

5/11/2020

個股研究

騰訊控股(700.HK)

護城河牢固，增長仍未止步；首予「中性」評級

遊戲業務國際化 - 料騰訊將逐步壟斷內地遊戲分發市場，但隨著內地市場進入飽和階段，估計集團業務將漸趨向海外市場傾斜；料騰訊將透過更多投資豐富集團的遊戲 IP 存量及強化海外分發能力；預期《LoL》及《DNF》端遊轉手遊將成遊戲收入增長焦點。

金融科技成增長引擎 - 金融科技增長空間巨大，支付業務增速快且無懸念，而助貸及理財還在起步階段，未來發展無可限量；雲業務規模效應漸現，未來有望轉虧為盈。

深化新文創戰略 - 騰訊於數字內容的布局基本完成，經過架構重組後，現在每個數字內容垂直領域必需加強互相賦能、互相合作，形成更強的競爭力，創造更大的價值。

估值 - 我們首予騰訊控股「中性」評級，估值為每股 674 港元。此估值是基於分類加總估值模型(Sum of the parts Valuation)所推算出來。以 2020 年 11 月 4 日收市價每股 588.50 港元計算，現價較估值有 12.7%折讓。

投資策略 - 互聯網競爭十分激烈，但騰訊競爭優勢依然強大。微信在國內的統治地位牢固，公眾號、影音號及小程序全面打通，微信生態圈愈見豐富；遊戲全產業鏈參與，環環相扣、環環領先，稱霸市場；微信支付與支付寶分庭抗禮，但整體金融科技業務大幅落後，發展潛力巨大。我們首予騰訊「中性」評級，估值為每股 674 港元，現價較估值有 12.7%折讓，安全邊際未算充足，建議投資者候低吸納。

主要財務指標

截至 12 月 31 日止年度	2019	2020 E	2021 E	2022E
營業收入 (百萬元人民幣)	377,289	468,320	567,463	677,429
增長率 (%)	20.7%	24.1%	21.2%	19.4%
股東應佔盈利 (百萬元人民幣)	93,310	115,551	137,116	159,673
增長率 (%)	18.5%	23.8%	18.7%	16.5%
每股盈利 (元人民幣)	9.856	12.055	14.305	16.659
股本回報率 (%)	22.7%	21.1%	19.7%	18.4%
P/E (倍)	59.7	55.9	47.1	40.5
P/B (倍)	11.4	10.2	8.1	6.5

資料來源：公司年報及致富集團研究部
www.chiefgroup.com.hk

中性(首次評級*)

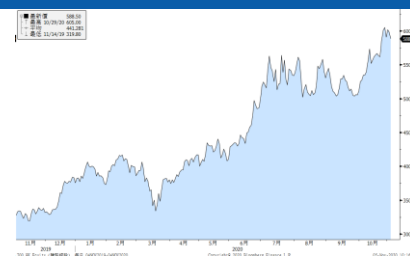
估值 674 元

上日收市價 588.5 元

公司簡介

集團主要收入來源為提供互聯網增值服務、金融科技及企業服務以及網絡廣告服務。

過去一年股價走勢



表現(%)	1 個月	半年	1 年
700.HK	12.1	45.0	79.6
恒指	4.7	4.3	-9.7

資料來源：彭博

主要公司數據

52 周股價範圍	318.0 元-614.0 元
市值	56,408 億元
已發行股數	95.85 億
每股帳面淨值	45.3 元人民幣

資料來源：彭博

*評級有所變更，請參閱評級釋義。

莫易東 Byron, CFA

byron_mok@chiefgroup.com.hk

葉宇軒 Felix

felix_ip@chiefgroup.com.hk

劉志斌 Roy, CFA, FRM

roy_lau@chiefgroup.com.hk

內容

騰訊簡介.....	4
不一樣的微信.....	6
張小龍的微信.....	6
微信對於騰訊的戰略意義.....	8
騰訊的 Marvel 夢.....	10
從泛娛樂到新文創.....	10
網絡動漫.....	10
網絡文學.....	12
影視與長短視頻.....	14
在線音樂.....	17
數字內容對於騰訊的戰略意義.....	19
遊戲業務.....	20
內地移動遊戲市場.....	20
遊戲開發能力.....	21
分發能力的優勢.....	22
營運及推廣能力.....	23
直播平台、電競平台延長遊戲生命週期.....	23
海外遊戲市場.....	25
透過投資獲取合作夥伴.....	26
更易獲得端遊轉手遊的機會.....	26
因地制宜的遊戲發行策略.....	27
自行發行.....	27
金融科技及企業服務.....	28
金融科技.....	29
支付.....	29
理財.....	33
其他科技服務.....	34

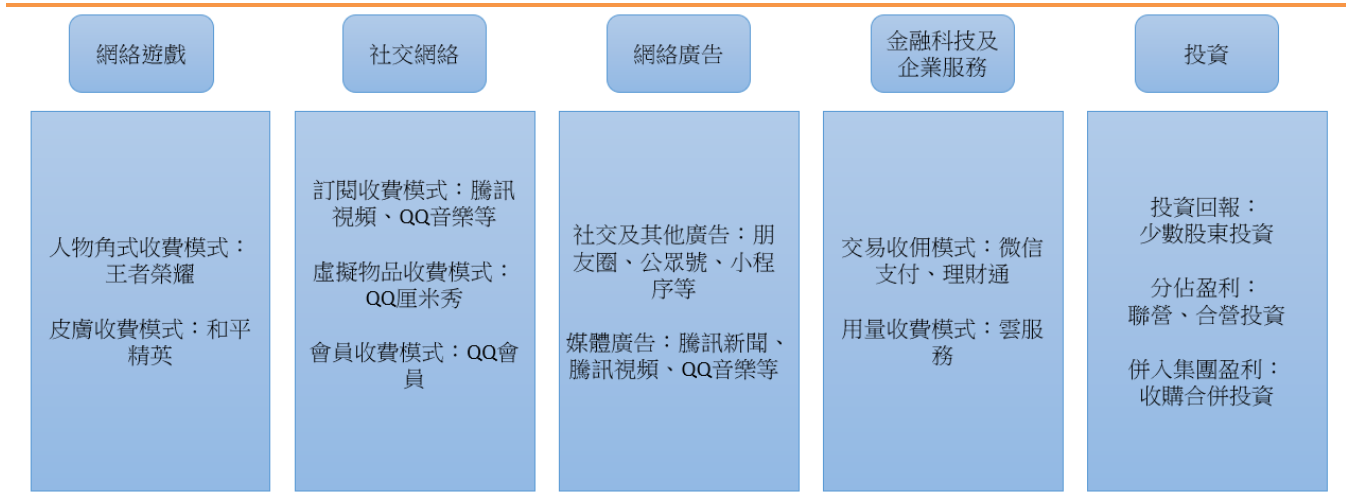
金融科技的未來發展.....	36
企業服務.....	37
騰訊企業服務的發展歷程.....	37
同業分析.....	38
財務分析及預測.....	40
互聯網廣告.....	42
投資.....	49
投資風格.....	50
投資對於騰訊的意義.....	51
財務分析.....	52
收入.....	52
毛利率.....	53
利潤率.....	54
現金循環週期.....	55
股東權益回報率.....	56
盈利質量.....	56
估值及預測.....	57
持續經營業務的估值.....	57
投資的估值.....	58
騰訊的估值.....	58
每股價值敏感度測試.....	58
損益表.....	59
資產負債表.....	59
現金流量表.....	60
評級釋義.....	61
免責聲明.....	62

騰訊簡介

1998年11月，騰訊控股(700.HK)於深圳特區成立，目前是中國流量最多，用戶時長最高的互聯網公司。我們可以將騰訊眾多的業務總括為幾大核心業務，一個是通訊及社交業務，也就是QQ及微信，而另一個就是數字內容，包括動漫、文學、影視、音樂、電競、信息流及遊戲事業。比較新的業務是騰訊正在大力發展的金融科技及企業服務，最後一個核心業務就是騰訊以投資的方式參與非核心業務領域，從而獲得戰略優勢及投資回報。

對於龐大的騰訊體系，我們可以理解為它以QQ及微信的社交平台，孕育著遊戲、社交網絡增值服務、金融科技及企業服務、網絡廣告及其他收入。另外，騰訊再以它龐大的流量及資本，通過投資有機地聯繫了市場上各個領域的領導者，從而獲得了高額的投資回報。

騰訊的主要收入分類及收費模式例子



資料來源：騰訊公司資料、致富集團研究部

騰訊的組織架構及負責人



資料來源：騰訊公司資料、致富集團研究部

騰訊業務架構的詳細討論可參考 [《騰訊的挑戰與回應》](#)。

回顧騰訊近 22 年的歷史可以分為 4 個階段：

1998 年至 2004 年

1999 年 2 月 QQ 誕生，廣受中國網民歡迎，用戶數量迅速攀升。2000 年騰訊與中移動(941.HK)合作「移動夢網」項目，為 QQ 帶來盈利模式。騰訊藉著移動及電信增值服務收入，順利於 2004 年上市。

2005 年至 2011 年

騰訊將重心由「移動夢網」的電信增值服務重回互聯網世界，確立「一站式在線生活」，希望騰訊能夠全方位滿足用戶在線生活不同層次需求，讓騰訊的產品和服務像水和電一樣融入生活當中。

在此階段，騰訊推出在線音樂平台 QQ 音樂、社交網絡平台 QQ 空間、運營搜搜及拍拍網進入搜尋及電商領域。同時期，騰訊網 qq.com 成為中國第一門戶網站、騰訊遊戲成為中國最大的網絡遊戲平台。此時期騰訊在互聯網各個領域上均戰果累累。

2012 年至 2018 年

3Q 大戰(請參考《騰訊的兩個半業務》)之後，騰訊決定改變過往「一站式在線生活」策略，向開放共享轉型。騰訊在核心業務以外的領域上，通過投資垂直行業的市場領導者，保持對最新的科技及模式的探索及獲得財務回報。

2011 年 1 月微信誕生，為騰訊取得了搭上移動互聯網的船票，2018 年微信月活躍用戶數超過 10 億人。2012 年騰訊確立「連接一切」戰略，為迎接移動互聯網，發生第二次組織架構重組，由原來的事業部制升級至事業群制。

2013 年騰訊已成為全球收入最高的遊戲開發商和運營商。同年 8 月推出微信支付，並於 2018 年移動支付年日均交易筆數超過 10 億筆。

另外，此期間騰訊的泛娛樂策略基本成功，例如騰訊在網絡動漫、在線閱讀、在線視頻、在線音樂等數字內容領域均取得行業第一梯隊位置。

2018 年 9 月至現在

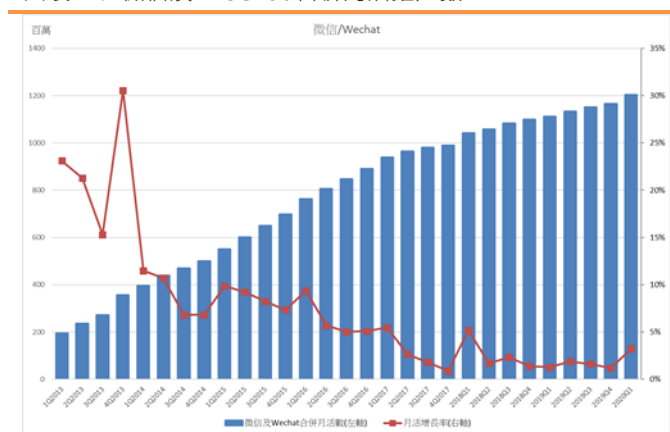
騰訊決心由 To C 企業轉向 To B 企業，於 2018 年 9 月啟動第三次組織架構重組，戰略升級為「紮根消費互聯網 擁抱產業互聯網」。新成立的雲與智慧產業事業群，整合集團的 To B 能力，負責公司雲平台和智能產業關聯業務的發展。

不一樣的微信

微信目前在中國大陸無人不識，無人不用。微信發展至今已成為一個包羅萬有的生態圈，是一個日活躍用戶高達十億人的超級 APP，亦是騰訊最重要的業務，沒有之一。

微信是當時於騰訊負責 QQ 郵箱的張小龍團隊於 2011 年 1 月首次推出的，啟發於一款叫 kik 的即時通訊 APP。微信誕生於移動互聯網時代，是一款完全為手機度身訂做的通訊應用。微信其後不斷更新迭代，善用移動互聯網的特性，陸續加入「搖一搖」、「附近的人」等有趣功能，逐漸與競爭對手拉開距離。加上之後騰訊導入 QQ 的巨大流量，微信自此奠定了中國大陸即時通訊 APP 的霸主地位。

圖表 1：微信及 WeChat 合併月活躍戶數



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

截至 2020 年 3 月底止，微信及 WeChat 合併月活數已達到 12 億人，可是近年增長趨緩，由 PC 互聯網時代轉入移動互聯網時代的人口紅利已經消耗殆盡。關於這一點，張小龍認為微信的增長空間不在乎擴大用戶數，而是要滿足現有用戶的需求。張小龍的觀點是人口總有限，但人的慾望卻無限。用戶的需求是層出不窮的，微信的增長在於深挖、填滿用戶的需求。

張小龍的微信

微信的壟斷秘密當然是每個用戶背後的通訊錄所產生的網絡效應，以及科網巨頭都擁有的規模效應，而張小龍與別不同，甚至有點反常的產品理念則令微信的壟斷地位進一步鞏固。

好工具 高效、簡潔、隱私

張小龍極端關注用戶體驗，一直希望微信能成為人最好的工具，而不是純粹為騰訊流量變現的工具。正如《騰訊的兩個半業務》所言，騰訊管理層很早之前已經得出一個深刻的判斷，微信不是「搖錢樹」，而是種植「搖錢樹」的土壤，最重要是要令到生活在這片土壤上的用戶舒服。

目前幾乎所有的 APP 都希望盡可能地延長用戶的使用時間，例如不知何時開始，android 用戶用返回鍵作為退出時，並不是真的退出，而是置頂更新，希望用戶留下來再多看兩眼。然而張小龍卻說微信永遠不會把用戶停留時長作為一個目標。好的工具應該是提高人的效率，微信的設計是「用完即走，走了再來」。例如在微信裏，無論是微信主頁或類似信息流的朋友圈、公眾號、影音號(國內稱視頻號)等，都是退出就是退出，沒有耍花招的。

WhatsApp 是香港人常用的通訊 APP，用戶愛其簡單直接，正是做到張小龍所講的「用完即走，走了再來」。可是微信不是 WhatsApp，微信承載了太多的功能，幾乎生活所需的都能在微信找到。微信要做到 WhatsApp 的簡潔是太難了，反倒是令到用戶眼花撩亂是自然。然而微信做到了，微信的使用介面看起來仍然簡單，很多功能都藏了起來，秉承了張小龍含蓄不招搖的原則，簡單而不簡單。

中國大陸是一個被廣告包圍的世界。節目內的廣告、劇情內的廣告、每個 APP(包括騰訊系的 APP)的頁面廣告，系統推送廣告。廣告無所不在，國內的用戶早已習以為常，不打廣告白不打。

然而微信卻是中國 APP 的一片淨土，極其害怕打擾用戶。微信沒有頁面廣告，沒有系統進送廣告，謹慎使用通知用戶新訊息的小紅點，小程序沒有推送功能，廣告投放亦十分克制，例如朋友圈的人均單日最高廣告曝光量目前只有四條。每處的細節都顯示微信極端關注用戶體驗。

還有一點微信與其他社交平台邏輯相悖的，是熟人社交。在微信裏，用戶是看不到朋友的朋友的，不止你不會被推薦加入不認識的人，甚至在朋友圈裏，用戶在朋友的貼文的評論區裏是看不到不認識的人的評論及點讚的。另外一點是微信在手機的聊天記錄是不保存的，每次登錄微信網頁版或換手機，全部聊天記錄都是清零。在在顯示微信比其他社交平台更注重用戶私隱，將隱私置於便利之前。

去中心化

對於去中心化，一般投資者可能更熟識中心化。以傳統電商平台為例，用戶流量其實並不是掌控在真正與客戶溝通及交易的商戶手中，而是平台。因此，流量中心化的電商平台始終保持著對流量、交易數據及顧客關係的重大控制權。其實不單止電商平台，類似抖音的信息流平台，同樣是流量中心化的平台，大部份的流量在平台掌控之中，抖音號的創作者大多靠平台的流量分發餵養。

流量全在平台手中，換言之利潤也掌握在平台手中，而且中心化通常的結果是流量大部分流向頭部內容，長尾內容或商戶獲客成本越來越高，難以生存。

相反，微信的生態圈裏主要是去中心化模式。商戶利用其自身微信公眾號或微信小程序建立其品牌名稱，直接向目標客戶推銷並獲得顧客。商戶透過其各自的微信公眾號或微信小程序進行交易以獲得、累積並維持對聯絡資料、交易數據及消費者顧客關係的控制權，同時保留其獨特的品牌標識。這樣的生態更加有利於內容創作者或商戶建立自己的私域流量，累積粉絲，而微信亦能建立起多樣化的生態圈。

事實上究竟中心化與去中心化孰優孰劣，市場亦未有定案，主要看中心化的算法是否高明。而作為一個平台，微信多少亦有中心化的嘗試，就如看一看中的精選或影音號的熱門都是算法推薦。然而張小龍更偏向於社交推薦，他認為機器推薦會令人變得狹隘，只看到想看的，不會看到新的、不同的資訊。他認為社交推薦則是一個具有糾錯功能的複雜體系，可以避免人走偏，因此在看一看中會有朋友在看，影音號中會有朋友按讚的欄目。

讓創造價值的人得到回報

張小龍對於微信另外一個原動力就是讓創造價值的人得到回報。微信作為一個連接人與服務的平台，能夠拆除傳統商業因為信息不對稱帶來的壞處，令商戶及媒體重新聚焦優質的服務及內容。只要服務及內容夠好，就能夠摒除從前的地理、中間商、規模等限制，通過社交傳播觸及到用戶面前，為商戶及用戶都帶來好處。

無論是公眾號、小程序或最新的影音號，都讓創作變得簡單，技術變得次要，專注內容才最重要。在微信的生態圈裏，商戶能夠輕易與用戶形成發布、溝通、銷售、支付的閉環操作，只要對用戶有價值，小微企在微信的生態圈亦能很好生存。微信亦大力扶持原創，認真對待版權的保護、內容的保護。而且公眾號變現方式亦較其他平台多，有廣告分成、打賞、付費閱讀等變現方法，令優質的創作者願意落戶微信。

微信對於騰訊的戰略意義

微信及 WeChat 坐擁合併月活躍 12 億用戶數，是中國無可匹敵的流量平台，對於騰訊當然重要。騰訊有非常多的業務，騰訊視頻、騰訊新聞、騰訊遊戲、QQ 瀏覽器、應用寶等等。投資者當然會認為騰訊會藉著微信的十億級日活，將流量導入這些應用程式，從而輕鬆超越其他競爭對手。可事實是只有騰訊遊戲能夠佔據微信發現頁的一級入口，騰訊內部的其他應用程式在微信的一級入口裏找不到。這肯定是張小龍的堅持，堅持微信的簡潔，保護用戶體驗。事實上，導流的工作主要落在 QQ 身上。

微信的誕生正好是 3Q 大戰之後，騰訊決心要改變過往互聯網八爪魚的策略，向開放共享轉型。騰訊的開放共享策略正是要開放共享它的流量與資本，專注做連接，讓騰訊跟一個包含了各行各業的龐大生態建立關聯。微信正是騰訊的流量載體，是開放共享策略的關鍵。

在騰訊核心業務以外的領域上，通過投資垂直行業的市場領導者，通過微信的第三方服務九宮格分享微信龐大的平台流量，助力合作夥伴成長，非但不會削弱騰訊自己平台的價值，更由於優秀的服務供應商令用戶受惠於不斷豐富的優質產品及服務，微信的平台流量更多了，價值更高了，而合作夥伴亦受惠於微信的流量及資本而得到更大發展。騰訊的開放策略是三贏局面，用戶、合作夥伴及騰訊自己都獲益了。

當然微信的生態圈遠遠不止於騰訊投資的合作夥伴，基本上微信的生態圈是想吸引所有對用戶有價值的各行各業，滿足用戶在不同垂直領域的各個需求。基於微信的去中心化及讓創造價值的人得到回報的理念，愈來愈多的商戶進駐微信，特別是通過小程序進一步融入用戶的日常生活服務，微信小程序的日活躍賬戶數已經超過 4 億。只要生活在微信生態圈的企業、個體工商戶及個人能夠為用戶創造價值，好好的賺錢，就不怕創造這片土地、管理這個生態圈的微信賺不到錢。

騰訊最新的戰略為「紮根消費互聯網 擁抱產業互聯網」，微信正是騰訊的最佳入口，為微信生態圈的各行各業的數字化轉型升級提供行業解決方案，壯大自己的產業互聯網業務。至於騰訊的金融科技業務，微信支付已經是中國人常用的付費工具，然而騰訊無論在理財平台或貸款平台還處於起步階段。憑藉微信錢包的入口將可大力幫助騰訊金融科技業務的發展。

對於騰訊投資的幫助，微信手握大量數據，例如後台的交易及支付數據等，令騰訊投資能更早洞察處於成長階段的公司，以更高勝算、更平的格價，比他人更快一步投資於這類公司。正如二手交易平台轉轉集團的 CEO 黃煒曾對媒體說，騰訊就是發現了他們的增長數據後，才有了投資的意願。

