

# 游戏直播商业模式对企业业绩的影响研究

## ——基于虎牙直播的案例

◎文/ 刘运国 陈诗薇 柴源源

### 一、引言

互联网商业模式的发展带来了新兴的游戏直播商业模式,在资本簇拥下国内的游戏直播平台已经实现了流量的变现,同时如何保持用户的持续投入以获得盈利增长,继而体现出企业市场价值,则成为业内人士关注的热点。本文通过深入剖析虎牙游戏直播商业模式,结合平台的运营策略分解虎牙游戏直播的收入和成本结构,从会计业绩和市场业绩两个角度出发,分析复杂商业环境下其商业模式对企业业绩的影响过程。研究发现,虎牙直播平台利用增加用户粘性、采取移动化策略、扩大规模效益、提升运营效率等手段带动财务绩效增长,企业业绩在资本市场中得到提升。由优化内容和技术双驱入手共同实现从“引流”到“盈利”的运作机理。这种机理分析对虎牙游戏直播平台未来盈利的持续性和成长性,以及面对可能的运营风险在资本市场中企业价值的提升带来有

效的指导作用。

### 二、虎牙直播商业模式构建及对企业的价值影响分析

虎牙直播是国内最为资深的以技术驱动娱乐的弹幕式互动直播网络运作平台,拥有丰富的独家游戏资源,如英雄联盟、王者荣耀、球球大作战、守望先锋等。在游戏直播领域的成功使其业务扩展到其他娱乐类型,如才艺表演、动漫和户外活动等,为中国游戏爱好者创建一个充满激情、互动参与的游戏核心沉浸式社区。虎牙直播经历了三个重要的发展阶段:一是2008年起从欢聚时代(股票代码:YY)做好了内部孵化准备。依托YY上市之后的游戏直播业务,打造多玩游戏网、YY语音和多玩盒子等深耕游戏领域的垂直流量,奠定了行业领跑者的优势地位。第二阶段是2013年底至2015年3月,虎牙直播通过YY游戏直播的流量积累,于2014年11月在激烈市场战中正式成立,随即投入7亿元用于技术和硬件的升级,加大对

生态建设、品牌推广和运营活动的市场投入,打造长线战争中的平台硬实力,走技术驱动娱乐之路。第三阶段从2015年初至2019年末,虎牙直播通过精耕游戏内容资源、搭建公会管理体系<sup>①</sup>、驱动培育主播等方式,牢牢占据了游戏直播市场。特别是在收获了中国平安领投的7500万美元A轮融资之后,作为国内游戏直播第一股,同年5月11日,成功在纽约证券交易所上市(股票代码:HUYA)。经历了12年的发展,虎牙直播持续在内容上进行深化和广化,多样化深度增加游戏直播种类;同时加强赛事运营管理,形成线上线下联动的生态链条;坚持推进5G技术在直播中的应用,以技术赋能内容生产者,促使线上与线下、真实与虚拟的结合,重点布局5G技术及基于5G的VR技术、边缘云技术等新技术的研究与应用,建立了三大电信运营商的5G商用合作关系,走在技术创新的前沿。

#### (一)直播商业模式客户价值

对于虎牙直播游戏直播平台

而言,在其立志成为中国年轻一代最热门的科技娱乐社区的使命之下,其目标客户是对游戏直播有强烈需求的游戏玩家,为其提供高清、流畅而且丰富的互动式视频直播服务。虎牙直播的产品覆盖PC、Web、移动三端,拥有超过2600款直播游戏,转播760多场电竞赛事,签约大量职业战队和知名主播。目前,虎牙已逐步引入多元化直播品类,拥有包括网游竞技、单机热游、手游休闲、娱乐天地4大品类近300个特色频道,涵盖电竞、音乐、体育、星秀、户外、真人秀、综艺、娱乐等热门内容。

## (二)直播运营模式构建

如图1所示,虎牙游戏直播平台利用视频直播技术,搭建一个包含内容生产方和内容获取方的互动交流的平台。内容生产方由电竞组织、游戏主播和职业玩家等构成平台供应商,电竞组织通过组织电竞赛事向平台提供赛事直播资源,游戏主播通过自身游玩游戏或

解说职业玩家的比赛场面向平台提供直播内容。内容获取方为直播平台的游戏玩家用户,注册登录自由进入心仪主播的直播间观看直播内容。此时,游戏直播平台的本质就是一个视频中介,提供了连接主播与用户的互动信号。用户在观看直播的过程中打赏喜爱的主播,平台实现流量的变现同时获得与主播分成后的打赏收入,既有以感情为依托的内在报酬型交换,也有利益为基础的外在报酬型交换。随着用户逐渐增多,广告主借助平台进行品牌宣传与推广,形成平台广告收入。此外,平台通过与游戏开发者和发行方合作,为其提供游戏游玩或下载的入口,从而获得游戏联运收入。从上述运营过程来看,虎牙直播的运营模式可以概括为“内容获取—流量获取—流量变现”。平台主要收入来源包括打赏收入、广告收入和联运收入三个部分,其中打赏收入是核心并占据较大比重。而成本构成是内容成本

和带宽成本,内容成本包括主播的签约费用和向电竞组织、游戏开发商支付的赛事和游戏的版权费;带宽成本是为了维持直播的播放质量而付出的技术成本。为维持这种运营模式,虎牙直播通过技术领先升级用户体验和公会体系打造良性生态两种方式提升核心运营能力。在播放技术和产品设计上的持续提升和改善成为众多用户选择使用该平台观看直播的重要理由;同时虎牙直播建立起平台赋能公会<sup>③</sup>、公会驱动主播、主播反哺平台的三方共赢模式,具备相对公平的上升通道、良性的竞争关系,主播在与观众互动中通过持续的投资维系与发展社会资本,创造利于打造优质内容、快速成长、迅速变现的良好环境,极具粘性的生态体系是虎牙直播在业内的核心竞争力所在。

