

分类号 _____

密级 _____

UDC _____

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式及
财务评价研究

研究生姓名: 雷雨田

指导教师姓名、职称: 张鲜华 副教授 李志刚 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名: 雷雨田 签字日期: 2021.6.3
导师签名: 张祥华 签字日期: 2021.6.8
导师(校外)签名: 张祥华 签字日期: 2021.6.13

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项:

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文;
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名: 雷雨田 签字日期: 2021.6.3
导师签名: 张祥华 签字日期: 2021.6.8
导师(校外)签名: 张祥华 签字日期: 2021.6.13

Research on Profit Model and Financial Evaluation of Sanqi Interactive Entertainment under the Layout of Pan-entertainment

Candidate : Lei Yutian

Supervisor: Zhang Xianhua Li Zhigang

摘 要

作为“互联网+文化娱乐”的新业态，“泛娱乐”理念意指贯通游戏、文学、动漫、影视、音乐等多种文化创意领域的互动娱乐新生态。鉴于泛娱乐布局能够降低初期开发风险，挖掘产品的多重价值，实现协同效应，切实提高利润，我国近年来涌现了一批进行泛娱乐布局的典型企业，期望能够基于 IP 为核心达到内容产品关联、受众辐射和市场共振。其中，作为增长最快、市场潜力最大和影响最深远的网络游戏产业，已成为泛娱乐布局产业链条中最重要的变现环节。在此背景下，游戏行业有必要“居安思危”，在供血从未如此充沛的市场格局中，理性审视自身的盈利模式设计，并有针对性地加以升级优化，从而延长自身的生命周期，获取超额利润。

本文选择了以游戏起家并率先开展泛娱乐布局的 A 股上市游戏企业三七互娱作为典型案例。首先，从泛娱乐布局和盈利模式等相关概念入手，简要介绍了案例分析所需依托的盈利模式要素理论、产业链理论及协同效应理论，并针对泛娱乐布局对游戏行业盈利模式的影响进行了机理分析。随后，在案例分析中，对泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式的要素进行了分析，并在此基础上进行综合财务评价，指出所存在的外延式泛娱乐布局业务扩展不明显，协同效应不足，无法充分发掘 IP 变现价值，以及偿债能力降低、财务风险上升等问题。最后，针对存在的问题提出三七互娱需在泛娱乐布局下，充分发挥产业链布局协同效应，并合理控制外源性融资带来的财务风险，以期通过提前战略布局、核心业务带动 IP 价值升华以及平台研发创新机制，持续优化盈利模式各要素来提升盈利能力，并最终实现企业的持续盈利和可持续发展。

关键词： 泛娱乐布局 盈利模式 财务评价 网游行业 三七互娱

Abstract

As a new form of "Internet plus cultural entertainment", the concept of "Pan-entertainment" means a new ecology of interactive entertainment that runs through various cultural and creative fields such as games, literature, animation, film and television and music. Because pan-entertainment layout can reduce the risk of early development, tap the long tail value of products, realize synergy effect and improve the rate of return, a number of typical enterprises for Pan-entertainment layout have emerged in China in recent years, hoping to achieve content product connection, audience connection and market resonance based on IP as the core pan-entertainment strategy. Among them, the online game industry, which has the fastest growth, the greatest market potential and the most profound influence, has become an important link in the industrial chain of pan-entertainment layout and the most important realization link. In this context, it is necessary for the game industry to "think of danger in times of peace". In the market pattern of never so abundant blood supply, it is necessary to rationally examine its own profit model design, and upgrade and optimize it pertinently, so as to extend its life cycle and obtain excess profits.

This paper chooses Sanqi Interactive Entertainment as a typical case, which starts with games and takes the lead in developing pan-entertainment layout. First of all, starting from related concepts such as pan-entertainment layout and profit model, it briefly introduces the theory of profit model elements, industry chain theory and synergy theory that are required for case analysis, and discusses the impact of pan-entertainment layout on the profit model of the game industry. In the case analysis, the elements of the profit model of Sanqi Interactive Entertainment under the pan-entertainment layout were analyzed, and a comprehensive financial evaluation was carried out on this basis. It is pointed out that the expansion of the existing expandable pan-entertainment layout business is not obvious, the synergy effect is insufficient, it is impossible to fully explore the realizable value of intellectual property rights, reduce debt solvency, and increase financial risks. Finally, this article puts forward suggestions for the existing problems. Under the pan-entertainment layout, Sanqi Interactive Entertainment needs to give full play to the synergy of the industrial chain layout, reasonably control the financial risks brought by external financing, and enable the company to adopt the

strategic layout and core business in advance. The sublimation of the value of intellectual property, the research and development of innovative mechanisms, and the continuous optimization of the various elements of the profit model to improve profitability and ultimately realize the company's sustainable profitability and sustainable development.

Keywords : Pan-entertainment layout; Profit model; Financial evaluation ; Online game industry; Sanqi Interactive Entertainment

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外研究现状.....	3
1.2.1 泛娱乐及泛娱乐布局.....	3
1.2.2 盈利模式.....	4
1.2.3 盈利模式的财务评价.....	7
1.2.4 研究现状小结.....	7
1.3 研究内容与方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	9
1.3.3 研究思路.....	9
1.4 创新点.....	11
2 相关概念和理论基础	12
2.1 相关概念.....	12
2.1.1 泛娱乐布局.....	12
2.1.2 盈利模式.....	13
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 盈利模式要素理论.....	13
2.2.2 产业链理论.....	15
2.2.3 协同效应理论.....	15
3 泛娱乐布局对游戏行业盈利模式影响机理分析	16
3.1 网络游戏行业盈利模式要素分析.....	16
3.2 泛娱乐布局对网游行业盈利模式影响机理.....	17
3.2.1 对利润点的影响.....	18
3.2.2 对利润源的影响.....	19

3.2.3 对利润杠杆的影响.....	20
3.2.4 对利润屏障的影响.....	22
4 泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式分析.....	23
4.1 三七互娱简介.....	23
4.2 泛娱乐布局下的盈利模式实施背景.....	24
4.2.1 外部环境分析.....	24
4.2.2 内部环境分析.....	27
4.2.3 战略选择分析.....	30
4.3 泛娱乐布局下的盈利模式要素分析.....	31
4.3.1 利润源.....	31
4.3.2 利润点.....	33
4.3.3 利润杠杆.....	35
4.3.4 利润屏障.....	36
4.4 泛娱乐布局下的盈利模式实施效果.....	39
4.4.1 泛娱乐布局初步形成.....	39
4.4.2 游戏全产业链趋于成熟.....	40
5 泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式财务评价.....	42
5.1 泛娱乐布局下盈利模式的财务分析.....	42
5.1.1 盈利能力分析.....	42
5.1.2 营运能力分析.....	46
5.1.3 偿债能力分析.....	50
5.1.4 发展能力分析.....	54
5.1.5 财务比率综合分析.....	56
5.2 泛娱乐布局下盈利模式的财务质量分析.....	57
5.2.1 盈利质量分析.....	57
5.2.2 偿债与股利支付能力分析.....	59
5.3 泛娱乐布局下盈利模式的可持续性分析.....	59
5.3.1 海内外业务拓展.....	60
5.3.2 用户.....	61
5.3.3 员工素质.....	62

5.3.4 市场占有率.....	64
5.3.5 业务产品生命周期.....	65
5.4 综合财务评价.....	66
5.5 现存问题与优化建议.....	67
5.5.1 现存问题.....	67
5.5.2 优化建议.....	70
6 结论、启示与展望.....	72
6.1 研究结论.....	72
6.2 行业启示.....	72
6.2.1 看准行业机遇，提前战略布局.....	72
6.2.2 注重核心业务，提升 IP 价值.....	73
6.2.3 注重研发创新，善用平台资源.....	73
6.3 研究展望.....	74
参考文献.....	75
后记.....	78

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

随着互联网信息技术的飞跃，后互联网时代随之而来。智慧共生网络将文化产品的内容产出者与内容接受者相互衔接，包括网络游戏、影漫、文学、音乐、直播等领域在内的多种文娱业态之间的边界慢慢消失，以 IP (Intellectual Property) 为核心互联互通，接触融合，“泛娱乐”应运而生。随着泛娱乐理念的不断深入，出现了腾讯、奥飞、三七互娱等一批先锋企业率先尝试泛娱乐布局。这些典型基于此布局不断拓展相关多元业务，通过与自身的主营业务相辅相成，构建泛娱乐下符合企业特色的盈利模式，普遍特征表现为“同一 IP 下的多种文化创意产品”，将具有粉丝经济的 IP 内容授权开发成多种产品形式，由一变多，从而实现利润最大化。在此模式下，一个 IP 在实现自身商业价值的同时，也通过泛娱乐的协同效应将文化价值最大化。泛娱乐的内在含义就是通过互联网平台等多种新型技术手段，深度实现多元文娱业态的交互融合，最终体现为网状价值链构成的生态圈。除了受到文化产业的重点研究，泛娱乐趋势由于与我国建设网络强国的战略目标相一致，也受到国家相关部门的关注和鼓励，成为我国“互联网+”的代表趋势。由工信部公布的产业白皮书可知，我国泛娱乐产业当中的核心业务已突破 5000 亿元产值，正不断推动我国经济朝着高质量发展。

网络游戏产业是互联网产业中发展最快且潜能最大的核心产业，由于网游是 IP 资源库及变现环节，所以其也是泛娱乐最重要的一环。前瞻研究显示社交网络人群已把游戏作为休闲的第一选择，2019 年我国的游戏市场产生 2300 多亿元收入，用户规模也超过了 5 亿，游戏行业产值自 2012 年开始，历时 5 年就从 600 亿飙升到 2000 亿。视角转向全球游戏市场，伽马数据显示全球游戏市场仅在 2019 年就产生 1500 多亿美元的收入，而亚太地区就占据近 50% 的份额。近年由于“走出去”战略的大力施行与推广，中国游戏海外市场蓬勃发展，逐渐成为了全球范围内最赚钱的市场。随着“大智移云物区”新时代的到来，游戏不再仅局限于游戏本身，它可以围绕一个 IP 通过平台与技术衍生来延长其生命周期，扩大利润源。这对游戏行业来说恰是发展机遇，由文学、动漫或影视产生的优质 IP，可以在游戏产业进行再培育从而彻底释放产能，同时优质 IP 吸引并带

动了用户群的付费意愿，带动实体经济发展。游戏作为产业链条的变现环节，更凸显出基于泛娱乐布局的盈利模式构建的典型意义。

三七互娱于 2011 年成立，公司主营网游研运业务，是 2019 年 A 股市值第一的网游公司，社会责任指数也排在网游行业首位，是一家名副其实持续型发展的网络游戏企业。三七互娱 2015 年进行泛娱乐布局创新现有盈利模式，形成了由外延发展的泛娱乐业态与内生发展网游相结合的生态体系。三七互娱通过资本打通泛娱乐体系内的各板块，最终实现反哺网游版块。三七互娱已形成较完整的泛娱乐体系，在游戏、影漫、音乐、文学、VR/AR 各方面都有布局，完成了从产业下游游戏研发商到上游 IP 内容创作商的全产业链发展，这也为其成为行业龙头奠定了稳固基础。作为第一批带头进行泛娱乐布局的网游企业，时至今日，三七互娱依然在不断丰富自己泛娱乐布局下盈利模式的内涵，由此足以看出其行业优势及代表性，这也是此次研究选取三七互娱作为案例企业的重要原因。

1.1.2 研究意义

盈利模式的选取和应用是企业的战略手段，决定企业是否能够持续盈利。网游企业与传统企业相比有自身鲜明的特点，所以应用何种盈利模式更凸显意义。并且随着新技术对网游产业链的不断冲击，网游企业和文娱产业的界限也越来越模糊，泛娱乐已成必然趋势，泛娱乐布局成为游戏企业创新盈利模式的必然要求。因此网游企业如何根据行业发展趋势进行盈利模式创新成为游戏行业乃至文娱产业重点关注问题。但对于游戏企业的盈利模式创新升级的相关研究还很少，并且主要研究对象皆为综合性大企业，很少有研究涉及纯游戏企业，而对于泛娱乐的研究则更偏向于产业价值链条的第一环动漫行业，几乎不涉及基于泛娱乐布局的游戏企业盈利模式研究。因此，本文的研究意义如下。

理论方面，本文重点剖析泛娱乐布局下的盈利模式，对盈利模式进行要素分析时，本文选取四要素理论进行深入分析，对于扩充泛娱乐布局下盈利模式要素分析的研究具有理论意义。针对财务评价，选取游戏行业中 4 家对比企业从四个能力方面以及杜邦分析进行盈利模式同行业的财务效率比较，并针对非财务信息对于网络游戏企业的特殊性，选取了一些对于游戏企业十分重要的非财务指标进行综合评价，拓展了盈利模式的财务分析角度。并且已有研究大多集中于游戏技术变革、游戏行业的价值链分析，此案例可丰富我国游戏行业细分研究领域。

实践方面，基于泛娱乐布局下的三七互娱的盈利模式紧紧围绕 IP 这个核心，并结

合泛娱乐生态实现多领域共生，此种盈利模式创新是对建设网络强国的证明，符合我国文化方向，值得详细探究。深入分析此种盈利模式创新可为网游企业及进行泛娱乐布局的其他企业提供参考，激励中小游戏企业进一步完善创新企业的盈利模式，进而能够在将来进行行业大洗牌时有效应对，有利于网络游戏行业乃至整个泛娱乐产业的发展。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 泛娱乐及泛娱乐布局

泛娱乐的概念最初较多应用于电视媒体，自2014年腾讯明确提出泛娱乐概念并同时进行泛娱乐布局后，此时泛娱乐内涵已进行颠覆性升级，意指以IP为核心进行全产业链布局。此时泛娱乐及其布局开始频繁应用于企业战略层面。韩布伟（2016）在其书《泛娱乐战略》中阐述了泛娱乐布局这种创新业态的核心：围绕有粉丝经济的优质IP，从多层面进行不同文创产品的开发。此外，姚凯波（2019）从三个方面详细分析了泛娱乐的形成机理：技术更新、用户需求及产业升级，并且针对政策意见和产业融合方面提出了泛娱乐产业的发展前景。

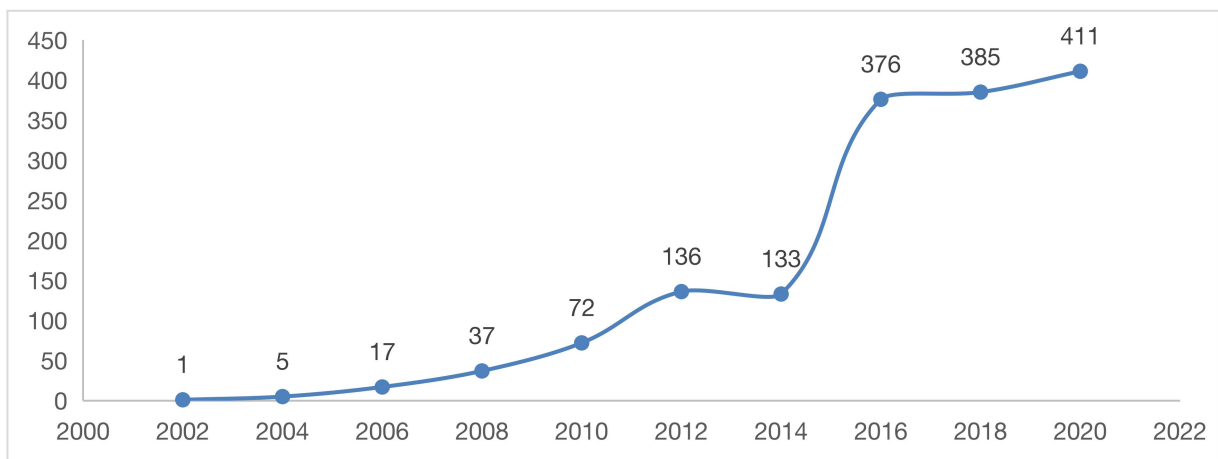


图 1.1 泛娱乐及其布局相关文献发表年度趋势分析（年份）

资料来源：中国知网，计量可视化分析

从泛娱乐及其布局的研究趋势上分析，国内学者从2002年开始对泛娱乐展开研究，笔者在知网进行“泛娱乐”高级检索时，共查到3145篇相关文献。如图1.1所示，相关文献于2014年迅速增加，于2020年达到411篇，预计还会持续增长。由此可以看出，

国内学者正在逐步加大对泛娱乐布局的研究力度，这也从侧面反映出进行泛娱乐布局是当今大环境下企业顺应时代潮流的重要战略选择。

在与泛娱乐布局相关文献的研究主题分布中，排名位于前列的有“网络直播”、“新媒体”、“网络文学”、“电视媒体”、“短视频”等，几乎没有“网游产业”相关主题，与之最接近的“产业链”与“粉丝经济”相关主题研究分别为 46 篇和 30 篇，说明在与“泛娱乐布局”相关的文献当中，对新兴网游行业的泛娱乐布局研究较少，这一创新举措并没有得到足够的重视。

其次，从研究内容上看，近些年来对于泛娱乐布局的研究主要有以下几方面。(1) 泛娱乐布局有利于提升产业价值并丰富产业链要素。陈少峰 (2015) 认为在泛娱乐布局下，优质 IP 可以在互联网平台等新技术的依托下，拓展产业链并且延伸价值空间；赵淑萍、王海龙 (2016) 认为泛娱乐 IP 产业主要受制于新技术的发展，其产业规模及范围会不断扩展；董子铭、刘肖 (2016) 认为泛娱乐是一种互联互通的文娱生态体系，在此生态下，游戏、影漫及文学相关产业在 IP 基础上形成多层次交融。(2) 泛娱乐布局有助于优化企业盈利模式。王欣玥 (2017) 提出泛娱乐布局升级了网红经济的整体盈利模式，将模式矩阵化，在此模式下以 IP 为核心形成多领域共生，也使产业链进行了不同方向的延伸；张小凤 (2020) 提出泛娱乐布局使得网络直播行业搭载其他行业，形成“直播+”发展模式，创新盈利模式，拓展了盈利空间；柳景译等 (2020) 通过研究奥飞娱乐这个代表，认为动漫行业可以采用泛娱乐战略，进行泛娱乐布局，形成多元文化形态，满足不同客户之间的需求，从而升级优化目前的盈利模式。(3) 泛娱乐布局要以 IP 资源的生命周期为核心。贾玉城 (2017) 认为网游盈利模式落后应依靠优质 IP 供给解决，同时 IP 开发要更注重版权效益，从而扩展盈利模式层次；史文思 (2020) 认为游戏 IP 深化了 IP 的品牌价值，不仅发挥了粉丝效应，也为其他产业赋能。(4) 泛娱乐布局的合理性影响企业内容生态圈。康丽洁 (2016) 对百度阿里和腾讯进行了泛娱乐布局的对比分析，并从目标制定、模式实施和效果分析三方面得出企业目标和核心竞争力的不同导致了采取布局方式的不同；刘秀梅 (2017) 认为只有文学、影漫和游戏更好地互联互通，即合理进行泛娱乐布局，才能更有效地延长优质 IP 的产品周期、发挥粉丝效应、形成文娱生态体系。

1.2.2 盈利模式

1.2.2.1 盈利模式的定义

盈利模式起源于“价值链”思维，并在产业链基础上不断深化。Slywotzky 和 Morrison (1997) 认为每个行业的盈利都是无边界且由企业自身决定的，如果产业链上的企业想要盈利并获取超额利润，就必须创新符合自身特色的盈利模式。盈利模式根据价值链思维分解，不仅包括业务活动，还包括参与活动的角色以及因此带来的收益。在 Byron J. Finch (1999) 的研究总结下，盈利模式被归为主体当中各核心要素相互作用的关系，这种关系导致企业利润的产生。此外，Michael Rappa (2000) 认为公司能否准确定位其在价值链当中的地位，是盈利模式在未来发挥积极作用的关键。只有通过价值链分析精准描绘出企业所具备的优势和劣势，才能通过差异化战略，找到具有市场竞争力的详细定位。在此基础上，李向辉 (2009) 认为价值链的一些环节可以形成企业主要竞争力，这些特定节点创造价值则成为盈利模式。还有，王丽波 (2011) 认为盈利模式是在价值链的基础上，企业战略目标与市场环境的融合，企业在此过程中通过不断修正目标来获得市场份额和利润。然而彭彦敏、张雪云 (2014) 对于价值链与盈利模式的相互作用看法持相反态度，他们认为盈利模式是价值链的定位基础，决定企业竞争力，符合企业特点的盈利模式可以提升企业所处行业价值链的位置。此外，孙德宝 (2020) 认为盈利模式是企业资源要素不断重新排列组合的过程，企业的产出及业务经营是各种不同资源要素的组合，也是各种不同要素主体的组合，各主体在此过程中获得收益导致整个企业产生整体效应。

盈利模式隶属于商业模式，其本身由一个完整系统构成。Joan 和 Nancy (2002) 把企业的盈利模式归结为一个完整系统，并且是以商业模式为基础研究利润由来。此外，朱武祥、魏炜 (2009) 从逻辑框架角度对盈利模式进行分析，认为业务范畴与盈利对象两个层次构成完整系统。接着，宋海燕、李光金 (2012) 提出盈利模式为一种明确的组织和业务结构，在此结构下，企业将内外部资源要素及关系进行有效整合，从而取得收益并完成利润分配。张爱虎 (2014) 认为盈利模式是整合资源前提下用最小成本获利的运行机制。Jiang Xingru 和 Wu Junmin (2015) 把盈利模式归结为主体获取利润的系统性渠道，企业通过这种方式获取自身盈利空间。在此基础上，罗兴武等 (2017) 把盈利模式看作一个完善的机制系统，这种系统可以使企业运营的同时获利，一般当作商业模式处理和应用。

盈利模式体现企业价值并应当可持续发展。Linder 和 Cantrell (2001) 提出，盈利模式有两方面特征，首先其核心是为企业创造价值，其次由于其多变性和创新性使得企业在行业中具备特色而无法被分割市场份额。Osterwalder 和 Pigneur (2002) 认为，一个过

程可以在为用户创造主体价值的同时也为关联方带来利润收入，这个过程的实现就是盈利模式。Joan 和 Nan (2003) 把盈利模式看做一种途径，这种途径可以帮助企业进行价值创造，并且企业还可以根据价值创造过程进行盈利模式的创新升级。Raphael 和 Zott (2010) 认为企业要想在不断发展的行业环境中找准自己的位置，就要不断创新盈利模式来适应环境变化。还有戴天婧等 (2014) 认为财务战略对运营模式持续性具有推动作用，以现金流为媒介最终体现在财务效果上，并据此构建了轻资产盈利模式与财务结构驱动的理论框架。然而，郑惠尹 (2017) 认为现阶段对于盈利模式的探索更加偏向盈利模式的整体体系，而不是单一的个别要素。此外，张大明 (2017) 提出盈利模式作为一种持续获取利润的系统性渠道，企业可以通过选取合理融资方式来促进盈利模式的可持续性。Manel (2017) 重新定义了网络游戏的产业价值链，并认为互联网平台会影响盈利模式的可持续性。Joel (2019) 从顾客与伦理的角度分析了游戏盈利模式的可持续性，并重点强调了道德法规对于游戏行业盈利模式及其持续发展的重要影响。

1.2.2.2 盈利模式的构成要素

对于盈利模式构成要素的相关研究，主要观点有以下几种：

盈利模式包含三个基本组成要素。Paul (1998) 把构成要素分为关联方、潜在盈利业务和利润由来。彭歆北、余志兰 (2008) 把利润模式具体切分为核心竞争力、业务再组合以及实现方式三个方面。通过不同的业务结构形成了自有的特色优势从而为企业带来价值创造。程愚、孙建国 (2013) 持三要素理论观点：管理层决议、资产要素以及价值创造。

盈利模式包含四个基本组成要素。Adrian (2000) 指出利润模式构建需要确定四个要素，即进行消费者选择、获取价值、战略指导以及业务范围。Hamel (2003) 对互联网企业的每一步盈利都做了详细剖析，总结出盈利模式体系下的四要素：战略规划、战略资源、客户界面和价值网络，这四方面会相互影响，最后对企业整体的发展路径产生作用。郭丹霞、庄明来 (2006) 指出盈利模式主要包括四个关键组成部分：融资，销售，管理和生产。Weill 和 Vitale (2013) 结合以往研究，将盈利模式构成要素概括为四点：市场细分、竞争战略、客户诉求和利润屏障。李成家等 (2018) 以四要素理论为基础总结出利润点、利润源、利润杠杆和屏障四方面要素。

盈利模式包含五个基本组成要素。Morris 和 Schindehutte (2005) 通过多案例分析得出此模式下的五要素理论：组织边界，内部流程，市场定位，竞争优势和持续性。聂巧娜 (2016) 在四要素的基础上，即利润来源、利润点、利润杠杆和核心竞争力，又加入

了目标客户这一要素。刘新华 (2018) 指出应从利润点分析、成本控制方式、客户流量运营、营销方式创新和发掘利润增长点五个方面来分析盈利模式。

盈利模式包含六个基本组成要素。Allan (2002) 提出的六要素理论包括产品, 市场, 内部流程, 外部经济条件, 竞争力和投资者。宋海燕 (2012) 将以往利润点等六要素理论具体化, 提出客户、产品、经营杠杆、核心竞争力、利润渠道以及企业组织形式六个具体要素。裴正兵 (2017) 以五要素为理论基础, 加入了全新要素: 利润环境, 构建了以客户价值为核心的全新六要素体系。

1.2.3 盈利模式的财务评价

国内外学者对盈利模式财务评价体系的研究主要从以下几个角度展开。Hamel (2000) 根据价值创造最大化和利润实现为原则, 认为优良的盈利模式可以为企业和客户创造超额利润和可持续价值, 将效率、特色、匹配性和利润作为盈利模式评价体系。最典型的也是最普遍应用的是 Allan 和 Christopher (2002) 在其书《互联网商业模式与策略》中提出的评价体系, 这个体系包含收入情况及现金流两方面。此外, 彭银香 (2005) 选取利润增长率, 投资回报率等八个指标作为绩效的辅助指标, 并建立两级评价体系。还有彭彦敏 (2014) 认为公司的营业利润率、资产周转率和股权乘数对净资产收益率起正反馈作用, 可以据此判断公司盈利模式的有效性。在此基础上, 刘豫江 (2014) 将市场价值加入到企业财务能力分析体系当中。此外还有张大明 (2017) 认为应从三方面进行盈利模式的财务评价, 具体包括收入、利润构成及风险识别应对。在此基础上, 李静 (2017) 认为除了选择反映不同能力的财务指标外, 还应该进行同行业横向比较。裴正兵 (2017) 在对轻资产盈利模式进行财务评价时选取了针对企业运营效率等方面的诸多财务指标。宋丽媛 (2018) 通过实证分析行业数据, 验证盈利模式对绩效尤其财务方面的影响, 并得出具有相关性的结论。