騰訊的 Marvel 夢

從泛娛樂到新文創

相信大家都知道騰訊是一家互聯網科技公司，但其實騰訊亦是一家文化公司。騰訊最早專注的核心業務裏，一個是大家熟識的通訊及社交業務，也就是 QQ 及微信，而另一個就是數字內容。

騰訊可以說是在中國布局數字內容最廣、最全面的一家，甚至放諸全球亦是。騰訊的數字內容業務包含了動漫、文學、影視、音樂、電競、信息流及全球收入最高的遊戲事業，主要集中在平台與內容事業群(PCG)及互動娛樂事業群(IEG)裏管理。另外，騰訊亦控股著兩家文化產業的獨立上市公司，閱文集團(772.HK)及騰訊音樂娛樂集團(TME)。

2011 年，騰訊副總裁程武首次提出「泛娛樂」的戰略構思，即基於互聯網平台，打造明星 IP 的跨領域粉絲經濟。簡單的說，就是要學習美國的漫威(Marvel)，將漫畫的英雄人物 IP 進行頂層的系統開發，經過項目的籌劃、立項、改編，發展成相關的動畫、電視、電影及周邊產品的全盤布局，形成一個以 IP 運營為中心的跨界文化產業。

2018 年，騰訊提出將「泛娛樂」升級至「新文創」戰略，相同的是騰訊仍然關注明星 IP 的打造，不同的是從之前只關注粉絲經濟、產業價值，發展為對產業價值和文化價值的如何良性循環和互相賦能的關注。騰訊的目標更大了，希望通過與其他文化界夥伴合作，做到真正有社會影響力、有全球競爭力的文化內容，打造出中國的文化符號。

網絡動漫

事實上，在程武 2011 年首次提出「泛娛樂」戰略時，騰訊除了遊戲並未具備其他數字內容領域的基礎，戰略目標對當時的騰訊有點夢幻，需要更多時間做好每個領域，不然「泛娛樂」只是空中樓閣。因此「先縱後橫」是騰訊發展文創生態的一個基本執行思路。具體而言，「先縱」是要加強每一個縱深領域的專業性和生態繁榮，「後橫」則是通過 IP 的連接，促進內外部跨平台的聯動。

由於當時影視離騰訊的能力圈實在太過遙遠，根本不在考慮之列。至於文學，2011 年盛大文學正如日中天，騰訊為避其鋒，最初亦沒有選擇此處著手。最後，騰訊選擇了當時仍未與互聯網有緊密連繫的漫畫產業作為首個實現「泛娛樂」戰略的數字內容領域。

騰訊初涉動漫之時，傳統的漫畫出版紙媒正在衰落，網絡漫畫開始興起，但仍然參差不齊，免費閱讀大行其道，令動漫行業收入驟降。但經過近年在技術提升、用戶紅利的背景下，中國動漫產業規模於 2018 年已突破 1,500 億元人民幣，泛二次元(ACGN)¹用戶規模達 3.5 億人。

目前，騰訊已經在動漫產業建立起了一條完整的產業鏈，布局三大產品，分別為用以打造國漫明星 IP 的「騰訊動漫」、中國國漫主要視頻平台「騰訊視頻動漫頻道」及 ACG 內容社區「波洞星球」。



資料來源：2019 騰訊全球數字生態大會資料

騰訊視頻動漫頻道成立於 2011 年，近年已經成為國漫第一視頻平台，已上線動畫超過 1,200 部，其中自制頭部內容 110 部。

騰訊動漫成立於 2012 年，是中國大型的原創及正版網絡動漫平台，擁有作品版權及獨家運營權，是騰訊的動漫 IP 源頭。全平台月活躍用戶 1.2 億，簽約作者數超 900 人，簽約漫畫作品近 1,400 部，在線動漫作品總量接近 30,000 部，約 1,500 部漫畫點擊量過億，其中 285 部漫畫作品人氣超過 10 億，35 部動畫作品播放量破億。

由 QQ 動漫升級而來的波洞星球成立於 2018 年，主要對標於 bilibili (BILI)(國內簡稱 B 站)，是國內大型的 ACG 內容社區產品。目前，月活躍用戶數超 4,500 萬，有 cosplayer、聲優及畫師等創作者進駐，為動漫作品進行二次創作，加強了動漫作品成為 IP 的可能性。

騰訊如何以漫畫 IP 打造跨界產業化布局，可以人氣網絡漫畫《一人之下》為例。該漫畫由動漫堂²漫畫家米二創作，2015 年開始連載於騰訊動漫平台至今。動漫堂與騰訊動漫簽訂戰略合作協議，雙方共享作品權益，騰訊動漫負責作品的衍生開發工作，而動漫堂除繼續連載漫畫外，主要負責鞏固《一人之下》的世界觀，為未來的發展鋪路。

《一人之下》首部動畫作品於 2016 年由騰訊動漫及動漫堂聯合出品，於騰訊視頻、B 站、愛奇藝(IQ)首播，而今年 4 月《一人之下》動畫已推出至第三季，由騰訊動漫及企鵝影視聯合出品，於騰訊視頻獨家播出。另外，今年第二季騰訊互動娛樂魔方工作室亦推出了《一人之下》同名手遊，而據傳《一人之下》真人版網劇亦正籌備當中。

¹ 二次元文化或「ACGN」，即動畫(Anime)、漫畫(Comics)、電子遊戲(Games)及小說(Novel)

² 騰訊有戰略入股的中國漫畫公司。



資料來源：《一人之下》“人有靈”項目宣傳材料

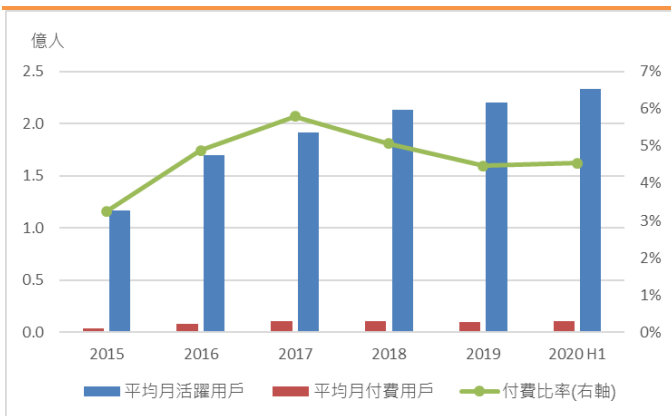
《一人之下》IP 除線上衍生產品之外，亦發展至線下實物。騰訊互動娛樂旗下 TGideas 開發的“人有靈”項目，是以《一人之下》結合傳統道家文化與現代潮流文化的潮牌服飾品牌系列。此外，「人有靈」項目亦與雲南省合作，以動漫形式和內容推廣雲南的地域文化。

網絡文學

文學是創作門檻最低的一個形式，而互聯網更令一眾有才華的作家能夠直接面向用戶，繞過傳統的出版機制。騰訊認為網絡文學必然會成為最活躍的 IP 源頭，在其“泛娛樂”戰略當中必不可少。

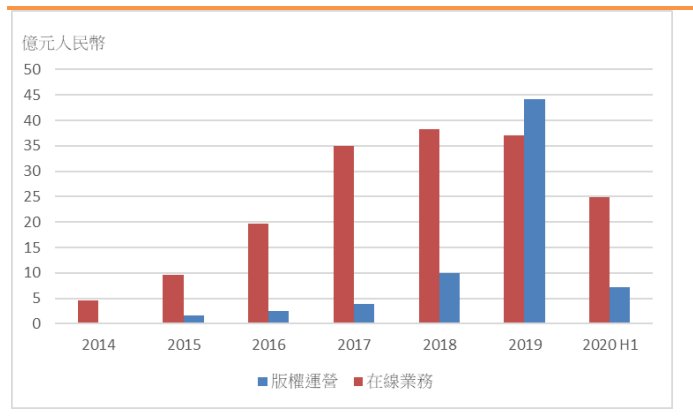
2013 年 3 月，因經營上的分歧，網文教父吳文輝³離開了盛大文學，並帶走了編輯團隊和核心作家資源，嚴重打擊了當時的盛大文學。事件令一直等待機會進入網文領域的騰訊迅速接洽吳文輝。終於 2013 年 9 月，騰訊文學成立，吳文輝擔任騰訊文學 CEO。2015 年，騰訊文學更進一步與盛大文學合併，成立新公司閱文集團。2017 年 11 月，閱文集團(772.HK)在港交所主板上市，騰訊擁有 58% 股權，吳文輝及前盛大文學 CEO 梁曉東一同擔任聯席 CEO。

圖表 2：閱文 MAU 等數據



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

圖表 3：閱文收入分類



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

³ 吳文輝，起點中文網創始人，奠定了網絡文學的付費閱讀模式，為中國網絡文學以後的發展開創出一種可靠的商業模式。

根據中國互聯網絡信息中心的《第 45 次中國互聯網路發展狀況統計報告》，截至 2020 年 3 月，國內網路文學的使用者規模達到 4.55 億人，較 2018 年末增長 2,337 萬人。

圖表 2 顯示截至 2020 年 6 月底止，**閱文**的平均月活躍用戶為 2.33 億人，是國內網文市場的絕對領導者，較市場上第二位**掌閱(603533.SH)**的平均月活躍用戶數多出約 6,300 萬人。圖表 2 顯示**閱文**的付費率近兩年有下滑趨勢，主要是由於**閱文**正在嘗試免費閱讀，將廣告模式引入網文行業，但暫時為止未算太成功。**閱文**截至 2020 年 6 月底的付費率為 4.5%，與 2019 年底持平，止住了下跌趨勢。

從圖表 3 我們知道**閱文**的主要收入來源分為付費在線閱讀收入及版權運營收入兩類。**閱文**通過自家產品(例如：QQ 閱讀、起點中文網等)、**騰訊**產品(例如：騰訊新聞、QQ 瀏覽器等)及第三方平台(例如：京東商城、小米多看等)向讀者提供文學作品。通常文學作品的前幾章會提供免費閱讀，然後餘下部分按每 1,000 漢字收費，**閱文**亦會提供包月套餐，讀者該月可以無限次閱讀特定作品庫的內容。

付費在線閱讀是吳文輝於起點中文網時確立的變現模式，令到當時垂死的起點中文網找到可持續生存的可能，現在付費閱讀是整個中國網文市場的主流商業模式，**閱文**當然也不例外。然而我們從圖表 3 可看到，**閱文**的收入正逐步轉向版權運營收入，而這個轉變亦是**騰訊**所希望推動的。

閱文一般會以固定價格或收入分成安排獨家購買自家平台上發布的內容的版權，作家根據其作品的銷售額和其他變現形式獲得版稅，這樣能更好地激發作家的持續創作熱忱。一般收購的版權會容許**閱文**再授權給**閱文**的內容改編夥伴，以改編為其他媒體形式，通常作者版權許可的期限為 20 年或更長。

閱文最初並不涉及改編製作，主要向電影製作公司、電視及網絡連續劇製作公司、網絡遊戲製作公司、動畫製作公司及其他傳統線下圖書出版商轉授權文學作品版權產生版權運營收入。然而**閱文**認為外部製作公司未能掌握網文所擁有的獨特性，但自己對最終的 IP 改編作品的質素控制權有限，而且所獲得的收入亦不高，此方面的發展未如人意。

2018 年 10 月，**閱文**以高達 155 億元人民幣收購新麗傳媒，其主要從事電視劇、網絡劇及電影的製作和發行，是中國著名的影視製作公司。此收購令**閱文**對改編流程有更大的控制權，並以自家網文平台的讀者回饋及洞見，製作更高質素的作品。收購新麗亦將提升**閱文**於文學內容改編的盈利機會，從定額授權費、被動的收入分成及共同投資模式轉變為主動擔任內部製作的角色。圖表 3 顯示，**閱文**的版權運營收入於 2019 年大幅上升，主要是由於合併了新麗傳媒的收入。

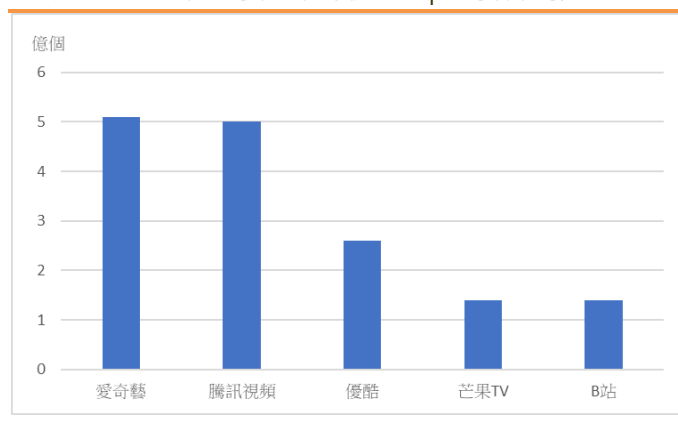
閱文作為數字內容產業重要的 IP 源頭，當然有資格大力發展文學 IP 的版權運營，發展出影視、動漫、遊戲等作品，而泛娛樂戰略亦是**閱文**及**騰訊**共同的發展目標。吳文輝等高管開創了網文的商業模式，為**閱文**建立了完善的創作生態和優質的內容儲備，然而**閱文**的 IP 業務需要一個既熟悉網絡文學業務、也熟悉各數字內容垂直領域的團隊來推動整個過程。

因此，於 2020 年 4 月 27 日，**閱文**管層出現大換血，吳文輝等原管理層退出，由來自**騰訊**管理層的程武及侯曉楠接管。程武是首個提出以 IP 為核心的「泛娛樂」戰略的人，一直推動騰訊動漫的發展，而且是騰訊影業的 CEO，於**閱文**亦有很深的參與，是推動**閱文** IP 業務的合適人選。新管理層の入駐將會強化**閱文**與網絡動漫、電視劇、電影、遊戲、電競等**騰訊**數字內容業務的聯動，令一向相對獨立的**閱文**更深融入**騰訊**的新文創生態。

影視與長短視頻

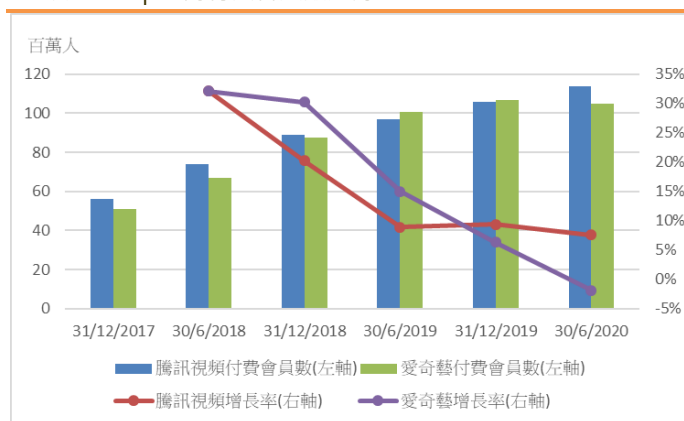
騰訊視頻成立於 2011 年 4 月，算是後來者，在其之前還有優酷、**愛奇藝**、土豆、PPTV、暴風影音等多家線上視頻平台，競爭異常激烈。經過多年混戰，內地長視頻的三強競爭格局現已明晰，頭三家分別為**百度**(BIDU)持有的**愛奇藝**、**騰訊**持有的**騰訊**視頻及**阿里巴巴**(9988.HK)持有的**優酷**。

圖表 4：2020 年 6 月中國在線視頻 Top5 月活躍用戶數



資料來源：極光大數據、致富集團研究部

圖表 5：Top 2 的付費會員數走勢



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

圖表 4 顯示，**愛奇藝**及**騰訊**視頻的月活躍用戶數相若，大概是 5 億人，已經拋離了排第三的**優酷**一段距離。至於**愛奇藝**及**騰訊**視頻的付費用戶數目前已經突破一億人，截至 2020 年 6 月底止，分別為 1.05 億人及 1.14 億人，換言之付費率大概兩成左右。可是從圖表 5 可見，兩者的增長人數速度逐步放緩，**愛奇藝**放緩速度尤其嚴重，2020 年中期錄得按年 1.9% 倒退，令付費用戶數被**騰訊**視頻反超前。

縱使內地長視頻平台競爭格局現已比較穩定，但是競爭依然劇烈，加上觀眾對於傳統電視台的慣性收看仍然很強，導致整個長視頻的發展困難重重。2019 年 12 月底止，**愛奇藝**營運虧損接近 100 億元人民幣。同期，**騰訊**的視頻業務成績較好，但營運虧損也要接近 30 億元人民幣。至於**優酷**亦好不到哪裏去，**優酷**屬於**阿里巴巴**的數字媒體及娛樂分部內，該分部截至 2020 年 3 月底財年經營虧損高達 149 億元人民幣。可見三大視頻平台虧損嚴重。

愛奇藝是三家視頻平台中唯一一家獨立上市的公司，從其財報我們可以一窺中國視頻平台的商業模式。2020 年 6 月底止半年，**愛奇藝**的總收入是 150.6 億元人民幣，當中最大的收入來自會員收費，佔其總收入的

57.6%；其次是網上廣告收入，佔其收入的 20.7%；內容分發佔其收入的 9.7%，其餘的收入則來自遊戲、直播打賞分成及電商等業務。

然而 2020 年中期**愛奇藝**的銷售成本就已經佔其總收入的 97.8%。換言之，**愛奇藝**的毛利少得可憐，幾乎沒有。銷售成本的大頭是內容成本，佔其總收入的 73.0%，其餘是頻寬成本。從**愛奇藝**的財報，我們得知造成長視頻虧損的禍首就是昂貴的內容成本，主要原因就是在激烈的行業競爭當中，整個行業版權價格飆升。

騰訊視頻對於高昂的版權價格的應對方法是由過去百分之百購買版權內容，轉為除購買版權內容外，加強自己製作版權內容。實際上不止騰訊視頻一家這樣做，其他視頻平台亦大力投入自製版權內容。

事實上由視頻平台擴展至上游的影視製作及發行亦符合視頻平台的發展階段轉變。版權內容競爭得最厲害的時期大約在 2014 年至 2016 年，當時視頻平台是以內容量為競爭力以吸引流量，用戶增長迅速，而且行業開始傾向集中化、規模化，**愛優騰**逐漸跑出。平台自製內容起步於 2016 年至 2018 年，視頻平台開始以自家製的綜藝、劇集等作品實行差異化策略，增加競爭力。自 2019 年開始，如圖表 5 所示，付費會員增長開始放緩，視頻平台競爭進入新階段，中等水平的影視作品已經再難留住用戶，擁有高口碑的熱播影視內容成為用戶選擇視頻平台的重要依據，影視製作能力成為視頻平台的核心競爭力。

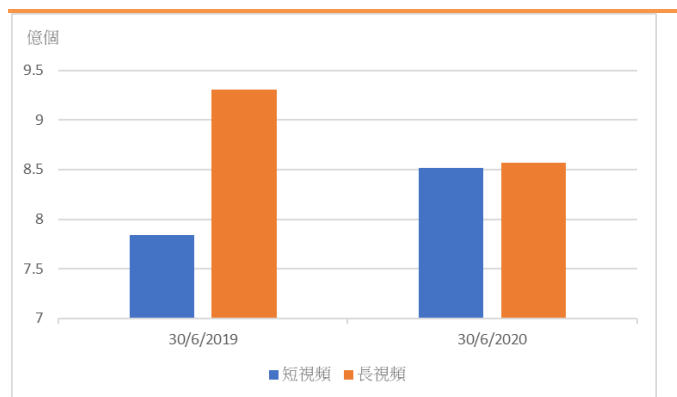
另外，發展自家的影視製作能力亦符合**騰訊**的“泛娛樂”戰略。影視是絕大多數 IP 作品的一種重要形式，亦是 IP 價值放大器，面對的觀眾基礎最大，若要實現**騰訊**的“泛娛樂”戰略，影視製作是繞不開的。

於 2015 年 9 月，企鵝影視及騰訊影業先後成立。企鵝影視是隸屬於騰訊視頻的子公司，專注於自製劇、自製綜藝、電影投資及藝人經紀，影視作品主要在騰訊視頻獨家播放。以《全職高手》為例，該小說最初 2011 年於**閱文**的起點中文網上線，此後於 2017 年與企鵝影視等公司聯合出品的動畫版本贏得廣泛好評。2019 年，企鵝影視與**檸萌影業**等公司聯合製作的真人版網劇正式播出，總播放量在三天內即突破 3 億次。

騰訊影業則是**騰訊**的全資子公司，旗下一共有四個工作室，包括大夢工作室、黑體工作室、進化娛樂工作室及漫宇工作室。2019 年的大熱劇集《慶餘年》就是由**閱文**、新麗及騰訊影業共同打造的，已經有五年做三季的計劃。**騰訊**在影視這方面仍在投入及學習中，目前仍然是聯合出品的作品佔大多數，但亦有一部份是**騰訊**自己出品的項目，畢竟影視製作是一個協同廣、難度大、投入多、風險高的業務。根據程武的說法，**騰訊**不止要打造一、兩套熱播劇或賣座電影，而是要構建出系統的內容組織能力，垂直深耕各個影視細分領域。另外，除了自家的三家製作公司，**騰訊**於影視製作的投資布局甚廣，比較出名的投資有製作今年大熱《三十而已》的**檸萌影業**及製作《琅琊榜》的正午陽光。

