20	13.92	15.25	13.55
PE(倍)	49.84	30.61	32.48	24.46	23.08
PB(倍)	5.48	5.19	4.13	3.40	2.88
EV EBITDA(倍)	21.39	20.47	20.62	17.16	14.58

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,426	7,562	7,602	7,991	8,544
销售成本	(1,792)	(1,710)	(1,550)	(1,601)	(1,740)
毛利润	5,634	5,852	6,052	6,390	6,804
销售及分销成本	(978.00)	(1,019)	(1,019)	(1,066)	(1,112)
管理费用	(727.00)	(691.00)	(777.00)	(795.00)	(802.00)
其他收入/支出	(2,597)	(2,624)	(2,733)	(2,729)	(2,848)
财务成本净额	(6.00)	71.00	(4.00)	5.00	6.00
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1,326	1,589	1,519	1,805	2,048
税费开支	(524.00)	(316.00)	(364.00)	(271.00)	(410.00)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	802.00	1,273	1,155	1,534	1,638
折旧和摊销	(536.00)	(404.00)	(301.00)	(276.00)	(254.00)
EBITDA	1,868	1,922	1,824	2,076	2,296
EPS (美元, 基本)	2.90	4.71	4.44	5.90	6.25

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	684.00	565.00	562.00	591.00	632.00
现金及现金等价物	2,424	2,900	4,624	6,626	8,771
其他流动资产	861.00	782.00	782.00	782.00	782.00
总流动资产	3,969	4,247	5,968	7,999	10,185
固定资产	549.00	578.00	608.00	639.00	672.00
无形资产	5,998	5,779	5,654	5,565	5,507
其他长期资产	2,943	2,816	2,816	2,816	2,816
总长期资产	9,490	9,173	9,078	9,020	8,995
总资产	13,459	13,420	15,046	17,019	19,180
应付账款	1,384	1,276	1,333	1,351	1,402
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1,901	1,814	1,814	1,814	1,814
总流动负债	3,285	3,090	3,147	3,165	3,216
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期债务	2,881	2,817	2,819	2,821	2,823
总长期负债	2,881	2,817	2,819	2,821	2,823
股本	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
储备/其他项目	7,290	7,510	9,077	11,030	13,138
股东权益	7,293	7,513	9,080	11,033	13,141
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	7,293	7,513	9,080	11,033	13,141

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	49.84	30.61	32.48	24.46	23.08
PB	5.48	5.19	4.13	3.40	2.88
EV EBITDA	21.39	20.47	20.62	17.16	14.58
股息率 (%)	0.53	0.53	0.62	0.82	0.87
自由现金流收益率 (%)	2.65	3.81	3.66	3.96	4.45

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,868	1,922	1,824	2,076	2,296
融资成本	6.00	(71.00)	4.00	(5.00)	(6.00)
营运资本变动	(139.00)	11.00	60.00	(11.00)	10.00
税费	(524.00)	(316.00)	(364.00)	(271.00)	(410.00)
其他	339.00	769.00	604.00	628.00	682.00
经营活动现金流	1,550	2,315	2,128	2,417	2,572
CAPEX	(207.00)	(199.00)	(206.00)	(217.00)	(228.00)
其他投资活动	(10.00)	(8.00)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(217.00)	(207.00)	(206.00)	(217.00)	(228.00)
债务增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(193.00)	(210.00)	(205.00)	(200.00)	(200.00)
其他融资活动现金流	(1,805)	(1,692)	(411.00)	(388.00)	(386.00)
融资活动现金流	(1,600)	(1,624)	(198.00)	(198.00)	(198.00)
现金变动	(267.00)	484.00	1,724	2,002	2,146
年初现金	2,732	2,424	2,900	4,624	6,626
汇率波动影响	(41.00)	(8.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,424	2,900	4,624	6,626	8,772

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.22	1.83	0.53	5.12	6.92
毛利润	9.78	3.87	3.42	5.58	6.48
营业利润	17.98	13.96	0.33	18.19	13.44
净利润	1.65	58.73	(9.27)	32.81	6.78
EPS	4.22	62.84	(5.78)	32.81	5.96
盈利能力比率 (%)					
毛利率	75.87	77.39	79.61	79.96	79.63
EBITDA	25.15	25.42	23.99	25.98	26.87
净利率	10.80	16.83	15.19	19.20	19.17
ROE	10.75	17.20	13.92	15.25	13.55
ROA	5.88	9.47	8.11	9.57	9.05
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(33.24)	(38.60)	(50.93)	(60.06)	(66.75)
流动比率	1.21	1.37	1.90	2.53	3.17
速动比率	1.21	1.37	1.90	2.53	3.17

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.54	0.56	0.53	0.50	0.47
应收账款周转天数	32.34	29.73	26.69	25.97	25.77
应付账款周转天数	288.58	280.00	302.98	301.76	284.79
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA

每股指标 (美元)

EPS	2.90	4.71	4.44	5.90	6.25
每股净资产	26.33	27.83	34.92	42.43	50.16

正文目录

投资概要	6
EA：全球领先的互动娱乐软件公司	8
历史沿革：以 IP 为核心深耕游戏开发领域，股价总体波动上行	8
财务状况：营收增长稳定，利润持续改善	10
全球游戏市场：处于常态化增长轨道，头部公司通过并购加速整合	13
市场规模：疫后进入常态化增长，主机市场份额相对稳定	13
主机游戏：具备较优的游戏质量和体验，硬件迭代+优质游戏供给促进市场扩容	13
PC 游戏：越过平台期后稳步上行，成为行业新的增长极	14
移动游戏：随着移动互联网发展快速增长，已逐步进入稳态	15
竞争格局：头部公司通过并购推动行业整合，EA 领跑游戏开发领域	16
业务布局：打造精品 IP，收并购策略拓展多元游戏版图	19
产品布局：从经典体育游戏出发，逐步扩展多元化游戏版图	19
商业模式：以在线服务驱动盈利，创新商业模式引领行业趋势	20
收购策略：贯穿业务布局始终，布局游戏全产业链和新兴领域	22
核心看点：长青 IP 为基，拓展社区长期潜力	23
优质 IP 铸就营收基石，护航公司长远稳健发展	23
庞大社区蕴藏增长潜力，解锁游戏之外的新商机	25
盈利预测和估值	28
盈利预测	28
估值	29
风险提示	29
附录	30
股权结构	30
管理团队	30

图表目录

图表 1：EA 主要产品矩阵	8
图表 2：Electronic Arts	9
图表 3：1989-2024 年 EA 股价复盘	9
图表 4：2022-2027E 财年 EA 的营业收入、净利润及同比增速	10
图表 5：Electronic Arts	10
图表 6：2019-2024 财年 EA 按购买方式分类的净收入及同比	10
图表 7：2019-2024 财年 EA 按购买方式分类的净收入结构	10
图表 8：2019-2024 财年 EA 按平台分类的净收入及同比	11
图表 9：2019-2024 财年 EA 按平台分类的净收入结构	11
图表 10：2019-2024 财年 EA 按地区分类的净收入占比	11

图表 11: 2019-2024 财年 EA 按地区分类的净收入同比增速	11
图表 12: 2019-2024 财年 EA 的营业收入、营业成本和毛利率	12
图表 13: 2019-2024 财年 EA 的研发费用率、销售费用率和管理费用率	12
图表 14: 2014-2024E 年全球游戏市场规模及增速	13
图表 15: 2014-2024E 年全球游戏市场不同类型游戏市场规模占比	13
图表 16: 2017-2023 年全球三大游戏机销量对比	14
图表 17: 截至 2024 年 10 月全球游戏机累计销量 TOP20 榜单	14
图表 18: 2014-2024E 年全球主机游戏营收及同比增速	14
图表 19: 2018-2023 年 Steam 平台发布的游戏数量	15
图表 20: 2014-2024E 年全球 PC 游戏营收及同比增速	15
图表 21: 2014-2024E 年全球移动游戏营收及同比增速	15
图表 22: 2024Q3 全球前十大上市游戏公司游戏业务营收	16
图表 23: 2024Q3 全球前十大上市游戏公司对比	16
图表 24: 2020-2023 年全球游戏市场收购的交易额和交易数量	17
图表 25: 2017-2024 年全球游戏市场大型收购的交易额和交易数量	17
图表 26: 2015-2024 财年部分游戏开发公司的营收对比	17
图表 27: 2015-2024 财年部分游戏开发公司的 EBITDA 对比	17
图表 28: 2024 财年部分游戏开发公司期间费用率对比	18
图表 29: 2024 财年部分游戏开发公司开发员工数量和研发费用率对比	18
图表 30: EA 研发及发行的主要游戏产品（截至 2024 年末）	19
图表 31: 2023 年 PC 和主机游戏营收 TOP10 榜单	20
图表 32: 2023 年 PC 和主机游戏 MAU TOP10 榜单	20
图表 33: 2017-2021 财年 EA 终极队伍模式营收及占比	21
图表 34: 2022-2024 财年 EA 2 款长青 IP 终极队伍模式营收及占比	21
图表 35: 单机游戏和在线服务游戏的利润对比	21
图表 36: 单机游戏和在线服务游戏开发模式对比	21
图表 37: 开发在线服务游戏的优势和挑战	22
图表 38: EA 收购的公司布局游戏全产业链和新兴领域	22
图表 39: 2023 年主机游戏热度榜 TOP100 IP 拥有情况	23
图表 40: 2018-2022 年全球 IP 游戏总收入及同比增速	23
图表 41: 2022-2024 财年 6 款长青 IP 营收及占比	24
图表 42: 《FIFA 23》和《FC 24》发布后一年内 Twitch 观看小时数	24
图表 43: 2024H1 PC 和主机游戏累计收入 TOP10 榜单	24
图表 44: 2024Q3 PC 和主机游戏累计收入 TOP10 榜单	24
图表 45: 2023 年 7 月-2024 年 7 月三类游戏市场情况	25
图表 46: 2025-2027 年 EA 将建立 6 个大型在线社区	25
图表 47: EA 在体育游戏之外的发展机遇	26
图表 48: EA 在体育游戏之外的全新尝试	26
图表 49: EA Sports App 三大功能	26
图表 50: 2017-2028E 年全球数字广告支出	27



图表 51: EA 发展广告业务有庞大的受众基础.....	27
图表 52: 盈利预测.....	28
图表 53: PE 估值.....	29
图表 54: 可比公司估值表.....	29
图表 55: EA 股权结构（截至 2024 年 6 月 6 日）.....	30
图表 56: 2019-2024 年前六大股东占比变化（截至年末）.....	30
图表 57: EA 管理层.....	30
图表 58: EA PE-Bands.....	31
图表 59: EA PB-Bands.....	31

投资概要

EA 是全球领先的互动娱乐软件公司，历史悠久积淀深厚，旗下拥有包括 EA Sports（主力系列）、EA Entertainment（多元娱乐）和 EA Originals（独立游戏）的多元游戏版图，并拥有《EA sports》、《Apex》、《模拟人生》等多款长青 IP。根据 3QFY23 财报，EA 在全球已拥有 6.5 亿玩家网络。2024 年，玩家游戏总时长超过 110 亿小时。目前，EA 在 20 多个国家或地区的 25 个工作室拥有超过 1.37 万名员工。我们认为公司以精品 IP 的开发和迭代奠定营收基石，并在其规模大、粘性强的用户网络中拓展社区潜力，看好公司在精品 IP+社区拓展下的长期竞争力和远期发展潜力，并在高研发+低销售/管理的费率管控下释放利润杠杆。

全球游戏市场：主机/PC 以优质供给促进市场扩容，EA 创收能力和盈利稳定性行业领先
全球游戏市场疫后处于常态化增长轨道，主机/PC 以优质供给促进市场扩容。游戏市场经历疫情期间快速增长后逐步进入常态化轨道，据 Newzoo 统计，2024 年全球游戏市场缓慢回暖，预估达到 1877 亿美元，22-27 年实现 CAGR +3.1%。移动游戏经过快速增长后期后，侵蚀 PC 份额的势头已经明显衰减。主机/PC 凭借较优的游戏质量和体验，市场增速波动上行后趋稳，在硬件迭代+优质游戏供给趋势下市场或有扩容。比如 2024 年《黑神话：悟空》的成功带动了整个主机游戏市场热度提升，2025 年任天堂将发布 Switch 二代，有望进一步推动市场扩增。

EA 在全球游戏开发公司中具备突出的创收能力和盈利稳定性。EA 面对传统游戏开发公司和新兴移动游戏公司的竞争，2024 年 Q3 游戏收入体量位居全球第七。而在游戏开发公司中，EA 营收和净利在游戏开发公司中稳居第二（仅次于动视暴雪，现已被微软收购），EA 的研发费率较高而销售费率较低，与其专注长青精品 IP 开发策略相关，同时 EA 具备强劲的现金流水平，充足现金储备保障了游戏并购浪潮中的远期可能。

业务布局：长青 IP 奠定营收基石，庞大社区蕴藏增长潜力

EA 旗下包括全球多款热门精品长青游戏 IP，拥有庞大且粘性较高的玩家群体。EA 从经典体育游戏出发，逐步扩展多元化游戏版图，根据 Newzoo 的统计，2023 年 EA 公司在 PC 和主机游戏营收排名前十中占据了三个位置，分别是《EA Sports FC24》、《麦登橄榄球 24》和《星球大战：绝地生存者》。同时，在月活跃用户数量（MAU）排名前十的游戏中，EA 也有三款游戏入选，包括《模拟人生 4》、《FIFA 23》和《Apex 英雄》，表明 EA 拥有庞大且粘性较高的玩家群体。其中“模拟人生”、“FIFA”、“Apex”、“星球大战”均为 EA 的精品热门 IP，持续贡献用户活跃度和收入，这 6 款长青 IP 占总收入的比例由 FY22 的 51.7% 提升至 FY24 的 61.3%。

以在线服务驱动盈利，创新商业模式引领行业趋势。在线服务游戏改变了以往单机游戏一次性购买的特点，转变为持续提供服务满足玩家需求的游戏模式，EA 以运动类年货游戏的抽卡模式、以《模拟人生》为代表的 DLC 发展在线游戏服务，在游戏上线后通过较低成本的运营和更新持续获得收入。《FIFA》和《麦登橄榄球》系列终极队伍模式营收均持续增长，占相应游戏营收的占比基本超过 70%，在线服务游戏带来更高的利润和持续盈利能力，但需要长期运营和更新以保持玩家活跃。

