# 18春训营任务4：游戏——沧海桑田，不熟不买

## 通关题：

1. **游戏行业从80年代至今经历了哪些终端/载体变化？**

答：

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 1980-1994 | 1994-2001 | 2001-2008 | 2008-2018 | 2018以后 |
| 红白机时代 | PC时代 | 互联网时代 | 移动互联网时代 | VR、AR、MR |

1. **你认为游戏行业规模越来越大主要有哪些原因？**

答：① 市场方面，自身由于享受到经济增长与人口红利，不断扩大用户面，形成快速发展。② 产业发展商，本身朝向泛娱乐化发展，形成从端游到页游到手游和电竞、以及周边的全包围体系。

1. **你认为盛大衰落vs腾讯、网易崛起主要是什么原因？**

答： ① 对游戏产业重心转移的把握，盛大的转型没有能够把握住游戏趋向于碎片时间化的手游潮流，而浪费了太多资源在非重心领域。② 盘子太大，内部管理出现问题，内耗严重，无法留住核心员工，设想的战略也逐一失败，从而浪费了太多资源，导致日后无力，逐渐被竞争对手蚕食核心竞争力。

1. **盛大为什么没做成平台，而腾讯做成了？**

答：① 公司管理问题。在盛大借助《传奇》大获成功之后，面临着原有的家族风管理与公司庞大的体量不符合的问题。虽然在盛大盒子计划上体现了陈天桥的远见卓识，但由于内耗，或者说能力的欠缺等等内部原因，并没有做好。反而消耗了巨大资源。② 用户生态。靠做即时通讯起家的腾讯坐拥互联网时代最大的用户资源，在游戏领域也具有先天优势，有用户、能推广、设置合理的转换成本，在互联网时代更易形成先入壁垒，从而给腾讯的战略推广构成巨大推力。

1. **简述游戏行业的产业链，比较EA、暴雪、盛大、腾讯、网易、SONY、任天堂和微软在游戏行业的商业模式**

答： 游戏行业产业链是由研发商、发行商、运营商和用户，以及广告推广、游戏文化产业，互相之间相辅相成而构成的。

以任天堂为首的，SONY、微软、EA、暴雪实际上都是属于“游戏主机的商业模式”，其商业思路是通过推出游戏专用硬件，或者第一手的优质游戏为核心，吸收客户，通过已获得的成功来降低资本的预期风险，吸引投资，再不断制作高质量的游戏，并参与宣传销售，来获取利润。进而形成良性循环。

而盛大、腾讯、网易的商业模式则属于“非主机游戏的商业模式”。其遵循了资本的一般规律。由于游戏行业有着相当高的不确定性，进而适应其较高的预期风险，通过吸引资金不断的小成本投入，以量制胜，在游戏行业以“投机”的形式博取用户的真金白银，并衍生出投资、开发推广、牟利、见好就收的商业理念。

1. **你认为卧龙地产前一次失败的原因是什么？**

答：按照官方说法，是由于墨鳞股份游戏业务精品路线转型延期，卧龙地产和墨鳞股份就后续的战略规划存在一定分期，经过充分沟通后无法达成一致。导致这一情况发生的原因是，墨鳞股份在收购中的估值高达45亿元，交易价格定为44.09亿元，而截至收购发生前的2016年3月31日，墨鳞股份总资产仅为11.33亿元，交易额溢价289.14%，这其中包含了对墨鳞股份所主营的游戏业务的高度预期。然而墨鳞股份从页游向端游、手游的转型途中并不顺利，其主营业务陷入亏损并且无法看到实际预期业务能力的兑现。因而导致了此次并购失败。

1. **评估游戏行业上市公司的核心指标是什么？列出卧龙的两次并购公告中被收购游戏公司的核心运营数据。**

答：评估游戏业上市公司的核心指标应该包含主营业务收入占比、市场份额、PE、PB、营收水平、净利水平以及注册用户数、留存率、付费转化率、ARPPU等数据。

墨鳞股份的业务类型以网页游戏为主，2016年1-3月占其营收的94.48%；市场份额在2015年占其主营业务页游的5.9%，位列页游研发厂商第四名；其PE和PB分别为25.71、6.91，均小于均值和中位数；但营收2015、2016年1-3月均同比下降，扣非净利润均属于亏损状态。

