

证券研究报告 | 公司深度  
信息技术 | 传媒

# 动视暴雪（ATVI.0）：全球游戏龙头 的IP变迁史与元宇宙时代的进击

顾佳

gujia@cmschina.com.cn

S1090513030002

研究助理：陈永晟

chenyongsheng@cmschina.com.cn

CMS  招商证券

2022年6月17日

# 摘要

- 动视暴雪的前身动视公司成立于1979年，延续至今已有43年。现旗下主要有动视（Activision）、暴雪（Blizzard）、国王（King）三个相互独立的业务部门，分别负责公司不同类型的IP及游戏。动视暴雪的旗下IP数量众多，其中《魔兽世界》、《守望先锋》、《使命召唤》、《古惑狼》等经典IP近年来仍在不断推出新的系列作品，展现出持久的影响力和生命力。
- 从业绩端看，动视主要营收来自每年Q4发行的《使命召唤》系列作品。暴雪娱乐主要通过旗下经典IP作品更新版本的方式持续运营。King分部长期为动视暴雪提供着稳定的收入。2021年King的游戏内净预订量同比增长14%，《糖果粉碎传奇》已经连续18个季度成为美国应用商店中收入最高的游戏系列，长期来看依然拥有不俗的吸金能力。
- 纵观动视暴雪的IP变迁史，公司早期在1990s的发展重心围绕招牌游戏建设，通过同领域多IP的打造深化影响力。发展至21世纪初，公司逐渐开始拓宽产品矩阵，推出或收购不同游戏类型，进一步完成用户和体量扩张。2010s，公司应社交网络兴起的浪潮，开始将视线投向免费和移动化游戏。目前，动视已经在《炉石传说》、《使命召唤：移动版》上做出了成功尝试。虽然动视暴雪的工作重心仍然在主机游戏，但公司表示未来将会推出更多手游，并且所有IP都在IP迁移的考虑范围内。我们认为，在元宇宙将近的未来，动视暴雪的IP价值将持续提升，并构筑出独特的新产品。
- 投资建议：结合我们对行业前景和公司基本面的各方面分析，我们预计2022-2024年归母净利润为 28.98/29.35/33.01亿美元，对应PE分别为 19.9/19.7/17.5，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：新产品表现不及预期的风险；新产品进度不及预期的风险；现有产品收入下滑的风险；对公司声誉产生负面影响的诉讼和赔偿风险；人才流失的风险。

# 目录

---

- 一、多年深耕，老牌龙头游戏公司经营稳定
- 二、行业持续扩容，移动化趋势已成主流
- 三、公司核心竞争力拆解：IP运营、产品力及技术力
- 四、新发展阶段的元宇宙展望
- 五、盈利预测与估值
- 六、风险提示

# 目录

---

## 一、多年深耕，老牌龙头游戏公司经营稳定

## 1.1 历史悠久，游戏巨头公司享誉全球

### 动视暴雪发展历史

时间	事件
1979	动视公司成立
1988	动视更名为Mediagenic
1989	Mediagenic与The Disc公司合并，重新更名为动视
1991	暴雪娱乐前身Silicon&Synapse公司成立
1993	Silicon&Synapse工作室更名为暴雪娱乐公司
1994	暴雪娱乐开发并推出角色扮演即时战略游戏魔兽系列第一部《魔兽争霸：人类与兽人》
2003	动视与Infinity Ward共同发布《使命召唤》，该游戏连续11年在美国主机游戏中销量第一
2008	动视与维旺迪游戏宣布合并，更名为动视暴雪公司
2013	动视暴雪向其所有者维旺迪回购股权，正式独立
2015	动视暴雪宣布组成动视暴雪影业，专门生产动视暴雪旗下游戏相关影视作品
2016	动视暴雪收购King
2021	动视暴雪获“2021福布斯全球企业2000强”第506位

- 动视暴雪总部位于美国加利福尼亚州圣莫尼卡，是一家全球领先的互动娱乐内容和服务的开发商和发行商。
- 动视暴雪于2008年由美国主机游戏发行商动视公司合并维旺迪游戏后更名而来。其前身动视公司最早成立于1979年，经过四十多年的历史发展，现旗下主要有动视（Activision）、暴雪（Blizzard）、国王（King）三个相互独立的业务部门，主要通过主机、电脑（PC）和移动设备上开发和分销内容和服务来获取收入，同时还经营电子竞技联盟，并在部分产品内容中提供数字广告。





## 1.2.1 部门独立，打造多平台领先产品

- 动视暴雪通过旗下三个独立的部门运营：Activision、Blizzard 和 King。三个部门产品的发展方向各有侧重，且业务模式存在差异。
- 动视部门和暴雪部门负责开发、生产并发行旗下工作室的游戏产品。其中暴雪娱乐同时负责公司的电子竞技活动，包含大联盟游戏（MLG）和守望先锋电竞联赛。
- 动视暴雪另有两个非报告部门：动视暴雪影业（Activision Blizzard Studios）和动视暴雪发行（Activision Blizzard Distribution）。

动视	暴雪	国王
		
 《使命召唤》  《古惑狼》  《小龙斯派罗》  《托尼霍克》	 《魔兽世界》  《暗黑破坏神》  《守望先锋》  《炉石传说》	 《糖果传奇》  《泡泡魔女传奇》  《农场英雄传奇》
全球领先的交互式软件产品和内容的国际开发商和出版商。通过零售渠道或数字下载开发、营销和销售产品。这些产品主要基于公司内部开发的知识产权，以及一些许可使用的产权。	全球性的在线、PC、主机游戏机、手持、移动和平板电脑游戏开发商和发行商，还维护着专有的在线游戏服务 Battle.net，该服务为创建用户生成的内容、数字发行和所有暴雪游戏的在线社交连接提供便利。	全球领先的移动平台互动娱乐内容和服务开发商和发行商，主要产品为免费游戏。公司也会通过 Facebook 在 PC 平台上分发其内容和服务

资料来源：公司官网，招商证券

## 1.2.2 多IP维持长生命周期运营

- **多元化产品助推IP沿革。**在40年的发展历程中，动视暴雪经历了从传统买断制游戏到免费游戏的漫长IP变迁史。在未来，丰富的IP储备必将成为支撑公司向元宇宙游戏生态转型的中坚力量。
- **延续高产品品质，IP生命力旺盛。**动视暴雪旗下多款热门IP在内容创新、丰富世界观和用户维系方面有不俗的表现，其中《守望先锋》、《使命召唤》、《古惑狼》等经典IP近年来仍在不断推出新的系列作品，展现出持久的影响力和生命力。

	游戏名称	发布	新作	游戏介绍
动视	《使命召唤》系列	2003	2021	FPS单机游戏。系列作品共18部，在各主机、掌机发售
	《古惑狼》系列	1996	2020	ACT单机游戏。系列作品共7部，在主机、掌机和PC端发售
	《小龙斯派罗》	1998	2019	ACT单机游戏。最早在PS1运行，2019年发布NS版
	《只狼：影逝二度》	2019	-	ACT单机游戏。动视负责发行，获TGA2019最佳年度游戏奖
	《托尼·霍克滑板》系列	1999	2020	运动单机游戏。系列作品共5部，在主机和PC端发售
暴雪	《魔兽争霸》系列	1994	2003	即时战略RPG单机游戏。系列作品共3部，在PC端发售
	《魔兽世界》	2004	更新	大型多人在线角色扮演网络游戏
	《暗黑破坏神》系列	1996	2015	RPG游戏。系列作品共3部，在主机、掌机、PC端发售
	《守望先锋》	2016	2019	FPS网络游戏。在PC和主机端发售，获得TGA2016最佳年度游戏和TGA2017最佳持续更新奖
	《星际争霸》	1998	2010	即时战略网络游戏。在PC和NS端发售
	《炉石传说》	2013	更新	策略类卡牌集换类游戏。暴雪首款免费休闲卡牌网游，在移动端和PC端运营，获得TGA2014最佳移动掌机游戏奖
国王	《糖果传奇》系列	2012	更新	微策略消除手游。
	《泡泡魔女传奇2》	2014	更新	泡泡龙休闲手游。
	《农场英雄传奇》	2013	更新	微策略消除手游。

资料来源：公司官网，招商证券

## 1.3 精英管理，精准把控企业方向

- 动视暴雪拥有成熟且优质的管理团队，专注于开发持久的全资特许经营权。公司以持续稳定的运营为后盾，定期更新游戏内容，打造具有全球持续性影响力的IP。精英化管理团队不仅能为公司精准把控技术、经营、法律、全球化方面的发展思路，其多元化的构成与退休军人的身份背景还能够为公司基金会的运营提供助力，通过承担相应社会责任提升商誉与品牌价值。
- 重视产品开发和内容创新。动视暴雪全球共有约9800名员工，其中约68%的人直接从事或支持公司的游戏和技术开发，用优质产品力扩大受众范围、加深消费者参与。

### 动视暴雪主要管理团队

CEO

**Robert A. Kotick**

Kotick自2008年7月开始担任总裁以及首席执行官，同时还是可口可乐公司董事会成员，并在早教中心以及哈佛大学西湖学院担任董事会成员。另外，Kotick先生还是使命召唤养老金的创始人以及董事会联合主席。

COO

**Daniel Alegre**

Alegre自2007年5月开始在动视暴雪董事会任职，同时担任谷歌（Google）总裁，负责全球合作伙伴的业务解决方案。此前他曾担任过Bertelsmann AG的副总裁，负责业务部门的电子商务。

CFO

**Armin Zerza**

Zerza于2015年8月加入Activision Blizzard，自2021年4月起担任首席财务官。在此之前，他担任过公司的首席商务官和首席运营官。Zerza先生在Procter & Gamble拥有超过20年的高级领导经验，服务于北美、欧洲、亚洲和拉丁美洲。

CLO

**Grant Dixon**

Dixon自2021年6月起担任首席法律官。此前他在波音公司的法律部门担任多个职位，包括高级副总裁、总法律顾问和公司秘书。加入波音公司之前，Dixon先生在白宫担任总统的助理法律顾问。

CAO

**Brian Bulatao**

Brian Bulatao自2021年3月起担任公司的首席行政官。在加入公司之前，Bulatao曾担任过副国务卿和CIA的首席运营官。加入CIA之前，Bulatao先生在私人股本和投资公司担任多个领导职位，包括Highlander Partners、麦肯锡的高级顾问。



## 1.4 买断、订阅与内购并存的多样化商业模式

动视暴雪定位游戏开发、出版和经销，为用户提供交互式娱乐内容和服务，主要用于主机、PC和移动设备。用户获取娱乐内容和服务的方式主要有以下三种：

- **高级全游戏买断+内购。**公司提供视频全游戏产品，玩家购买后即可永久体验全部游戏内容。部分产品中具有增强游戏性的游戏内内容，需要单独购买。例如《守望先锋》、《暗黑破坏神2》等。
- **免费游戏+内购。**允许玩家免费下载游戏并参与相关内容，但需要付费才能体验到更多增强游戏性的内容。例如《糖果粉碎》、《使命召唤：移动版》、《炉石传说》等。
- **订阅付费。**玩家订阅服务时长用于持续登录游戏，例如《魔兽世界》。

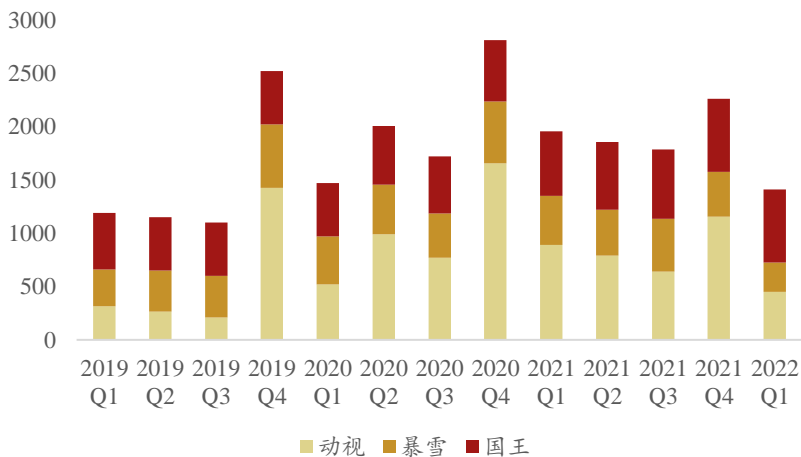
图表：动视暴雪商业模式



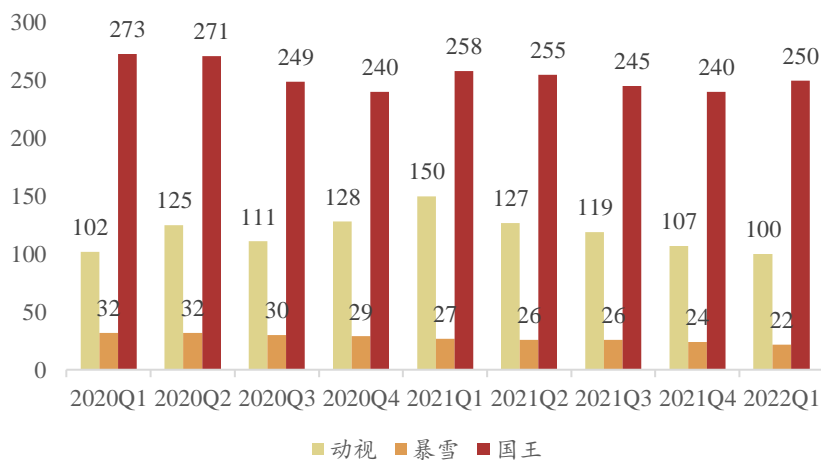
## 1.5.1 分部经营情况存在明显差异

- 各分部经营情况差异较大，符合业务模式特性。从分部营业收入占比来看，动视分部常年为公司提供最高年营收，国王分部的营收随着游戏行业移动化趋势越来越明显而稳中有升。
- 动视公司主要营收来自每年Q4发行的《使命召唤》系列作品。2020年为近几年收入高峰，主要原因是2019年Q4发布的《使命召唤：现代战争》获得了广泛的好销售成果。此外，同期发布的《使命召唤：移动版》也为2020年的营收和MAU贡献了巨大的开服红利。2022Q1，营业收入季度同比下降，主要是由于《使命召唤：先锋》的销售额低于预期。
- 暴雪娱乐主要通过对旗下经典IP作品更新版本的方式持续运营。由于其主要业务在PC和主机平台，相比于移动端游戏本身具有渠道上的劣势，而近几年暴雪娱乐推出的新作也均没能在内容和形式上做出创新，同时受IP本身的生命周期影响，暴雪的MAU呈现季度下滑的趋势。
- King分部长期为动视暴雪提供着稳定的收入。2021年King的游戏内净预订量同比增长14%，得益于最大特许经营游戏《糖果粉碎传奇》增长了20%。《糖果粉碎传奇》已经连续18个季度成为美国应用商店中收入最高的游戏系列，长期来看依然拥有不俗的吸金能力。

图表：动视暴雪分部营业收入（百万美元）



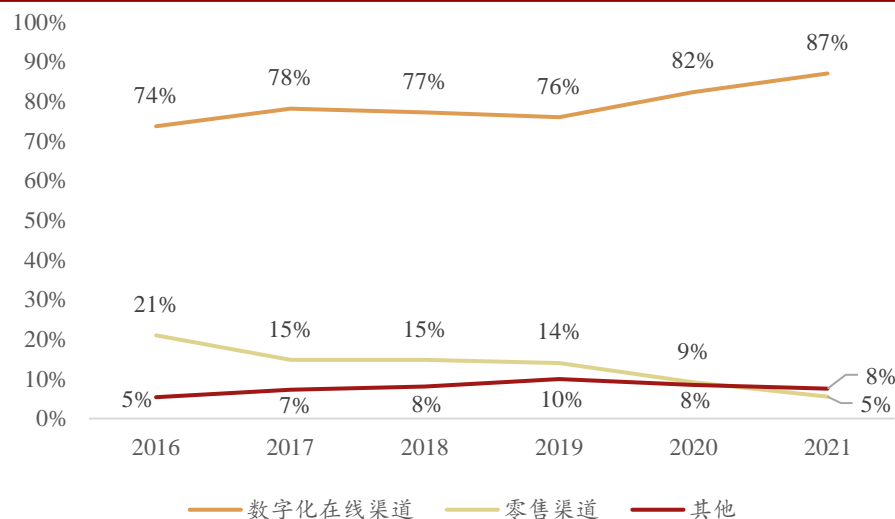
图表：动视暴雪各分部MAU（百万人）



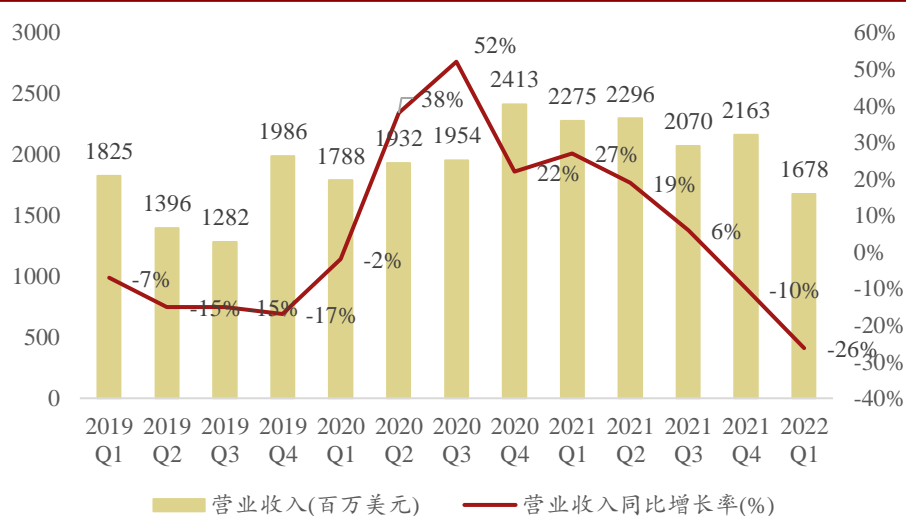
## 1.5.2 在线收入比重加码，营业收入稳定可持续

- **在线营收方式比重持续增加。**公司的商业模式正逐步向更在线的方式转型，预计相关营业收入占比近几年将持续上升。来自“数字在线渠道”的净收入包括来自数字分发的可下载内容、微交易、订阅和产品的收入，以及许可使用费。
- **电竞业务受疫情影响略有下降。**“其他”净营收主要包括分销业务、守望先锋和使命召唤联盟的电竞业务营收。疫情导致的线下观赛障碍略有影响，但总体发展平稳。预计今明两年，随着疫情结束，电竞业务的广告、赞助和版权收入将有所回暖。
- **公司从季节性转变为更一致的经常性和全年收入模式。**得益于King在移动游戏方面的长期优势和公司其他业务部门在移动平台的产品部署，动视暴雪2021年收入同比大幅上涨，收入结构由明显的季度波动向更平稳的收入曲线转变。由于去年发布的《使命召唤：先锋》表现不及预期，2022Q1的营业收入同比下降26%，但公司整体收入水平仍旧稳定可持续。