庞大社区蕴藏增长潜力，解锁游戏之外的新商机。我们认为公司围绕社区的战略目标分为三步：1) 在具备长青精品 IP 和庞大用户群的基础上，建立游戏社区；2) 不断丰富游戏内容方便玩家更好地进行社交互动；3) 利用社区拓展边界，推动在线服务和游戏之外业务的发展。**在游戏内部利用社区的力量**，过丰富游戏内容、提供服务和功能来提高留存率和参与度，从而扩大市场和推动增长；**在游戏之外利用社区的力量**，EA 将目标市场和相关业务扩展到游戏之外具有较大的增长潜力，推出首款游戏之外的社交驱动型新产品——EA Sports App。



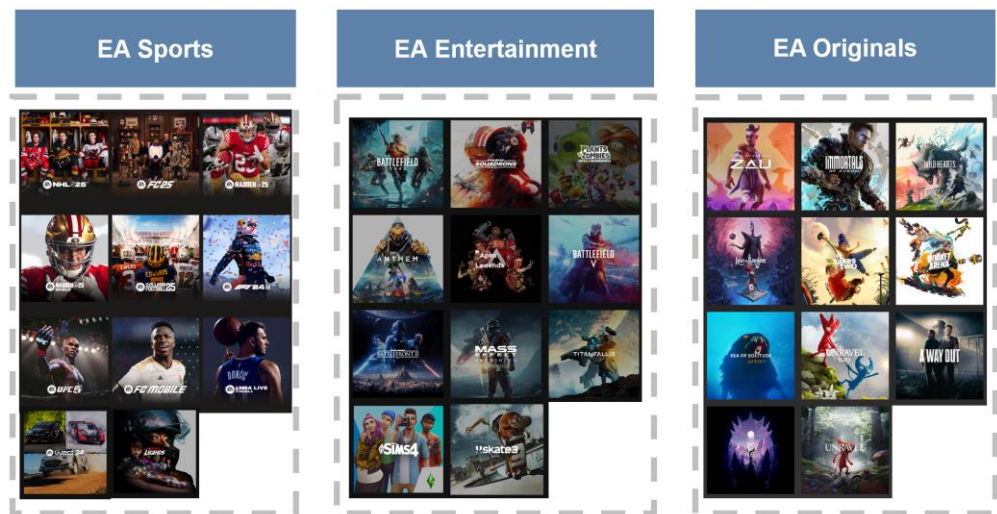
我们与市场观点的不同之处

市场担心游戏需求减弱导致整个大盘的增速放缓,而我们认为 EA 当前聚焦在线游戏服务业务,其对于长青 IP 的运营和迭代能够保障在已有游戏的变现能力提升,同时公司聚焦社区的潜力,挖掘社交价值等有助于帮助公司拓展业务边界。因此,我们预计公司 25-27 财年净利润分别为 12/15/16 亿美元,略高于彭博一致预期的 11/14/16 亿美元。

EA：全球领先的互动娱乐软件公司

全球著名互动娱乐软件公司，历史悠久，长青 IP 积淀深厚。美国艺电公司 (Electronic Arts，简称 EA) 于 1982 年成立，1989 年于美国纳斯达克上市，是全球著名的互动娱乐软件公司。EA 主营业务为开发、营销、发布和交付各种游戏、内容和服务，从 IP 组合中创造新的游戏和体验。2023 年，公司重组之后分为 EA Sports 和 EA Entertainment 两个部门，同时运营着独立发行品牌 EA Originals。根据 3QFY23 财报，在全球已拥有 6.5 亿玩家网络。2024 财年，公司发布了 11 款新游戏，同时提供了 600 多项内容更新。根据 2024 年度总结，玩家游戏总时长超过 110 亿小时。目前，EA 在 20 多个国家或地区的 25 个工作室拥有超过 1.37 万名员工。

图表1：EA 主要产品矩阵



资料来源：公司官网，华泰研究

历史沿革：以 IP 为核心深耕游戏开发领域，股价总体波动上行

1) 第一阶段（1982-1991）：成立初期。1982 年特里普·霍金斯 (Trip Hawkins) 离开了苹果公司，成立了 Electronic Arts (EA)。EA 采用创新的商业模式，帮助游戏开发者进行编辑、美化和改进，EA 获得游戏所属权，开发者获得净收入的 15% 作为版权费。1988 年，经典游戏《麦登橄榄球》发布，每年都能获得数百万份的销量。次年，EA 在美国纳斯达克成功上市，市值达到了 8400 万美元。这一时期，股价呈现稳定增长的趋势。

2) 第二阶段（1992-2007）：快速发展期。拉里·普罗布斯特 (Larry Probst) 上任之后，开启 EA 的收购之路。1992 年将 Distinctive Software 收购后成立 EA Sports Network，涵盖各大体育游戏。在获得国际足联官方授权后，EA 于 1993 年发布《FIFA 国际足球》，成为长盛不衰的经典游戏系列。另一方面，面对游戏市场日益激烈的竞争，EA 选择通过收购快速扩张。15 年内 EA 共进行了 28 起的收购，包括各类游戏开发商和软件分销商。然而由于过于激进的收购策略，EA 难以消化整合新收购的工作室，内部管理出现问题。这一时期，公司通过收购抓住 PC 和主机游戏的发展机遇，股价显著提升。

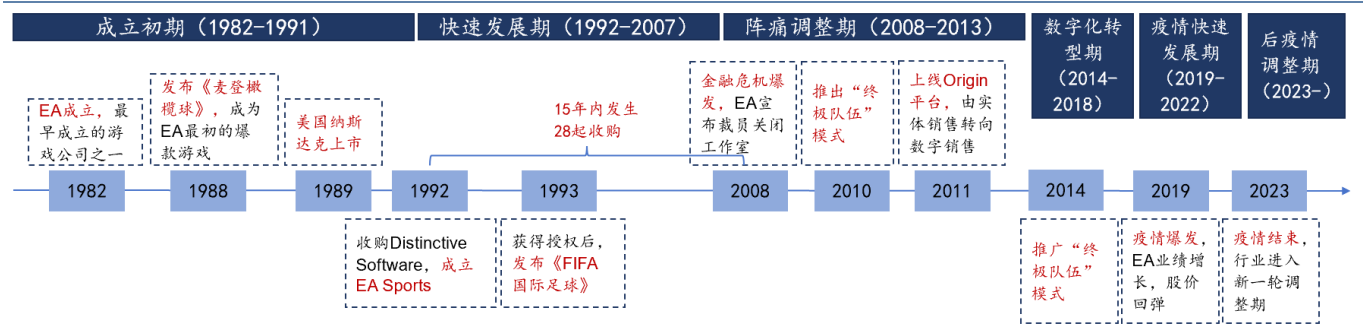
3) 第三阶段（2008-2013）：阵痛调整期。约翰·里奇蒂洛 (John Riccitiello) 上任后，调整了过往激进强势的收购策略，减缓收购速度，调整收购方向。2008 年次贷危机爆发，金融危机来临，EA 不得不宣布裁员，关闭工作室以完成削减成本计划。2010-2012 年，约翰瞄准了数字化转型以及移动游戏市场。2011 年上线 Origin 平台，从线下发售实体产品转向数字销售，改变 EA 的成本模型。另一方面，EA 通过将自有 IP 移植到移动平台，包括《FIFA》，《极品飞车》，《植物大战僵尸》，占据早期移动市场的先机。这一时期，EA 受 2008 年金融危机和放弃收购 Take-Two 的影响，股价暴跌至原来的三分之一；此后股价小幅回升，但因 Origin 数字分销平台效果不佳又再次下探。

4) 第四阶段 (2014-2018): 数字化转型期。新任 CEO 安德鲁·威尔逊 (Andrew Wilson) 创立了在线服务新模式。2010 年时任 EA Sports 总裁的安德鲁推出“终极队伍”模式，玩家通过抽卡组建队伍进行对战，上任之后在热门游戏中推广。2017 年仅“终极队伍”模式就贡献了 7.8 亿美元的营收，占总营收的 16%。DLC 模式则是让玩家在购买游戏本体的基础上，购买拓展包获取额外的游戏体验，如《模拟人生》。然而安德鲁并没有延续约翰的移动市场策略，专注于主机游戏和 PC 游戏，错失了移动市场的发展机遇。这一时期，股价实现了三倍增长，但后因 2018 年《星球大战 2》收费方式引发争议，对股价产生负面影响。

5) 第五阶段 (2019-2022): 疫情快速发展期。2019 年，随着疫情封锁措施的实施，不少游戏迅速火爆起来，人们在游戏上花费的时间和投入同步增长，“宅家经济”得以充分显现。2020 年，全球游戏市场从 1444 亿美元跃升至 1791 亿美元，同比增速达到 24%。EA 凭借大量畅销游戏和经典 IP 吸引了很多新玩家，也有许多老玩家回归。在疫情期间实现业绩飞增，股价回弹。这一时期，由于居家隔离措施，游戏行业迎来高速增长，股价有所回升。

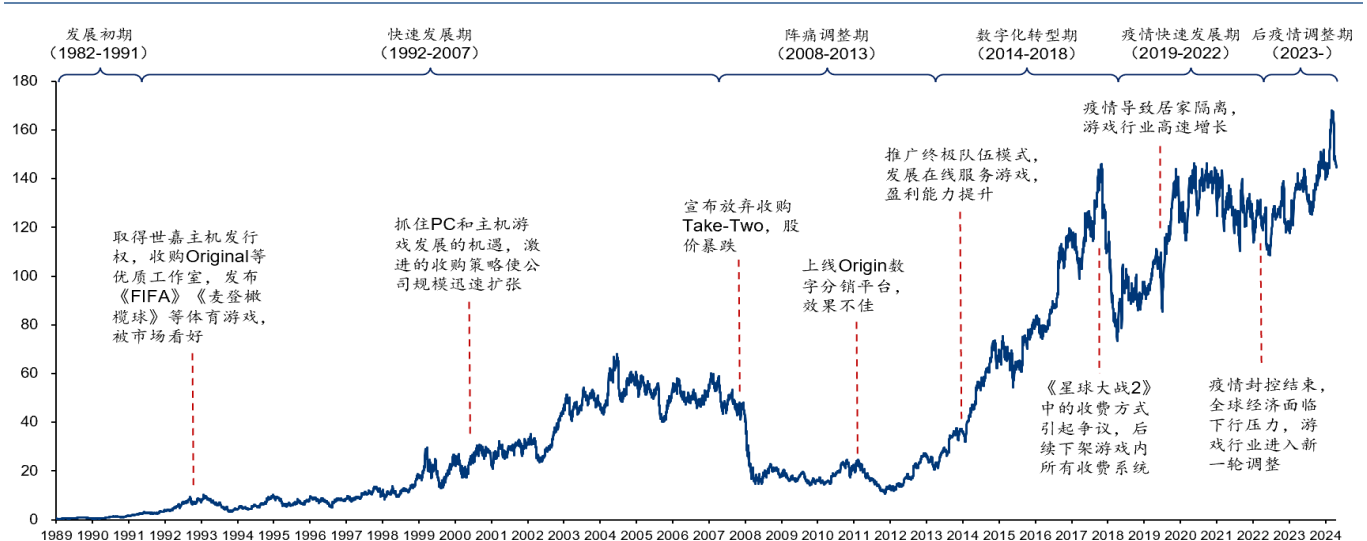
6) 第六阶段 (2023-至今): 后疫情调整期。新冠疫情的封锁结束后，全球经济形势下行以及需求端的减少导致游戏行业进入调整期。2023 年 EA 进行了两次大规模裁员，2024 年 2 月，EA 再次宣布裁员 5%，并将以往的四个品牌重组成 EA Sports 和 EA Entertainment；停止部分项目的开发，比如知名 IP 游戏《星球大战 FPS》；关闭西雅图工作室 Ridgeline Games。这次调整后 EA 将更专注于 IP、体育和大规模在线社区的主力产品中，而退出开发成功率较低的授权 IP。这一时期，随着疫情结束全球经济面临下行压力，游戏行业进入新一轮调整，股价再次受到影响，在 110-140 美元区间波动。

图表2: Electronic Arts



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表3: 1989-2024 年 EA 股价复盘

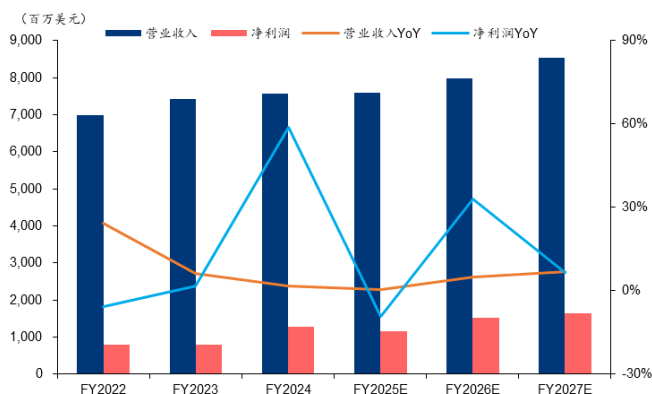


资料来源: 彭博数据库, 华泰研究

财务状况：营收增长稳定，利润持续改善

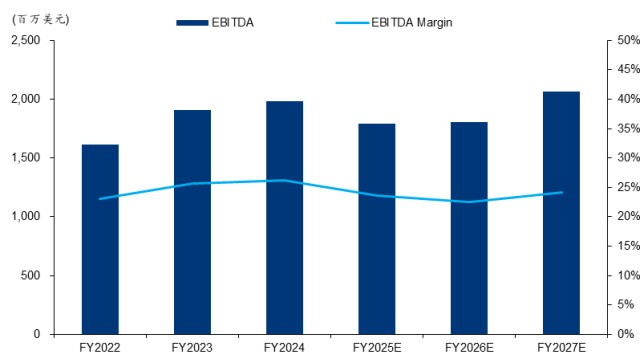
营收保持增长，利润得以改善。2024 财年总营收为 75.6 亿美元，2020-2024 财年 CAGR 为 +8.8%。2020 财年营收的增长是由于新收购的《Apex 英雄》以及新发布《星球大战绝地：陨落武士团》的成功；2022 财年的增长主要是由于《FIFA22》广受好评，成为 FIFA 足球游戏系列中销量最好的作品，同时《双人成行》也被 TGA 评为年度最佳游戏，贡献了一定的销量。由于 2020 财年 EA 获得大量一次性税额抵免，EBITDA 能够更准确的反应 EA 的利润情况。2021 财年利润下滑的主要原因是在运营开支全面增加的情况下，游戏市场的拓展却很有限。随后 2022-2024 财年，在营收持续增长的情况下利润得到改善，2024 财年 EBITDA 达到 19.8 亿美元，同比增速 3.9%。

图表4：2022-2027E 财年 EA 的营业收入、净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究预测