1.2.4 研究现状小结

首先泛娱乐这一概念是“互联网+”时代的产物, 研究普遍认为, 相关产业进行泛娱乐布局是大势所趋, 是信息化发展的必然趋势, 泛娱乐布局正在重新改写商业规则。产业链上的企业只有合理进行泛娱乐布局, 才能立足于转型浪潮中, 创造更大的利润和价值, 不被泛娱乐时代的巨浪所淘汰。

其次从已有研究来看，不论对于盈利模式定义还是其要素的相关研究，国内都要略晚于国外，各类学者基于不同视角对盈利模式的定义各持己见。但普遍认为盈利模式是企业为了获利，创造价值而搭建的有效模型，这个模型包含在商业模式当中，具备完整要素且是一个完整的系统，是符合企业自身实际情况的一种可持续获利的模式。国内学者对构成要素的研究，主要依据四要素理论，即利润点（产品）、利润源（对象）、利润杠杆及利润屏障。另外，有关盈利模式的财务评价在不断创新优化，研究也在不断深入，虽然基于不同的维度，但基本手段和目的都是相同的，即通过选取不同维度的财务指标，使得不同指标组成一个完整的评价体系，从而分析盈利模式是否符合企业的实际情况，是否能带来更大的利润空间，是否顺应时代发展的趋势等。

基于以上对国内外研究现状的回顾，本文将结合目前泛娱乐及其布局发展的特点，以泛娱乐布局背景及泛娱乐布局下盈利模式的创新点为依据，最终落脚点在企业由此造成的财务影响。通过财务数据评估企业经营状况，研究基于泛娱乐布局下的盈利模式对企业的财务影响。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文的具体内容框架如下：

第一部分：绪论。主要阐述本选题的研究背景、意义，剖析国内外研究现状，该部分搜集、整理了国内外相关文献，分析归纳泛娱乐及其布局、盈利模式定义、构成要素及其评价的相关研究。通过对文献的分析总结，了解现有研究的侧重点及缺失点，为后文的研究打下基础，使本选题尽可能的科学和完善。随后介绍了全文的研究内容及方法；

第二部分：相关概念和理论基础。对选题主要概念以及理论基础进行阐述，为后文的分析奠定基础；

第三部分：泛娱乐布局对游戏行业盈利模式影响机理分析。此部分结合行业特性，通过分析游戏行业盈利模式及泛娱乐相关内容，讨论泛娱乐布局如何影响盈利模式的各要素，为后续案例研究奠定基础；

第四部分：泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式分析。该部分从三七互娱公司主体入手来进行泛娱乐布局下盈利模式要素的具体分析，包含其布局背景及效果，总结出具体要素布局前后变化；

第五部分：泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式财务评价。本部分在基于上一章对三七互娱盈利模式要素具体分析的基础上，进行收入、现金流及可持续性三方面的综合财务评价，通过综合评价找出现存问题，据此提出优化建议；

第六部分：结论、启示与展望。通过上述案例分析，得出研究结论，希望能对游戏行业中其他企业提供有用的参考，同时在最后阐明未来可以进行的研究方向。

1.3.2 研究方法

本文主要采用案例分析法。此方法根本目的在于以个体案例出发，总结个体优缺点从而拓展到整个行业，在突出企业个性特点的同时遵循行业发展整体情况。文章以极具代表性的网游企业三七互娱为例，基于现有文献和理论，从泛娱乐布局对游戏行业盈利模式的影响机理入手，详尽分析了三七互娱泛娱乐布局的背景、效果及此布局下的盈利模式要素，在此基础上，基于盈利模式升级优化前后的财务数据从纵向对三七互娱展开了财务效率、现金流量、可持续性等方面的分析，并结合同行业对比企业进行横向财务评价，总结问题并提出建议，基于以上分析，得出案例结论，以期为同行业其他企业通过创新盈利模式要素实现持续盈利及发展提供相应启示。

1.3.3 研究思路

本文主要以泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式及其财务评价作为研究内容，研究思路如图 1.2 所示。

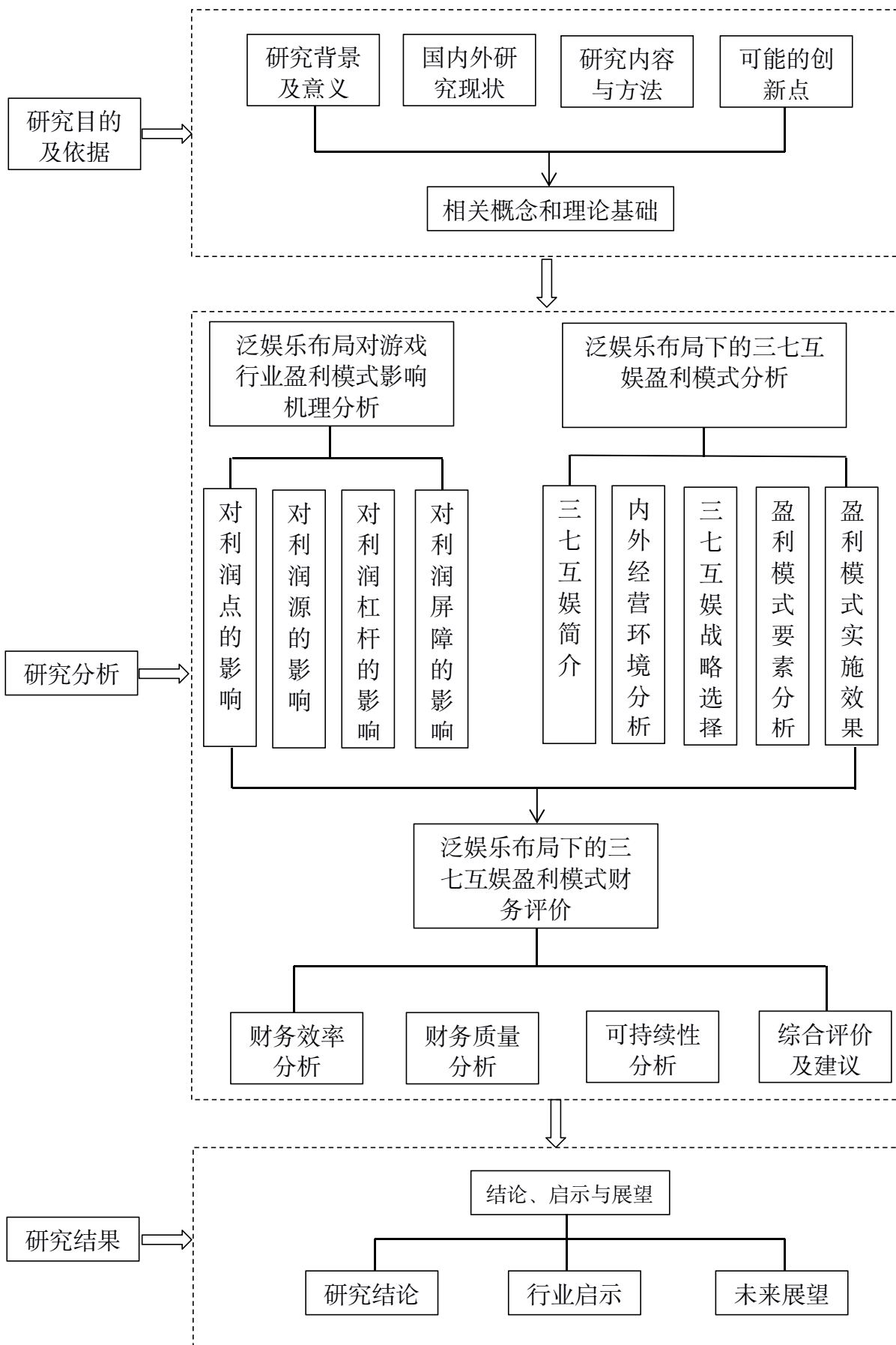


图 1.2 研究思路导图

1.4 创新点

本文通过分析三七互娱泛娱乐布局下的盈利模式及其产生的具体财务效果，定量研究该模式对提升企业盈利能力的作用。据此，本文的研究方向、研究内容以及得出的结论启示均有以下可能的创新之处：以往研究均以传统盈利模式为背景，缺乏与泛娱乐布局的产业背景结合起来的盈利模式分析，且以往对于泛娱乐的研究多集中于文学、动漫行业。本文聚焦于游戏行业，结合当前泛娱乐布局的新型产业特点，通过剖析典型案例创新的盈利模式和财务效果，对其他网络游戏企业甚至泛娱乐企业的发展和转型升级具有一定借鉴意义。不过，本文部分内容的表述可能存在一定的不妥，研究内容可以继续深入，定量分析的数据可以更充实，从而使得结论更具说服力。

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 泛娱乐布局

泛娱乐本质上是具有粉丝经济等价值基础并能突破原生平台进行多形式开发的优质版权 (IP), 具体包括网络文学、游戏、影视动漫及周边衍生品等多种开发形式, 泛娱乐核心 IP 的关键点包括粉丝、版权及衍生价值, 粉丝是时间效应和市场选择的沉淀, 携带付费等附属行为; 版权是指由特定主体拥有或改编; 衍生价值, 即具备一定的文化产业价值和用户共情感, 并且还要具备创新性, 可以使多元化主体进行接力创作。自 2013 年泛娱乐概念产生到 2014 年文化部收录再到 2015 年成为互联网发展趋势, 这表明泛文娱产业主动去除界限, 进行产业联动, 用开放姿态迎接网络文学、影漫、游戏、音乐、周边等多业态融合, 衍生出内容共享及全价值链开发, 从而对 IP 价值进行多产品变现。而网游行业也产生以产品核心向 IP 为核心转变的根本性变革, 频繁地与文学、影视、动漫、音乐等多种文化内容互联互动。

泛娱乐布局是一个动态概念, 即施行泛娱乐 IP 全产业链布局。通过相关多元领域的布局, 在发挥整个布局协同效应的基础上实现对 IP 资源的多重价值发掘, 从而创造价值最大化。泛娱乐布局主要有三种模式: 第一种是内生发展, 通过进军新领域, 涉足新业务, 逐渐成为企业主营业务分支; 第二种是外延发展, 通过对外投资并购或者合作, 涉足泛娱乐其他领域; 第三种是内生加外延协同发展。泛娱乐布局是粉丝经济的逐层衍生, 意味着其可以在不同形式开发中吸收合并原有粉丝群体和潜在粉丝群体, 拓宽盈利空间的同时拓宽了业务产品的变现渠道, 使得优质 IP 变现最大化。泛娱乐布局体系的上游主攻内容, 用优质 IP 内涵及衍生内容吸引第一批用户群, 构建初始粉丝效应, 这一阶段的特点是用较低成本形成较丰富的内容, 来通过交互性吸引粉丝群体, 文学、动漫和影视企业是这一环的主要类型。中游的主要任务是针对 IP 进行效应放大, 以宣传营销来扩大影响范围, 在保障原有粉丝不会流失的基础上, 又通过多形态平台媒介吸引新的粉丝群体, 这一环节的企业拥有低成本、宽范围的宣传扩散能力, 与此同时还能提升变现水平, 主要代表有直播、短视频、社交平台等类型。下游是最重要的, 因为拥有极强的变现能力, 可以将 IP 与业务产品互相转化, 并通过多业态的互通实现多层价值

创造。要着重注意挖掘主要用户群体的消费心理和意愿，并且将触手伸及潜在消费群体即隐形粉丝，促成他们的消费从而扩大盈利空间。这一环主要包括游戏、手办衍生品、文创游乐园企业，它们全方位渗透进消费者的生活。网游行业既可以是 IP 的培育者，也可以是 IP 的变现渠道。

2.1.2 盈利模式

盈利模式是对企业经营、收入、成本以及利润的详细探究，是企业依据自身核心竞争力对各部分进行优化整合，从而依据需求提供产品实现企业价值的过程，是商业模式的重要组成部分。目前学者们对于其概念并无统一定论，但具体研究层面分以下三个方向：(1) 盈利模式是对企业价值链上的各经营要素的优化配置，并据此寻求企业利润来源的过程。(2) 盈利模式是商业模式的细分，作为商业模式的一部分它包含收入结构、成本结构以及相应利润。(3) 盈利模式作为一个系统包含多重要素，是企业创造可持续性价值的过程，是企业战略的体现。不论从哪一方面分析，盈利模式概念都可总结为一种通过价值创造而获利的过程，这个过程会不断进行调整和改变，从而适应外部条件和内部策略，不断创新升级现有盈利渠道才能使得企业持续盈利并立足于市场头部。本文对盈利模式的分析从其构成要素入手，采用亚德里安《发现利润区》当中的四要素观点，通过对四个构成要素的研究，可详细剖析企业创造价值的过程以及获利的途径。

对于盈利模式的财务评价，财务指标与盈利模式相互联系且不可分割，企业采用符合自身产业特点的财务指标评价体系才可以确切证明盈利模式是否对于提高企业盈利能力具有意义，并且还能依据评价结果调整升级盈利模式。本文依据 Allan 等学者的观点，从收入及现金流两方面入手，并结合网游产业特点从不同维度综合评价其各项财务指标，来保证结果的客观性和全面性。借助对本企业盈利模式的财务评价，改进存在问题，发挥借鉴作用，是企业不断探索中创新盈利模式，顺应时代潮流。

2.2 理论基础

2.2.1 盈利模式要素理论

盈利模式概念起源于 1996 年，由 Byron J. Finch 提出，具体观点为企业经营所依赖的框架即为盈利模式，当企业各要素资源得到合理配置即可实现盈利。由此引出了盈利模

式要素的探讨研究。对于构成要素的研究，亚德里安·斯莱沃斯基在其书提出的观点应用最为广泛，《发现利润区》展现了一个中心、四个基本要素构成的成熟体系，如图 2.1。围绕价值创造这个中心，以利润源、利润点、利润杠杆和利润屏障展开探究，这也是本文研究盈利模式影响机理及三七互娱泛娱乐布局下的盈利模式所依据的理论基础。



图 2.1 四要素理论体系

利润源，即企业的利润源自哪些客户群体，这些群体消费企业的产品或服务。此要素提供一种标准，这个标准决定企业盈利对象。一般将利润源分为主要客户和潜在客户，这两类群体都可以为企业带来现金流。利润点，指企业向利润源所提供的产品或服务，当企业发掘出用户的需求偏好时，即可为其生产创造出符合需求的产品服务，从而为企业带来盈利，利润点的持续性首先体现在差异化上，它不仅仅局限于大众普遍消费需求，其次通过影响企业的核心竞争力进而改变其市场份额。利润杠杆，即撬动利润的盈利措施，指企业为吸引利润源进行盈利而采取的一些列针对性措施。这一要素主要探讨企业如何通过自己的利润点为企业的利润源定制需求、创造价值，企业通过这一要素将自己的产品服务发放给利润源，并通过一定措施不断扩大市场和利润。利润屏障，即企业维持利润所必备的核心竞争力，企业为应对竞争对手而采取的一系列保持市场、保障利润的有力措施。这一要素重点关注企业如何维持和产生自我核心竞争力。与利润杠杆不同，利润屏障以守为主，为防止竞争者对资源利益的侵占而保持自己的竞争优势，而利润杠杆以攻为主，通过小优势来撬动更大的市场及更多的客户。四要素之间的协同作用越大，企业相关业务活动越顺畅，为此可以实现价值最大化。

2.2.2 产业链理论

赫希曼在其书《经济发展战略》中首次提出了“产业链”这一明确概念，波特又在其书《竞争优势》当中详细阐述其概念并且采纳程度最为广泛，书中表明产业链由一串有着密切联系的企业组成，这类关联企业生产相类似的产品或提供相类似的服务，产业链上的企业就像一个个相关联的单元，通过发挥自己不同职能来参与并作用于企业业务，既相互独立又相互联系，构成产业完整的链条。基于此，罗森伯格提出产业融合思想，此思想于 1994 年哈佛大学学术论坛正式步入理论领域。产业融合指产业间相互交叉影响，甚至渗透重组的一个动态过程，结果导致产生优化升级甚至新的业态形式出现，可以是产业与产业之间的关系，也可以是同一产业下行业与行业之间的关系。在产业链理论及其融合的思想基础上，“全产业链”概念由此而生。全产业链涉及两个层面，一个层面是企业内部各环节的联系，另一层面是与企业生产经营活动相关的各个企业间的联系。全产业链是对产业链的延伸拓展，包含不同方向，其中之一的横向是指企业通过涉及参与不同经营领域，使得自身业务具备相关多样化，增强自身核心竞争力。另一类型纵向延伸是指涉及产业链上的不同环节，例如从研发、生产、运营再到衍生品销售，同样提升企业地位与竞争力。

2.2.3 协同效应理论

协同效应最早由哈肯在 1971 年提出，表示整体效应大于各组成部分简单相加之和，即“ $1+1>2$ ”。坎贝尔在此基础又提出协同就是“搭便车”的思想，他认为协同效应发生的标准就是企业某一业务的资源要素可以应用到企业任一业务当中且不需额外支付其他成本，其最终效果是降低成本或提高收入。企业当中对于协同效应的应用主要体现在整体效应方面，内部与外部共同利用现有资源要素使得企业具备整体效应，强于各部分独立应用，具体施行方式为一种资源要素应用在企业各个业务环节当中，并且根据成本效益原则，达到忽略成本的程度，创造效益最大化。泛娱乐布局就是通过体系的整体效应，从而实现在企业内对同一 IP 资源多形态的联动开发，不会产生任何重复的授权成本，泛娱乐布局的方式符合协同效应理论，因而能够帮助企业最大限度地减少成本，在实现整体效应的同时又帮助企业获取超额利润。

3 泛娱乐布局对游戏行业盈利模式影响机理分析

泛娱乐布局对游戏行业盈利模式的影响本文主要结合产业链理论及盈利模式要素理论来进行分析。先通过分析网游传统盈利模式要素点，然后通过产业链延伸来进行泛娱乐布局对网游行业的盈利模式要素创新的影响机理分析。

3.1 网络游戏行业盈利模式要素分析

网络游戏产业以游戏研发与运营为主营业务，我国网络游戏产业的盈利模式框架主要有下载付费、时长计费、增值服务、广告植入等，网游企业大多是不同盈利模式相结合从而盈利。盈利模式的具体类型可以说是盈利模式发展到一定阶段产生的结果，如果要确切知道公司的利润来源与价值创造的全过程，就必须了解盈利模式的主要构成要素，并对其进行详细剖析。本文基于已有研究基础运用亚德里安四要素观点对网络游戏企业的盈利模式进行分析。

网游企业的利润源来自游戏用户，且主要是付费群体。具体包括游戏的活跃用户（即喜爱网络游戏的青年玩家）在加上各类游戏运营商、衍生品授权商。对于网游企业的运营商，会对网游用户群体进行分析评估，不仅包括评估深度活跃用户的数据，也会加入潜在消费群体的综合表现，进而改进与提升游戏产品的体验性，以达到深度用户消费性、维持用户粘性及保持游戏产品可持续性的目标，这也是间接扩大付费用户的行为。网游企业在这方面有自己的衡量价值体系，其中主要指标包括每日/月活跃用户数、付费率等。深度用户对游戏有很强的依赖性，会为此付出大量时间和金钱，多集中在 18 岁到 30 对这一年龄段。潜在用户指接触过游戏但并不愿意为之付费的用户，这以群体可以称为深度用户的潜力股。当游戏体验性强并且具有足够内涵意义时，就会激发潜在用户群体的付费欲望及行为，因为此时用户的关注重点是优质的产品和完善售后服务。

网游企业的利润点指游戏产品和运营服务，这其中也包括游戏后续漏洞修复等售后服务。产品通过自身携带的属性，例如丰富用户精神世界、保持用户激情和满足感、为用户带来成就体验等，带来客户积累从而为企业带来盈利。此要素当中最重要的也是核心问题就是客户的需求，而客户需求的保障就是产品质量。企业可以通过研发人员数量、研发投入占比来探究企业是否专注研发高质量的游戏产品。通过高质量产品来体现差异化，形成企业的核心竞争力，从而带来利润。除了游戏产品，服务主要是指后续游戏更新和维护，提高用户体验感，丰富游戏内容并且结合特定元素，以此来提升玩家满意度

和提高用户粘性。

网游企业的利润杠杆指的是一系列为获取利润而采取的管理活动，这些管理活动主要有组织层面、渠道层面、客户层面等。组织层面的管理活动主要包括对组织结构的设计、运作和调整规划，通过完善内部框架来提高企业整体核心竞争力，对游戏产品来说，就是利用组织的资源整合实现游戏产业链的协同效应。渠道层面主要是针对游戏产业链中游环节商，主体是运营商、平台商，企业要通过中间渠道的拓展和协调来达到业务产品的持续运营和影响力扩大，从而最大限度拓展盈利空间，运营平台可以决定游戏产品的推送时间、推送排序、推送效果、及推送持续时长，这都对游戏产品的生命周期以及企业市场份额获取具有很大意义。客户层面的管理活动是针对用户群体来说的，比如首先通过平台的广告宣传来第一次进行游戏产品影响力扩张，然后在游戏运营过程中与客户交流反馈，此外还有接受客户的投诉意见等，客户层面是此要素最核心的问题。并且，客户管理最重要的手段之一就是进行产品推广以及定向营销。利润杠杆活动在企业中都是以客户为核心，并且坚持客户导向的，分析主要群体的偏好与期望，进行专业化及个性化的服务，接着通过各种营销活动以及对游戏产品的更新维护，加强游戏品质体验感，从而引发消费行为，最终给企业带来盈利。

网游企业的利润屏障，即企业采取的一系列预防手段，这些举措可以使得企业有效面对竞争者分割本企业市场份额的威胁，主要的防御手段有提升市场份额、加强产业链议价水平、增强活跃用户持久度、提高产品质量和服务水平、提升游戏售后能力、完善衍生品销售环节等。对于中小网游企业，初期的利润屏障一般通过以下几方面构建：加强游戏的售后体验，及时更新游戏漏洞，不断丰富游戏内容；加强客服培训，及时掌握用户群心态变化，一方面加强了用户体验，另一方面也提升了企业运营效率；充分与玩家互动，提升用户粘性，加强用户参与感。

3.2 泛娱乐布局对网游行业盈利模式影响机理

通过上述对网游行业传统盈利模式构成要素的分析，可以发现，盈利模式各要素虽然都包含不同的基本点，但是都脱离不开游戏产业链，这就是网游行业盈利瓶颈期的重要原因。企业在进行泛娱乐布局时，泛娱乐布局作用于游戏产业链，使得游戏产业链横向拓展，纵向延伸，拓宽了企业的价值链环节，大大增强了企业盈利能力和空间。图 3.1 是由本节分析得出的影响机理示意图。

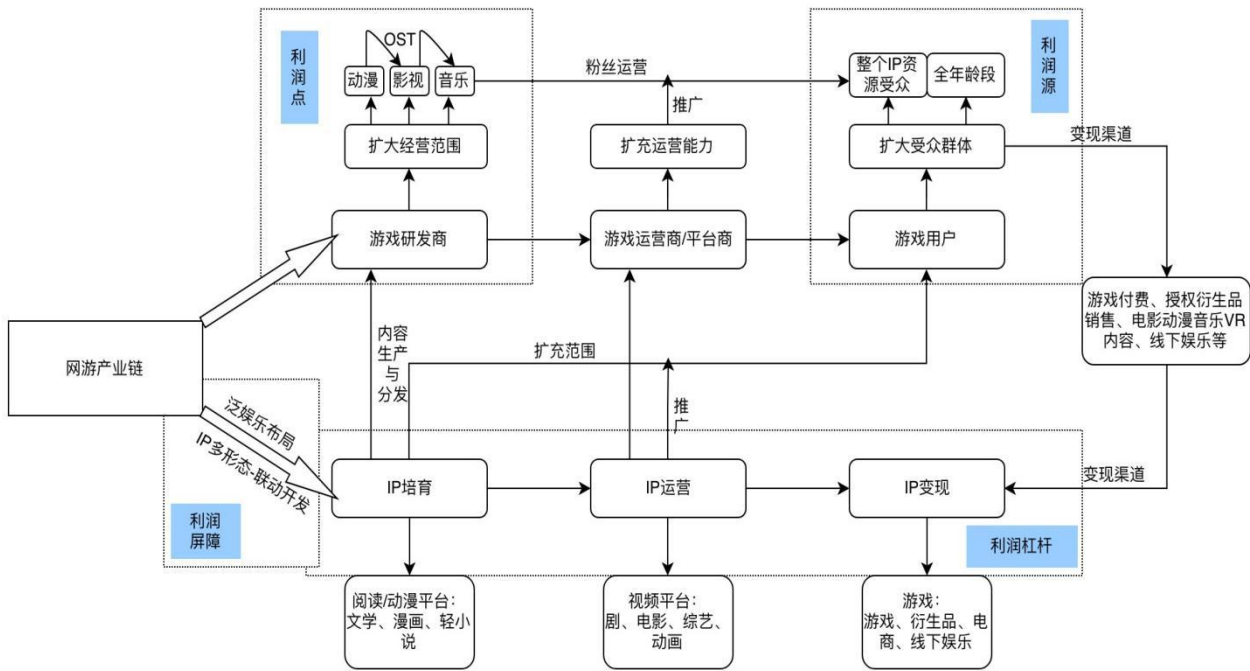


图 3.1 泛娱乐布局对游戏行业盈利模式影响机理示意图

以下内容是此影响机理示意图具体得出过程，并且对此图进行了分解说明。按照盈利模式四要素理论，详细分析泛娱乐布局对传统盈利模式即网游产业链的影响机理。此影响机理也是后续分析三七互娱泛娱乐布局下的盈利模式及其财务评价的理论基础。

3.2.1 对利润点的影响

泛娱乐产业第一要素 IP 培育，负责内容的生产与分发，同一 IP 经过时间及粉丝沉淀，可以培育成的不同形态，接连供给网游企业，这一环主要影响网游产业链的第一环节：研发商。研发商获取了不同形态的成熟 IP，改编成游戏产品，如果是综合型文创企业，又可以将其拓展为动漫产品、影视产品，甚至音乐产品，这些产品不同形态的互相转换是由企业性质决定的，而泛娱乐布局反过来又延伸拓展了企业经营范围。

