**1、游戏行业从80年代至今经历了哪些终端/载体变化？**

游戏载体经历了80年代的主机时代，90年代的街机时代后，90年代末伴随着个人电脑的快速普及又将游戏带入了PC时代，至今，由于无线网络技术、通讯网络技术等的发展，促进了智能手机的快速渗透，从而带动了移动终端游戏的蓬勃发展。

**2、你认为游戏行业越做越大的主要原因？**

游戏行业能够持续发展主要由于，具体表现在；

1）政策扶持。游戏行业的发展离不开政府政策的扶持，从2000年到2016年，政府出台了多个政策，为游戏产业的健康发展提供了有利的政策环境，有利于游戏公司研发新游戏。

2）技术革新。游戏载体硬件技术、网络通信技术、支付方式等科技的发展，游戏的画面变得越来越真实、游戏细节也越做精细、游戏的运行也变得更加流畅等游戏的画面感、体验感得到成倍的增加，由此吸引越来越多的玩家。

3）庞大的用户规模。根据GPC&CNG&IDC的数据，2017年中国游戏用户规模已达5.83亿人，中国游戏市场实际销售收入达到2036.1亿元，同比增长17.7%。庞大的用户数量对游戏产生了的持续需求。

4）丰富的游戏选择。随着移动端游戏的兴起，游戏的内容变得更加丰富。市场上开始出现针对不同年龄层、不同主题、不同类型的游戏。游戏的消费群体不再局限于男性，女性也开始玩游戏，玩游戏人群的年龄层也变得更加大。因此，丰富的游戏选择吸引了各年龄层的玩家，同时，玩家的增长又会反作用于游戏公司去开发更好的游戏。

**3、你认为盛大衰落VS腾讯网易崛起主要是什么原因？**

盛大游戏的衰落跟公司发展战略上的失误有直接关系。2001年，盛大游戏依靠独家代理韩国网游《传奇》获得了极大的成功，这款游戏一度被称为中国网友的开山之作。2003年，其自主研发的《传奇世界》更是延续了公司的辉煌。2005年，盛大游戏将从根据按时长收费的商业模式改为游戏免费、增值服务收费，该模式一度成为游戏行业的标准盈利模式。

反观盛大衰落的原因，主要可以概括为以下几点：

1）重发行，轻研发、轻运营。《传奇》模式的成功，让盛大游戏着急复制这一模式，盛大先后代理了《巨星》、《星辰变》、《零世界》等游戏，但都收获平平。《冒险岛》和《龙之谷》这两款游戏上线时得到了众多玩家的青睐，但是一味追求利益而忽略了游戏体验感导致了用户的大量流失。公司在《热血传奇》后再无爆款的自主研发的游戏，多重因素导致公司的发展完全受制于他人。反观腾讯，了虽然《LOL》、《DNF》、《CF》三款游戏也均是代理，但是通过其自主研发更新，提升了用户体验，腾讯也于2009年在营收上成功超过盛大游戏，成为网游行业的第一巨头。2010年，网易也凭借着《魔兽世界》、《大唐无双》等游戏赶超盛大游戏，成为行业第二。

2）战略方向失误。盛大游戏2009年便于美国上市，上市之后公司的发展不仅专注于游戏行业。公司通过收购，进军了视频、文学、游戏平台等领域，超时代的发展战略并没有得到预期的回报。随着智能手机的普及、移动通讯网络的升级，腾讯、网易等巨头纷纷积极布局手游行业，2013年

