



# 阿里 vs 腾讯：全景对比

## 投资要点

- **阿里 VS 腾讯：**阿里和腾讯作为目前国内市值最大的两家互联网巨头，分占互联网两大赛道，走出了不同的成功之道。探究阿里和腾讯成功背后的要素，我们总结了二者在公司文化性格、业务发展模式、底层商业基因等方面的异同。全方位的探究两者现状和导致这种现状局面的深层次原因，从而展望未来。
- **阿里 vs 腾讯：使命、愿景、价值观。**阿里是 B 端赋能性格，即运营经理性格；腾讯是 C 端流量性格，即产品经理性格。阿里的平台型企业性质决定其本身不产生流量，而腾讯立足于 2C 消费级互联网的核心赛道——人与人的 SNS 网络，具有吸引并锁定流量的天然优势。“使命、价值观、愿景”：腾讯以“通过互联网服务提升人类生活品质”为使命，体现了其以 C 端用户为核心的流量性格；阿里则以“让天下没有难做的生意”为使命，体现了其赋能 B 端商家的初心。在价值观上，二者都以用户为中心，愿景成为受人尊敬且可持续发展的企业。
- **阿里 vs 腾讯：底层基因对比。**互联网企业的本质是网络效应，阿里和腾讯的底层基因都是网络效应。按照拓扑结构，我们将网络效应分为总线网络、双边网络、星形网络和网状网络，不同结构的网络效应强度也不同。网状网络效应是网络效应发展的终极形态，实现了去中心化，每一个用户都能够与其他用户构成连接，腾讯占据的 SNS 赛道就是典型的网状网络效应，因此在 C 端具有极强的护城河。双边网络效应在总线网络效应的基础之上衍生出两个中心，中心相互连接使各用户之间的联系更为密切，阿里的电商平台就是典型的通过双边网络效应连接平台买家和卖家。
- **阿里 vs 腾讯：业务结构的飞轮模型对比。**在分析了阿里和腾讯的底层基因和性格后，我们不难理解二者基于此衍生出的业务飞轮模型。腾讯的底层飞轮基于核心社交网络 QQ 和微信，通过吸引大量流量并产生极强的网络效应；进而发展出流量变现的核心业务游戏广告和大文娱业务；这些都是 2C 的业务，是腾讯的核心护城河。阿里的底层飞轮基于其核心电商业务淘宝和天猫，并在此基础上衍生出平台导流业务蚂蚁金服。在分别占据一个消费级互联网的核心赛道后，腾讯和阿里都开始向 B 端产业级互联网延伸，阿里大力发展物流、云计算等 B 端赋能业务，腾讯积极布局云计算、金融科技等 2B 技术基础设施业务。
- **阿里 vs 腾讯：全方位财务对比。**作为国内最大的两家商业帝国，阿里和腾讯无论从市值表现还是财务指标上都难分伯仲。腾讯于 2004 年在香港主板上市，股价在 15 年间增长超过 500 倍；阿里 2014 年在纽交所上市，五年内涨幅 91.6%，目前二者市值都超过 4000 亿美元，是国内市值最大的两家企业。从营收上看，阿里和腾讯收入保持连续高速增长且逐渐接近，阿里营收从 FY10 的 67 亿元上升至 FY19 的 3768 亿元，年复合增长率达到 49.6%；腾讯的营收由 2001 年的 0.5 亿元上升至 2018 年的 3126.9 亿元，CAGR 达到 67.2%。未来阿里和腾讯将积极寻求核心电商业务和社交增值服务外的第二业务增长点。
- **风险提示：**外部政策环境变化的风险；阿里和腾讯新业务拓展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

## 西南证券研究发展中心

分析师：陈杭

执业证号：S1250519060004

电话：021-68415309

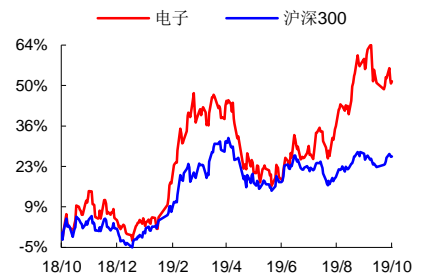
邮箱：chenhang@swsc.com.cn

联系人：李少青

电话：021-68415309

邮箱：lisq@swsc.com.cn

## 行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

## 基础数据

股票家数	244
行业总市值(亿元)	36,570.06
流通市值(亿元)	36,480.48
行业市盈率 TTM	36.12
沪深 300 市盈率 TTM	12.3