可惜當長視頻的戰爭還未偃旗息鼓，另一場硝煙已經開始。

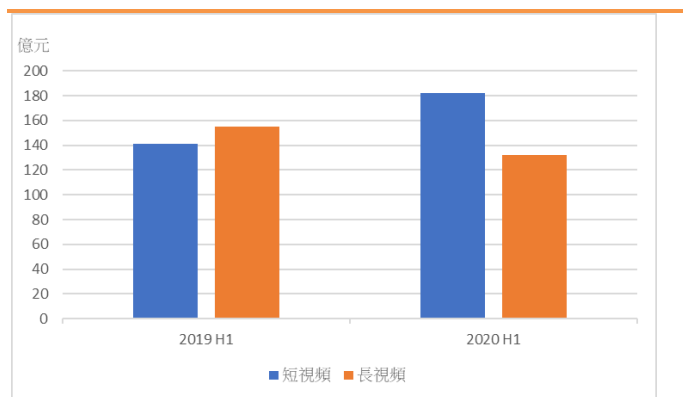
圖表 6：視頻行業月活躍用戶數



資料來源：Questmobile、致富集團研究部

註：短視頻包括抖音、快手、西瓜視頻等；長視頻包括騰訊視頻、愛奇藝、優酷、B 站等。

圖表 7：視頻行業廣告收入



資料來源：Questmobile、致富集團研究部

根據 QuestMobile 的《中國移動互聯網 2020 半年大報告》，截至 2020 年 6 月底止，短視頻的 MAU 按年上升 8.7% 至 8.52 億人，而長視頻 MAU 則按年下跌 7.9% 至 8.57 億人，兩者相差已大幅縮窄。至於更為重要的廣告收入，圖表 7 顯示 2020 年上半年，短視頻廣告收入按年大幅上升 29.1% 至 182.1 億元人民幣，而長視頻廣告收入則按年下跌 14.9% 至 132.05 億元人民幣。此消彼長下，短視頻的廣告收入已經高於長視頻。

抖音與快手等短視頻的崛起，正在侵蝕長視頻的用戶時長。而廣告主亦更喜歡轉化率高、善用碎片時間的短視頻廣告。至於近年相當熱門的直播帶貨，則被短視頻及直播平台所佔據。

事實上，騰訊對於短視頻早有布局，騰訊的主要短視頻 APP 微視早於 2013 年誕生，比抖音足足早了 3 年出生。但由於用戶體驗做得不好，用戶數起不來，微視於 2017 年 3 月停止運營，騰訊改為投資快手，情況就如從前騰訊關閉自己的電商業務，改投京東。然而屬於數字內容的短視頻本該是騰訊的核心業務，而且隨着短視頻的火爆，騰訊於 2017 年 9 月就把微視低調復活。

然而目前微視的表現仍然遠遠落後於其競爭對手，而且微視的市場推廣開支正導致集團銷售及市場推廣開支大幅增長。2020 年上半年騰訊的銷售及市場推廣開支按年大幅增長 65%，其中的主要原因就是推廣微視，例如不斷給獎金以吸引創作者及用戶進駐。

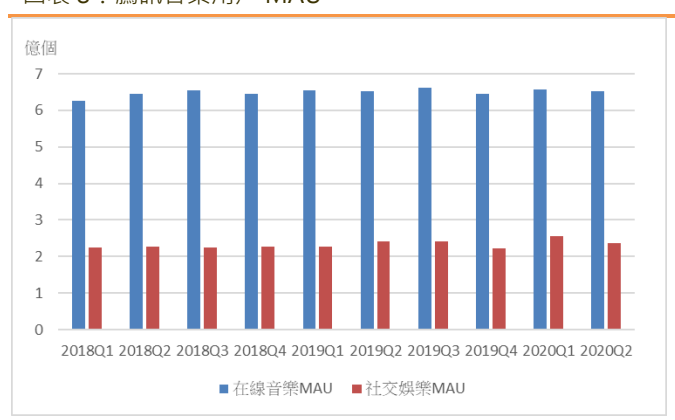
事實上，負責微視的平台與內容事業群(PCG)或從前的網絡媒體事業群(OMG)在用戶原創內容(UGC)方面一向做得不好。PCG 比較擅長於專業內容、精品內容，UGC 相對偏弱，例如微視及波洞等 UGC 平台表現欠佳。這可能與 PCG 的精品理念有關，他們認為人的注意力和時間其實是有限的，優質的作品才有競爭力，對於普通人創作的作品較有抵觸。

騰訊於 2019 年的年報裏表示，對短視頻業務發展已經有了以年計的準備，相信今次不會輕易放棄微視，甚至會繼續加大對其資源投放，恐怕中短期仍會是拖低騰訊業績的因素。反而微信仍在灰度測試的影音號則取得不錯反應，不斷更新迭代，有力在短視頻爭一席位。

在線音樂

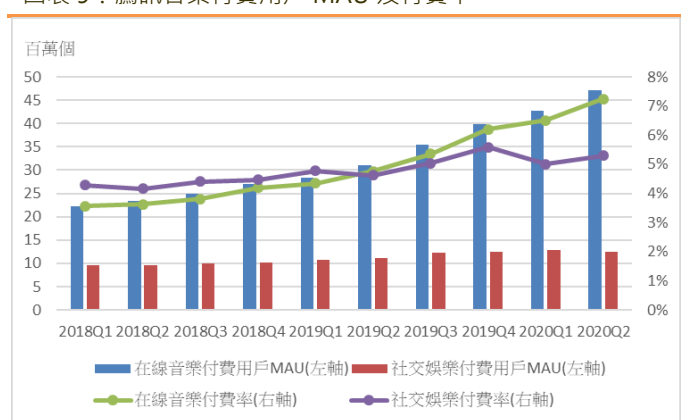
騰訊的音樂業務開始於 2003 年 QQ 推出在線音樂服務，之後騰訊於 2005 年正式推出 QQ 音樂。差不多同一時期，酷狗音樂及酷我音樂亦先後成立，並且於 2013 年及 2014 年先後被中國音樂集團(CMC)收歸旗下。而騰訊則於 2014 年推出全民 K 歌 APP。2016 年，騰訊將 QQ 音樂與 CMC 合併，並成為大股東，合併企業則更名為騰訊音樂。自此，騰訊音樂(TME)整合了 QQ 音樂、酷狗音樂、酷我音樂及全民 K 歌，並於 2018 年在美国紐交所上市。截至 2019 年底止，騰訊擁有騰訊音樂 49.36% 股權。

圖表 8：騰訊音樂用戶 MAU



資料來源：騰訊音樂年報、致富集團研究部

圖表 9：騰訊音樂付費用戶 MAU 及付費率

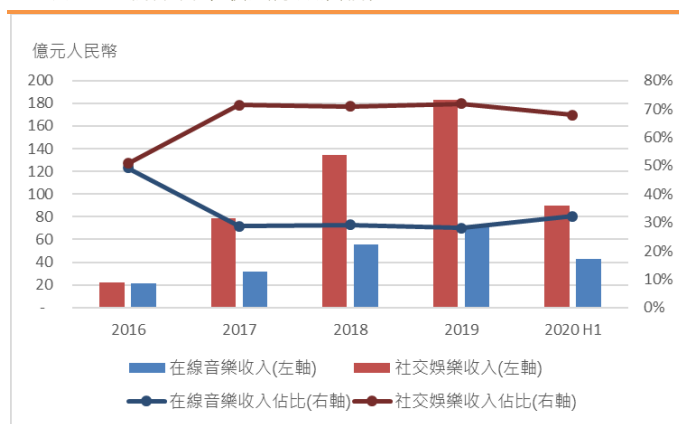


資料來源：騰訊音樂年報、致富集團研究部

騰訊音樂是中國在線音樂行業的絕對龍頭，情況遠好於長視頻行業的三方混戰局面。根據騰訊音樂的招股書，2018 年第三季中國移動音樂 APP 的月活躍用戶數排名前四位均屬於騰訊音樂產品，順序為酷狗音樂、QQ 音樂、全民 K 歌及酷我音樂。

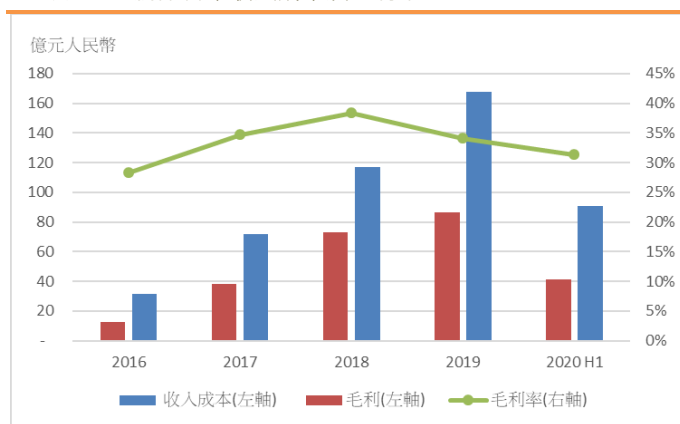
截至 2020 年 6 月底，騰訊音樂的在線音樂 MAU 高達 6.5 億人，主要包括酷狗音樂、QQ 音樂及酷我音樂 APP；而社交娛樂的 MAU 則為 2.4 億人，主要是全民 K 歌 APP，其次是酷狗直播及酷我聚星。可是圖表 8 顯示，無論是在線音樂或社交娛樂的 MAU 增長已經逐漸趨緩，有點見頂跡象。可幸的是，從圖表 9 可見，無論是在線音樂或社交娛樂的付費率仍然在快速增長。尤其是在線音樂，我們可以參考同樣是運營在線音樂業務的 Spotify(SPOT)於 2020 年第二季度的付費率高達 46.2%，而同期的騰訊音樂在線音樂付費率只有 7.2%，可見其付費率遠未到頂。

圖表 10：騰訊音樂收入分類及佔比



資料來源：騰訊音樂年報、致富集團研究部

圖表 11：騰訊音樂收入成本及毛利率



資料來源：騰訊音樂年報、致富集團研究部

騰訊音樂的主要收入分為在線音樂收入及社交娛樂收入。在線音樂收入主要為用戶的每月訂閱費用，其次則包括銷售數字專輯及單曲、音樂版權分銷、廣告及其他音樂相關服務。至於社交娛樂收入則主要是通過直播及線上卡拉 OK 收取的虛擬禮物收入。

圖表 10 顯示，截至 2020 年上半年，社交娛樂收入佔騰訊音樂總收入的 67.8%，達到 89.8 億元人民幣，貢獻了大部分收入，而在線音樂收入則為 42.7 億元人民幣，佔總收入的 32.2%。事實上，2020 年二季度騰訊音樂的在線音樂付費用戶數達到 4,700 萬人，數倍於社交娛樂的付費用戶數 1,250 萬人，而社交娛樂收入之所以高於在線音樂收入是因為社交娛樂的每月 ARPPU⁴達到 125.6 元人民幣，遠高於在線音樂的每月 ARPPU 9.3 元人民幣所致。

騰訊音樂的收入成本主要包括音樂版權及直播分成，其次是寬頻成本及員工開支等成本。不同於騰訊視頻，騰訊音樂已經是中國在線音樂的絕對龍頭，把持著大部分的音樂用戶，而且傳統的實體唱片市場凋零，因此騰訊音樂對於購買音樂版權有較強的議價能力。

圖表 11 顯示，騰訊音樂的毛利率維持在三成之上，但近幾季有向下壓力，主要因為騰訊音樂加大了對長音頻的投放，例如有聲小說、廣播劇及相聲等內容，但是此類內容的用戶數仍在開發中，商業價值尚未顯現。另外，由於直播行業競爭加劇，尤其是抖音及快手對直播主的爭奪，騰訊音樂增加了對直播主的直播分成，以維持吸引力。

騰訊音樂憑藉豐富而全面的音樂版權，龐大的用戶基礎，在線音樂與社交娛樂相互賦能，形成強大的核心競爭力。估計付費率及 ARPPU 在未來一段時間仍有上升空間，騰訊音樂收入會以較快速度增長，加上規模效應的體現，盈利增長速度甚至會較收入增長更快。

⁴ 平均每位付費用戶收入

數字內容對於騰訊的戰略意義

正如本節開首所言，數字內容是騰訊的核心業務，包含了動漫、文學、影視、音樂、電競、信息流及遊戲等事業，而且數字內容更是騰訊的主要收入來源。若簡單將增值服務及媒體廣告收入視為數字內容的收入，於2020年上半年，數字內容所貢獻的收入達1,338.4億元人民幣，佔騰訊總收入60.0%，其中遊戲業務收入為755.9億元人民幣，佔了總收入33.9%。

於2019年全年，騰訊數字內容的三大實體公司，閱文、騰訊視頻(以愛奇藝的收入估算)及騰訊音樂合共收入約640億元人民幣，已經佔了該年的數字內容收入(撇除遊戲收入)的63.5%，但由於騰訊視頻的虧損，股東應佔利潤估計只有約20億元人民幣。可見若撇除了最賺錢的遊戲業務，剩餘的數字內容業務估計不怎麼賺錢。我們可以理解為騰訊一直以遊戲為首的賺錢業務，培養著龐大的數字內容業務，而現在部分領域已經開始步入盈利的收成期，尤其以騰訊音樂最為領先。

從數字內容業務，我們可以體會到騰訊是一家擁有戰略視野及極具耐性的企業。以騰訊視頻為例，其成立於2011年，至今虧足九年，但從最初的新手後來居上，現已成為一線視頻平台，付費會員數過億，雖然仍然虧損，但已遠低於同業水平。騰訊從2003年開始打入遊戲業務，以後發先至的方式領先同業，2011年提出泛娛樂戰略，以遊戲為基礎，開始發展出多元的數字內容業務。若然沒有長遠的戰略性布局，騰訊不會冒險在數字內容裏開創出多條垂直戰線，更不會在多個數字內容領域成為行業龍頭。

我們可以換一個角度看，若然騰訊只是一家短視及唯利是圖的公司，它大可砍掉其中一些不賺錢或低利潤的業務，這樣已足夠令其業績短期爆發，但長遠而言卻可能在損害其核心競爭力。目前，騰訊多個數字內容領域已是行業第一梯隊，開始要加強盈利能力。各垂直領域正嘗試複製及學習遊戲業務的成功，進行全產業鏈參與，打造自己的開發能力、發行能力及渠道能力，而且與業界合作夥伴靈活合作，透過控股、參股等獲取必需能力，增加盈利能力。

在2018年的第三次組織架構重組前，騰訊的數字內容業務分散在各個事業群，遊戲、動漫、電競及影業等屬於互動娛樂事業群(IEG)，騰訊新聞、騰訊視頻及企鵝視頻等屬於網絡媒體事業群(OMG)，QQ、QQ空間及微視等屬於社交網絡事業群(SNG)，各事業群各自為政，合作未必太緊密。

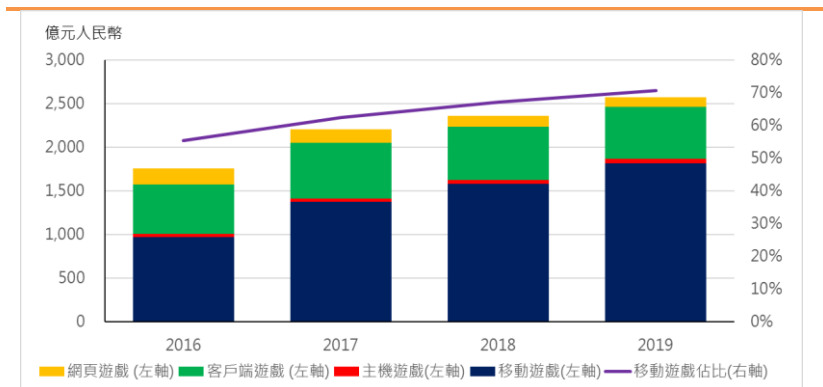
經過架構重組後，新成立的平台與內容事業群(PCG)，負責騰訊的社交和內容業務的融合發展，主要管理包括QQ、QQ空間、應用寶、瀏覽器流量平台產品的運營與發展，以及騰訊新聞、騰訊視頻、微視、天天快報、企鵝電競、騰訊動漫、騰訊影業與企鵝影視等內容業務的運營與生態建設。

為了促進各部門資源共享，PCG更建立了騰訊首個的高管合夥人制度，包括8位來自不同部門的副總裁及PCG總裁任宇昕，以管理團隊的整體成績作為評價，大家共同承擔PCG的責任。基於「先縱後橫」的策略，騰訊於數字內容的布局基本完成，經過架構重組後，現在每個數字內容垂直領域必需加強互相賦能、互相合作，形成更強的競爭力，創造更大的價值。

遊戲業務

內地移動遊戲市場

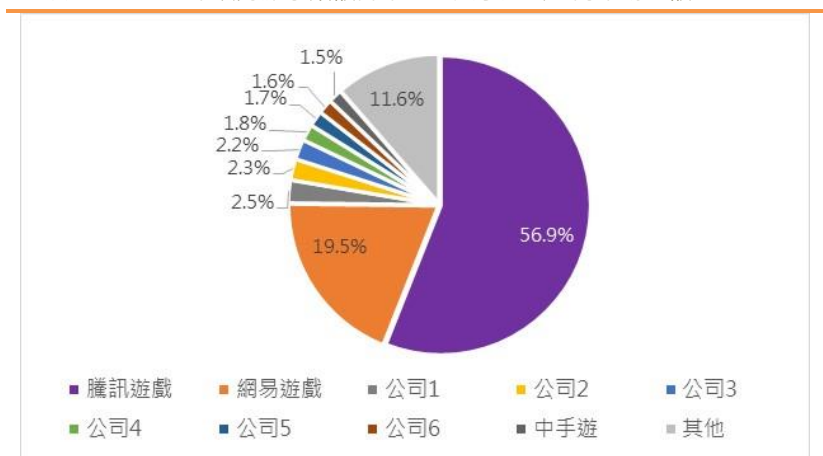
圖表 12：中國內地遊戲市場按平台劃分的過往規模



資料來源：祖龍娛樂招股文件、致富集團研究部

移動遊戲(或手機遊戲)市場佔內地整體遊戲市場的比率逐年遞增，2019 年佔約七成。而據騰訊財報資料，智能手機遊戲收入較其個人電腦客戶端遊戲收入多逾兩倍，即手遊收入佔期內整體遊戲收入逾七成半。流動支付日漸普及、無需在固定地方遊玩等好處，令手機遊戲更容易融入玩家的生活中，大大提高用戶玩樂時間。因此，預期未來內地遊戲市場增長將繼續以手遊為重心，大部份遊戲發行商將會繼續聚焦手機遊戲市場發展。

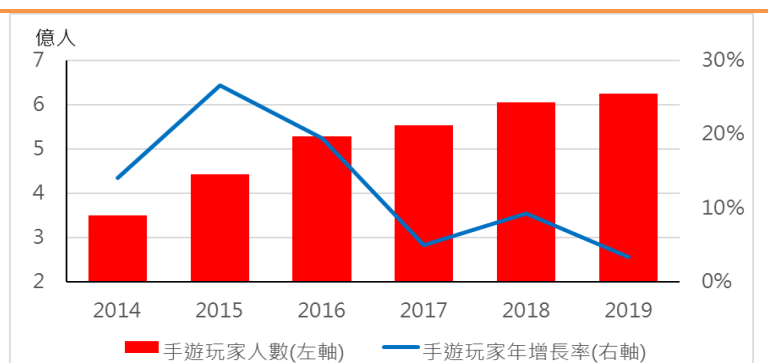
圖表 13：2018 年以總流水賬額計中國主要手遊公司的市場份額



資料來源：中手遊招股文件、致富集團研究部

圖表 13 反映出內地移動遊戲市場高度集中，2018 年以總流水賬額計，兩大龍頭企業騰訊及網易(9999.HK)合共佔去 76.4%，意味著赫芬達爾—赫希曼指數 (Herfindahl-Hirschman Index, HHI) 超逾 3600，屬高度寡頭壟斷型市場。

圖表 14：內地手機遊戲玩家人數



資料來源：祖龍娛樂招股文件、致富集團研究部

再加上，內地手機遊戲市場逐漸進入成熟期，市場參與者的盈利增長空間亦隨之逐步受限。騰訊發布的《2018 中國移動遊戲質量白皮書》亦曾提過：「國內遊戲市場用戶已經飽和，由玩家增長帶來的人口紅利消耗殆盡」。近年內地手機遊戲玩家人數錄得單位數的按年增幅，相比起 2016 年或之前的成長期所錄得的增幅明顯較少。

在如此寡頭壟斷的成熟市場，難以出現新的市場參與者。相反，騰訊作為行業龍頭企業，加上其所積累的遊戲開發能力，以及分發能力，似乎能夠發揮馬太效應的優勢，逐漸鞏固其市佔率。

遊戲開發能力

正如集團高級副總裁馬曉軼在騰訊遊戲 2020 年度發布會上(下稱「發布會」)所言，騰訊遊戲聚焦三大核心要素：1) 技術、2) 玩法及 3) 故事。

1) 技術

遊戲技術提升的範疇包括畫面美學、通信技術(5G)、人工智能等，讓玩家更投入，遊戲產品黏性更高，產品週期更長。至於遊戲開發的致勝關鍵，除資金投放量外，亦包括開發人才及開發工具。