## (三)直播盈利模式价值分析

稳定的流量来源即用户是互联网企业获取利润的主要渠道。虎牙直播的盈利方式主要有打赏分

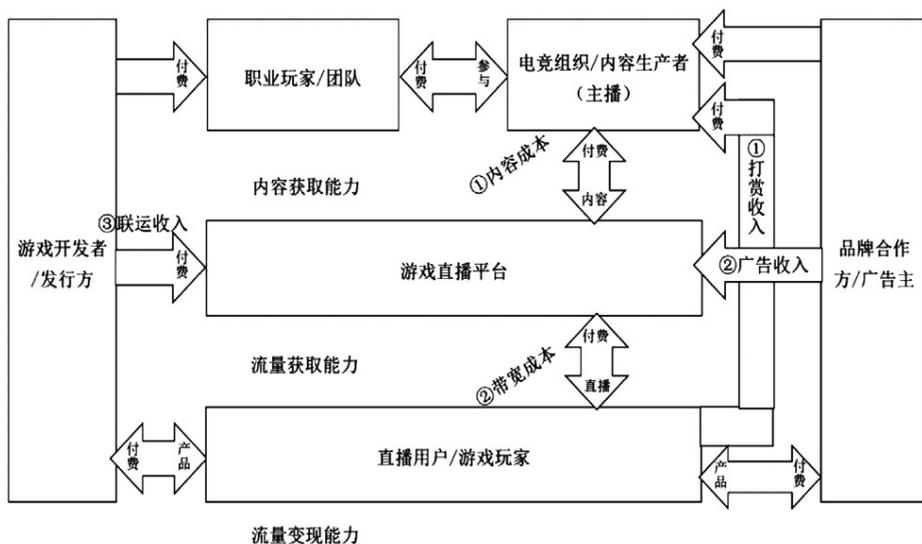


图1 虎牙直播的商业模式<sup>②</sup>

成、广告收入和游戏联动、会员订阅。其中打赏分成是平台的主要收入来源,占比约为95%;广告收入及其他收入的份额占比约为5%,盈利模式较为单一。如图2所示,2020年3月17日,虎牙直播2019Q4<sup>④</sup>财报显示,虎牙直播总收入24.68亿元,同比增长64.0%。非美国通用会计准则下,归属于虎牙的净利润为2.42亿元,同比增长44.9%。虎牙直播的营业收入从2017Q1的3.99亿元持续增长至24.68亿元,

2017Q4开始实现盈利,充分说明虎牙的内容获取能力、流量获取能力与流量变现能力增加,在用户粘性的培育、稳定价值源头,实现企业的价值流入上逐步增强。

### 三、虎牙直播商业模式下会计业绩与市场业绩分析

#### (一)虎牙直播的会计业绩分析

图3为新兴互联网平台型游戏直播商业模式对会计业绩的作用机理模型。模型选取利润和现

金流量指标作为财务业绩的重点分析对象,分别从收入端和成本端着手,分解虎牙直播的收入和成本结构,并在此基础上深入到用户的行为特征和平台的运营管理之中,通过剖析可能对收入和成本产生重大影响的指标和因素,探究虎牙直播运营模式中的收入动因和成本动因,清楚地界定游戏直播平台的收入来源和支出构成,并深入探究各项业务收入的占比变化及成本费用的发展趋势,有利于找到拉动企业营业收入的增长点,并发掘提升投入产出比的着力点。从收入端而言,探究虎牙直播收入结构的特征,而后聚焦于直播收入,从用户的行为特征入手,深入挖掘驱动付费用户数量和人均付费金额的重要因素,找出有利于营业收入增长的重点指标及相关的运营策略。从成本端而言,分解虎牙直播的成本和费用构成,主要从规模效益和运营效率两个方面,探究平台不断优化成本和费用的具体过程。最后结合游戏直播商业模式的收入和成本动因,探究这种商业模式对利润和现金流量等业绩指标的影响。

1. 盈利点分析。虎牙直播2017年以来销售收入呈现爆发性的增长,2017Q1实现营收3.99亿后,季度环比增长率一直保持在较高水平,2018年首次实现全年盈利。2019年之前销售收入增长率基本维持在15%以上,最高达到26.88%,2019年以后增速有所放缓,最低达到8.44%。至2019Q2销售收入突破20亿,2019Q3实现收入22.65