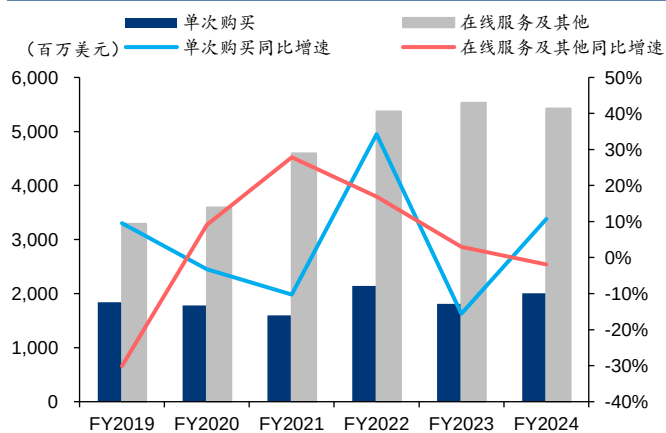
图表5：Electronic Arts



资料来源：公司公告，华泰研究预测

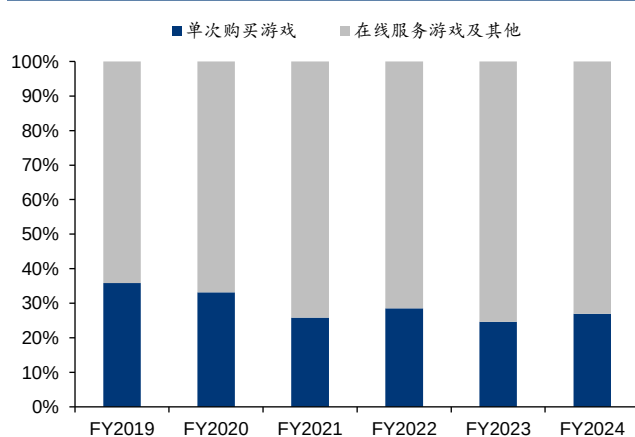
单次购买游戏业务营收稳定在 19 亿美元左右，在线服务游戏业务贡献超 60% 收入。单次购买游戏常年保持相对稳定，由于持续盈利能力不足，开发成本较高，难以实现大幅增长。自从“终极队伍”模式成功后，EA 集中发展在线服务游戏，在 2020-2024 财年实现 CAGR+10.5% 的较高收入增长。

图表6：2019-2024 财年 EA 按购买方式分类的净收入及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

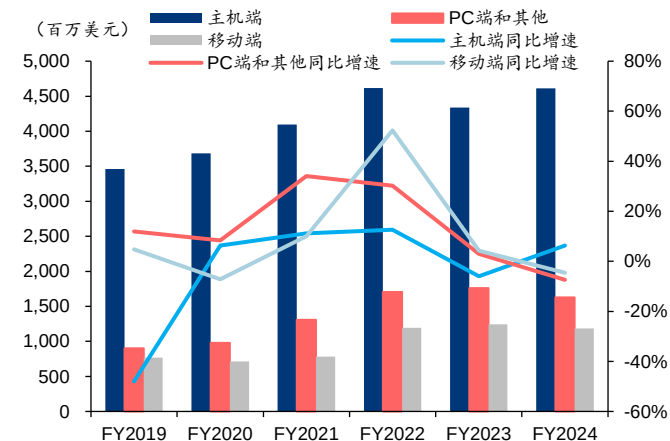
图表7：2019-2024 财年 EA 按购买方式分类的净收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究

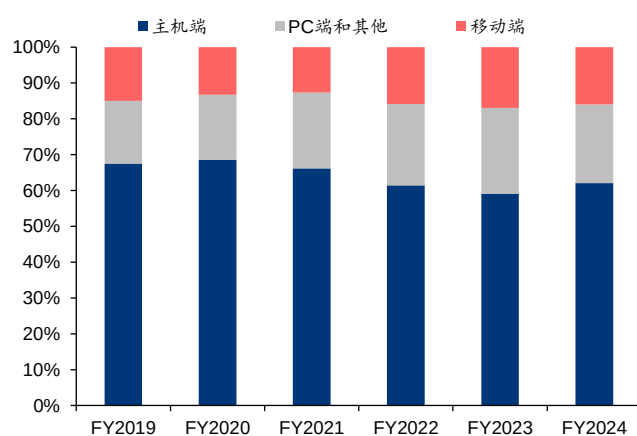
分平台来看，业务重点集中在主机游戏上，主机/PC/移动游戏营收实现 CAGR+5.9%/+12.5%/+9.1% 的增速。EA 的业务重点主要集中在主机游戏上，占净销售额的 60% 以上，2020-2024 财年营收实现 CAGR+5.9% 的增速。PC 游戏和移动游戏占比较少，但 2020-2024 财年营收实现 CAGR+12.5%/+9.1% 的增速。EA 虽然在早期占领了移动游戏的市场，但是新任 CEO 安德鲁并没有延续对移动游戏的政策，导致移动游戏在 EA 整体中占比不高。

图表8：2019-2024 财年 EA 按平台分类的净收入及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

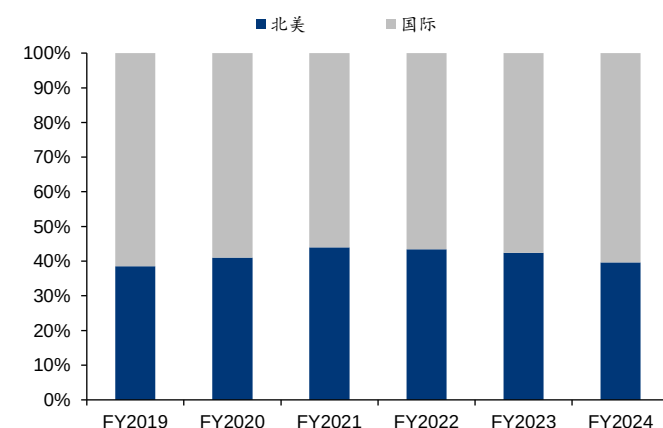
图表9：2019-2024 财年 EA 按平台分类的净收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究

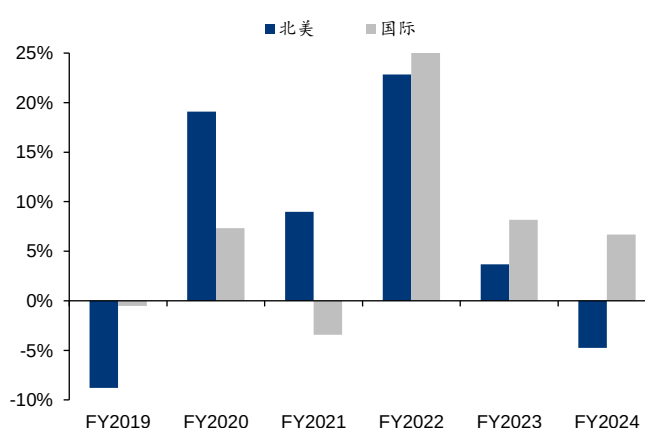
分地区看，北美地区净收入占比 40%左右，国际其他地区净收入占比 60%左右。2024 财年，北美地区净收入同比增速为-4.8%，国际其他地区贡献主要增长动能，同比增速为 6.7%。2020-2024 财年，北美地区和国际地区实现了 CAGR+9.5%/+8.4%的增速。自 2022 财年年以来，EA 在北美地区 TOP10 游戏 IP 的市场份额有所增长。

图表10：2019-2024 财年 EA 按地区分类的净收入占比



资料来源：公司公告，彭博数据库，华泰研究

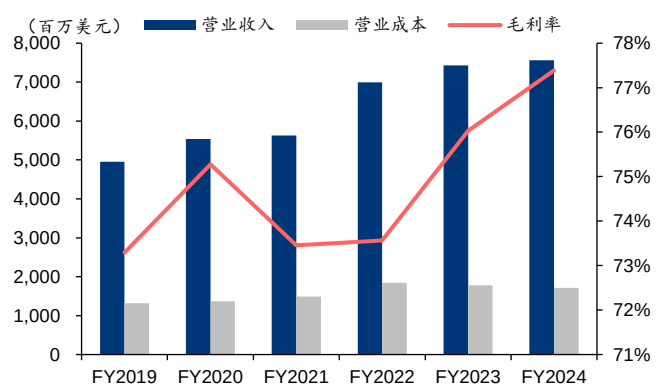
图表11：2019-2024 财年 EA 按地区分类的净收入同比增速



资料来源：公司公告，彭博数据库，华泰研究

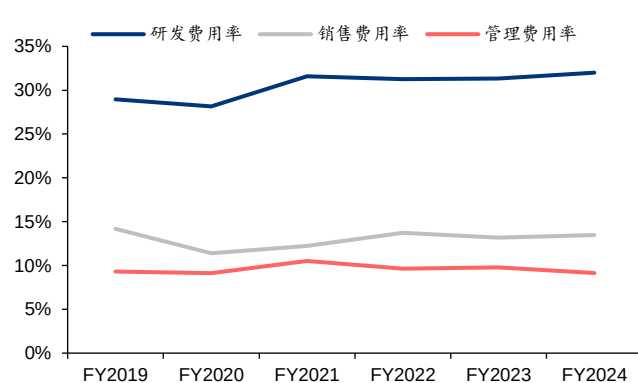
费率管控得当，研发保持高投入。EA 的毛利率维持在 70%到 80%的区间，营业成本保持在较稳定的低水平，有助于确保经营过程中的稳定性和可持续性。销售/管理/研发费用率相对保持稳定，2024 年分别为 32.0%/13.5%/9.1%。研发费用率从 2020 年 28.16%提升至 2021 年 31.59%，随后保持在 30%以上的水平，主要因为旗下游戏系列较多，并且需要频繁更新换代，以及收购大量工作室，需要支付研发人员工资。在研发端的长期投入亦使得公司游戏保持生命力和竞争力。

图表12：2019-2024 财年 EA 的营业收入、营业成本和毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表13：2019-2024 财年 EA 的研发费用率、销售费用率和管理费用率



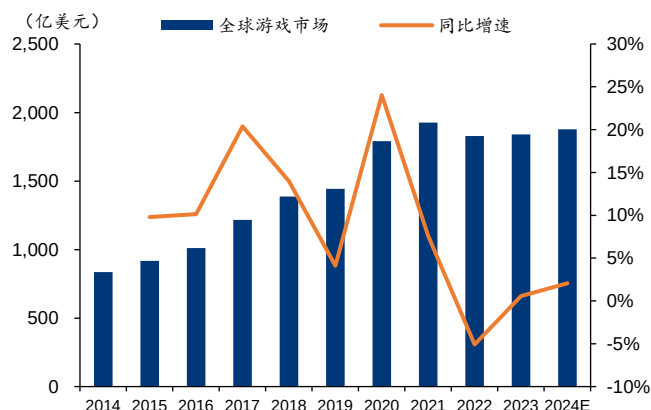
资料来源：公司公告，华泰研究

全球游戏市场：处于常态化增长轨道，头部公司通过并购加速整合 市场规模：疫后进入常态化增长，主机市场份额相对稳定

疫情期间行业加速增长，疫后逐步进入常态化。游戏行业是为消费者提供互动娱乐体验、游戏软件和在线服务的行业，按照平台可分为主机游戏、PC 游戏和移动游戏。疫情前全球游戏市场保持平稳增长，2019 年达到 1444 亿美元，2015-2019 年实现 CAGR +11.6%。随着疫情封锁措施的实施，人们对电子游戏的需求激增，2020 年全球游戏市场跃升至 1791 亿美元，同比增速 24%。2022 年开始全球大部分行业复工复产后，人们对游戏的需求和依赖减少，游戏市场规模出现小幅缩减，2023 年市场规模为 1840 亿美元。据 Newzoo 统计，2024 年全球游戏市场缓慢回暖，预估达到 1877 亿美元，2025-2027 年实现 CAGR +4.4%，进入常态化增长。

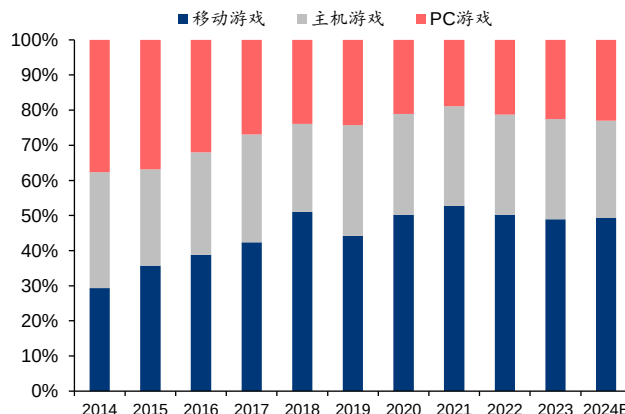
主机游戏市场份额相对稳定，PC 份额疫后回升。主机游戏和 PC 游戏作为更传统的游戏方式，能够支持更为复杂和高质量的游戏；移动游戏则具备更强的社交属性和便携性。主机游戏由于其独占的游戏内容和优质的硬件设备，2014 年以来一直保持 30% 左右的市场份额。移动游戏的迅速增长得益于移动互联网的快速发展，2014-2024 年其市场份额从 29% 发展至近 50%。PC 游戏的市场份额被快速发展的移动游戏挤占，其占比由 2014 年的 38% 降至 2021 年的 19%，2022-2024 年随着玩家对于游戏质量需求的提升和优质游戏供给的不断推出，PC 份额略有回升。