## 相关研究

1. 电子行业专题报告：定义“科技蓝筹”，把握投资主线 (2019-10-16)
2. 手机 ODM 行业研究 (2019-09-10)
3. RISC-V：异构 IoT 时代全新架构 (2019-09-04)
4. 5G 手机散热件行业分析 (2019-08-28)
5. 摄像头芯片 CMOS 图像传感器 (CIS) 行业报告 (2019-08-25)
6. 复盘 20 年科技股，展望 5G 新周期 (2019-08-20)

## 目 录

<b>1 阿里 vs 腾讯：使命、愿景、价值观</b> .....	<b>1</b>
1.1 阿里 vs 腾讯：“赋能性格” vs “流量性格” .....	1
1.2 阿里 vs 腾讯：收“税” vs 收“过路费” .....	2
<b>2 阿里 vs 腾讯：底层基因对比</b> .....	<b>3</b>
2.1 网络效应：互联网竞争格局的底层逻辑 .....	3
2.2 腾讯 vs 阿里：社交网络 vs 电商平台 .....	5
<b>3 阿里 vs 腾讯：业务结构的飞轮模型对比</b> .....	<b>7</b>
3.1 底层飞轮：QQ 和微信 .....	8
3.2 第二层飞轮：游戏广告大文娱 .....	11
3.3 第三层飞轮：toB 业务：广告支付云计算 .....	13
<b>4 阿里 vs 腾讯：全方位财务对比</b> .....	<b>16</b>

## 图 目 录

图 1: 阿里巴巴和腾讯的“使命、价值观、愿景” .....	1
图 2: 阿里 vs 腾讯: 收“税” vs 收“过路费” .....	2
图 3: 四种网络效应结构 .....	3
图 4: 消费互联网的四大赛道 .....	4
图 5: 消费互联网的四大赛道与互联网巨头布局 .....	5
图 6: 社交网络网状网络效应 .....	6
图 7: 电商平台双边网络效应 .....	6
图 8: 阿里的飞轮 .....	7
图 9: 腾讯的飞轮 .....	7
图 10: 03Q4-19Q2 QQMAU (单位: 亿) .....	9
图 11: 13Q1-19Q2 微信+WeChat 合并 MAU(单位: 亿) .....	9
图 12: QQ 业务主要内容与发展沿革 .....	10
图 13: 微信业务主要内容与发展沿革 .....	10
图 14: 腾讯大文娱业务布局 .....	11
图 15: 2018 全球游戏收入前十大公司 (单位: 亿美元) .....	12
图 16: 16Q1-19Q2 腾讯游戏收入及营收占比 .....	12
图 17: 2018 年上半年网络视频软件市场份额 .....	13
图 18: 2018 年 Q2 在线音乐 app 日平均启动次数 .....	13
图 19: 腾讯 toB 端业务布局 .....	14
图 20: 腾讯线上支付业务发展沿革 .....	15
图 21: 腾讯云计算业务发展沿革 .....	15
图 22: 阿里腾讯市值对比 (单位: 亿美元) .....	16
图 23: 阿里 VS 腾讯营收及增速 .....	16
图 24: 2001-2018 年腾讯营收及增速 .....	16
图 25: 阿里 VS 腾讯净利润及增速 .....	17
图 26: 2001-2018 年腾讯净利润和净利润率 .....	17
图 27: 腾讯年度营收拆分 .....	18
图 28: 阿里年度营收拆分 .....	18
图 29: 腾讯季度营收拆分 (单位: 亿元) .....	18
图 30: 阿里季度营收拆分 (单位: 亿元) .....	18
图 31: 16Q1-19Q2 腾讯分业务毛利润率 .....	19
图 32: 16Q1-19Q2 腾讯研发费用及研发费用率 .....	19

# 1 阿里 vs 腾讯：使命、愿景、价值观

阿里和腾讯作为目前国内市值最大的两家互联网巨头，都抓住了国内互联网发展的浪潮，分占互联网两大赛道，走出了不同的成功之道。探究阿里和腾讯成功背后的要素，我们总结了二者在公司文化性格、业务发展模式、底层商业基因等方面的异同。