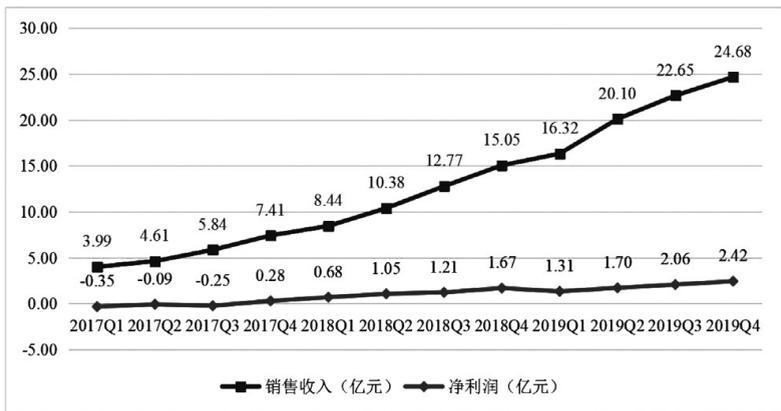


图2 虎牙直播的业绩情况

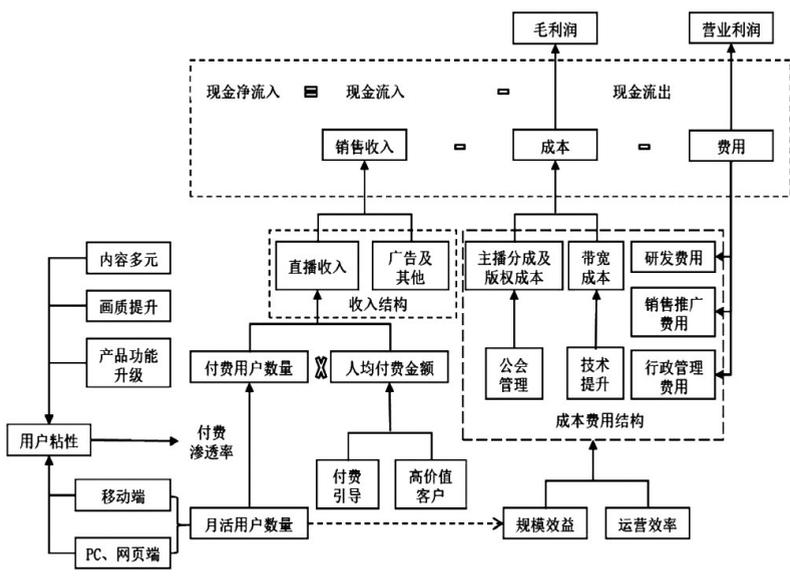


图3 游戏直播商业模式对会计业绩的作用机理模型

亿,2019Q4 已经达到 24.68 亿元。虎牙直播的收入来源由直播收入、广告收入及其他收入构成。主要通过用户购买虚拟道具付费打赏产生,占比持续超过 95%;为广告主在直播界面或直播过程中植入广告以及举办专场直播推广活动取得的收入和为游戏开发者或发行方提供游戏进入或下载入口的联运收入为辅。其直播收入从 2017Q1 的 3.83 亿元大幅增长至 2019Q4 的 23.46 亿元,广告及其他收入也从 2017Q1 的 0.16 亿元不断做大,至 2019Q4 已经达到 1.21 亿元。营业收入整体上呈现出持续的增长趋势,但是收入结构也表现出很强的“直播为主,广告为辅”的特征,体现了非常单一的营收渠道。

在收入结构基本保持不变的

前提下,游戏直播内容付费的商业模式决定了直播收入的增长取决于付费用户的增加及每个付费用户付费金额的增长。虎牙直播销售收入增长的驱动因素,由月活跃用户数量、人均付费规模、用户粘性度构成。虎牙直播活跃用户数量为在一定期间内从 PC 客户端、Web 网页和移动端进入直播平台界面的用户总和,月活跃用户数量反映为某一期间内平均每月的活跃用户数量。经统计,月活跃用户数量在 2017 年基本稳定在 8000 万左右,进入 2018 年开始呈现一种持续的增长态势,从 2018Q1 的 9300 万迅速增长至 2019Q2 的 1.44 亿,而后增速放缓,2019Q4 月活跃用户数量达到 1.5 亿。如此活跃用户规模转化为付费用户的比率由

付费渗透率指标衡量,基于季度的数据口径,2017 年每季度的付费用户数量增长至 300 万左右,2018 年从 2018Q1 的 340 万增长至 2019Q1 的 540 万,增长幅度达到 58.82%。2019 年总体保持在 500 万左右。付费渗透率和付费用户数量的变化呈相似的趋势,整体上为从 2017Q1 的 3.21% 逐渐提高至 2019Q1 的峰值 4.36%,而后回落至 3.5% 左右。可见,2019Q1 之前,用户的付费意愿逐渐提升,直接形成用户付费规模。依据直播收入和付费用户数量的数据,人均付费金额根据直播收入、付费用户数量和人均付费金额计算。表 1 显示,虎牙直播的人均付费金额从 2017Q1 的 153.20 元逐步增长至 2019Q4 的 460.02 元,季度平均增长率高达 10.51%。同

表 1 直播收入、付费用户、人均付费

季度	直播收入(亿元)	付费用户数量(百万)	人均付费金额(元)
2017Q1	3.83	2.5	153.20
2017Q2	4.42	2.4	184.17
2017Q3	5.52	3.0	184.00
2017Q4	6.93	2.8	247.50
2018Q1	7.93	3.4	233.24
2018Q2	9.92	3.4	291.76
2018Q3	12.17	4.2	289.76
2018Q4	14.42	4.8	300.42
2019Q1	15.53	5.4	287.59
2019Q2	19.22	4.9	392.24
2019Q3	21.56	5.3	406.79
2019Q4	23.46	5.1	460.02
季度平均增长率(%)	17.91	6.70	10.51

时,付费用户数量的季度平均增长比率为6.70%,两者共同促成了直播收入季度平均17.91%的增长幅度。由此可见,付费用户数量的增长是直播收入提升的重要引擎,但是相对来说,人均付费规模的增长对营收的增加也发挥了更大的作用。

用户粘性是衡量平台吸引力和用户忠诚度的重要指标,留住用户并且培养用户的付费习惯以获得持续的收入来源。虎牙直播的收入动因与用户付费转化的分析

密切相关。从用户粘性的角度探究其对付费渗透率的影响,同时深入到平台在维护和提升用户粘性上所采取的运营策略,用以挖掘出用户付费转化的深层动因。如图4、图5所示,2017年付费渗透率与单日均使用时长存在着相似的走势;2018年付费渗透率与次月留存率也存在着一定的拟合度,表现为从平稳到上升的过程。由此可见,用户粘性是影响付费渗透率的重要指标,其促进用户付费的逻辑在于随着用户粘性的增强,用户会

更高频率地启动平台,形成使用习惯并逐渐产生对平台的归属感,从旁观用户逐步转变为付费用户。为维持和提升用户粘性,虎牙直播坚持移动化战略认准移动端用户的发展潜力,在碎片化时间利用上的优势推动移动端用户,使其用户粘性和变现能力相对于PC端和网页用户都会更强,其月活跃用户不断增长对于直播收入的贡献比例达80%以上。同时,虎牙直播在内容多元、画质提升和产品功能升级三个方面进行了持续投入。能够向用户提供最新潮、最丰富的游戏直播资源、电竞赛事和娱乐空间,升级产品功能,提供高质量画质保证清晰度和流畅度,用户拥有高度的存在感和参与感,更多元化的体验从而增强用户粘性。

由此可见,销售收入的增长表面基于月活跃用户数量的增加,但深入探究其内在机理可以发现,基于用户粘性的付费渗透率的提升才是使其保持可持续的营业收入增长的重要因素,也就是说,销售收入的增长来源于用户规模的扩张,但更依赖于用户的使用行为,即用户粘性。从销售收入的构成来看,虎牙直播从2016年10月开始运营的广告收入等其他收入来源也随着直播收入的增长同步提升,意味着中国网络广告市场对直播商业模式认可度的进一步增加。

2. 成本及费用结构分析。虎牙直播的成本主要包括主播分成及版权费、带宽成本、薪酬与福利、折旧与摊销、第三方支付平台手续费和其他成本。其中,主播分成及版权费、带宽成本占据了总成本的