图表：动视暴雪分渠道营业收入



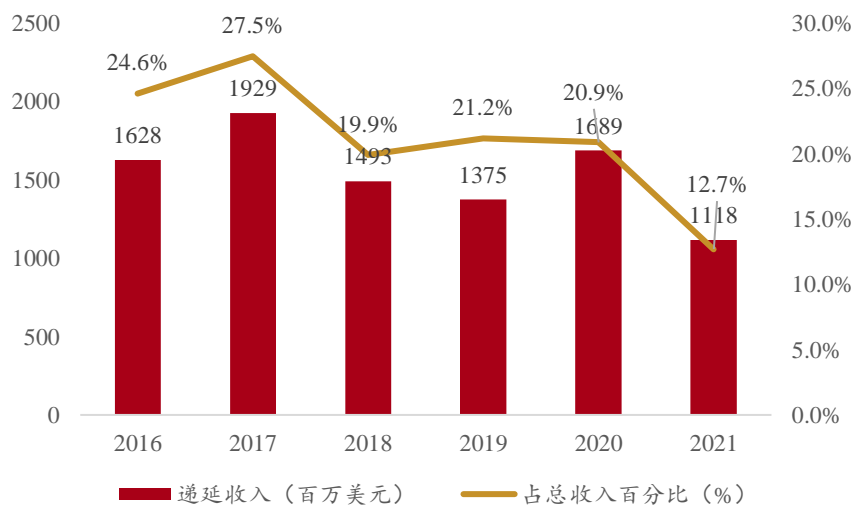
图表：动视暴雪季度营业收入及增长率



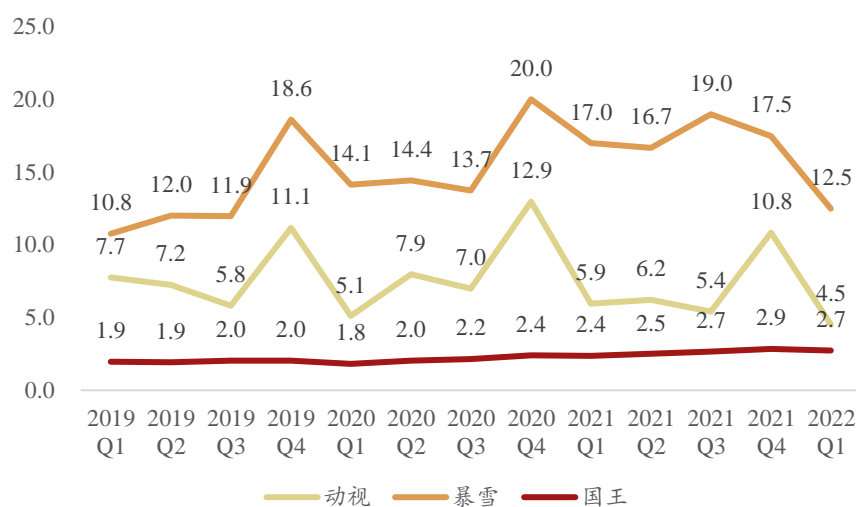
### 1.5.3 游戏IP生命周期仍需新产品扩充

- 递延收入略有下滑，影响系短期因素。2021年公司递延收入为11.18亿美元，占比全年收入的12.7%，相较以往财年有明显下降，可能会影响下一财年的可转化收益，新游戏的业绩表现有较大压力。
- 游戏IP需要进一步维护开发。动视暴雪三个分部2022Q1的ARPU值相较上年均有下降。动视公司方面，《使命召唤：先锋》的溢价销售额低于去年同期和《使命召唤：战区》的参与度降低。《使命召唤》团队已经在第一季度为《先锋》和《战区》提供了大量的游戏玩法改进，并宣布将于年底为《战区》打造具有突破性创新的游戏改版，提升玩家游戏体验，有望使 ARPU 值获得回升。暴雪娱乐将继续致力于开发新的《魔兽》系列游戏产品，以取悦和扩展《魔兽》社区。King分部的 ARPU 同比上年稳中有升，主要是由于 Candy Crush 强劲的运营、有效的用户获取免费内购制游戏经济的持续优化，使 King 的付款人数量再次实现了两位数的同比增长。

图表：动视暴雪递延收入



图表：动视暴雪分部季度ARPU (百万人)



## 1.6 通力合作，打造完整游戏生态链

- 公司拥有稳定的IT服务合作商。其中包括亚马逊的机器学习服务与谷歌的商业云服务。
- 公司拥有众多业内顶尖的运营合作平台。目前，动视暴雪已经与世界级合作伙伴Bilibili、Youtube、IBM、Twitter签订了电竞赛事相关的合作协议，打造了自云计算和人工智能技术支持到赛事组织、联赛制作、平台宣发全方位完善的电竞生态链。
- 公司拥有顶级移动游戏研发伙伴。研发方面，公司与腾讯游戏和网易游戏分别合作开发了《使命召唤手游》和《守望先锋手游》，这两款产品为公司营收带来了新的增长点。
- 公司拥有全平台客户资源。公司主要向主机、PC与移动渠道商提供游戏产品，实现全平台潜在客户群体覆盖。

图表：动视暴雪分渠道营业收入

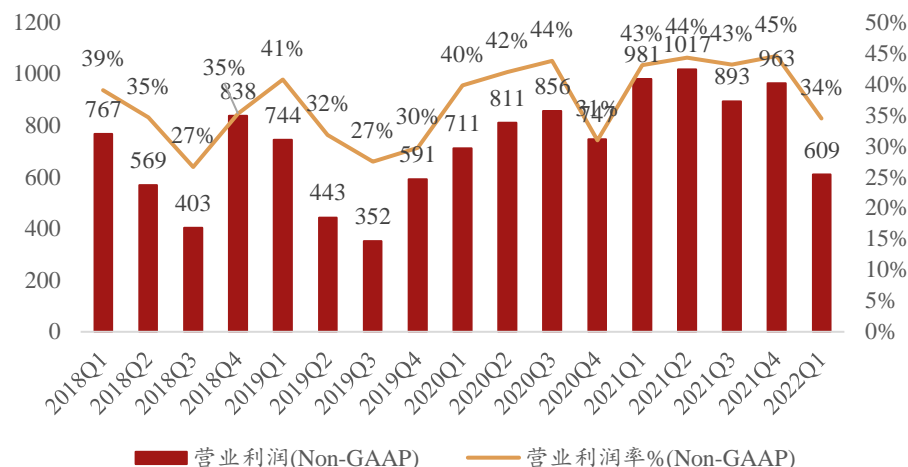




## 1.7.1 产品周期造成利润率波动

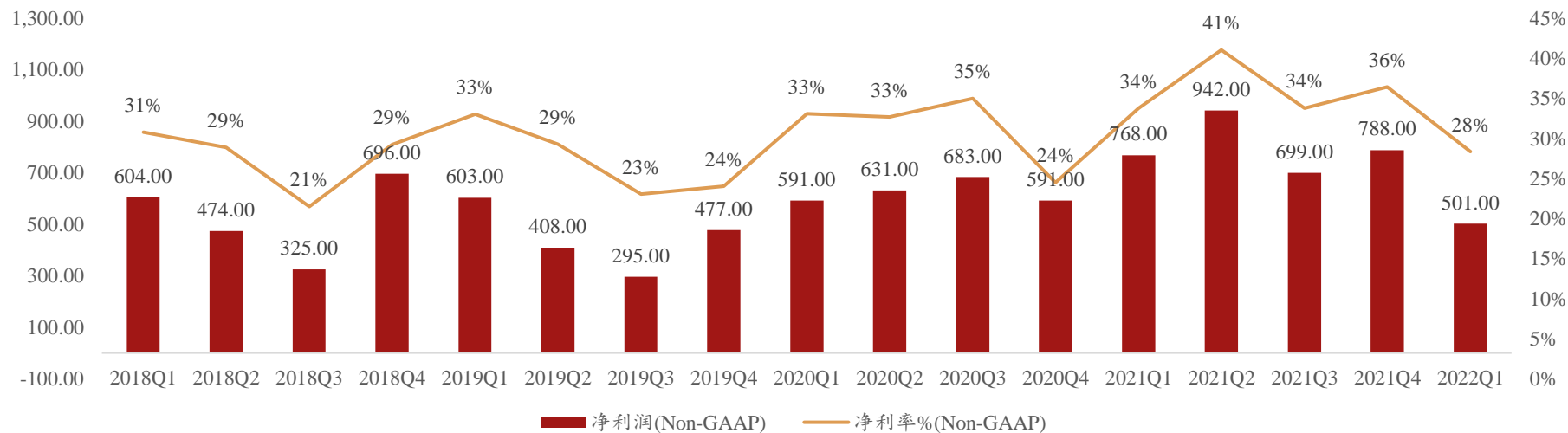
➤ 利润率同比略有下降。自2021年以来，随着各部门IP逐渐向全平台趋势转变，公司的利润率得到明显增长。其中2021Q2的Non-GAAP净利润率创新高达到41%，这主要得益于同年3月发售的《使命召唤：战区》，使得当季度《使命召唤》系列净预订值达到了上年同期的五倍，创造新纪录。2022Q1的Non-GAAP营业利润和净利润率均同比下降，主要原因是《使命召唤：先锋》的溢价销售额低于去年同期，以及《使命召唤：战区》的参与度降低。公司已经在Q1对游戏玩法进行改进，有望在Q2迎来利润回升。

图表：动视暴雪季度营业利润（百万美元）及营业利率



资料来源：公司公告，招商证券

图表：动视暴雪Non-GAAP净利润（百万美元）及Non-GAAP净利率

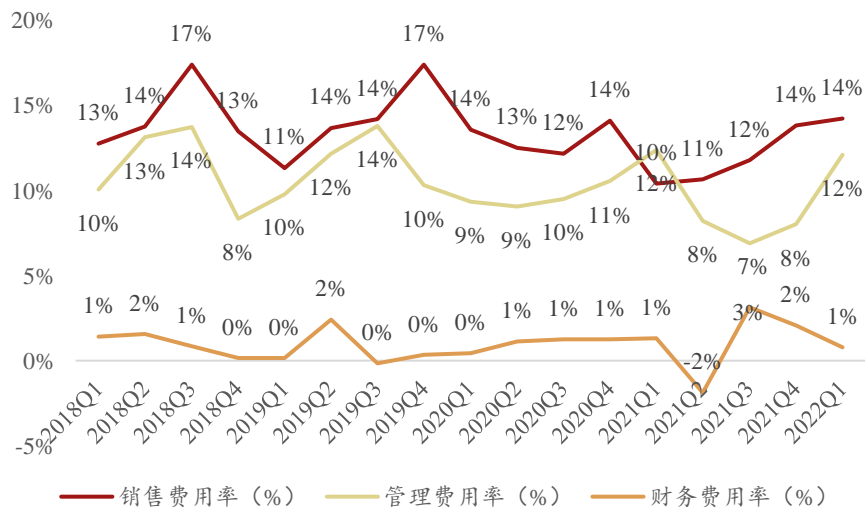


资料来源：公司公告，招商证券

## 1.7.2 各项费用率保持稳定，现金流呈季节性波动

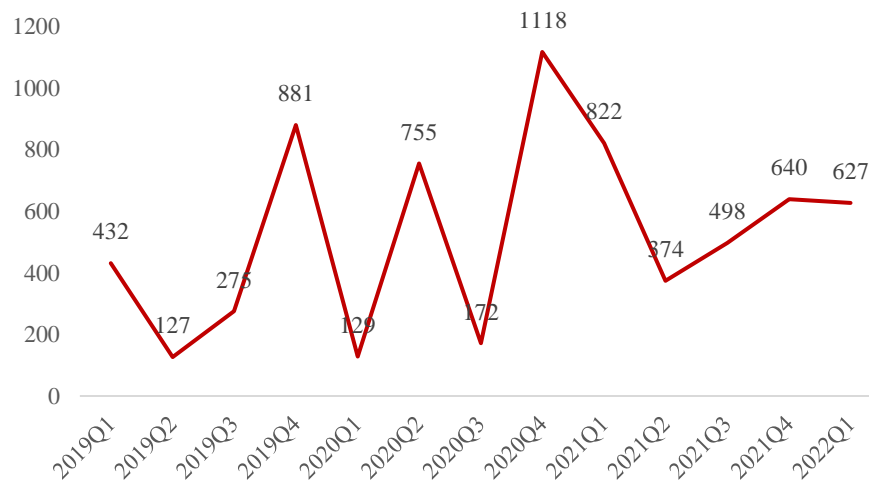
- 期间费用率稳定，现金流量整体呈现季节性波动特征，总体呈良性持续发展。公司的销售费用率长期稳定在10%~17%之间，表明公司获取用户的状况良好可持续，无需通过高额买量增加用户。管理费用呈现下降趋势，表明公司运营情况稳定向好。研发费用长期稳定在15%~20%之间，公司对技术和内容有着持续性的投入，以保持游戏的高产品力。现金流波动模式持续且稳定，波动性主要源于每年Q4发布的标杆产品新作，现金流状况良好。

图表：动视暴雪季度期间费用率



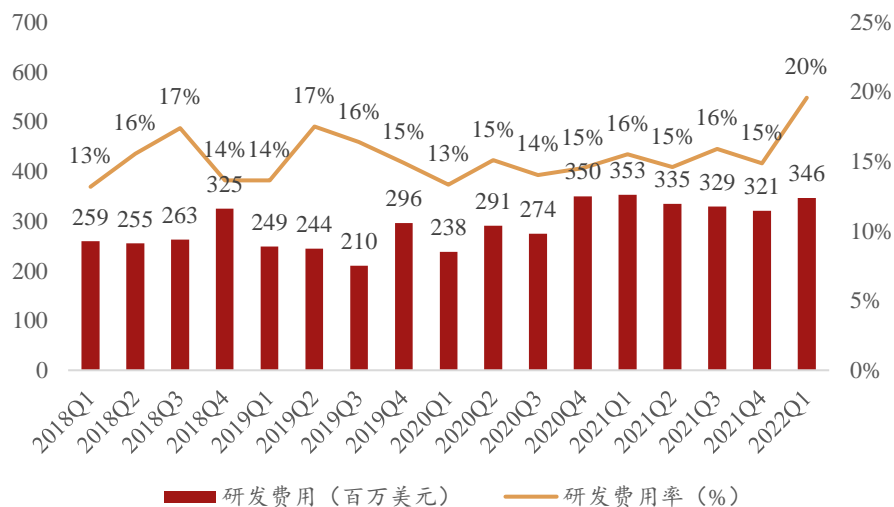
资料来源：公司公告，招商证券

图表：动视暴雪Non-GAAP现金流（百万美元）



资料来源：公司公告，招商证券

图表：动视暴雪季度研发费用及研发费用率

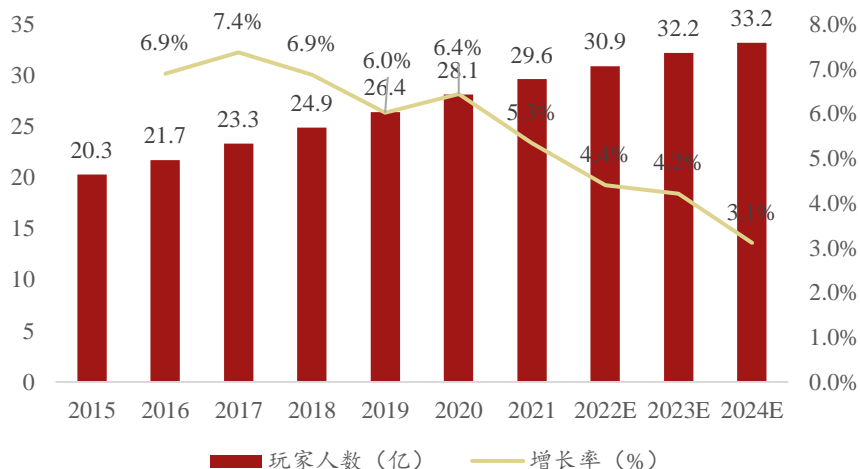


## 二、行业持续扩容，移动化趋势已成主流

## 2.1.1 全球游戏市场持续增长，玩家数量稳定提升

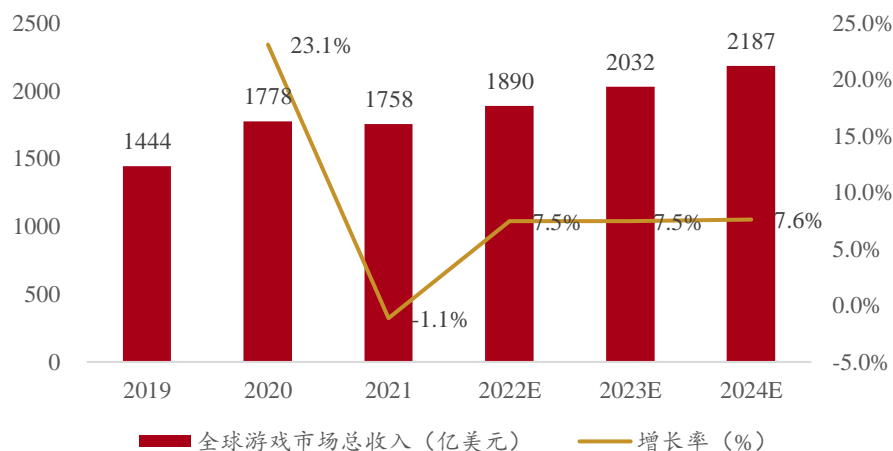
- 全球游戏市场将迎来复苏。2021年整体市场收入较上年略有下降，主要是因为全球新冠疫情极大影响了游戏的开发和发行，导致多款游戏发布推迟。根据Newzoo发布的《2021全球游戏市场报告》，随着疫情影响减弱，游戏市场将迅速自2021年的略微下调中复苏，预计在2023年突破2000亿美元大关，并在2024年达到2187亿美元。
- 玩家总数预计持续增长。近年全球玩家维持增长趋势不变，2021年达到29.6亿人，其中有28亿人通过移动设备玩游戏，PC及主机玩家数分别为14亿及9亿。此外，因全球疫情爆发而增长的游戏玩家将会继续保持这种娱乐休闲形式，为游戏持续消费。未来将不断有更多玩家跨进入游戏市场。