開發人才

我們在《遊戲行業與騰訊遊戲》中提到，騰訊透過「內部賽馬機制」提高其遊戲工作室的開發能力。隨著推出的遊戲作品與日俱增，累積下開發經驗，開發能力亦不斷提升。另一邊廂，集團亦持續投資及收購海外遊戲開發公司，透過與國外開發廠商合作吸納 IP、創意及人材能力，提升旗下工作室團隊開發能力。人才再配合優秀的開發工具，可大大縮短遊戲開發週期並提升遊戲質素。

開發工具

騰訊 2012 年透過收購 EpicGames 已發行股本 48.4% 的股份，即時擁有世界著名遊戲公司對等的開發工具——虛幻引擎(Unreal Engine)，亦同時讓騰訊能夠在其他遊戲平台製作華麗逼真的遊戲作品。不過，騰訊亦有如

育碧(Ubisoft)、電藝(EA)、Square Enix 等海外頭部遊戲開發商，度身打造適合自家遊戲產品風格的遊戲引擎，騰訊旗下的北極光工作室在研發《天涯明月刀》時，便開發了 QuicksilverX。其後該工作室開發的《無限法則》亦翻用此引擎。

2) 玩法

騰訊能夠由休閒遊戲成功邁向重度遊戲市場，主要靠差異化遊戲、矩陣策略，開發獨特的細分遊戲市場，尤其在 2008 年正當只有 MMORPG 在內地遊戲市場大行其道之時，騰訊卻代理了韓國的格鬥網遊《地下城與勇士》(下稱「DNF」)、及另一款韓國的第一身射擊遊戲(FPS)《穿越火線》(下稱「CF」)，避免了與 MMORPG 遊戲市場參與者硬碰，同時發掘新的藍海市場。而發布會上發佈了四十多款遊戲產品，亦是其矩陣策略，滿足細分市場差異化用戶需求。

3) 故事

如前文提到，騰訊的「新文創」策略，令其更容易從其旗下包括網文學、影視、動漫等版權內容，孵化優質的 IP，並進行遊戲化。此舉更有可能吸引一些非核心玩家，例如女性玩家，由受歡迎的 IP 受眾轉為遊戲玩家，深度發掘內地手機遊戲市場潛在增長空間。

分發能力的優勢

流量入口

在國內，騰訊擁有龐大流量的通訊軟件微信作為其遊戲平台的入口，亦有 WeGame、手 Q 遊戲中心等多個發行渠道，提高了自家遊戲及合作夥伴的遊戲產品接觸大眾機會。對於海外遊戲開發商而言，騰訊是走進內地的絕佳伙伴。因此，騰訊能夠直接代理海外爆款的遊戲產品，避免了在國內造出同款遊戲而被冠上「抄襲」之污名。同時亦配合內地以手機作遊戲媒介的習性，將遊戲手遊化，製造新一波遊戲熱潮。而前述的發布會上，亦出現不少經典遊戲 IP 的合作，例如《真·三國無雙》、《合金彈頭》、《街霸》等。

事實上，騰訊過去亦是以「代理發行人」角色成功切入內地遊戲市場，如上文提到的《DNF》及《CF》；隨後 Riot Game 的《英雄聯盟》(下稱「LoL」)。據遊戲市場分析機構 SuperData 報告，這三款端遊(PC 遊戲)直至今年三月依然是全球收入最高的端遊。

除面向海外遊戲開發商，騰訊亦代理內地遊戲。如前文所述，內地遊戲市場的人口紅利增長逐漸收縮，且產品同質化競爭局面令行業逐漸失去增長動力，不少傳統大廠在這行業寒冬裡，紛紛圍在擁有巨量流量入口的騰訊生態圈中取暖。尤其在 2016/17 年間，巨人網絡開發的《征途》、盛趣遊戲的《傳奇世界》、西山居的《劍俠情緣》、暢遊的《天龍八部》、完美世界(旗下祖龍工作室)的《夢幻誅仙》等遊戲 IP 的手遊版均交給騰訊代理，大大鞏固騰訊的龍頭地位。

何況，現時內地遊戲版號的監管規定趨嚴，門檻的逐步提高，市場更為優勝劣敗，實力不足的中小遊戲企業在內地更難運營，部份更會依賴與騰訊合作，將遊戲 IP 打出海外。例如祖龍娛樂的《龍族幻想》，騰訊除在國內代理發行，亦代理發行至日本地區(名為《CODE:D Blood》)。

營運及推廣能力

隨著內地遊戲市場人口紅利日漸耗盡，開發商需花更大成本獲取新用戶。由於中小型遊戲開發商的資金及資源有限，在社交、視頻、資訊等平台購買流量方面相對困難，加上面對眾多營運成本及風險，例如遊戲服務器租用、知識產權維權等。缺乏資金、經驗、規模的遊戲營運商幾近不太可能維持經營。因此，中小型遊戲開發商只會越來越依賴龍頭發行商營運及推廣，令遊戲發行市場日益集中。

那邊廂，騰訊本身已擁有大流量平台，掌握玩家的生活喜好，更能有成效地、精準地為開發商獲取遊戲用戶；騰訊雲為遊戲開發商提供遊戲服務器引擎，降低遊戲營運成本。再加上，騰訊累積不少合作夥伴，令其可在自家的生態圈外，尋覓優質的遊戲分發渠道，例如 B 站。加上其雄厚的資金背景，不難想像騰訊可代理越來越多的遊戲作品，從中收集更多玩家的回饋，建立玩家行為的數據庫，掌握當地玩家口味。這意味著日後騰訊越來越有能力將從海外引入的代理遊戲作本地化修改，同時旗下的遊戲工作室又可率先預知遊戲潮流的轉向。

事實上，騰訊遊戲的推廣能力並不局限於遊戲廠商的合作，亦有跨越至商界領域。例如，今年七月騰訊的《和平精英》協助**特斯拉(TSLA)**在國內作本地化市場營銷，在遊戲內推出特斯拉汽車的皮膚，據集團在財報中的說法，此皮膚廣受玩家歡迎，有助推動遊戲收入增長。

直播平台、電競平台延長遊戲生命週期

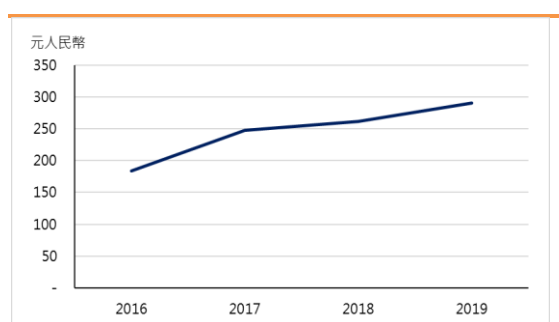
騰訊除擁有完整的推廣渠道「獲取用戶」，亦擁有相關產業提升「用戶活躍」、「用戶留存」、「付費程度」等方面的遊戲表現指標。以馬斯洛的需求層次理論(Maslow's hierarchy of needs)的邏輯理解，遊戲的畫面品質、玩法、賬戶保安等雖然可滿足玩家對「生理層」及「安全層」的需求，但不足以讓新玩家轉化為付費用戶。對於長壽的中重度遊戲還需滿足玩家對更高層次的「社交需要」、「被尊重需要」及「自我實現需要」。這些需要除需在遊戲設計上著手，亦需在遊戲以外平台添加娛樂性、互動性、競技性等，包括了直播平台、電競平台等。

電競猶如籃球運動的 NBA，造成明星效應，吸引一些習慣為遊戲花費大量資金的核心玩家(或稱「鯨魚用戶」)，為追求競技選手同款的虛擬道具而花費，建立自尊感。而騰訊旗下擁有英雄聯盟職業聯賽(LPL)、王者榮耀職業聯賽(KPL)等頭部遊戲賽事。

直播平台對提升遊戲的「用戶活躍」、「用戶留存」、「付費程度」等表現甚有幫助。例如，玩家可從該類平台尋找遊戲攻略，避免玩家因卡住了無法過關，沒有進展而造成用戶流失；直播主透過其顏值、幽默感、評論等元素增加娛樂性，引起潛在玩家對遊戲的關注。同時，亦讓該等觀眾推介朋輩對直播主的關注，間接地推廣了公眾對遊戲的關注度。所以，直播平台是遊戲推廣重要一環。而騰訊旗下擁有企鵝電競，亦分別持有內地兩大遊戲串流媒體平台虎牙(HUYA)及鬥魚(DOYU)股權(預計將於明年上半年完成合併，鬥魚將成為虎牙旗下的全資子公司)。

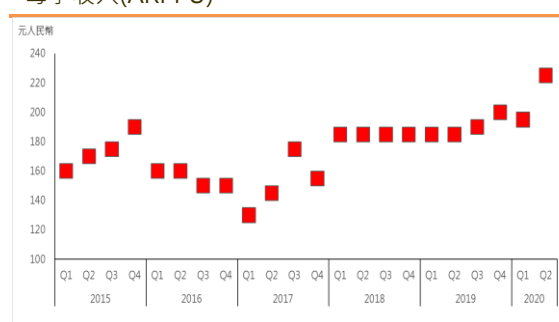
因此，騰訊全面的遊戲開發能力及發行能力，在滿足更有追求的現有用戶和潛在用戶上甚有優勢。更重要的是，增加玩家付費購買數字內容(「課金」或「氪金」)的意慾，提升集團的 ARPU。

圖表 15：內地手機遊戲市場每年 ARPU



資料來源：祖龍娛樂招股文件、致富集團研究部

圖表 16：騰訊手機 QQ 和微信遊戲平均每付費用戶每季收入(ARPPU)



資料來源：騰訊網站、致富集團研究部

事實上，內地手機遊戲市場的平均每用戶每年收入(ARPU)的確存在上升趨勢。圖表 15 綜合圖表 12 中的手機遊戲市場及圖表 14 中的手機玩家人數(包括付費及不付費用戶)，得出的內地 ARPU。此數據持續呈現上升趨勢，意味付費行為在內地逐漸普及，或可歸因於手機硬件及網絡速度提升、遊戲內容質素改良、加強社交元素等，料玩家會更願意花費於遊戲數字內容，以獲取更優質的體驗。

騰訊的手機遊戲近年亦出現類似走勢。從公司網站提供的「歷史運營數據」可見(圖表 16)，騰訊手機 QQ 和微信遊戲的平均每付費用戶每季收入(ARPPU)於 2018 年至 2019 年上半年大致維持於 180 至 190 元人民幣的水平，隨後數季出現上升趨勢，2020 年第二季升至 220 至 230 元人民幣水平。

綜合而言，預期未來騰訊將逐步壟斷內地遊戲分發市場。不過，隨著內地遊戲市場逐漸飽和，再加上內地遊戲版號規管趨嚴等，未來業務重心難免要向海外市場傾斜，尋找增長動力。

海外遊戲市場

隨著騰訊遊戲開發能力、發行能力、資本實力可媲美其他世界級的遊戲供應商，按理應將業務重心逐漸地由成熟的內地市場，遷往較分散的海外市場，透過整合全球遊戲產業鏈，發掘業務增長空間。《遊戲行業與騰訊遊戲》中提到，2019年包括騰訊及網易在內15家公司的遊戲收入佔全球遊戲收入約65%，但按報告中的數據推算，全球遊戲市場(包括各類電子遊戲媒介的內容提供，遊戲發行，分發平台)的HHI估計不足500，意味行業存在整合機會，充滿發展空間。

事實上，由於海外大部份地區採取分級制作為對遊戲內容的監管方式，監管程度較內地的較為寬鬆，遊戲作品較易上市。因此，國內廠商往往在國際伺服器上推出了一段長時間的遊戲，獲得了可觀的盈利後，才於國內獲得審批部門的遊戲版號審批。例子屢見不鮮，如騰訊旗下的《和平精英》，原先是南韓遊戲開發商藍洞公司授權的《絕地求生》(「PUBG」)遊戲。2017年騰訊遊戲嘉年華上發布了其手機遊戲版本後，遇上國家遊戲審批部門架構改革而暫停遊戲版號審批，然後又被廣電總局認為過於暴力血腥而無法取得版號，最終於2019年將遊戲換皮成《和平精英》才正式上線。可是，該遊戲的手機版在海外多國卻早已獲利了一段長時間。而騰訊旗下天美工作室群開發、動視發行的《決勝時刻：Mobile》(下稱《CODM》)亦面對類似的情況，自2019年10月推出便席卷全球，可是國服版(名為《使命召喚手遊》)直至今年8月卻仍未能正式上線。不難想像內地遊戲廠商未來將繼續會先將遊戲面向海外市場，然後才再引入國內市場。

此外，成熟遊戲市場中包括了日本及韓國，遊戲用戶人數龐大，且兩國的文化背景與中國較近，不乏拓展空間；新興市場如東南亞地區，由於移動設備滲透程度低，亦提供了發展空間。因此，內地不少遊戲廠商早已向海外遊戲市場布局，尋找生存空間。

據財報資料，2019年第四季騰訊憑《PUBG Mobile》、《CODM》及《LoL》的新模式《雲頂之弈》，海外遊戲收入按年增長超過一倍，其收入佔網絡遊戲收入升至23%。按收入推斷，海外遊戲收入佔整體的遊戲收入增加超過8個點子，的確反映出騰訊業務重心傾向轉移至海外。未來海外遊戲收入佔比料將持續增加，畢竟去年馬曉軼提過：騰訊下一階段的目標，是要成為最強、最好的遊戲公司；因此，要有全球化的視野和布局，希望有一天國內和海外的收入各佔一半。

面向海外市場的意向雖然明確，但微信、QQ等平台在海外並不普及，騰訊在內地得天獨厚的流量入口優勢，在海外似乎並不適用，因此，運營策略有所分別。

透過投資獲取合作伙伴

過去數年騰訊悄悄地投資無數家遊戲相關公司，而騰訊投資併購交易範圍甚廣，橫向而言投資目標公司遍布歐、亞、美三大洲；縱向而言除前文提到如 Epic Games、動視暴雪、藍洞公司、育碧等引擎技術及遊戲開發公司，亦有向渠道發行及社交平台方面進行延伸。渠道發行方面例如入主了新加坡的遊戲出版運營商 Level up，以及投資韓國遊戲平台 Kakao Games；遊戲社區平台方面如歐洲的 ZAM 等。可見騰訊已默默地打通了全球遊戲開發及分發生態圈。

至於這些投資個案多數非以粗獷式的收購手段，而是以入股方式，讓伙伴保留足夠自主性，與伙伴產生偏向「命運共同」關係。而騰訊集團總裁劉熾平曾於 2019 年的投資年會上提過，在整個投資過程中，騰訊一直被投公司為中心，並非以自身利益為中心，當環境困難時，騰訊必定是雪中送炭的人。因此，騰訊投資目的並非以追求資本增值為重心，而是劉熾平所提到的「透過投資，與一個比騰訊更大的生態建立關係」。而這類的合作關係，對豐富集團的遊戲 IP 存量及海外分發方面均有好處。

更易獲得端遊轉手遊的機會

相比起自行研發遊戲，透過收購合作而獲得海外爆款遊戲 IP 開發權似乎來得快捷及具保障。畢竟，相比起傾向精品化戰略的另一個內地遊戲巨頭網易(9999.HK)，騰訊過往則較傾向代理人的角色，因這個策略與其基因較為接近。再加上，海外知名遊戲 IP 本身已經具一定知名度，具一定的用戶基礎，因此降低了文化、政策、環境等方面的差異所帶來的風險。

不過，該等海外知名遊戲 IP 的價值在主機及個人電腦遊戲端多數已被深度發掘，對於面向手機遊戲為主的中國廠商，較可行的合作空間應該是在「端轉手」上。而騰訊過往較為成功的出海端轉手遊戲，例如前述動視一款聞名近 17 年的 FPS 遊戲《決勝時刻》，成功移植至手遊(CODM)。

至於下一個由端遊轉手遊的焦點將放在《LoL》及《DNF》上。據 Superdata 數據，全球免費遊玩制個人電腦遊戲中，按收入計，《LoL》及《DNF》過去數年名列前茅，2019 年分別錄得 15 億美元及 16 億美元收入，排名第四及第二；在今年多個月份依然站在三甲位置。

《LoL》手機版《英雄聯盟：激鬥峽谷》由騰訊旗下 Riot Games 親自開發及發行，預期今年內推出；原定於今年 8 月 12 日推出的《DNF》手機版因防沉迷系統再升級，需延遲推出時間，但據國內事前登錄人數狀況，估計遊戲有可能成熱門遊戲。預期該兩款手遊可為集團帶來收入增長動力。

因地制宜的遊戲發行策略

如上文所述，文化、政策、環境等方面的差異，有可能令出海遊戲在其他地區發行時，失去了當地用戶的認受性。如要自主發行遊戲，需要花上大量時間及心力，探索當地用戶的偏好，為遊戲作本地化的修改。部份地區更幾近不太可能自主發行，例如台灣(不接受內地公司直接發行)、越南(需當地政府頒發牌照)。

因此，依賴該等地區的聯營公司代理發行似乎更為有效。過去，騰訊旗下一系列核心遊戲包括《王者榮耀》海外版、《LoL》、《CODM》等，便交由其持有 25.1%投票權(截至 2019 財年)的 Sea Ltd.旗下 Garena 在東南亞地區代理發行。

自行發行

騰訊亦有自主發行遊戲，例如前文提到的祖龍研發的《龍族幻想》，今年 4 月在日本發行，上線時取得 100 萬預訂量，並登入日本遊戲預約平台人氣榜前列位置。當中騰訊作了大量本地化宣傳和遊戲細節修改，結果能夠迎合當地玩家口味，打入壁壘較高的日本遊戲市場。至於前文所述的《PUBG Mobile》亦是騰訊全球多個國家自主發行。

因此，騰訊透過與當地多家公司的合作，逐漸地熟悉當地營運方法。未來除了台灣、部份東南亞國家等特殊地區市場，騰訊有可能會為更多自研遊戲及第三方遊戲，親自在其他地區進行發行，改變國際遊戲市場生態。

金融科技及企業服務

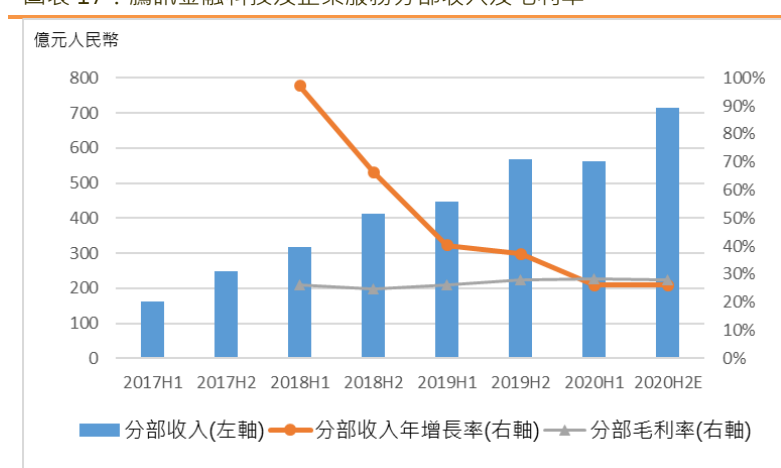
據《騰訊的挑戰與回應》，於 2018 年 9 月 30 日，騰訊啟動了第三次組織架構重組，戰略升級為「紮根消費互聯網 擁抱產業互聯網」。因此，騰訊近年在兼顧傳統對消費者(To C)業務的同時，積極轉向發展對商業客戶(To B)業務，而金融科技及企業服務正正是集團重點的 To B 業務。此兩大業務被視為未來騰訊的增長潛力。

現時，騰訊正強化其 C2B 的能力，以服務消費者的能力和經驗，通過公眾號、小程序、微信支付及企業微信等工具，協助商家更好地服務用戶。C2B 是消費者發起的需求，通過數據挖掘，可以對消費者進行分類，從而可更具針對性地為消費者提供高性價比產品；對供應商來說，可提供更加貼近消費者需要的產品以降低風險及提高效率。

於 2018 年及以前，金融科技及企業服務一直被騰訊歸納為「其他收入」。然而，自 2019 年第一季起，集團開始在財務報告中單獨披露「金融科技及企業服務」這一新分部，主要由於數字支付及金融服務需求擴大，以及更多企業尋求產業互聯網帶來的商機，市場對該等服務的需求迅速增加，令集團此兩業務的收入達到一定規模所致。

集團的金融科技及企業服務收入由 2017 年上半年的估計約 161 億元人民幣，上升至 2020 年上半年的 563 億元人民幣，期間的複合年增長率為 51.7%。

圖表 17：騰訊金融科技及企業服務分部收入及毛利率

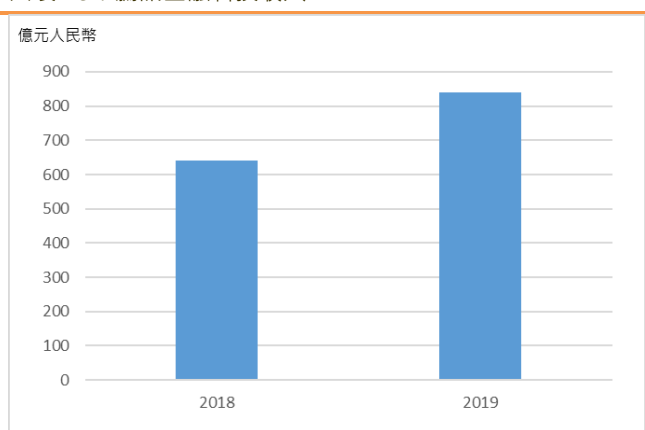


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

金融科技

集團從沒單獨公布金融科技收入，只把金融科技及企業服務收入合併公布。不過，集團於 2018 年公布雲收入約為 91 億元人民幣，而 2019 年公布雲收入不少於 170 億元人民幣，因此，可以推斷集團 2018 年及 2019 年的金融科技收入分別約為 640 億元人民幣及 839 億元人民幣(假設 2019 年雲收入為 175 億元人民幣)。