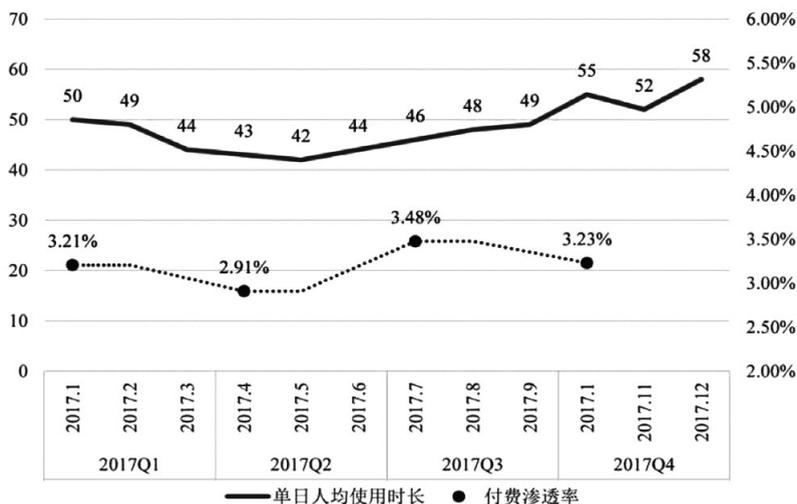


图4 2017年用户粘性与付费渗透率

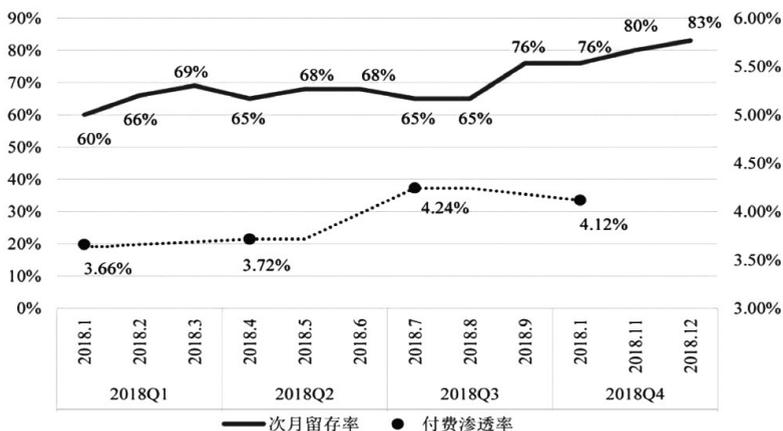


图5 2018年用户粘性与付费渗透率

绝大部分,前者包括主播依据签约合同从打赏收入中享有的分成,以及平台给予游戏和电竞赛事版权方的版权费用所形成的内容成本,后者是指为维持众多用户同时观看直播并保证清晰度和流畅度所必须付出的网络技术维护费用。如图6所示,2017Q1开始内容成本呈现持续的上升趋势,从2.43亿元不断增加至2019Q4的15.75亿元,这主要是基于打赏收入的不断提升所带来的主播分成费用的增加,以及平台对国内外电竞赛事版权和内容创作的加大投入。同时带宽成本也成倍增长,从2017Q1的1.03亿元增长至2019Q4的2.26亿元,这与不断增加的月活跃用户数量以及不断提升的视频播放质量密不可分。从占比来看,内容成本和带宽成本合计占到总成本的90%以上,2017Q1内容成本约占总成本的63.65%,至2019Q4已提升至80%左右;而带宽成本的占比则呈现一定的下降趋势,从2017Q1的26.98%逐渐滑落至2019Q4的11.36%,这与带宽价格的下降以

及在内容分发上使用云计算技术以提升带宽的利用效率有所联系。内容成本占比的逐渐增加说明游戏直播业务对内容的依赖度非常高。

以上成本构成充分说明以内容为核心的游戏直播平台与主播的分成及获取直播授权产生的版权费密不可分。以做大流量为出发点的互联网平台特征决定了对带宽容量的持续投入。从用户层面入手,月活跃用户的增长在游戏直播这种典型的互联网平台型的商业模式下,一旦主播体系和赛事布局基本搭建完成,随着用户规模的增长,单位运营成本将不断降低。诱因在于主播和赛事资源具有一定的公共产品的性质,不会因为新增用户的消费而影响原有用户的体验,甚至随着互动用户的不断增多,平台将会形成更加浓厚的参与式互动氛围,不断增强用户的归属感并持续激发用户的付费意愿。也就是说,对于主播和赛事资源的投入,其边际成本较低而带来的边际收入很高,体现出很强的规

模效应。此外,虎牙直播在降本增效方面也进行了持续的探索。在主播管理上精心打造的公会管理模式使得平台、公会和主播构成了一个资源共享、相互扶持、和谐共生的生态体系,形成利益相关的交易结构。在这个体系之中,公会强大的管理效率使得主播的内容创作成本不断降低,其对内容制作的专业性不断提升着直播视频的精品度。在与公会深度绑定、利益共享的前提下,主播越来越离不开公会对其作出的规划和扶持,因此主播对公会和平台的依赖度将逐渐提升,其稳定性大大增强,头部主播的出走越来越少,平台为获取人气主播所付出的签约费用大幅降低。同时,公会强大的造星能力也为平台源源不断地输送着新鲜的血液,这种从腰部甚至底部主播身上挖掘潜力的方式比起大手笔地从外部挖角,成本显然较低,而且通过平台自行培植产生的头部主播对平台的归属感和忠诚度将会更强。总而言之,公会体系的构建对于平台培养一支成本更低、效益更高的主播团队,发挥了举足轻重的作用。另外,在带宽成本的投入上,随着直播间观众人数的增多,将会占用更多的带宽,但是虎牙直播通过在云计算等技术上的不断探索,极大地提升了带宽的运行效率,能够做到以更为低廉的带宽成本满足更多用户同步在线观看直播的需求,从而大大提升了带宽的投入产出比。