全方位的探究两者现状和导致这种现状局面的深层次原因，从而展望未来。

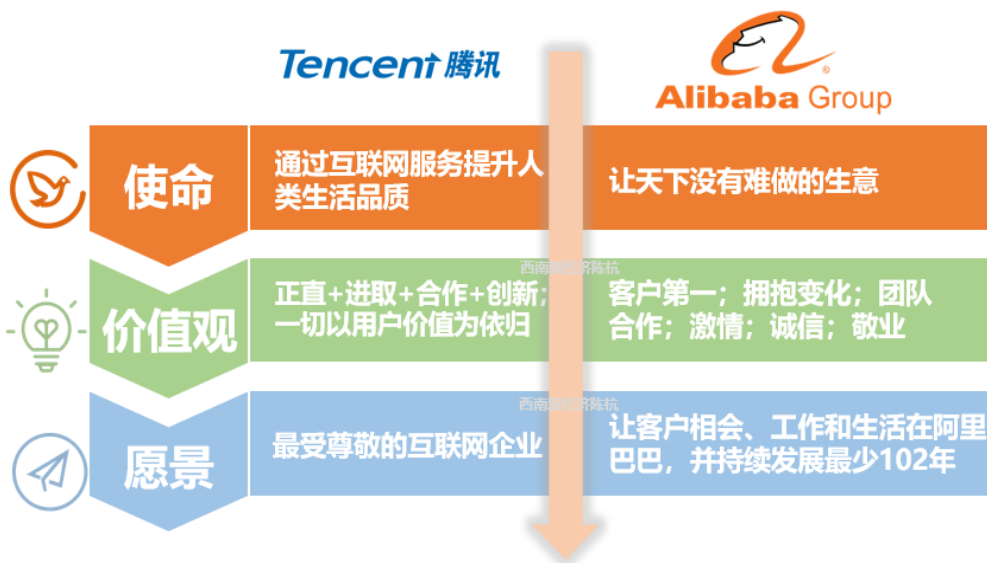
## 1.1 阿里 vs 腾讯：“赋能性格” vs “流量性格”

(1) 阿里是 B 端赋能性格，也就是运营经理性格。阿里的平台型企业性质决定其本身不产生流量，阿里成功的核心在于赋能 B 端商家（我们在上篇报告《阿里 vs 亚马逊：全景研究》中将阿里的电商模式总结为“泛 B2C”模式），C 端用户更多地起到转动飞轮的作用。

(2) 腾讯是 C 端流量性格，也就是产品经理性格。腾讯立足于 2C 消费级互联网的核心赛道——人与人的 SNS 网络，具有吸引并锁定流量的天然优势。腾讯成功的核心秘诀在于设计 C 端产品并不断优化提升用户体验。

阿里和腾讯的底层性格也充分体现在二者的“使命、价值观、愿景”上：

图 1：阿里巴巴和腾讯的“使命、价值观、愿景”



数据来源：公司官网，西南证券整理

(1) “使命”是一家企业的初心和起点。腾讯以“通过互联网服务提升人类生活品质”为使命，体现了其以 C 端用户为核心的流量性格；阿里则以“让天下没有难做的生意”为使命，体现了其赋能 B 端商家的初心。

(2) “价值观”是企业行动的准则。腾讯强调“一切以用户价值为依归”的经营理念 and “正直+进取+合作+创新”的价值观；阿里则坚持“客户第一”，强调“拥抱变化，团队合作，激情，诚信，敬业”的价值观。

(3)“愿景”则表达了企业对未来的期许和定位。腾讯的愿景是成为“最受尊敬的互联网企业”；阿里的愿景是“让客户相会、工作和生活 在阿里巴巴，并持续发展最少 102 年”。

## 1.2 阿里 vs 腾讯：收“税” vs 收“过路费”

### 腾讯的商业模式：收“过路费”

社交网络具有天然吸引流量的优势，腾讯商业模式本质是基于免费产品（QQ、微信等）吸引巨大流量，然后基于这些巨大流量不断开发更多的增值服务。这些产品带来的巨大的流量汇聚成一条河，而腾讯的角色就是在流量涌动的大河里设置关卡和大坝，从中抽取能量，我们将其形象地称为收“过路费”模式。