天津卡乐旗下子公司乐道互动业务类型是以手游为主，主打精品游戏路线，并布局国际市场，2016年营业流水额中有约20%来自大陆之外的地区；标的公司旗下另一子公司上海喆元（SNK）的主营业务以IP授权及分成、家用机掌机游戏、手游为主，2016年分别占比69.34%、17.15%、7.03%，且IP业务占比有上升趋势；截至2017年，标的公司PE为13.56，低于行业47.30的水平；且营业收入与利润额不断提升，呈现爆发式增长态势。

1. **计算完美、巨人和盛大的退市价格所对应的估值（提示：可以从SEC公告或A股巨潮的借壳上市公告中获得相关信息）。**

答：

完美世界估值为27.26亿元；巨人网络估值为130.90亿元；盛大游戏退市估值为121.18亿元。

1. **为什么美国上市的中概股游戏公司估值比A股低很多，而部分互联网公司却能享受估值溢价（试用DCF估值模型来解读）？**

答：根据DCF估值模型，在折现率一定的前提下，对企业自由现金流量和企业第n年的经营性资产价值就决定了企业的估值。在美国上市的中概股受到的舆论和政策监管较为成熟严格，且虽然上市较为简单，但上市后进行融资的难度更大，如果企业经营遭遇瓶颈，不易摆脱困境。同时国外大多数投资者对中国游戏市场的发展预期不足，以上种种，导致了对中概股游戏公司未来自由现金流量和资产价值增长的估值较A股偏低。

1. **你认为游戏行业的核心竞争力是什么？**

答：

研发能力。游戏行业作为一个高度创意型的产业，其研发能力对产品质量、产品市场认可程度都起着至关重要的作用。

商业模式。如任天堂开发的“主机游戏商业模式”和目前中国游戏市场几乎一统江湖的游戏内容免费，游戏内道具收费的“非主机游戏商业模式”，都是其本身在相对于市场其它产品有着较良好质量的基础上，采用了创新性的市场营销手段和独特的市场开发逻辑，从而带动了其本身，乃至整个游戏产业的发展。

## 附加题：

1. **列举以下游戏公司自2015年后最高收盘价至2018年4月20日收盘的涨跌幅。**

**巨人网络（002558）**

2015/12/15：227.30元；计算复权后，涨跌幅为-56.99%

**世纪华通（002602）**

2016/12/13：47.30元；计算复权后，涨跌幅为-26.89%

**完美世界（002624）**

2016/2/18：43.62元；计算复权后，涨跌幅为-22.01%

**三期互娱（002555）**

2015/5/14：126.47元；计算复权后，涨跌幅为-35.96%

**昆仑万维（300418）**

2015/5/4：155.91元；计算复权后，涨跌幅为-44.06%

**恺英网络（002517）**

2015/6/12：66.60元；计算复权后，涨跌幅为-54.89%

**游族网络（002174）**

2015/6/11：152.17元；计算复权后，涨跌幅为-59.53%

**掌趣科技（300315）**

2015/5/21：41.81元；计算复权后，涨跌幅为-73.55%

**中青宝（300052）**

2015/6/11：48.40元；计算复权后，涨跌幅为-72.07%

1. **世纪华通跟它们有何不同？还原世纪华通进入游戏行业的路径，写出从第一次收购游戏资产发布预案，到历年方案调整，直到交割的时点。写出后续重大收购（包括大股东收购游戏资产）的公告时点。**

答：世纪华通自从14年对天游、七酷、点点互动等多家公司的并购之后，目前是一个以游戏研运一体化、传统的汽车零部件与铜杆加工并行的双主业公司。

第一次收购游戏资产重要时点：

2014/01/22发布对无锡七酷和上海天游网络的收购预案；

2014/03/19、2014/7/29发布对并购交易的交易报告书修订方案的说明；

2014/08/26发布并购交易标的资产过户完成公告。其中2014/8/15完成对七酷网络的股权变更登记，2014/8/19完成对天游软件的股权变更登记。

后续重大收购的公告时点：

2015/07/01股东华通控股以及第二第三大股东邵恒、王佶参与盛大游戏私有化，收购盛大游戏43%股权；

2016/01/07收购盛大游戏有限公司47.93%股权方案发布，并于2016/06/14公布完成；

2016/09/21收购华毓国际100%股权、点点互动（北京）科技有限公司100%股权、华聪国际100%股权、菁尧国际100%股权、点点开曼40%股权公布，并于2018/01/23公布完成；