图表：全球玩家数及增长率预测



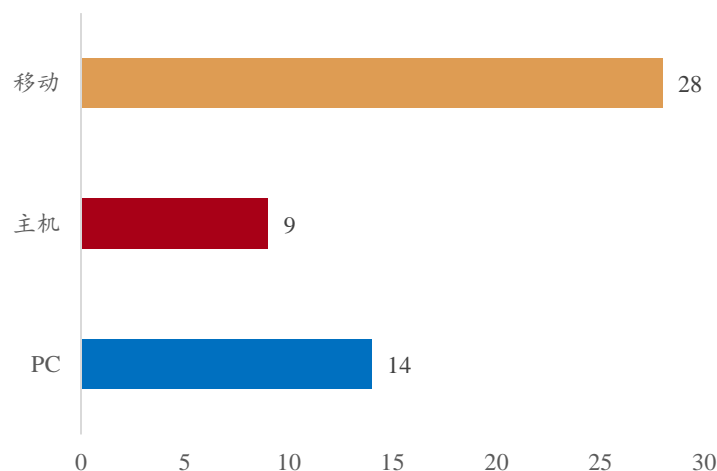
资料来源：Newzoo，招商证券

图表：全球游戏市场总收入及趋势预测（亿美元）



资料来源：Newzoo，招商证券

图表：2021玩家分平台统计（亿人）

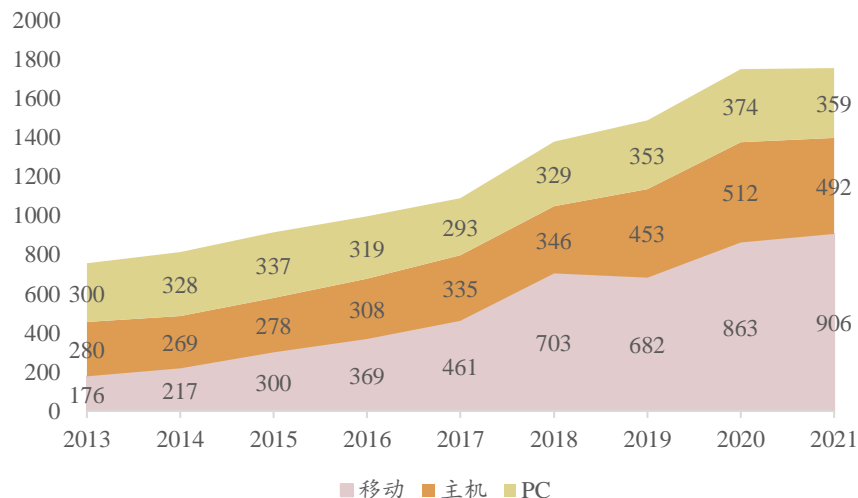


资料来源：Newzoo，招商证券

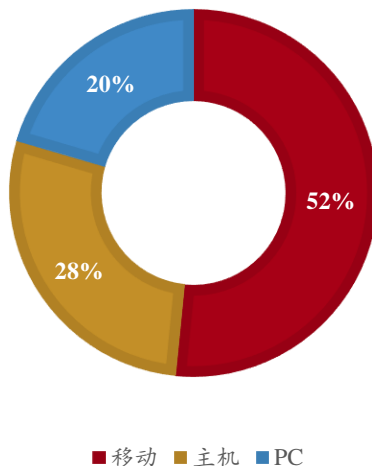
## 2.1.2 移动化趋势成为主流，主机/PC端收入稳定上升

- **移动游戏收入保持增长，将持续超越主机和PC游戏。**移动游戏市场近年持续走高，至2021年已突破900亿美元，同比稳健增长4.4%，占游戏市场总额的52%。不过随着疫情带来的玩家红利消失，我们预计移动游戏市场份额增速将会小幅下降。但随着端游IP向移动设备移植的趋势浪潮，预计未来移动游戏的市场份额占比会不断上升。
- **主机和PC双端有望恢复增长。**主机和PC端市场份额走势总体表现强劲，但其2021年的市场份额均小幅下滑，这是由于主机和PC游戏相较于移动游戏而言，在开发上更加依赖庞大的团队和跨境合作，开发成本更高，因此受到疫情的影响更大。此外，全球半导体供应短缺也对主机和PC的高端硬件供应产生负面冲击。预计今年这两个细分会随着疫情影响减弱重回增长势态。
- **未来游戏市场将被便携手游与高品质主机/PC端游戏瓜分。**移动游戏的便携性与易获得性是重要的竞争优势。而PC和主机端能提供更高的游戏质量，从而获得更高的ARPU值。我们认为未来更便携的手游和更高质量的端游将成为游戏市场的主要构成。

图表：全球游戏不同平台市场份额



图表：2021年全球游戏不同平台市场份额占比

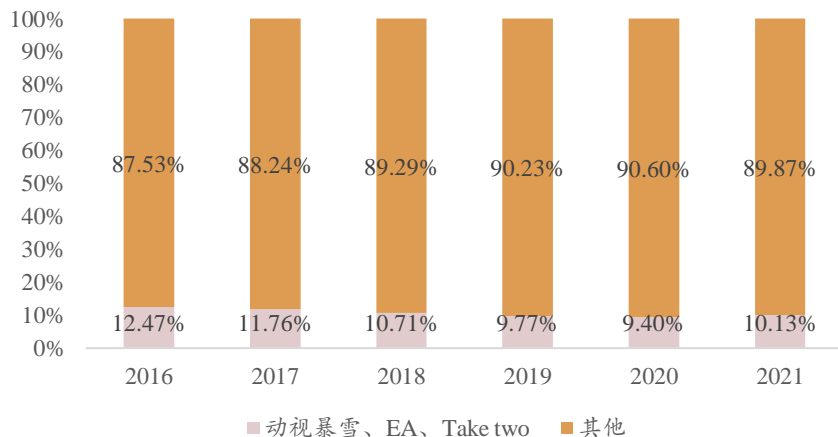




## 2.1.3 亚太地区市场份额领跑，行业维持低集中度

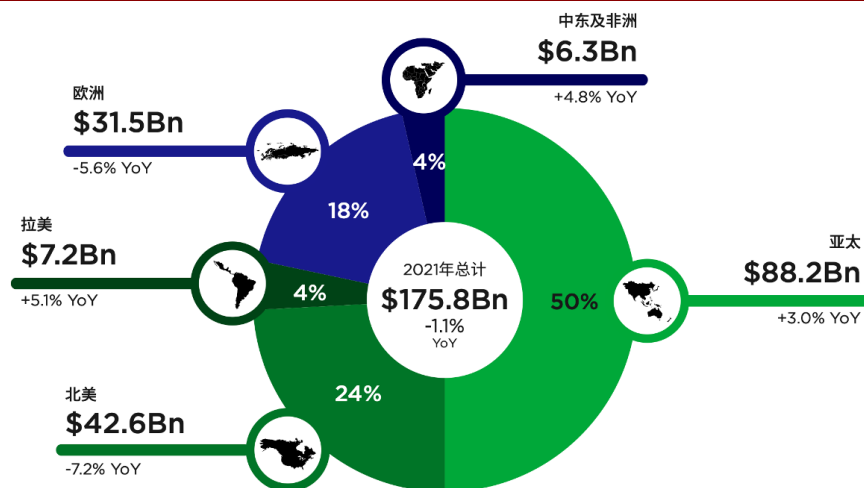
- ▶ 亚太地区维持全球游戏市场份额领跑地位。2021年，亚太地区市场总收入达882亿美元，持续位列全球游戏收入占比地区首位，达全球总规模的50.2%。其中中国市场收入456亿美元，对亚太地区收入贡献最高。北美地区是年全球第二大游戏市场，收入主要来自美国，2021年贡献了高达426亿美元收入。预计之后几年全球游戏市场份额格局不变，亚太和北美将保持稳健的增长势头。
- ▶ 游戏市场集中度呈下降趋势。在线游戏的需求和移动应用程序的日益普及促进了市场参与者之间的激烈竞争，目前没有全球性垄断的公司。从头部公司全球市场市占率来看，美股3家头部公司（动视暴雪、EA、Take-two）的市占率在2020年降至9.4%。当年全球前6名开发商仅占据了41%的市场份额，而动视暴雪以6%的份额位居第三。

图表：美国头部公司主机游戏市场占有率



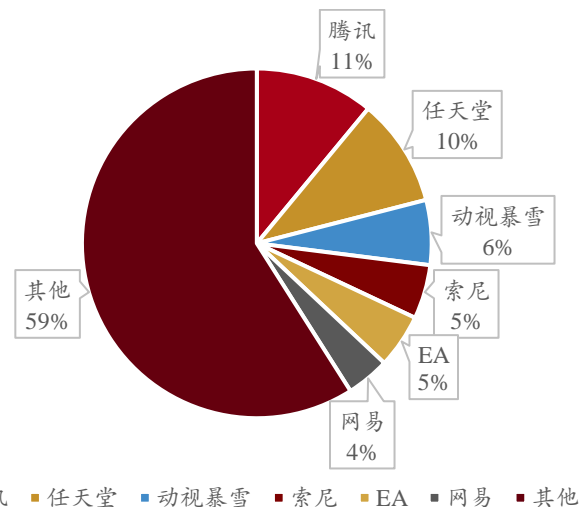
资料来源：公司财报，招商证券

图表：全球地区市场份额占比



资料来源：Newzoo

图表：2020全球游戏市场份额

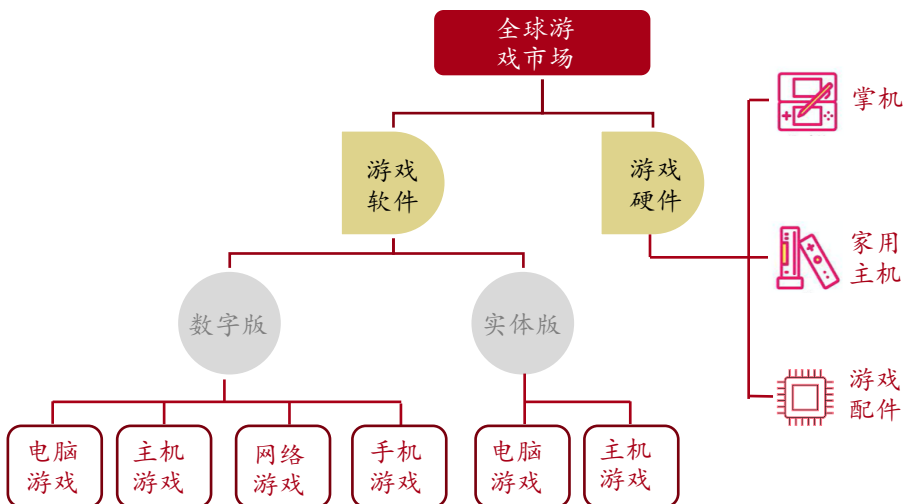


资料来源：Seeking Alpha，招商证券

## 2.2主机游戏市场空间将随体量扩大放缓增速

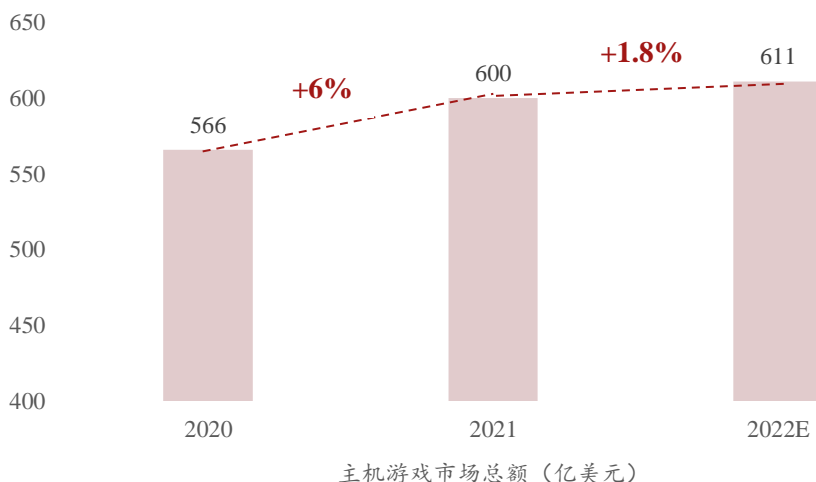
- 主机游戏市场总额增长稳健。根据Ampere的统计数据，2021年全球主机游戏市场总收入达到600亿美元，创下历史新纪录，预计2022年将增长到611亿美元。
- 游戏软件市场规模占据大半江山，预期稳定增长。游戏行业按产品可分为游戏硬件产品和游戏软件产品。据Ampere统计，全球主机游戏市场中游戏软件和订阅服务的消费份额总量一般是游戏硬件市场规模的2-3倍，且预计2022年主机游戏市场份额总量将达到611亿美元。以此比例和增长预期为基础，我们估算出动视暴雪业务重心所在的主机游戏软件和游戏订阅服务总收入将在2022年增长到407~458亿美元。