### 阿里的商业模式：收“税”

阿里以电商平台起家，相较社交网络突出的 2C 属性更强调 2B 的属性，因此在吸引流量方面具有天然劣势。2B 的本质在于赋能，阿里也在越来越强调其“商业操作系统”的定位，其商业模式的本质在于为企业提供平台、支付、物流、内部管理、云等服务并掌握定价权。我们将其形象地称为收“税”模式。

图 2：阿里 vs 腾讯：收“税” vs 收“过路费”



数据来源：西南证券

## 2 阿里 vs 腾讯：底层基因对比

网络效应是随着信息革命而产生的重要经济思想。一个用户使用通讯服务的效用随着网络规模，即使用该设备人数的增多而增多。这种网络用户规模与产品效应变化的关系，本质为一种需求方经济规模效益。即使用产品的人数越多该产品的价值越大，从而吸引更多用户来使用产品，进一步加大每个用户自身的价值。

### 2.1 网络效应：互联网竞争格局的底层逻辑

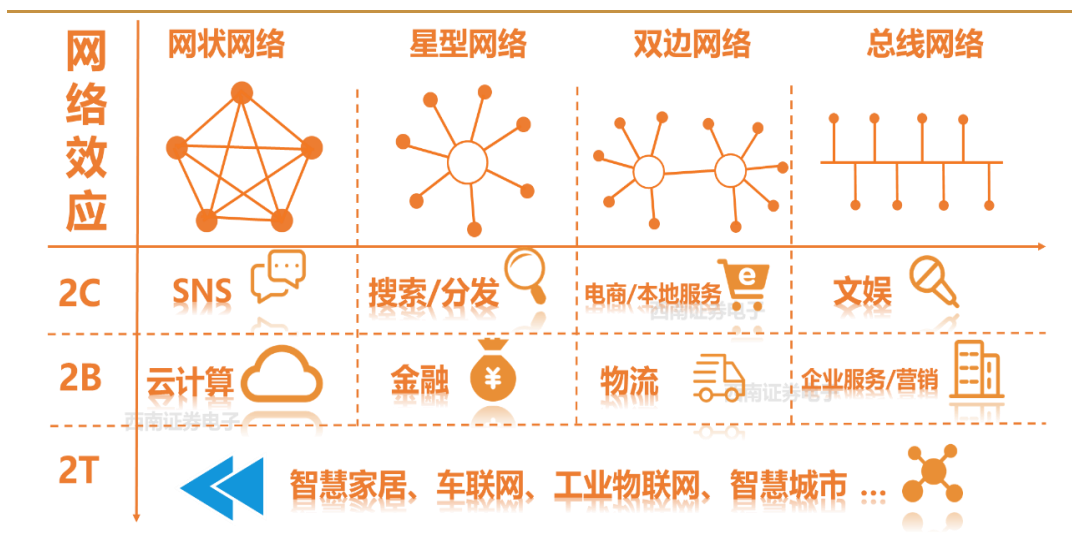
网络效应是随着信息革命而产生的重要经济思想。一个用户使用通讯服务的效用随着网络规模，即使用该设备人数的增多而增多。这种网络用户规模与产品效应变化的关系，本质为一种需求方经济规模效益。即使用产品的人数越多该产品的价值越大，从而吸引更多用户来使用产品，进一步加大每个用户自身的价值。

梅特卡夫定律表示网络的价值等于网络节点数的平方，且网络价值与联网的用户数的平方成正比。网络上的“节点”即用户越多，网络的整体价值越大。每一种网络效应中，企业本身的价值会随着网络节点的增大而增大。

我们按照拓扑结构，将网络效应分为总线网络、双边网络、星形网络和网状网络。

- 1) 网状网络效应是网络效应发展的终极形态，实现了去中心化，每一个用户都能够与其他用户构成连接，如 SNS 企业 Facebook 和云平台等；
- 2) 星型网络效应只有一个中心，数据流汇集于中心，各用户在该中心进行操作，如 C 端搜索引擎百度、谷歌，和 B 端金融服务机构蚂蚁金服；
- 3) 双边网络效应在总线网络效应的基础之上衍生出两个中心，中心相互连接使各用户之间的联系更为密切，如阿里巴巴通过搭建平台连接买卖双方；
- 4) 总线型网络效应，用户与平台直接联系，而各用户之间的联系较弱，如 C 端的文娱企业优酷、爱奇艺等。