图表14：2014-2024E 年全球游戏市场规模及增速



资料来源：Newzoo，华泰研究

图表15：2014-2024E 年全球游戏市场不同类型游戏市场规模占比

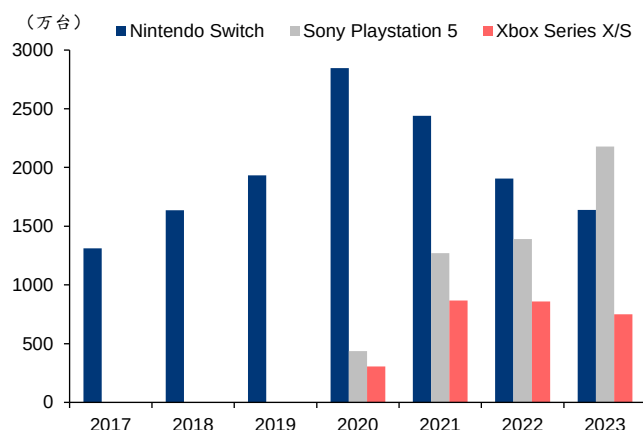


资料来源：Newzoo，华泰研究

主机游戏：具备较优的游戏质量和体验，硬件迭代+优质游戏供给促进市场扩容

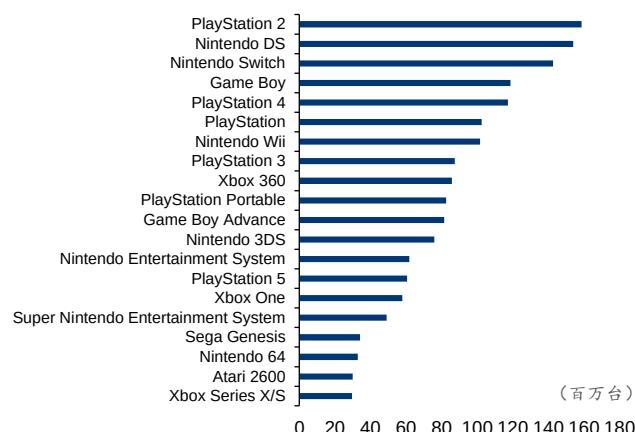
主机游戏拥有较优的游戏性能和游戏体验，任天堂、索尼和微软为市场主要参与者。主机游戏是指在游戏机上进行的，硬件性能最强，能够承载较大容量的游戏并带来优质的游戏质量和游戏体验。主要市场游戏机包括任天堂的 Switch、索尼的 PlayStation 和微软的 Xbox。2020 年，Switch 销量超过 2800 万台，创造了单年度最畅销游戏机的记录，但此后销量持续下滑。自 2020 年发布以来，PlayStation 5 销量持续增长，并在 2023 年达到近 2200 万台超越 Switch，成为当前全球最畅销的游戏机。据 Statista 统计，截至 2024 年 10 月，在累计销量 TOP10 的游戏机中，索尼的 PlayStation 有 5 款，其中 PlayStation 2 是有史以来销量最高的游戏机，销量近 1.6 亿台；任天堂有 DS、Switch、Game Boy 和 Wii 等 4 款，销量均超过 1 亿台；微软的 Xbox 360 排名第九，销量为 8573 万台。

图表16：2017-2023 年全球三大游戏机销量对比



资料来源：Statista，华泰研究

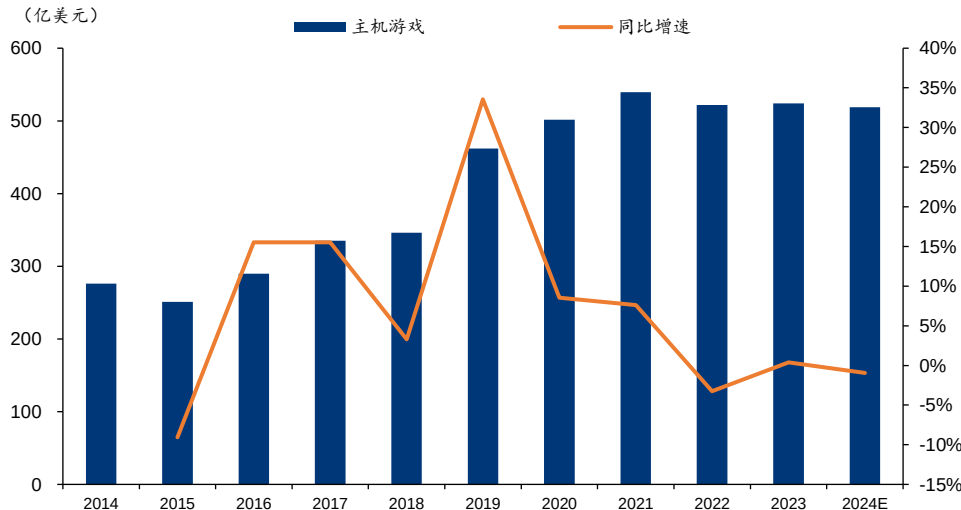
图表17：截至2024年10月全球游戏机累计销量TOP20榜单



资料来源：Statista，华泰研究

市场增速波动上行后趋稳，硬件迭代+优质游戏供给促进市场扩容。主机游戏市场营收自2014年起波动上升，2019年营收激增至462亿美元，同比增长33.5%。疫情期间保持持续增长，2019-2021年全球市场规模从462亿美元增至540亿美元，实现CAGR+16%的增速。但由于游戏硬件销量不佳和玩家游戏时长减少等原因，2022年营收同比下降3.3%。得益于新IP续作的发布以及疫情解封主机购买渠道增加，2023年营收增速由负转正为0.4%。2024年《黑神话：悟空》的成功带动了整个主机游戏市场热度提升，2025年任天堂将发布Switch二代，有望进一步推动市场扩容。据Newzoo统计，主机游戏2024年预计达519亿美元，同比下降1.0%，在经历了两年的缓慢增长后，预计2025年将恢复增长。

图表18：2014-2024E 年全球主机游戏营收及同比增速



资料来源：Newzoo，华泰研究

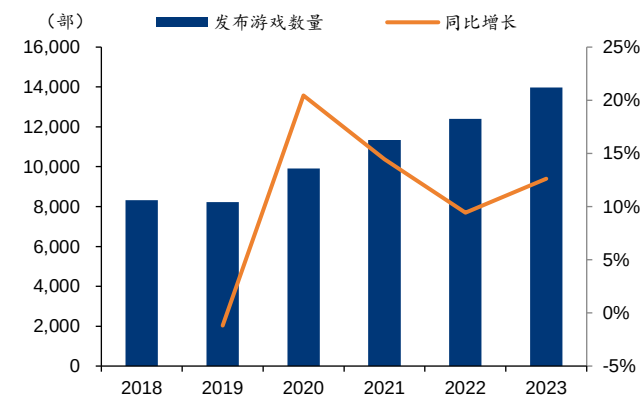
PC 游戏：越过平台期后稳步上行，成为行业新的增长极

PC 玩家主要使用个人电脑和 Steam 平台，整体市场在疫情前呈现波动态势。PC 游戏通常特指运行在 Windows、Mac OS 或 Linux 等操作系统的个人电脑平台的游戏，PC 游戏玩家主要通过 Steam 平台下载数字版游戏。疫情前 PC 市场营收波动变化，总体维持在300-350亿美元的区间。在行业整体增长的背景下，PC 游戏并没有享受行业红利。

PC 端游戏发行数量稳步提升，跨端服务需求增加推动 PC 游戏增长。据 VGI 统计，从2018年开始，在 Steam 平台上发行的游戏数量稳步上升，在2023年达到13971部，2019-2023年实现CAGR+10.9%。主要是因为近两年越来越多游戏厂商开展在线服务游戏业务，盈利能力大大改善；新的头部PC产品发布，同时越来越多移动和主机游戏实现跨平台服务，需

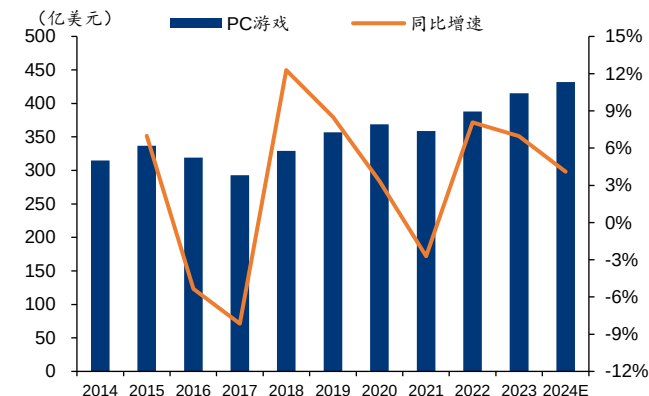
求端得到满足后玩家逐渐回归。据 Newzoo 统计，2017 年以来 PC 游戏营收基本保持增长态势，2018-2023 年实现 CAGR+6% 的增速；2024 年预计营收达 432 亿美元，同比增长 4.0% 超市场平均增速（2.1%），成为三类市场增长最快的细分市场。

图表19：2018-2023 年 Steam 平台发布的游戏数量



资料来源：VGI，华泰研究

图表20：2014-2024E 年全球 PC 游戏营收及同比增速



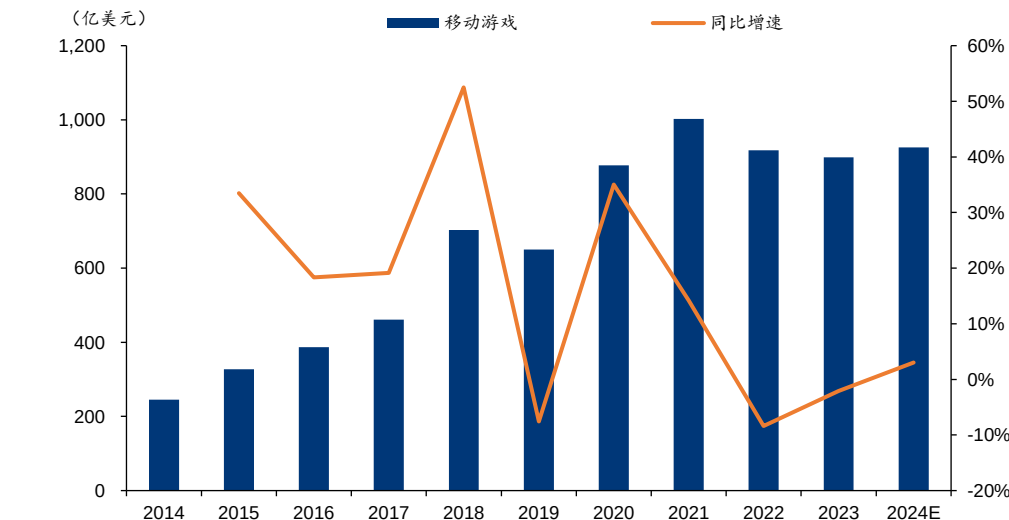
资料来源：Newzoo，华泰研究

移动游戏：随着移动互联网发展快速增长，已逐步进入稳态

移动游戏随着移动互联网发展和设备的普及而快速发展。移动游戏是指在平板电脑和智能手机上的进行游戏。相较于 PC 游戏和主机游戏，移动游戏适合轻体量的游戏。移动游戏随着移动设备的普及而兴起，在 1995 年左右开始出现后，迅速占领了市场，从 2000 年开始，游戏市场的增长主要是由移动游戏市场推动的。2014-2018 年高速增长，移动游戏实现 CAGR+30% 的增速。在疫情期间，移动游戏市场于 2021 年创下 1002 亿美元营收的最高记录，2020-2021 年实现 CAGR+24% 的增速。

后疫情时代，移动游戏的发展需适应越发严格的隐私政策等市场变化。2021 年 4 月，苹果上线的 iOS 14.5 推出了隐私政策，用户可自行选择 App 开发商是否根据用户使用习惯精准投送广告。同年 5 月的 Flurry Analytics 分析数据显示，全球范围内 530 万被调查用户中有 88% 的用户选择了禁止广告追踪，这对有着强广告营销需求的游戏行业形成冲击。随着隐私政策越发严格以及生态系统越发开放，移动游戏仍需要时间来适应这些市场新变化。据 Newzoo 统计，叠加全球大规模复工复产的趋势，移动游戏市场的营收连续两年下滑，2022 年和 2023 年分别下滑 8.4% 和 2.1%；2024 年预计增速由负转正，同比增长 3.0% 达到 926 亿美元。

图表21：2014-2024E 年全球移动游戏营收及同比增速

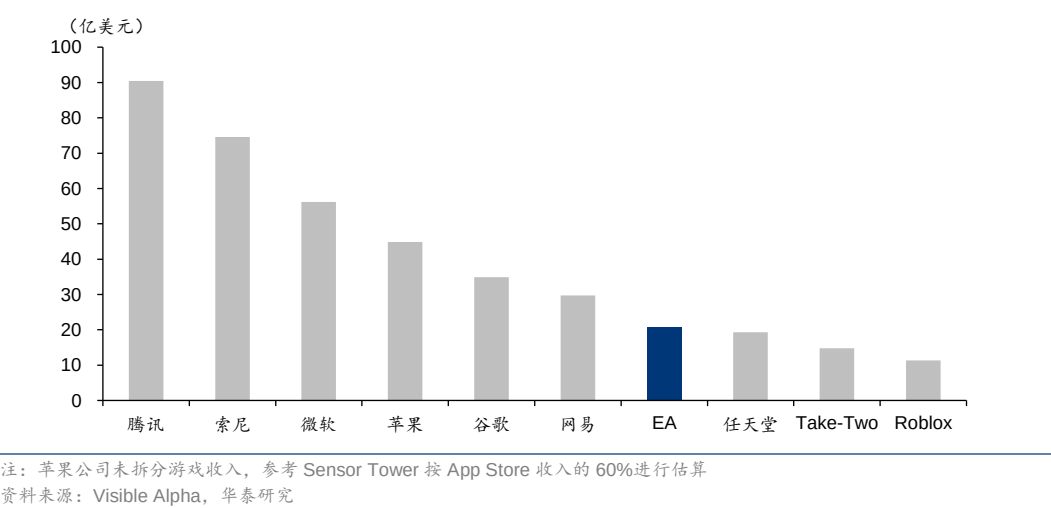


资料来源：Newzoo，华泰研究

竞争格局：头部公司通过并购推动行业整合，EA 领跑游戏开发领域

EA 面对传统游戏开发公司和新兴移动游戏公司的竞争，游戏收入体量位居全球第七。EA 的主要竞争对手包括两类：1) Take-Two、动视暴雪等老牌游戏开发公司，主要针对主机端和 PC 端游戏；2) 腾讯、网易这类主要靠移动游戏的新兴大型科技公司。按照游戏业务的营收体量，2024 年第三季度 EA 游戏业务营收体量排名全球第七。