图表：主机游戏行业结构



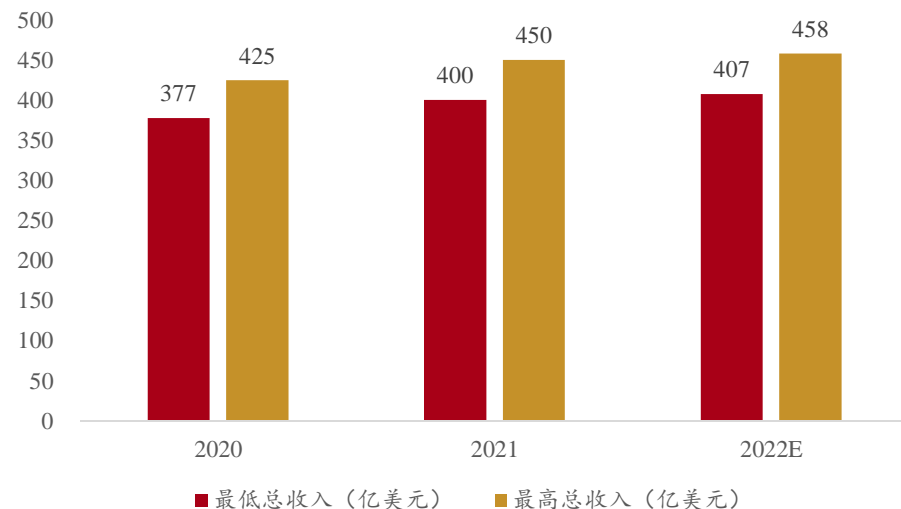
资料来源：招商证券

图表：全球主机游戏市场总额（亿美元）



资料来源：Ampere，招商证券

图表：全球主机游戏软件及订阅服务市场总额

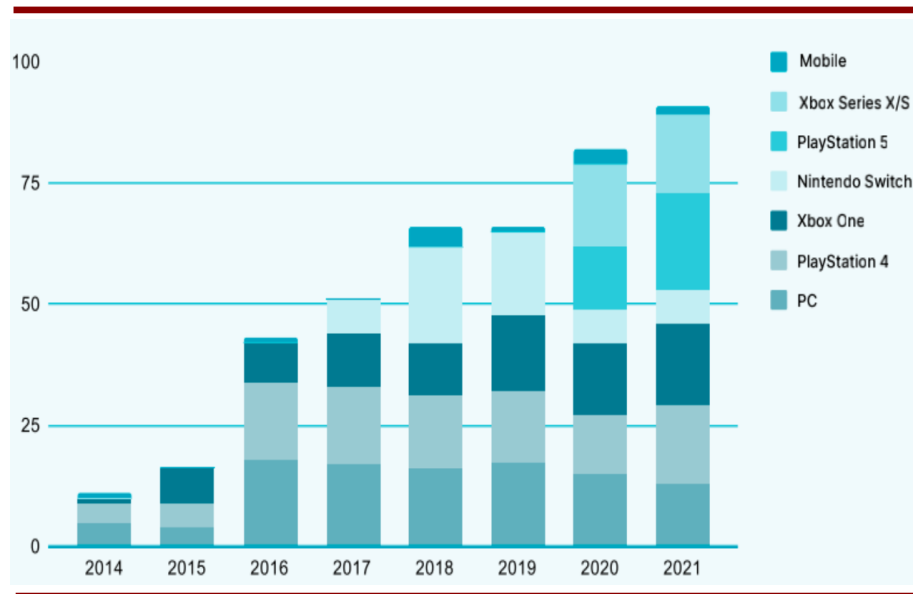


资料来源：Ampere，招商证券

## 2.3.1 全平台运营和全球化发行逐渐成为获取竞争力的必要条件

- 游戏公司将在全平台运营方向做出更多尝试。除去休闲属性，游戏本身也是社交方式的一种，游戏公司一直在做全平台运营的尝试和努力，允许玩家访问其他平台的账户，让持有不同设备的玩家们可以一起参与游戏过程，同时减少玩家因为更换设备而更换游戏的可能性。2021年，各平台发布的游戏数量占比相较以往更加接近，玩家对于游戏平台的忠诚度也在持续下降。预计随着跨平台数据移植技术的发展，在未来将有更多游戏产品实现全平台互联互通。
- 游戏行业整合浪潮来袭。在一个月的跨度中，游戏行业先后发生了总计850亿美元的收购合并案。其中Take-Two收购了Zynga，微软收购了动视暴雪，索尼收购了 Bungie，行业的整合趋势达到了顶峰，各游戏巨头公司都在科技浪潮下按计划完成自己的战略部署，为推动行业未来的持续增长做好准备。
- 全球化发行趋势明显。在这方面，海外公司相较于内地公司具有更大的先发优势，国产游戏出海仍处于前期阶段，但增长速度较快，有望通过移动端游戏的高增长实现超越。

图表：各平台发布游戏数量占比向平均靠拢



资料来源：Unity，招商证券

国内外游戏公司全球发行收入占比

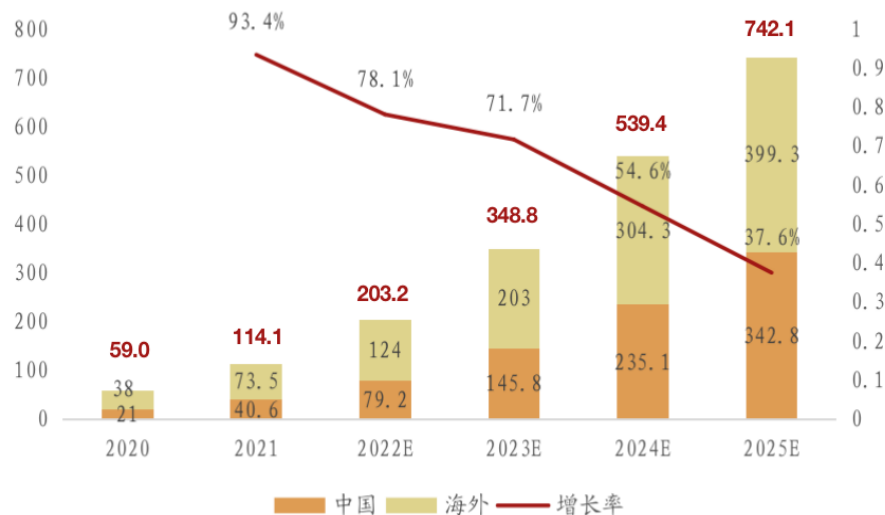
公司		2018	2019	2020	2021
动视暴雪	本地	51.7%	51.5%	54.8%	56.0%
	海外	48.3%	48.5%	45.2%	44.0%
EA	本地	38.5%	41.0%	41.0%	44.0%
	海外	61.5%	59.0%	59.0%	56.0%
Take-Two	本地	53.5%	57.5%	57.5%	59.8%
	海外	46.5%	42.5%	42.5%	40.2%
完美世界	本地	81.6%	82.1%	83.3%	84.8%
	海外	18.4%	17.9%	16.7%	15.2%
三七互娱	本地	87.9%	92.1%	85.1%	72.9%
	海外	12.1%	7.9%	14.9%	27.1%

资料来源：公司公告，招商证券

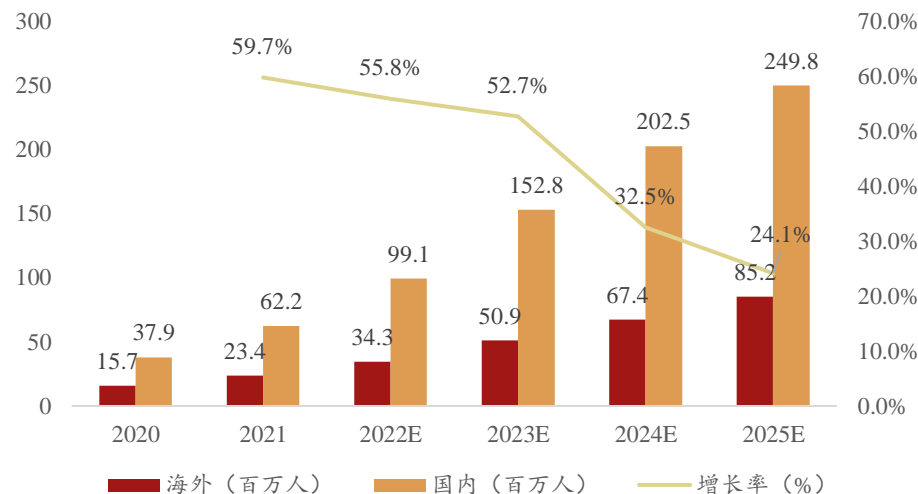
## 2.3.2 云游戏全面布局，元宇宙加速落地

- 海内外巨头公司加码云游戏布局，传统游戏行业正在被重塑。云游戏高度依赖云计算、大数据、人工智能等信息技术，为玩家提供更低的游戏进入时间成本和终端硬件门槛，具有多端融合、便于拓展的优势，是游戏行业精品化和智能化的标志。随着全球数字化技术迭代升级，云游戏自2021年进入快速发展阶段。国内方面，三大运营商已将铺设5G覆盖、推动云游戏业务作为核心战略之一，包括Bilibili在内的各大游戏平台和游戏公司接连推出云游戏服务及试玩入口，优质云游戏内容也相继出现。国外方面，微软等核心巨头也已将云游戏服务纳入主机游戏生态系统。2021年全球云游戏收入达到114.1亿人民币，全球月活跃用户达8560万人。预计未来5年，云游戏市场将继续保持高速增长，但随着体量的增加和疫情常态化导致的宅经济效应减弱，增速将逐年放缓。
- 元宇宙概念加速落地，游戏场景体验更加真实，将极大促进玩家付费意愿。在当前背景下，游戏是元宇宙落地的主要载体。现阶段游戏公司对硬件的迭代升级更多专注于为玩家带来身临其境的游戏体验上，开发出一系列科技产品如 AR/VR 头戴设备、谷歌眼镜和微软 HoloLens 智能眼镜等。在未来，随着高新设备的问世，VR游戏将有可能率先在主机、PC端迎来爆发。海外高质量3A游戏数量多、种类丰富，大屏游戏的普及可以为元宇宙沉浸式体验提供优渥的土壤，未来有望更先一步实现游戏元宇宙概念的场景拓展。

图表：国内外云游戏收入（亿元）及增长率



图表：国内万云游戏月活人数及增长率

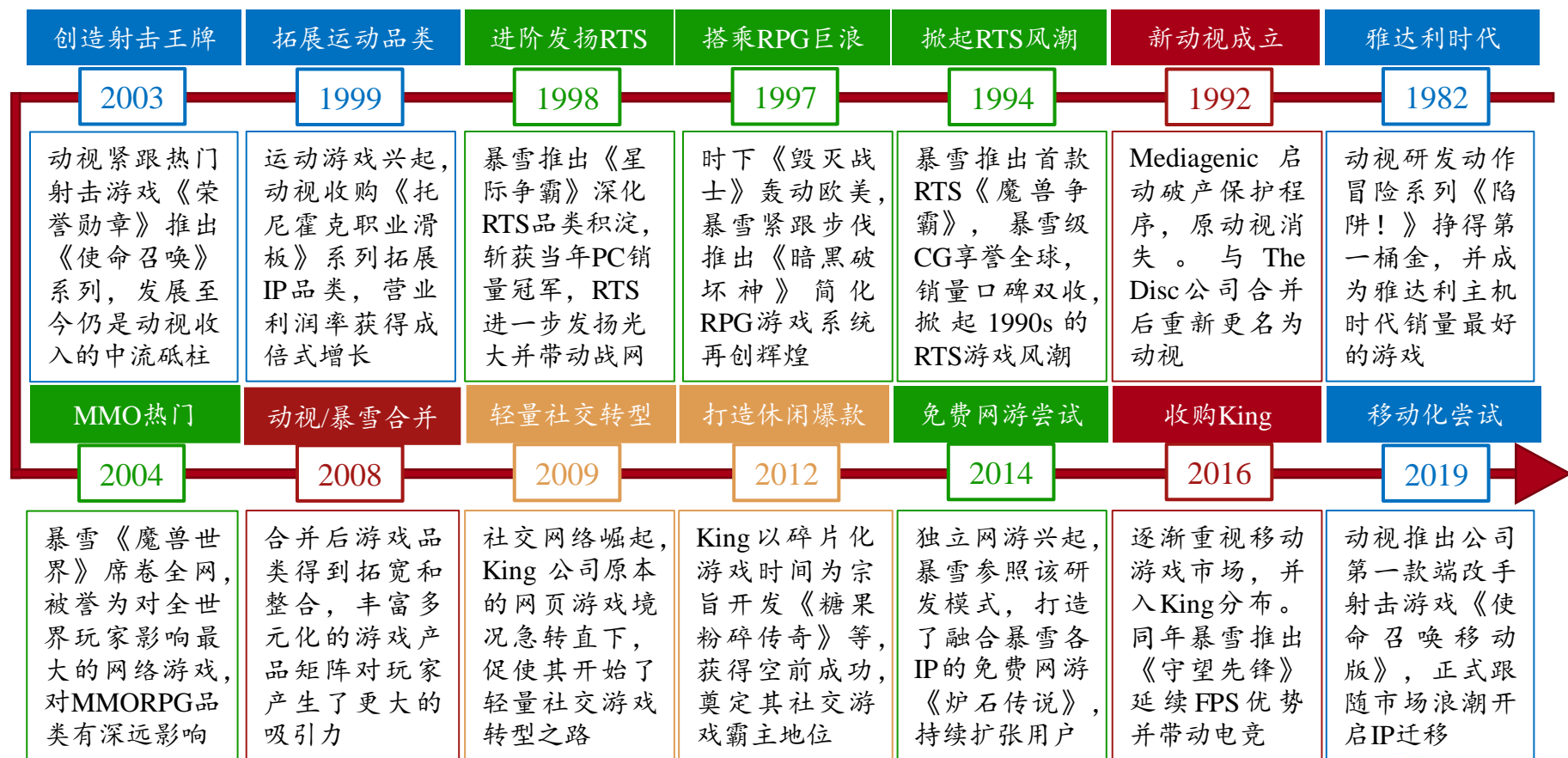


## 三、公司核心竞争力拆解：IP运营、产品力及技术力



### 3.1 在不同的时代视角下，动视暴雪的IP变迁史

- 纵观动视暴雪的IP变迁史，公司早期在1990s的发展重心围绕招牌游戏建设，通过同领域多IP的打造深化影响力。发展至21世纪初，公司逐渐开始拓宽产品矩阵，推出或收购不同游戏类型，进一步完成用户和体量扩张。2010s，公司应社交网络兴起的浪潮，开始将视线投向免费和移动化游戏。目前，公司已经在《炉石传说》、《使命召唤：移动版》上做出了成功尝试。虽然动视暴雪的工作重心仍然在主机游戏，但公司在年报中表示，未来将会推出更多手游，并且所有IP都在IP迁移的考虑范围内。



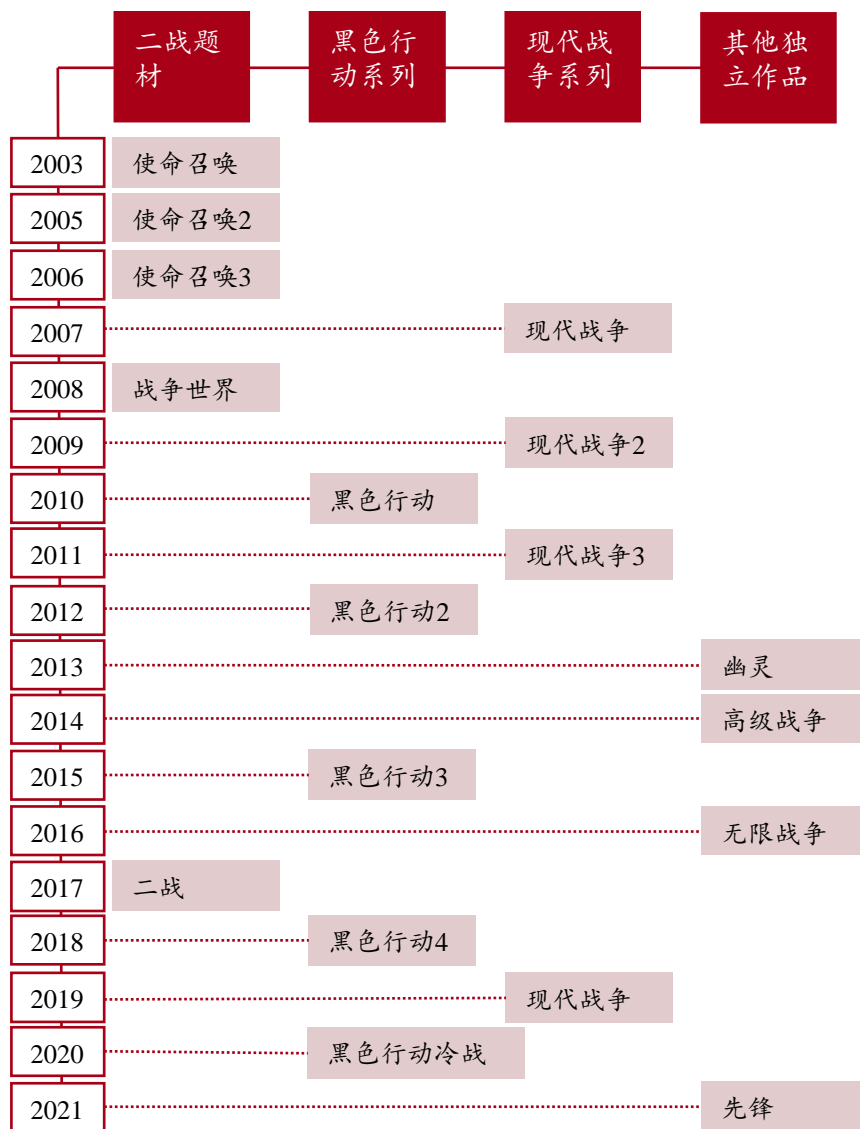
### 3.2.1 席卷全球的传统买断制游戏标杆：《使命召唤》

- 使命召唤（Call of Duty）是由动视发行的第一人称射击游戏系列，是二十世纪初优质买断游戏井喷时期的代表产品。2003年发布系列第一款以二战为背景的游戏作品，自2005年之后每年发布一款系列新作。随着时间的推移，该系列作品的游戏背景逐渐由二战延伸至冷战、未来世界和外太空。截至2021年，使命召唤已发布18部主机作品，在全球创造了累计超过4亿份的销量，位列游戏行业第三。此外还有一部免费网游《使命召唤：战区》以及与腾讯合作发行的手游《使命召唤：Mobile》。