但是盛大却慢了一拍。

**4、盛大为什么没有做成平台，而腾讯做成了？**

腾讯能够做成平台，一方面归因于其拥有微信、QQ等移动流量的大入口；另一方面，腾讯拥有着极其强大的游戏运营发行能力。

**5、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。**

游戏行业的产业链主要包括游戏开发商、运营商、渠道分发商、游戏玩家等。

|  |  |
| --- | --- |
| 公司名称 | 商业模式 |
| EA | 代理游戏发行 |
| 暴雪 | 游戏开发及销售、代理游戏发行、增值服务收费 |
| 盛大 | 代理游戏发行、基础服务免费、增值服务收费 |
| 腾讯 | 以社交平台作为游戏用户流量的接入口，通过在游戏中提供增值服务、代理游戏的发行等来实现盈利 |
| 网易 | 代理游戏发行、基础服务收费、增值服务收费 |
| SONY | 销售游戏主机、代理游戏发行、增值服务收费 |
| 任天堂 | 销售游戏主机、代理游戏发行、增值服务收费 |
| 微软 | 销售游戏主机、代理游戏发行、增值服务收费 |

**6、你认为卧龙地产前一次失败的原因是什么？**

2016年7月30日，卧龙地产于首次公告了其发行股份购买墨麟股份97.714%股权并同时募集配套资金的预案。该次重组方案为拟向深圳墨非等13家企业及陈默等4名自然人发行股份购买其合计持有的墨麟股份97.714%股份，并同时募集配套资金。标的公司100%股权以2016年3月31日为基准，预估值为45亿，即本次交易价格约为44.08亿，其中21.03亿以现金支付，23.05亿以发行股份的方式支付。同时上市公司拟以锁价方式向卧龙控股及9名投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额约21.36亿，用于本次交易的现金对价部分。公司于11月19日公告终止该次重组。

2017年3月22日，卧龙地产公告了其发行股份购买天津卡乐100%股权并同时募集配套资金的预案。该次重组方案为拟向西藏道临等9家企业发行股份购买其合计持有的标的公司天津卡乐100%股权，并同时向卧龙控股募集配套资金。本次交易，标的公司100%股权作价53.3亿元，其中39.39亿元以股份方式支付，13.91亿以现金支付，同时募集配套资金14.71亿元用以支付现金对价。公司于5月20日即宣布终止该次重组。

总结这两次重组，其失败的原因可以归咎于以下几个：

1）两次重组皆为跨界并购，体量均与上市公司相当，有类借壳之嫌

拟收购标的墨麟股份97.714%作价44.08亿，天津卡乐100%股权作价53.3亿元，根据相应股份测算，标的公司控股股东与上市公司实际控制人股权比例过于接近，除此之外，上市公司主要在三县城市从事房地产开发，经营业绩远不如标的公司，因此具有类借壳之嫌。虽然在两次交易中，上市公司均通过部分对价以现金方式支付以及标的公司控股股东采取相关措施以证明不谋求控制上市公司的目的，但是说服力仍不足。除此之外，由于标的公司与上市公司处于两个不相关行业，对其能否有效整合也存在疑问。

2）监管新趋势，高估值合理性存疑

市场于2015年经历了由牛转熊的变化，为防控金融风险，促进资金“脱虚向实”，将梗多资金投入尸体企业，证监会开始限制有关于影视、娱乐、体育、文化类等相关的IPO、再融资等行为。标的公司所处游戏行业正好为证监会敏感行业，重组失败也是意料之中。期间，同行业上市公司估值屡创新低，监管新趋势下敏感行业的估值普遍下调，标的公司高估值的合理性存疑。

3）两次重组，标的公司财务存疑点，盈利能力存疑

拟收购标的墨麟股份100%股权预估值为45亿元，标的公司报告期内净利润分别为5506万元、15545万元、24990万元，而扣非后净利润为5293万元、-7574万元、-528万元，非经常性损益主要来源于标的公司处置非流动资产，由于该活动非公司主营业务，主营业务报告期内营收与净利润亦均处于大幅下滑的趋势，该活动对标的公司估值有重大影响，且不具有持续盈利性，有故意抬高估值之嫌。

拟收购标的天津卡乐100%股权估值53.3亿元，标的公司子公司乐道互动与其主要股东完美世界的关联交易占同业收入的比重约为30%，关联交易定价的公允性及真实性存疑。