图表22：2024Q3 全球前十大上市游戏公司游戏业务营收



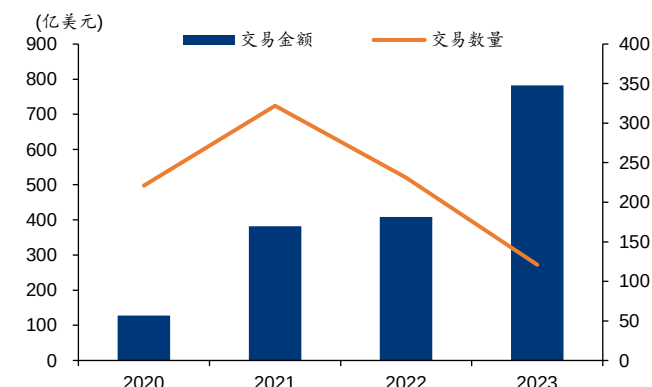
图表23：2024Q3 全球前十大上市游戏公司对比

公司名	成立年份	国籍	主营业务	游戏相关业务	代表游戏
腾讯	1998	中国	社交媒体、游戏开发等	PC、移动游戏开发	《王者荣耀》、《和平精英》
索尼	1946	日本	消费电子、游戏主机开发等	游戏主机开发（Play Station）	
微软	1975	美国	软硬件开发	游戏主机、PC 开发（Xbox）	
动视暴雪*	2008	美国	主机和 PC 游戏开发、分销	主机和 PC 游戏开发、分销	《使命召唤》、《魔兽世界》
苹果	1976	美国	消费电子、软件、在线服务	移动游戏分销（App Store）	
谷歌	1998	美国	互联网服务、广告等	移动游戏分销（Google Play）	
网易	1997	中国	游戏开发、电子邮件等	PC、移动游戏开发	《阴阳师》、《荒野行动》
EA	1982	美国	主机和 PC 游戏开发、分销	主机和 PC 游戏开发、分销	《FIFA》、《战地》
任天堂	1889	日本	游戏硬件、游戏开发	游戏主机和主机游戏开发（Switch）	《马里奥》、《塞尔达传说》
Take-Two	1993	美国	主机和 PC 游戏开发、分销	主机和 PC 游戏开发、分销	《侠盗猎车手》、《NBA 2K》
Roblox	2004	美国	在线游戏开发和创作	在线游戏开发和创作	《收养我吧》、《越狱》

注：动视暴雪于 2023 年 10 月成为微软的全资子公司
资料来源：公司官网，华泰研究

全球游戏市场格局重构，头部公司加速整合。近年来，游戏行业内的巨头公司呈现整合的趋势。2022 年，腾讯以 3 亿欧元收购育碧的母公司 Guillemot Brothers 49.9% 的股份，将其在育碧的股份从 4.5% 增至 9.99%。2023 年 10 月，微软以 687 亿美元现金收购动视暴雪，动视暴雪成为微软的全资子公司，成为游戏行业历史上最大的收购案，同时微软凭借对动视暴雪的收购，一举成为全球第三大的游戏公司。2024 年有 7 项交易的企业价值（Upfront EV）超过了 1 亿美元，其中最大一笔交易是殷拓集团（EQT）以 28 亿美元收购爱尔兰电子游戏服务公司 Keywords Studios。据 DDM GIR 统计，2024 年前三个季度游戏行业 726 笔投资和并购总额达到 103.8 亿美元，同比增长不到 1%，但交易数量同比增长 16%。据 InvestGame 统计，2024 年全球游戏行业继续加快整合，这一势头将持续到 2025 年并有望达到或略微超过 2024 年。

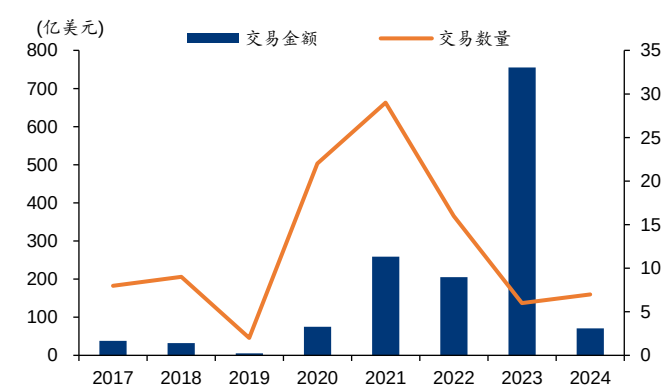
图表24：2020-2023 年全球游戏市场收购的交易额和交易数量



注：仅包括已披露的交易

资料来源：InvestGame，华泰研究

图表25：2017-2024 年全球游戏市场大型收购的交易额和交易数量



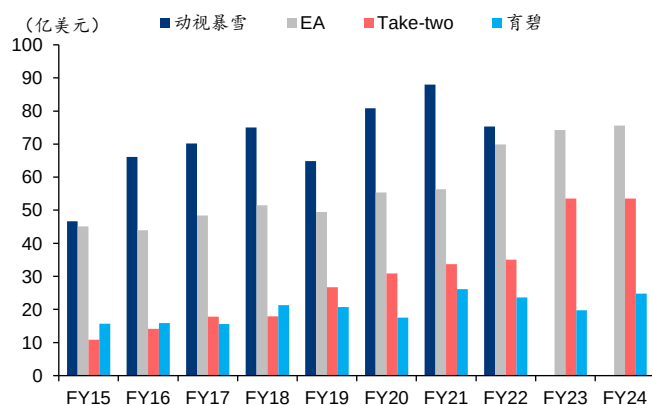
注：仅包括已披露的企业价值1亿美元以上的交易

资料来源：InvestGame，华泰研究

由于腾讯、网易主要以移动游戏为主，而索尼、任天堂等游戏公司有其他业务对游戏业务形成协同发展效应，我们选取了业务模式更为接近、且主要业务布局为主机和PC端的游戏开发公司动视暴雪、Take-Two和育碧与EA进行比较。

营收和净利在游戏开发公司中稳居第二，创收能力和盈利稳定性突出。过往十年里EA的营收稳居第二，与排名第一的动视暴雪渐缩小差距，直至动视暴雪被收购前，差距已缩减至仅5亿美元。由于游戏行业频繁的并购活动会通过无形资产摊销对净利润产生显著影响，EBITDA是更体现公司盈利能力的指标。从EBITDA来看，EA同样稳居第二。EA和动视暴雪规模较大，往往能保持正向的EBITDA，且变化趋势基本与营收基本一致，表明这两家公司有较优的盈利稳定性；而Take-Two和育碧则表现出较大波动。

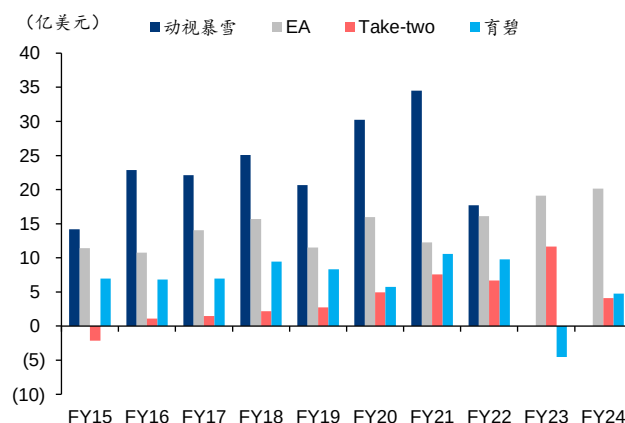
图表26：2015-2024 财年部分游戏开发公司的营收对比



注：动视暴雪于2023年10月退市，无2023财年数据

资料来源：公司公告，华泰研究

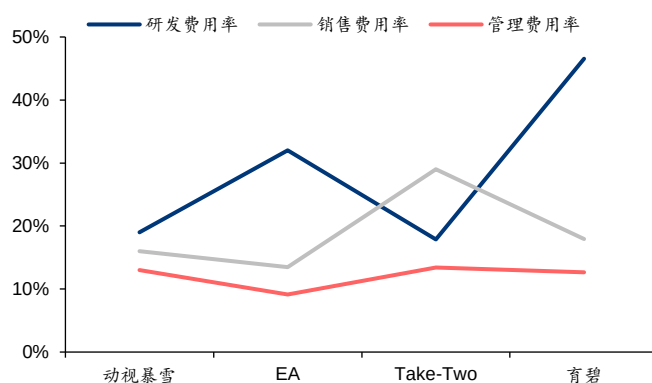
图表27：2015-2024 财年部分游戏开发公司的EBITDA对比



资料来源：公司公告，华泰研究

EA的研发费率较高而销售费率较低，与其专注长青精品IP开发策略相关。在期间费用率方面，动视暴雪因规模经济优势未超过50%；EA和Take-Two则维持在50-60%区间；相比之下，育碧较高，超过了70%。EA专注于精品游戏的开发策略有效降低了营销成本，销售费用率在几家公司中最低。游戏公司的长期盈利能力依赖于优秀游戏的开发，因此对研发的投资至关重要。从游戏开发员工数量和研发费用率的对比来看，EA的研发团队规模大于Take-Two，小于动视暴雪和育碧；EA的研发费用率排在第二位，仅次于育碧。说明EA的研发团队更为精简和高效，EA也在人员规模和研发费用上实现平衡，既能保持产品的创新和高质量，又能控制成本以实现良好的财务状况。

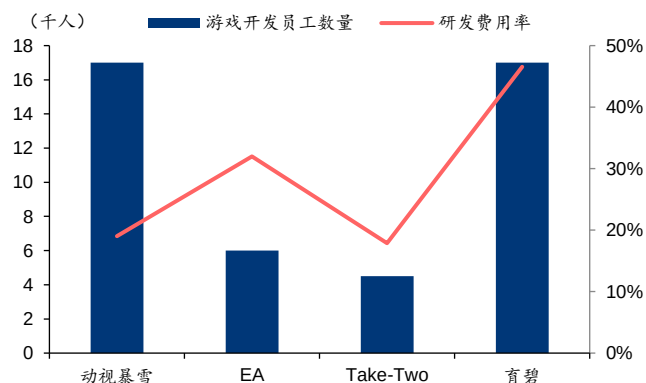
图表28：2024 财年部分游戏开发公司期间费用率对比



注：动视暴雪为 2022 年数据，其他公司为 2024 财年数据

资料来源：公司公告，华泰研究

图表29：2024 财年部分游戏开发公司开发员工数量和研发费用率对比



注：游戏开发员工数量均为公司官网最新数据

资料来源：公司官网，华泰研究

业务布局：打造精品 IP，收并购策略拓展多元游戏版图

产品布局：从经典体育游戏出发，逐步扩展多元化游戏版图

2023 年重组后，EA 分为 EA Sports、EA Entertainment 和独立发行品牌 EA Originals。EA Sports 以体育游戏为主，是公司盈利增长的核心引擎，但也可能面临创新和授权挑战。EA Entertainment 涵盖射击、策略等游戏，扩展多元化游戏版图的同时持续为公司的业绩增长注入动力。EA Originals 则专注于发行独立游戏。

- 1) EA Sports 作为公司的主力系列，从创立初期便是重要的盈利增长点。**在 EA 创立初期《麦登橄榄球》和《FIFA》带来了可观的利润，后续还发布了高尔夫、滑雪、格斗等体育游戏，构建了涵盖各大体育项目的庞大游戏网络。在稳固并扩大了玩家群体后采取“年货游戏”策略，即每年定期更新球队阵容、联赛数据，并在视觉特效、操作手感以及游戏系统上引入创新元素，确保玩家能够持续体验到新鲜感与升级后的游戏乐趣。2024 财年，EA Sports 的周活跃用户数量同比增长 22%。截至 2024 年 9 月的投资者大会，EA Sports 的玩家数量已经超过 2.65 亿。
- 2) EA Entertainment 以更为多元化和广泛的游戏类型，持续为公司的业绩增长注入动力。**游戏类型包括射击类、模拟经营类、策略类等，为玩家提供了丰富多样的游戏体验。不同于 EA Sports 的“年货游戏”，EA Entertainment 推出新游戏需要更长的研发周期和更多的创新要求，拥有很多高质量且持续带来盈利的好作品，例如近年来贡献大量利润和销售额的《Apex 英雄》和《模拟人生》，据 Visible Alpha 统计 24 财年分别实现 6.7 和 3.6 亿美元的收入。
- 3) EA Originals 是 2016 年推出的专注于发行独立游戏的发行品牌，在发掘和推广独立游戏方面能力卓越。**EA Originals 类似 EA 成立初期的运营模式，即帮助独立游戏开发者完成项目，工作室再将独立游戏交由 EA 发行。在此模式下，工作室除了正常的游戏销售收入以外，还将获得额外的开发、营销和发行推广费用。成功案例之一是由 Hazelight 开发的动作冒险游戏《双人成行》，该游戏于 2021 年在 Steam 商店上线后迅速走红，并在当年的 TGA（The Game Awards）年度游戏评选中荣获“最佳游戏”大奖，成为了 EA Originals 旗下迄今为止最为耀眼的明星产品。

图表30：EA 研发及发行的主要游戏产品（截至 2024 年末）

部门	工作室	游戏名称	游戏类型	系列作品
EA Sports	EA Sports	FIFA 足球世界（FIFA）	体育	FIFA、FIFA Mobile、FIFA Online、FIFA Manager、FIFA Street、FIFA World Cup
	EA Sports	麦登橄榄球（Madden NFL）	体育	Madden、Madden Street、Head Coach、NFL Tour、Madden Acrade、NFL Blitz
	EA Sports	NHL 冰球	体育	NHL 93-23
	EA Sports	NBA Live	体育	NBA Live 95-19、NBA Live Mobile
	EA Sports	F1 赛车	体育	F1 22-24
EA	Criterion	极品飞车（Need for Speed）	赛车竞速	Need for Speed 1-22、Need for Speed Online
	DICE	战地风云（Battlefield）	第一人称射击	Battlefield 1-5、2042、2142、Battlefield: Hardline
	Respawn	星球大战（Star Wars）	射击	绝地：陨落武士团、前线、银河英雄传、战机中队、旧共和国、绝地：幸存者
	BioWare	质量效应（Mass Effect）	射击	质量效应 1-3
	BioWare	龙腾世纪（Dragon Age）	角色扮演	龙腾世纪 1-4
EA Entertainment	Maxis	模拟人生（The Sims）	模拟经营	The Sims 1-4、My Sims
	PopCap	植物大战僵尸（Plants vs Zombies）	策略	植物大战僵尸 1、2
	Respawn	Apex 英雄（Apex Legends）	第一人称射击	-
	Coldwood	毛线小精灵（Unravel）	动作冒险	毛线小精灵 1-2
	Zoink	Fe	动作冒险	-
EA Originals	Hazelight	逃出生天（A Way Out）	动作冒险	-
	Jo-Mei	孤独之海（Sea of Solitude）	动作冒险	-
	Final Strike	火箭竞技场（Rocket Arena）	射击	-
	Hazelight	双人成行（It takes two）	动作冒险	-
	Zoink	迷失随机（Lost in Random）	动作冒险	-
	Omega Force	狂野之心（Wild Hearts）	动作冒险	-
	Ascendant	不朽者传奇（Immortals of Aveum）	动作冒险	-
	Surgent	肯泽拉传说：扎乌（Tales of Kenzera: ZAU）	动作冒险	-