资料来源：3DM，招商证券

图表：COD全系列主机游戏及发行年份



资料来源：公司公告，招商证券

### 3.2.2 席卷全球的传统买断制游戏标杆：《使命召唤》

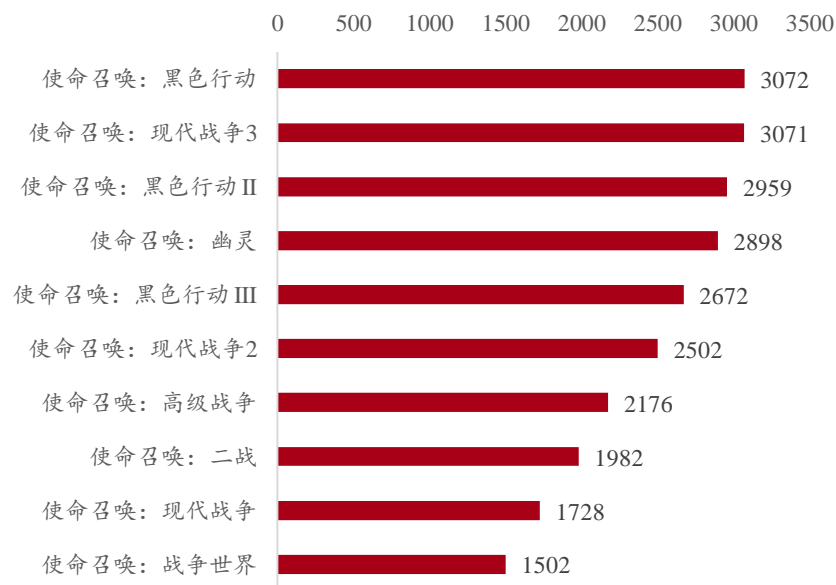
- 系列新品销量有望创下新纪录。《使命召唤》系列曾在过去十年的主机游戏中有着统治级的表现。据NPD统计，2010年至2019年期间，《使命召唤》系列游戏在全美游戏销量排行的前十名中占据7席。截至2021年，《黑色行动》（2010）和《现代战争3》（2019）的销量均超过3000万份。经过近二十款系列作品的完善，《使命召唤》IP已经得到充分的延伸和发展，2022年4月，动视宣布该系列作品的开发将从“每年发布”改为“始终在线”模式，即在专注于服务已发布游戏相关内容的基础上持续进行新产品的开发，预计将在2022年底上线《现代战争3》的续集。这标志着动视的开发团队将有更多的不断打磨完善他们的作品，有望在游戏质量上获得突破，再创新的销量纪录。

图表：2010-2019全美主机游戏销量排行

Top 20 best-selling games from 2010 through 2019 in the U. S.		
排名	游戏名称	发行公司
1	Grand Theft Auto V	Take-Two
2	Call of Duty: Black Ops	动视暴雪
3	Call of Duty: Black Ops II	动视暴雪
4	Call Of Duty: Modern Warfare 3	动视暴雪
5	Call of Duty: Black Ops III	动视暴雪
6	Call Of Duty: Ghosts	动视暴雪
7	Red Dead Redemption II	Take-Two
8	Call of Duty: WWII	动视暴雪
9	Call of Duty: Black Ops II II	动视暴雪
10	Minecraft	多方开发

资料来源：NPD，招商证券

图表：《使命召唤》系列销量Top10（万份）



资料来源：Gamerant，招商证券



### 3.2.3 《使命召唤》成功归因

1

#### 内容创新意识行业领先

- 产品力高，持续产出精品游戏内容。《使命召唤》在同类游戏中进入市场较早，它的第一款产品就推动了在线游戏体验的界限，带来突破性的沉浸式二战体验。
- 题材新颖，积极挑战差异化内容。2007年以前，市场上盛行二战题材FPS，其中EA发行的《荣誉勋章》是同品类绝对王者，公司间的激烈竞争使该题材难以再有突破，于是《使命召唤 4：现代战争》应运而生。该系列一举将《使命召唤》推向神坛，系列作品销量从200万套增长到1000万套。《现代战争》离开了1940年代，进入了现代环境，扩大了游戏的吸引力，给玩家带来了新的刺激。进化后的物理引擎也大幅提升了多人游戏体验，为游戏树立了新的标杆。

2

#### 重视玩家游戏体验

- 多平台运营扩大玩家池。相较于同类型主机FPS游戏，《使命召唤》拥有同名手游，为这个系列带来了更多的收入、流量和潜在的多端作品消费者。
- 匹配机制优秀，玩家满意度高。在对抗性游戏中，更深的用户池有助于游戏匹配过滤，避免玩家与高度不匹配个体的交互。公司坚守玩家池和胜负匹比率调整的重要性，设计的优秀匹配机制为游戏带来了良好的玩家体验和口碑，其中《现代战争2》在IGN的评分高达9.5，是市场全部FPS游戏品类中的最高分。

资料来源：招商证券

图表：FPS主机游戏产品对比

	使命召唤	荣誉勋章	光环	战地	泰坦陨落	孤岛惊魂	无主之地
发行年份	2003	1999	2001	2002	2014	2004	2009
发行团队	动视暴雪	EA	微软	EA	EA	育碧	Take-Two
平台	PC、主机、掌机、手机	PC、主机、掌机	PC、Mac、主机	PC、Mac、主机	PC、Xbox	PC、主机	PC、主机
系列累计销量	40000w+	3800w+	6500w+	6500w+	1600w+	5000w+	7400w+
系列付费作品	18	16	11	15	2	15	5
IGN最高评分	9.5	8.1	9	9.3	8.9	9.2	9
赛事	有	无	无	有	无	无	无

资料来源：公司公告，招商证券

3

#### 优秀的社区投资与推广

- 社区中心体验丰富。动视公司大力发展电竞赛事“使命召唤联盟”，提高了IP影响力，用同名漫画书、宣传片和商品店等周边提高游戏在玩家生活中的渗透率。2020年使命召唤联盟商店在全球产生了超过78万次访问。



### 3.3.1 迈向社交网游的重要转型：《魔兽世界》

- 魔兽世界 (WOW) 主机游戏由暴雪娱乐开发，自 2004 年发布以来一直是世界上订阅人数最多、最受欢迎的大型多人在线角色扮演游戏 (MMORPG)。《魔兽世界》以《魔兽争霸3：冰封王座》建立的艾泽拉斯高奇幻世界为背景，历经9个资料片的世界观扩充，包括燃烧的远征、巫妖王之怒、大灾变、潘达利亚迷雾、德拉诺之王、军团再临、争霸战艾泽拉斯和暗影国度。《魔兽世界》在PC和MacOS上使用，玩家可以选择联盟和部落派系之间的众多幻想种族和职业之一来探索、战斗并加入史诗般的冒险。游戏采用订阅时长的方式收费，自发布以来，已经创建了近 1.2亿个帐户，为暴雪每年创造收入约 10 亿美元。时至今日，《WOW》仍然是世界最受欢迎的 MMO 游戏之一。根据 MMO Populations 的数据，《魔兽世界》在所有 MMORPG 的日活跃玩家排行中仍然位居前三。

#### 《魔兽世界》成功因素

- ① 游戏活力旺盛，管理和更新稳定。《魔兽世界》基本一直保持两年更新一个版本，每隔两个版本出一个新职业的步调。稳定的更新和管理层认真的研发态度让玩家有安全感，从而产生对游戏持续投资的意愿。《魔兽世界》通过新的内容、区域、机制和对旧内容的改编，使无论新老玩家都能够获得足够的新鲜感。
- ② 史诗级世界观构筑。将《魔兽世界》与 MMORPG 类型中的其他游戏区分开来的关键点之一是支持它的大量传说。自上世纪 90 年代初，暴雪一直以创造迷人世界的的能力闻名，这种能力在《魔兽世界》中发挥到了极致，世界观下有数十本传说书籍和8部资料片，让玩家深深沉浸在“艾泽拉斯大陆”上。此外，暴雪还与传奇影业合拍了电影《魔兽》，创造了4.32亿美元的全球票房。



资料片《魔兽世界：暗影国度》宣传海报



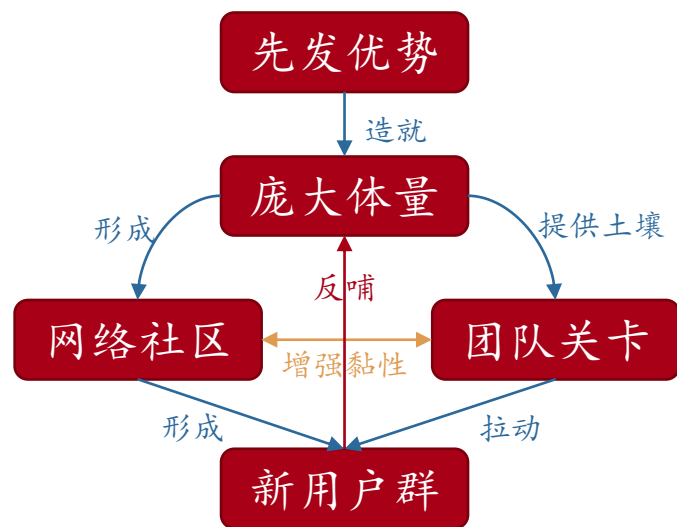
电影《魔兽》宣传海报



### 3.3.2 迈向社交网游的重要转型：《魔兽世界》

- ③ 率先进入市场，玩家社区庞大，互动体验优秀。MMORPG相较于其他游戏品类对先发优势更加敏感，较早进入赛道的优秀作品会迅速吸引大量玩家，构建出一个庞大的网络社区，让新的MMORPG游戏更难分一杯羹。对比同类游戏，《魔兽世界》拥有现代 MMORPG 中最大、最多样化的游戏玩家社区，且不限于全球任何特定区域，有数百种语言和国家的分区。同时，游戏内有大量交互任务关卡，引导玩家结成联盟，其社交属性会反哺游戏社区的用户黏性。《魔兽世界》拥有的1.2亿总玩家体量和同类别领先的112万日活跃人数也为团队任务的设计与完成提供了良好的土壤，并通过玩家自发拉动新用户不断推动用户增长。

图表：WOW庞大的游戏社区生态



资料来源：招商证券

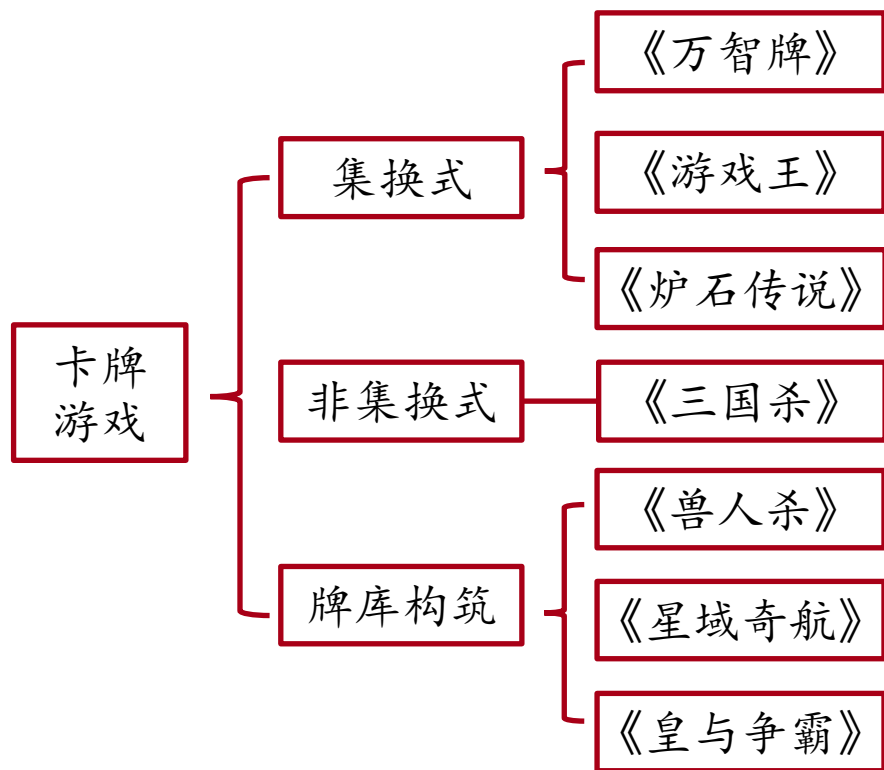
图表：动作类MMORPG游戏对比

	魔兽世界	失落方舟	最终幻想14	星球大战	星战前夜	上古卷轴
发行年份	2004	2015	2013	2011	2003	2014
发行团队	动视暴雪	SmileGate	史克威尔艾尼克斯	EA	CCP	Bethesda
地区服	北美、澳洲、欧洲、中国大陆、港台	韩国	日本、中国、国际	北美、欧洲、澳洲	日本、中国、国际	国际
平台	PC, macOS	PC	PC, macOS, PS	PC	PC, macOS	PC, macOS, PS4, Xbox
引擎	IW（自研）	虚幻3	Luminous（自研）	HeroEngine	虚幻4	自研引擎
商业模式	订阅	免费+内购	订阅	免费+内购	免费+内购	买断+订阅
DAU（百万人）	1.12	1.72	1.08	0.1	0.08	0.19
总玩家（百万人）	118.21	18.07	38.02	10.8	9.08	20.47
IMDB评分	8.4	6.8	7.9	8.5	7.9	7.5

资料来源：MMO Populations, IMDB, 公司公告, 招商证券

### 3.4.1 免费轻量化游戏时代的成功尝试：《炉石传说》

- 《炉石传说（HearthStone）》是一款免费的在线数字集换类卡牌游戏。它于 2014 年问世，是暴雪在移动游戏和免费游戏领域打出的第一张王牌，目前可在 PC、MacOS 和移动设备上体验。该游戏最初名为《炉石传说：魔兽英雄传》，是魔兽系列的独特补充。玩家初始进入游戏即可免费获得300张卡牌，额外卡牌可在游戏内获取，或者购买游戏商城提供的卡牌补充包，玩家之间无法交易卡牌。游戏通过暴雪的战网平台进行，大多数比赛模式基于传统的1v1模式，击败其他玩家的关键可归结为卡组建设、游戏技巧和抽签运气。游戏自发布以来表现突出，至今仍是全球最好的 PC 卡牌游戏和最受关注的在线奇幻卡牌游戏之一，排在 Twitch 统计的2022年第一季度20大最受关注游戏第19位。



#### 玩家群体庞大

早在2018年，全球就有超过1亿注册炉石玩家。其中美国和俄罗斯是主要市场。



#### 活跃玩家数量可观

据 ActivePlayer 测算，2022 年 1 月有3,890,000 人在所有平台上玩了《炉石传说》。



#### 游戏视频热度高

基于历史观看次数统计，截至 2021 年 7 月，《炉石传说》是 Twitch 上第 6 大最受欢迎游戏。



#### 电竞比赛颇受欢迎

2022Q1，每周人们在炉石 Twitch 频道的主机游戏直播平台上观看大约 400 万小时的炉石比赛。

### 3.4.2 《炉石传说》成功归因

- 无与伦比的画面表现。相较于《万智牌》简单的画面效果，《炉石》为每张卡牌都制作了符合属性的法力特效，并为每一张卡赋予与背景、用途相关的意义，并在《魔兽世界》的世界观基础上增加了大量的原创角色和原创故事，激起玩家对卡牌的收藏意愿。同时与竞品相比，《炉石传说》拥有更简洁的UI设计和鲜亮亲民的画风。
- 较低的游戏门槛，平滑的学习曲线。《炉石传说》相比其他卡牌游戏有着漫长却不枯燥的新手期引导，通过精心编排的脚本引导玩家动手发掘牌局的规则、卡牌的用法，形成平滑上升的学习曲线，能在相当长一段时间内给予玩家常玩常新的体验，并通过一连串的胜利为新手玩家创造出源源不断的信心。
- 删繁就简，迎合快节奏时代趋势。《炉石传说》拥有同类中游戏最简单易懂的机制。暴雪对《万智牌》的传统卡牌体系做了大刀阔斧的改编，专门为更大众化的市场加快了对战节奏，大幅简化了桌游卡牌的规则，省略了传统卡牌对战中繁琐的后勤工作。在发挥出卡牌游戏简单易操作特性的同时更加契合快节奏的时代要求。
- 引导玩家创造卡组，获取持续性的付费吸引力。对于集换式卡牌而言，随着运营时间增加，成型的打法和固定的套路是降低玩家持续付费意愿、加上版本寿命步入末期的重要原因。因此，游戏平衡补丁就成了日常运营很重要的一部分。《炉石传说》并不存在永久强力的卡组，当多数玩家选择同一套强力卡牌，暴雪就会在下一版本中加入反制手段，以此引导玩家不断创造新的卡组，使付费补充包对玩家有持续性的吸引力。

图表：《炉石传说》真实可触的视觉效果



### 3.5.1 技术人才是核心驱动力

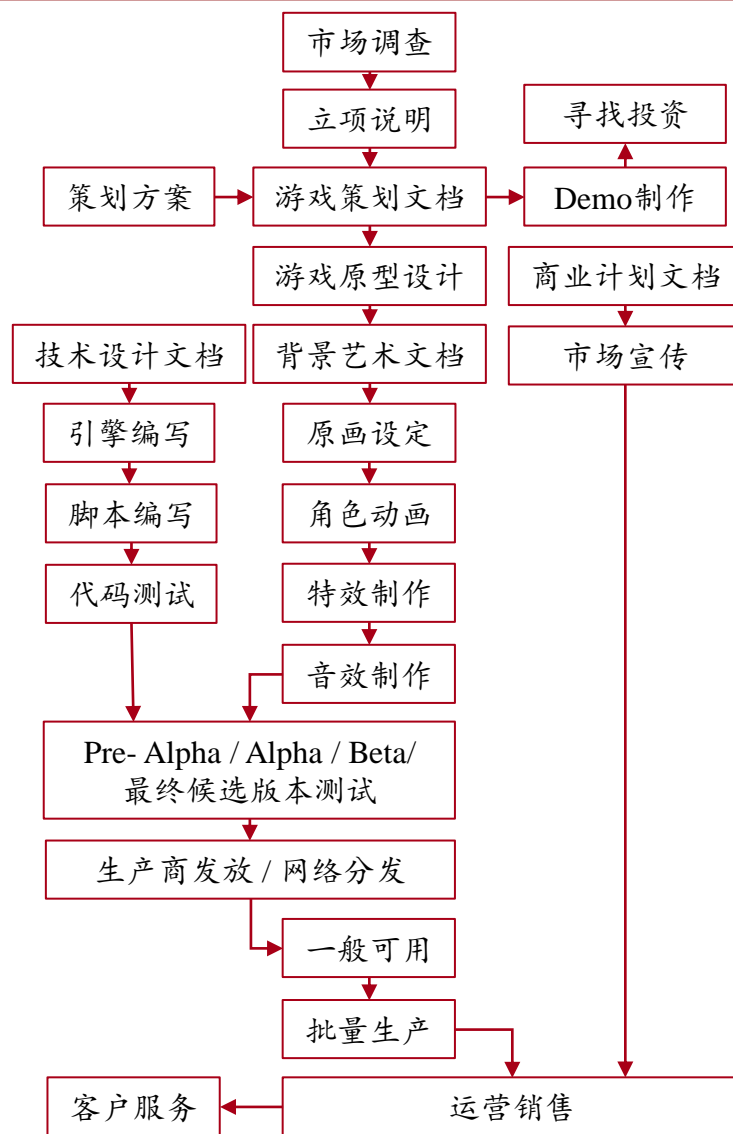
- 数十年深耕积累打破跨领域人才壁垒。一款游戏从前期调研到最终发售需要经历漫长的制作和测试流程，其中涉及的行业知识模块繁杂，对公司的多元化创新人才储备要求较高。动视暴雪作为老牌游戏公司，经过数十年的扩充与壮大，现已在全球约有9800名员工，其中68%的游戏和技术开发人才是动视暴雪的核心驱动力。公司还拥有17所游戏工作室和共计50家涵盖出版发行、电竞赛事、市场营销、客户服务等多种业务的在内的办公室，各领域人才储备充实，公司生命力旺盛。