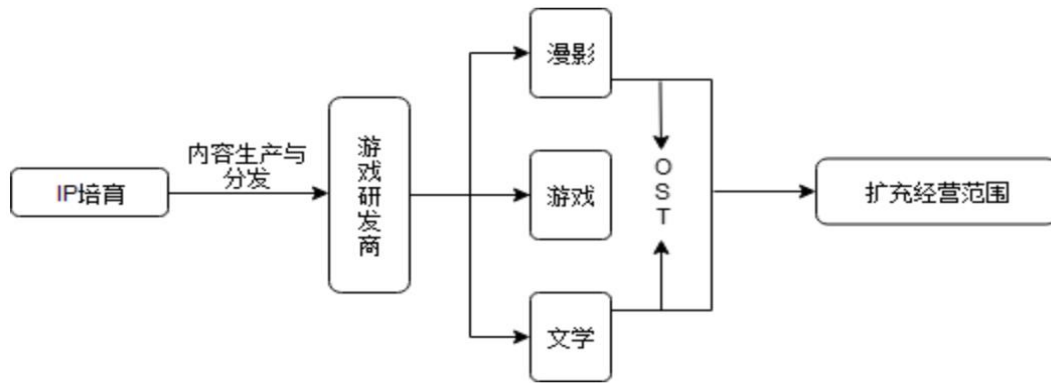


图 3.2 泛娱乐布局对利润点影响机理示意图

由图 3.2 所示，经过泛娱乐布局的升级优化，网游企业从单纯的游戏研发商/运营商扩大了本身的经营范围，这个范围可以是本企业自身经营了多种相关文娱业务，也可以是进行多领域投资来涉及不同业务，最终目的都是为了协同效应，获得 IP 储备及其专有权，这样即可对同一 IP 进行不同方向地发掘，实现 IP 多形态之间的联动开发。这种联动模式根据产业间的不同转换可以分为 4 种形态：从文学、影漫、游戏这一顺序的逐次递进；从文学、影漫、游戏等类型的一对多开发；从漫画、影剧、文学到游戏的多对多开发；从文学、影漫向其他业态的同阶段开发。不同的联动模式都意味着企业可用一个 IP 进行重复盈利，节省成本，利用本身的粉丝运营，迅速使一个 IP 在其他领域具备粉丝基础。

3.2.2 对利润源的影响

泛娱乐布局使得泛娱乐产业相关要素融入游戏产业链，使之延伸拓展，对利润源最直接的影响就是扩大了利润源范围。前面提到泛娱乐布局拓展了企业营业范围即利润点，通过影响企业经营范围及业务领域，进而影响相关领域的共同受众群体。多重利润点经过粉丝运营，再加上平台商的运营，最后影响到消费者及产品用户群体，此时的受众群体不再仅仅是游戏产品的用户群，而是整个 IP 资源的受众，如图 3.3 所示，这个受众涵盖了不同产业、不同领域、不同途径影响的全年龄段的用户。

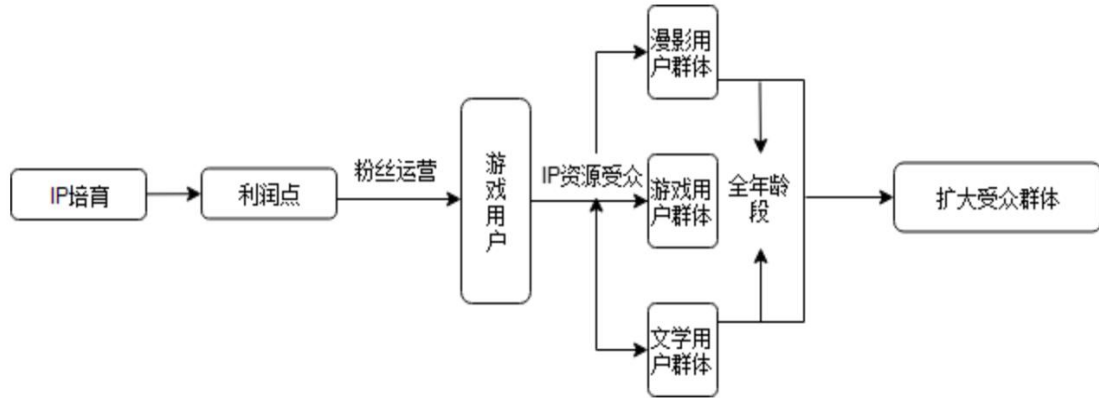


图 3.3 泛娱乐布局对利润源影响机理示意图

IP 培育经过内容生产，内容分发，最终产生 IP 库，同一 IP 库经过改编发展为影视 IP、动漫 IP、游戏 IP 等,这些 IP 的原声音乐 (OST) 又可发展为音乐 IP，再经过本身粉丝基础的运营，不同领域的受众都会集中在同一 IP 上，使得游戏企业不再只是单纯的进行游戏研发与运营，同时进行垂直一体多元化，涉及不同业务，最终导致的结果是受众人群不再单单只是爱好游戏的年轻人群，延伸到了爱好动漫、音乐、影视的全年龄段的整个 IP 的资源受众。经过泛娱乐布局后，游戏用户群体升级成为文娱产业的受众群体，极大地扩展了利润源，这也为后续变现渠道了拓宽奠定了基础，间接对利润杠杆产生了影响。

3.2.3 对利润杠杆的影响

上文提到，网游企业的利润杠杆主要通过企业的一些管理活动实现，这些管理活动具体体现在网游产业链当中就是指运营。通过进行泛娱乐布局，企业的利润杠杆不再仅限于运营层面，扩展到了泛娱乐布局的三个要素上面。以 IP 培育来说，企业可充当 IP 内容商，提供优质游戏 IP，进行 IP 授权衍生业务；以 IP 运营来说，在游戏平台上提供多形式的运营体系，与视频平台合作成为宣传途径，扩展了运营体系内涵，也丰富了游戏平台作用；在 IP 变现方面，不仅仅游戏产品可以变现，其他业务产品也成为了获利渠道，如图 3.4 所示。

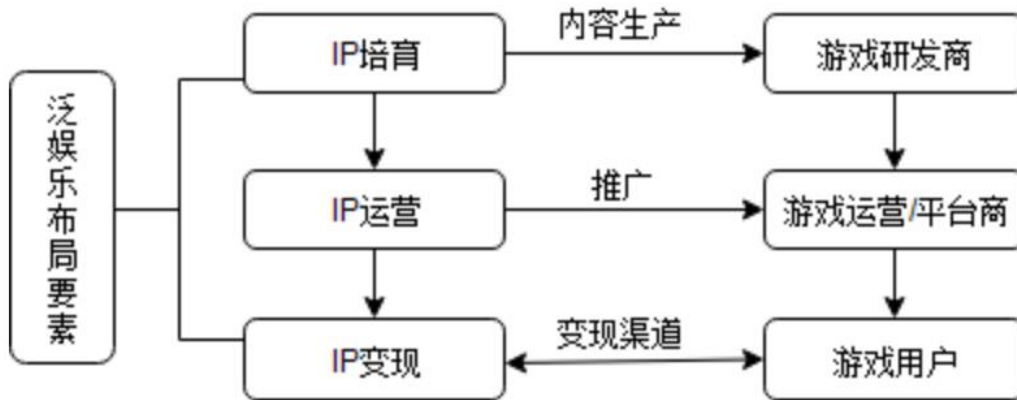


图 3.4 泛娱乐布局对利润杠杆影响机理示意图

利润杠杆经过泛娱乐布局不再局限于游戏层面的研发、广告、平台运营，而升级成为整个泛娱乐产业要素，泛娱乐产业要素的每一个价值环节都可成为网游企业的利润杠杆，都是企业强有力的盈利措施，当整个泛娱乐体系形成协同效应时，就形成了利润杠杆的最优化。第一环节 IP 培育，网游企业通过 IP 储备，实行产品差异化，形成自身的核心竞争力，同时加以 IP 授权，增加利润来源；IP 运营环节，游戏企业可以通过自己的平台进行最有效的推广，尤其可以利用自有平台积累的大量忠实用户，在游戏平台不仅推广游戏，还可推荐动漫、音乐、影视、线下娱乐等多种形式，进而获得多重盈利途径；最后一环 IP 变现环节，泛娱乐布局的最终影响就是这一环节，极大丰富了网游企业的变现渠道，之前的网游企业变现方式可能只是单纯依靠游戏付费，比较大的游戏企业可能还有 IP 授权以及衍生品销售，但经过泛娱乐产业链的扩展延伸，网游企业的变现渠道从游戏单行线，变成了多通道。我们可以举一个通用的例子，例如网游企业先通过自有优质 IP 进行游戏研发推广，这是营收的第一步；其次利用自有平台进行 IP 推广，扩大影响力，然后便可进行同名 IP 的影视化、动漫化改编，电影收入及网剧收入是营收的第二步，在这一步当中，如果企业不是自己开发改编，而是通过 IP 授权给其他影漫企业，那这一步的营收则成为 IP 授权收入；在历经第二步的 IP 影响力放大后，便可开展线下活动，比如 VR 体验，也同时可以开展相关系列衍生品的销售，发展相关主题乐园等，这是最后一步。通过层层递进，层层放大，同一游戏 IP 或者其他 IP 的价值不断被发掘，最终导致价值最大化。可见除了游戏付费、IP 授权、衍生品销售之外，同一 IP 改编的影视、动漫、以及 OST 都可成为盈利渠道，再到近来衍生出的线下娱乐，这些渠道甚至可以超过游戏业务给企业带来更大利润。

3.2.4 对利润屏障的影响

单纯通过游戏层面构建利润屏障已经在泛娱乐布局影响下优化升级。随着技术手段和信息网络的迅猛发展，提升市场份额、加强产业链议价水平、增强活跃用户持久度、提高产品质量和服务水平、提升游戏售后能力、完善衍生品销售环节及通过业务范围扩展企业利润池已经是一家合格的网络游戏企业所具备的基本特征，所以其利润屏障的作用越来越弱化了，除非一家企业在一方面进行几十倍以上的投入，才会与另一家拉开差距，形成差异化，但是这样的结果不一定会导致流量红利偏向本企业，因为不是单一方面就可决定整体企业走向，所以也违背了投入产出效益最大化原则。

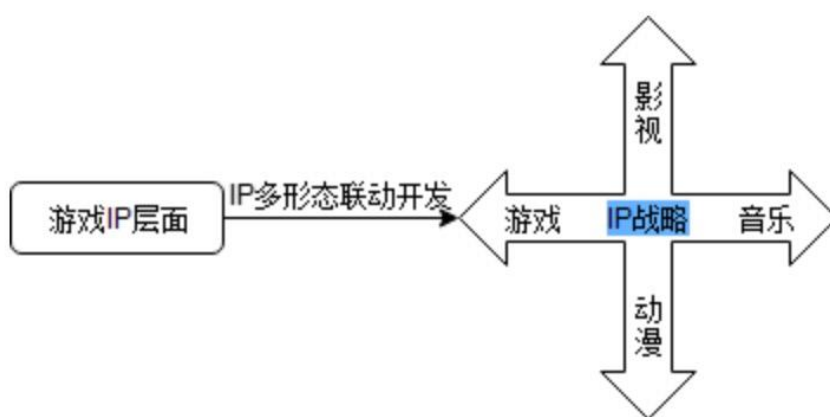


图 3.5 泛娱乐布局对利润屏障影响机理示意图

如图 3.5 所示，泛娱乐布局将企业的利润屏障转向了泛娱乐的核心：IP 战略，企业通过 IP 培育与收购优质 IP 进行 IP 储备，并通过泛娱乐体系进行 IP 运营，最后产生成熟的、适应市场的、具有流量基础的 IP，形成自我产品差异化优势，建立起了属于本企业的盈利屏障。通过对 IP 多形态的联动开发，一个优质 IP 已具备自身的强大影响力，此时 IP 成为了本企业的核心竞争力，这种核心竞争力使得企业区别于行业中的其他企业，以至于保持自身市场份额的同时分割其他企业的市场份额。

4 泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式分析

4.1 三七互娱简介

三七互娱网络科技集团股份有限公司，简称“三七互娱”，于2011年成立并进军网游产业，2015年完成整体上市（股票代码：002555），总部设立在广州，并在国内外的多地区设立了本企业的分支机构。如今其市值已突破1000亿，是中国排名前三的网游企业。在蓬勃发展的5年期间，进行了快速的泛娱乐布局，完成了从游戏运营商到全产业链布局的综合文创企业。三七互娱是全球排名前20位的上市游戏企业、A股综合文娱龙头、国家文化出口重点企业。三七互娱还发起成立公益基金会关注公益事业，积极成长为可持续发展的文娱企业。三七互娱聚焦手游及页游研发运营，同时进行文创业务板块的布局，包括在线教育、VR、云游戏、影漫、音乐、艺人经纪、文化健康及社交文娱等领域。

三七互娱泛娱乐布局以网游业务为核心，游戏研发方面，旗下三七游戏是中国十大游戏研发商之一，研发出品近30款游戏产品，所有游戏产品的总计流水近600亿。游戏发行方面，拥有国内外手游页游三大运营发行平台。其中37网游是人气游戏平台，累计注册用户近8亿，运营产品近700款；37手游是国内移动手游发行市场份额前三名，占有率高达10%；37GAMES则是全球十大国际发行平台之一，布局的国家和地区近300个。三七互娱另一正在崛起的则是在线教育业务，旗下“妙小程”产品拥有过硬的科技创新实力和优异教学服务水平，主营在线编程教育并致力于打造有温度的教育模式。

此外，最引人注目的是其作为游戏行业领头羊率先进行泛娱乐布局，三七互娱主动参与线上培育、VR、云游戏、影漫、音乐、艺人经纪、文化健康及社交文娱等在内的文娱产业，布局方式主要采取对外投资策略，通过在文创产业的全产业链投资为所投公司赋能并形成战略协同。

三七互娱不断持续优化升级现有模式，来应对激烈的市场竞争环境，与内部战略达成协调一致。在公司发展初期精品化与平台化相结合的盈利模式的基础上，于2015年进行了盈利模式的升级和创新，如今形成了以游戏为核心的全球化泛娱乐盈利模式，从一个小小的游戏代理运营商转变成为具有强劲研发实力的综合型文创企业，是游戏行业进行泛娱乐布局盈利模式创新的先锋，本文认为其具有一定的行业代表性，对于网游行业中其他企业甚至文创产业进行盈利模式升级优化有重要的借鉴意义。

4.2 泛娱乐布局下的盈利模式实施背景

4.2.1 外部环境分析

PEST 分析，是对政治、经济、社会和技术四方面因素的分析，此方法多适用于分析一个企业所处的宏观环境。由于基于企业竞争的环境可全面分析企业外部环境所面临的情况，所以下文用 PEST 的分析方法对三七互娱泛娱乐布局背景进行分析。

4.2.1.1 政治环境

近年来随着文化强国理念的不断推广，国家日益重视和发展文创产业，推动“文化+”、“互联网+”发展，并在政策支持方面提供了最大优惠和投入，网游产业作为文创的一环会得到国家更多的政策性引导支持，以及更丰富的资源要素投入，这为网游市场的发展奠定了强大基石。

我国在 2014 年针对游戏原创性发布相关文件，不仅标志着网游产业进入了高速发展的蓬勃时期，也表明了对网游企业的全新期待。文件明确精品工程的目的，并提供了行业未来发展方向和对于优质企业的优惠政策。随着游戏版号、视听服务、音乐和文学版权保护等体系的建立，监管体系在制度化的基础上开始进入到文化内核层面，对内容产品的价值观及要素提出更高要求。文化部发布十三五期间对于文化产业的具体发展规划书，重点提出了网游企业品牌效应及其品牌影响力的作用，不仅要让游戏产品体现民族特色，丰富健康内容，还要拓展海外市场，具备国际竞争力。随着近几年陆续出台的关于网游企业社会责任的文件，2018 年网游版号和备案审批工作被冻结，于年底重启发放，这一年的版号发放不足上一年的三分之一，从政策可以看出网游企业的产品质量的严要求高标准，一个符合社会核心价值观、被人们认可的好 IP 显得日益重要。

对于网游产业的上游 IP 产业，工信部也接连发布《泛娱乐产业白皮书》系列，极大地将泛娱乐产业链上的网游、影漫、文学等行业联系起来，使得泛娱乐联动开发日益凸显其重要性。近几年来，政策不断推动泛娱乐 IP 产业正规化，结构化，李克强总理在两会也着重强调对知识产权的保护，凸显原创对于网游行业的重要性，也愈发加强了 IP 的竞争。

4.2.1.2 经济环境

首先进行社会经济结构及经济发展水平的分析，这决定了整个社会的经济环境，也决定了三七互娱进行泛娱乐布局的大背景。

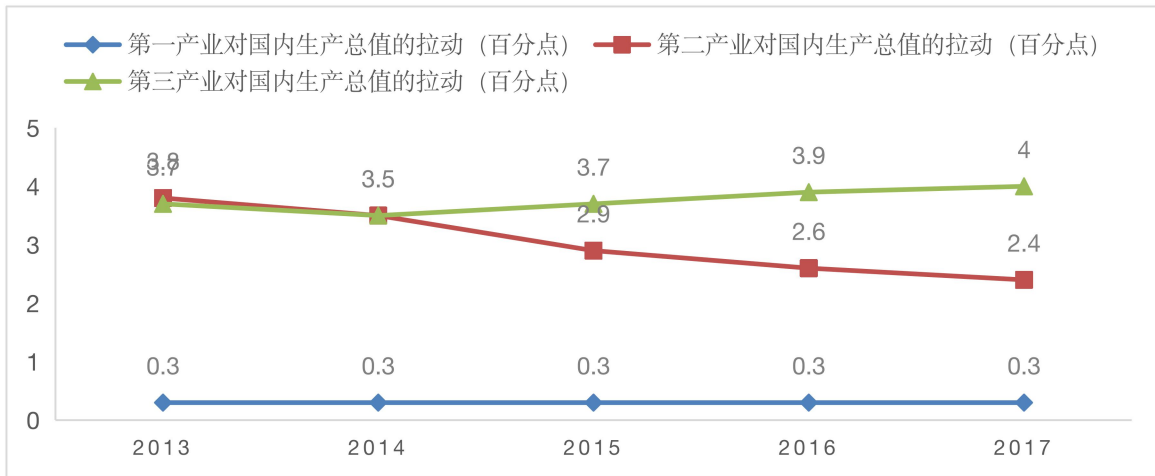


图 4.1 不同产业对国内生产总值增长拉动图

资料来源：国家统计局

现阶段，我国经济发展阶段进行全新转型，也不再仅仅追求高速发展，而是在追求速度的同时更要求高质量，战略目标日益以建设现代化的市场经济体系为主。如图 4.1 所示，第一产业对拉动经济增长保持稳定作用，但一直徘徊在 0.3 的低水平，第二产业呈下降趋势，在 2014 年被第三产业反超，第三产业成为拉动经济增长不可或缺的力量，此过程中，包括网游企业在内的互联网新兴产业增长势头最为迅猛，对拉动增长，提升经济发展水平的贡献最突出。

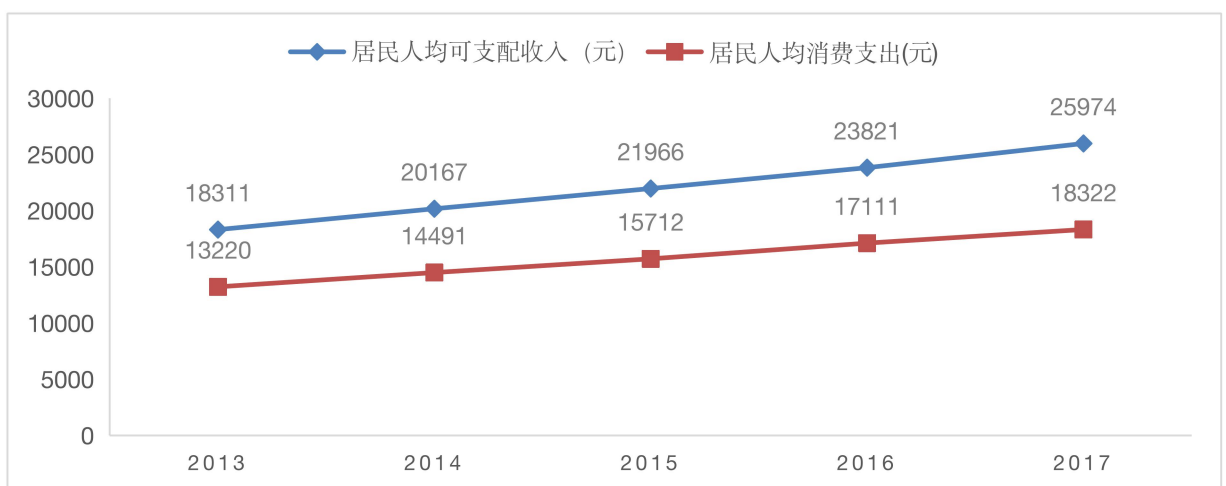


图 4.2 居民人均可支配收入及人均消费图

资料来源:国家统计局

由图 4.2 可知，在三七进行泛娱乐布局的前三年内二者都增长了近 40%左右，并且

保持着同步增长的趋势，且近年来也保持着持续上升的态势，这是由于居民收入的大幅提升不仅使得基本的物质生活需求得到保障，更拉升了居民的精神层面的需求。由于技术手段的升级加持，例如内容产出、渠道平台及用户体验方面，使得大量用户成为内容的创作者，在提升用户参与度的同时激活了市场活力。对于同一内容不同领域的多次开发，促成了泛娱乐联动开发。

其次对国内外经济发展状况进行剖析，结合国内外具体环境，分析不同境况下的背景。宏观经济进入结构升级调整期，文娱作为第三产业核心部分，将成为新经济的重要产业。尽管国际贸易增长放缓，动力放弱，但互联网对于全球资源要素有效流动及高效配置的推动作用不容忽视，加上“一带一路”战略对于国际交流合作的重大影响，为三七互娱在内的网游企业“走出去”提供了更多的业务合作机遇，提升了企业的发展空间。对于游戏行业发展方面，由于人口红利的消耗，增速下降，步入稳定阶段，这更加要求游戏产品的高质量及高文化价值。

4.2.1.3 社会环境

社会环境主要指的是整合行业情况，网游企业 2014 年左右行业并购严重，如表 4.1。

表 4.1 国内网游行业发生并购数量及金额

年份	并购次数 (次)	并购金额 (亿元)
2013	20	188
2014	57	400
2015	46	615
2016	61	895
2017	39	370

数据来源：wind 数据库

网游行业在近几年内发生并购热，也因此产生了一定的消极影响，高估值，高溢价带来的不仅仅是股价暴涨，也可能是业务承诺未达标而造成的商誉减值，对投资者造成一定的损失，也进一步对本公司长期发展产生影响。此外，随着泛娱乐联动开发，网游产业与其他业态逐渐交融，衍生出了许多新兴产业，例如短视频，直播及电竞等，网游的用户群不断扩展。但这同时也是双刃剑，根据游戏工委及伽马数据显示，24 岁以下的用户由于其具有较强的社交性和操作性已经成为占比最高的游戏用户，这就使得网游不可避免地引发一系列社会问题，由于青少年自制力差并且三观正在初步形成中，防沉迷

就在此时显得尤为重要，这就对三七互娱在内的网游企业的社会责任提出新要求，一个好的 IP 可以在文化内涵及游戏内容上起到积极作用，因此网游行业开始大力寻求优质 IP 来应对社会提出的高要求。

其次，随着大众消费水平的提升和版权保护的发展成熟，用户的内容消费习惯得到逐步培育，泛娱乐内容消费潜力得到释放。

4.2.1.4 技术环境

游戏市场的急速发展离不开技术升级换代的支持，技术的进步使得游戏开发效率越来越高，团队专业化程度也越来越高，游戏研发细分程度也逐渐加强，推出 IP 的专业化和精品化也不言而喻。随着游戏产品的多样化，游戏分发平台也更加的多元，例如三七互娱“37 网游”电脑游戏运营平台、“37 手游”移动游戏分发平台以及“37GAMES”国际发行平台，类似还有腾讯游戏平台及 STEAM 等。多平台出现不仅提升用户游戏的便利性，也同时促进了 IP 在多业态之间的安全性。

另一方面，VR 与 AI 相关技术的逐步成熟，极大拓展了游戏的人机交互上升空间，用户参与感和沉浸感上限不断提升。“大智移云物区”等新手段也应用于游戏开发测试、防沉迷、防作弊系统及其他领域当中。其次，网络基础设施等硬件升级优化也极大促进了网游行业发展，4G、5G 的逐步应用，宽带降费提速，网络覆盖面和速率持续提升，再加上网络支付的兴起，使得游戏支付手段更加便捷，提升了消费者支付意愿，从而促进消费经济，但网游用户扩大消费的同时也对产品质量提出了更高的要求 and 期待。

总之，智能技术促进数字化，使得泛娱乐产业逐渐走向数字化，并且基础设施的加持使得泛娱乐产业稳步发展，

4.2.2 内部环境分析

SWOT 分析，即对竞争环境和竞争条件的态势分析。运用此分析方法，可以对企业所处环境进行全方位且系统的研究，并帮助企业制定相关策略等。下文用 SWOT 分析方法对三七互娱实施泛娱乐布局下的盈利模式内部环境进行分析，如图 4.3。

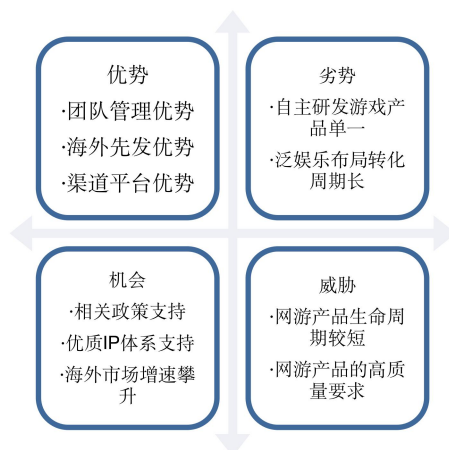


图 4.3 三七互娱 SWOT 分析图

4.2.2.1 优势

(1) 团队管理优势

三七互娱以游戏发行运营起家，其买量发行直到现在也是行业龙头，所以其对于游戏全产业链业务十分清晰，多年流量运营为游戏产业整体运作积累经验，三七互娱核心团队成员多年不变，专注文化创意业务板块，保证了对市场的把控以及买量投入，也为后续泛娱乐布局奠定了基础。三七不仅有专业私有化的广告团队，还有专业化的研发团队，旗下拥有极光等国内顶尖团队，强大的研发实力为游戏产品的研发运营体系提供保障，保证了高买量成本下的利润率，三七互娱销售费用中的大头买量成本，在市场 3 倍之高的涨幅背景下，推广费用始终保持在占比三成左右。此外，三七互娱在海外各地区也拥有专营发行的团队，针对用户差异性进行优化升级。