资料来源：公司官网，华泰研究

EA 旗下包括全球多款热门精品长青游戏 IP，拥有庞大且粘性较高的玩家群体。根据 Newzoo 的统计，2023 年 EA 公司在 PC 和主机游戏营收排名前十中占据了三个位置，分别是《EA Sports FC24》、《麦登橄榄球 24》和《星球大战：绝地生存者》。同时，在月活跃用户数量（MAU）排名前十的游戏中，EA 也有三款游戏入选，包括《模拟人生 4》、《FIFA 23》和《Apex 英雄》，表明 EA 拥有庞大且粘性较高的的玩家群体。因此，“FIFA（FC）”、“麦登橄榄球”、“Apex 英雄”、“模拟人生”、“星球大战”和“战地”均为 EA 的精品热门 IP。据 Visible Alpha 统计，这 6 款长青 IP 占总收入的比例由 FY22 的 51.7% 提升至 FY24 的 61.3%。

图表31：2023 年 PC 和主机游戏营收 TOP10 榜单



资料来源：Newzoo，华泰研究

图表32：2023 年 PC 和主机游戏 MAU TOP10 榜单



资料来源：Newzoo，华泰研究

商业模式：以在线服务驱动盈利，创新商业模式引领行业趋势

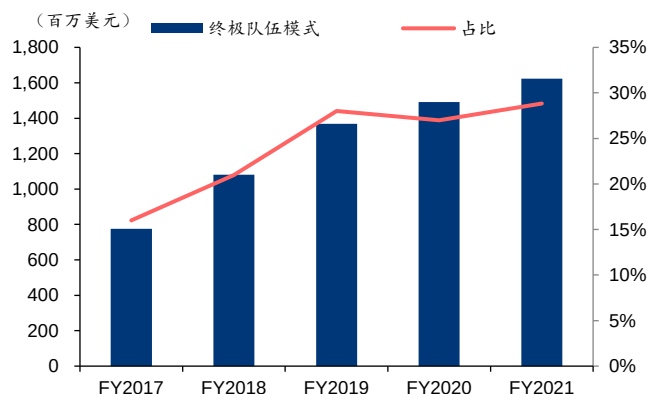
EA 主要收入来源按购买方式可分为单次购买游戏（Full Game）和在线服务及其他（Live Services and Other）两类，其中在线服务为主要经营模式并发展迅速。

- 1) 单次购买游戏主要是指游戏销售带来的收入，包括游戏许可、未来更新和在线托管。玩家可以在各种游戏平台上（游戏主机、PC 端和移动设备）购买实体光盘或数字版本的初始游戏，获得游戏许可。此外，还包括了游戏未来的和修复和内容更新，以及通过托管服务实现的在线游戏功能。
- 2) 在线服务及其他包括游戏的额外内容，订阅产品以及除游戏销售和免费游戏之外的其他收入。额外内容主要包括可下载内容（DLC）和终极队伍模式（Ultimate Team）等，是目前 EA 盈利的重要驱动因素。订阅产品主要包括 EA Play 和 EA Play Pro，允许玩家每年支付一定的费用，在平台上免费游玩提供的所有游戏。

在线服务游戏业务驱动因素之一是“终极队伍模式”，应用于《麦登橄榄球》、《FIFA》和《Apex 英雄》。2010 年，时任 EA Sports 的副总裁的安德鲁为《麦登橄榄球》推出了“终极队伍”的游戏模式。玩家需要抽卡取得球员组建队伍，球员根据名气和赛场表现分为普通到传奇共六类。终极队伍模式允许玩家在游戏中选择现役和退役职业球员，组建个性化球队参加比赛，目前适用于《FIFA》《麦登橄榄球》《Apex 英雄》等游戏。终极队伍模式收入及其占比持续增长，2017-2021 财年由 7.8 亿美元上升到 16.2 亿美元，占比由 16% 上升到 29%。其中，《FIFA》和《麦登橄榄球》系列终极队伍模式营收均持续增长，占相应游戏营收的占比基本超过 70%。

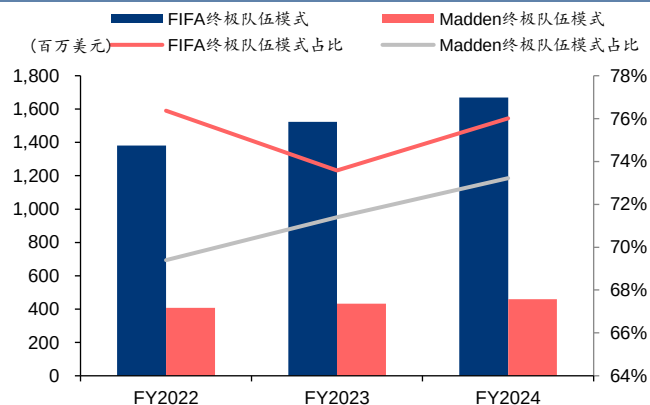
在线服务游戏业务另一驱动因素是 DLC，典型代表是《模拟人生》。DLC 游戏可分为两类：一是玩家付费购买游戏主体，然后以较少的价格购买少量 DLC，通常数量不超过 5 个，主要是为了增加新篇章或道具以丰富游戏体验；二是游戏主体价格较低甚至免费，但推出十几个 DLC 总价值达几千元，远远超过游戏主体的价格。以《模拟人生》为例，主体游戏可玩性较低，只能简单体验角色的生活，购买 DLC 后可玩性大幅增加，新增职业、时间流逝、节日等元素，玩家可体验到更真实的生活模式。因此玩家在购入游戏主体后至少会购入 1-2 个 DLC。尽管《模拟人生 4》于 2014 年发布，但通过频繁更新 DLC 依旧保持活力。

图表33：2017-2021 财年 EA 终极队伍模式营收及占比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表34：2022-2024 财年 EA 2 款长青 IP 终极队伍模式营收及占比



资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

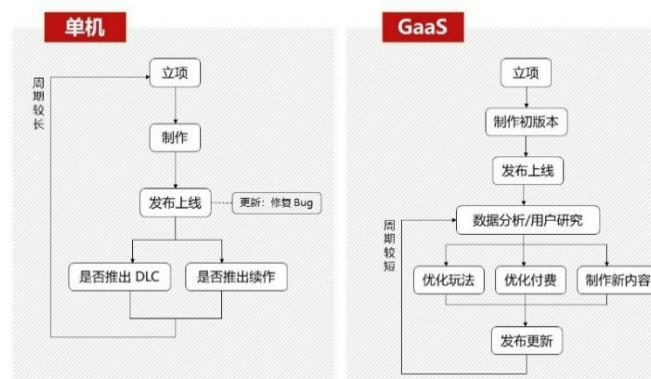
在线服务游戏带来更高的利润和持续盈利能力，但需要长期运营和更新以保持玩家活跃。在线服务游戏改变了以往单机游戏一次性购买的特点，转变为持续提供服务满足玩家需求的游戏模式。主机和 PC 游戏长期采用传统的单机购买模式，在线服务模式的出现构成了重大冲击。在盈利能力方面，在线服务模式相较于单机游戏更强。根据育碧公司 2018 年报显示，单机模式在发布第二年的利润是第一年的 13%，而在线服务模式能够达到 52%，是单机模式的 4 倍，具有更强的持续盈利能力。在游戏开发方面，单机游戏在研发期投入大量的人力成本和长时间的开发周期，但后续的维护和更新相对较少，不需要大量的运营人员。而在线服务模式的游戏上线后需要长线运营，持续更新和优化游戏内容和玩法以激发玩家活跃度，因此需要大量的运营人员来维护游戏的持续发展。

图表35：单机游戏和在线服务游戏的利润对比



资料来源：育碧年度报告，华泰研究

图表36：单机游戏和在线服务游戏开发模式对比



资料来源：IGN 中国，华泰研究

在线服务模式成功平衡了游戏厂商的成本和利润，成为行业公认的趋势。早期游戏工作室开发完整游戏的成本相对较低，人力和时间成本都相对可控。然而，随着玩家追求更精美的游戏画面和更优质的玩法，游戏开发成本大幅增加，同时游戏厂商无法将游戏定价过高，因为玩家难以在未体验游戏的情况下愿意高价购买。因此，在线服务模式能够平衡游戏厂商的成本和利润，在游戏上线后通过较低成本的运营和更新持续获得收入。EA 作为游戏大厂，应用和开发了不少创新的能够持续盈利的商业模式，比如 EA Sports 的年货游戏，以及终极队伍的抽卡模式，同时保证了游戏出品的频率和质量。在线服务模式作为公认的游戏行业未来发展方向，EA 也将继续在其在线服务游戏业务上深耕。

图表37： 开发在线服务游戏的优势和挑战

好处	挑战
❖ 初版本开发工作量相对较小	❖ 结果两极化，一旦失败损失惨重
❖ 如果游戏上线后发现问题或 Bug，更容易进行修正	❖ 寡头化严重，竞争激烈，同一赛道只能活少数几款产品
❖ 利润空间极大，成功产品能长期贡献稳定的高收入	❖ 需要以较高的频率不断推出新内容
❖ 拥有更高的用户粘性，利于打造 IP 或开发衍生品	❖ 需要时刻维护产品稳定和玩家关系，任何失误都可能造成玩家大范围流失

资料来源：IGN 中国，华泰研究

收购策略：贯穿业务布局始终，布局游戏全产业链和新兴领域

收购是 EA 始终贯穿的发展策略，布局游戏全产业链和新兴领域。由于游戏开发需要创意和较长周期，自研游戏的风险较大，因此规模较大的游戏公司都会选择收购优质工作室来扩展自己的游戏产品体系，过往已经成功的游戏则会发布续作。收购优质工作室是大型游戏公司主要的发展策略。EA 的收购策略主要有三个方向，对 IP、游戏开发商和游戏发行商的收购，形成全产业链的发展模式。随着移动游戏和社交网络游戏的快速崛起，EA 通过收购迅速切入新市场，降低开发成本和风险。

图表38： EA 收购的公司布局游戏全产业链和新兴领域



资料来源：公司公告，华泰研究

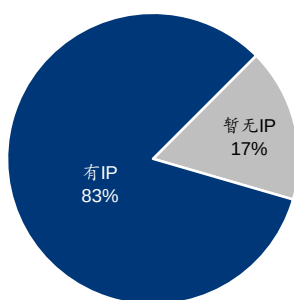
EA 积极调整收购政策不断适应内外部环境变化。EA 在第二任 CEO 普罗布斯特斯的带领下，借助收购开启快速扩张之路，积累了大量的知名 IP 和优质游戏开发商，同时收购部分下游分销商，初步形成全产业链的模式。但激进的收购导致 EA 内部管理策略出现一定的局限性，叠加 2008 年经济危机，EA 开始积极调整策略以应对内外部的困境。一是修复与玩家的关系，全面撤下游戏的内购系统，重估和调整游戏收费设计；二是优化管理策略，给予被收购工作室更大的自主权和创作自由，并推出“Original”计划扶持有潜力的独立游戏工作室，而不是直接进行收购；三是调整收购方向，早期集中于视频游戏开发领域迅速扩大游戏产品线，后期转向移动游戏开发领域，加快新兴领域布局；四是放缓收购节奏，2008 年以后收购节奏明显放缓，1992-2007 年平均每年收购 1.9 家公司，2008-2024 年平均每年收购 1.1 家。

核心看点：长青 IP 为基，拓展社区长期潜力

优质 IP 铸就营收基石，护航公司长远稳健发展

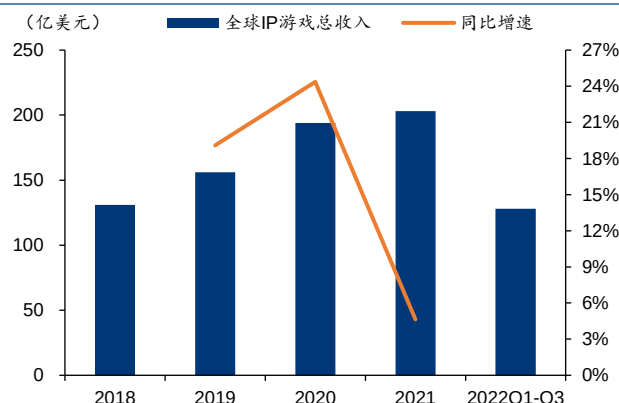
优质的 IP 是游戏公司保持竞争力和长期发展的基石，全球 IP 游戏收入持续增长。IP 指的是来自电影、小说等领域中的独特故事、角色和价值观。根据 Sensor Tower 的数据，全球 IP 游戏总收入一直保持增长趋势，2018-2021 年实现 CAGR+14% 的增长。在游戏开发产业链中，IP 是游戏的开端和基础，开发商在 IP 的基础上构建游戏的玩法和剧情，吸引大量原 IP 的粉丝转化为游戏玩家。相较于没有 IP 的游戏，IP 游戏天然获得了一定的流量和玩家黏性，还可以降低玩家的学习成本，让玩家更快适应游戏玩法和设定。据伽马数据统计，2023 年头部热门主机游戏中 83% 拥有 IP。

图表39：2023 年主机游戏热度榜 TOP100 IP 拥有情况



资料来源：伽马数据，华泰研究

图表40：2018-2022 年全球 IP 游戏总收入及同比增速

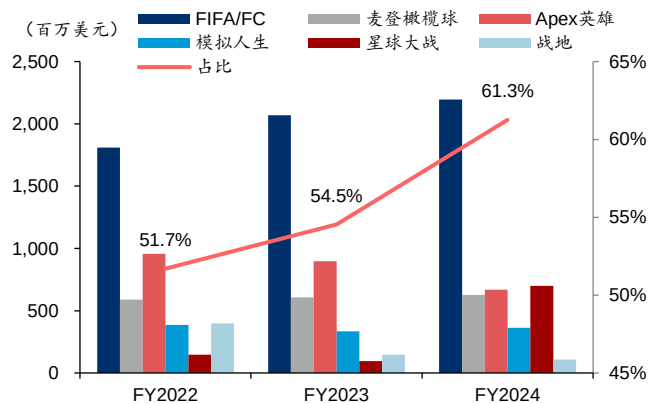


资料来源：Sensor Tower，华泰研究

EA 的长青 IP 成功创造大量营收，保障公司长远稳健发展。EA 通过授权和收购等方式获得了多个经典体育赛事和电影 IP，且大部分收入集中在少数热门 IP，主要包括《FIFA》/《FC》、《麦登橄榄球》、《Apex 英雄》、《模拟人生》、《星球大战》和《战地》等 6 款长青 IP。2022-2024 财年，这 6 款 IP 营收占当年公司总营收的比例由 51.7% 上升至 61.3%。其中，《FIFA》/《FC》营收由 18.1 亿增至 21.9 亿，占比由 24.1% 上升至 29.5%；由于《绝地：幸存者》的强劲势头，推动《星球大战》营收高速增长；由于玩家参与度下降等原因，《Apex 英雄》营收连续下滑。