圖表 18：騰訊金融科技收入



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

騰訊的金融科技業務主要涉及支付、理財以及其他金融科技服務。

支付

2005 年，騰訊在個人電腦端推出第三方在線支付平台，由財付通營運，其時騰訊持有財付通 95% 股權。此支付平台的核心業務是幫助在互聯網上進行交易的雙方完成支付和收款，此舉為日後騰訊的支付生態奠定了一些基礎設施。2013 年 8 月，財付通和微信聯手推出支付服務，稱為微信支付。財付通於 2014 年推出了另一支付工具：QQ 錢包。不過，大部份使用者都不常以 QQ 錢包作支付用途，走在街上亦難以見到接受 QQ 錢包付款的商戶；使用者現時主要以 QQ 錢包作搶紅包之用，其對騰訊的收入貢獻與微信支付比較實在不值一提。

微信支付自面世以來就不斷與第三方支付的先行者、其最大競爭對手支付寶競爭。2003 年 10 月，淘寶網首次推出支付寶服務。2011 年 5 月，支付寶獲得央行頒發的國內第一張《支付業務許可證》，成為業內的先行者。

2013 年下半年開始，微信支付及支付寶的支付大戰展開序幕。兩者皆透過打車應用程式爭奪用戶。騰訊投資 4,500 萬美元給當時主要打車應用程式滴滴打車，而滴滴打車也接入了微信支付。另一邊廂，阿里巴巴則投

資約一億美元給滴滴打車的主要競爭對手快的打車，並併購了大黃蜂打車，而快的打車同時接入了支付寶。微信支付及支付寶分別透過兩大打車應用程式，大規模補貼用戶車資以獲取支付客戶。

2014年，微信支付推出紅包功能，推進了社交支付的普及性，並對支付寶打勝了一場仗。2014年1月，騰訊財付通在微信推出公眾號「新年紅包」，用戶關注該公眾號後，可在微信中向好友發送或領取紅包。微信紅包推出後，快速變成全城熱話。雖然虛擬紅包並不是由微信支付所創，支付寶早已推出虛擬紅包，但微信具備一個無法取代的優勢，就是強大的社交關係鏈，這是支付寶沒有的。使用者的每一次打開或發微信紅包都使它傳到更多人，讓微信紅包更普及，也讓微信支付的使用程度增加。

其後，支付大戰轉移至線下商戶。微信支付及支付寶皆通過簡單易用的二維碼來提供支付服務，並大灑金錢進行推廣及為消費者提供優惠，嚴重影響支付寶及微信支付的盈利能力。

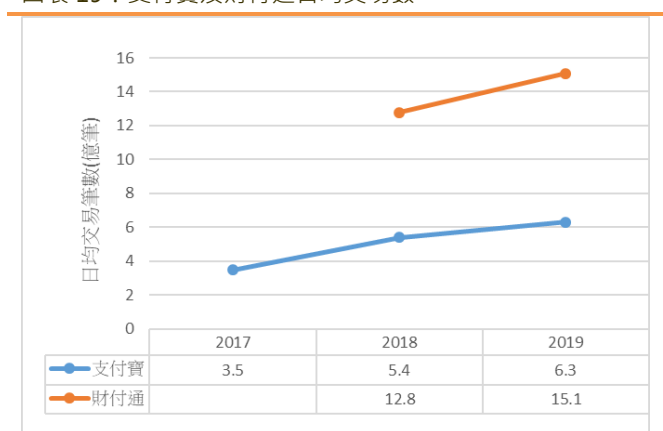
如以交易筆數來衡量，與支付寶比較，近年財付通表現較好。

支付寶公告顯示，2019年交易類客戶投訴事件共20,683件，涉及交易筆數占比少於0.000009%，亦即年交易筆數多於2,298億筆($20,683 \div 0.000009\%$)，日均交易筆數約6.3億筆。

財付通公告顯示，2019年交易類客戶投訴事件共60,588件，涉及交易筆數占比少於0.000011%，亦即年交易筆數多於5,508億筆($60,588 \div 0.000011\%$)，日均交易筆數約15.1億筆。

按照同樣的方法計算，支付寶2018年全年的交易總筆數約為1,975億筆，財付通約為4,665億筆，後者是前者的約2.4倍。

圖表 19：支付寶及財付通日均交易數



資料來源：支付寶公告、財付通公告、致富集團研究部

集團支付業務收入，來自支付交易收入以及存款準備金利息收入。

支付交易收入

財付通的交易可被分類成社交支付和商業支付。有部份社交支付不會產生費率，但商業支付則必定會產生費率。先說社交支付，發紅包及收紅包並沒有費率，而個人之間轉帳也沒有費率。社交支付只會於一種情況下產生費率，就是提現(即從微信零錢提到銀行戶口)，而費率固定為 0.1%。社交支付產生提現的比例很低，費率也很低，因此其帶來的收入及利潤可以忽略不計。商業支付方面，微信支付會以直連或透過代理商(例如收錢吧)的方式與商戶連接。線上商戶一般採用直連形式，微信支付收取的費率一般為 0.6%(遊戲、直播、網路廣告、軟件開發等行業為 1.0%)。線下商戶一般透過代理商與微信支付連接，微信支付收取的費率大多為 0.6%(少部份行業為 0.1%至 0.3%不等)，但一般要支付 0.2%費用給代理商(代理商要負責地推及客服等服務)。

騰訊 2018 年年報顯示，商業支付佔總支付交易筆數的一半以上，可以推斷商業支付的成交總額佔比很可能也超過一半。2019 年年報顯示，第四季的商业支付日均交易筆數超過 10 億筆，相對全年財付通的總日均交易筆數為 15.1 億，即使第四季的總日均交易筆數比首三季高，但第四季的總日均交易筆數亦難高於 20 億筆，因此，第四季的商业支付日均交易筆數佔總日均交易筆數極大可能超過一半。我們亦可以肯定，財付通的商业支付日均交易筆數遠高於支付寶。

財付通比其最大對手支付寶起步晚了，但就支付日均交易筆數而言卻能做到後發先至，歸根究底，也是基於微信的社交特性。另外，值得一提的是**騰訊**支付業務的收入規模快速增長，亦支持了理財及其他金融服務的分發。

存款準備金利息收入

騰訊有一項重要支付收入來自存款備付金利息。**騰訊**會利用客戶存放於其平台的資金，作收取利息及投資之用。**騰訊**於 2019 年第二季財報中，表示金融科技及企業服務收入為 229 億元人民幣，按年增 37%，撇除備付金餘額的利息收入，金融科技及企業服務收入按年增 57%，可推算 2018 年第二季的存款備付金利息收入為 21 億元人民幣左右。

由於內地行動支付額愈來愈大，人行自 2017 年開始收編第三方支付機構。於 2017 年 4 月前，第三方支付機構存款準備金多存放商業銀行以取得利息。2017 年 4 月至 2019 年 1 月，人行要求分階段上繳存款準備金，第三方支付機構部分上存人行(不付息)，部分仍存放於商業銀行收息。2019 年 1 月至 7 月，第三方支付機構全額上繳存款準備金予人行，且人行不付息。2019 年 8 月後，人行重啟付息。人行按 0.35%的年利率按日計息，按季結息，實施時間為 2019 年 8 月 1 日至 2022 年 7 月 31 日。

雖然人行重啟為存款準備金付息，但息率相對**騰訊**把資金放在商業銀行所獲取的利息低得多，因此將拖低金融科技的毛利率。

微信支付分

微信支付分於今年 6 月全面開放。對標螞蟻集團的芝麻信用分。微信支付分是基於微信支付大資料，根據個人的身份特質(實名信息及個人基本資料)、支付行為(與微信支付相關的消費行為)及信用歷史(與微信支付分相關的守約或負面情況)，對個人信用的綜合評分。

微信支付分的主要用途有兩個，(i)免押金及(ii)先用後付，包括分付和微粒貸。

免押金方面，微信支付分高的用戶，使用微信支付的話，可以免押金租用充電寶、圖書、數碼產品及共享單車等。先用後付方面，微信支付分高的用戶，使用微信支付的話，寄快遞、打車及住酒店等，不用提前支付費用，可以先享受，待使用完服務後再付款。

微信分付方面，用戶使用微信支付付款的時候，可以選用分付服務。微信分付服務從使用的那一天起，就會計算利息。微信分付通過開放白名單形式和銀行等金融機構以助貸及聯合貸的模式來運營。微粒貸方面，微信用戶可直接借現金而不用消費，可借額度則以微信支付分作為考慮因素之一。

微信分付對標螞蟻集團的花唄。不同的是，按螞蟻集團招股文件，花唄為消費者提供長達 40 天的免息期，消費者可在消費時或免息期後選擇 3 至 12 個月的分期還款；截至 2020 年 6 月底止 12 個月，大多數花唄用戶的日利率為 0.04% 左右或以下(部分可低至 0.02%)；截至 2020 年 6 月底，花唄用戶的平均餘額約為 2,000 元人民幣。螞蟻集團於 2020 年上半年，微貸科技的平均費率為 2.74%。

如微信分付的平均餘額能達至花唄用戶的 2,000 元人民幣，而其亦能收取 2.74% 的平均費率的話，如保守估計微信分付有 1 億用戶，則微信分付每年能帶來 55 億元人民幣的收入，如樂觀估計微信分付有 5 億用戶的話(據螞蟻集團招股文件，截至 2020 年 6 月底止 12 個月，共有約 5 億用戶曾通過螞蟻集團平台的消費信貸服務獲得貸款)，則微信分付每年能帶來 274 億元人民幣的收入。

圖表 20：螞蟻集團的微貸科技收入表現

(億元人民幣)	31/12/2017	30/6/2018*	31/12/2018	30/6/2019	31/12/2019	30/6/2020
微貸科技收入			224		419	286
消費及小微經營者信貸餘額	6,470	8,465	10,460	13,940	20,140	21,540
平均收費率			2.65%		2.87%	2.74%

資料來源：螞蟻集團招股文件、致富集團研究部

微信支付分已開通 1,000 多個相關服務，覆蓋住宿預訂、出行交通、共用租物、購物娛樂及生活服務等多個場景。

理財

理財業務方面，騰訊主要透過理財通進行。騰訊理財通自 2014 年 1 月在微信錢包推出。理財通是財富通與多家金融機構合作，為用戶提供不同的理財服務的平台。

和理財通合作的金融機構，負責提供金融產品、設計金融產品的結構和負責資產運作，亦為用戶提供開戶、帳戶登記、產品推薦、買入、收益分配及結算取出等。

理財通則作為平台，連接使用者和金融產品。理財通通過與多家金融機構的系統進行對接，協助用戶在金融機構完成開戶、帳戶登記、產品推薦及買入等服務。另外，理財通會定義各種產品的風險和收益資訊，提供給用戶作比較。用戶在買入理財產品時需要了解自身風險承擔能力，按照買者自負的原則，獨立做出投資決策。理財通主要在客人買賣理財產品的時候，按其投資金額收取一定手續費。

2020 年 3 月，理財通宣布將進行第一次業務轉型：從交易型平台，轉化為向為使用者提供度身訂造服務的服務型平台。為了此目標，理財通未來將聚焦兩方面工作，包括(i)投資者教育和成長，以及(ii)資產配置和投顧服務。

投資者教育和成長上，理財通提供長線投資理財學習的內容。資產配置和投顧服務方面，集團投顧團隊將通過大資料、人工智慧及風險管理等金融科技能力，篩選優質基金產品進行資產配置，提供組合監控及動態調整等服務，把單品交易變成組合交易，從單一資產變成資產的配置。

財務上，理財通的收入可透過估計集團協助管理的客戶資產總值(AUM)以及收費率獲得。集團協助管理的 AUM 數字並不透明。集團 2018 年年報顯示，2018 年底，理財通協助管理的客戶資產超過 6,000 億元人民幣。其後於 2019 年年報顯示，2019 年底，理財通的資產保有量同比增長超過 50%，亦即肯定超過 9,000 億元人民幣。而收費率方面，由於集團從沒公布理財的收費率，但我們或許能從螞蟻集團招股書中，推測出螞蟻集團的平均收費率，從而為理財通的收費率作出估算。螞蟻集團數字金融科技平台分部之下的理財科技，按照平台促成的金融機構合作夥伴的資產管理規模的一定百分比收取技術服務費；該服務費於 2018 年及 2019 年平均皆約為 0.56%。

理財通和螞蟻集團所提供的服務相若，而且競爭之下，可以預期理財通的收費率和螞蟻集團不相上下。因此，我們估計理財通 2019 年產生的收入為 42 億元人民幣(2019 年底 AUM 和 2018 年底 AUM 的平均數 7,500 億元人民幣 X 螞蟻集團平均收費率 0.56%)，而估守預期理財通 2020 年產生的收入約為 50 億元人民幣(2019 年底 AUM 9,000 億元人民幣 X 螞蟻集團平均收費率 0.56%)。

圖表 21：螞蟻集團的理財科技收入表現

(億元人民幣)	31/12/2017	30/6/2018*	31/12/2018	30/6/2019	31/12/2019	30/6/2020
理財科技收入			139		170	113
資產管理規模	22,270	24,680	27,090	30,160	33,980	40,990
平均收費率(%)			0.56%		0.56%	0.60%

資料來源：螞蟻集團招股文件、致富集團研究部

2019 年初，騰訊金融科技副總裁、騰訊理財平台負責人閻敏發表《致用戶的一封信》，表示重視風控及強調精選。騰訊的管理層期望理財業務穩健發展，從理財通上沒有高風險的產品可見一斑(加上平台上的每一個資產都經過調研及風控評估等多層篩選)，因此，未來騰訊理財業務的發展未必十分快速，卻可預期是較穩定的。

其他科技服務

微眾銀行

集團持有的聯營公司微眾銀行從事互聯網銀行業務，向消費者提供的小額貸款產品「微粒貸」。微眾銀行於 2014 年 12 月獲得由深圳銀監局頒發的金融許可證，由騰訊和其他企業創立。微眾銀行是騰訊的聯營公司。作為聯營公司，微眾銀行的虧損或盈利會成為騰訊的虧損或盈利，但卻不會為騰訊帶來收入入賬。作為客戶，微眾銀行接受騰訊的助貸服務，按一定利息分賬比率為騰訊提供收入。

微眾銀行於 2015 年 5 月，在手機 QQ 平台推出首款互聯網小額信貸產品「微粒貸」，其後 9 月「微粒貸」亦在微信平台上线。「微粒貸」屬於小額的無擔保無抵押貸款，目標客戶為個人。與傳統銀行貸款比較，「微粒貸」的最低貸款額較低，可低至 500 元人民幣，傳統銀行的行政成本高，不會處理此金額的貸款。另外，「微粒貸」能做到 5 秒出額度，借款最快一分鐘到賬，效率遠高於傳統銀行。此外，「微粒貸」可提供靈活的周轉方案，提前還款沒有罰金，而且按日計息，借貸人隨時可以還款。

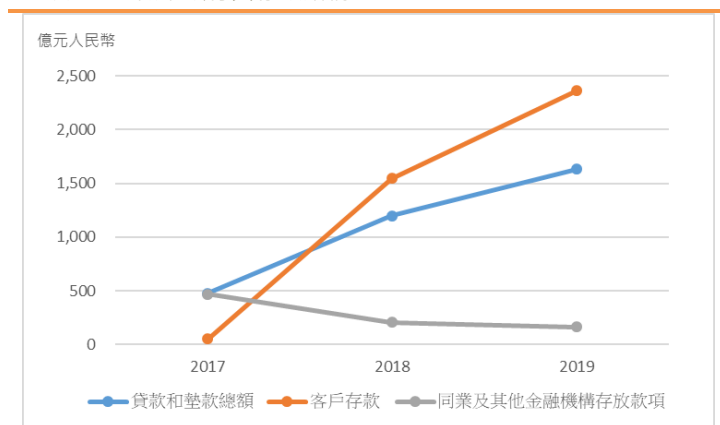
微眾銀行擁有傳統銀行不能做到的優勢，主要基於其人工智能、區塊鏈、雲計算以及大數據的運用。人工智能主要貢獻於智能客服及在線身份驗證等；區塊鏈不可更改的特性作為合約的基礎；雲計算提供高效的運算能力及龐大的數據儲存能力；大數據的運用則促進反欺詐、白名單准入及風險管理等。

「微粒貸」推出後，貸款餘額每年皆高速增長。2019 年，微眾銀行將貸款業務延伸到企業，以「微業貸」服務小型及微型企業客戶。

微眾銀行的業務穩健上揚，可從其資產狀況、收入及盈利指標得以印證。貸款和墊款總額由 2017 年的 477 億元人民幣，以複合年增長率 84.8%，上升至 2019 年的 1,630 億元人民幣，帶動期內淨利息收入由 44 億元人民幣，以複合年增長率 46.7%，上升至 95 億元人民幣。微眾銀行淨利潤則由 2017 年 14 億元人民幣，以複合年增長率 65.2%，大幅增加至 2019 年的 39 億元人民幣。

微眾銀行營運初期，依賴同業及其他金融機構提供資金，客戶存款相對較少。但隨著微眾銀行的大力推廣，客戶人數增長，客戶存款的比重愈來愈高，形成健康的財政結構，亦有助集團盈利表現。

圖表 22：微眾銀行貸存款結構



資料來源：微眾銀行年報、致富集團研究部

微保

微保是騰訊首次控股的保險公司，於 2017 年取得經營保險代理業務許可證。微保是一家平台公司，利用微信和 QQ，銷售第三方保險公司的產品。微保為用戶提供嚴選及定制的保險服務，讓使用者可以在微信與 QQ 上進行保險購買、查詢以及理賠等服務。微保提供的產品包括車險、健康險、人壽、出行險及意外險等。

微保一方面與保險公司深度合作，共同研發產品。另一方面，通過微信及 QQ 挖掘用戶，將保險精準推送給用戶。微保通過結合用戶觸達、風險識別及網上支付，跟保險公司的精算、承保、核賠及線下服務能力，實現行業生態共贏。

微保成立兩年之後，註冊用戶達 5,500 萬，投保用戶達 2,500 萬，人均保費超過 1,000 元人民幣，復購率達 40%。

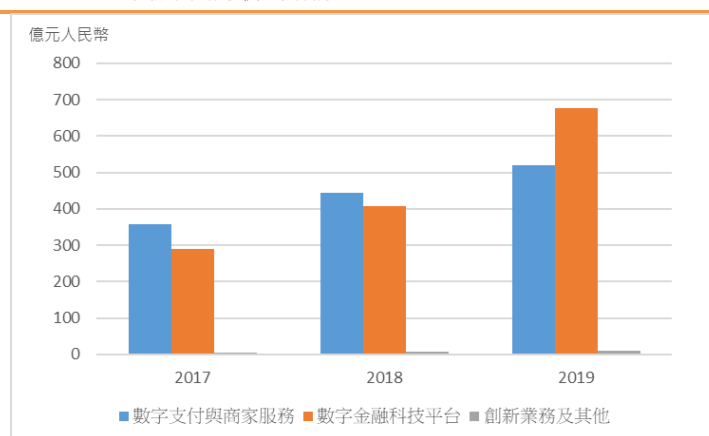
金融科技的未來發展

騰訊現時的金融科技收入之中，大部份來自支付業務。2019年，騰訊金融科技及企業服務的收入為1,014億元人民幣，而雲服務收入按年報描述為超過170億元人民幣，並且估計企業服務大部分收入來自雲服務。假設企業服務收入為175億元人民幣，則金融科技約為839億元人民幣。據我們前部份的測算，2019年理財收入約為42億元人民幣，即來自包括支付業務在內的其餘金融科技帶來的收入為797億元人民幣左右。由於其餘金融科技收入則發展不久，我們可以推斷支付業務為騰訊金融科技及企業服務之中的主要組成部份。

然而，展望未來，騰訊的理財業務及微保或成集團重要的收入來源；有此推斷，主要基於同業螞蟻集團近年的收入結構之轉變。

螞蟻集團的數字支付與商家服務收入，於2017年及2018年皆高於其數字金融科技平台(微貸科技、理財科技及保險科技)收入；但數字支付與商家服務收入的增長於2017年至2019年期間的複合年增長率只為20.3%，大幅低於數字金融科技平台收入的52.9%，因此，於2019年，螞蟻集團的數字金融科技平台收入已超越自身的數字支付與商家服務收入。螞蟻集團的收入結構轉變，反映數字金融科技平台業務大有可為，而騰訊的助貸、理財及保險業務皆起步較遲，但在強大的微信助力之下，相信增長速度將會十分驚人，或可超過自身的支付業務。

圖表 23：螞蟻集團的收入結構



資料來源：螞蟻集團招股文件、致富集團研究部

企業服務

騰訊企業服務是指透過雲計算、人工智能及大數據等一系列技術與創新，支援企業的營運需要。

騰訊自 2019 年第一季起，開始在財務報告中單獨披露「金融科技及企業服務」這一新分部，但到 2019 年第三季，才首次披露了單四季度的雲業務收入。

騰訊企業服務的發展歷程

在向外部客戶提供服務之前，集團的雲基礎設施已可滿足內部龐大的需求。集團的雲業務最初在其擅長的遊戲及視頻領域發展，之後再擴大至政務、金融、零售、民生、旅遊及醫療保健等領域。