2017/11/15由全资子公司收购北京文脉互动科技有限公司51%股权公告；

1. **列举第一题的9家公司，2017Q1-2018Q1五个季度的营收和净利的同比增速，当前的估值（PE），并写下你的分析。**

答：

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2017Q1 | | 2017Q1 | | 2017Q3 | | 2017Q4 | | 2018Q1 | | 当前估值（PE） |
| 净利同比 | 营收同比 | 净利同比 | 营收同比 | 净利同比 | 营收同比 | 净利同比 | 营收同比 | 净利同比 | 营收同比 |
| 巨人网络 | 128.5% | 68.8% | 2.0% | 7.9% | 16.5% | 4.4% | -9.3% | 31.0% | 2.5% | —— | 42.4 |
| 世纪华通 | 3.0% | 2.8% | 221.7% | -10.3% | -18.2% | -1.8% | -20.8% | 13.8% | 123.8% | —— | 62.3 |
| 完美世界 | 63.3% | 95.2% | 89.1% | 47.7% | 21.4% | 35.6% | -5.0% | -8.1% | 10.7% | -5.6% | 29.0 |
| 三七互娱 | 105.0% | 36.3% | 52.0% | 17.7% | 35.5% | 11.8% | 39.4% | 9.3% | —— | —— | 18.9 |
| 昆仑万维 | 98.2% | 62.2% | 30.8% | 26.4% | -22.9% | 51.1% | 994.4% | 31.7% | 10.0% | —— | 25.5 |
| 恺英网络 | 101.5% | 5.7% | 45.2% | -3.9% | 244.8% | 15.8% | 122.6% | 39.8% | —— | —— | 13.4 |
| 游族网络 | 86.7% | 101.0% | 7.6% | 37.9% | -5.2% | 2.7% | -13.4% | 2.8% | —— | —— | 27.8 |
| 掌趣科技 | -26.9% | -10.2% | -46.6% | -16.9% | -9.9% | 12.6% | -138.2% | -2.1% | -24.3% | —— | 57.2 |
| 中青宝 | -4.3% | 11.6% | 100.4% | 26.2% | 2.6% | -28.4% | 161.8% | -44.5% | 335.0% | —— | 71.1 |

根据以上九家上市公司近5个季度以来的营收、净利增速，以及当前估值发现，营收的增长和净利增长并不能高度正相关，并且净利润的变化浮动程度相比于传统行业公司较大。这从侧面体现了游戏行业作为创意型行业，虽然在目前中国玩家数与人均消费发展迅速的当前时期有着广阔的市场前景，但是也不可避免的出现游戏产品的快速迭代，反映了行业高度的“投机性”。

1. **掌趣科技去年公告获得腾讯投资，翻看掌趣上市后的估值变化（PE band），业绩增速变动，增长和衰落的模式，对比当下的世纪华通，你看到了什么？**

答：

掌趣科技是中国最早的手游市场参与企业之一，主营业务包括端游、页游和周边产品的开发、代理、维护。自2012年上市，公司在2016年及之前，净利和营收增速均保持在非常高的水平，在2015年总资产规模较2012年翻了31倍。其保持高速增长的模式是，在2004年靠着做移动运营商起家，之后涉足游戏领域并通过不断的并购优质资产扩大营收和利润，达到收入暴增的效果。但同时在研发上的投入却并不是公司在意的关键，而是将大部分的资金都用来并购重组，这样的增长模式对风险的抵抗力很低，在2017年6月宣布并购失败之后虽然接受了腾讯注资，但仍然无法逃避净利润和营收不断下滑的趋势，高管也大范围的出现了套现离场的局面。

相比于当下的世纪华通，他们都是靠着其他的业务得到的第一手资金，在涉足游戏领域之后通过不断的并购交易，扩大资产扩大营收，但这样的行为势必造成业务本身缺乏生气，导致研发和销售等行业本身核心的技术环节出现问题，如果不及时转变运营模式，最终市场的淘汰和并购的失败也只是时间问题。

1. **手游2018和手游2013，发生了什么变化？**

答：在产业细分上，2013年在中国网络游戏产业细分中，手游占比16.6%与页游相当，但在2018年手游预计可以占比超过60%，在游戏产业中占据绝对统治地位；在增长幅度上，在人数上，2013年手游用户规模呈现出爆发性增长趋势，用户人数达到3.1亿，同比上升248.4%，而由于用户人数的瓶颈在2016年已经来临，2018年同比应无明显变化；在营收上，2013年手游市场规模增幅达到246.9%，2018年虽不及之前的爆发式增长，但随着游戏全民化和重度化的发展趋势，以及用户月均游戏付费水平逐步提升，其市场规模仍有较大提升空间。