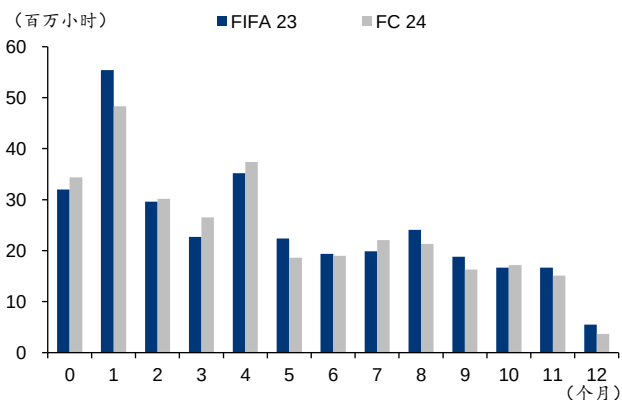
EA 热门体育 IP 《FIFA》历史成绩突出，新品牌《FC》依然具有强劲增长动力。1993 年，EA 从国际足球联合会(FIFA)获得授权，推出的《FIFA 国际足球》(FIFA International Soccer)成为整个系列的开山之作。2022 年 5 月，由于新的十年合同的授权费用将高达 25 亿美元，EA 宣布和国际足联 FIFA 长达近三十年的合作结束。《FIFA 23》作为承载“FIFA”之名的最后一代作品，2023 财年主机端、移动端和 PC 端的净预订量均实现了两位数的增长，成为该系列历史上最畅销的游戏。EA 新的足球系列游戏品牌更换为《EA SPORTS FC》。并于 2023 年 9 月推出《FC 24》，新品牌发布后的一年内数亿玩家游戏总时长超 80 亿小时。与 2023 财年相比，2024 财年《FC》营收达 21.9 亿，占总营收的 29.5%，增速由 14.4% 下降至 6.1%。据海外知名直播平台 Twitch 的统计数据显示，《FC 24》发布的当月 Twitch 平台用户观看时长为 3440 万小时，较《FIFA 23》高出 7.5 个百分点；而发布的一年内累计观看时长为 3.1 亿小时，低于《FIFA 23》2.6 个百分点。2024 年 9 月，EA 推出《FC 25》，全新的 Rush 模式彻底颠覆足球的传统规则，首次引入社交游戏体验，玩家可以与好友组队体验快节奏的 5v5 比赛。在品牌重塑之后，得益于较高的用户留存率和用户参与度，EA 的足球游戏业务虽面临压力但依然具有强劲的增长动力。据 Newzoo 统计，2024 年上半年《FC 24》累计收入位居前十 PC 和主机游戏榜单的第二，2024 年第三季度《FC 25》位居前十 PC 和主机游戏榜单的第二。

图表41：2022-2024 财年 6 款长青 IP 营收及占比



资料来源：Visible Alpha, 华泰研究

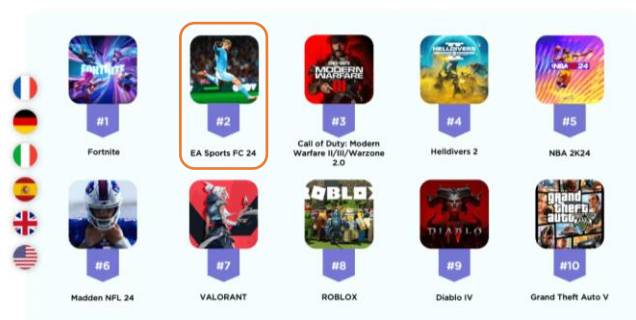
图表42：《FIFA 23》和《FC 24》发布后一年内 Twitch 观看小时数



资料来源：Twitch, Statista, 华泰研究

图表43：2024H1 PC 和主机游戏累计收入 TOP10 榜单

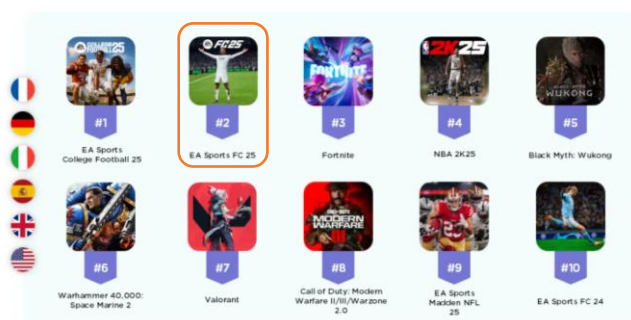
Top 10 PC & console games by cumulative revenue in H1 2024



资料来源：Newzoo, 华泰研究

图表44：2024Q3 PC 和主机游戏累计收入 TOP10 榜单

Top 10 PC & console games by cumulative revenue in Q3 2024



资料来源：Newzoo, 华泰研究

一系列重磅新产品即将发布，有望引领业绩上升。《双影奇境》《滑板》等重磅产品即将发布，EA 的产品组合有望释放增长潜力，引领业绩上升。

- 1) **《双影奇境》**：《双人成行》开发商 Hazelight 和 EA Originals 将于 2025 年 3 月 6 日推出双人合作动作冒险游戏新作《双影奇境 (Split Fiction)》。新作不仅继承了《双人成行》的成功元素，如分屏合作玩法和跨平台游戏功能，还在游戏机制、叙事风格和视觉效果上进行了全方位的创新和升级。这款游戏的推出，我们预计将进一步巩固 EA 在动作冒险游戏领域的领导地位，并为公司带来新的增长动力。
- 2) **《滑板》**：开发商 Full Circle 将《滑板》重新打造为一个真正由社区驱动的平台，超越了传统的滑板游戏。为了进一步提升游戏品质并收集玩家反馈，EA 启动了“Skate Insider 游玩测试”项目，截至 2024 年 8 月已有数万名玩家参与 PC 平台测试，主机平台测试也在 2024 年秋季启动。2025 年，这款游戏将于年初以抢先体验的形式上线，并建立一个全新的大型在线社区。
- 3) **《战地》**：目前，EA 正在积极开发新的《战地》游戏，由 DICE、Criterion、EA Motive、Riffle Effect 四个工作室联合开发，这也是该系列历史上最强大的开发团队。新作将构建一个以现代背景为基础的互联宇宙，融合了《战地》系列的多样化体验，并深深植根于该系列的独特 DNA 之中。EA 内部团队已经对这款游戏进行了一年多的测试，并计划于 2025 年初推出全新的、社区驱动的大规模玩家测试，结合玩家反馈和意见进一步优化和改进，EA 表示对《战地》系列的新作充满信心。
- 4) **《模拟人生》**：自《模拟人生》首次推出以来已达 25 年，是模拟游戏的经典热门 IP 之一。EA 将颠覆以往用新版替换旧版的续作模式，将《模拟人生 4》、《Project Rene》、《MySims》、《Project Stories》这四款游戏整合为一个庞大的《模拟人生》平台，提供更多的游戏体验、更多的创意选择和更多的社交方式，打造一个内容更为丰富、互动性更强的游戏宇宙。CEO 安德鲁在 4QFY24 业绩会上表示，25 财年将推出超过 15 项 DLC，EA 将持续更新产品的核心技术基础，使《模拟人生》系列成为 EA 未来增长战略的基础。

庞大社区蕴藏增长潜力，解锁游戏之外的新商机

我们认为 EA 围绕社区的战略目标分为三步：1) 在具备长青精品 IP 和庞大用户群的基础上，建立在线游戏社区；2) 不断丰富游戏内容方便玩家更好地进行社交互动；3) 利用社区拓展业务边界，推动在线服务和游戏之外业务的发展。

体育、第一人称射击和模拟游戏规模庞大，具备形成社区的潜力。游戏的不断扩展推动了更深层次的社交联系和大规模社区的聚集，这些在线社区有助于产出内容、吸纳用户、留住用户、宣发新品，蕴藏着较大的增长机会。EA 正在建立完善三类游戏的大型在线社区，即体育游戏、第一人称射击游戏和模拟游戏。据 EA 估计，2023 年 7 月至 2024 年 7 月的一年内，体育、第一人称射击以及模拟游戏三大类别在西方游戏市场的规模超过 250 亿美元，其中 TOP3 的游戏 IP 更是占据了市场的主导份额。

建立庞大的在线社区，是 EA 释放未来增长潜力的根本。2024 年，玩家在社交媒体上观看 EA 游戏视频的时间接近 20 亿小时。未来三年内，EA 将拥有 6 个大型在线社区，即 EA Sports FC、美式足球（American Football）、Apex 英雄（Apex Legends）、战地（Battlefield）、模拟人生（The Sims）和滑板（Skate），这些社区将通过游戏、创造、观看和社交释放增长潜力。以《模拟人生》为例，截至 2024 年 8 月该游戏社区的用户数量高达 5 亿。2023 年 8 月至 2024 年 8 月的一年内，《模拟人生 4》游戏时长高达 12 亿小时，在画廊中对其他玩家创作作品的下载量已超过 10 亿次，观看相关内容时间超过 2.1 亿小时，数百万玩家在线社交和互动分享。

图表45：2023 年 7 月-2024 年 7 月三类游戏市场情况



资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

图表46：2025-2027 年 EA 将建立 6 个大型在线社区



资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

在游戏内部利用社区的力量，是 EA 扩大市场和推动增长的核心。EA 通过丰富游戏内容、提供服务和功能来提高留存率和参与度，从而扩大市场和推动增长。具体来看，EA 在游戏内部的重点是发展现有业务，在游戏周围的重点是在现有业务基础上拓展业务。

在游戏之外利用社区的力量，是 EA 发展新业务的机遇。EA 利用其在线游戏社区的力量，提供超越传统游戏界限的更大胆、更创新的体验并创造新业务，打造社交联系和内容创作的未来。以体育游戏为例，EA 在 2024 投资者大会表示，全球体育市场预计在未来 5 年内每年增长超过 6000 亿美元。从受众群体来看，EA Sports 凭借经典体育赛事 IP 拥有超过 2.65 亿的庞大玩家群体，而全球有超过 40 亿体育迷，其中 Z 世代体育迷是虚拟互动体育的主要受众，这一群体数量超过 10 亿且仍在不断增大。EA 的重点是模糊虚拟互动体育与现实世界体育之间的界限，在未来有较大的发展空间。

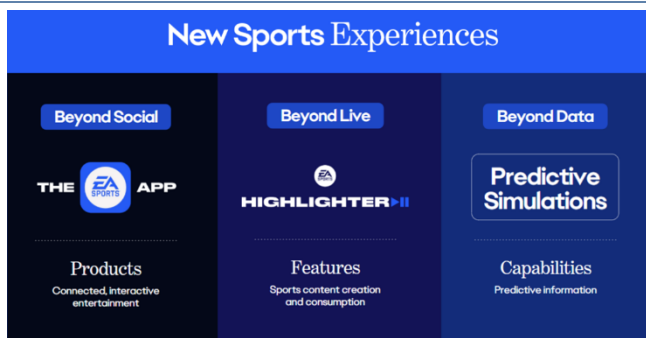
图表47：EA 在体育游戏之外的发展机遇



资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

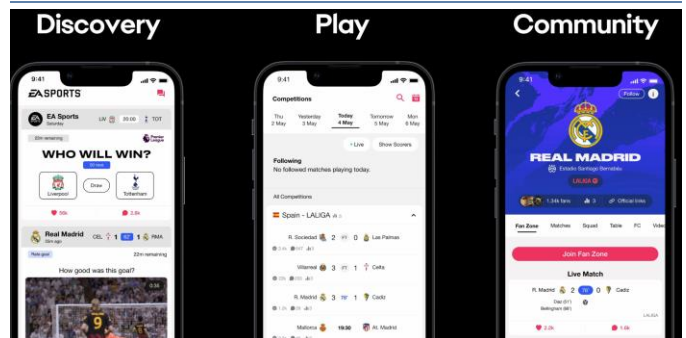
- 1) **推出首款游戏之外的社交驱动型新产品——EA Sports App。**这是一款免费下载的社交驱动型体育 APP，提供体育内容、现场体育数据和互动功能，融合了真实和虚拟的体育内容，主要卖点是与 EA 体育游戏的联系。EA 执行副总裁兼首席体验官大卫表示，该产品帮助 EA 接触到全新的目标用户，即游戏之外的体育迷、以及渴望更多社交互动和随时随地体育体验的新受众。该 APP 将提供三大功能提升用户体验：一是社区功能，用户可以与他人进行社交互动；二是发现功能，用户可以及时了解体育运动的最新消息、统计数据、赛事集锦等资讯；三是游戏功能，用户可以在现场比赛之前、期间和之后参与互动挑战。EA Sports App 将于今年秋天在西班牙发布，最初以全球足球为中心，提供体育内容、实时体育数据、社交消息、互动性、挑战游戏等的组合。

图表48：EA 在体育游戏之外的全新尝试



资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

图表49：EA Sports App 三大功能

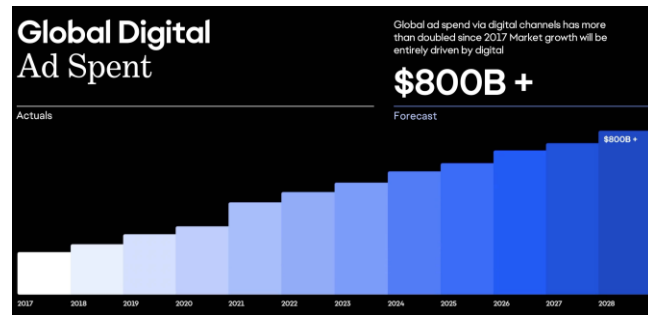


资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

- 2) **发布颠覆体育、内容创作和消费的新功能——EA Sports Highlighter。**近一半的体育视频消费发生在直播之外，即体育赛事集锦。EA 执行副总裁兼首席体验官大卫在 2024 年投资者日上表示，EA 有潜力颠覆体育赛事集锦的形式。从《EA SPORTS FC 25》开始，游戏玩家可以使用新的 EA Sports Highlighter 进行游戏内创作，实现从任何角度观看体育赛事集锦，实现虚拟互动体育与现实世界体育的巧妙融合。此外，EA 还将推出提供预测性数据模型和可视化体验的新功能——Predictive Simulations。