(2) 海外先发优势

三七互娱在 2011 年就已涉足海外市场，起初是游戏板块，后续又涉及 VR/AR 等泛娱乐板块。其相对于赶在 2014 年海外热潮的企业而言，对于国际 IP 需求，付费习惯等有一套更成熟的体系，对于国外布局泛娱乐板块更创造了自身的先发优势。目前，东南亚大部分国家甚至欧洲都拥有自己的市场。

(3) 渠道平台优势

三七互娱以网游发行运营起家，不仅建立了 37 手游、37 网游以及 37GAMES 三大国内外排名皆在前三的自有平台，还与相关企业合作特色运营平台，从战略层面加强运营体系建设，与视频网站及搜索引擎合作，使之拥有加强的平台议价能力，广告投放占据了市场较大份额。

4.2.2.2 劣势

(1) 自主研发游戏产品单一

三七互娱通过“页转手”成功转型，尽管其网页游戏产品是行业龙头，但是因为移动端起步于 2013 年，起步较晚，且多是代理发行和运营，仅有的也是网游产品的 IP 改版，缺乏自主研发的精品产品，游戏类型及 IP 类型相比腾讯、网易等一线研发商还是有所差距。

(2) 泛娱乐布局转化周期长

三七互娱为打通游戏全产业链同时踏入文创产业链布局，从 2015 年便开始早早进行泛娱乐体系构建，这样可以拓展自己的利润源即用户群体，也可以在一定程度上分散企业的经营风险，但是进行泛娱乐布局是长期举措，发挥此布局的协同效应更是一个长周期的活动，将体系转化为具体的盈利措施更加漫长，例如一个精品 IP，即便在别的领域已经形成了自己的体系框架，并且具备了粉丝基础，但是将其转化为其他具备完整故事体系的形式，然后推向市场，再经过市场考验为企业带来利润，这将是长期工程，所以布局效应短期很难对财务造成明显的影响。

4.2.2.3 机会

(1) 相关政策支持

近年来国家陆续出台了大量的扶持政策，鼓励网游行业在内的文化产业优质发展，优化网游产业结构及模式转型，同时扶持网游衍生行业直播、电竞/VR 游戏的发展，监管体系与优惠政策不断丰富，定会促进网游产业繁荣发展。三七互娱的泛娱乐布局下的盈利模式升级正是顺应国家所提倡的产业结构优化升级，推动公司在相关领域全面协调发展。

(2) 优质 IP 现成体系支持

IP 作为网游研发的部分基石，占据了市场总量的 60%以上，优质 IP 自带的用户群体及其完整的故事体系，为市场规模增长做出重大贡献。但是对于如何完全发掘并体现 IP 的价值在国内并没有很好的例子，因此未来在充分发掘文学动漫影视新 IP 来提升游戏品质、发掘 IP 文化价值突破固有开发模式等方面将会成为新机遇。此外，IP 为核心的泛娱乐体系为网游行业创造了更多的市场机会，游戏产业的领域细分更加验证了其创造的多样性，例如女性游戏用户数量占比攀升，消费能力逐渐凸显，二次元趋势明显；VR 游戏虽然目前市场占比低，但国内较大城市中的用户体验反响非常好，未来随着技术的成熟，类比 H5 游戏的成功，其一定会大放异彩。

(3) 海外市场增速攀升

根据伽马数据显示，从 2013 年至 2017 年 5 年间，国内自研网游产品海外销售收入就从 5 亿美元增长到了近 83 亿美元。这正是游戏产品“走出去”的政策成效，通过将国内产品推出再进行差异化调整，制作出符合国际口味的产品，会极大提升海外市场的接受程度，

4.2.2.3 威胁

(1) 网游产品生命周期较短

网游戏企业的游戏产品都会面临此威胁，这是行业现状，所以也是行业所面临的威胁，需要整个行业来共同应对。如表 4.2，展现了两种周期。

表 4.2 手游和网游的平均研发周期及生命周期

类型	平均研发周期	平均生命周期
移动游戏	3-12 个月	3-12 个月
网页游戏	3-6 个月	3-6 个月

资料来源：艾瑞咨询研究院

网游产品一般会经历内测及公测期、爆发式增长期、成熟平稳期以及冷却期，由表 4.2 可得，游戏产品生命周期一般在研发设计阶段就已大致确定，要想提高生命周期，唯有在运营过程中不断提升产品质量，丰富产品内容，来不断延伸爆发期的长度，同时应对游戏市场整体情况的不稳定性，比如不同时期的受欢迎题材、头部效应对市场份额的挤压以及市场竞争激烈程度。

(2) 网游产品的高质量要求

游戏品质不仅包括游戏画面、游戏设定参数、音效、背景、沉浸感等基本要素，随着科技的更新与人民生活品质的提高，用户群体更加要求网游产品具备一定的文化价值吸引力，这就需要强有力的优质 IP 的支撑，泛娱乐布局意义凸显。

4.2.3 战略选择分析

4.2.3.1 平台运营下的精品化战略

公司自有平台有 3 个，运营多品类热门网页游戏，涵盖多种游戏类型，涉及不同题材，拥有庞大的用户群。三七互娱一直朝向持续性发展，坚持以市场为导向，运用自己多年的游戏平台运营经验与核心技术，找寻用户需求特性，研发多种精品游戏，使得业

务产品兼具市场性与娱乐性。同时，积极引入优质 IP，不是一味照搬全收，而是通过平台优势统计用户需求，利用品牌号召力改编并推向市场，使得活跃用户稳中有升。

4.2.3.2 以 IP 为核心的全球化泛娱乐生态战略

三七互娱拥有海外先发的优势，凭借多年海外运营发行的经验积累，其海外市场已经拓展到欧洲，东南亚等。除了内生拓展业务外，三七互娱还通过外延式布局进行全球化业务开展，进行投资入股和与境外企业合作。例如收购了日本代表性游戏公司 SNK，并且将海外知名 IP《拳皇》、《合金弹头》等进行形式上的改编，转化成游戏及动漫产品推向全球，此过程中还进行了中国特色化，不仅符合中国口味，更像国际宣传了中国特色。这只是三七互娱通过 IP 运营研发精品游戏的其中举措之一，此外，还与全球范围内约百家游戏内容厂商建立商业合作关系，切实提高游戏精品化及海外输出效率。三七互娱不仅通过资本实现 IP 破壁，还与 IP 创作商奥飞动漫及芒果传媒等达成战略合作，积极引入 IP 产业投资者共同进行泛娱乐布局。

4.3 泛娱乐布局下的盈利模式要素分析

盈利模式决定企业利润空间和市场地位，盈利模式要素的优化升级会影响企业持续经营的能力，在给企业不断充血的同时带来充裕的资金流。而盈利模式的构成要素则能够直接反映出企业的核心竞争力，并展现出企业是以怎样一个模式运作的。下文通过盈利模式的四要素来详细剖析泛娱乐布局下的三七互娱的盈利模式。

在进行泛娱乐布局前（即 2011-2014），三七互娱实行“平台化+精品化”的盈利模式，通过本企业的运营平台为媒介，实施游戏产品“自主+代理”“精品化经营，这也为 2015 年之后进行泛娱乐布局的盈利模式创新奠定了良好地基，用户基础、经验优势以及由此形成的企业核心竞争力都是企业核心资源要素。但随着市场竞争激烈程度不断上升，产业链涉及环节较少、产品种类不丰富、研发占营收比重较小等劣势和因此带来的盈利手段单一、市场竞争力薄弱等问题使得其急需转变自我盈利模式来谋求更长远的发展，这直接促使盈利模式创新升级提上日程。随着 IP 经济的兴起，三七互娱顺应行业趋势，于 2015 年开始构建本企业以游戏业务为核心的泛娱乐体系。

4.3.1 利润源

利润源是企业的目标受众，即本企业的产品和服务提供给谁从而获得盈利，包括客

户及潜在客户，客户带来稳定的收入流，对于潜在客户，企业可通过创新来保证客户群体的可靠性和广泛性。

三七互娱企业初创阶段主营游戏代理运营，可以说是网游行业当中的媒介即销售渠道，其利润源一直来自于网游研发商的分成以及网游发行商的分成，并且当时对于渠道商的分成占比很少，几乎不到 10%，所以获利极少。随着企业越来越重视研发，从员工结构及研发占比多方面提升企业研发能力，三七互娱已经通过升级成为游戏研发商从而进一步延伸了本企业的利润源，把网游用户群体正式纳入自己的盈利对象。因此，三七互娱在前期盈利模式下，即进行泛娱乐布局之前，其利润源为网游研发商以及页游模式下的中年群体，这类年龄段具有较高氪金能力。

表 4.3 三七互娱网游层面利润源拓展

	特点	用户画像	付费点	用户量/付费率
轻度游戏	上手快、玩法简单 (例如：一千克拉女王) ——IP 拓展	女性占比高，年龄偏大	辅助道具	多/低
中度游戏	玩法轻、养成重 (例如：斗罗大陆) ——IP 拓展	学生占比高，青年男性为主	抽卡养成	中等/中等
重度游戏	玩法复杂、重战力 (例如：重度 VR 游戏、一刀传世)	中年男性为主	高端战力区分	少/高

对于实行泛娱乐布局之后，在游戏方面，三七互娱吸纳了众多类型 IP，也研发出多种类型的网游，全面涉及轻度、中度及重度游戏。此外，动漫领域的涉及直接导致 K12 群体纳入了三七互娱的利润源，全球化布局也吸纳了国内外粉丝、电游玩家，影视布局使得影视爱好者融入，VR 布局使得 VR 产品体验者融入。

进行泛娱乐布局之后，三七互娱的盈利模式优化升级，在以精品化和平台化为基础的前提下，形成全球化与泛娱乐相结合的盈利模式，此种模式加持下，网游企业会更加注重 IP 核心资源的开发。所以，IP 的更迭开发带来了利润源的层层扩大，覆盖了整个 IP 资源受众群体。这里不仅包括网游用户，还包括 IP 资源的受众，因为企业在改编

一个 IP 的同时，会附带吸引此 IP 当初形式的原始粉丝群体，这些群体当中的 50% 以上会被转化到游戏产品上来，同样，一个新游戏的诞生依旧会吸引单纯的游戏玩家。游戏 IP 转化为其他形态的产品依旧会转化游戏玩家，将他们带到动漫或者其他领域进行全新体验。这样，一个 IP 接着另一个 IP，国内粉丝加上国外粉丝，游戏领域的爱好者加上动漫及其他领域的爱好者，三七互娱的产品受众不断拓展，用户群体越来越趋向多元，丰富了利润源的年龄层次，由动漫附加游戏再附加文学就可以拓展为整个年龄段，扩展的利润源会为三七互娱带来更大的盈利空间和盈利能力，也同时降低了企业的在运营过程中的相当一部分风险。

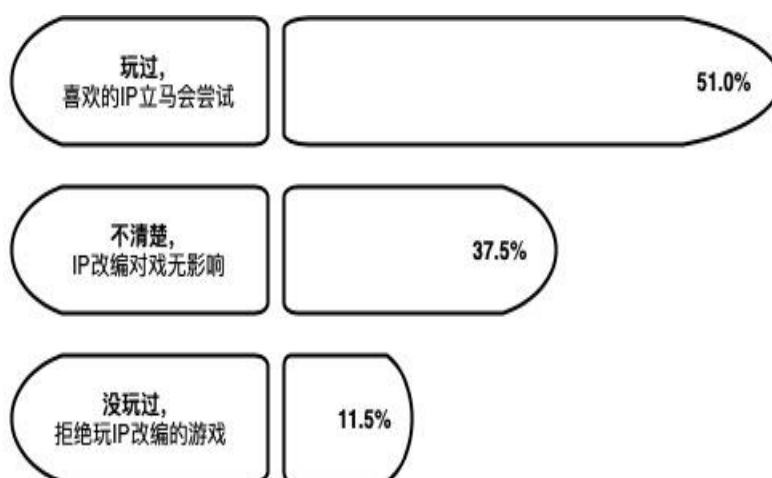


图 4.4 中国游戏用户 IP 接受倾向
资料来源：艾媒咨询

4.3.2 利润点

利润点是指企业的盈利点，总的来说是企业能为客户提供价值并随之带来盈利的产品和服务。利润点要求有二，一是满足利润源的需求偏好，二是要为本企业创造价值，即盈利。

进行泛娱乐布局前，三七互娱利润点主要是其代理游戏产品的服务、自行研发的页游产品以及自有平台提供的运营服务。平台运营的第一年运营数量就过百，累计用户也近 2 亿。游戏产品输出《大天使之剑》、《传奇霸业》等口碑网游大作，《大天使之剑》上线 2 个月流水金额也超过了 3 亿元，刷新了多项网游行业纪录，包括日流水、同时在线人数、平台开服数量等。企业自有的手游运营平台自 2015 年盈利模式创新两年来运

营近 2000 款游戏产品，活跃用户数月均千万，代表作有《永恒纪元》、《斗罗大陆》等。这也是在进行泛娱乐布局后依旧把游戏业务作为产业链核心发展的重要原因。

2015 年起进行泛娱乐布局后，三七互娱利润点不再局限于页游产品以及网游产品运营平台上，在大力发展核心游戏业务的同时，开始聚焦泛娱乐产业，以 IP 为核心进行内容创造、媒体经营、游戏研运及产业链相关布局延伸，形成 IP + 产品的特征。具体布局例如，涉及游戏直播领域是通过投资听听网络公司；与星皓影视及芒果传媒合作，投资风华秋实与新线索影视，正式进入影音领域；投资绝厉文化涉足动漫相关领域；同时，通过投资海外 VR 公司开始向 VR 领域进军。现阶段，主营业务依旧围绕游戏业务，在线教育业务虽直线上升，但收入来源也主要是游戏业务。虽然没有达到业务产品衍生，但是通过内容衍生反哺游戏也极大扩充了利润点，涉及内容创造、媒体运营以及游戏研运，并且随着泛娱乐布局的不断成熟，三七互娱的利润点会不断增加，最终拓展为以 IP 为核心的相关多元化系列产品。根据企业的长期战略，未来 5 年内，云游戏、影漫、音乐、文化健康产业、艺人经纪及社交、VR 以及泛文娱媒体等各类产品皆会陆续成为三七互娱新的利润增长点。

表 4.4 三七互娱泛娱乐布局期间利润点变化

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
产品/业务	网络游	页游	页游	页游	页游	页游
	戏	手游	手游	手游	手游	手游
文化产业布局	无	游戏视频、 主播、电影、 网剧、动漫 制作推广与 发行	音乐制作与 发行、影视 投资与制 作、H5 与手 游研发、VR 游戏研发、 版权授权、	其他文创	其他文创	其他文创
				VR 游戏出 品、动画改 编、电影出 品、文娱投 资	互联网体 育、少儿教 育、社交文 娱、艺人经 纪、IP 孵化	VR/AR、文 化健康、5G 云游戏

资料来源：三七互娱年报

目前从财务体现来看泛娱乐布局效果，三七互娱的主营业务依旧体现在网游方面，

具体表现为从页游扩展到了手游及全球化网游业务布局，近一年财务绩效体现也新增了在线教育业务。随着时间和战略推进，越来越多的投资板块会体现在主营业务层面，拓展三七互娱的利润点。

4.3.3 利润杠杆

利润杠杆是指企业的盈利措施，企业如何吸引更多客户，如何提高竞争力，提供优质产品来满足差异性。既然是杠杆，就是要求企业通过小优势来获得更大利润，在企业之间可以把它看作一种进攻手段。

在三七互娱进行泛娱乐布局前，其利润杠杆主要是以页游产品为基础的平台运营。三七互娱平台运营的方式主要有两种，一种是本企业独立运营，另一种是和产业链上其他企业联合进行游戏产品运营，不论哪种方式最终目的都是将产品推广给用户群体，从而帮助产业链上的每一环节的企业获取利润。通过运营其他游戏研发商的精品游戏，三七互娱随着时间线的拉长不仅仅积累了运营的经验，更发掘了研发经验，从而开始逐步涉足行业内容产出商：游戏产品研发。

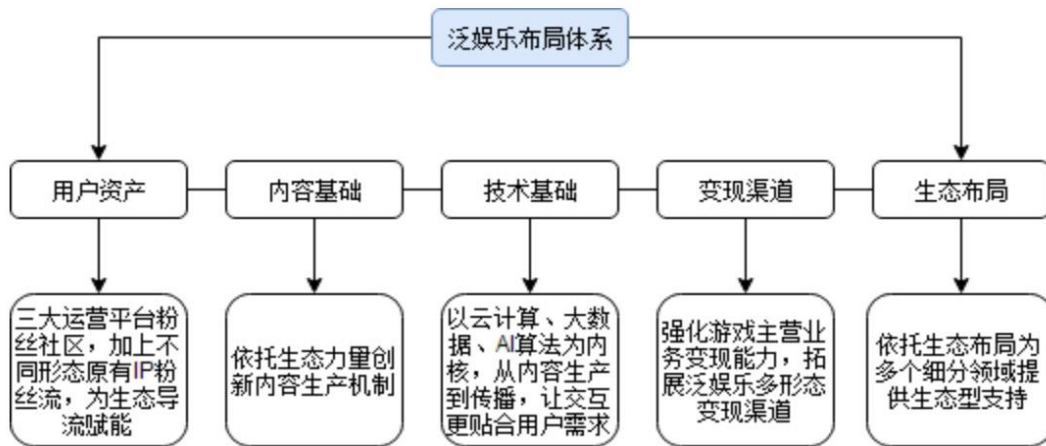


图 4.5 三七互娱利润杠杆解析

进行泛娱乐布局之后，三七互娱利润杠杆也发生了重大变化，创新升级成以网游业务为核心的泛娱乐布局体系。如图 4.5 所示，本文揭示泛娱乐布局体系的各要素来剖析三七互娱的利润杠杆创新。图中所示五方面展示出泛娱乐布局体系的内涵，例如技术基础方面，三七互娱从内外两方面拓展生态，内部通用框架体系包含构建内部游戏云、拥

有以超高清视频编解码及传输技术为基础的通用轻客户端；外部战略合作手段包含同华为签订合作框架协议共同致力云游戏市场等。再如生态布局层面，泛娱乐 IP 的运营模式，从内容生产到内容分发，IP 库经过粉丝运营再进行 IP 改编。此外，三七互娱还通过内生外延协同布局不断拓展自己的网游产业链。针对核心游戏业务，形成了完整的游戏产业链，一整条网游开发与运营推广价值链都可帮助三七盈利，在助推核心业务的同时积极拓展其他相关领域，进行了泛娱乐布局，进军泛娱乐产业中各个行业，进行 IP 资源深度发掘，不断开发新客户，不断拓展新市场，不断开拓盈利空间。

前面提到泛娱乐布局的实质是以发挥整体效应为基础，三七互娱的这种布局基于不同形式反复开发同一 IP，节省了多次购买 IP 的成本，直接提升了企业的盈利能力，这种重复获利的方式符合协同效应理论，因而可获得超额收益。经过近五年的时间，完整的泛娱乐布局体系已经初步形成，并且具备了一定的规模，包含了泛娱乐布局的每一个要素，完善了自身的游戏产业链的同时也涉足其他文娱领域。单拿《大天使之剑》举例，三七互娱通过多项举措，例如找明星代言，作为赞助商参与线下活动，改编网络剧同时生产同系列手办，使得《大天使之剑》已经从原始 IP 衍生成为一个全新的可继续创造价值的 IP；旗下艺画开天开启小说 IP《三体》的动画形式改编，改编原创动漫《灵笼》在 B 站的首播在线观看人数达 20 万。三七互娱通过内生与外延不断开发 IP，如今是 IP 储备已涉及动漫、影视、文学及游戏，依托泛娱乐实现盈利，挖掘最大盈利空间。

4.3.4 利润屏障

利润屏障是指保持盈利的防御塔，企业采取一系列措施来防止自身利润及市场份额被其他竞争对手分割，这是企业间相互防守的一种重要手段。企业需要在保持自身优势、提供产品差异化的基础上完善自身的核心竞争力，这不仅是对资源、人力提出的要求，也是对战略、创新及合作的要求。

进行泛娱乐布局之前，三七互娱的利润屏障主要有两点，一是自有平台运营游戏产品所积累的用户粉丝，二是精品化下的企业大众优良口碑。但随着互联网流量红利的逐步递减甚至消失，买量模式的“性价比”可以说是越来越低，甚至成本远大于其产生的效益，并且网游产品的同质化日益严重，这也对三七互娱提出了极大的挑战。

纵观 2019 年中国游戏市场中细分游戏类型的比例分布，角色扮演类（RPG）占据半壁江山，其次是策略类（SLG）及卡牌类（CAG）。游戏市场类型分布直观体现了游戏类型受欢迎程度及市场份额。

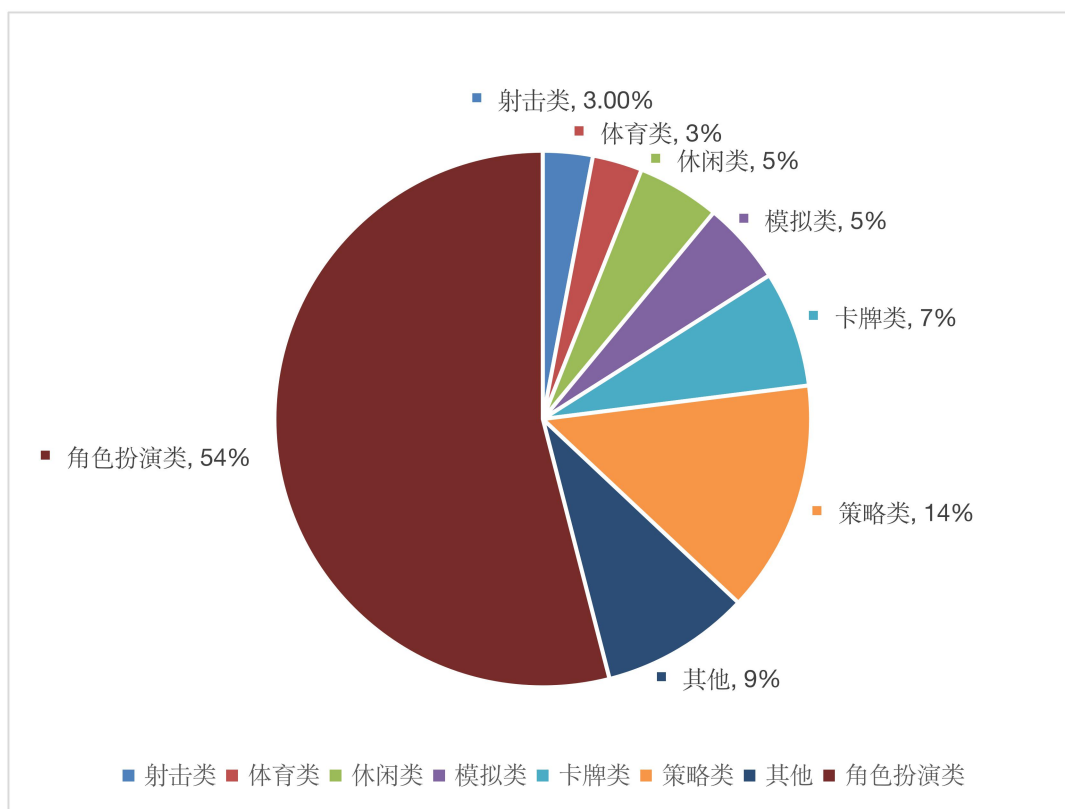


图 4.6 中国游戏市场中细分游戏类型的比例分布

资料来源：中国音数协游戏工委（GPC）&国际数据公司（IDC）

三七互娱的 IP 战略紧紧围绕市场取向，近年来储备 IP 涉及游戏 IP、影视 IP、动漫 IP 以及文学 IP。整个 IP 资源库涵盖全面，都是经过市场考验且有完整故事体系的的优质 IP，对于转化有极大成功率。

表 4.5 三七互娱 IP 储备

游戏 IP	《传奇世界》《奇迹 MU》《天堂 2》《热血高校》《轩辕剑之天之痕》《武易》《斗战神》《希望》《拳皇》《侍魂》《上古世纪》《斗罗大陆 H5》
影视 IP	《琅琊榜》《西游记之孙悟空三打白骨精》《武神赵子龙》《天将雄狮》《西游伏妖篇》《太极》《楚乔传》《择天记》
动漫 IP	《航海王》《倒霉熊》《樱桃小丸子》《奥特曼》《魁拔》《阿童木》
文学 IP	《傲世九重天》《天启之门》《狂仙》《寻秦记》《雪鹰领主》

资料来源：三七互娱年报

由表 4.5 可得三七互娱近几年 IP 储备的各领域。其中游戏 IP 涵盖了受市场欢迎的 RPG、SLG、CAG 等多种类型，并且形成了自身的专业化布局，此外，近年来爆火的女性游戏、二次元游戏以及云游戏三七互娱皆有 IP 储备。

进行泛娱乐布局之后，围绕泛娱乐的核心 IP 战略对利润屏障进行重构，三七互娱的利润屏障升级成为优质 IP 储备带来的产品特色化，再加上对泛娱乐产业的多形态延伸拓展。针对网游产品的同质化，三七互娱通过泛娱乐布局衍生出的优质 IP 战略，可以将特定的 IP 特色与游戏相结合，体现出产品的差异化优势，对比起市场普通游戏产品有难以替代的竞争力，还可以吸收 IP 的特定用户，对于特定 IP 的独有形成了其特色的利润屏障。此外，自 2015 开始泛娱乐布局以来，三七互娱已经完成了对游戏全产业链的构建，泛娱乐布局也趋于完整，这可以协助企业更充分地挖掘每一个产品的附带价值，将 IP 的价值潜力最大化，同个 IP 不同业态的开发形式也延续了 IP 资源的生命周期，同时也延长了产品的生命周期，保障了持续盈利能力。

表 4.6 三七互娱销售费用及研发投入历年汇总 (单位: 元)

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售费用	17,463,112.33	128,882,333.28	1,458,942,674.14	1,607,745,221.19	1,908,207,466.32	3,347,261,308.33	7,737,205,528.07
研发投入	13,607,027.84	28,509,101.13	269,761,851.47	317,670,122.59	439,094,559.01	539,841,128.36	814,182,093.94
研发投入占营业收入的比重	5.29%	4.77%	5.79%	6.05%	7.09%	7.07%	6.16%

数据来源: 三七互娱年报

由表 4.6, 三七互娱在维持自己买量霸主的地位的同时, 加大研发投入, 占比逐年提升, 可见其对 IP 资源的重视, 并且国家日益完善的对知识产权保护的相关法律就是对三七互娱利润的天然保护。进行模式优化升级后, 企业开始更加注重研发创新, 研发投入递增, 研发投入占营业收入的比重逐年稳步提升, 由于 2019 年的营收大幅度上升导致比率有些许下降, 但这并不影响研发投入绝对量的提升。