图 3：四种网络效应结构



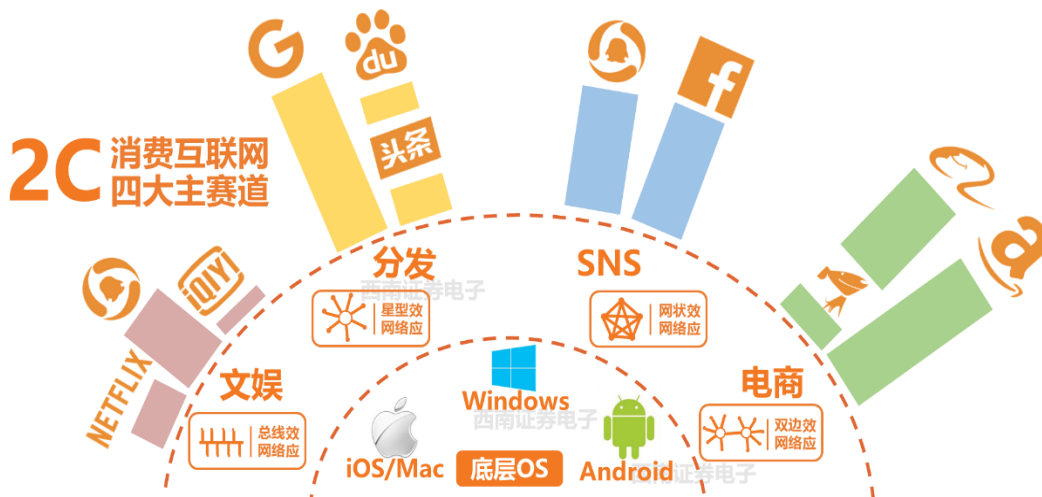
数据来源：西南证券

从总线网络结构到网状网络结构，各用户之间的联系越来越密切，万物互联的趋势变得越来越明显，每一个企业从诞生之初就归属于一种网络效应，并在数据流的支撑下实现由低级向高级的演化，排除个体的异质性，我们认为总体而言，科技型企业会向网状网络进化，网络效应带来巨大的效益，涌现出万物互联下的超级巨头。

消费互联网主要指以C端即消费者为核心的互联网，关注的是客户体验，这是产品经理的时代，本质是基于人的数字化和赋能，根据与消费者交互的对象不同，我们将消费互联网划分为四大赛道，并基于每个赛道产生的互联网巨头的成长历程分析出巨头成功背后的核心原理，四大赛道分别为：

- 1) 人与人交互的 SNS 社交网络，代表巨头是 Facebook 和腾讯；
- 2) 人与信息交互的信息分发，代表巨头有 Google 和头条/百度；
- 3) 人与商品交互的电商互联网，全球巨头为亚马逊和阿里巴巴；
- 4) 人与内容交互的文娱互联网，全球巨头为 Netflix、爱奇艺等。