4）墨麟股份高业绩承诺，完成能力存疑

墨麟股份承诺2016年-2018年实现的归母净利润不低于3.6亿、4.5亿、5.625亿元，而2015年公司实现归母净利润1.28亿，承诺利润的实现可能性存在疑问。

**7、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。**

评估网络游戏公司核心指标包括月活跃用户数、付费用户数、月活跃用户付费率、ARPPU值（单位付费用户平均消费水平）、游戏流水、IP数量等。

1）墨麟股份

本次重组，独立财务顾问对以下四款游戏开展了尽职调查，该四款游戏报告期内累计收入占墨麟股份累计收入的比重为39.04%。

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 游戏名称 | 时间 | 活跃用户数（人） | 付费用户数（人） | 活跃用户付费率 | 付费玩家当月平均充值额（元） |
| 秦美人（国服） | 2014-12 | 130,464 | 5,121 | 3.93% | 863.45 |
| 2015-12 | 39,166 | 5,519 | 14.09% | 384.72 |
| 2016-03 | 34,782 | 3,206 | 9.22% | 417.94 |
| 战龙三国（国服） | 2014-12 | 492,460 | 29,628 | 6.02% | 383.57 |
| 2015-12 | 199,545 | 14,279 | 7.16% | 390.32 |
| 2016-03 | 177,083 | 11,546 | 6.52% | 460.28 |
| 风云无双 | 2014-12 | 1,692,514 | 152,966 | 9.04% | 293.48 |
| 2015-12 | 183,737 | 20,573 | 11.20% | 279.30 |
| 2016-03 | 98,283 | 13,875 | 14.12% | 286.68 |
| 古剑奇谭 | 2015-12 | 530,215 | 37,814 | 7.13% | 230.36 |
| 2016-03 | 382,621 | 27,820 | 7.27% | 214.41 |

2）天津卡乐

天津卡乐主要通过SNK及乐道互动开展业务。SNK主要从事IP授权和游戏研发运营业务，拥有的IP包括《拳皇》、《万能战车之合金弹头》、《恶狼传说》、《侍魂》等。乐道互动是集研发、发行于一体的网络游戏公司。其游戏包括《神雕侠侣》端游和手游、《暗黑黎明》、《暗黑黎明2》、《魔力宝贝》、《如果的世界》等月流水破3000万的游戏。

本次重大资产重组最终以失败告终，并未公告相关网游流水等运营数据。

**8、计算完美、巨人和盛大的退市价格所对应的的估值（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）**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 公司名称 | 私有化价格 | 私有化对应估值 | 登陆A股对应估值 |
| 完美世界 | $20.2/ADS | 约10亿美元 | 120亿元 |
| 巨人网络 | $12/ADS | 约30亿美元 | 131.24亿元 |
| 盛大游戏 | $3.55 | 约19亿美元 | 约300亿 |

注：盛大游戏目前的估值根据2018年腾讯战略投资盛大游戏30亿获取10%的股份推出。

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

大部分在美国上市的互联网公司成长非常迅猛，在互联网高速发展的当下，为了在互联网行业保持持续的竞争力，互联网企业纷纷选择牺牲当期财务报表上净利润科目的体现而选择再投资，以博取未来更好的发展。因此，在传统PE、PEG、PB、EV/EBITDA等指标失效的情况下，美国市场普遍选择对公司预期未来产生的自由现金流贴现（DCF）来进行估值。在谷歌、亚马逊、脸书等互联网巨头的带动下，互联网公司在美国普遍享受到估值的溢价，阿里巴巴、京东、新浪等互联网公司也受益其中。

**10、你认为游戏行业的核心竞争力是什么？**

游戏行业的核心竞争力包括游戏研发能力、游戏运营能力、IP开发能力、用户流量接口、创新能力

**附加题：**

**1、列举一下游戏公司自2015年后最高收盘价至2018年4月20日收盘的涨跌幅。**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 证券代码 | 公司名称 | 区间最高收盘价 | 2018.4.20收盘价 | 涨跌幅 |
| 002558.SZ | 巨人网络 | 227.30 | 26.99 | -63.88% |
| 002602.SZ | 世纪华通 | 47.30 | 34.48 | -26.88% |
| 002624.SZ | 完美世界 | 43.62 | 33.90 | -21.97% |
| 002555.SZ | 三七互娱 | 126.47 | 14.83 | -54.19% |
| 300418.SZ | 昆仑万维 | 155.91 | 21.95 | -63.42% |
| 002517.SZ | 恺英网络 | 66.60 | 14.92 | -54.94% |
| 002174.SZ | 游族网络 | 152.17 | 20.35 | -59.66% |
| 300315.SZ | 掌趣科技 | 41.81 | 5.77 | -73.65% |
| 600138.SH | 中青旅 | 29.78 | 21.19 | -27.75% |

**2、世纪华通跟他们有何不同？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，到历次方案调整，直接交个的时点。写出后续重大收购（包括大股东收购游戏资产）的公告时点。**

|  |  |
| --- | --- |
| 公告时间 | 公告内容 |
| 2014年1月2日 | 发行股份及支付现金购买天游软件100%股权和七酷网络100%股权并募集配套资金暨关联交易预案 |
| 2014年3月19日 | 发行股份及支付现金购买天游软件100%股权和七酷网络100%股权并募集配套资金暨关联交易（草案） |
| 2014年4月11日 | 中国证监会予以受理收购天游软件100%股权和七酷网络100%股权的重大资产重组事宜 |
| 2014年7月1日 | 中国证监会核准收购天游软件100%股权和七酷网络100%股权的重大资产重组事宜 |
| 2014年7月28日 | 获得中国证监会核准收购天游软件100%股权和七酷网络100%股权的重大资产重组事宜的批复 |
| 2014年8月25日 | 天游软件100%股权、七酷网络100%股权完成过户 |
| 2015年12月1日 | 发行股份及支付现金购买中手游移动科技100%股权、菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易预案 |
| 2016年4月14日 | 发行股份及支付现金购买中手游移动科技100%股权、菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易（草案） |
| 2016年9月6日 | 重大资产重组方案将进行调整 |
| 2016年9月21日 | 发行股份及支付现金购买菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易（草案） |
| 2016年10月19日 | 证监会受理发行股份及支付现金购买菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易事宜 |
| 2016年12月12日 | 发行股份及支付现金购买菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易获证监会有条件通过 |
| 2017年2月17日 | 获得发行股份及支付现金购买菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易批复 |
| 2017年6月14日 | 控股股东及大股东完成收购盛大游戏90.92%股权 |
| 2017年8月29日 | 控股股东及大股东完成收购盛大游戏剩余9.08%股权，交割手续正在办理 |
| 2017年11月14日 | 上市公司全资子公司无锡七酷投资签署《股权转让意向书》拟以1.5亿元价格受让文脉互动51%股权 |
| 2018年1月22日 | 发行股份及支付现金购买菁尧国际100%股权、华聪国际100%股权、华毓国际100%股权、点点北京100%股权及点点开曼40%股权并募集配套资金暨关联交易的标的资产过户完成 |
| 2018年3月30日 | 公司全资子公司点点互动投资韩国Kakao Games Corp10,000,121,487韩元，占标的公司总股份的1.19% |

**3、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（使用九斗服务号查询），当前的估值（市盈率），并写下你的分析。**



当前游戏行业的估值普遍不高，上述9家公司的平均市盈率为33.73倍，整体估值不是很高。从财务数据上看，各家公司的发展不一，其原因主要有两个：1）前期监管趋紧，监管层对游戏行业的兼并收购类项目趋于收紧状态，前期游戏行业的过热形势受到一定的降温；2）行业整体处于较低估值水平，多数上市公司处于前期审核通过的相关收购兼并活动的整合期，多数上市公司也积极布局海外，造成业绩的大幅波动。

**4、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？**

掌趣科技于2012年5月上市，正好为移动游戏市场高速发展的时候。自2013年起，公司通过收购布局网游行业。2013年，公司以8.1亿元收购动网先锋、17.39亿元收购玩蟹科技100%股权、8.14亿元收购上游信息70%股权，2014年以2200万元获得北京筑巢新游35%股权，2015年以18亿购买天马时空80%股权、3.66亿购买上游信息剩余30%股权。频繁地收购给掌趣科技带来了亮眼的业绩，2013、2014、2015年业绩增长迅猛，同时估值也水涨船高，2014年初一度突破200倍PE，市值也一度达到最高540亿元，但是伴随着游戏行业整体估值的回调、标的公司业绩持续不及承诺业绩、高管频繁减持、管理层动荡等问题，掌趣科技市值一路直下，截止2018年4月20日，市值仅156亿。

世纪华通于2011年7月上市，主营业务为汽车零部件二级供应商，在经历上市持续下滑的局面后开始随后谋求业务转型。2014年，公司9.5亿元收购天游软件100%股权、8.5亿元收购七酷网络100%股权，2017年，公司以69.39亿元完成收购点点互动100%股权，2017年其股东也完成了对盛大游戏100%股权的收购。通过收购，实际华通的业绩实现了持续快速上涨，其估值也一度高达120多倍PE。

世纪华通的转型之路与掌趣科技的横向并购类似，均是依靠大量的资本运作以及伴随着高业绩对赌。若收购的标的公司能保持持续的游戏研发能力，积极开发新IP以增加用户流量、用户粘性，则世纪华通的发展势头能持续保持；若无法做到，可能会步掌趣科技的后尘。

**5、手游2018和手游2013，发生了什么变化？**

近年来，中国手游行业的发展呈现以下几个变化：

1）用户红利逐步消退，提升游戏质量增加成新方向

随着智能手机的普及，手游用户规模出现爆发式增长，根据中国音数协游戏工委（GPC）&伽马数据（CNG）&国际数据公司（IDC）的数据，中国移动用户规模在2013年迎来爆发式增长后，增速开始减缓，至2017年末，移动用户规模达到5.54亿人，同比仅增长4.9%，手游行业面临着用户红利逐步消退的局面，移动用户规模将见顶。由此，手游公司单纯依靠买流量的方式提高游戏收入的模式可能渐渐成为过去，通过提升游戏质量、追求玩法创新、积极开发新IP等方式来提升游戏月活跃用户数、付费用户数、月活跃用户付费率、ARPPU值等是未来的新方向。

**2008-2017年中国移动游戏用户规模**

数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）&伽马数据（CNG）&国际数据公司（IDC）

2）手游积极出海，海外业务成新增长点

不同于2013年手游兴起时，中国游戏公司纷纷积极引入国外优秀IP、爆款游戏以快速扎根手游市场建立市场地位，2018年中国自主研发的游戏也将继续积极出海。2017年，中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入同比增长14.5%，达到82.8亿美元，该数据在2013年仅18.2亿美元， 中国自主研发移动游戏海外影响力提升，产品品牌地位显著提升。目前，中国已经成为游戏输出大国，东南亚、日、韩排名靠前的进口游戏多为中国自主研发游戏。

2008-2017年中国自主研发网络游戏海外市场实际销售收入

数据来源：中国音数协游戏工委（GPC）&伽马数据（CNG）&国际数据公司（IDC）

3） IP与游戏融合成当下趋势

根据伽马数据的统计，2017年IP移动游戏市场实际销售收入达到745.6亿元，同比增长36.2%，IP移动游戏收入在总移动游戏收入的比例达到64.2%，由此可以看出IP游戏是当下手游产品的主力。IP游戏不仅能为游戏带来新增内容，提高玩家的活跃度，还能挖掘更多的潜在用户，刺激用户进行消费行为，IP对于游戏的价值将会越来越大。