通过以上分析, 可得出三七互娱在进行泛娱乐布局后盈利模式构成要素相对于布局前的的创新点, 如图 4.7 所示。

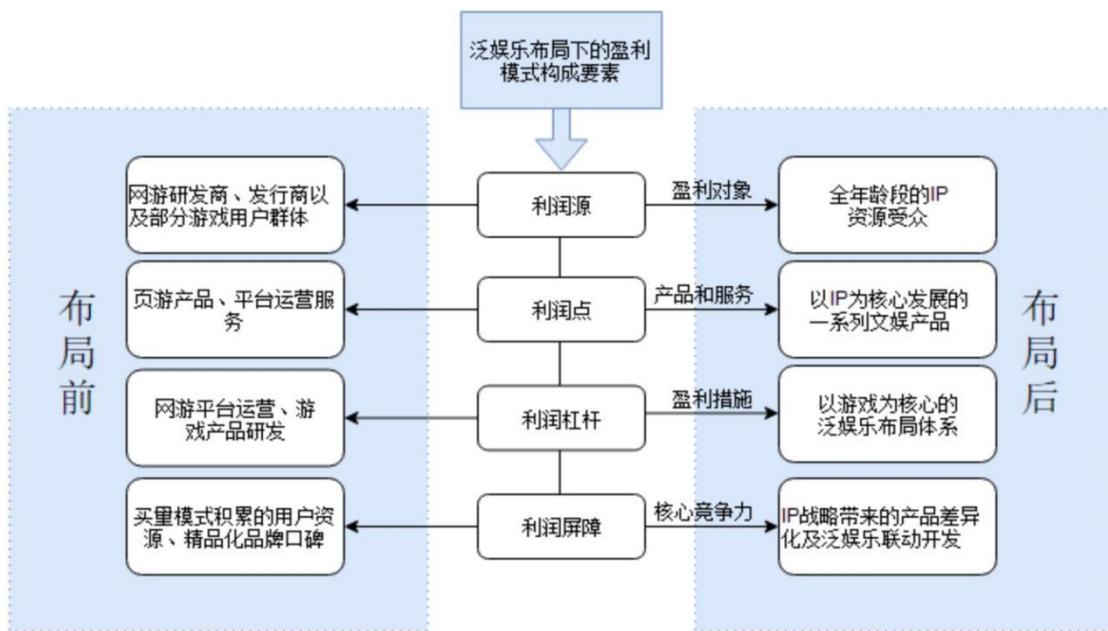


图 4.7 三七互娱盈利模式前后对比

4.4 泛娱乐布局下的盈利模式实施效果

4.4.1 泛娱乐布局初步形成

自 2015 年开始进行泛娱乐布局后，三七互娱形成了以游戏（IP 战略）为核心的泛娱乐和全球化相结合的盈利模式，通过内部发展与外部延伸投资相结合的方式，在进一步完善网游产业链的同时，又进行了链条的横纵向延伸，涉足多种文娱产业，进一步扩展了自身的盈利空间。三七互娱泛娱乐布局如图 4.8 所示：

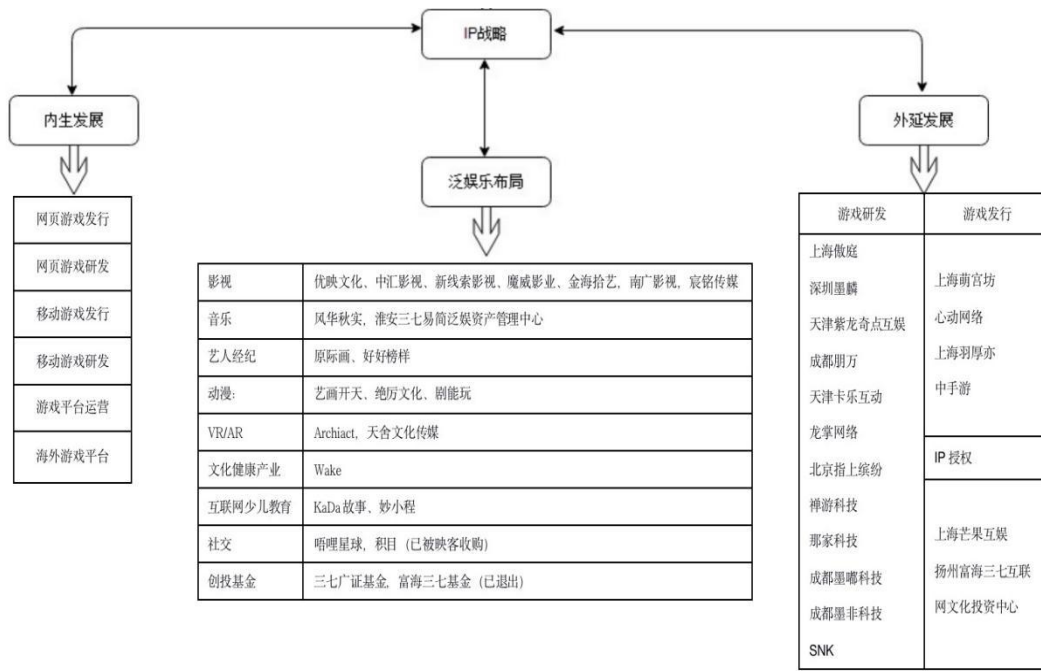


图 4.8 三七互娱泛娱乐布局图

IP 战略是三七互娱泛娱乐布局的核心，也是整个泛娱乐体系的起步，三七互娱通过 IP 战略，不仅进行 IP 原创，也收购优质 IP，包括动漫产品、影视产品、VR 及其游戏产品，培育优质 IP 产品最终转化为游戏产品，通过平台发行推广，大数据定位找到目标受众，最终通过消费及粉丝运营实现变现。一个精品 IP 被企业开发成诸如动漫、影视等不同的形态，在开发 IP 的过程中实现了整体效应，反作用于 IP 战略，进一步提升了内在价值。在进行布局的同时实现了网游产业链的延伸拓展，又进一步将 IP 受众再次扩大，对企业盈利能力产生正向推动。此外，板块之间相互支撑，实现有效的资源整合，进一步形成协同效应，但三七始终保持游戏业务的核心地位，对于泛娱乐布局只是通过外部投资来进行，反哺游戏板块，最终变现渠道还是通过游戏业务实现。

三七互娱的泛娱乐布局依靠内生+外延式发展，内生主要指本企业的游戏业务，包括手游与页游的研发与运营，外延主要指其他领域泛娱乐布局，当然也包括部分游戏业务相关企业，三七互娱泛娱乐布局初具规模，形成了较完整的生态体系，

4.4.2 游戏全产业链趋于成熟

三七互娱在构建泛娱乐布局的同时，也积极布局游戏产业上下游，最终形成了一条较完整的全产业链，打造成了自己独特的互动娱乐生态系统。在其泛娱乐布局核心游戏

业务中，三七互娱打造了企业内部生态体系，包括移动游戏的创作与发行、网页游戏的创作与发行、国内网络游戏运营、海外网络游戏运营四大体系。这个体系的逐步成熟也标志着游戏全产业链的布局完善。

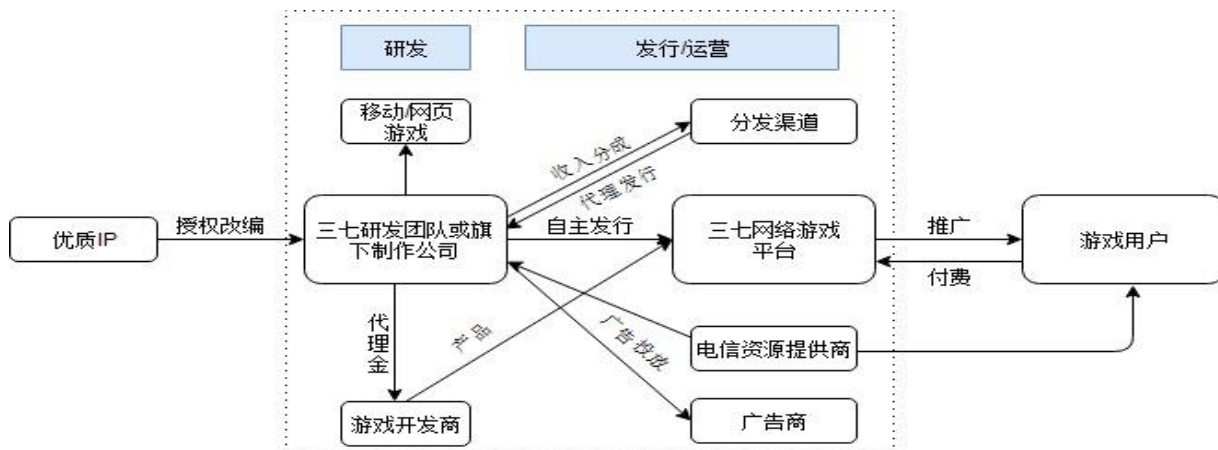


图 4.9 三七互娱游戏全产业链布局图

三七互娱在进行泛娱乐布局之前即 2015 年前，仅依靠自身平台进行游戏产品运营与页游产品研发，并没有形成与其他企业相独立的核心竞争力。随着泛娱乐布局体系的成熟和完善，三七互娱开始了手游研发与发行，并且利用自身页游 IP 转化手游，成功跻身 IP 创作者，接着通过运营平台进行发行推广，并且利用自有平台进行宣传推广，最终面向用户群体。三七互娱日后可发挥自身制造业起家的优势，进行衍生品销售，这样可以继续延伸产业链，使得自己获得更大的利润空间。

5 泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式财务评价

盈利是企业生存的基石，盈利模式的有效性最终通过财务结果体现出来。为了评价三七互娱经过升级优化后形成的泛娱乐布局下的盈利模式，本章以 Allan 和 Christopher(2002)书中提出的评价方法作为研究基础。

具体评价体系为通过偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力以及现金流量等五方面，再结合网游企业中非财务指标对其盈利模式可持续评价的补充辅助作用，选取相关财务指标评价现有盈利模式下的财务表现。除了进行本企业盈利模式创新前后的纵向财务分析，也与行业主要竞争对手进行横向财务对比分析。对比企业按照在 A 股上市、主营业务为网游业务，且在近 5 年游戏工委公布的网游企业前 10 名的标准，最终选择完美世界、掌趣科技、昆仑万维及游族网络。他们代表我国大多数游戏企业经营状况，并且其中有企业开始逐步进行泛娱乐布局，能够客观分析三七互娱，保证评价综合性，使得结论客观且具有说服力。以下财务数据包括 2011-2019 年，资料来源于企业年报及东方财富网站。

5.1 泛娱乐布局下盈利模式的财务分析

本节选取了盈利能力等四方面能力的关键财务指标，纵向分析了三七互娱 2011-2019 年泛娱乐布局前后的财务情况，并选取同行业 4 家网游企业进行五年的横向财务对比分析，最后对三七互娱进行了财务比率综合分析来保证评价综合性和客观性。

5.1.1 盈利能力分析

盈利能力反映企业目前盈利模式对企业盈利的影响。本文首先对三七互娱净利润进行了分析，然后选择了销售净利率、总资产收益率、净资产收益率作为主要分析指标进行横向及纵向财务分析。

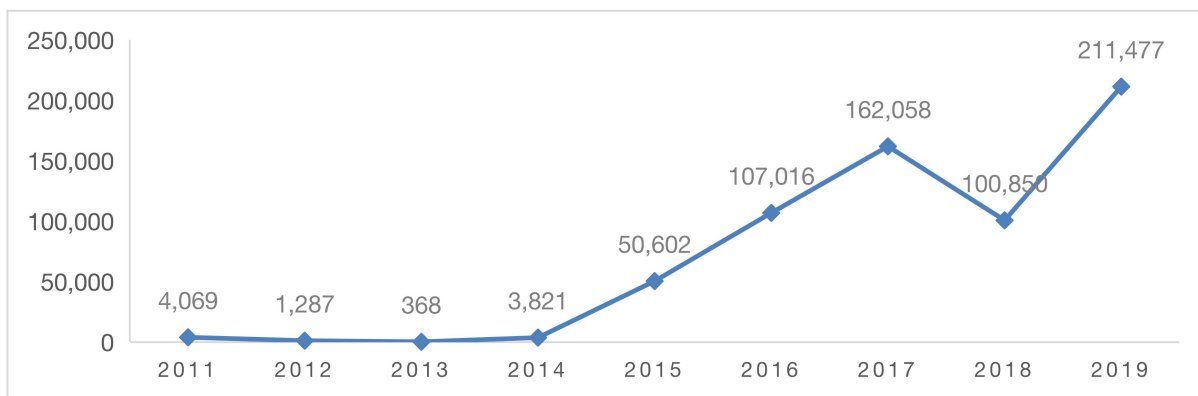


图 5.1 三七互娱历年净利润 (单位: 万元)

数据来源: 三七互娱年报

由图 5.1 可得, 三七互娱在 2015 年进行盈利模式创新升级之后, 净利润开始爆发式增长, 2015 年达到了 5 亿, 相比 2014 增长了近 13 倍之高。后续也一直保持持续增长态势, 2018 年的小幅度下跌是由于国家政策原因, 但在游戏版号解冻之后, 态势依旧保持快速上升, 2019 年已达到 20 亿的净利。整体盈利情况足以体现其泛娱乐布局下的盈利模式的优越性和极强的盈利性。

(1) 销售净利率。用来衡量销售收入的收益水平, 代表了企业营收的质量及盈利水平。

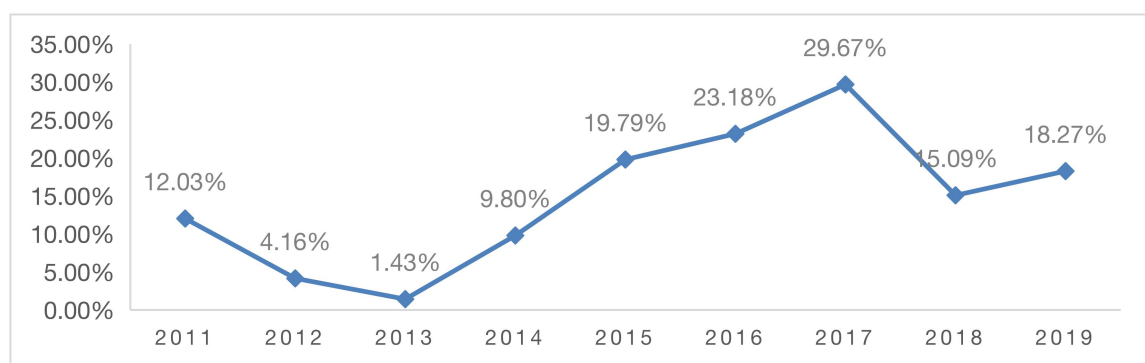


图 5.2 三七互娱历年销售净利率

资料来源: 三七互娱年报整理

首先进行纵向财务分析。由图 5.2 可以看出, 三七互娱 2015 年销售净利率急速上涨, 主要原因是其在 2015 年推出的页游产品《传奇霸业》创造超额营收, 游戏上线后不到 3 个月总流水就突破亿元大关, 单日营收也创下最高纪录, 游戏的研发者是极光网络, 是

三七泛娱乐布局起步阶段的重要一步，也是泛娱乐布局分支之一的网游研发业务的核心企业。此后三七也是年年保持上升态势，除了2018年的行业政策影响略微下降，销售净利率的不断提升，表明三七内生与外延相结合的泛娱乐布局极大促进了游戏业务的

表 5.1 游戏公司销售净利率对比表 (%)

年份	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	19.79	23.18	29.67	15.09	18.27
完美世界	26.48	18.4	18.41	21.9	18
掌趣科技	44.6	30.04	16.53	-157.1	22.27
昆仑万维	22.65	22.49	41.28	41.86	37.61
游族网络	32.91	23.6	20.53	28.24	7.96

数据来源：各企业年报

其次进行横向对比分析。由表 5.1 可得，三七互娱销售净利率位于行业中上水平，低于昆仑万维和掌趣科技，主要由于 2015 年开始不断进行泛娱乐布局，推广其手游业务等导致互联网流量费用增长，增加了营业费用及成本，而昆仑万维等企业不实行买量模式，也没有进行新业务拓展，所以保持了销售净利率的平稳。并且三七互娱作为后发起步，游戏产品积累量及 IP 储备量并不如行业其他企业，所以受版号冻结影响会更明显，但始终保持稳步上升态势。

(2) 总资产收益率。ROTA 用来衡量企业的收益能力，在关注资产的同时更加注重与其相关的收益实现效果。

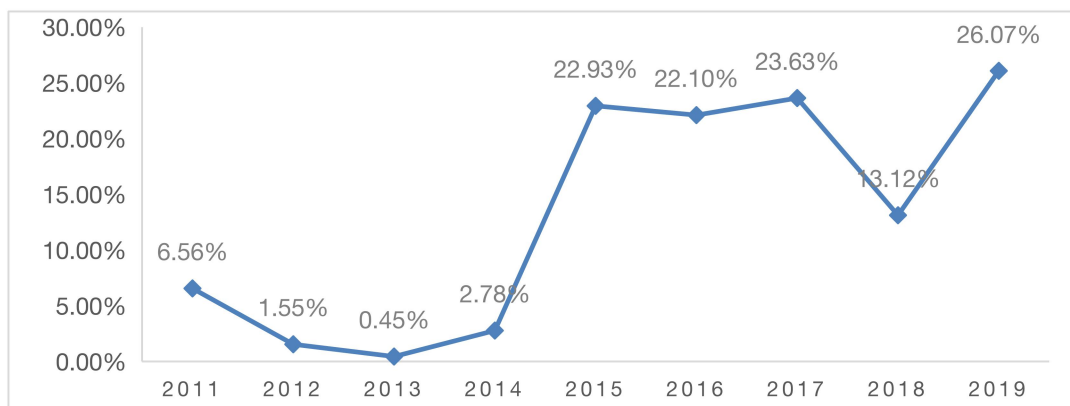


图 5.3 三七互娱历年总资产收益率

资料来源：三七互娱年报整理

首先进行纵向财务分析，由上图 5.3 可得，三七互娱自 2015 年开始进行泛娱乐布局后，总资产收益率开始攀升，增长幅度近 10 倍，此后一直保持稳定增长态势。进行泛娱乐布局提升了资产获益能力，产生了一定的协同效应。

表 5.2 游戏公司总资产收益率对比表 (%)

年份	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	22.93	22.1	23.63	13.12	26.07
完美世界	12.79	11.73	8.88	10.81	8.88
掌趣科技	7.77	6.1	2.88	-39.33	6.08
昆仑万维	15.13	10.7	15.45	14.34	14.53
游族网络	23.49	15.65	11.71	14.48	3.15

数据来源：各企业年报

其次进行横向对比分析。由表 5.2 可得，三七互娱总资产收益率位于行业顶端，且远超行业内主要竞争对手，这主要是由于泛娱乐布局的协同效应初显，对比企业中掌趣科技的收益率甚至出现了负数，这种负增长是由于其 2018 年全面转型，全面提出研发升级战略，导致研发投入迅速提升，大于收入获取的程度，也在于企业经营规模比较一般、运营缺乏稳定性。这更凸显出三七泛娱乐布局增强了其盈利模式的抗压性，即使不断加强研发，依旧带动利润增长与总资产增长速度进行了匹配，应对了行业竞争状况。

(3) 净资产收益率。该指标评价较全面，反映股东自有资本的效益，体现企业运营、投资及筹资的情况。将其与 ROTA 结合起来一同探究，两者的差异程度可以对企业经营层面的风险程度进行反映。

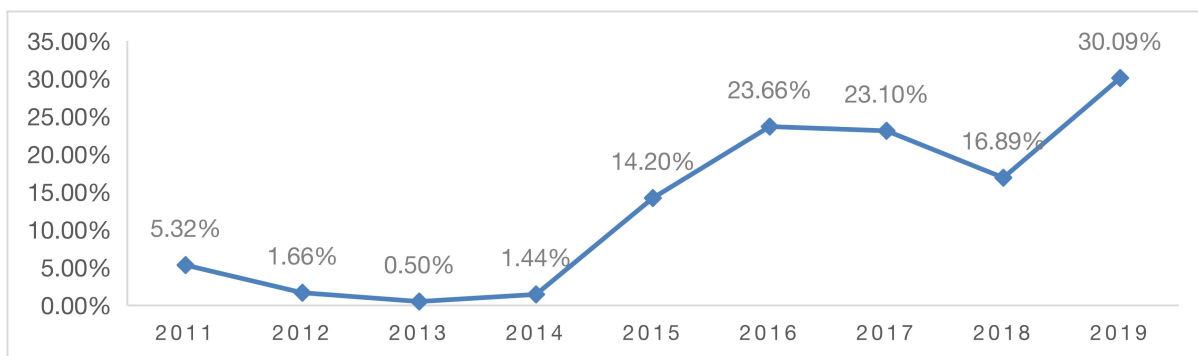


图 5.4 三七互娱历年净资产收益率

资料来源：三七互娱年报整理

首先进行纵向财务分析。如图 5.4 所示，自 2015 年进行泛娱乐布局以来，三七互娱净资产收益率与总资产收益率保持近似同步地提升，并且具备一定的稳定性，2015 年相比 2014 年增长近 10 倍，足以体现泛娱乐布局对其盈利能力的促进作用。三七互娱近五年收益率保持在 20% 左右，盈利能力较强，运用自有资本的效率，整体盈利情况极为乐观，表明企业盈利模式的调整和优化带来了较大盈利空间，也为投资者带来极大信心。

表 5.3 游戏公司净资产收益率对比表 (%)

年份	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	14.2	23.66	23.1	16.89	30.09
完美世界	28.12	16.17	18.89	20.22	15.79
掌趣科技	7.37	6.05	3.09	-61.42	6.55
昆仑万维	15.12	16.86	11.47	19.51	27.61
游族网络	23.56	21.68	16.19	22.38	5.18

数据来源：各企业年报汇总

其次进行横向对比分析。由表 5.3 可得，2015 年盈利模式创新之后，三七互娱的净资产收益率直线攀升，从 14.2% 到 23.1% 只用了 3 年时间，并于 2019 年达到 30% 的行业新高峰，这是由于三七互娱泛娱乐布局下的网游业务分支提高了游戏的研发能力，使公司移动游戏业务实现的营业收入远远弥补了页游营收下降的影响。除了三七互娱公司之外，掌趣科技、昆仑万维的波动性比较强，完美世界和游族网络由于比较注重游戏品质和公测期间的运营体验，所以获得较大利润，但是掌趣科技由于近几年研发投入过大，导致收益率在 2018 年出现骤减，在行业中处于相对弱势地位，这也间接证明了泛娱乐布局下的 IP 战略对网游企业的游戏品质有决定性意义。

综合以上分析可看出，伴随着 2015 年三七互娱泛娱乐布局下的盈利模式的实施，泛娱乐布局为核心游戏业务注入强大驱动力，拓展了利润源的空间，利润点不再局限网页游戏业务，同时注重开发手游业务，泛娱乐布局的核心 IP 战略将整体盈利能力提升，协同效应初显。

5.1.2 营运能力分析

营运能力决定着企业获利能力，反映其运用有限资源达到优化配置的能力。由于网

游企业几乎没有存货，非流动资产占比很小，故本节选取总资产周转率、流动资产周转率、应收帐款周转率作为评价指标。

(1) 总资产周转率。衡量企业资产的全部投资规模与实现收入的配比情况，一般情况下，该比率越高则说明企业全部资产的经营质量比较好，并且资产的利用以及管理效率都比较强。

表 5.4 三七互娱公司总资产周转率汇总表 (次)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	0.55	0.37	0.32	0.28	1.16	0.95	0.8	0.87	1.43

数据来源：三七互娱年报

首先进行纵向财务分析。由表 5.4 可得，三七互娱 2015 年盈利模式创新后，相比较进行泛娱乐布局前获得较大提升，于 2015 年达到峰值 1.16，此后年度一直保持在 1 左右。说明三七互娱在进行泛娱乐布局时极大调用了流动资产当中的闲置资本，提高了利用效率，从而提高了盈利能力。

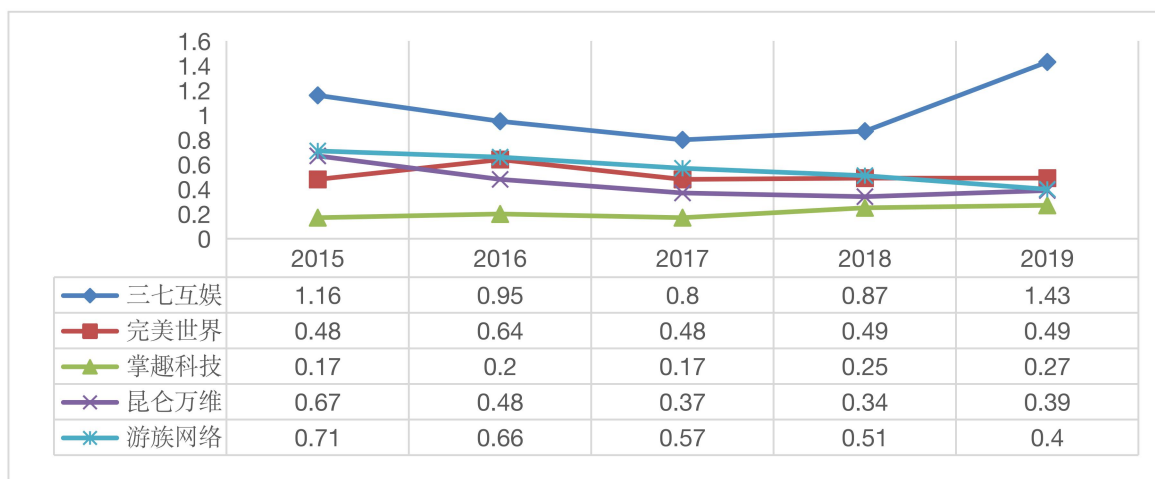


图 5.5 游戏公司总资产收益率对比图 (单位: 次)

资料来源：各企业年报汇总整理

其次进行横向对比分析。从上图 5.5 可以看出，三七互娱公司在总资产周转率变化趋势上一直是保持小幅度的增减变动的，上述统计数据表明行业中的大多网游企业周转率都较低，所以从行业总体情况来看，三七互娱的周转率处于行业较高水平，说明流转

速度在总资产方面表现强劲，投入产出效率高，体现出对外销售的等级也强于其他游戏企业，主要得益与泛娱乐布局对游戏业务的提升。2015-2019年未达到峰值是由于泛娱乐的布局在转换周期方面的劣势，需要花费较长时间才能显现效果，所以其他业态的营收还没全部显露，但是随着扩张总资产却在不断提升。所以企业对泛娱乐布局的速度把控对盈利的高水平起着很大作用。

(2) 流动资产周转率。通过此周转率详细了解企业流动资产方面的运作效率。

表 5.5 三七互娱流动资产周转率汇总表 (次)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	1.02	0.67	0.57	0.72	2.79	2.3	1.93	1.87	2.51

数据来源：三七互娱年报

首先进行纵向财务分析。由表 5.5 可得，2015 进行泛娱乐布局后，流动资产周转率达到了峰值 2.79，说明泛娱乐布局下的盈利模式极大的提高了流动资产的利用效率，进一步增强了企业内部管理水平。此后年度，三七一直保持在 2 的周转率左右，平稳运行。再结合上面对总资产周转率的分析，可得出三七近年来非流动资产增长较快，这主要是因为三七互娱进行外延式泛娱乐布局的主要手段是通过对外投资，导致长期股权投资等迅速上升。

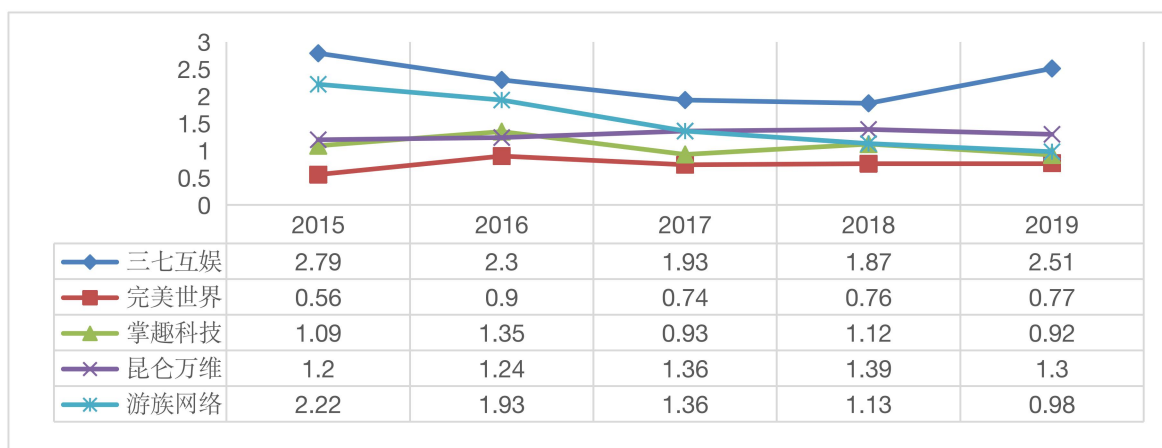


图 5.6 游戏公司流动资产收益率对比图 (单位: 次)

资料来源：各企业年报汇总整理

其次进行横向对比分析。三七互娱的周转率依旧保持行业顶尖水平，变化趋势较为

平稳，稳定在 2 左右。对比观察图 5.6，三七互娱流动资产与总资产周转率变化趋势一致，近五年的流动资产周转率均高于四家对比企业，这是由于三七互娱将流动资产大多用于泛娱乐布局投资，提高了资金利用率。行业中的代表企业大多周转率波动较大，原因大多是没有进行泛娱乐布局及业务拓展导致闲置资金利用率低，或者由于泛娱乐布局初始阶段对于资金管理并没有协调好。

(3) 应收账款周转率。衡量企业对相关资产的管理控制能力，可以了解企业的管理效率及营运风险。

表 5.6 三七互娱公司应收帐款周转率汇总表 (次)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	7.72	7.47	5.3	4.05	13.12	8.18	7.28	6.99	10.23

数据来源：三七互娱年报

首先进行纵向财务分析。由表 5.6 可得，三七互娱在 2015 年达到了峰值 13，此后虽有下降，但均保持较高水平。企业应收账款数额较多，这对资金的利用效率有一定的阻碍作用，影响变现能力。由于网游行业的特殊性，三七互娱的应收账款主要源于在线支付平台、游戏分发平台以及广告客户，因为产业链平均收账期较长，再加上三七过多采用信用政策，通过泛娱乐布局来扩大销售，使得变现能力受到了一定影响。

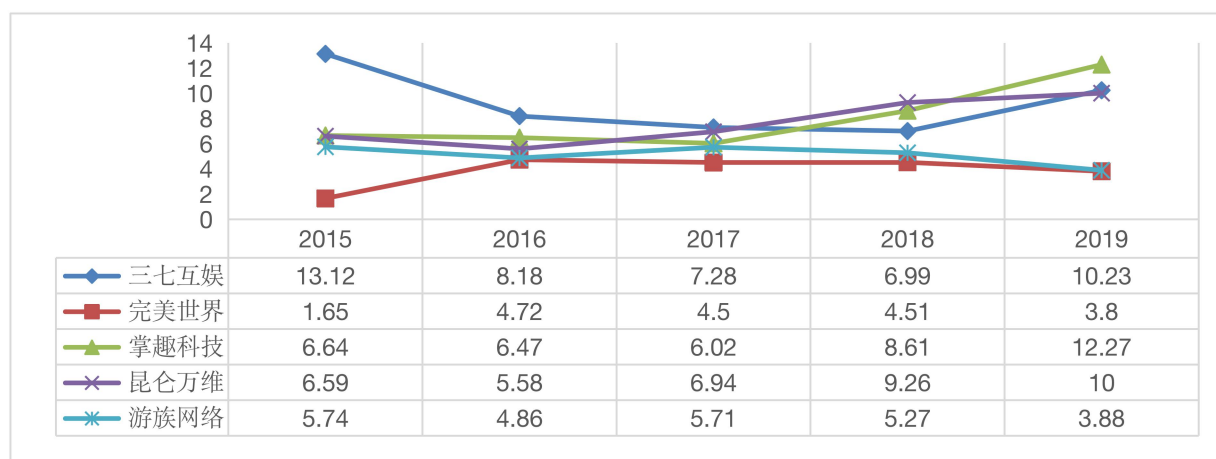


图 5.7 游戏公司应收账款周转率对比图 (单位: 次)

资料来源：各企业年报汇总整理

其次进行横向对比分析。如图 5.7 所示，三七互娱在 2016-2018 三年中周转率呈下降趋势，这主要是由于公司运营的移动、网页游戏产品数量激增及泛娱乐业务拓展，导致利润点扩大，但是游戏营收在移动端的收款周期较长。昆仑万维的周转率于 2018 年赶超其他四家企业，同时掌趣科技也在 2016-2018 年保持较强的提升势头。从行业趋势来看，三七互娱的平均周转率位于行业头部，应收账款账期较短，公司回款能力比较强，说明与同行业中的企业网游企业相比，能对应收款项进行较好的管理，也侧面反映出企业议价能力的行业优势。泛娱乐布局的外延式扩张主要通过投资手段拓展其他业务，这是会导致应收的周转率降低，但在泛娱乐布局效应真正实现时，回收能力会逐步回升并且趋于稳定。所以如果当企业没有充裕的现金流反而进行泛娱乐布局拓展，不但会迅速降低资金回收能力，造成资金缺口，还会无限期延长回收周期，阻碍企业发展进程。由此可以看出泛娱乐布局短期会使得周转率下降，但随着效应推进，后续会回升并保持在行业较高水平，所以进行泛娱乐布局一定要合理化，定位清楚企业目前所处阶段，才能在不影响营运能力的前提下促成企业全面发展。

总体来看，三七互娱总资产、流动资产及应收账款周转率变动方向基本一致，在其产业链获利渠道急速拓展期间，较好利用了泛娱乐布局，提高了资产利用效率和整体营运能力，带来了可观的业绩。

5.1.3 偿债能力分析

企业偿债能力反映企业到期偿还债务的能力，并且关系到企业抵御风险水平以及未来的持续经营能力，本文按照长期与短期能力对泛娱乐布局下的盈利模式进行财务分析。其中短期偿债能力选取流动比率、现金比率指标；长期偿债能力选取资产负债率、权益乘数指标。

(1) 流动比率与现金比率。由于网游行业特殊性，存货几乎不存在，所以将流动比率与现金比率结合分析能较客观反映其真实偿债能力。

表 5.7 三七互娱流动比率及现金比率汇总表 (%)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
流动比率	6.37	9.57	7.24	2.14	2.34	1.51	2.61	2.1	2.44
现金比率	432.25	643.89	467.14	104.73	122.43	50.44	104.12	76.95	82.78

数据来源：三七互娱年报

首先进行纵向财务分析。由表 5.7 可得，三七互娱在 2015 年以前的各年度流动比率都较高，但随着泛娱乐布局开始，变现能力大幅下降，这归因于三七互娱为进行外延式泛娱乐布局，长短期借款都大幅提升，把握住较多投资机会，然而长期股权投资确是长期回报，所以拉低了流动比率。同样，现金比率也呈下降趋势，这是由于在对外泛娱乐布局进行举债的同时，现金资产同样用于对外扩张，导致比率持续下降，2019 年有回温趋势，这时泛娱乐布局效应初显。

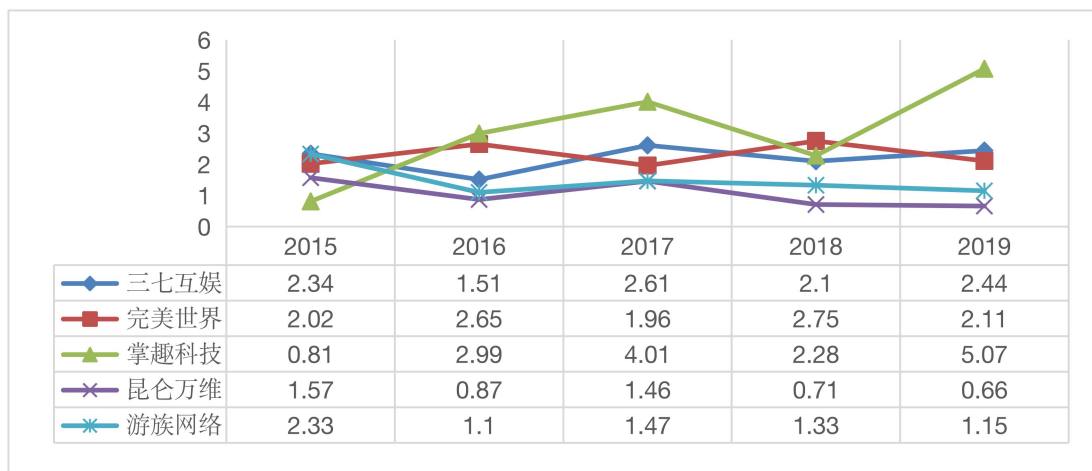


图 5.8 游戏公司流动比率对比图 (单位: %)

资料来源: 各企业年报汇总整理

其次进行横向对比分析。先看流动比率对比图 5.8，三七互娱处于行业中等水平，掌趣科技表现突出，但波动幅度较大，2015 年与 2019 年相差近 4，其他企业均维持在 1-2 之间。掌趣科技拥有非常充裕的现金资产，是由于其近几年对于业务拓展方面做出的尝试较少，没有积极进行相关业务多元化。掌趣科技目前手游收入占公司全部收入超过 90%，页游占比非常低，海外业务覆盖了日韩、东南亚和欧美等多个国家和地区，目前在日韩市场取得了一定积累优势，同大多数国内公司一样欧美地区的发行一直不太理想，东南亚地区营收也一般，掌趣的海外营收常年位居国内前几十位，近两年《拳皇 98》海外营收一直位居游戏 APP 前 30 位，虽然公司对于自身优势十分清楚，对于公司产品发展路径也较为清晰，但依托于 IP 换皮，一旦市场定位错误或产品类型较为单一，都会成为公司业绩不稳定因素。

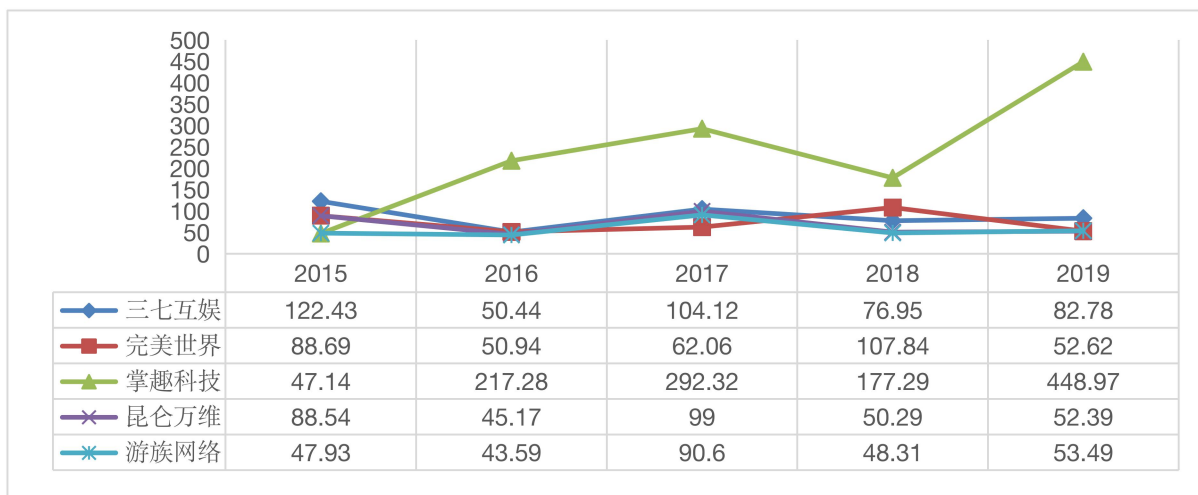


图 5.9 游戏公司现金比率对比图 (单位: %)

资料来源: 各企业年报汇总整理

再结合现金比率对比图 5.9 进行综合分析, 2016 年三七互娱的两率均下降, 发生下降的主要原因是 2016 年三七互娱公司对外投资比较集中且数额较大, 包括上海墨鹍、三七易简及芒果基金等, 以至于货币资金的持续流出。这当中有些企业后来也进入了三七泛娱乐布局的核心体系。2018 年三七互娱的现金比率和流动比率也有小幅度的下降, 原因是三七互娱坚持新产品运营上线的同时维护原有游戏产品。在行业当中看, 三七在偿债方面的优势不足, 虽然财务风险不算很高, 但是对于三七互娱企业自身发展来看, 短期偿债能力的确在进行泛娱乐布局后持续下降。后续由于泛娱乐布局效应逐渐显露, 逐渐有了回升趋势。

(2) 资产负债率。反映企业对外举债与总资产比例, 关乎偿债的保障性, 资产负债率越高, 说明公司的偿债能力越弱。

表 5.8 三七互娱公司资产负债率汇总表 (%)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
三七互娱	8.95	5.68	7.93	16.81	19.73	25.95	20.45	27.18	28.11

数据来源: 三七互娱年报

首先进行纵向财务分析。由表 5.8 可得, 三七互娱在 2015 年进行泛娱乐布局前, 资产负债率没有超过 10% 的年份, 但经过泛娱乐布局后, 此率大幅上升, 在 2019 年几乎达到了 30% 的高资产负债率。这表明进行泛娱乐布局, 不管是内生还是外延, 外源性融资投资都导致了长期偿债能力的降低。

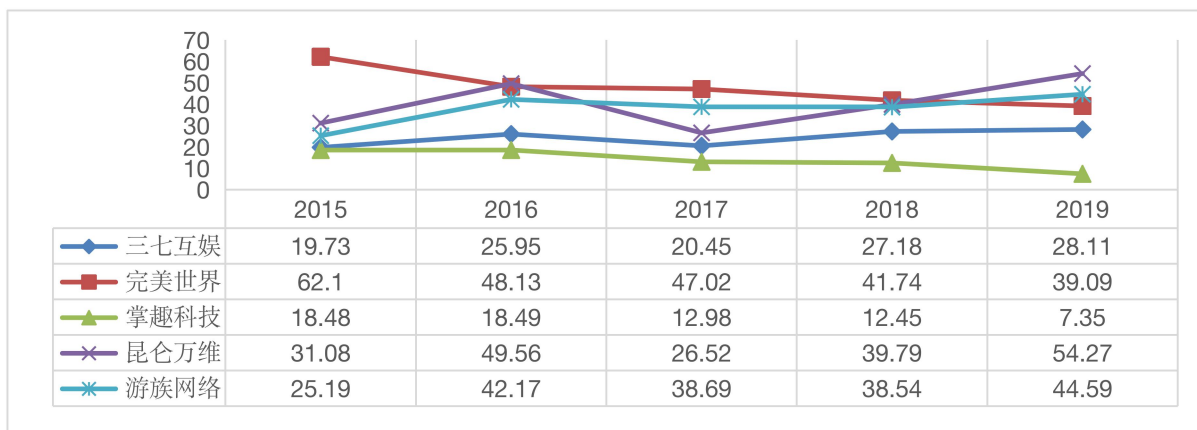


图 5.10 游戏公司资产负债率对比图 (单位: %)

资料来源: 各企业年报汇总整理

其次进行横向对比分析。由图 5.10 得到行业整体概况, 网游行业资产负债率都比较高, 三七互娱位于行业中等水平, 虽然在企业内部三七互娱资产负债率在不断升高, 但是纵观行业平均水平, 三七互娱处于中下等, 可见其长期偿债能力在未来会得到补偿, 进而体现公司长期发展的步伐稳健。掌趣科技的低资产负债率除了企业自身低杠杆经营政策外, 较单一的手游业务也是主要因素, 掌趣科技本企业施行专业化经营战略, 使得企业会主动避免利用财务杠杆进行业务经营活动, 也更加减少了业务多元经营的意向, 降低了企业资本成本。但这也决定了其盈利能力的薄弱性, 企业可以利用借钱经营来空闲自有现金资产, 从而有更充足的资产进行业务扩展, 拓展泛娱乐布局, 实现效益最大化。但三七互娱在成本控制方面持续进行优化, 利用自身平台进行成本管控, 这在未来势必会产生整体效应, 进而通过对资产的优化等作用来影响长期偿债能力水平。

(3) 权益乘数。权益乘数代表企业财务杠杆, 数值越大说明财务杠杆倍数越大, 公司承受的风险系数也会比较大, 反之则小。

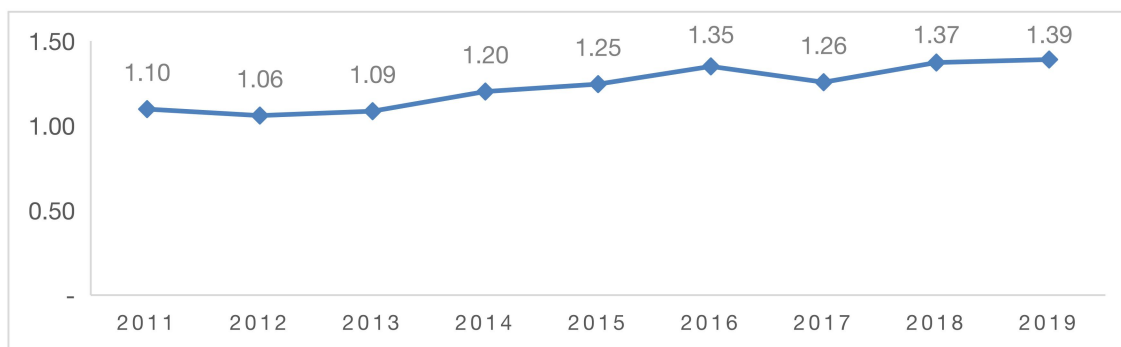


图 5.11 三七互娱历年权益乘数汇总

资料来源: 三七互娱年报整理

如图 5.11 所示，由于网游企业权益乘数都位于 1-2 之间，且历年均是稳定趋势，所以不需进行行业横向对比，只进行本企业纵向分析。同样，三七互娱也符合行业特点，权益乘数基本保持稳定，但只看三七互娱本企业，依旧自有资本占总产比重较低，债权人提供资金较多。所以长期偿债能力水平保持中流，财务风险处于中等水平。

综合来看，虽然三七互娱资本结构比较稳定，但是短期偿债能力和长期偿债能力都比较弱，尤其短期偿债能力更凸显。随着泛娱乐布局的扩展，未来如果继续采取外延式布局，仍需要大量资金支持，因此，三七互娱应调整债权结构，合理控制对外投资，去杠杆化，在企业内部开展相关多元化业务经营，保持充足的现金流量。

5.1.4 发展能力分析

发展能力是指企业随着外部环境的变化扩张企业实力的能力，体现企业发展前景。本节选取总资产增长率、营业收入增长率主要分析指标进行增长率的评价。通过行业对比能更明显的看出企业发展态势，所以主要进行横向行业对比分析。

(1) 总资产增长率。该比率高低反映企业在一定时间内的资产规模扩张的速度，比率越高速度越快，企业不仅要关注资产增长的速度，更要重视发展过程当中的质量，衡量并协调二者之间的关系。

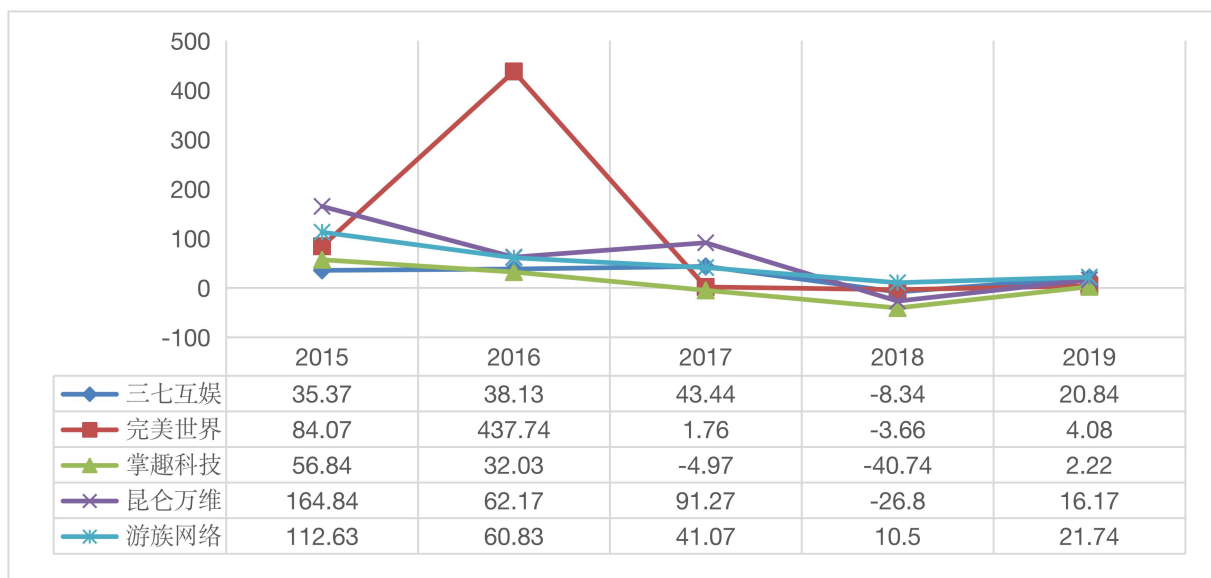


图 5.12 游戏企业总资产增长率对比图 (单位: %)

资料来源: 各企业年报汇总整理

三七互娱总资产增长率自 2015 年进行泛娱乐布局后持续上升，如图 5.12，在 2018 年产生跌幅以后（行业政策导致），2019 年开始回春，可见其 2015 年后扩张速度之快。对比行业情况，三七互娱由最开始的五家企业排名末尾，经过 5 年的盈利模式体系成熟，实现了资产增值，达到了行业第一梯队，足以体现出其泛娱乐布局下盈利模式的成长能力有多快，并且趋势是平稳的，对比完美世界的大幅度变动，体现其盈利模式具备极强的稳定性，以及扩张的稳健性和合理性。如果三七互娱继续拓展其业务，不再仅局限于游戏业务，使得投资企业不会影响本企业资本积累能力，其资产规模扩张的质和量会有更大提升。

(2) 营业收入增长率。营业收入对于其增长的速率，表明了企业的市场反应和前景。

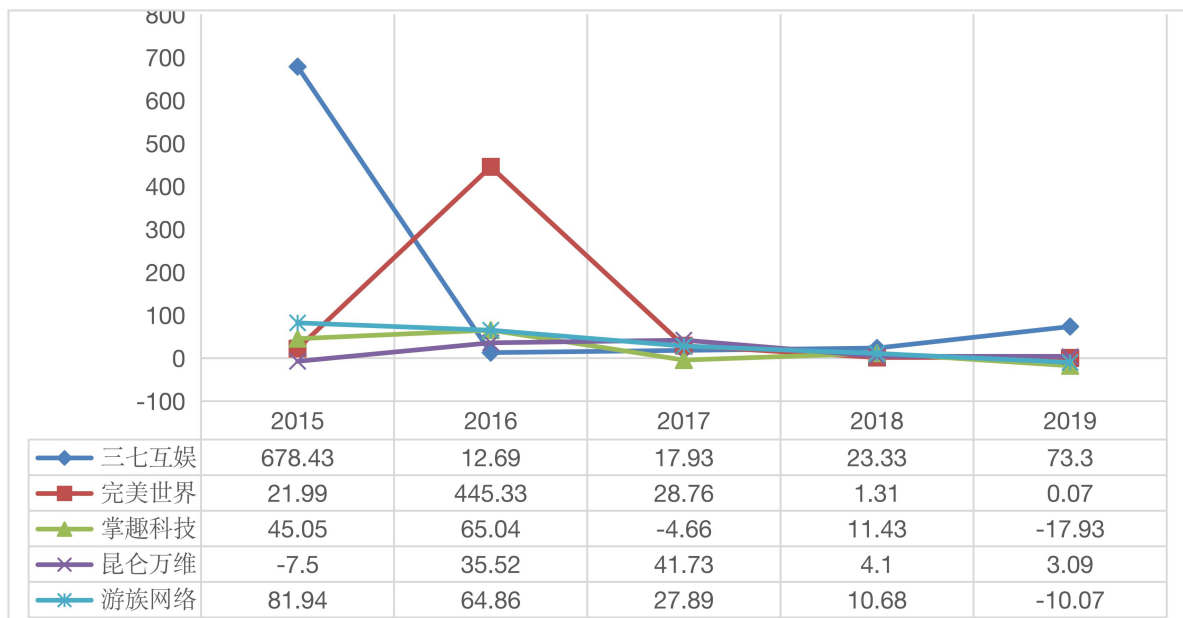


图 5.13 游戏企业营业收入增长率对比图（单位：%）

资料来源：各企业年报汇总整理

三七互娱在本企业内部来看，根据图 5.13，经过 2015 年暴涨之后进入平稳缓慢上升时期，其中一部分是由于报表合并产生，但主要是由于 2015 年经过业务拓展，极大丰富了利润源，包括从投资公司获取了多种类型优质 IP，并将其转化为游戏产品。此后，三七互娱更加注重精品化，所以保持稳步上升态势。《传奇霸业》页游由于本企业独立研发，具有高质量和高人气，流水月破千万，为 2015 年营业收入的高增长提供了主要动力；2016 年公司在移动端游戏产品的研发及运营实力上表现强劲，《永恒纪元》作为

页转手的 IP 改编代表同时也是公司手游业务代表产生了亮眼表现，甚至成为行业典型；2017 年的《大天使之剑》也是页游 IP 改编作品，收获市场良好反映以及利润表现；2019 年头部手游《斗罗大陆》流水增长强劲，系文学 IP 改编，同时面向海外市场持续发力，新类型游戏获得市场认可。对比行业情况，除了 2015 年波动较大，其他年份都比较平稳，并且位于行业金字塔，体现了其泛娱乐布局下的盈利模式的优越性，以及强大的发展潜力，能为企业带来持续稳定的收益，日后随着泛娱乐布局的协同效应充分发挥，会带动增长率持续提升。

总体而言，三七互娱的增长率在极个别年份出现了暴涨，其余年份都是稳定持续增长，随着经营范围延伸，市场份额不断增长，市场竞争力不断增强，发展潜力巨大。虽然泛娱乐布局效应还没凸显，但是增长态势表明企业良性发展，日后随着布局成熟，泛娱乐布局效应会慢慢显现，并会推动增长率持续上升。

5.1.5 财务比率综合分析

杜邦财务分析体系可以系统、综合、全面地体现出企业盈利模式的成效，因此，选择其来评价泛娱乐布局下的三七互娱盈利模式的有效应是很意义的。

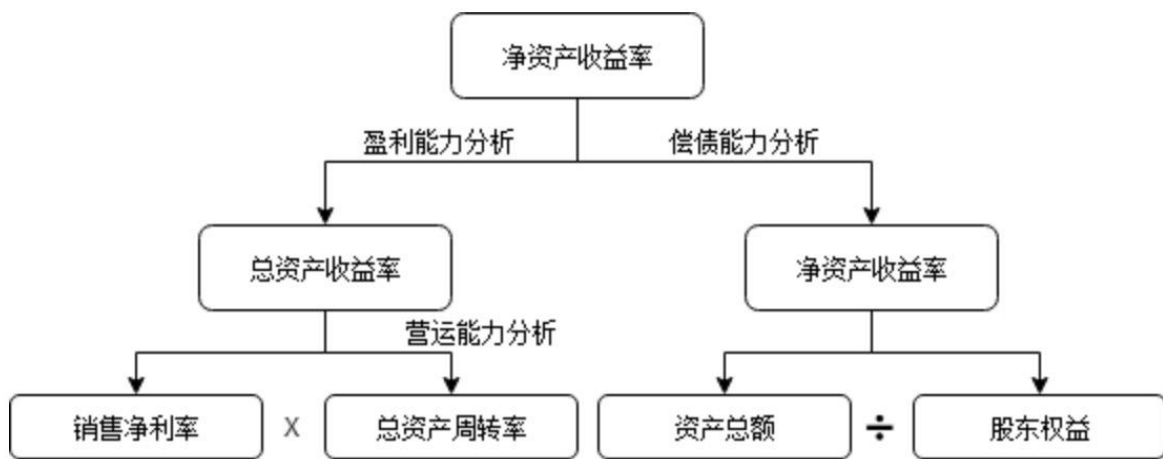


图 5.14 净资产收益率及其影响因素分析

整个体系以净资产收益率 (ROE) 作为开端，逐层分解找到关键影响因素，并通过指标间的相互作用对盈利进行综合分析。下表列出了三七互娱 2015-2019 年净资产收益率及其驱动因素。

表 5.9 三七互娱净资产收益率及其影响因素分析表

年份	2015	2016	2017	2018	2019
销售净利率	19.79%	23.18%	29.67%	15.09%	18.27%
× 总资产周转率	1.16	0.95	0.8	0.87	1.43
=资产净利率	22.93%	22.10%	23.63%	13.12%	26.07%
× 权益乘数	1.25	1.35	1.26	1.37	1.39
=净资产收益率	14.2%	23.66%	23.1%	16.89%	30.09%

数据来源：东方财富网

从三七互娱公司 2015 年到 2017 年的指标可以看出，销售净利率保持不断上升的状态，由 19.79% 上升至 29.67%，这是由于销售收入增长的同时，泛娱乐布局 IP 战略也深入人心，为企业带来了更多的净利润。总资产周转率始终保持在 1 的水平，在两者的共同加持下，资产净利率总体趋势上保持不断上升，说明企业由于对投入的高水平控制导致营运效率的提升。另外，对收益率产生重大影响的权益乘数在 2016 年提升到 1.35，之后一年又跌至 1.26，净资产收益率从 2015 年的 14.2% 上升到 2016 年的 23.66%，2018 年回落到 16.89%。2019 年三七营运能力稳中有升并且由于对外扩张泛娱乐布局权益乘数提高，使净资产收益率得到了提升，这其中也有行业复苏回暖的政策环境影响，但最终原因还是泛娱乐布局的实施，符合当前行业环境的发展要求。

5.2 泛娱乐布局下盈利模式的财务质量分析

本节主要进行现金流量的分析，从盈利质量、偿债与股利支付能力两方面对三七互娱现金流量进行综合分析评价。

5.2.1 盈利质量分析

盈利现金比率用来衡量企业实现的净利与现金之间的关系。通常该比值越大，利润来源更可靠，盈利质量水平从而较好。

表 5.10 三七互娱 2014-2019 年度盈利质量相关指标 (单位: 万元)

项目\年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
经营活动产生的现金流量净额	9159	108124	105194	183190	195443	325756
主营业务收入	59823	465679	524789	618883	763268	1322714
经营现金流量与主营业务收入比率	0.15	0.23	0.2	0.3	0.26	0.25
营业利润	5761	80890	116489	151775	77022	267212
经营现金流量与营业利润比率	1.59	1.34	0.9	1.21	2.54	1.22
净利润	3821	50602	107016	162058	100850	211477
经营现金流量与净利润比率	2.40	2.14	0.98	1.13	1.94	1.54

资料来源: 三七互娱年报整理

由表 5.10 可得, 三七互娱自 2014 年以来现金流量、营收以及净利润均随着年份不断提升, 特别是经过盈利模式的升级优化之后, 2015 年现金流净额比 2014 年就增加了 1000% 以上, 这是由于创新升级的新模式为企业带来了暴涨式的营收, 从而促进了企业整体运营和经营水平。此后四年在经营活动方面的现金流量稳步上升, 并在 2019 年达到高峰, 可见其泛娱乐布局成效初显。

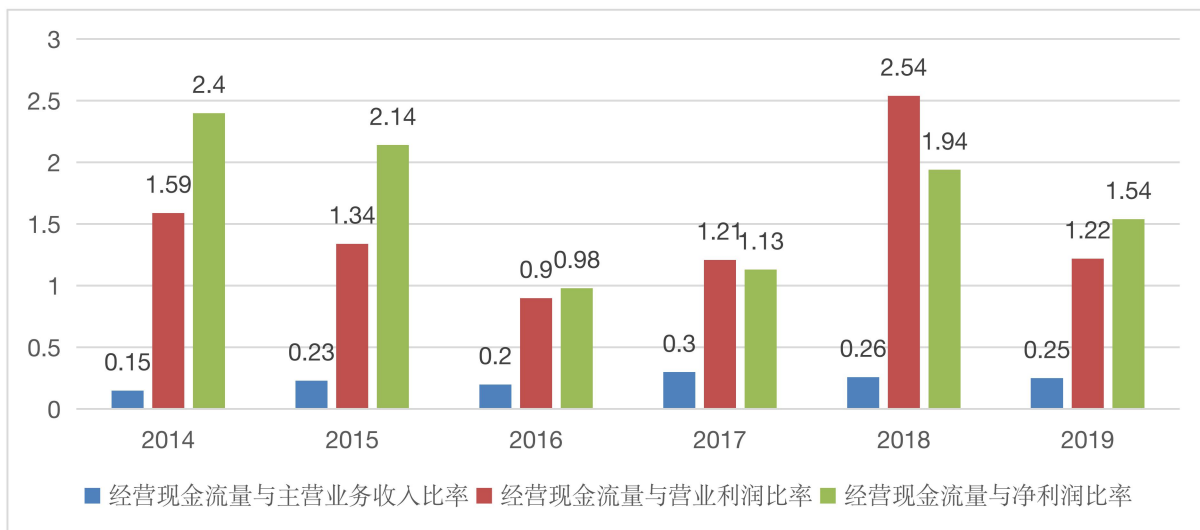


图 5.15 三七互娱 2014-2019 年度盈利现金比率指标

资料来源: 三七互娱年报整理

如图 5.15 所示, 2014-2019 年三七互娱经营现金流量与主营业务收入比率基本持平, 都在 0.2 左右, 尤其 2014 与 2015 年达成了质变, 由 0.1 跃升到 0.2, 说明泛娱乐布局对现金流的提升有一定效果, 同时说明其主营业务收入变现程度还是有些许薄弱, 应收账款较多, 资金回收的速度比较慢, 存在一定的财务经营风险。经营现金流量与营业利润率浮动比较大, 同样经营现金流量与净利润比率也浮动较大, 整体趋势是 2014-2016 下降, 这是由于泛娱乐布局的投资扩张, 并且效应显现周期较长, 此后年度又有所回升。由此可见, 三七互娱经营活动现金保障能力不断提高, 企业充足的现金流保障了企业的对外投资能力从而对利润创造起正向推动作用。

5.2.2 偿债与股利支付能力分析

通过计算每股经营现金流量净额以及现金流动负债比率能够展现企业现金流的付现能力, 从而验证公司实际获利能力以及短期偿债能力。现金流动负债比率大于 1, 表明企业有能力偿还业务造成的流动负债。由表 5.11 观察得出, 三七互娱公司的现金流动负债比率在总体趋势上呈上升态势, 但纵观六年该指标还有有一定的波动性, 围绕 1 上下波动, 说明公司的偿债可靠性不强, 依靠现金偿还短期负债的压力时而有之。每股经营现金流量指标除去 2015 年的急速上涨, 自 2016 开始处于稳定性的上涨, 说明三七互娱公司正处于一个上升的发展阶段, 此盈利模式且有一定的可持久性。

表 5.11 三七互娱 2014-2019 年度筹资与支付能力相关指标

项目\年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
现金流动负债比率	0.16	1.19	0.65	1.21	0.98	1.25
每股经营现金流量	0.28	1.04	0.50	0.85	0.92	1.54

数据来源: 根据三七互娱年报整理

综上, 虽然现金流动负债比率具有波动性, 对于偿债与股利支付能力有一定影响, 但三七互娱的现金流量持续增长, 盈利现金比率稳步上升, 整体盈利质量较好, 现金保障性较高, 有利于企业持续健康发展。

5.3 泛娱乐布局下盈利模式的可持续性分析

企业社会责任是一个企业盈利模式可持续的重要保障。为更加有效地推动和实现公

司可持续发展从而为游戏行业可持续发展做出贡献，三七互娱成立了可持续发展管理委员会，推动完善企业社会责任及其管理体系建设，并且从 2016 年开始连续 4 年披露了 CSR 报告。三七互娱企业可持续性具体体现在其泛娱乐布局下盈利模式的可持续性上。对于互联网行业，有些财务指标有时并不能明确体现出模式的优势在于何处，非财务指标对于盈利能力及其持续性的反映反而更加直接。基于以上原因，本文在对三七互娱可持续性分析中，更多地以员工素质、市场占有率、业务产品生命周期、用户等非财务指标作为上文财务分析的补充，使得对三七互娱盈利模式的评价更加全面。

5.3.1 海内外业务拓展

营业收入的增长是体现盈利模式可持续性的最明显方式。全球化布局是三七互娱泛娱乐布局的重要举措，也逐渐成为了主要利润增长点，三七互娱全球化的泛娱乐布局的财务表现具体体现在海内外营收上面。

表 5.12 三七互娱 2014-2019 年海内外收入分析

报告期间	2014		2015		2016	
项目	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
国内	56662.74	94.72%	430111.4	92.36%	450053.51	85.76%
海外	315.976	5.28%	35567.36	7.64%	74735.86	14.24%
报告期间	2017		2018		2019	
项目	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
国内	526928.65	85.14%	670594.63	87.86%	1217849.48	92.07%
海外	91954.16	14.86%	92673.34	12.14%	104864.11	7.93%

数据来源：三七互娱年报

三七互娱进行泛娱乐布局后，海外营收急速上升，2014 年至 2017 年间海外业务的营收占比也从 5.28% 增长到 14.86%，此时国内网游行业的现状是发展缓慢，几乎所有企业营收都没有亮眼的表现，而三七的海外营收却如此亮眼，全球化的泛娱乐布局不仅拓展了海外市场，还带来了巨大的利润空间和市场增值。2018 年之后开始有些许波动，但依旧保持 10% 左右的占比，稳定了盈利结构，三七互娱应注意新游戏产品出海的预期效果以及市场竞争激烈等因素对于海外业务的影响。

5.3.2 用户

用户是网络游戏的利润源主体，只有不断上升的用户群体才能为企业带来持续的盈利。只有把握住了整个泛娱乐体系下的用户群，泛娱乐布局才会真正发挥应有的效应。经过5年时间沉淀，此时泛娱乐整体效应显现程度应是自布局以来的最大值，所以对于用户分析，我们仅以2019年各月的最新数据来进行评价。

表 5.13 2019 年各月三七互娱主要运营指标

月份	用户数量 ^①	活跃用户 ^②	付费用户数	充值流水 ^③ (元)	ARPU 值 ^④ (元)	用户平均在线时长 (分钟/日)
2019年1月	28,023,236	33,949,515	3,765,380	1,566,589,342.91	416.05	164.86
2019年2月	27,338,866	34,788,653	3,615,095	1,640,659,345.58	453.84	185.66
2019年3月	25,703,160	33,713,867	3,301,252	1,672,931,027.12	506.76	181.73
2019年4月	27,343,444	35,370,633	2,865,171	1,512,920,793.30	528.04	177.45
2019年5月	31,008,677	39,504,910	3,297,207	1,539,074,269.98	466.78	177.97
2019年6月	31,613,837	40,631,458	3,329,022	1,480,336,627.51	444.68	176.83
2019年7月	30,926,545	40,344,795	3,605,818	1,620,317,970.38	449.36	172.68
2019年8月	34,698,202	44,636,854	4,210,594	1,830,676,762.56	434.78	173.66
2019年9月	28,417,622	37,324,205	3,779,236	1,891,564,417.75	500.52	181.39
2019年10月	31,441,359	40,888,350	3,600,782	1,891,335,283.57	525.26	178.54
2019年11月	30,939,329	39,573,848	3,532,860	1,666,246,022.74	471.64	180.03
2019年12月	29,089,730	38,310,219	3,217,931	1,743,567,444.61	541.83	188.02
各月均值	29,712,001	38,253,109		1,671,351,609.00	478.29	178.24
相比去年增幅	118.63%	76.19%		66.03%		

数据来源：游戏工委

根据表 5.13 可得，2019 年用户数量最高的一个月接近 3500 万，各月均值为 2970 万；付费用户数量最高一个月的数值为 421 万，各月均值 351 万；充值流水一年中最大数值为 19 亿元，各月均值 16.7 亿元；ARPU 最高一个月为 542 元，各月均值 478 元；用户平均在线时长的最高值与月平均接近，为 188 分钟/日。对比 2018 年，2019 年公司用户数量、活跃用户和充值流水平均值的增幅分别约为 118%、76%和 66%，此增幅的

① 是指当月新增注册用户量

② 是指当月登录用户量

③ 是指当月游戏总充值金额

④ 是指游戏当月充值收入/游戏当月付费用户数量

变化趋势与公司的业务水平绩效趋势接近，整体呈上升趋势。2019年，泛娱乐布局当中的动漫业务线核心企业艺画开天开始进行小说IP改编，将《三体》动漫化，并以自创动漫IP《灵笼》在视频平台积累用户群，结果为2019年带来了一部分动漫用户群。其次2019年上线的《斗罗大陆H5》是三七互娱同阅文合作的文学IP改编作品，原小说点击量已超6000万，游戏产品自上线后连续7个月下载榜前十，这势必为三七互娱的游戏产品扩展了用户群，也带来了新注册用户数量100%以上的增幅。

5.3.3 员工素质

员工素质是企业持续发展的生命源泉，本文重点从研发人员占比以及公司员工结构进行分析评价。

表 5.14 三七互娱研发人员占比

年度	2015	2016	2017	2018	2019
研发人员数量 (人)	813	1004	1461	1282	1582
研发人员数量占比	40.96%	45.72%	54.05%	56.65%	56.14%

数据来源：三七互娱年报

由表 5.14 可得，三七互娱研发人员数量占比逐年上升，并保持在员工总数 50% 以上的水平，可见其较早意识到员工素质对于网游企业的重要性，尤其是研发人员对公司创新及持续经营的重要意义和决定性作用，随着泛娱乐布局的持续深入，如何将优质 IP 进行不同产品类别的转化以及深挖 IP 价值，都需要研发人员推进。

表 5.15 三七互娱员工详情

	2017 年度	2018 年度	2019 年度
员工总数 (人)	2703	2263	2818
按性别			
女性员工	810	726	943
男性员工	1893	1537	1875
按年龄			
30 岁以下	2129	1637	1887
30 岁-50 岁	574	626	931
研究生人数	-	-	152
本科人数	-	-	1912
少数民族员工	75	84	102
残障员工	0	16	16
社保覆盖率	100%	100%	100%
培训次数	620	608	669
费用投入 (万元)	120.11	205.74	406.81
费用投入较基准年变化率	1 (基准年)	+71.29%	+238.70%

数据来源：三七互娱年报

其次，三七互娱员工结构中年龄构成偏年轻化，并且其 2019 年本科和研究生人数占比已经达到了 70% 以上。在员工培训层面，三七互娱注重员工能力提升，培训次数逐年增加，费用投入在 2019 年已经达到 400 多万元，增长率高达 200% 以上，可见其认为员工能力只有不断持续提升才会对企业的可持续性产生贡献。除了注重员工素质提升以外，三七互娱也通过社会责任来延伸其可持续性。开始录用残障人士，为其提供就业，并且少数民族员工数量也逐年提升，对于社保覆盖率近年来也保持全员覆盖，足以彰显其身为 A 股第一企的责任心。对于三七互娱这种网游企业像文创企业的升级，社会责任越来越成为其重要的考核标准，也日益成为其盈利模式的重要组成要素。不断提高社会责任感，三七互娱的泛娱乐布局进展也会受益。

5.3.4 市场占有率

通过对营收及市场份额分析，探讨三七互娱近五年的市场占有率变化百分比，从而得出泛娱乐布局下的盈利模式是否对市场反应有积极正向作用。

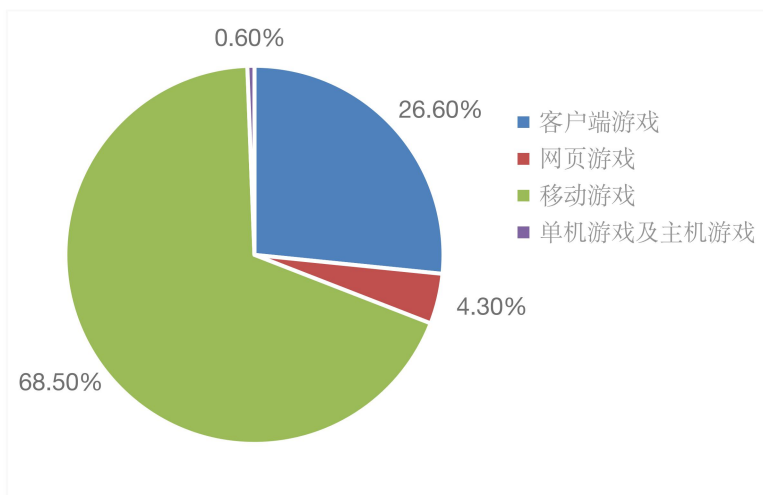


图 5.16 中国游戏产业细分份额

资料来源：游戏产业网

如图 5.16 所示，2019 年移动游戏总市场营收近 1600 亿元，占比约 69%；客户端营收 615 亿元，占比约 27%；页游营收 99 亿元，占比约 4%，可看出我国游戏产业趋势逐渐手游化，并且手游占据主体市场。三七互娱近年来为进行泛娱乐布局一直处在页转手的转型过程中，对其市场占有率我们着重分析其泛娱乐布局核心业务中的移动游戏业务，这也是 IP 转化的核心业务及主要变现渠道。

表 5.16 2019 年中国移动游戏市场上市企业移动游戏营收 TOP10

排名	上市公司	营收 (亿元)	涨幅
1	腾讯游戏	937.35	20.48%
2	网易游戏	331.58	16.25%
3	三七互娱	119.89	114.80%
4	完美世界	38.81	43.13%
5	BILIBILI	35.97	22.48%
6	昆仑万维	31.32	4.80%
7	创梦天地	24.47	17.20%
8	心动网络	22.95	49.22%
9	游族网络	22.52	-12.29%
10	智明星通	20.52	-33.06%

资料来源：游戏工委及游戏产业报告

如表 5.16，三七互娱移动游戏业务以 120 亿元继腾讯、网易排名第三，营收是其后

一位 3 倍之多，差距明显，可见其处于行业龙头序列，在前三当中，其涨幅显眼，100% 以上的涨幅远超腾讯和网易，其 2018 年的涨幅也达到了近 70%，可见这不是一年的特殊情况，足以证明泛娱乐布局下的盈利模式对其增长势头起极大促进作用。

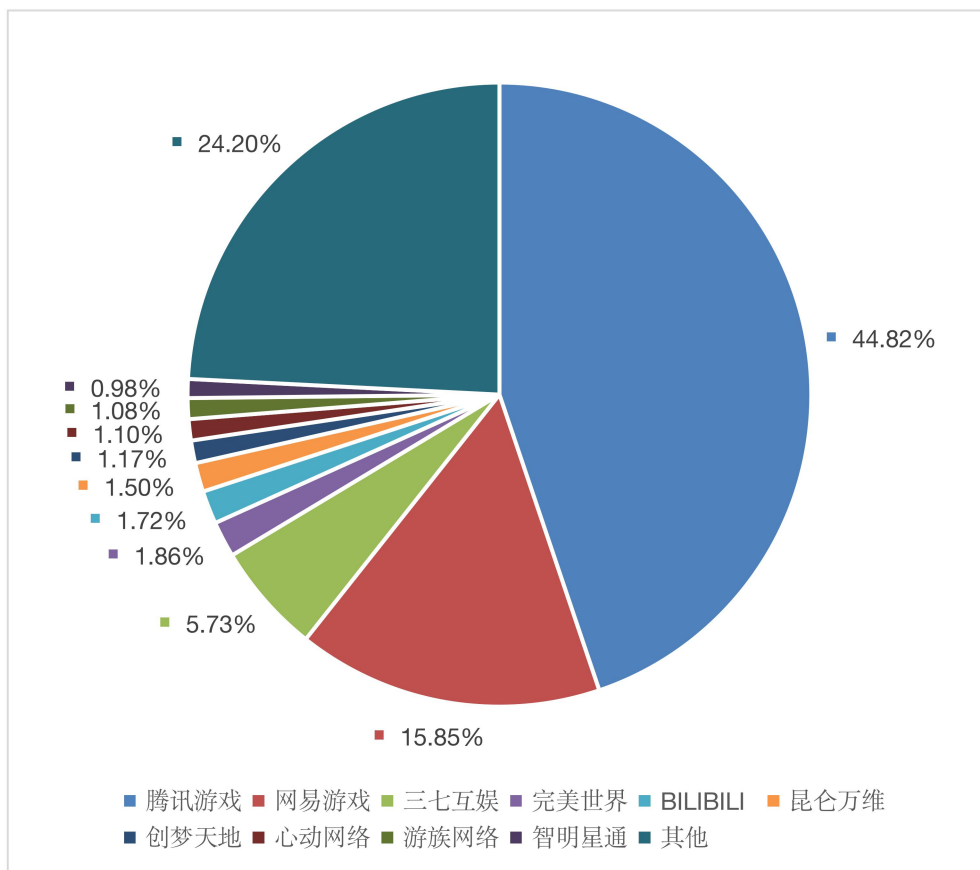


图 5.17 2019 年中国移动游戏上市企业市场份额

资料来源：游戏产业网

由上图 5.17 可以看出，2019 年三七互娱市场份额由 2018 年的 3.39% 提升到 5.73%，纵观排名前十的所有企业，只有三七互娱不降反升，可见其在吞噬小企业的份额的同时，也对龙头内的竞争企业形成有效冲击。

5.3.5 业务产品生命周期

游戏产品运营时间长短体现的是游戏产品业务结构的稳健程度，此指标有两个层次的解读：首先运营时间代表游戏产品的生命周期，生命周期长的产品可以长期为企业带来利润；其次运营时间代表企业持续创新能力，表明企业拥有通过新产品带动企业业绩的才能。

表 5.17 三七互娱主要业务产品生命周期概况

业务产品(主要为游戏产品)	上线时间	运营时间	
手游	《永恒纪元》	2016 年 6 月	>42 个月
	《屠龙破晓》	2018 年 6 月	>18 个月
	《一刀传世 H5》	2018 年 12 月	>12 个月
页游	《大天使之剑》	2014 年 6 月	>78 个月
	《传奇霸业》	2014 年 12 月	>72 个月

如表 5.17, 三七互娱代表作《永恒纪元》是三七互娱页转手游的代表作品, 也是行业标杆之作, 目前全球总流水以超 70 亿元; 页游代表作《传奇霸业》开服当日 30 万人次参与发布会, 上线 80 天流水破数亿, 此外《大天使之剑》至今仍是页游产品单日流水最高纪录。公司一直奉行着研运一体的运营模式, 这种模式充分利用了本企业内部资源。公司一方面通过自身研发实力供给优质 IP, 减少对外收购的依赖, 通过研运部门的相互协调打磨产品, 趋于用户需求化, 从而使得业务产品生命周期日益加长; 又凭借多年发行平台积攒的经验, 保证多元化产品发行成功率。