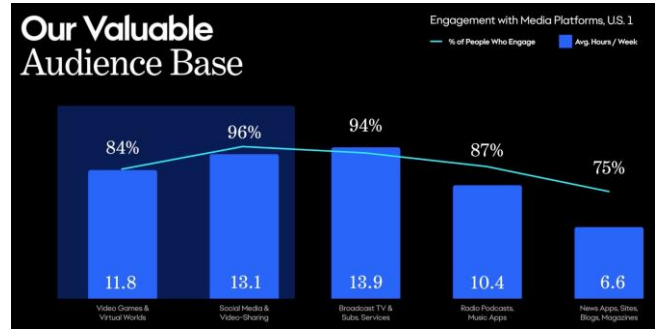
全球数字广告支出持续增长，EA 加快发展广告赞助业务。根据标普全球市场情报的数据，全球数字广告支出呈持续增长趋势，预计到 2028 年将超过 8000 亿美元，2023 年北美、亚太和西欧地区约占 94%。根据 Newzoo 的数据，大量用户在互动娱乐软件上花费大量时间。2023 年，84% 的美国用户参与视频游戏和虚拟世界平台，平均每周花费 11.8 小时。EA 在游戏内部、游戏周边、游戏之外拥有超大规模的用户群体，将凭借这一优势将加快发展广告、赞助、情景商务等业务。EA 计划在 2025 财年将赞助业务整合到 EA Sports App 中，并从 2026 财年开始扩大广告业务。此外，随着 B2B 业务的扩大，EA 积极与全球零售商、联盟、俱乐部和制造商合作，发展情景商务业务。因此，EA Sports App 等平台有望成为品牌与消费者互动的重要渠道，广告赞助业务将为 EA 带来新的收入来源，这种商业模式的转变可能有助于公司在竞争激烈的市场中保持领先地位。

图表50： 2017-2028E 年全球数字广告支出



资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

图表51： EA 发展广告业务有庞大的受众基础



资料来源：EA2024 投资者日，华泰研究

盈利预测和估值

盈利预测

EA 作为全球领先的互动娱乐软件公司，我们认为公司基于一系列优质 IP，在拥有庞大而稳定的用户群基础上，通过持续推动庞大规模的在线社区，有望加速在线服务增长和利润释放，同时经典游戏的持续迭代更新也作为基本盘保障单购收入稳定。我们预计，公司 25-27 财年的净收入分别为 76/80/85 亿美元，同比 0.5%/+5.1%/+6.9%，其中 25 财年处于 2QFY25 财报指引（74-77 亿美元，同比-2.1%至 1.8%）的较高水平。分业务看：

- 1) **单次购买游戏**：该部分营收主要来自公司热门 IP 的买断制游戏销售收入，且占净收入的比例缓慢下降，2021-2024 财年由 28.7%下滑至 24 财年的 26.6%。我们预计，25 财年存量产品增长潜力有限，Visible Alpha 一致预期 6 款长青 IP 收入同比-2.4%，并且《龙腾世纪 4：影障守护者》等新产品销售表现不及预期，单购收入同比将有所下降；26 财年《战地》《Apex 英雄》等存量产品进一步优化，Visible Alpha 一致预期 6 款长青 IP 收入同比+2.5%，并且《双影奇境》《滑板》等重磅新品发布，单购收入有望较大幅度提高；27 财年虽暂未公布重大产品更新规划，但得益于长青 IP 产品的更新迭代，我们预计单购收入有望保持小幅增长。因此，我们预计公司单次购买游戏业务在 25-27 财年的净收入分别为 19/21/21 亿美元，同比-5.1%/+8.0%/+2.9%。
- 2) **在线服务及其他**：该部分营收来自公司游戏机、个人电脑和手机游戏的额外内容销售、许可、订阅和广告等收入，且占净收入的比例缓慢上升，21-24 财年由 71.3%上升至 73.4%。我们认为，得益于终极队伍模式、DLC 两大驱动因素以及未来三年内建成 6 个大型在线社区的战略目标，在线服务及其他业务将继续对公司营收产生重大影响，通过游戏、创造、观看和社交有望释放增长潜力。因此，我们预计公司在线服务及其他业务在 25-27 财年净收入分别为 57/59/64 亿美元，同比+2.6%/+4.1%/+8.3%。

利润端我们认为，随着公司在线社区战略目标的不断推进和游戏之外增长潜力的不断释放，有望持续扩大经营杠杆并推动三项费用率下行。25-27 财年，我们预计公司研发费用率分别为 33.5%/33.0%/32.7%，销售费用率分别为 13.4%/13.3%/13.0%，管理费用率分别为 10.2%/9.9%/9.4%；毛利润分别为 61/64/68 亿美元，对应 GPM 分别为 79.6%/80.0%/79.6%，其中 25 财年处于 2QFY25 财报预期（59-61 亿美元）的较高水平；经营利润分别为 15/18/20 亿美元，对应 OPM 分别为 20.0%/22.5%/23.9%，其中 25 财年处于 2QFY25 财报预期（14-16 亿美元）的中值水平；净利润分别为 12/15/16 亿美元，对应 NPM 分别为 15.2%/19.2%/19.2%，其中 25 财年处于 2QFY25 财报预期（10-12 亿美元）的较高水平。

图表52：盈利预测

单位：百万美元	FY2022A	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
净收入	6,991	7,426	7,562	7,602	7,991	8,544
YOY	24.4%	6.2%	1.8%	0.5%	5.1%	6.9%
Full game	1,993	1,937	2,015	1,913	2,065	2,125
YOY	23.6%	-2.8%	4.0%	-5.1%	8.0%	2.9%
Live services and other	4,998	5,489	5,547	5,689	5,925	6,418
YOY	24.5%	9.8%	1.1%	2.6%	4.1%	8.3%
毛利润	5,132	5,634	5,852	6,052	6,390	6,804
毛利率	73.4%	75.9%	77.4%	79.6%	80.0%	79.6%
研发费用	2,186	2,328	2,420	2,549	2,640	2,791
研发费用率	31.3%	31.3%	32.0%	33.5%	33.0%	32.7%
销售费用	961	978	1,019	1,019	1,066	1,112
销售费用率	13.7%	13.2%	13.5%	13.4%	13.3%	13.0%
管理费用	673	727	691	777	795	802
管理费用率	9.6%	9.8%	9.1%	10.2%	9.9%	9.4%
无形资产摊销与减值费用	183	158	142	124	89	57
重组费用	0	111	62	60	-	-
经营利润	1,129	1,332	1,518	1,523	1,801	2,041
经营利润率	16.1%	17.9%	20.1%	20.0%	22.5%	23.9%
净利润	789	802	1,273	1,155	1,535	1,638
净利润率	11.3%	10.8%	16.8%	15.2%	19.2%	19.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

估值

采用相对估值法，我们选取了 9 家游戏公司作为比较对象：腾讯、网易属综合游戏巨头；Take-Two、Roblox 与公司的市值及综合业务模式较为接近；任天堂与公司的主机端业务可比；育碧、CD Projekt、Embracer Group 与公司的主机/PC 端业务可比；Playtika 与公司的移动端业务可比。参考可比公司 2025 年平均 PE 为 29.9 倍，考虑到公司自身经营稳定，给予公司 2026 财年目标 PE 30x，对应目标价 177.1 美元，给予“买入”评级。

图表53： PE 估值

估值方法	PE
目标估值倍数 (x)	30.0
FY2026E 利润 (亿美元)	15.3
总估值 (亿美元)	460.4
稀释后股份数量 (亿)	2.6
每股估值 (美元)	177.1

资料来源：华泰研究预测

图表54： 可比公司估值表

公司代码	公司简称	交易货币	市值 (亿元, 当地货币)	P/E			P/S		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
700 HK	腾讯	HKD	511.5	20.9	18.7	16.4	6.2	5.6	5.2
9999 HK	网易	HKD	151.9	14.5	13.6	12.5	4.0	3.8	3.5
TTWO US	Take-Two	USD	213.5	33.5	24.0	21.3	5.0	4.5	4.5
RBLX US	Roblox	USD	61.2	52.2	39.5	31.2	8.2	7.0	6.1
7974_JP	任天堂	JPY	10,895.0	35.0	27.6	22.2	7.2	6.1	5.5
UBI FR	育碧	EUR	12.2	70.5	19.9	13.8	0.9	0.9	0.9
7CD PL	CD Projekt	PLN	222.7	78.9	33.8	22.2	27.6	12.9	9.3
EMBRACB SE	Embracer Group	SEK	108.4	5.5	5.2	6.6	0.5	0.5	0.8
PLTK IL	Playtika	USD	4.0	7.4	6.5	5.8	0.5	0.5	0.5
均值				29.9	21.0	16.9	6.7	4.6	4.0
中值				33.5	19.9	16.4	5.0	4.5	4.5

注：1) 数据截至 2025 年 3 月 23 日；2) PE 均值计算不包括大于 75x 数字，PS 均值计算不包括大于 20x 数字；3) Take-Two、Embracer Group、育碧的会计年度为当年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，因此 2025/2026/2027 年预测数据对应 2026/2027/2028 财年预测数据

资料来源：Visible Alpha 一致预期，华泰研究预测

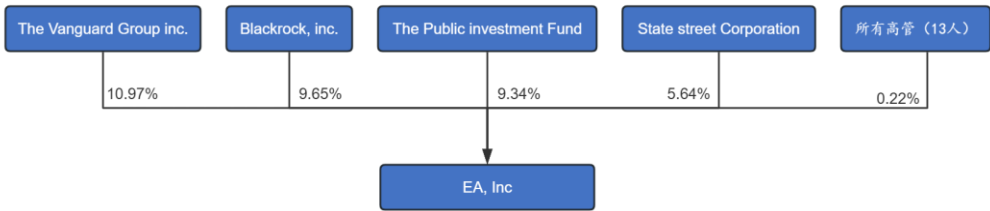
风险提示

- 1) 经济复苏不及预期，玩家购买意愿减弱。当经济复苏不及预期时，玩家在游戏上的投入和时间减少，市场面临增长放缓风险；
- 2) 市场竞争加剧，盈利承压。游戏开发市场参与者众多，竞争对手多被科技大厂收购或投资，竞争压力加剧；
- 3) 游戏表现不及预期。新游戏不及市场预期，热门游戏受到负面影响或对财务造成压力；
- 4) 依赖第三方游戏机，受主机市场影响。游戏机供应不足或市场放缓将直接影响公司盈利。

附录

股权结构

图表55：EA 股权结构（截至 2024 年 6 月 6 日）



资料来源：公司公告，华泰研究

EA 主要由机构持股，前三大机构股东为先锋领航集团（The Vanguard Group inc.）、贝莱德集团（Blackrock, inc.）、沙特阿拉伯公共投资基金（The Public investment Fund），管理层仅持股仅为 0.22%。其中，先锋领航集团和贝莱德集团常年为 EA 的前两大股东，沙特阿拉伯投资基金从 2019 年开始逐渐增加投资份额。

图表56：2019-2024 年前六大股东占比变化（截至年末）

公司名称	2019	2020	2021	2022	2023	2024
The Vanguard Group, Inc.	7.73	7.72	7.66	7.93	9.45	11.04
BlackRock, Inc.	6.51	7.93	8.32	8.98	9.53	10.88
The Public Investment Fund	-	2.56	5.02	5.8	9.22	9.46
State Street Global Advisors, Inc.	4.54	5.03	5.01	4.58	5.56	5.75
Capital Research and Management Company	0.95	2.24	2.50	2.58	2.05	4.64
Geode Capital Management, LLC	1.52	1.72	1.77	2.08	2.29	2.54

资料来源：Capital IQ，华泰研究

管理团队

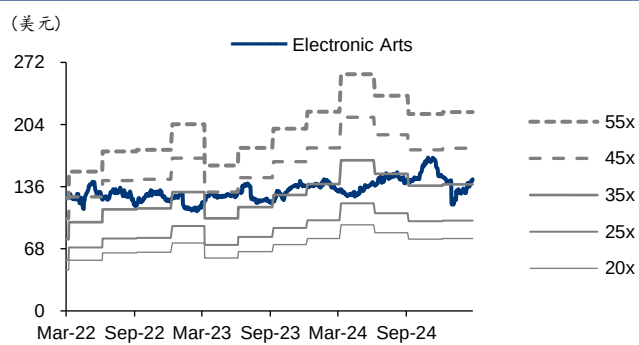
EA 的管理团队基本都在公司内部工作多年，对 EA 的运作模式和游戏运营非常熟悉。

图表57：EA 管理层

姓名	职务	年龄	性别	加入时间	介绍
Andrew Wilson	首席执行官,董事,董事会主席	49	男	2000	2011 年 8 月至 2013 年 9 月担任 EA Sports 执行副总裁，于 2013 年 9 月起担任 CEO 和董事
Stuart Canfield	执行副总裁,首席财务官	45	男	2003	2018 年 6 月至 2021 年 9 月担任财务高级副总裁兼企业与全球工作室负责人,2021 年 10 月至 2023 年 2 月全球财务规划与分析主管，2023 年 3 月至 2023 年 6 月担任企业财务和投资者关系高级副总裁兼财务高级副总裁
Laura Miele	EA Entertainment 总裁,首席运营官	54	女	1996	2013 年 6 月至 2014 年 6 月担任 EA 星球大战业务总经理，2014 年 6 月至 2016 年 4 月担任美洲出版高级副总裁，2016 年 4 月至 2018 年 4 月担任全球出版执行副总裁
Cam Weber	EA Sports 总裁	-	男	2009	2019 年初至 2010 年任职于 EA Vancouver 经手过多款系列游戏，2011 年任职于 Tiburon 工作室负责 EA Sports 美式足球事业
Mala Singh	首席人力官	53	女	2009	2009 年至 2013 年受雇于 EA, 2011 年至 2013 年担任 EA 人力资源副总裁，2014 年 1 月至 2016 年 10 月担任 Minted, LLC 的首席人力官，2016 年 10 月起重新担任 EA 的首席人力官
Jake Schatz	公司秘书,总法律顾问,首席法务官	55	男	1999	在 EA 法律部门担任多个职位，2006 年至 2014 年担任副总裁，2014 年 6 月起担任 EA 的法律顾问兼公司秘书
Eric Kelly	首席会计官,高级副总裁	52	男	2003	2014 年起担任副总裁兼全球财务总监，2021 年 8 月起担任首席会计官

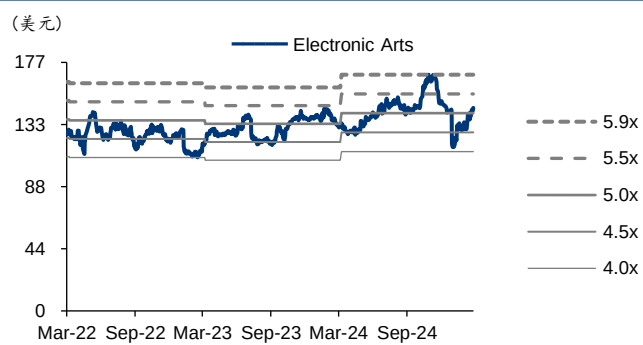
资料来源：公司公告，东方财富 Choice，华泰研究

图表 58: EA PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表 59: EA PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、苏燕妮、詹博，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、苏燕妮、詹博本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司