图表：主要竞争对手团队规模

公司	动视暴雪	EA	Take-Two	Ubisoft
成立时间	1979	1982	1993	1986
游戏工作室数量	17	20+	26	22
员工人数	9800	11000	5000+	18045

资料来源：公司公告，招商证券

图表：主机游戏复杂的制作与发布流程



资料来源：Google，招商证券



## 3.5.2 自研专利支撑精品化品牌塑造

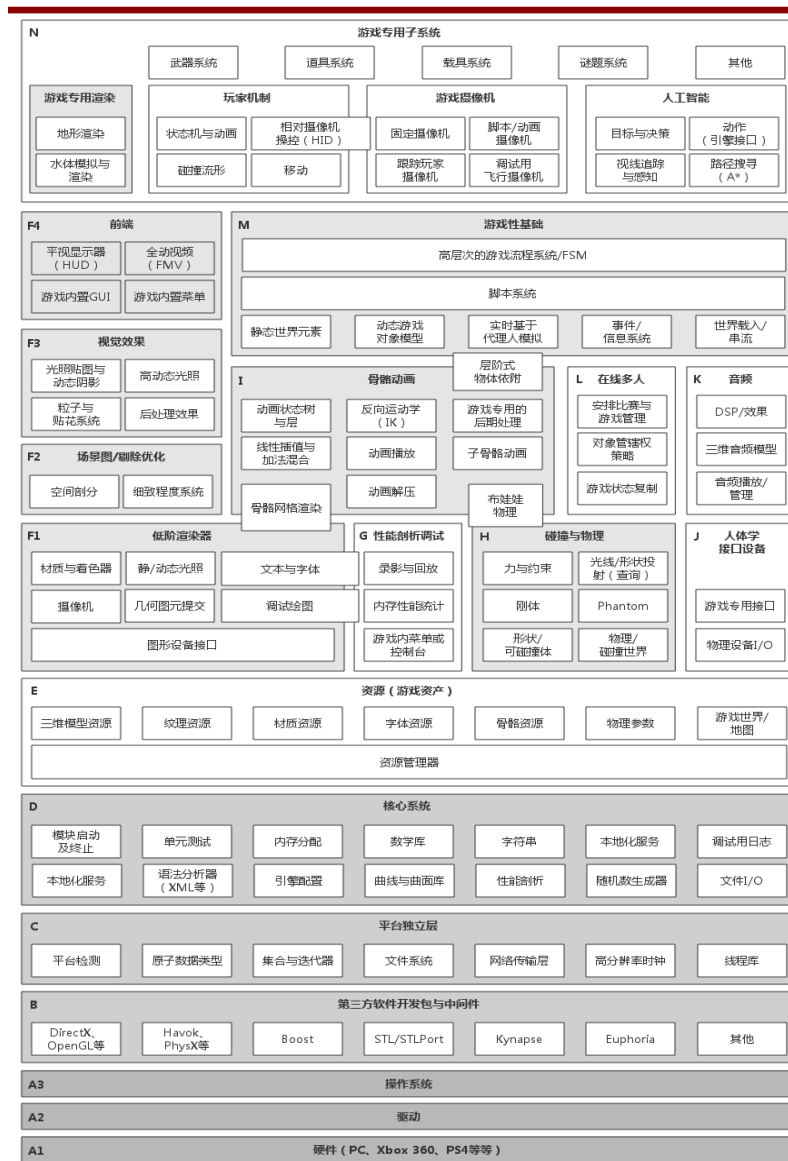
➤ 自研引擎带来更高产品力。相比购买成熟的商业引擎，如 Unity3D 等，游戏公司使用自研引擎可以免于受到源代码的束缚，更加自由的做出修改，使其适配自己开发的游戏产品，呈现出更好的画面演出和动作效果，提升公司产品力。同时，自研引擎还标志着游戏公司强大的技术能力，为玩家带来信心和期待，形成广告效应。在当下竞争激烈的游戏开发环境中，各大巨头厂商争相投入自研引擎的开发，寻求图像技术、游戏表达方式等领域的新突破。动视暴雪通过一款能够在游戏中渲染出细致真实的角色模型与华丽风景的IW引擎展示了他们高超的开发技术。目前，IW引擎经过技术升级已经迭代出了被称为“堪比次世代引擎虚幻4”的IW6，应用于《使命召唤》系列新作。

图表：主机游戏厂商自研引擎研发状况

公司	动视暴雪	EA	Take-Two	Ubisoft	Epic
自研	IW	寒霜	Rage	Avi	虚幻
迭代版本	6	4	1	5	5
主要应用	使命召唤、007	战地、极品飞车、上古卷轴	荒野大镖客、侠盗猎车手	刺客信条、波斯王子、幽灵行动	PUBG、生化奇兵

资料来源：Google，招商证券

图表：游戏引擎研发架构



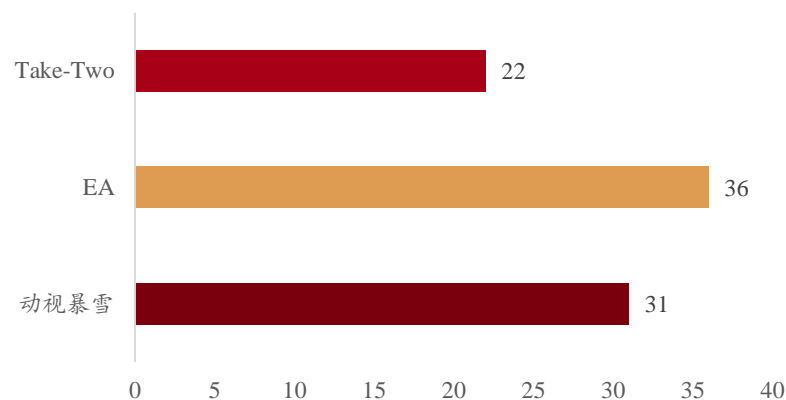
资料来源：Google，招商证券



### 3.6.1 高频产出长生命周期IP，现金回流高效

- 研发周期短，产品精品化特征突出。动视暴雪的新游研发周期较短，在2017至2021年期间共发行了31部主机和PC游戏作品，发布数量在业内领先，与主要竞争对手EA差距较小。从营业收入方面比较，动视暴雪在近5年内持续大幅度领先同业公司，公司在保证较短研发周期的同时，还保持了游戏产品的精品化和生态化，为公司带来更稳定的现金补给、更高的流转效率和新的用户增长，形成良性循环。

图表：2017-2021年游戏发布量（除手游）



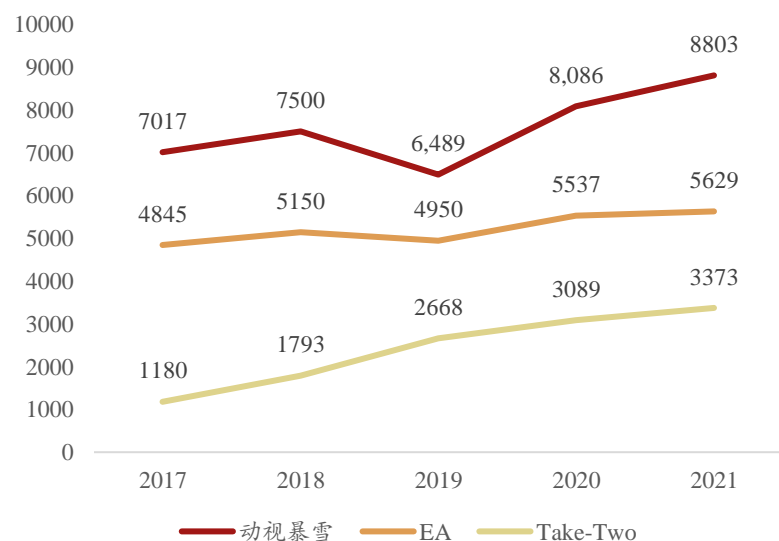
资料来源：Google，招商证券

图表：2021年全美主机游戏销售额Top10

排名	游戏名称	发行时间	发行商
1	使命召唤:先锋	2021.11	动视暴雪
2	使命召唤:黑色行动:冷战	2022.2	动视暴雪
3	麦登橄榄球22	2022.1	EA
4	宝可梦传说	2022.2	任天堂
5	战地2042	2022.2	EA
6	蜘蛛侠:迈尔斯·莫拉雷斯	2021.11	索尼
7	马里奥卡丁车8	2021.8	任天堂
8	生化危机	2014.5	卡普空
9	MLB The Show 21	2021.9	索尼
10	超级马里奥3D世界	2011.11	任天堂

资料来源：Statista，招商证券

图表：主要竞争对手营业收入（百万美元）

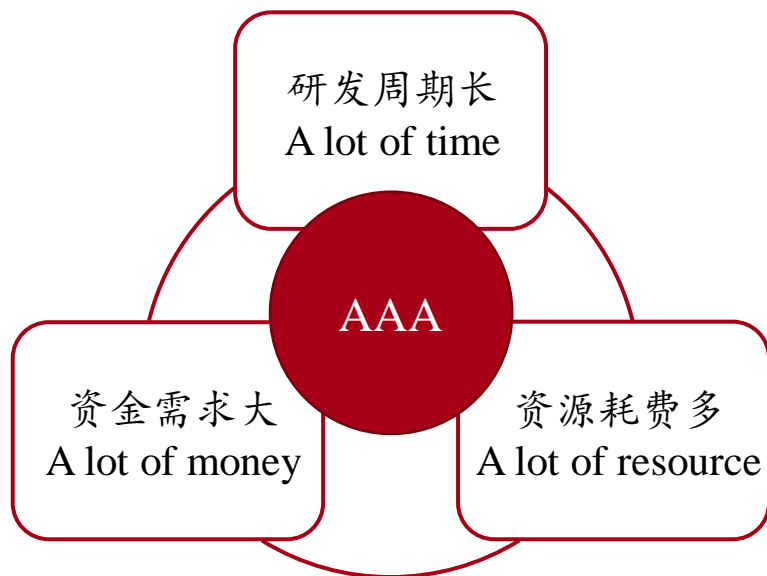


资料来源：公司公告，招商证券

### 3.6.2 高投入的游戏研发缔造资金壁垒

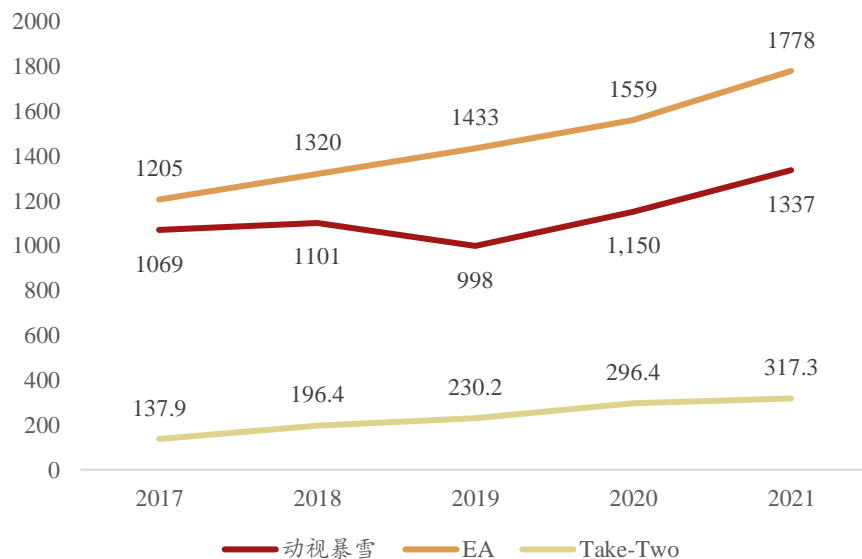
- 主机游戏制作对资金投入需求高，形成了极高的资金壁垒。精品游戏，尤其是3A大作，一般需要达成的条件有：A级资金投入、A级产品品质和A级游戏体量。游戏制作之前需要大量时间和资金进行市场研究、人才搜寻和计划制定。制作完成后，为了实现更高的销售额，往往还需要游戏公司进行广告投入和包装宣传。以动视暴雪为例，旗下的转型之作《使命召唤：现代战争》作为业内第一款真正意义上风靡全球的3A大作，运用了大量的好莱坞级别的画面和音效，为动视暴雪带来极大的成本压力和风险。之后的续作《使命召唤：现代战争2》更是投入了2.5亿美元的资金，其中0.5亿美元用于游戏研发，2亿美元用于后续宣传。对于新进入的创业者来说，受限团队体量和寻找投资的经验匮乏，如此庞大的资金需求几乎是天方夜谭，许多初创团队的游戏企划因为没能随着游戏开发进程获得持续资金补充而草草收场。

图表：“3A”游戏的制作需要大量成本投入



资料来源：Google，招商证券

图表：主要竞争对手研发投入



资料来源：公司公告，招商证券

### 3.6.3 长期数据积累构成未来核心竞争力之一

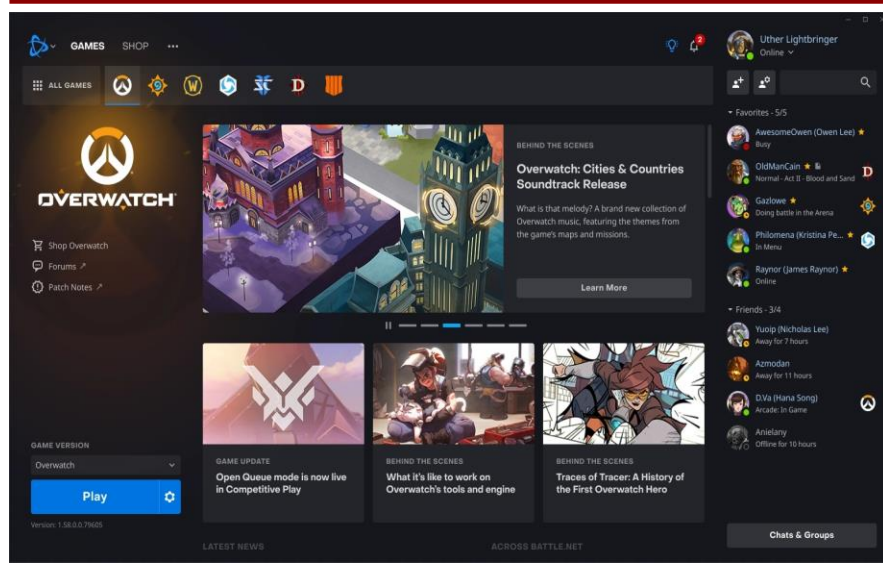
- **战网形成全产品社区连接，提升玩家社交体验。**战网（Battle.net）是动视暴雪架设的基于互联网的在线游戏、社交网络服务、数字发行和数字版权管理平台。该平台于1996年推出，是最早整合游戏和在线游戏服务的平台。自战网成功推出以来，包括EA、Ubisoft、Epic在内的许多游戏公司纷纷创建了模仿战网的服务包和用户界面的在线游戏服务。2021年，战网平台的月活跃用户数达到2400万人，在同类型平台中具有不俗的竞争力。随着网游时代的衰退，动视暴雪宣布战网将会迎来重组，比如加入单机游戏和手游板块，进一步推动游戏产品社区连接，有利于提升玩家黏性和品牌影响力。
- **多年耕耘塑造数据壁垒。**游戏平台不仅具有连接产品和玩家的功能，还能为公司深入分析用户便好与行业痛点的需求提供数据来源。战网作为最早推出的游戏平台，已经在多年业务中获得了大量的数据。面对元宇宙时代来临，日渐庞大的数据积累将为动视暴雪提供云计算、人工智能、机器学习、数据分析以及用户界面和体验能力上的巨大助力。

图表：游戏制造商自营PC游戏平台

公司	平台	日期	月活跃用户 (百万人)
动视暴雪	Battle.net	1996	24
EA	Origin	2012	3.5
Ubisoft	Uplay	2009	34
EPIC GAMES	Epic	2020	31.3