此外, 三七互娱还有较多处于生命周期初期的产品, 但从其流水及上线评价足以证明其后续的可持续性较强。例如 2019 年 1 月新上线的手游产品《斗罗大陆 H5》, 上线首日用户破百万, 其根据同名小说 IP 改编, 在 IP 加持下, 上线后首日上升至苹果应用商店游戏下载榜前十, 并在游戏种类细分类中排名第一。优质的产品质量, 优质的 IP 加持, 使得三七互娱业务产品生命周期延长, 结构趋于稳健。

综上, 三七互娱泛娱乐布局下的全球化战略成效凸显, 海外营收成为三七主要利润增长点。其次, 泛娱乐布局为三七互娱带了多层面多体系的用户群体及充足稳定的现金流。三七互娱在泛娱乐布局的背景下不断加大研发投入, 优化员工结构, 为泛娱乐布局提供了强有力的保障, 也为其争取市场份额带来了极大优势, 虽然三七互娱公司主营业务拓展进度较慢, 但是其盈利模式已初步具备可持续性发展的条件, 可为公司带来长期稳定的盈利。

5.4 综合财务评价

泛娱乐布局下的盈利模式增强了三七互娱的盈利能力。采取泛娱乐布局促成盈利模

式的升级优化,帮助其在完善泛娱乐布局的同时整合了游戏全产业链,拓展了利润点即业务产品类别,不再局限于页游产品和平台运营,而且重心逐渐转移到手游研发与发行,同时利用 IP 战略开发其他业务形态,这样粉丝用户群体不断拓展延伸,不同领域的、国内外的、全年龄段的皆成为三七的具有粘性的利润源,帮助核心业务游戏产品延长生命周期,也对 IP 进行巩固和再开发,不断挖掘其价值从而使得价值最大化,极大提升了企业的盈利能力。

通过对三七互娱营运能力的分析,发现自企业开始实施泛娱乐布局后,可以更好地帮助企业利用产业链条上每一环节的资源要素,这个产业链条包括企业自身链条以及全产业链条,这种整体效应极大提升了各种效率,使得三七互娱营运能力提高到行业领先水平。

其次对三七互娱的发展能力进行分析,得出随着其市场份额不断增长,市场竞争力不断增强,三七互娱发展潜力巨大。虽然泛娱乐布局效应还没完全凸显,但是增长态势表明企业良性发展,日后随着布局成熟,泛娱乐布局效应会慢慢显现,并会推动增长率持续上升。

虽然泛娱乐布局导致三七互娱偿债能力有所降低,带来一定财务风险,这主要是指外延式投资布局的手段造成的影响,但从现金流的分析可以看出三七互娱盈利质量较强,再加上用户、产品生命周期等指标的加持,更验证了其泛娱乐布局下盈利模式的可持续性。

5.5 现存问题与优化建议

基于上述分析评价,本文认为企业在施行泛娱乐布局下的盈利模式之后使各方面都领先与同行业其他的网游企业,其现有盈利模式具备可持续性。在此盈利模式下,财务效果依旧是乐观且呈较好态势,但是依旧有以下几个方面的问题,本文也给出了几点建议,如果在后续对这些方面进行优化升级,其盈利模式可对行业提供经验借鉴。

5.5.1 现存问题

通过以上分析,本文认为三七互娱泛娱乐布局下的盈利模式对其财务带来的整体影响效果是积极的,但经过收入和现金流的整体财务评价,以及详细项目的分析后,本文得出其仍存在几点问题需在今后作出进一步完善。

(1) 外延式泛娱乐布局业务扩展不明显

表 5.18 2019 年三七互娱收入构成 (单位: 元)

分类	业务名称	营业收入	收入比例
按行业	网络游戏行业	13,227,135,966.70	100%
	网页游戏	1,231,554,163.27	9.31%
按产品	移动游戏	11,988,656,847.84	90.64%
	其他	6,924,955.59	0.05%
按地区	境内	12,178,494,820.53	92.07%
	境外	1,048,641,146.17	7.93%

数据来源: 三七互娱年报及网易财经

本文在盈利模式分析及财务评价中皆提到三七互娱进行泛娱乐布局通过内生与外延相结合的方式, 内生指游戏业务及在线教育业务, 其他相关领域接通过对外投资进行泛娱乐布局, 从业务类别来看, 这种布局对其主营业务并未产生结构性改变, 除了移动端、网页端游戏业务以及在线教育业务, 其他泛娱乐产业并未体现在主营业务上, 这可能会将会导致其泛娱乐布局下的盈利模式执行地并不彻底, 使得部分布局流于形式。

前面分析提高, 三七互娱通过外延式布局进行泛娱乐业务的拓展, 从财务评价我们也可以看出这种布局使得在利润方面实现了一定程度的转化, 但是对于这种转化企业依旧主要依靠核心游戏业务, 三七互娱作为成熟的综合型网游企业, 不能只依托游戏全产业链来经营业务, 而要发挥整个泛娱乐布局的协同作用。

(2) 泛娱乐布局协同效应不足, 无法充分发掘 IP 变现价值

虽然三七互娱进行了较完整的泛娱乐产业布局, 但是如何整合产业链各板块的资源, 发挥各个版块之间的优势, 实现彻底的协同效应来促进企业持续发展, 是三七互娱现阶段盈利模式亟需解决的问题。例如企业进行 IP 价值衍生只是通过一对一的游戏改编, 并没有实行一对多的价值最大化。而且仅仅通过各产业的优质 IP 反哺游戏业务板块终究会降低 IP 变现价值, 难以充分挖掘 IP 潜力。通过进行财务数据的具体分析和行业对比得出, 在泛娱乐布局之后, 三七互娱的主营业务依旧是游戏产品, 只是延伸出了手游研发业务以及在线教育业务, 其余泛文娱生态业务并没有凸显出来。

前面提到三七互娱在泛娱乐布局方面对利润实现了一定程度的转化, 但是转化手段比较单一, 都是通过核心游戏业务, 而在利润实现的转换方向上, 都是将企业的内生、

外购或者合作 IP 转化为游戏产品，例如将动漫改变成游戏，将影视改变为游戏，将网络文学改编为游戏，转化方向都是单向的，游戏向其他泛娱乐产业的转换目前来说比较少，仅仅有动漫作品的改编，所以企业应该加强逆向转化的战略规划。这样做的好处不仅可以扩充业务面，还可利用三七互娱企业本身具备的优势和核心竞争力，即企业的优质游戏 IP，避免游戏 IP 单向改编的变现周期长的缺陷，企业不需要仅仅通过数年的研发推出一款游戏产品来维持盈利，可以多领域共生从而盈利，真正形成本企业的品牌效应。

(3) 泛娱乐外延布局导致偿债能力减弱，提升财务风险

在前面的盈利模式分析以及综合财务评价中提到，三七互娱的泛娱乐布局主要通过对外投资展开，这样做的直接结果是公司的长期股权投资和其他权益工具投资数量和金额直线上升，货币资金资产迅速下降，外源性借款也进一步增多，拉低了企业的偿债水平，逐步产生财务风险的问题。

从财务评价部分偿债能力指标上可看出，由于进展过快的外延式泛娱乐布局，长期股权投资持有过多导致货币资金减少，同时筹资金额依旧不断上升，最终使得偿债能力在行业中处于中下等水平，甚至会带来财务风险上升的趋势。我们具体可以结合资产负债率和现金比率的变化趋势来分析。

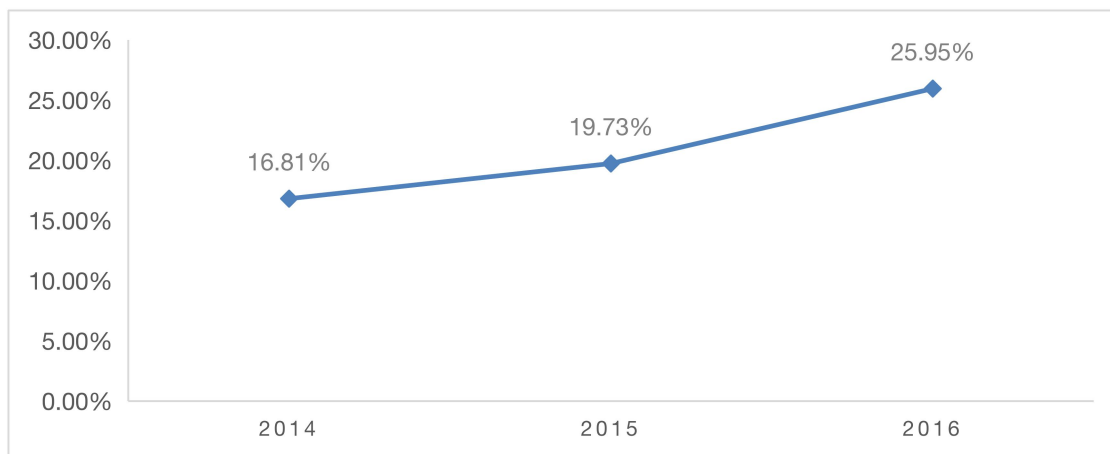


图 5.18 三七互娱泛娱乐布局前后资产负债率对比图

资料来源：三七互娱年报

如图 5.18 所示，三七互娱的资产负债率在 2015 年前后的变化非常明显，由于通过泛娱乐布局进行了模式的升级优化，比率直线上升，经过一年的变化，就造成了近 10 个百分点的差距，再结合之前现金比率持续下降的分析，可见通过外延投资对公司偿债

能力造成了一定的负面影响，而且通过减值准备发现长期股权投资的质量并不是很高，所以收益质量受到很大影响，未来如何协调泛娱乐外延投资和相关风险的关系，对三七互娱泛娱乐布局下的盈利模式提出了更高要求。其次，三七互娱通过对外投资拓展泛娱乐相关业务，这种手段促使现金流下降，也为企业带来了更多债务，降低了偿债能力，为企业带来了一定的财务风险。随着手游逐渐成为目前泛娱乐布局的核心业务，带来了手游业务的营业收入极大占比，但这也伴随着营收账期变长的弊端，应收款项越来越多且增长较快，导致周转率不断下降，三七互娱应该在提升业务营业收入的同时更加注重对应收资产的管控，资金回收能力不会成为阻碍企业发展的因素，更加完善泛娱乐布局下的盈利模式。

5.5.2 优化建议

(1) 内外部扩展相结合，扩大泛娱乐业务范围

三七互娱通过 5 年时间完善了自身的泛娱乐布局，但是泛娱乐体系的意义远不止获取优质 IP 和完善产业链布局，最终目的是为了产生协同效应从而对企业创造超额利润。三七互娱已经历了网游企业的初创阶段，属于比较成熟的文创企业，此时，不应该只局限在游戏业务上面，而应该将视角放长远，真正涉足文创领域相关业务，可以参照迪士尼和腾讯等优秀复合型文创企业，这些行业龙头的泛娱乐布局整体效应真正发挥了出来，也从而带领它们成为行业标杆。具体措施可参考“迪士尼+”的战略演进步骤，衍生相关多元业务，既进行了业务拓展，也不会给企业带来踏入陌生领域的风险。

(2) 发挥产业链协同效应，提升泛娱乐布局作用

三七互娱应该深化自身泛娱乐布局，将其整体效应落实到实处，发挥本企业特色的基础上吸纳先锋经验。从业务方面具体来展望，当三七互娱通过游戏培养出一个优质 IP 后，首先可以利用页游产品进行盈利，然后待其成熟后，改编为手游产品，这样在进行二次盈利的同时也利用自身运营平台的优势放大了 IP 影响力；然后通过企业的影漫业务，将游戏 IP 改编为影视和动漫剧集，剧集当中的 OST 又可利用本企业的音乐业务进行发行，然后由本企业艺人经纪业务进行出版宣传，这又增加了一轮盈利，此时受众群体已经扩充到多层次的范围；最后，利用本企业起家优势制造销售服务，进行相关 IP 的衍生品生产销售或者授权销售，同时结合线下活动的推广又可以反作用于产业链上游的业务，继续扩充其影响力的同时又整合了全产业链上每一环节的资源要素。这样一轮接一轮完全发掘了 IP 的深层次内在价值。另外，三七互娱也可以转投资为合作，既减

少了资金投入，又能将泛娱乐布局意义发挥在实处。

(3)合理控制外源性融资，降低泛娱乐布局财务风险

在泛娱乐布局下，三七互娱在迅速获利的同时，也对自己的偿债能力和现金流造成了一些负面的影响，公司可采取以下措施来改善。第一，三七可降低流动负债占负债总额的比例，减少短期借款，优先选择长期借款，除了发挥抵税效应外还可以为 IP 研发提供稳定且长期的现金流支持，创造更多价值；也可以适当进行股权融资，降低运营过程中的风险以及企业偿债压力。第二，三七应该重视应收款项的回收及预收款项的作用，合理评估应收款项的回收风险，加强相关管理措施，可通过加速回收款项、进行坏账准备提取、缩减信用政策等方法来避免公司出现大量的死账坏账，重视预收款项对于资金流动性的积极作用，于此同时还可以结合筹资方案评估，来防止资金过度外流，

6 结论、启示与展望

6.1 研究结论

目前,我国网游企业大多仍采用基于单一游戏产业链的传统经营模式,正处在逐步向泛娱乐布局下的文创全产业链模式转变。三七互娱,作为行业内率先开展泛娱乐布局的网游上市企业,对其在创新盈利模式过程中所走过的路径、积累的经验甚至教训加以分析和总结,对全行业向 IP 全产业链模式转变具有参考价值和借鉴意义。

由此,本文从泛娱乐布局对游戏行业盈利模式的影响机理入手,详尽分析了三七互娱泛娱乐布局的背景、效果及此布局下的盈利模式要素。在此基础上,本文一方面基于盈利模式升级优化前后的财务数据从纵向对三七互娱展开了财务效率、现金流量、可持续性等方面的分析;另一方面,从横向对三七互娱与同行业完美世界、掌趣科技等四家企业进行了对比分析。结果表明,在泛娱乐布局下,三七互娱的盈利能力、营运能力及发展能力均得到很大程度提升,全球化的泛娱乐布局也极大拓展了海外市场。然而,与此同时,三七互娱的泛娱乐布局也存在外延式业务扩展不明显,协同效应不足,导致 IP 变现价值无法充分发掘,偿债能力减弱导致风险等问题。本文针对存在的问题,提出需进一步提升泛娱乐布局作用,发挥产业链协同效应,合理控制外源性融资,降低泛娱乐布局财务风险,以期通过持续优化盈利模式各要素来提升企业综合实力,最终实现企业的持续盈利和可持续发展。

总而言之,游戏行业进行泛娱乐布局,需要看准发展机遇,提前进行战略布局,通过核心业务提升 IP 价值,还需利用平台资源不断提升研发实力,真正发挥泛娱乐布局的协同效应。

6.2 行业启示

6.2.1 看准行业机遇,提前战略布局

在第五届我国国际互娱会议(GIGC)上工信部发布产业白皮书,对泛娱乐产业的发展趋势进行了详细剖析。据报告所述,随着泛娱乐产业对中国经济发展的推动作用越来越强,泛娱乐布局日益成为文创企业发展的行业趋势,日益增多的网游企业、影漫企业、文化传媒企业等都开始进行泛娱乐布局来获取市场份额,从而使企业进行持续发展,

由此可以看出泛娱乐下的盈利模式对整个产业的影响，势必会成为网游企业未来发展的一条崭新道路。三七互娱在后互联网时代中抢占先机，提前进行泛娱乐布局，初步形成了自己的生态体系。同时，看准行业政策走向，提前进行海外市场拓展，又将泛娱乐层面扩大。如今进入 5G 时代，三七互娱又与华为合作共同开展云游戏研发，将泛娱乐生态链进一步打开。互联网技术和政策变革之快，三七互娱的成功有赖于看准行业的发展机遇，提前进行生态布局，为将来竞争打下坚实基础。

6.2.2 注重核心业务，提升 IP 价值

三七互娱前期进行泛娱乐布局围绕的依旧是其核心业务——游戏业务，这是它的核心竞争力也是它的优势。泛娱乐布局是一个体系，体系当中只有核心稳住，整个体系框架才能稳。三七互娱整个泛娱乐布局都是聚力来反哺游戏业务，使之带着庞大的用户群体不断收割同行业市场份额，稳稳站住了脚跟。游戏产品生命周期较短，三七互娱就在产品质量方面不断提升 IP 文化价值，为提高游戏品质和充分发掘 IP 价值，三七互娱通过不同的形式弘扬和解读传统文化，帮助各个年龄阶段的产品使用群体了解和走近传统文化，并逐渐培养他们对历史文化的兴趣，这样在企业实现了业务产品的商业价值及获取利润的同时，仍以产品当做弘扬优秀传统文化的载体，不仅增添了产品的文化内涵，也最终使得用户产生共情和认可得以获得市场份额。此外提升 IP 内在价值的好处还有在改编 IP 产品时，不仅保留了原有 IP 用户群，还吸引了新的用户群体。

6.2.3 注重研发创新，善用平台资源

游戏生命周期较短，不断的研发是游戏行业向前发展的核心。三七互娱在不论在研发投入方面还是研发人员结构方面都十分下功夫，来贯彻其精品化战略。另一方面，三七互娱也充分发挥了自身的运营优势，利用自有的多平台渠道，通过对用户群体的详细数据分析，从而得出群体主要需求和游戏偏好性，使得在今后研发过程中将需求与产品相结合，更符合市场大众口味，获得更大的用户群体，快速掠夺市场份额获得好的市场反应，保证了网游企业源源不断的利润源，在市场和口碑迎来双丰收，对其他企业的盈利模式具有一定借鉴作用。

6.3 研究展望

泛娱乐布局是一项长期的战略行动，它与企业的业务活动联系十分紧密，更多体现在对业务绩效的积极影响方面。网游行业的泛娱乐布局处在初期的最基础阶段，在业务布局方面仍需要投入大量初始资金，并且短期内无法带来较可观的利润。由于开展泛娱乐布局所带来的准确的财务绩效并不能单独衡量，所以不能因为某些指标的短期失衡就片面否定泛娱乐布局下盈利模式的积极成效，否定其可行性。在未来的研究中，可收集更多的网游行业数据，通过对比实施泛娱乐布局的企业与未进行泛娱乐布局的企业的财务数据与非财务数据，进一步验证本文的有效性，亦可通过多行业进行实证研究，探索泛娱乐布局下的盈利模式对改善企业运营、提升企业盈利的关键因素。

参考文献

- [1] Adrian J S,David J M,Bob A. The profit zone [M]. Crown Business,2000.
- [2] AJ Slywotzky,DJ Morrison.The Profit Zone: How Strategic Business Design will Lead You to Tomorrow's Profits[M].Crown Publishing Group,1997.
- [3] Alexander Osterwalder, Yves Pigneur. An E-Business Model Ontology for Modeling E-Business[C].15th Bled Electronic Commerce Conference,2002(6):1-12.
- [4] Allan A,Christopher T. Internet Business Models and Strategies: Text and Cases [M]. New York: McGraw-Hill,2002.
- [5] Byron J .Finch . Internet Discussions as A Source for Consumer Product Customer Involvement and Quality Information: An Exploratory Study[J].Journal of Operations Mangement,1999(5):535-556.
- [6] Gary Hamel. Leading the Revolution [M]. Crown Archetype,2003:2-9.
- [7] Hamel G.Learning the Revolution[M].Harvard Business School Press,2000.
- [8] Jiang Xingru, Wu Junmin. Discussion on the Difference Between the Business Model and Profit Model[J]. International Business and Management, 2015, V10-2:16-21.
- [9] Joan T.A. Gabel,Nancy R. Mansfield. The Information Revolution and its Impact on the Employment Relationship : Ananalysis of the Cyberspace Workplace [J]. American Business Law Journal, 2002,40(2).
- [10] Joan Magretta, Nan Stone.What Management Is[M]. China Machine Press,2003:50-53.
- [11] Joel Sormunen.Sustainability of Revenue Models and Monetization of Video Games[J].Journal of Financial Economics,2019,(25):354-365.
- [12] Linder, Cantrell. Changing Business Models: Surveying the Landscape[J]. Institute for Strategic Accenture,2001:1-13.
- [13] Manel.Redefining The Value Chain of the Video Games Industry[J].Research Gate, 2017,(32):934-987.
- [14] Morris M, Schindehutte M, Allen J. The entrepreneur's business model: toward a unified perspective [J]. Journal of business research,2005,58(6): 726-735.
- [15] Paul Timmers. Business Models for Electronic Markets [J]. Journal on Electronic Markets,1998,V2:3-8.

- [16] Raphael. H. Amit, Christoph, Zott. Business Model Innovation: Creating Value in Times of Change[J]. IESE Business School Working Paper,2010(70):65-72.
- [17] Rappa M. Managing The Digital Enterprise Business Models on the Web [J].Harvard Business Review,2000.
- [18] Weill P, Vitale M. Place to space:Migrating to eBusiness Models[M]. Harvard Business Press, 2013:16-17.
- [19] 陈少峰. “互联网+文化产业” 价值链的新特征[N].中国文化报,2015-09-12(001).
- [20] 程愚,孙建国,宋文文,岑希.商业模式、营运效应与企业绩效[J].中国工业经济,2012(7):83-95.
- [21] 戴天婧,张茹,汤谷良.财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J].会计研究,2012(11):23-32+94.
- [22] 董子铭,刘肖.网络文学产业融合发展的三个维度与思考[J].出版发行研究,2016(08):39-42.
- [23] 郭丹霞,庄明来.我国三大门户网站盈利模式比较[J].会计之友,2006(11):71-73.
- [24] 韩布伟:《泛娱乐战略》,吉林:北方妇女儿童出版社 2016 年.
- [25] 贾玉城.移动游戏 IP 开发问题与解决办法探究[J].现代经济信息,2017(12):345.
- [26] 康丽洁.BAT 泛娱乐战略比较研究[J].中国报业,2016(16):14-15.
- [27] 李成家,彭祝斌.我国网络自制剧赢利模式的构成要素研究[J].编辑之友,2018(03):29-34.
- [28]李静.B2C 电子商务企业盈利模式研究——以亚马逊公司为例[J].财会通讯,2017(20):61-65.
- [29] 李向辉.基于价值链的中小企业创新服务平台赢利模式研究[J].科技进步与对策,2009,26(22):115-118.
- [30] 刘新华.网购平台盈利模式研究——以聚美优品为例[J].财会通讯,2018(08):52-55.
- [31] 刘秀梅,邵慧.泛娱乐视角下华莱坞电影 IP 生态研究[J].西南民族大学学报(人文社科版),2017,38(06):162-165.
- [32] 刘豫江.基于因子分析的境内上市银行综合财务分析与评价[D].对外经济贸易大学,2007.
- [33] 柳景译,董雪阳,凌子怡.基于 Gompertz 曲线模型的泛娱乐经营战略研究——以奥飞娱乐为例[J].中国市场,2020(33):119+126.

- [34] 罗兴武,项国鹏,宁鹏,程聪.商业模式创新如何影响新创企业绩效?——合法性及政策导向的作用[J].科学学研究,2017,35(07):1073-1084.
- [35] 聂巧娜.网络平台盈利模式的演化——以淘宝为例[J].南阳理工学院学报,2016,8(03):49-51.
- [36] 裴正兵.酒店轻资产盈利模式前提、方式与财务绩效评价——华天酒店轻资产经营案例分析[J].财会月刊,2017(13):106-110.
- [37] 彭歆北,余志兰.创新商业模式:号百成功的关键[J].中国通信业,2008(09):62-64.
- [38] 彭彦敏,张雪云.财务视角下上市公司盈利模式的有效性研究[J].财会月刊,2014(12):12-16.
- [39] 彭银香.电子商务网站运营状况综合评价模型的构建[J].中国市场,2005(47):84-85.
- [40] 史文思.游戏 IP 电影的破次元营销策略研究[J].视听,2020(05):72-73.
- [41] 宋海燕,李光金.基于价值网的盈利模式要素分析[J].理论探讨,2012(06):102-105.
- [42] 宋丽媛.网游上市公司技术创新对财务绩效的影响[J].合作经济与科技,2018(03):190-192.
- [43] 孙德宝.传统传媒集团向文创集团转型的盈利模式研究——以长沙晚报传媒集团为例[J].会计之友,2020(07):2-9.
- [44] 王丽波.美特斯邦威的盈利模式研究[D].乌鲁木齐:新疆大学,2011.
- [45] 王欣玥.自媒体网红商业模式[J].经贸实践,2017(05):46-47.
- [46] 姚凯波,杨海平.媒介融合视角下我国泛娱乐产业发展模式与机制研究[J].中国编辑,2019(12):40-43.
- [47] 张大明.飞马国际盈利模式及风险探析[J].财务与会计,2017(17):25-27.
- [48] 张小凤.资本风口下网络直播行业业态与未来发展趋势探析[J].河南工学院学报,2020,28(05):34-37.
- [49] 赵淑萍,王海龙.全产业链构建下的 IP 现象观察及其发展走向预测[J].东南传播,2016(04):1-3.
- [50] 郑惠尹.我国商贸流通业盈利模式及转型方向分析[J].商业经济研究,2017(20):18-20.
- [51] 朱武祥,魏炜.新加坡:商业模式复制大师[J].深圳特区科技,2009(Z1):52-55.

后记

岁月匆匆，三年的硕士研究生生活已接近尾声。临近毕业，虽然心中有着即将步入工作生涯的激动，但也因为要离开培育我多年的母校怀有些许悲伤。学习会计专业已经七年之久，但尤为硕士期间提升最大，环境可以影响一个人，好的学术氛围的确提升了我对科研的兴趣以及能力。回首学习会计硕士的三年光景，有过精彩，有过迷茫，有过遗憾，如今心中却只剩感激之情，此刻，我想把心中的感谢送给很多人。

首先要感谢我的导师，虽然我的学术能力可能不是一批同学中最出色的，但是一定是最感激老师的那一个。是您让我变得热爱科研，奋发努力，也是您深切地影响着我的的人生观和价值观，从科研能力再到为人处世都为我树立了明确的努力方向，最令我钦佩的是您对待生活的态度，积极乐观，热爱改变，这都是我人生路上的锦囊。在论文的撰写过程中，从选题再到论文框架、内容，您都不厌其烦地进行指导和修正，让我顺利完成论文工作。

其次，感谢各位任课老师、研究生秘书以及外审的专家学者。感谢学院老师无私地知识传播，感谢研秘对在校生活提供便捷与帮助，感谢外审专家对我论文不计回报地指导。

最后，我要感谢我身边的同学和以及我的家人。是同学的陪伴，让我这三年，每每在无助、遇到困难之时，有一起并肩的“战友”，即将毕业，对你们更多的是离别的不舍，希望我们在将来的日子里一切顺利。感谢父母对我深造的支持，是你们的默默付出，我才能有稳定的学习环境，将来的日子里，我一定会继续奋发向上。