自 2017 年開始，騰訊雲的遊戲雲及視頻雲發展較好。在此兩個自身熟悉的領域推廣雲服務，對集團來說相對容易。但在其他不太熟悉的領域，集團需要先打造標杆案例，再以此擴大推廣，而這需要較長時間及較大投入。

遊戲雲及視頻雲做好後，騰訊想先克服難度最高的政務雲和金融雲，好讓作為標杆案例以讓騰訊雲得到其他行業的客戶。此兩個領域涉及民生和財產，複雜程度十分高，容錯率同時十分低，因此這兩領域對數據安全和系統穩定性的要求極高。

政務雲方面，2018 年，騰訊和廣東省政府聯合推出的「粵省事」小程序，實名註冊用戶突破 2,000 萬。2019 年，騰訊推出了全新政務業務品牌「WeCity 未來城市」。「WeCity 未來城市」把互聯網思維融入到政務中，以「1+3+4」總體架構，即一個雲，三大中台（應用中台，資料中台，人工智慧中台），支援四大領域（數字政務，城市治理，城市決策，產業互聯）。「WeCity 未來城市」為包括長沙在內的多個城市為公共服務提供智慧產業解決方案支持，如醫療保健、交通及教育。2019 年，騰訊政務雲的專案共覆蓋 28 個省級行政區，1 個海外地區，共 151 個專案，按年增加 55.7%，合同金額共計 26 億元人民幣，按年增長 226.2%。

據市場調查公司 IDC 預測，2023 年中國智慧城市支出規模將約 400 億美元。有了「粵省事」這些標杆項目及「WeCity 未來城市」品牌，騰訊在政務雲的發展上預期將更加順利。

金融雲方面，微衆銀行及微保的成功，讓騰訊得到協助建行(939.HK)、農行(1288.HK)、交行(3328.HK)和中行(3988.HK)等內銀業務上雲的機會。銀行的合規要求很高，雲服務供應商需要為個別銀行進行整體及深入的適配專有雲改造。騰訊幫助一些銀行客戶上雲時，騰訊雲資料中心的物理建設按銀行的標準重新設計，網絡方案依照銀行業務的特點和隔離要求，從軟件隔離變更為物理隔離，還要讓雲平台適應新的網絡方案。支援體系也要分離以適應專有雲環境下的場景需要，包括審計及安全等功能元件。箇中的複雜性讓其他雲服務供應商難以剋服。

截至 2019 年底，騰訊的金融雲已有超過 6,000 個客戶，包括 150 多家銀行客戶，數十家保險及證券公司，70%的持牌消費金融公司以及 80%新籌保險公司都是騰訊雲的客戶。

騰訊雲在政務雲及金融雲取得成功後，現在再進軍其他複雜度和風險系數較低的行業，相信進展將會十分順利。

2020 年第一季，集團雲收入按年錄得可觀升幅，主要由於現有客戶增加使用量，以及教育、金融、民生服務及零售業等的客戶基礎擴大。例如，騰訊雲獲得深圳羅湖區智慧教育雲平台的營運合約，這是中國教育垂直領域的最大型純軟件項目。集團的智慧行業解決方案亦增長迅速，尤其是智慧零售項目。集團發布 SaaS 生態「千帆計劃」，通過整合如雲服務及企業微信等騰訊內部資源，聯合外部 SaaS 企業，以培育更多垂直領域 SaaS 解決方案。隨著集團擴大雲業務規模及優化供應鏈，集團雲服務的營運效率有所提升。

未來的發展上，騰訊雲主要會繼續擴大銷售團隊及產品類型、擴大雲計算資源規模和加強技術。

集團將繼續擴大銷售團隊及產品類型，以獲取更多主要客戶及大型合同。集團亦會透過與獨立軟件開發商及代理商建立緊密的合作夥伴關係，深化集團對中小型企業客戶的滲透。集團亦會持續加強基於雲的開發工具包，幫助小程序開發者實現更高效的開發、運營及維護。

騰訊會持續加大投入構建雲基礎設施。騰訊雲與智慧產業事業群總裁湯道生 5 月受訪時透露，騰訊未來 5 年將投入 5,000 億元人民幣於新基建的進一步布局，包括雲計算、人工智能、區塊鏈、服務器、大型數據中心、5G 網絡等重點領域，陸續會在中國興建多個百萬級服務器規模的大型數據中心。大規模的數據中心能更好地承載用戶大規模的用雲需求，也能夠降低整體基礎設施的邊際成本，從而進一步降低用戶用雲成本。

7 月 15 日，騰訊雲副總裁羅朝亮表示，騰訊過去 5 年協助政務行業數碼化，而今年騰訊目標是建立 10 個數字政府、20 個未來城市、10 萬個數字鄉村，助產業園區在 20 個城市落實、在 10 個垂直行業作出業務突破。

同業分析

根據國際研究機構 Gartner 於 4 月 23 日發布的的雲計算市場報告，2019 年全球雲計算 IaaS 市場持續快速增長，較 2018 年高 37%，總體市場規模達 445 億美元。2019 年全球雲計算市場亞馬遜(AWS)、微軟(Azure)、阿里雲、谷歌(Google Cloud)分列前四；AWS 市佔率由 2018 年 48%下跌至 45%，阿里雲市佔率從 8%上漲至 9%，騰訊雲市佔率從 2017 年的第 18 位及 2018 年的第 6 位上升至 2019 年的第 5 位。亞太雲計算市場方面，2019 年阿里雲繼續排名第一，市佔率從 2018 年的 26%上漲至 28%，AWS 排名第二，由 2018 年的 18%下跌至 17%，Azure 以 12%的市佔率位列第三，而騰訊雲則位列第四。

另外，據 Canalsys 報告，阿里雲於中國雲端基礎設施市場的市佔率由 2018 年的 47%，下跌至 2019 年的 46%，而騰訊雲的市佔率則從 15% 升至 18%。

我們比較一下騰訊雲跟內地雲業務龍頭阿里雲以及已錄得盈利的全球龍頭 AWS 的雲業務實力。

對發展雲業務來說，數據中心的數量和位置決定為多少地區的使用者提供服務，這是一個可量化的核心的實力衡量指標，由此可見，雲業務屬重資產業務。

截至 10 月 29 日，從騰訊雲的官方網站所見，騰訊雲在全球 27 個地區(主要在亞太、北美及歐洲等)營運著 56 個可用區，部署的服務器超過 100 萬台。截至 10 月 29 日，從阿里雲的官方網站所見，阿里雲在全球 21 個地區(主要在亞太、北美及歐洲等)營運著 64 個可用區，能服務超過 70 個國家和地區。截至 10 月 29 日，從 AWS 的官方網站所見，AWS 在全球 24 個地區營運著 77 個可用區域，能服務 245 個國家和地區。由此可見，騰訊雲的可用區數目較阿里雲略少，而與 AWS 比較更有較大差距。

另外，另一個可量化的雲實力衡量指標，就是雲產品的數量及範疇：雲產品數量愈多，覆蓋範疇愈多，客戶選擇的可能性越大。

截至 10 月 29 日，從騰訊雲的官方網站所見，騰訊雲提供超過 90 種服務。阿里雲方面，2019 年 3 月的阿里雲峰會上，阿里雲智慧產品管理部總經理馬勁表示，之前十年，阿里雲共發布了 162 個產品。截至 10 月 29 日，從 AWS 的官方網站所見，AWS 提供來自全球資料中心超過 175 種服務。由此可見，騰訊雲的產品種類現時確實較少。

再來，我們比較一下騰訊雲及阿里雲的商業模式。騰訊雲側重連接器模式，將產業鏈上下游以資料及人工智能連接起來，提高生產效率。騰訊不只是雲基礎設施的供應商，而是向用戶提供完善的雲解決方案。阿里雲則以生態和平台模式發展，賦能其他的雲服務提供者，阿里雲只提供雲基礎設施，合作夥伴在此基礎上開發雲產品並在阿里雲平台中向客戶提供服務，收益與阿里雲分成。此外，在增值層，阿里雲也與一些雲服務供應商合作，進行解決方案的捆綁銷售以獲利。

財務分析及預測

騰訊並無在年報之中詳細披露企業服務的詳細財務狀況，此分部的收入有時候只簡單提及，有時候更不作提及。騰訊 2019 年年報上，披露騰訊雲的收入為超過 170 億元人民幣，按年增速 87%。至於騰訊雲的盈利情況則更未有被提及。

我們可以從騰訊雲的發展時間以及其規模對其盈利情況作出一些推測。

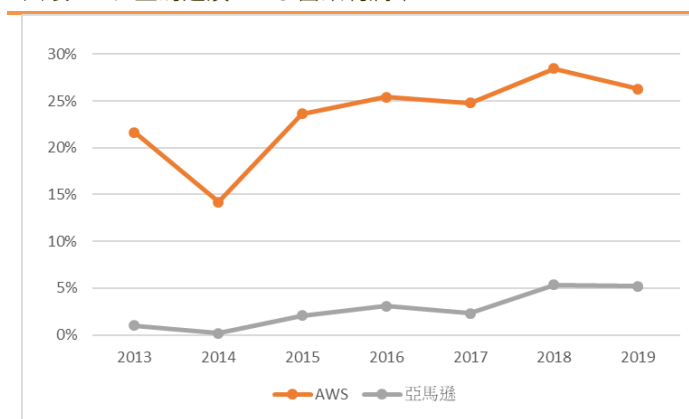
亞馬遜於 2006 年首先推出雲，有先發優勢，但至 2013 年才錄得盈利，即期間共需約 7 至 8 年時間。阿里巴巴方面，於 2010 年對外推出雲，至 2020 年第一季還繼續錄得營運虧損，不過虧損已經大幅收窄(經調整 EBITDA/雲計算收入為負 1.5%)，有望在今年之內由虧轉盈，如此成真，則阿里雲需時 10 至 11 年才能由虧轉盈。騰訊於 2013 年才正式對外推出雲，從可比同業的經驗來看，可以粗略預期騰訊雲再需數年時間才能盈利。

AWS 於 2013 年由虧轉盈，當年其收入為 31.08 億美元，考慮到時間值，相信相當於今天近 350 億元人民幣。而阿里雲於截至 2020 年 3 月底止年度，收入為 400 億元人民幣，但仍有輕微虧損。從此角度上看，騰訊雲的年收入或需增長至 400 億元人民幣左右，才有望盈利。假如騰訊雲於今年起連續 3 年平均收入增速達 40%，則 3 年後年收入將超過 400 億元人民幣，那時候或是騰訊雲開始盈利之時。

從利潤率的角度看，AWS 於 2013 年開始錄得盈利後，直至 2019 年，營業利潤對收入比基本保持在 21% 以上水平(2014 年除外)，此亦可視為騰訊雲能於何時開始盈利的一個評估指標。

從 AWS 的經驗可見，雲業務具一定規模後，是一門高利錢的生意。AWS 於 2013 年開始盈利時，營業利潤率為 21.7%，其後於 2015 年至 2019 年步入穩定期，營業利潤率介乎約 23% 至 29% 之間。

圖表 24：亞馬遜及 AWS 營業利潤率

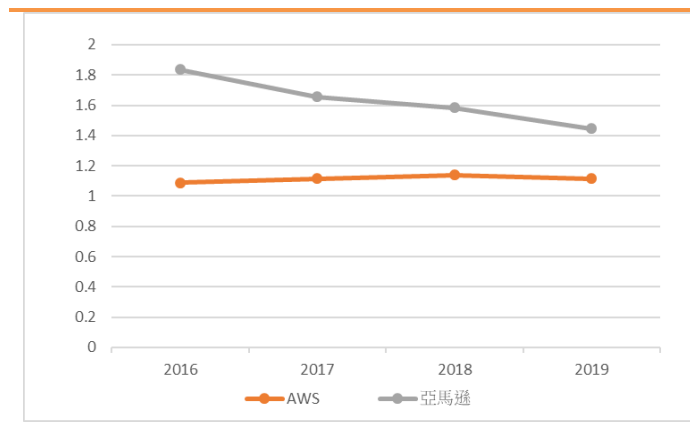


資料來源：亞馬遜年報、致富集團研究部

因此，如騰訊雲於收入規模達 400 億元人民幣的時候達至收支平衡，於穩定期後，保守估計騰訊雲能貢獻 100 億元人民幣的營業利潤(400 億元人民幣 x 25%)。

除了營收上的考慮外，騰訊雲的發展會對集團整體的財務結構造成影響。正如前面所述，基礎雲業務是一重資產業務，主要由於雲服務供應商要興建大量數據中心；亦正因如此，基礎雲業務亦會令雲服務供應商的財務槓桿提升。從下圖所見，於 2016 年至 2019 年期間，隨著 AWS 業務大斷擴大，其資產周轉率亦愈來愈慢。因此，我們可以推斷雲業務推拖低騰訊的資產周轉率。

圖表 25：亞馬遜及 AWS 資產周轉率



資料來源：亞馬遜年報、致富集團研究部

互聯網廣告

正如前文提到，騰訊其中一個優勢是坐擁龐大的用戶流量，變現的途徑除引流至遊戲、訂閱服務等收費收入 (Fee-based revenue)，及金融交易形式 (Transaction-based revenue) 外，亦包括基於流量的廣告形式 (Traffic-based revenue)。2020 年上半年，廣告業務的收入佔集團總收入約 16%。

由於廣告收入主要源自商家一方，因此，相較前兩者的收入模式，此業務發展方面更為面向商家 (To B)。

不過，騰訊廣告的重要性並非單單在於盈利上的貢獻。引用騰訊廣告流量商業化產品副總經理李娟在《2020 騰訊智慧營銷峰會》(下稱「2020 峰會」) 的說法，廣告不只是一個連接 B 端(商家)與 C 端(客戶)的產品，同時亦是生態的經濟槓桿，廣告收入可以令騰訊生態變得更為繁榮，讓不同類型用戶完成各種商業模式，例如微信公眾號內廣告收入分成可以讓自媒體客戶創作更好的內容。因此，廣告收入可以為更多優質內容或 IP 做「生根、生長、發芽」的一些事情。

過去十年騰訊廣告業務架構持續整合，強化平台的廣告能力。正如劉熾平於「2019 年騰訊智慧營銷峰會」(下稱「2019 峰會」) 上對廣告業務的簡述：一開始是即時通訊廣告，之後加入騰訊網的廣告，2012 年推出社交精準廣告系統，2013 年推出廣告聯盟，並成立騰訊社交廣告營銷中心(廣點通)，2014 年推出視頻廣告。

圖表 26：騰訊網絡廣告收入

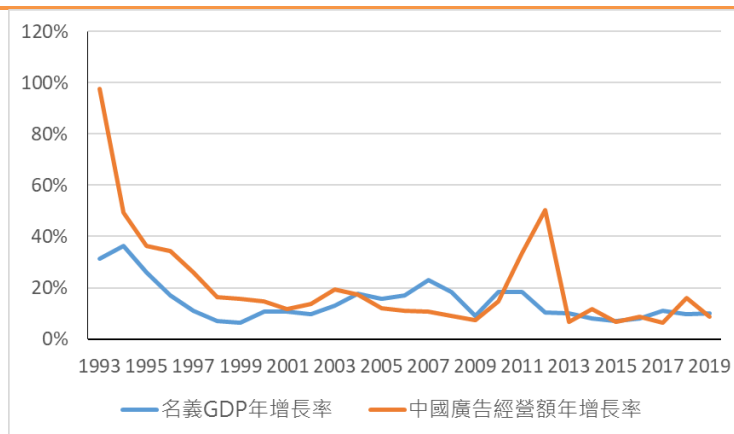


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

2015 年騰訊廣告收入出現爆炸式增長，劉熾平形容為特別的一年，因為當年第一條朋友圈廣告正式上線，開始將微信信息流變現，同年亦將騰訊廣點通與微信廣告合併成社交與效果廣告部。不過，如圖 26 所示，行業的競爭格局，令集團隨後的網絡廣告收入增速逐步放緩，當中亦反映了行業所面臨的挑戰日益增加：

行業增長放緩

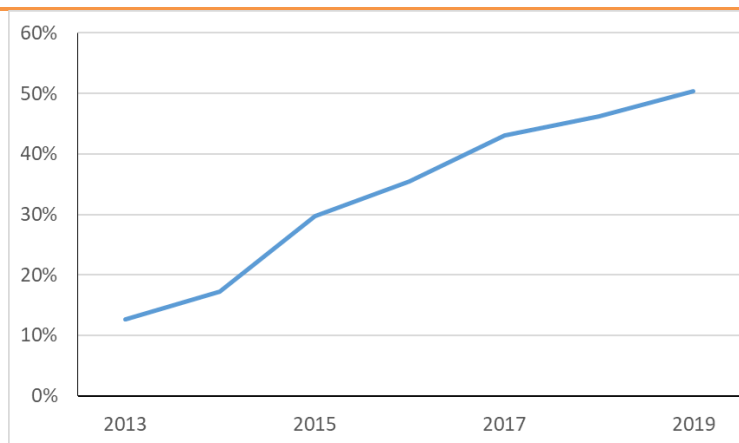
圖表 27：中國名義 GDP 年增長率與廣告行業經營額年增長率



資料來源：國家市場監督管理總局、國家統計局、致富集團研究部

事實上，中國廣告市場增長與中國經濟增長的相關性頗高。這亦不難理解，當經濟狀況改善時，品牌商的盈利能力提升，更有能力增加銷售費用開支，包括廣告開支；反之，經濟不佳，品牌商較大可能削減廣告開支。不過，隨著內地經濟漸漸告別高增長階段，廣告行業經營額的增長步伐亦隨之逐步放緩。而今年受到疫情打擊，不少廣告主盈利能力備受打擊，難免要削減廣告開支，廣告行業經營額預期會變得更加嚴峻。

圖表 28：中國互聯網廣告規模佔整體廣告市場比重



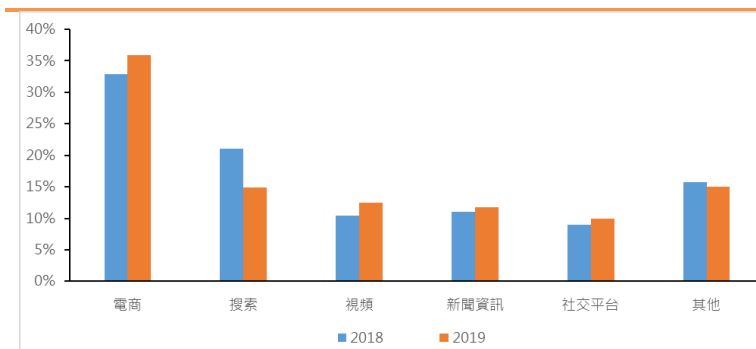
資料來源：國家市場監管總局、中關村互動實驗室、致富集團研究部

不過，近年廣告主日益追求廣告成效，逐步從傳統的廣告媒介，轉至互聯網廣告，尋求創新的營銷方法。加上，疫情更促使企業加快將業務互聯網化，而騰訊廣告、騰訊營銷洞察和明略科技共同發布的《輕互動閃屏廣告價值白皮書》（下稱「白皮書」）更提到，廣告主探尋更加積極、轉化效果更好的營銷方式，如社交零售、社交直播等。因此縱使內地廣告行業發展空間日益收窄，互聯網廣告行業仍具有增長空間。

除了廣告主的預算上增長出現放緩，供應給廣告主的流量亦出現了樽頸。騰訊公司副總裁樂娜亦在 2020 峰會上提到：「互聯網發展已經進入加時賽，此前人口和流量帶來的紅利已不復存在。」

行業結構的轉變

圖表 29：中國各類型媒體平台佔互聯網廣告收入比率

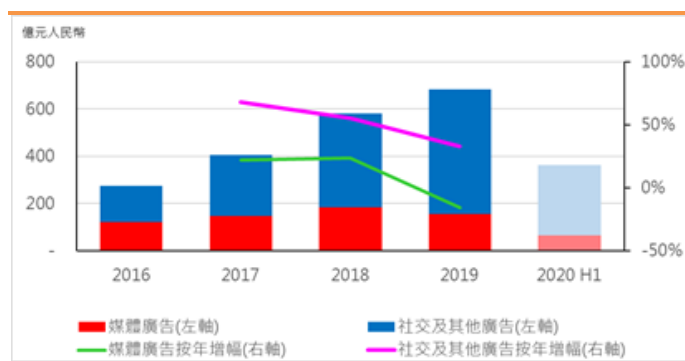


資料來源：中關村互動實驗室、致富集團研究部

近年內地互聯網廣告平台類型結構出現了變化。據中關村互動營銷實驗室的《2019 中國互聯網廣告發展報告》(下稱「2019 報告」)，2019 年內地電商平台仍然是最主要的互聯網廣告渠道。不過，字節跳動信息流產品的出現，某程度上改變了廣告行業的生態，打破了以往龍頭企業的壟斷格局。尤其是其短視頻產品《抖音》，帶旺了視頻廣告模式，局限了其他廣告模式的發展規模。