资料来源：GameDeveloper，招商证券

图表：Battle.net 游戏平台界面

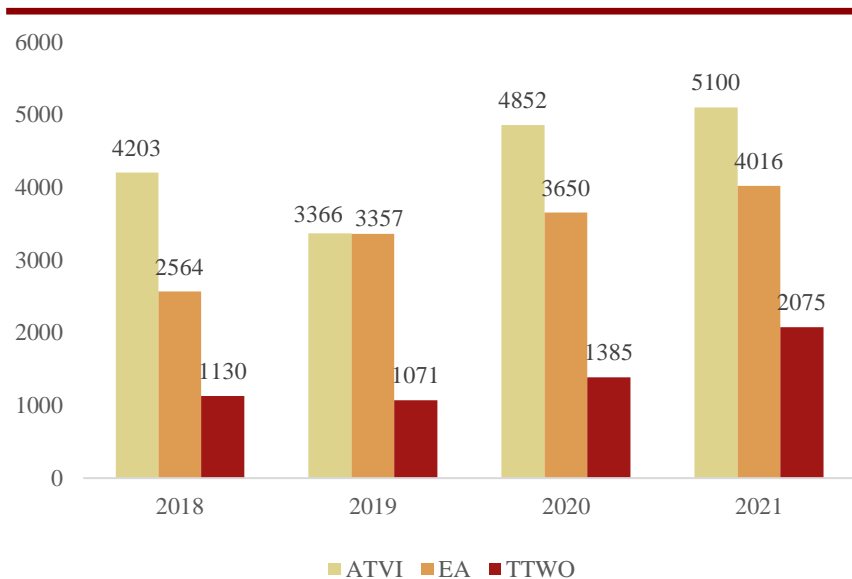


资料来源：Google，招商证券

### 3.6.4 游戏内微交易成为强大的增长驱动力

- 常规性小额收益业内领先，对玩家付费产生积极增量作用。公司近年来在免费模式和小额支付方面做出了包括《使命召唤：战区》在内的成功尝试。公司表示，通过在赛季中提供定制套装等虚拟产品，不仅可以获得更高的利润率，还能够对游戏产品的MAU和ARPU值产生促进作用。动视暴雪通过提供常规性在线增值服务，包括时长订阅、枪械皮肤、新游戏包等，将经济效益与游戏娱乐性进行浅层捆绑，从而吸引玩家持续性消费。随着玩家在游戏中花费得越来越高，游戏时间就会相对延长，产生更多潜在消费，从而形成良性循环。2021年动视暴雪的游戏内增值服务收入达到51亿美元，占比总收入的57.9%。该指标长期在行业内处于领先地位，为公司提供了充足的业绩持续增长动力。此外，动视暴雪近四年的平均递延收入超过14亿美元，大幅领先同行业竞争对手，为公司提供研发精品化产品的空间，同时降低了新产品业绩不达预期的风险。

图表：主要竞争对手游戏内常规性收入（百万美元）



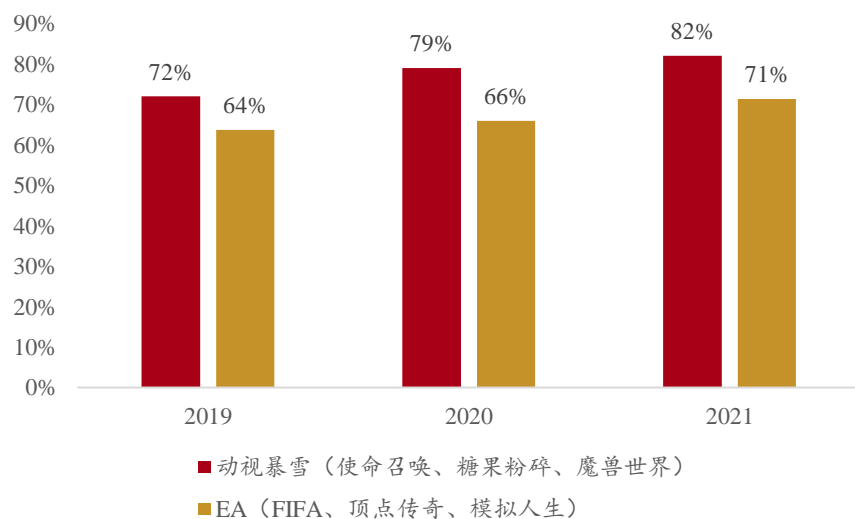
图表：主要竞争对手递延收入（百万美元）

	2018	2019	2020	2021	四年平均
动视暴雪	1493	1375	1689	1118	1418.75
EA	1622	1100	945	1527	1298.5
Take-Two	777	843	778	928	831.5

### 3.6.5 明星IP孵化提高收入可预测性

- **明星产品打造品牌效应。**明星产品有助于公司获得快速的大额现金回流以对现有产品更新升级和宣传推广。公司也可以据此把握市场走向和玩家偏好，缩短后续产品开发的市场调研环节，形成良性循环。相比于最大的竞争对手EA，动视暴雪头部三款明星产品净收入占总收入比重更高，在2021年达到了82%。显示了动视暴雪主打IP更高的品质和强号召力，通过长时间的运营和推广形成了品牌效应。但同时，对有限的特许经营权的过度依赖，使得动视暴雪在开发系列产品时需要更加注重品质，以免为IP带来负面影响。

图表：主要竞争对手明星产品收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

图表：主要竞争公司知名IP储备

公司	类别	知名IP
动视暴雪	运动	托尼·霍克系列
	射击	守望先锋，使命召唤
	动作角色扮演	暗黑破坏神，小龙斯派罗，古惑狼
	即时战略	魔兽争霸，星际争霸
	MMORPG	魔兽世界
	休闲	糖果传奇
	卡牌	炉石传说
	MOBA	风暴英雄
EA	运动	FIFA，NBA Live，麦登橄榄球
	射击	荣誉勋章，战地
	动作角色扮演	质量效应，龙腾世纪
	即时战略	命令与征服
	MMORPG	星球大战：旧共和国武士
	休闲	模拟人生
Take-Two	运动	NBA 2K，MLB 2K
	射击	生化奇兵，无主之地，荒野大镖客
	策略战旗	文明系列
	动作冒险	侠盗猎车手，四海兄弟

资料来源：公司公告，招商证券



### 3.6.6 多元化产品与多地区部署提高获利能力

- **多元化品类组合提升抗风险能力。**动视暴雪游戏构成的丰富度业内领先，形成了自己的多类别产品矩阵，大大增强了公司抵御风险的能力。旗下知名IP拥有包括运动、射击、动作角色扮演、即时战略、休闲、卡牌、MMORPG、MOBA游戏在内的8个大类，涉及主机游戏、网络游戏和手机游戏共三种游戏形式，并且大部分产品都包含单机和多人联机等不同模式。游戏品类和游戏模式的多元化可以让玩家根据自己的需求在动视暴雪的产品中找到适合自己的游戏，有效降低因玩家更换游戏品类而流失的风险。
- **丰富的产品储备，摆脱渠道钳制。**不止是游戏制作商之间龙争虎斗，渠道平台方的竞争也日益激烈。为了获取更多知名的独占游戏，平台方往往会通过让渡部分收益分成来吸引知名制作团队的独家投放。动视暴雪大量的IP储备可以使公司在与渠道商的博弈中获得更高的议价权，摆脱渠道商的诸多限制。

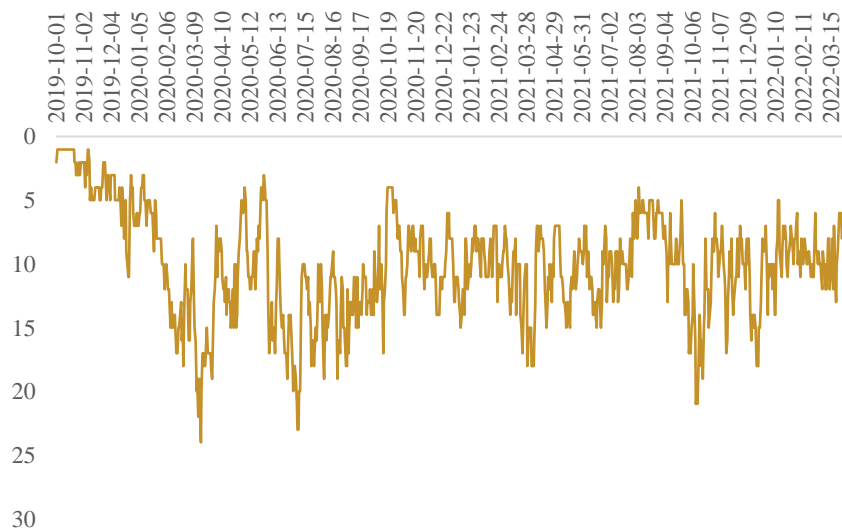
图表：主机游戏分销渠道及收入分成



### 3.6.7 龙头厂商优势地位助力IP移动化变革

- 全平台布局获取新商业机会，移动化增长方向清晰。优秀游戏IP的移动化产品可以以良好的口碑商誉、精美的游戏质量充分实现吸引新生玩家流入和转化老玩家的目的，通过新老玩家融合获取更多产品流量，从而反哺公司传统PC端和主机端业务，提升特许经营权的品牌价值，并延长游戏生命周期。由于移动游戏规模的持续增长，包括EA、任天堂、索尼、网易在内的巨头公司竞相开发旗下IP的手游产品，推进游戏转手工作，动视暴雪也已经在这方面做出了成功的尝试。公司于2019年底发布的《使命召唤：移动版》上线后三个月内就获得了1.5亿下载，至今仍然稳定在美国IOS免费游戏收入榜单前20位。此外，动视暴雪表示2022年6月公司即将发布全新手游《暗黑破坏神：不朽》，旗下另一知名IP《魔兽》的手游产品也已经在研发中。在未来，动视暴雪有望凭借庞大的IP储备、丰富的全平台开发经验积累和作为龙头美企的强大技术支撑，实现新的移动产品业绩增长和传统业务的业绩回升。

图表：《使命召唤：移动版》美国IOS收入排名变化



资料来源：七麦数据，招商证券

图表：“端游&主机改手”代表产品

公司	游戏
动视暴雪	使命召唤：移动版（腾讯研发），炉石传说
EA	FIFA mobile, NBA LIVE mobile, Madden NFL 22 mobile, 植物大战僵尸、地下城守护者
索尼	Fate Grand Order
任天堂	宝可梦GO（niantic研发），火焰纹章：英雄，马里奥赛车巡回赛
Krafton	绝地求生手游（腾讯研发）
腾讯	天涯明月刀
网易	梦幻西游、倩女幽魂

资料来源：公司公告，招商证券

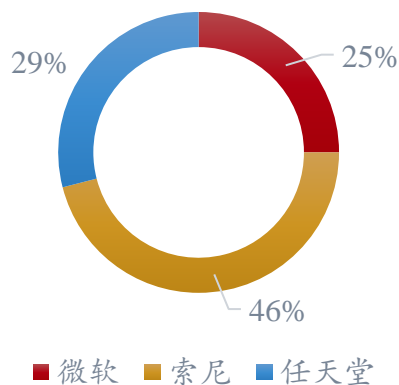
## 四、新发展阶段的元宇宙展望

## 4.1 微软收购动视暴雪，意图重塑行业格局

- 微软公司1月18日发布公告，将以近687亿美元的价格收购最大的主机游戏发行商之一动视暴雪，交易预计在2023年完成。收购计划中包括来自动视、暴雪和King工作室的标志性特许经营权，例如《魔兽争霸》、《暗黑破坏神》、《守望先锋》、《使命召唤》和《糖果粉碎传奇》等，以及通过美国职业棒球大联盟 (Major League Gaming) 开展的全球电子竞技活动。这是科技行业有史以来最大的一笔交易，标志着微软希望通过其Xbox品牌成为主机游戏市场的主导者。微软表示，此次收购将加速微软在移动、PC、主机和云领域的游戏业务增长，并将为元宇宙提供构建块。

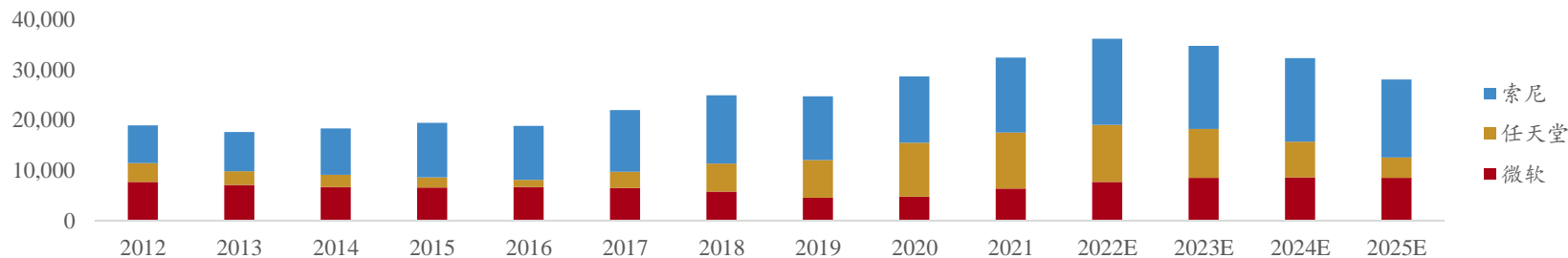
图表：游戏主机市场呈“三足鼎立”之势

- 另辟蹊径，微软愿景改变主机游戏行业格局。  
当前主机游戏市场呈现出索尼、微软、任天堂三足鼎立的局面，他们之间的主机大战已经持续多年，微软推出的Xbox在众多游戏主机平台中始终难以拔尖。在这样的行业格局中，公司抛弃了传统模式，选择用内容和跨设备提供廉价游戏的能力来区分自己，推出了主机游戏订阅服务Xbox Game Pass，目前已经拥有超过2500万的订阅用户。



图表：持续多年的“主机战争”（游戏年营收/百万美元）

资料来源：Newzoo，招商证券



资料来源：Statista，招商证券

## 4.2.1 游戏库整合增强Xbox及其产品吸引力

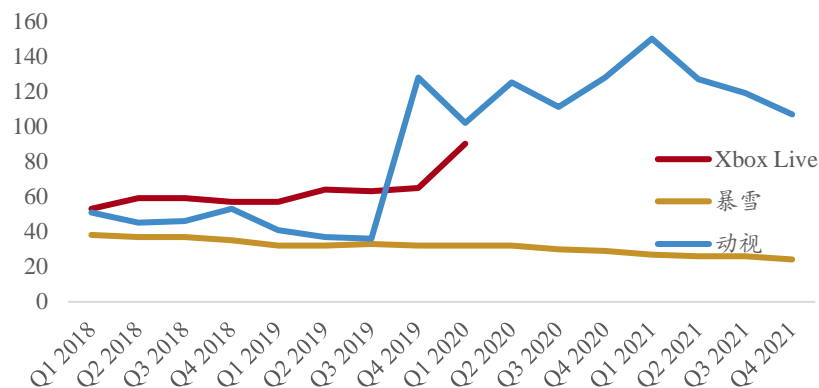
- 扩大独占游戏池，加深 Xbox Game Pass 产品吸引力和竞争力。此次收购能够增强微软的 Xbox Game Pass 产品组合，微软计划将动视暴雪的游戏推出到 Xbox Game Pass 中。凭借动视暴雪在 190 个国家及地区的约1.3 亿主机端月活跃玩家和一众知名的特许经营权，Xbox Game Pass 将会成为业内最引人注目和最多样化的游戏内容阵容之一。动视暴雪对玩家的吸引力还可以削减微软新游戏商业模式摸索阶段的不确定性及其负面影响。

图表：Xbox Game Pass构成



资料来源：Microsoft，招商证券

图表：Xbox Live、动视、暴雪MAU（百万人）



资料来源：Microsoft，公司公告，招商证券

近10年微软收购的游戏公司及工作室

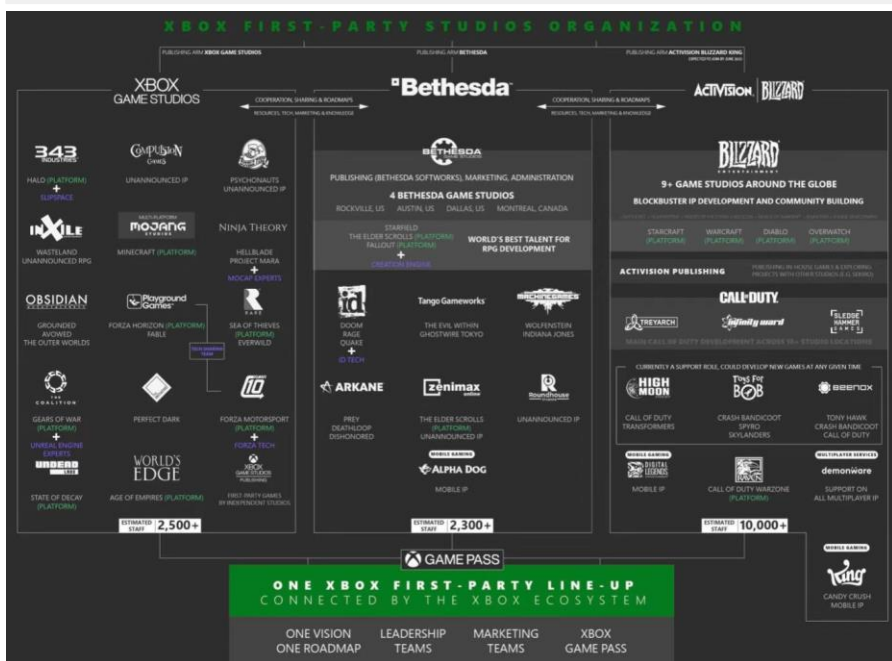
公司/工作室名称	收购时间	代表作品
Twisted Pixel	2011	《爆炸人》等
Press play	2012	《麦克斯与魔法标记》等
Mojang	2014	《我的世界》
Obsidian	2018	《星球大战：旧共和国武士2——西斯领主》等
inXile Entertainment	2018	《冰城传奇》系列、《废土》系列
Zenimax Media	2020	《上古卷轴》系列、《辐射》系列等
Activision Blizzard	2022	《使命召唤》系列、《魔兽》系列等