从虎牙直播的营业费用来看,主要包括研发费用、营销推广费用

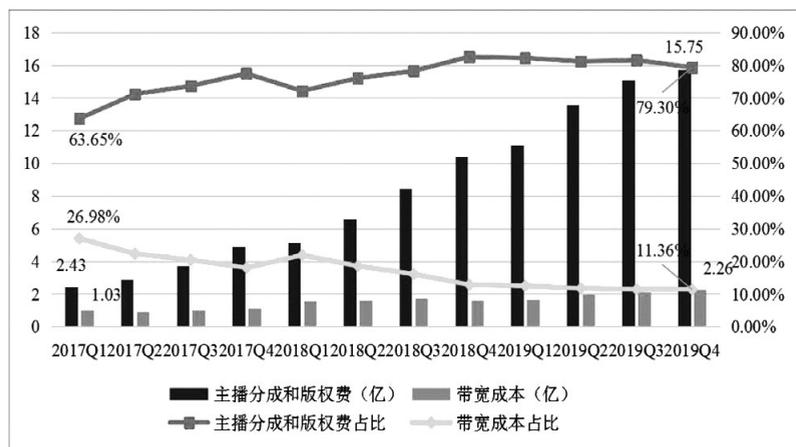


图6 虎牙直播的成本结构

和行政管理费用。如图7所示,研发费用从2017Q1的0.39亿元稳步增长至2019Q4的1.42亿元,主要是由于虎牙直播不断加强对技术的投资,以改善用户体验和进行产品功能的升级。营销推广费用也在逐步上升,从2017Q1的0.15亿元缓慢增长至2017Q4的0.29亿元,步入2018年后,随着虎牙直播的上市及海外市场的开辟,虎牙直播加大了平台推广的力度,营销推广费用的增速迅速加快,2019Q2已经达到1.19亿元,并稳定在1.2亿元左右。营销推广费的增加不仅是基于虎牙直播在加强品牌知名度方面持续付出的努力,还是2018年以来深耕电子竞技领域,推广电竞赛事,与各种营销渠道的合作导致。行政管理费用从整体上也呈现增长趋势,体现为管理人员编制和薪资的增加。

以上运营费用的支出体现坚持技术驱动娱乐,并持续开拓国内外市场空间的虎牙直播近年来的研发费用和销售推广费用不断走高,但是整体费用率在规模效应和运营效率的推动下,呈持续的下降趋势。其规模效应同样是基于用户规模的增长所带来的投入产出比的提升,即技术投入和营销推广的单位费用率不断降低,但是能够在用户粘性和口碑营销的推动下带来更多的客流和营收。而运营效率的提升则源自虎牙直播近年来逐渐加大的费用管控力度,例如其精准投放的市场营销策略。

综上所述,虽然游戏直播的商业模式决定了其高额的主播分成、版

权费及带宽成本,但是虎牙直播凭借其逐步提升的用户规模及持续优化的运营模式,不断地降低其成本费用率,给平台带来了更大利润空间。

### (二)虎牙直播的市场业绩分析

图8为游戏直播商业模式对市场业绩的作用机理模型,模型借鉴价值评估方法中的收益法,以盈利能力为收益指标,用运营风险代表未来收益的折现率,从这两个角度出发探讨游戏直播市场业绩的形成动因。在盈利能力方面,结合游戏直播的盈利模式,在描述行业当前盈利水平的基础上对盈利的持续性和成长性进行进一步的探讨,以期能够反映其未来收益的情况;在运营风险方面,关注于游戏

直播行业营收单一的特征以及面临的市场竞争压力,以此来判断未来收益被折现的程度。显然,盈利能力越强,则市场对平台的价值预期越高;然而,运营风险的增加也会削弱投资者对平台的价值判断,两者对市场业绩的走势起着截然相反的作用。本文将以股价和托宾Q值的变化情况来描述游戏直播平台市场业绩的发展走势,结合平台的盈利能力和运营风险,探究该类商业模式下市场业绩的变化动因。

1. 股价走势对比的价值判断。虎牙直播和斗鱼TV作为我国已经上市的两支游戏直播股,其股价走势情况代表投资者对游戏直播行业的市场价值判断。虎牙直

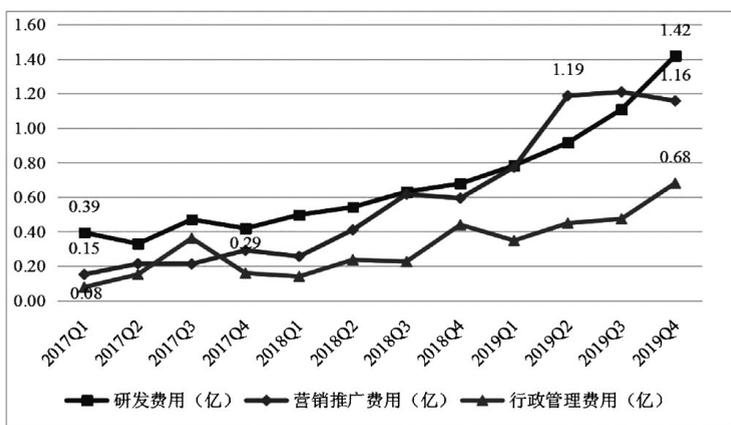


图7 虎牙直播的费用构成

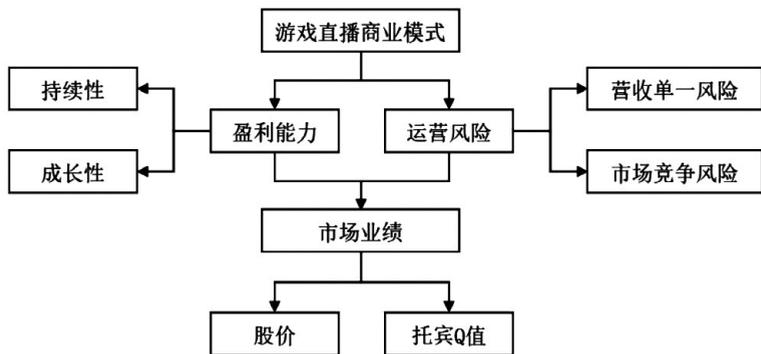


图8 游戏直播商业模式对市场业绩的作用机理模型

播作为中国首家在美上市的游戏直播公司,在纽约证券交易所挂牌上市之后(见图9),首日开盘报价15.5美元,较IPO发行价12美元高出近30%,当日最高价格达17.07美元,收盘市值约32.37亿美元。通过分析其2018年5月至2019年12月的股价,最高价格曾达到50.82美元,反映出美股投资者对中国游戏直播平台的看好。但是自达到股价峰值之后,虎牙的股价在2018年最低达15美元左右,2019年在20~30美元间波动。

斗鱼TV作为虎牙直播最大的竞争对手,2019年7月17日在纳斯达克证券交易所上市(见图10),首日开盘报价11.02美元,较之11.5美元的IPO发行价跌4.17%,截至收盘收复全部跌幅,收于11.5美元的发行价。以收盘价计算,斗鱼TV的市值约37.3亿美元。当日虎牙直播的收盘价为22.87美元,市值约49.9亿美元,换言之,上市时资本市场对斗鱼TV的估值仅为虎牙的七成。斗鱼TV上市之后,股价也并未经历虎牙上市初期的高速增长,而是呈持续下跌趋势,2019年底已跌至8美元左右。

从两者的市场表现来看,虎牙直播作为中国首发上市的游戏直播股,其商业价值在上市初期得到了投资者的认可甚至追捧,但是随着市场热度的褪去,虎牙直播的股价在其业绩逐渐提升的情况下依然有所下跌,说明游戏直播这种商业模式依然存在保持价值稳定维护的持久性,让投资者对其持一定的观望态度,斗鱼TV上市即破发的市场表

现也在一定程度上印证了这一点。

2. 托宾Q值。在资本市场上,托宾Q值是衡量企业市场业绩的常用指标,计算方法为:托宾Q值=企业的市场价值/资产重置成本。若Q值大于1,说明投资者对该企业的发展前景看好,企业还有加大对资产投资的需求,反之则相反。

在对托宾Q值的计算上,由于很难获取资产的重置成本等数据,因此经常使用财务报表中的替代数据计算其近似值用以衡量。由于虎牙直播发行的股份均为流通股,所以托宾Q值的近似值=(市值+负债账面价值)/资产账面价值,其中市值=流通股\*收盘价。表2统计了

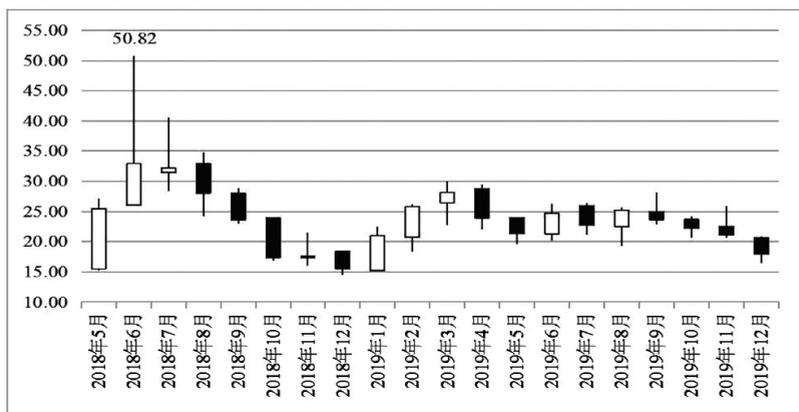


图9 虎牙直播的股价

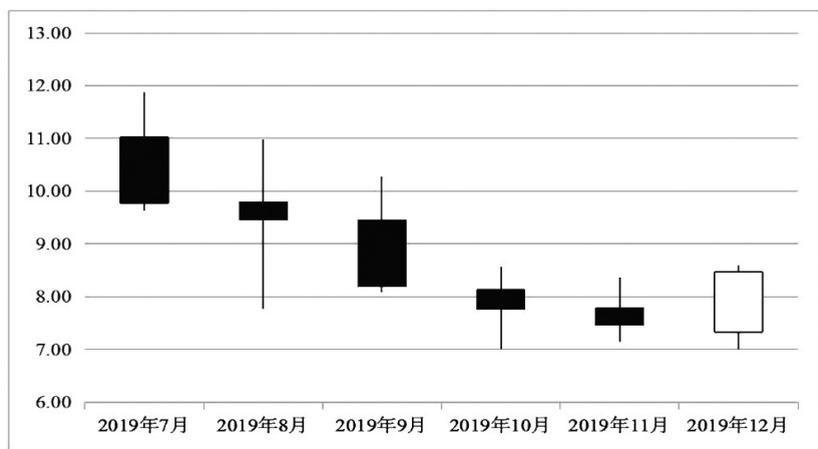


图10 斗鱼TV的股价

表2 虎牙直播的市值与托宾Q值

季度	市值(亿美元)	托宾Q值
2018Q2	67.03	7.36
2018Q3	48.06	5.13
2018Q4	31.55	3.26
2019Q1	57.51	5.40
2019Q2	53.90	3.81
2019Q3	51.75	3.60
2019Q4	39.39	2.65

虎牙直播自2018年5月11日上市以来每个季度末的市值和托宾Q值,可以看出虎牙直播的托宾Q值一直保持在2以上,较高的托宾Q值一方面是由于游戏直播平台轻资产的特性,另一方面也表现了市场投资者对虎牙直播商业模式的认可。具体到托宾Q值的变化趋势来看,在虎牙直播上市的初期,市场对其有较高的估值,2018Q2市值接近70亿美元,托宾Q值达到7.36,显示出资本市场对游戏直播极高的热度。而后,市值有所回落,托宾Q值逐渐下跌至2018Q4的3.26,2019Q1略有提升至5.40后,又再次回落至2~3的水平。从市值和托宾Q值的波动情况来看,虎牙直播的商业模式和市场价格正在不断地经历投资者的检验,其价值创造和价值实现模式逐渐体现出来,但在短期波动和长期价值中寻求平衡,让其股价反映真实的价值,仍需探索。

### 3. 虎牙直播游戏平台盈利能力

一是盈利的持续性。企业的盈利来源于其经济产出覆盖资源投入后的剩余部分,若在企业经营活动中从投入端到产出端能够自发地形成一个完整的闭环,在主营业务上保持自主运转而非依靠偶然的收益来源获利,则该企业能够维持其盈利的持续性。对于游戏直播平台而言,在发展初期,由于平台正处于主播、赛事及技术资源的投资时期,用户数量虽然快速增长但粘性并不是很高,因此平台从用户端获得的变现收益并不能覆盖其投资成本,整体上处于亏损的

状态。然而,随着平台付费用户转化成果的显现,以及规模效应下成本费用率的降低,亏损程度将逐渐缩小,并最终实现盈利。这种在平台内容资源上的深入布局、用户潜力上的持续挖掘以及运营管理效率的不断提升,使其内生性的发展具有很强的可持续性。

二是盈利的成长性。在维持持续经营的基础上,游戏直播平台也在商业模式的发展和 innovation 上进行了探索,以期不断提升平台的盈利能力,加强内部价值链的转化,其商业模式的演化主要体现在从PC端向移动端的战略迁移和从客户引流发展到加强对存量客户的经营两个方面。游戏直播发源于PC端,随着移动设备的普及和手游的发展,各大平台开始在移动端发力,挖掘移动端用户的付费潜力,虎牙直播便是在移动化发展上最为深入的一个。虎牙直播近年来坚持移动化战略,认准移动端用户的变现潜力,大力扶持移动端的发展,其高用户粘性已经成为拉动平台营收的重要引擎。从客户引流发展到加强对存量客户的经营来看,客户引流、增强用户粘性和提高变现能力是创造营收的三步曲,其各自对应的指标分别为月活跃用户数量、付费渗透率和人均付费金额。目前虎牙直播的付费渗透率仅达到4%~5%左右,在人均付费挖掘上仍在持续地提升。这意味着游戏直播未来的付费转化和变现能力还有很大的成长空间,随着游戏直播商业模式的持续发展 and innovation,能够给游戏直播平台带

来更多的盈利空间,其盈利能力将会得到进一步的成长和提升。

### 4. 虎牙直播游戏平台运营风险

一是营业收入渠道单一的风险。首先,虽然虎牙直播目前已经实现了从引流到盈利的跨越,且盈利水平正在不断提升,但是其经营过程中仍然存在着痛点,给未来的发展带来了不确定性。这些风险因素既有与平台本身商业模式直接相关的营业收入渠道单一风险,也包括由其商业模式特征所决定的行业内的市场竞争风险。这种高度依赖直播业务的运营模式受到游戏热度减弱、用户增长乏力或者核心主播跳槽、游戏风向转变甚至节假日季节性的波动等因素影响,都可能使平台的营业收入产生较大的变动,在盈利模式上具有不稳定性。其次,在用户规模层面,虎牙直播的月活跃用户数量近年来虽然持续增长,但增长速度已经趋缓,这意味着行业的大环境正在从增量市场向存量市场转变。最后,由于人气主播拥有的社会资本能够带来巨大的经济效益,而行业内对知名主播采取的签约模式意味着合约到期后主播很有可能连同其高价值客户一起流入其他平台,从而给原有平台的营业收入产生很大的不确定性。

二是市场竞争的风险。游戏直播行业高度依赖于游戏和赛事,内容同质化较为严重,因此行业内的竞争态势依然激烈;同时,由于游戏直播本质上是做流量的生意,因此面临着其他大流量平台进军游戏直播市场产生的外部冲击。游戏直播行业面临的市场竞争风险

主要还是来自行业内部,虎牙直播的老对手斗鱼TV目前已经在用户规模和成长速度上对虎牙直播产生了一定的竞争压力。斗鱼TV的大主播战略,其月活跃用户数量明显高于虎牙直播,从净利润来看,斗鱼TV极力赶超的趋势非常明显。

2019年开始,斗鱼TV从超2亿的亏损迅速扭亏为盈,其净利率已提升至接近虎牙直播的水平(如图11所示),其付费用户开始反超,付费渗透率也稳步上升,而虎牙直播的付费用户数量和渗透率指标却双双下滑,这使得斗鱼TV的用户端优势进一步拉大。就总资产收益率而言,相对于虎牙直播的稳扎稳打,斗鱼TV几乎以跳跃式的发展速度提升了每单位资产带来的收益,其总资产净利率从2017年的-65.64%迅速提升至2019年的4.5%(见表3)。因此,在游戏直

播商业模式已经趋于成熟的阶段,平台之间的竞争将会回归到游戏内容生态的构建,依靠核心内容争夺用户流量,商业模式内容创新,挖掘月活跃用户的价值需求,稳定资源利用模式上。

### (三)虎牙直播商业模式对业绩的影响分析

游戏直播商业模式的价值判断是基于其盈利能力的高低、成长空间的大小、营业收入渠道的稳定性以及市场竞争的风险为出发点的,通过对虎牙游戏直播商业模式下会计业绩与市场业绩的深入分析,发现其商业模式在企业利润率、盈利能力和持续运营能力上实现了对企业价值的创造,并不断地利用资源优势进行合理配置来稳定其互联网价值体系。对于资本市场而言,投资者更加关注于游戏直播平台的未来价值,虎牙游戏直

播商业模式在吸引充满粘性的忠实用户以稳定收入来源、控制成本结构、客户价值细分、客户关系引导以及拓宽直播服务的营销渠道上均为其企业创造了独特的商业价值;网络化能力构建是虎牙游戏直播基于移动化策略提升核心技术资源的关键措施,对业绩增长做出了较大的贡献;顾客关系中月活跃用户数量的维护与用户粘性指标稳定的关系成为促使用户付费转化、人均付费金额快速提升的关键因素,其采取的多元化直播内容、提升直播视频质量、升级直播界面、更新礼物设计等产品功能提升的主要商业活动措施对提升用户粘性也起到了一定的促进作用;同时,其内部结构价值链的联系以用户参与热度和主播个人价值体现心理为切入点,打造精品内容、增加产品体验和构建公会体系,全面提升平台运营效率对于企业业绩的增长发挥了重要的作用。

虎牙游戏直播的商业模式具有其独特的价值,其盈利能力的增强必然对市场的估值有着正向积极的影响,但是在将非付费用户转化为付费用户、维持稳定的付费用户群体并吸引新的用户付费以及驱动付费用户更多地付费等方面,仍然需要持续性地从“向客户提供的其所需要的核心价值”能力中去获取。作为依靠内容付费的运营平台,虎牙直播持续坚持内容驱动战略,构建内容生态系统,紧抓“技术驱动娱乐”的发展理念,坚定发展移动化策略,不断提升用户的直播体验;持续提升运营效率,打破营业

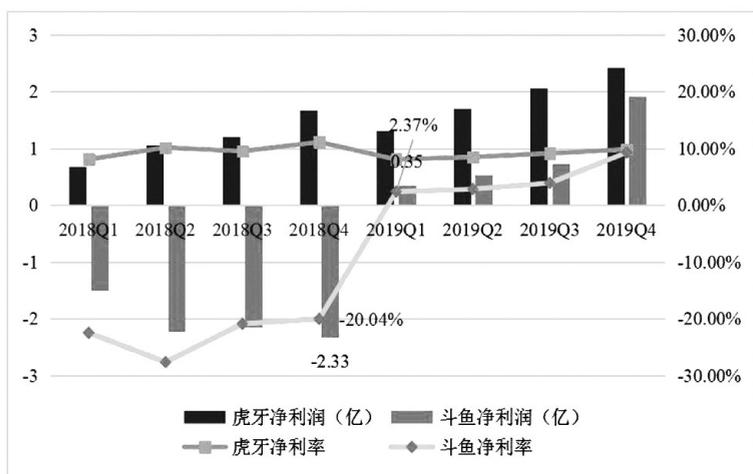


图11 虎牙与斗鱼净利润对比

表3 虎牙与斗鱼总资产收益率对比

年度	虎牙总资产收益率(%)	斗鱼总资产收益率(%)
2017	-5.59	-65.64
2018	10.97	-21.75
2019	8.11	4.50

收入渠道单一的症结,落实多元化发展战略,实现持续价值增长预期。

#### 四、结论

互联网时代的飞速发展催生出的游戏直播商业模式是网络优势带动新兴产业发展的新业态,持续线上粘性消费是互联网直播商业模式财务业绩增长的主要驱动因素,利用广泛的用户数量价值并深入挖掘其价值潜力,同时增强成本费用管控能力使其最终转换为企业实际的财务价值符合企业良性发展的盈利模式。本文选取了用户端和平台端的相应指标,从用户规模、用户粘性、收入和成本结构等角度探究驱动虎牙直播财务业绩增长的具体因素,分析上述驱动因素对财务业绩的作用机理,发现用户粘性、人均付费金额、移动化程度、规模效益和运营效率对互联网企业财务业绩的增长具有巨大的拉动作用。在这些指标的背后拥有着内容精品化、技术领先化、公会生态化等一系列完善的运营支撑体系。虎牙直播平台的盈利能力和运营风险对市场业绩的成因影响较大,随着游戏直播商业模式的发展与创新,平台未来具备持续获取现金流的能力和提升盈利空间的同时仍然面临着营业收入渠道单一的风险和行业内外市场竞争的不确定性。因此,虎牙直播在较好经营业绩的情况下,应结合对市场环境的分析向投资者证明其拥有的长期价值,在持续提升盈利能力、拓展营业收入渠道以及在市场竞争中构建更高的竞争壁垒等方面拓展市场空间。故而,本文提出如下建议:

#### (一)持续优化内容生态系统的构建

作为依靠内容付费的运营平台,虎牙直播应持续坚持内容驱动战略,构建完整提供价值端口的内容生态系统,同时与各类合作伙伴构建行业共赢的生态链条。包括与电竞组织的合作,深化对电竞赛事的布局;与游戏开发者和发行方合作,获取宝贵的游戏资源并拓展游戏联运的业务;与主播和公会合作,为平台输送更多优秀的主播资源和更加优质的直播内容。互联网直播需更加持续提升对内容制作的参与度,使得直播内容精品化、差异化,给予用户与众不同的观看体验,从而不断地提升用户粘性。推进游戏直播平台内容严重同质化的UGC(User Generated Content,用户输出内容)平台运营状态向PGC(Professionally Generated Content,专业人士输出内容)转化。积极尝试组建和运营电竞战队、自制电竞赛事节目,丰富内容品类,从游戏直播业务扩展到娱乐、二次元和户外等多个领域,加大内容覆盖范围,扩大活跃用户群体,以期探索获取更多的收入。

#### (二)坚定走移动化、多元化发展策略,培育与增强核心竞争力

核心竞争力决定企业价值创造的途径。互联网直播企业从利用用户碎片化时间角度出发,紧紧抓住移动端用户具备更强的用户粘性的特征,加强对移动端的布局,关注移动端用户的需求,有利于发掘更多的变现机会,维持虎牙在移动端的竞争优势,能为平台贡献更多

的收入;挖掘存量用户的付费潜力,坚持对新用户进行引流,通过产品功能设计的优化等运营策略,深度挖掘现有付费用户的变现能力,推动营业收入的进一步增长。在以直播业务为核心的基础上,充分利用平台的用户流量资源,发展精品广告、游戏联运等其他业务,创新收入渠道,打造多元化的收入形式。同时加强对成本费用的管控力度,实施基于投资回报的成本费用支出战略,不断提升平台的投入产出比,从而逐步增强平台的盈利能力,构建直播商业模式核心竞争力。

#### 注释:

①“公会管理体系”是指由平台、公会和主播构成一个资源共享、相互扶持、和谐共生的生态体系。

②本文图表均根据虎牙直播公司公告或纳斯达克官网整理并绘制。

③“平台赋能公会”指虎牙直播平台将自身的资源对公会开放,迅速扶持主播的策略。

④“2019Q4”表示2019年第四季度,其他以此类推。

**基金项目:**本文受国家自然科学基金项目(项目编号:71572197;71872187;71790603);财政部会计名家培养工程(2019);东莞市培养高层次人才特殊支持计划(2019)项目资助。

**作者单位:**刘运国,中山大学新华学院会计学院,广东 广州 510520/中山大学管理学院,广东 广州 510275;陈诗薇,中山大学管理学院,广东 广州 510275;柴源源,贵州广播电视大学,贵州 贵阳 550023。

原载《财会通讯》(武汉),2021.4.3~10