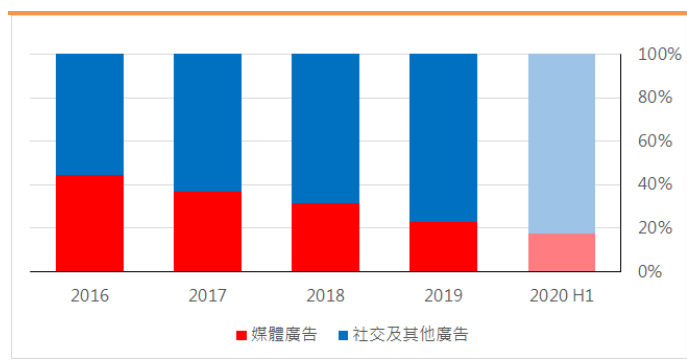
雖然騰訊核心產品所屬的社交平台廣告市場佔內地整體的市場份額仍然錄得升幅，不過其他的產品如視頻、資訊類的似乎大敵當前。正如《騰訊的挑戰與回應》中的說法：「如果說字節跳動的《今日頭條》令騰訊有點招架不住，那麼...《抖音》是完全碾壓騰訊所有的短視頻產品。」

圖表 30：騰訊網絡廣告收入明細



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

圖表 31：各類網絡廣告分類收入佔比



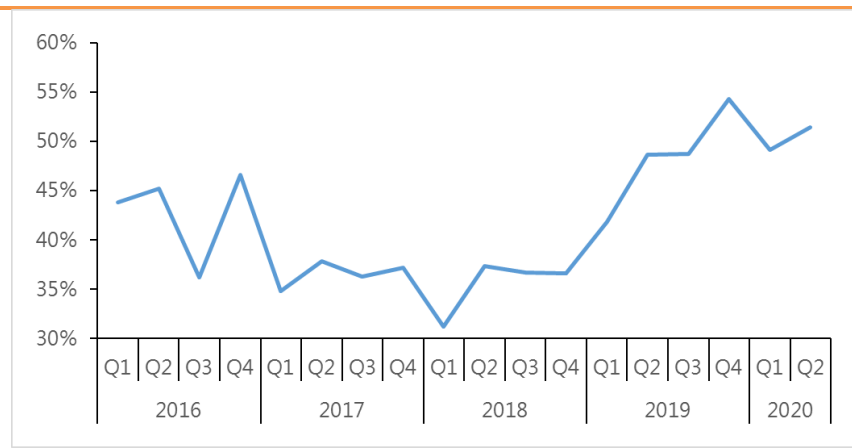
資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

圖表 30 展示了騰訊兩個網絡廣告業務的表現，當中「媒體廣告」部門表現的確鼓衰力盡。此分部包括了騰訊網、騰訊新聞、騰訊視頻、騰訊音樂等涉及提供媒體內容的廣告平台，當中不少正承受字節跳動信息流產品的衝擊。

再加上，騰訊視頻同時面對國家廣電總局收緊劇集內容的限制，例如於 2019 年收緊「限娛令」，限制「武俠」、「玄幻」、「穿越」等類型所有古裝題材的播出，劇集未能上線，排播時間不確定；同時缺乏如 FIFA 世界盃賽事，2019 年度「媒體廣告」收入按年減少了 15%。

但那邊廂，包括 QQ 空間、微信公眾號、微信朋友圈、小程序、QQ 瀏覽器、應用寶等的「社交及其他廣告」收入表現則持續維持強勁勢頭。如前文所述，2015 年微信朋友圈引入廣告位，而其後於 2018 年再推出第二個廣告位；2019 年第二季推出第三條朋友圈廣告。此外，2018 年微信亦在小程序加入廣告位，增加了廣告庫存曝光率，兌現了社交平台廣告的潛在收入空間。此外，2020 年第二季價格較高的視頻廣告佔比上升，亦為該部門的收入增長帶來貢獻。

圖表 32：騰訊網絡廣告毛利率



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

「社交及其他廣告」毋須如「媒體廣告」部門般花上大量的內容成本，毛利率相對較高，隨著該部門的收入佔比逐漸提升（圖 31），對改善整體的網絡廣告業務的毛利率有正面作用。惟實際情況是，如圖 32 所示，早前騰訊網絡廣告毛利率卻是持續下滑，直至 2019 年才見改善。當中的主要原因，或可在同年集團的財務報告中尋找線索。集團提到，「較少的影視劇播放」及「長視頻服務內容成本下降」，令當年整體的網絡廣告毛利率隨即反彈。換句話說，「媒體廣告」業務面對行業激烈的競爭格局，騰訊增加了大量的內容成本、流量獲取成本等，「媒體廣告」的毛利率大受打擊，抵銷了「社交及其他廣告」對提升毛利率的貢獻。但隨著騰訊網絡廣告業務重心逐漸地向「社交及其他廣告」傾斜，佔整個廣告收入提高，料騰訊網絡廣告毛利率仍有望維持最近數季的高水平。

加時賽中的持續發展策略

可是，單靠在各個媒體場景增加展示廣告的空間，及社交廣告視頻化，似乎不太能夠維持廣告業務的可持續發展性，其一是過量的廣告展示，對用戶體驗造成影響，若對平台用戶量造成了打擊，將難以提供廣告成效。其二，如何在騰訊的生態圈裡，為不同規模的品牌主的運營降本提效，有效地完成營銷上各個環節(建立

認知、建立興趣、產生購買、建立品牌忠誠)，依附在這個生態圈裡「生根、生長、發芽」，然後將其盈利成果倒灌至騰訊的廣告業務，才能夠具持續發展性。

因此，互聯網進入加時賽，用樂娜的說法：「互聯網上半場關注數位化，即如何把人拉進來，下半場聚焦行為數位化，即如何把人留下來」。而那邊廂，面向廣告主，亦有劉熾平在《2019 騰訊智慧營銷峰會》(下稱「2019 峰會」)上的論述：「未來的目標不僅是要做好『廣告』，還想站在更廣闊的『行銷服務』層面，提供全鏈路的解決方案，說明客戶進行數位化升級，擁抱新的機會。」

面對行業如此激烈的競爭格局，騰訊首先要打破組織牆、數據牆，提升「To B」戰略地位。[《騰訊的挑戰與回應》](#)中提過的問題例子：「由於當時騰訊的廣告業務散落於 OMG 的廣告部、WXG 的微信廣告及 SNG 的廣點通三個部門，一個部門找來客戶於騰訊落廣告時，客戶需求可能是多樣的，因此一定會牽涉到其他的事業群，但部門之間的執行及溝通都很困難，而且耗時日久。」

所以，2018 年，騰訊進行了一次重大的戰略升級和組織變革，將社交與效果廣告部和原來 OMG 的廣告業務整合在一起，成立 AMS 廣告營銷服務線。現時騰訊廣告剩下兩款產品：騰訊廣告投放平臺(「騰訊廣告」)，及微信廣告投放平臺(「微信廣告」)。直到今年，騰訊推出了投放管理平台 ad.qq.com，才實現了一站式投放到騰訊全流量。這次產品統一，為廣告主帶來了益處，例如過去需要為騰訊廣告及微信廣告分別聘請兩個廣告優化師，現在或許只需為這個一站式投放平台聘請一位廣告優化師便可，省掉營銷成本。

對中小品牌商而言，控制成本是十分重要，正如騰訊公司高級副總裁、騰訊廣告負責人林璟驊的論述：「中小企業共同的特質是缺乏規模，需要專注把自己核心價值做透。騰訊廣告希望通過降低門檻來幫助中小企業，讓他們在輕易觸達用戶群體的同時不增加額外運作成本。」

現時中小企業被主要營銷渠道所擠壓，需要開闢其他商業模式以降費提效，其中可行方案包括備受關注的「C2M」模式(Customer-to-Manufacturer，即「用戶直連製造」的工業互聯網電子商務模式)。在這個模式裡，消費者直接與製造商連接，省掉中間的流程，如總銷、分銷、庫存、物流等，降低部份成本，同時做到以消費者為中心的新零售業態轉變。因此，涉及了用戶價值發掘、品牌與用戶連結、數字化營銷管理等多方面的技術。這些事情正是驅使騰訊廣告進行全面升級，重新整合資源、改變架構的原因。如騰訊廣告對營銷過程的描述：塑造用戶價值；將用戶價值高效率地轉化成商業價值；驅動商業價值增長。

塑造用戶價值

騰訊擁有微信、QQ 或是在騰訊視頻、騰訊新聞等等眾多平台，每日接觸超過十億用戶，因此其獨特的優勢在於能夠洞悉用戶喜好、心理、行為等多層次信息的角度，從而發掘用戶群體某些特定的價值觀，然後開闢細分市場，作人性化營銷，例如邀請品牌參與適合的 IP，產生用戶群對品牌的共鳴感。

如上文提到騰訊的《和平精英》遊戲協助特斯拉發掘愛炫耀車款的玩家；李寧 (2331.HK) 透過騰訊遊戲《QQ 炫舞》中的虛擬偶像「星瞳」，探索「新復古未來主義」時裝市場；透過微信上的「好物圈」，協助品牌商在朋友圈中社交裂變式營銷等例子，協助品牌主建立品牌價值；

價值轉化

塑造了用戶價值後，騰訊協助品牌商透過各種廣告場景，高效地轉化為商業價值。這方面騰訊擁有著的優勢例如：

擁有眾多媒體場景，例如騰訊視頻廣告、微信朋友圈廣告、QQ 資訊流廣告等等，同時亦有自媒體、KOL、軟文等，能夠讓廣告主作多元化廣告宣傳，發掘適合自身品牌的接觸客戶方式；品牌商能夠在騰訊生態圈內建立專屬觸點，例如公眾號、小程序等低成本私域觸點。小程序可以是一個商城，可以是二維條碼頁面等等，讓品牌商選擇最有效、最符合品牌特性、最符合用戶場景的接觸客戶途徑。

因此，騰訊廣告透過線上線下不同的觸點，連接起社交、分享、品牌、IP 以至與零售商，品牌商能夠針對自身品牌，策劃出人性化、長期化的觸點，在目標受眾最熟悉的場景進行營銷，這亦是林璟驊提到騰訊最擅長的事情：連接客戶跟商家。

驅動商業價值增長

當品牌商完成了價值轉化，並讓廣告受眾產生購買後，便進入營銷的後鏈路管理，以建立客戶對品牌的忠誠。不過，正如上文提到的《白皮書》中對品牌營銷環境的描述：「越來越忙的消費者注意力呈粉塵化，品牌被消費者記住越來越難」。

因此，品牌商需累積更多有關消費者的數據，例如喜好、行為等，作個性化的調整，以迎合消費者對細分化、多樣化等方面需求，增加後續銷售的機會。在消費者為中心的零售業態下，操作營銷數字化可以降費提效，並作數字資產的持續沉澱。騰訊的生態中，公眾號及小程序提供了低成本的沉澱用戶途徑；騰訊支付工具、雲服務提供的客戶關係管理 (CRM) 工具、商城工具等，令品牌主做有效的數字化營銷管理。

因此，重組後的騰訊廣告業務生態，更能發揮其三個「In」字頭的核心理念：Interpersonal (體驗智達)：激發用戶與品牌的共鳴共情，讓用戶為品牌代言；Integrated (全景智連)：全景的，一體的，跨越各式各樣觸點的；Intelligent (數字智驅)：用更智慧的方式來幫助品牌主做有效的數字化營銷管理。

至於廣告業務的重心料將繼續傾向微信小程序。現時內地數家互聯網龍頭企業已為小程序布局，發展成十多個小程序平台，但微信最先於 2017 年率先推出小程序平台，擁有先發制人的優勢。而微信及 WeChat 擁有超過 12 億月活躍用戶，同時小程序的入口眾多，例如朋友圈廣告、微信錢包等等，容許品牌商作針對性流量運營，激活小程序的活躍度。尤其是，據即速應用發布的《2020 年小程序年中研究報告》，「用戶分享」的效果遠較其他的拉進新客戶（拉新）方式為佳，而微信及 WeChat 平台正是能夠為品牌主提供社交裂變式營銷可能性，因此行業地位難被動搖。

更重要的是，小程式降低了營銷的門檻，同時提供大量工具，讓品牌主容易觸達用戶群體，同時不增加其他額外的運作成本，令中小企業在小程式上行銷能力不下於大品牌，大家重新站在同一個起跑線上。這些關鍵特徵，增加了品牌主對平台的依賴性。綜合《微信公開課 PRO》所提供的數據，2017 年小程序的日活躍用戶數（DAU）約 1.7 億戶，2019 年卻已突破 3 億戶；微信團隊在《2020 騰訊全球數字生態大會》上更透露，2020 年 8 月小程序 DAU 已超過 4 億戶。更甚的是，2020 年單是上半年小程序創造的總交易額已追平了 2019 年全年的 8,000 多億元人民幣的交易額。

簡單而言，騰訊協助各個品牌主在其生態圈內以低成本高效率的方式拉新、行銷、管理、交易，透過協助其擴大業務規模，帶動廣告收入，並且帶動金融交易收入、雲收入等。估計未來將有更多廣告主投靠騰訊廣告群組。

投資

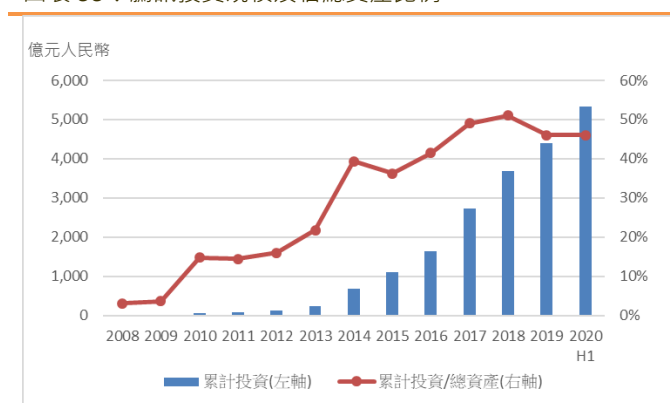
騰訊最早的投資可以追溯到 2005 年以 1,586 萬元人民幣收購了微信之父張小龍的 Foxmail，並將他收歸旗下。2008 年，騰訊正式成立投資併購部，開始加大了投資金額及投資項目。當時投資的主要目的是服務於現有業務的需求及發展。例如騰訊首次的重大聯營公司投資出現於 2008 年的財報中，主要的投資就是收購了一間亞洲網絡遊戲公司的 20.02% 股權，金額接近 3 億元人民幣，為的是加強遊戲業務的實力。

騰訊當時的發展策略是“一站式在線生活”，希望通過自身 QQ 的龐大流量去觸及互聯網一切業務。因此，騰訊當時對於非核心業務的投資機會不是太重視，認為憑藉其數億活躍用戶的 QQ 入口，只要導入流量，自己可以發展任何互聯網業務。此外，當其時的騰訊投資亦比較強勢，比較注重被投公司與自身業務的協同，多數時候要求進入被投公司的董事會，與現今的投資態度截然不同。

直至 3Q 大戰之後(請參考[《騰訊的兩個半業務》](#))，騰訊對投資的看法出現重大轉變。經過檢討後，騰訊認為不可能單憑自己的力量，於每個互聯網領域都做到最好。相反，在核心業務以外的領域上，通過投資垂直行業的市場領導者，分享自己龐大的平台流量，能夠為用戶、合作夥伴及騰訊自己帶來三贏局面。

2011 年 1 月 24 日成立的騰訊產業共贏基金被認為是騰訊向開放共享轉型的標誌。自此，騰訊投資併購部更加獨立，投資不再由業務部主導，而且投資金額得到爆炸性增長。

圖表 33：騰訊投資規模及佔總資產比例



資料來源：公司資料、致富集團研究部

註：累計投資=聯營及合營投資+金融資產

為簡單計，我們可以視騰訊資產中的金融資產（絕大部分是企業投資，只有極少量理財投資）、聯營及合營投資為騰訊的對外投資，當然已經被併入整個資產負債表的投資會被忽略掉，因此這計法是低估了騰訊對外投資的金額。由圖表 33 可見，事實上騰訊投資於 2010 年已經出現爆炸性增長，累計投資由 2009 年的 6.31 億元人民幣大幅升至 2010 年的 52.72 億元人民幣，而累計投資佔總資產比例亦由 2009 年的 3.6% 飆升至 2010 年的 14.7%。

另外一個重要節點是 2014 年，當年騰訊先後戰略入股京東(9618.HK)及大眾點評，促使累計投資由 2013 年的 233.91 億元人民幣大幅升至 2014 年的 674.12 億元人民幣，而累計投資佔總資產比例亦由 2013 年的 21.8% 升至 2014 年的 39.4%。

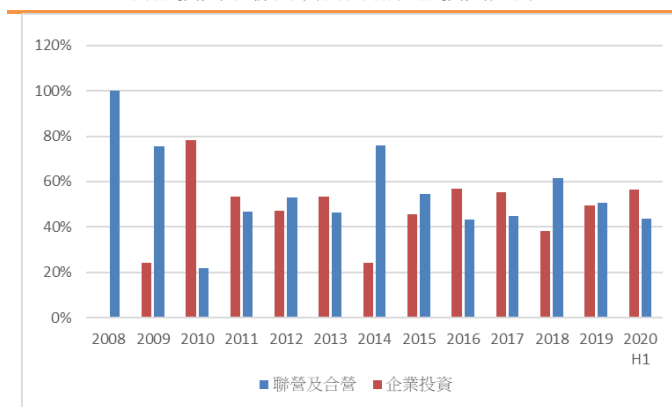
截至 2020 年 6 月底止，騰訊的累計投資已經高達 5,332 億元人民幣，佔其總資產的 46.0%，實現了馬化騰於 2011 年第一屆合作夥伴大會時說的「再造一個騰訊」。

投資風格

正如上文所述，3Q 大戰是騰訊投資的分水嶺，自 2011 年後騰訊的投資風格出現重大改變。騰訊更加專注於自己的核心業務，不會再隨便內部發展其他互聯網領域，但仍然會保持高度關注，嘗試以投資的方式探索其他領域，避免被顛覆的危機。

因此，對於非核心業務的投資，騰訊基本上不會追求成為控股股東，甚至不要求成為大股東，很多情況只以財務投資的方式入股。而對於被投公司的營運，騰訊一般不作主導，不會強求入董事會。相反，騰訊投資的其中一個原因正是非常看重創始人團隊，因此騰訊將自己的角色定為被投公司的幫助者，給予創始人團隊獨立的空間，不會強行要求其融入騰訊的業務。

圖表 34：騰訊投資中聯營及合營和股權投資比例



資料來源：公司資料、致富集團研究部

聯營公司是集團對被投公司有重大影響力而無控制權，通常持有被投公司的 20% 至 50% 投票權的股權。而企業投資通常是低於 20% 持股的投資。從圖表 34 可見，騰訊的聯營及合營投資(合營投資佔極低比例)和企業投資的比例不相上下。截至 2020 年 6 月底，騰訊的聯營及合營投資比例為 43.5%，而企業投資的比例為 56.5%。由此證明騰訊確實不追求成為被投公司的大股東，甚至乎是有意克制不成為大股東，以消除創始人失去公司控制權的顧慮。

至於騰訊對自己的核心業務亦有大量投資，尤其是遊戲。事實上，騰訊並不介意自己的產品與被投公司的產品競爭，這亦秉持騰訊賽馬制的風格。騰訊投資管理合夥人李朝暉曾明確表示過被投公司的產品與騰訊有競

爭，被投公司之間有競爭，這是一個健康生態的必然體現。簡單的例子有騰訊投資的 B 站和快手，騰訊自己亦有類似的騰訊視頻、微視和微信影音號，各自於市場上競爭。

正如上文所言，過去就算是騰訊核心業務的投資，很多時候都是戰略投資，甚至只是財務投資，被投公司相對獨立。然而騰訊最近有些舉動令市場對其戰略投資者的印象起了些變化。去年十月，騰訊宣布將 Supercell 的可換股債券轉為股權，令 Supercell 成為其子公司，加強控制。一向相對獨立的閱文，今年原管理層退出，來自騰訊的程武及侯曉楠接管，加強與騰訊的數字內容部門合作。今年 4 月，騰訊斥資令內地遊戲直播平台虎牙成為其子公司，接著 8 月，騰訊推動虎牙收購鬥魚(DOYU)，預計明年完成，加上自家的企鵝電競，騰訊將成為國內遊戲直播絕對霸主。以上例子都顯示騰訊有意加大被投公司與騰訊內部的合作力度。

當然騰訊投資的風格不會是一成不變的，順著不同的情況會有不同的做法，但是騰訊由下而上的創新基因及賽馬機制始終令騰訊的投資風格比較無為及開放。

投資對於騰訊的意義

投資對於騰訊有兩個意義。騰訊投資一家公司不僅對騰訊有戰略上的幫助，而且投資本身亦會為騰訊帶來投資回報。

戰略方面，投資為騰訊提供很多進入自己不熟悉但重要的領域的機會和可能性。例如騰訊藉着投資京東、拼多多(PPD)、唯品會(VIPS)等進入電商行業，投資滴滴進入出行行業，投資美團(3690.HK)進入外賣及本地生活行業。此外，在瞬息萬變的互聯網世界，龍頭被顛覆是司空見慣的事，投資為騰訊保持對最新的科技及模式的探索，為騰訊帶來至關重要的確定性。