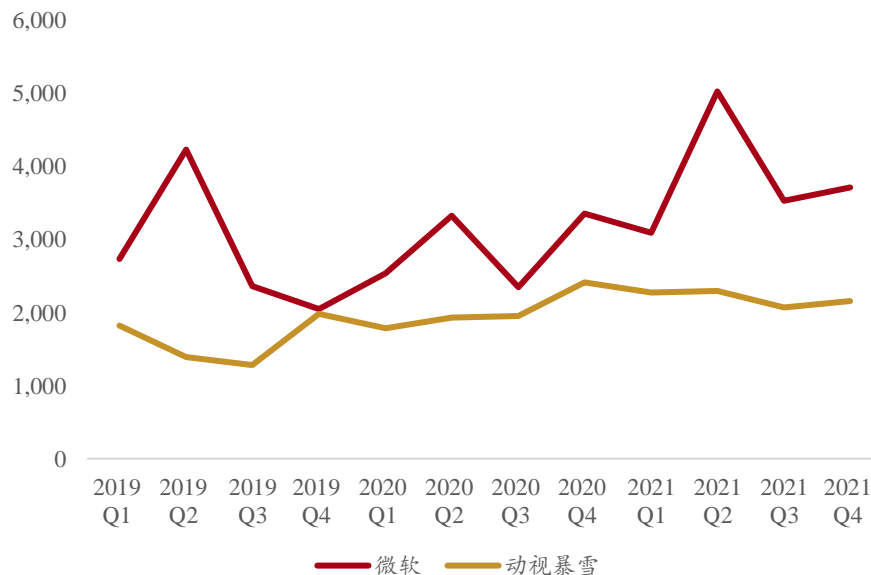
## 4.2.2 扩大游戏业务规模，降低经营风险

- **扩大规模，提高议价权。**根据微软的收购公告，2023年交易完成后，微软将成为仅次于腾讯和索尼的全球收入第三大游戏公司。本次收购之前，微软也一直在扩大业务规模、增强行业的统一性上做出努力，自2021年起先后收购了7家知名游戏工作室。此次收购意味着微软将总共拥有 32个内部游戏开发工作室，以及动视暴雪额外带来的内容出版和电子竞技制作能力。
- **补充微软的经常性收入战略。**经常性收入的稳定性和可扩展性是公司获高市盈率估值的主要原因。微软利用智能云和分布式软件的技术趋势，将其收入模式从主要的块状，例如软件许可证的销售，逐渐向经常性模式转变，例如软件 and 平台订阅。动视暴雪稳定的游戏订阅收入能够改善微软游戏业务收入的强波动性，带来更强劲现金流。

### 微软收购完成后旗下将有32个游戏工作室



图表：经常性收入特征 VS 块状收入特征



资料来源：Microsoft，招商证券

资料来源：Statista，招商证券

### 4.3.1 从基础到应用的一体化元宇宙布局

- 许多科技互联网公司纷纷为元宇宙设计新的战略布局，微软也不例外。元宇宙的愿景是建立一个“由人、物、场景的等要素构成，可以交流想法和销售数字商品的虚拟世界”。微软已经在以下几个方面为元宇宙做出努力：

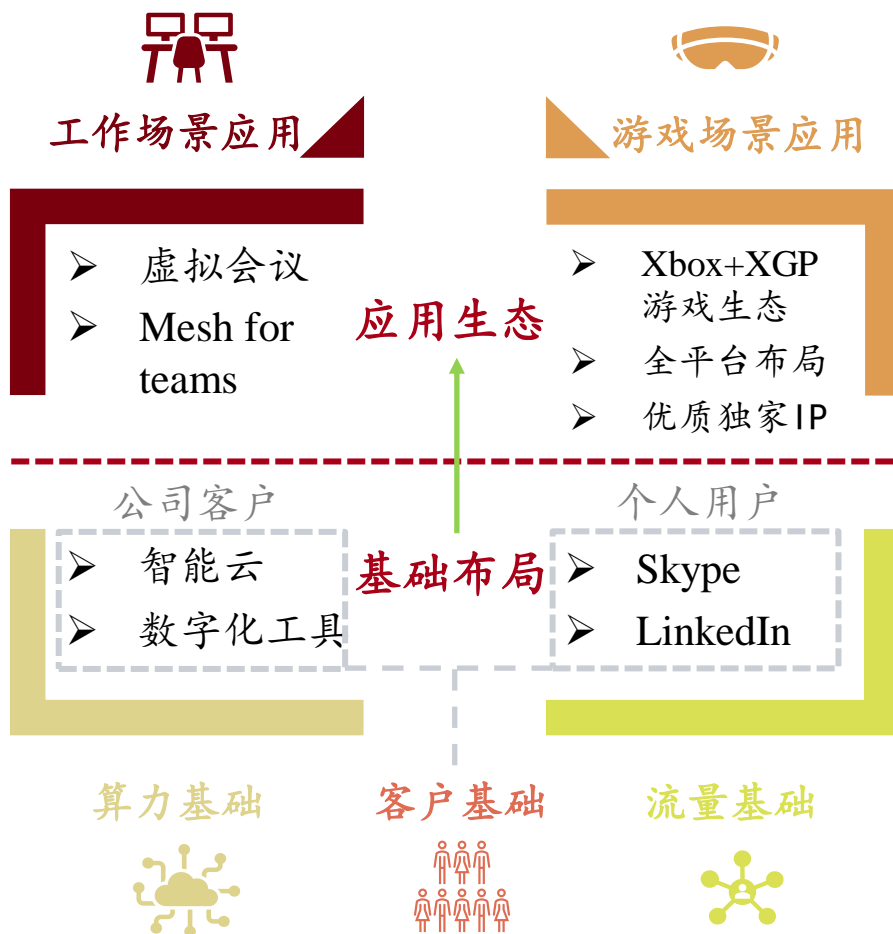
#### 云服务赋能的跨行业布局

- 微软拥有高速增长的智能云Azure业务，长期为企业客户提供面向不同行业未来的解决方案，在云计算方面有深厚的研究基础、丰富的产品经验、庞大的专利储备。此外，规模经济带来的成本优势和悠久的软件服务历史都为元宇宙和云游戏提供核心动力。

#### 社交平台分支持续引流用户

- 微软分别在2011年和2016年收购了社交办公平台Skype和LinkedIn，为母公司带来持续的个人用户和流量，能够助力其元宇宙生态的获客。

图表：微软元宇宙布局结构



## 4.3.2 从基础到应用的一体化元宇宙布局

### 团队网格技术革新混合办公

- 根据微软官方消息，微软将在2022上半年推出新的沉浸式体验团队网格技术（Mesh for Teams），将元宇宙概念赋予 workflows，用户可以通过虚拟空间开展会议等工作。微软表示，混合办公不是线上线下的简单结合，还需要借助第三方办公软件或工具，比如创建一个员工线上办公的虚拟体验共享空间。员工用户在线上会议时可以用自定义的数字化化身替换静态图片或动态视频。

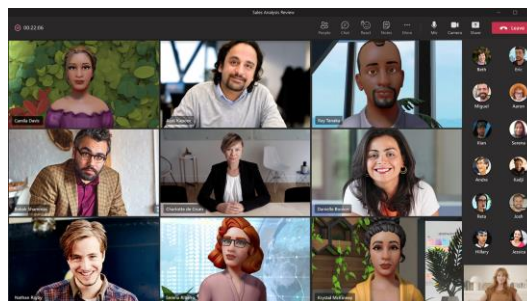
### 互联网虚拟游戏世界及其经济

- 微软在收购公告中宣扬了其“游戏与设备无关”的未来愿景。近年来，微软已将重心从 Xbox 游戏机转移到游戏环境，认为高性能设备的重要性不如消费者随时随地玩游戏的灵活性，独家IP和游戏即服务（Game as a Service）是当下微软游戏业务的关键。

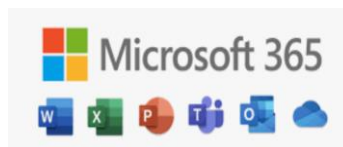
资料来源：Microsoft，招商证券

图表：Mesh for Teams 产品预告

#### 数字化替身+会议



虚拟会议界面



协作性

沉浸感

自由度

隐私保护

#### 环境+办公+社交



沉浸式空间预览

办公

会议

休闲

聚会

咖啡

资料来源：Microsoft，招商证券

## 4.4 动视暴雪经典IP成为微软元宇宙产品组合的重要拼图

- 动视暴雪可以作为元宇宙的IP补给，它的加入将成为微软拿到元宇宙门票的重要拼图。收购动视暴雪这家领先的游戏公司能够为微软提供进入元宇宙竞赛的机会。微软已经在虚拟现实和相关技术的关键领域开展业务，比如智能云、游戏硬件（例如 Xbox）和其他消费设备（例如 Surface）。收购完成后，动视暴雪影响力持久的游戏 IP 能够补充微软的元宇宙产品组合，为微软提供占领更大市场的可能。

### 增加现有品类集中度

如《使命召唤》系列，与微软的经典射击游戏《光环》共同形成更大的吸引力

### 补全部分品类的短板

《炉石传说》和《魔兽世界》系列可以分别补足微软在卡牌游戏和MMORPG品类上的缺失

### 强化移动游戏领域的存在感

微软没有强大的移动游戏产品，King可以补足这一短板

### 降低知名IP电竞化发展难度

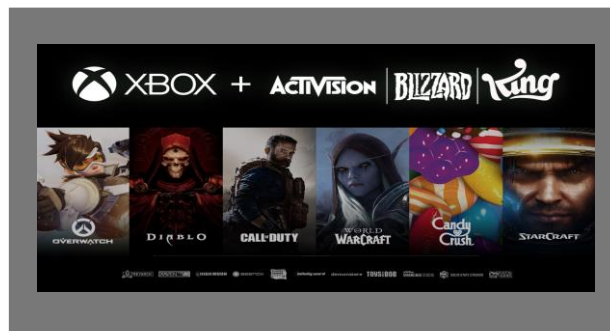
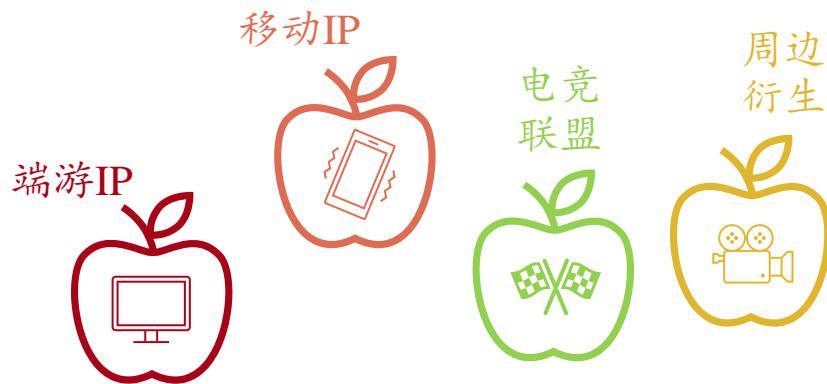
动视暴雪在《守望先锋》和《炉石传说》等游戏的电子竞技成功经验可以助力拓展微软旗下的特许经营权

### 游戏衍生助力IP拓展

凭借动视暴雪在资料片、电影等衍生领域的出版能力，微软可以从游戏制作、发行商的角度参与元宇宙的发展

资料来源：Microsoft，招商证券

### 微软实现多端产品补充，增强玩家渗透



## 五、盈利预测与估值



## 5.1 公司股价随经营业绩与舆论影响波动

- 截至2022年5月1日，动视暴雪当日收盘价为77.03美元。观察动视暴雪近24个月的股价走势，其变动情况受经营状况和新闻舆论的影响较大。其中在 2020Q4 和 2021Q3、Q4 迎来了三次剧烈波动，造成股价波动主要原因如下：
- 2020年12月，由腾讯天美工作室开发、动视暴雪授权IP并发行的《使命召唤手游》在中国大陆地区上线，仅发售首周就在国内产生了超过1400万美元的氪金收入。优秀的流水表现催动股价大幅上升，并在次年2月7日达到最高点，为每股103.81美元。
  - 2021年7月，动视暴雪因性骚扰、性别歧视等问题被美国加州政府起诉。随着舆论发酵，公司股价逐渐下跌。事件同时对部分游戏开发进程产生了影响，同年11月公司宣布《守望先锋2》和《暗黑破坏神4》的发行时间将晚于预期，原因是负责这些游戏的管理层被指控波及发生了变动，导致了新一轮的股价跳水，收盘价在11月28日达到最低点，为每股57.36美元。

图表：动视暴雪近24个月股价走势



资料来源：Yahoo! Finance, 招商证券

## 5.2 盈利预测假设

- 公司全平台布局明确，产品移动化战略清晰，并且在同业竞争中处于优势地位。与微软公司的收购合并完成后，公司将获得顺应微软元宇宙发展部署的渠道和技术助力，进一步长远化公司的增长空间。动视在2022Q1业绩报告中宣布将于Q2大幅改进《使命召唤：战区》玩法，并将在年底推出拥有系列历史上最先进的体验的《现代战争》续集，届时将带来业绩提振。暴雪将于2022年6月推出《暗黑破坏神4》，《守望先锋2》的内部测试也已于4月开始，考虑到主机游戏的研发周期，预计将在2023年推出。此外，《魔兽争霸手游》开发进程顺利，计划于2022年内发布。同时，2022Q1《Candy Crush》的ARPU值再次实现了两位数的同比增长。假设King分部维持付费人数和广告业务收入的同比高速上升，其他分部数字版收入和MAU值随新产品发布稳定增长，实体部分销售额及占比持续小幅度下降。由于公司在年报中提到数字版销售能达到9成的营业利润率，营业成本远低于实体销售，我们预测营业成本率将持续下降。各项期间费用率维持长期稳定波动态势，其中研发费用率随Q1研发人员增加小幅上涨。

图表：动视暴雪营业收入、成本及费用率预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万美元）	8,803	9,104	9,496	10,211
营收成本占比	26.3%	25.2%	25.5%	25.2%
研发费用率	15.2%	15.4%	16.0%	15.8%
销售费用率	11.6%	11.6%	12.0%	11.4%
管理费用率	9.0%	8.5%	8.4%	8.3%
重组费用率	0.9%	0.7%	0.8%	0.5%

资料来源：公司公告，招商证券

## 5.3 盈利预测及估值

- 基于以上对产品及经营趋势的假设，我们预测公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 91.04/94.96/102.11 亿美元，对应同比增长率分别为 3.4%/4.3%/7.5%；公司 2022/2023/2024 年营收成本占比分别为 25.2%/25.5%/25.2%；对应净利润为 28.98/29.35/33.01 亿美元，EPS 为 3.79/3.84/4.32 美元。当前股价对应 2022/2023/2024 年 PE 分别为 19.9/19.7/17.5。由于公司 IP 具有全球化属性，可以长期贡献价值，并考虑到公司 IP 储备丰富且移动化项目已取得了不俗的成绩，在主机游戏和移动游戏上均拥有具有竞争力的产品，同时未来新游戏发布和移动端广告货币化带来新一轮的利润增长点，我们认为动视暴雪仍具有一定增长空间，给予公司 30 倍 PE，目标价为 809 亿美元，给予“推荐”评级。
- 动视暴雪已于 2022 年 1 月宣布与微软达成了合并协议，将以每股 95 美元、总价值 687 亿美元的价格被微软收购。综合以上估值预测，该收购价格较为合理。

图表：动视暴雪盈利预测及估值

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万美元）	8,086	8,803	9,104	9,496	10,211
增长率YoY	24.60%	8.9%	3.4%	4.3%	7.5%
净利润（百万美元）	2,197	2,699	2,898	2,935	3,301
增长率YoY	46.20%	22.8%	7.4%	1.3%	12.4%
EPS（美元）	2.85	3.44	3.79	3.84	4.32
PE	34	20.0	19.9	19.7	17.5

资料来源：公司公告，招商证券

# 目录

---

## 六、风险提示

## 6. 风险提示

- 新产品表现不及预期的风险。
- 新产品进度不及预期的风险。
- 现有产品收入下滑的风险。
- 元宇宙相关业务暂未产生利润的风险
- 对公司声誉产生负面影响的诉讼和赔偿风险。
- 人才流失的风险。



# 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**顾佳：**招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015 年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

**陈永晟：**招商证券研发中心传媒行业研究助理，复旦大学学士，复旦大学硕士，2年传媒互联网研究经验，曾就职于东北证券，2021年加入招商证券传媒组。所在团队获得2021年Wind金牌分析师第二名，21世纪金牌分析师第二名，卖方分析师水晶球奖第四名，十九届新财富最佳分析师第四名。

# 评级说明

---

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

## 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

## 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

# 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





**感谢您宝贵的时间**  
**Thank You**