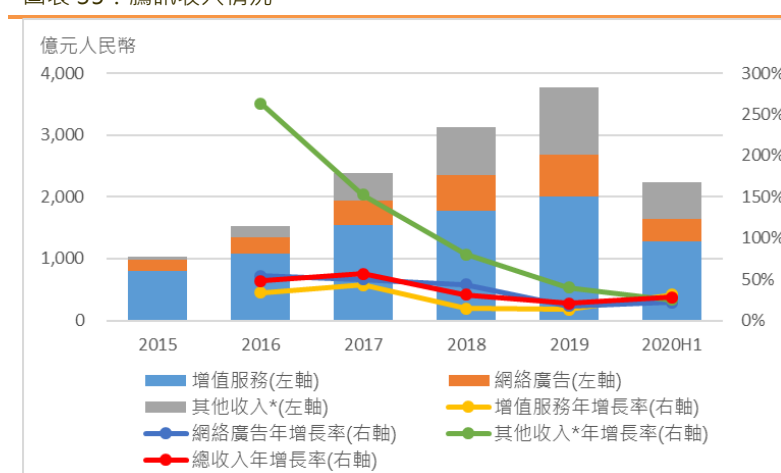
財務方面，於 2020 年 1 月在北京舉行的《騰訊投資 IF 大會》上，騰訊總裁劉熾平表示，騰訊投資企業總計超過 800 家，其中 70 多家已經上市，160 多家為市值或估值超過 10 億美元的獨角獸企業。在投資的 800 多家公司裡，有 15 家公司創造了超過 10 億美元的回報，有 6 家公司創造了超過 50 億美元的回報，還有 1 家公司創造了超過 100 億美元的回報。

財務分析

收入

自 2015 年起，騰訊收入維持快速增長。集團收入由 2015 年的 1,029 億元人民幣，以複合年增長率 38.4%，上升至 2019 年的 3,773 億元人民幣，主要由於包括當時還未於財務報表獨立展示出來的金融科技及企業服務在內的其他收入增長所帶動，其次則是基於網絡廣告之中的社交及其他廣告的增長，以及增值服務之中的網絡遊戲業務的增長。

圖表 35：騰訊收入情況



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

*其他收入包括金融科技及企業服務

2015 年至 2019 年期間，集團其他收入的複合年增長率達 119.1%，主要由於第三方支付業務快速增長所致；網絡廣告收入的複合年增長率為 40.7%，主要由於 2015 年微信朋友圈引入廣告位，而後於 2018 年再推出第二個廣告位，再於 2019 年第二季推出第三條朋友圈廣告位所致；網絡遊戲收入佔總收入的比例一直達三成以上，其 19.3% 的複合年增長率亦對集團總收入的增長有明顯貢獻。

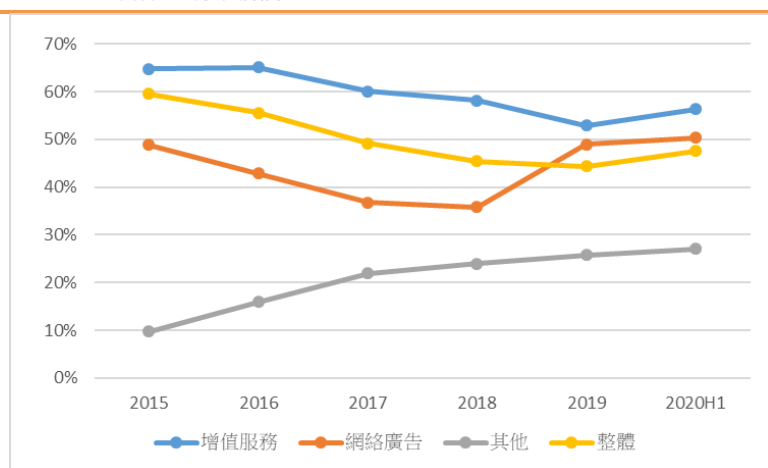
2020 年上半年，集團的收入達 2,229 億元人民幣，按年升 27.9%，高於 2019 年的 20.7% 年增長率，主要由於 (i) 2020 年上半年新型冠狀病毒疫情之下，較多人留在家中玩玩網絡遊戲，令網絡遊戲收入按年大幅增長 35.4% 至 756 億元人民幣、(ii) 在 2020 年首季，遊戲及互聯網服務行業受益於居家辦公，皆大幅增加廣告開支，令集團社交及其他廣告業務收入按年增長加快所致、以及 (iii) 2020 年次季，由於流量上升及價格較高的視頻廣告的佔比上升推動移動廣告聯盟收入增長，亦受惠於微信朋友圈因廣告庫存及曝光量增長而帶動收入的增加，令社交及其他廣告收入增長。

我們預期，集團 2020 年全年的增值服務將錄得 27.9% 的年增長至 2,558 億元人民幣，網絡廣告將錄得 14.0% 的年增長至 780 億元人民幣，而金融科技及企業服務將錄得 26.1% 的年增長至 1,278 億元人民幣，加上其他收入，估計集團今年收入將增長 24.1%，至 4,683 億元人民幣。

毛利率

2015 年至 2019 年期間，集團毛利率一直下跌，直至 2020 年上半年才停止下跌。集團毛利率由 2015 年的 59.5%，連年下跌至 2019 年的 44.4%，但於 2020 年上半年回升至 47.5%(相對 2019 年上半年為 45.3%)。

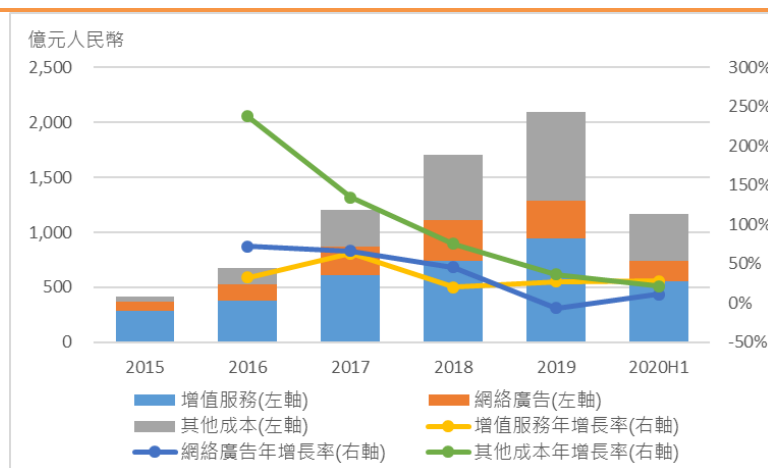
圖表 36：騰訊毛利率情況



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

2015 年至 2019 年期間，集團毛利率下跌，主要由於三大原因。第一，由於期內支付業務及雲業務皆處於發展較早期，需要大量投入，因此毛利率特別低，隨著集團的金融科技及企業服務的業務的收入及成本佔比越來越大，集團整體毛利率因而被拖低了。

圖表 37：騰訊收入成本情況



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

第二，毛利率較高的網絡遊戲業務佔比一直下跌，令集團的增值服務毛利率下跌。

第三，於 2015 年至 2018 年期間，騰訊網絡廣告毛利率持續受壓，即使期內較高毛利率的社交及其他廣告的收入佔比一直上升，這或反映期內集團增加內容成本及流量獲取成本等，令媒體廣告的毛利率大受打擊所致。網絡廣告毛利率隨後於 2019 年的財務報告中，騰訊提到「較少的影視劇播放」及「長視頻服務內容成本下降」，集團整體的網絡廣告毛利率隨即反彈。隨著騰訊網絡廣告業務重心逐漸地向社交及其他廣告傾斜，社交及其他廣告在網絡廣告收入的比重提高，只要媒體廣告的毛利率不再繼續惡化，集團未來網絡廣告毛利率仍有望維持最近數季的高水平。

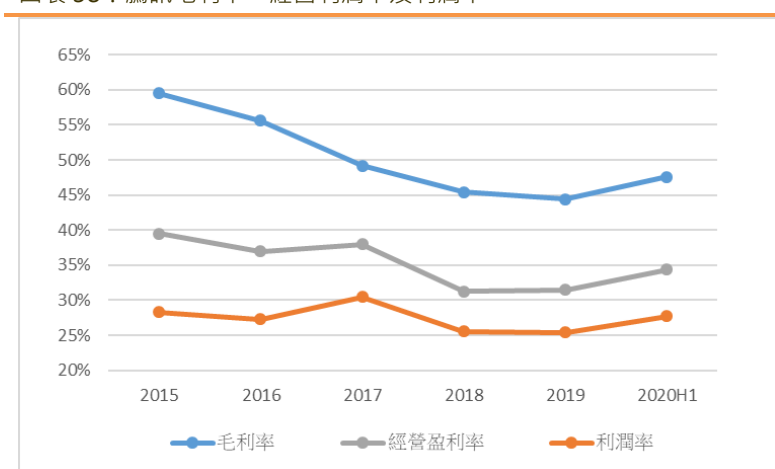
2020 年上半年，集團整體毛利率趨向穩定，我們預期集團全年毛利率為 44.5%。

利潤率

2015 年至 2019 年期間，集團利潤率稍有下跌，主要由於期內毛利率大幅下滑所致。然而，期內集團利潤率相對穩定，下跌幅度輕微，主要由於規模效應顯現，一般及行政開支佔比減少，限制集團利潤率跌幅。2017 年，集團利潤率在毛利率大跌之下不跌反升，主要因為其他收益淨額上升所致。集團其他收益淨額來自於其所投資的公司的估值增加而產生公允價值收益，以及因其投資公司的資本活動而產生的視同處置收益淨額。集團於 2017 年把閱文集團(772.HK)、易鑫集團(2858.HK)及眾安在綫(6060.HK)等公司分拆上市，因而獲得較多其他收益淨額。

2020 年上半年，集團毛利率有輕微反彈，亦帶動了利潤率回升。

圖表 38：騰訊毛利率、經營利潤率及利潤率

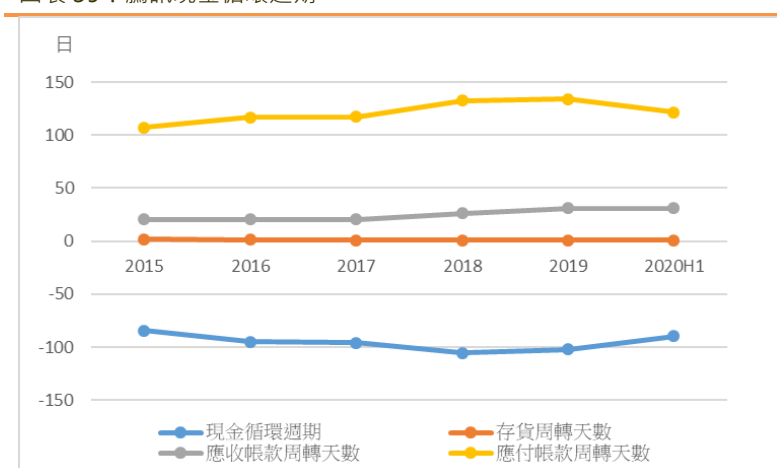


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

現金循環週期

於 2015 年至 2020 年上半年，集團的現金循環週期一直是負數，而且是負 80 天以上，反映集團於上下游產業鏈中具有超強談判能力。

圖表 39：騰訊現金循環週期



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

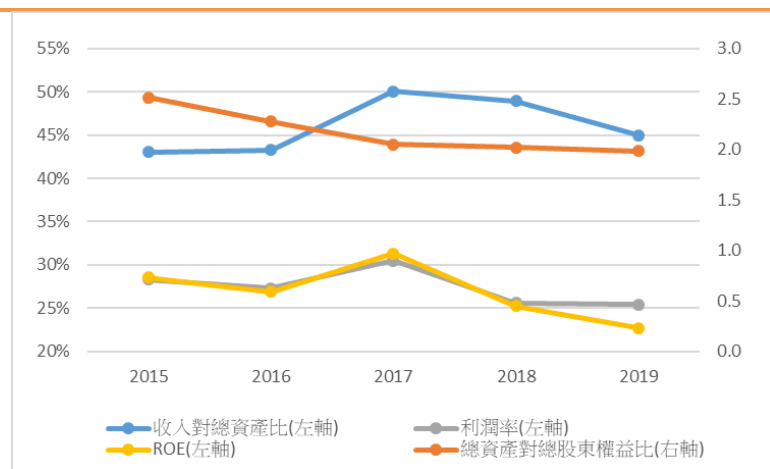
集團主要是提供服務，而不是售賣貨品，存貨周轉天數意義不大。參考意義較大的是，集團應付帳款周轉天數一直保持於 106 天至 135 天之間，但應收帳款周轉天數只保持於 20 天至 32 天之間。

集團的低應收帳款周轉天數，主要由於(i)集團的遊戲業務都是先用現金兌換遊戲內的貨幣，之後再使用的，因此在遊戲收入入賬前，絕大部份現金已經到手，幾乎不產生應收帳款，另外，(ii)集團的應收賬款結餘的大部分應收自廣告客戶及代理商、內容製作相關客戶、金融科技與雲客戶以及第三方平台提供商，由於集團議價能力強，集團提供給該等客戶及供應商的還款時間並不會很長，加上(iii)集團基於其強大的議價能力，拖長支付給供應商的時間所致。

股東權益回報率

於 2015 年至 2019 年，集團 ROE 略有下跌，由 28.3%，下跌至 22.7%。期內，集團 ROE 的變動主要基於利潤率的變動。另外，於 2015 年至 2017 年，集團的投資增長速度高於集團的借貸速度，令集團槓桿下跌，對集團 ROE 構成壓力。2017 年集團 ROE 有所反彈，抵住因槓桿降低而下行的壓力，主要由於期內集團的網絡遊戲增長率大幅反彈，令收入對總資產比上升所致。於 2018 年及 2019 年，雖然集團的槓桿穩定下來，但網絡遊戲增長率大幅收窄，集團收入對總資產比下跌，令 ROE 受壓。

圖表 40：騰訊杜邦分析

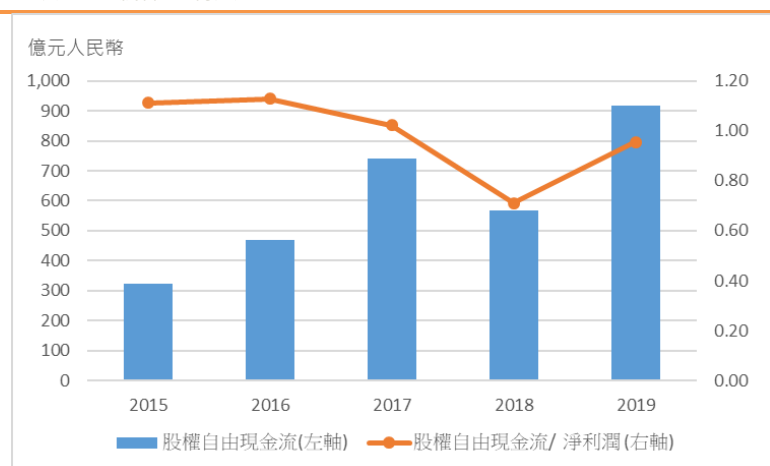


資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

盈利質量

於 2015 年至 2019 年期間，集團的股權自由現金流每年皆錄得增長，由 324 億元人民幣，上升至 2019 年的 916 億元人民幣。另外，集團的股權自由現金流對淨利潤比率，於 2015 年至 2019 年期間普遍保持於 1 之上，反映集團的盈利與自由現金流匹配，質量可靠。

圖表 41：騰訊盈利質量



資料來源：騰訊年報、致富集團研究部

估值及預測

由於騰訊的資產由「持續經營業務」性質的及「投資」性質的所構成，因此估算騰訊市值時採用「分類加總估值法」(Sum of the parts valuation) 較為合適，亦即是對兩者各自採用不同的估值方法，估算各自的潛在價值，然後將其總和，作為騰訊整體的潛在價值估算。

持續經營業務的估值

由於騰訊的「持續經營業務」能夠產生穩定的現金流，因此會採用「現金流折現法」(Discounted Cash Flow) 估算。

一般「股權自由現金流」由集團的「經營活動現金流」減去期內的「資本性支出」，再加上集團的「淨借貸」而得出，但由於集團借貸的目的，有較大機會用於投資方面，因此，此部份在計算自由現金流時暫時剔除借款相關的考慮，留待計算「投資的估值」部份才反映。另外，「資本性支出」中，「媒體內容」的無形資產添置亦會計算在內。

	2018 年	2019 年	2020 年 (預測)	2021 年 (預測)	2022 年 (預測)
股權自由現金流	56,908	91,606	111,101	133,753	160,430

在計算潛在價值時，作了以下假設：

- 股權自由現金流的年增長率，由2022年的約20%，以直線形式續年遞減至2025年的3%，往後的年增長維持於該3%水平；
- 貼現率為7%。

按此計算，截止2020年11月，「持續經營業務」的市值約值4.50萬億元人民幣。

投資的估值

至於集團投資在聯營及合營公司的資產，主要按其截至 2020 年 6 月 30 日止的市值計算，但當中「於聯營公司的投資」部份的「非上市的公司」市值，由於沒有市場價值作參考，因此以「相對價值法」估計其價值。據公司財務報表的公布，「於聯營公司的投資」的上市企業合計約 1,450.62 億元人民幣的賬面淨值，同時市值為 5,800.55 億元人民幣，意味市帳率約為 4 倍。以此倍數，推斷非上市公司的市值約 3,187 億元人民幣。再加上其餘以公允價值計量且其變動計入損益及其他全面收益的金融資產（以投資公司為主），扣減上文提到的有息借貸，估計投資部份的市值為 9,263 億元人民幣。

騰訊的估值

持續經營業務的 4.50 萬億元人民幣估值，加上 9,263 億元人民幣投資價值，以及截至 2019 年 12 月底止騰訊所擁有的約 1,330 億元人民幣*，估計騰訊整體的市值為 5.60 萬億元人民幣。

按截至 2020 年 9 月 30 日集團已發行的 95.85 億普通股，及每 1 港元兌 0.86 元人民幣的匯率計，估計騰訊的每股價值為 **674.00 港元**。

註*：假設 2020 年上半年多增的 403 億元人民幣現金及現金等價物已計算在上述 2020 年全年自由現金流估算中。

每股價值敏感度測試

		長期自由現金流年增長率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
貼 現 率	5.5%	764	862	1000	1206	1550
	6.0%	685	758	855	991	1195
	6.5%	623	679	751	848	983
	7.0%	574	618	674	745	841
	7.5%	534	570	614	669	739
	8.0%	500	530	565	609	663
	8.5%	472	496	526	561	604
	9.0%	447	468	493	522	557

損益表

百萬元人民幣	2018年	2019年	2020年 (預測)	2021年 (預測)	2022年 (預測)
增值服務收入	176,646	199,991	255,836	307,719	361,382
網絡廣告收入	58,079	68,377	77,950	90,047	101,955
金融科技及企業服務收入	73,138	101,355	127,807	161,212	203,388
收入	312,694	377,289	468,320	567,463	677,429
毛利	142,849	167,530	208,182	246,578	287,824
其他收益淨額	16,714	19,689	28,099	34,048	40,646
銷售及市場推廣開支	(24,233)	(21,396)	(32,782)	(39,722)	(47,420)
一般及行政開支	(41,522)	(53,446)	(67,891)	(82,264)	(98,206)
經營盈利	97,648	118,694	143,445	168,135	194,181
除稅前盈利	94,466	109,400	139,698	165,770	193,041
所得稅開支	(14,482)	(13,512)	(20,955)	(24,865)	(28,956)
年度盈利	79,984	95,888	118,743	140,904	164,085
股東應佔盈利	78,719	93,310	115,551	137,116	159,673
股息	6,776	8,305	9,877	11,720	13,649

資產負債表

百萬元人民幣	2018年	2019年	2020年 (預測)	2021年 (預測)	2022年 (預測)
資產	723,521	953,986	1,214,469	1,525,057	1,886,740
非流動資產	506,441	700,018	808,720	1,013,976	1,252,324
物業、設備及器材	35,091	46,824	61,982	80,551	102,542
無形資產	56,650	128,860	176,356	234,540	303,447
聯營/合營公司的投資	227,790	221,894	273,774	337,811	445,466
流動資產	217,080	253,968	405,749	511,081	634,417
應收賬款	28,427	35,839	43,933	52,727	62,664
現金及現金等價物	97,814	132,991	172,336	220,147	277,400
負債	367,314	465,162	579,478	727,674	900,249
非流動負債	164,879	225,006	267,487	335,894	415,555
借款	87,437	104,257	154,859	167,346	207,034
應付票據	51,298	83,327	126,785	134,923	166,921
流動負債	202,435	240,156	311,991	391,780	484,695
應付賬款	73,735	80,690	110,361	125,739	160,469
借款	26,834	22,695	15,101	39,482	48,658
應付票據	13,720	10,534	-	18,454	23,018
遞延收入	42,375	60,949	83,771	101,506	121,176
權益	356,207	488,824	634,991	797,383	986,491
保留盈利	299,660	384,651	490,325	615,720	761,745

現金流量表

百萬元人民幣	2018 年	2019 年	2020 年 (預測)	2021 年 (預測)	2022 年 (預測)
經營活動現金流量	110,936	148,590	176,182	213,480	254,849
投資活動現金流量	(151,913)	(116,170)	(179,639)	(217,669)	(259,850)
融資活動現金流量	30,887	1,672	41,179	49,897	59,566
現金及現金等價物結餘	97,814	132,991	172,336	220,147	277,400

評級釋義

評級	說明
買入	現價較估值有超過 30%折讓
中性	現價正處於估值正負 30%變幅的區間之內
沽出	現價較估值有超過 30%溢價

免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司並不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、僱員及其家屬及有關人士可於任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未於本報告中所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk