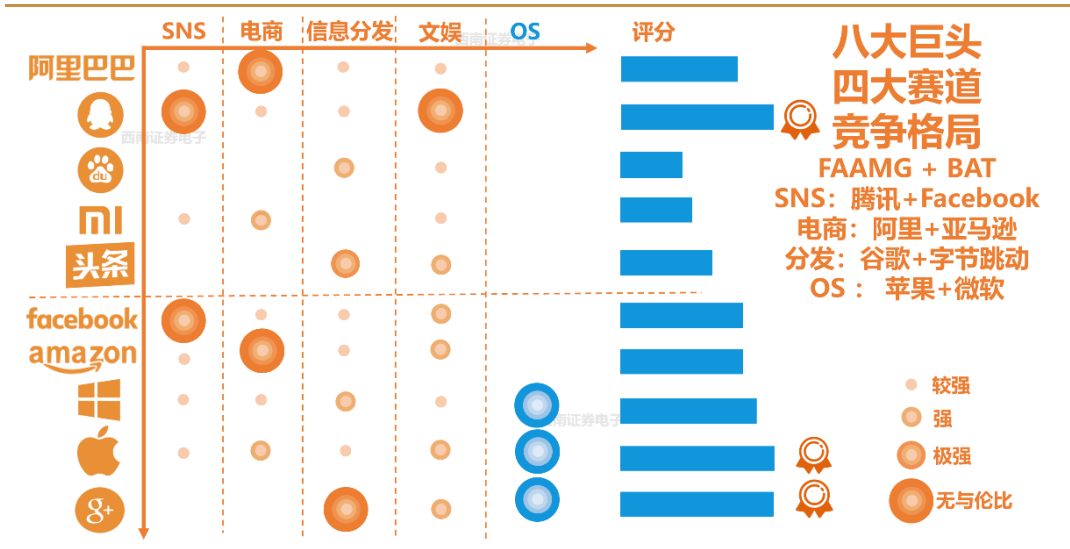
图 4：消费互联网的四大赛道



数据来源：西南证券

在 To C 端的四条赛道中，SNS 赛道具有最强的网络效应，护城河也最深，SNS 中的巨头腾讯和 Facebook 都有机会借助网络效应的作用成长为科技巨头，除此之外，我们还特别关注到 To C 端底层的操作系统（OS），OS 作为承接底层架构中基础信息运营平台和搭载软件应用信息的窗口，是整个生态圈的核心部分，拥有巨大的生态圈价值，在 To C 端的网络效应驱动下，拥有 Windows、iOS/Mac、Android 三大操作系统的微软、苹果和谷歌三家公司在赛道中领先于其他企业，并依托其他赛道的增长实现自身体量的扩张和市场的推广，在 To C 端的鏖战中立于不败之地。

图 5：消费互联网的四大赛道与互联网巨头布局



数据来源：西南证券

## 2.2 腾讯 vs 阿里：社交网络 vs 电商平台

### 腾讯：社交网络的网状网络拓扑结构

SNS 社交网络就是典型的网状网络拓扑结构，具备极强的网络效应和天然封锁赛道的能力。互联网的本质是连接，将人类由孤立的个体变成万物相联的新集群。从 BBS 到即时通讯，从博客到 SNS，社交网络发展至移动互联网时代已基本形成了相对稳定的格局，巨头稳定，但基于社交元素的创新一直在变迁与淘汰中前进与丰富。

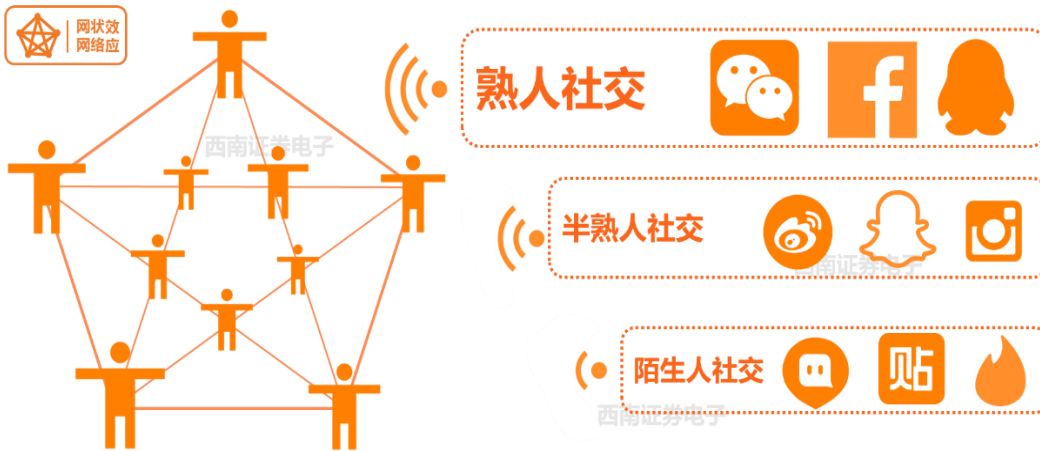
我们根据社交核心元素“人与人”之间的熟悉程度，将当前的社交网络模式分为：

- 1) 熟人社交，Facebook、微信、QQ 等；
- 2) 半熟人社交，微博、知乎等；
- 3) 完全陌生社交，陌陌、贴吧等。

其中熟人社交是网络效应最强、最容易产生巨头的社交网络模式，由于人与人之间的强联系性，使得熟人社交在网络上具备极强的自我集聚效应和极高的平台转换成本，产生了具有代表性的巨头 Facebook 和腾讯旗下的微信和 QQ 等。



图 6：社交网络网状网络效应

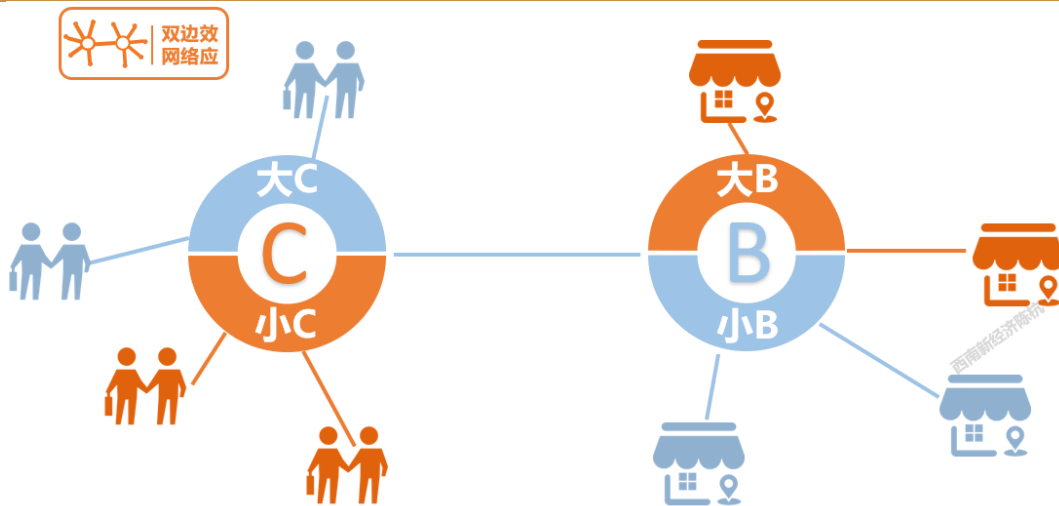


数据来源：西南证券

### 阿里：电商平台的双边网络拓扑结构

电商是典型的双边网络结构，在同一个平台连接买家和卖家，电商平台通过“客户第一”和“关注长期价值”的经营战略，提供多样的选择、顶级的购物体验 and 最低的价格提高消费者的价值，形成客户端网络效应。随着客流量的不断增大产生进一步扩大商品种类需求，从而引入更多的商家提供多样化产品与个性化服务，商家与消费者形成良好互动和正向循环，进而形成供应商的网络效应。

图 7：电商平台双边网络效应



数据来源：西南证券

### 3 阿里 vs 腾讯：业务结构的飞轮模型对比

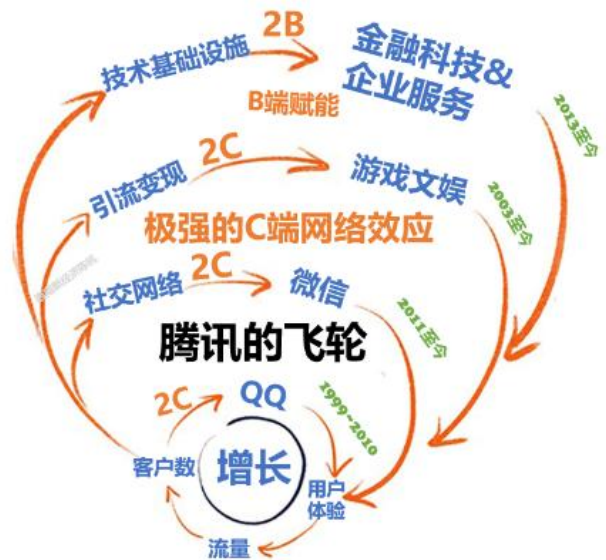
作为中国最大的社交网络服务商，腾讯的发展历程在本质和阿里有着某些相似之处，我们用企业增长的经典“飞轮模型”对于两家公司成长历程做出分析对比，并从中总结出腾讯飞轮运行的基本逻辑框架。

图 8：阿里的飞轮



数据来源：西南证券

图 9：腾讯的飞轮



数据来源：西南证券

从底层飞轮开始，腾讯的社交网络通过个体与个体之间的交互使用能够产生巨额的流量。阿里从电商平台起家，连接着商家与消费者两端。和腾讯的底层飞轮不同，阿里的电商平台需要额外的流量引入才能维持正常的运转，因此腾讯的底层飞轮起到了流量供给的作用，阿里的底层飞轮充当着流量需求者的角色。

底层飞轮的不同决定了上层飞轮结构差异。对于腾讯来说，游戏与大文娱业务提供了流量变现渠道。对于阿里来说，蚂蚁金服和相应的会员体系则起到了平台引流的作用，用户通过使用线上支付工具产生的流量被引入了底层的电商平台。从流量在底层与第二层飞轮之间流动的方向来看，腾讯与阿里正好是相反的。

在此基础上，腾讯和阿里开始进军产业互联网。阿里进军产业互联网的时间较早，物流、云计算与物联网等 toB 端业务的发展较为成熟。腾讯的发力较晚，但是也形成了自己的业务体系，除了早期的网络广告外，近年来的以微信支付为代表的金融科技和腾讯云也成为阿里对标业务的竞争对手。

#### 两者曾经失败的业务：

腾讯的网状网络与阿里的双边网络决定了两者在社交网络与电商领域的先天优势，但是在尝试其他的领域过程中，这样的先天优势可能并不能很好的发挥作用。

- 1) **阿里：搜索门户网站：** 2005 年，阿里收购中国雅虎，开始尝试门户搜索网站。2006 年，腾讯推出搜搜。但是国内的搜索市场只有百度一家独大，因为百度的星型网络

结构契合了互联网搜索功能的本质，因此腾讯和阿里的搜索业务均以失败告终。2013年，雅虎停止运行，腾讯战略入股搜狗，将原来的搜搜业务并入其中。

- 2) **阿里：淘江湖**：淘江湖是阿里在2010年推出的“好友互动+购物分享”平台。但是阿里在社交方面存在着先天的不足。在后期，淘江湖逐渐从社交软件转变成类似于淘宝天猫的电商平台。2013年淘江湖下线，并入我的淘宝业务。
- 3) **腾讯：拍拍网**：腾讯曾经推出拍拍业务试水互联网电商行业，但是和淘宝京东相比，腾讯的网络网状结构没有形成双边网络结构更好的连接买卖双方。2014年，腾讯将拍拍转给京东，支付2.14亿元连同拍拍网换取了京东15%的股权。
- 4) **腾讯：腾讯微博**：2010年，腾讯推出了腾讯微博，和新浪微博明显的宣传性相比，腾讯微博的用户粉丝数量不多，更类似于朋友圈或QQ空间一样的社交空间，和社交业务相对重复的功能也就使得腾讯微博逐渐推出了历史舞台。

网络网状结构决定了腾讯的强项在于社交，而不在电商和搜索，因此盲目地涉及和底层架构不符合的领域只能以失败告终。腾讯飞轮底层的本质是流量的来源与供给端，在此基础上形成第二层游戏以及大文娱实现流量变现的业务，在消费端互联网布局完善的基础上产生了以云计算和金融科技为代表的产业互联网飞轮。

#### 底层飞轮：业务基石：社交网络

作为腾讯最悠久和最核心的业务，以QQ和微信为代表的网络社交业务为腾讯未来的发展培养了大批的忠实用户，QQ和微信在网络社交领域近乎垄断的地位也为腾讯进军其他业务板块打下了坚实的基础。

#### 第二层飞轮：导流变现：游戏广告大文娱

底层网络社交产生的流量以游戏和大文娱等业务作为切入口，成功实现了流量变现，为腾讯带来了巨额的盈利和增长机会，腾讯的游戏业务已经在国内游戏产业的市场份额中排名第一，大文娱细分业务也在各自的领域内取得了优势地位。

#### 第三层飞轮：B端赋能：金融科技云计算

在to C端业务日渐成熟之际，腾讯将部分业务重心转移至to B端。以微众银行、财付通和微信支付为代表的金融科技和服务于政务，医疗、娱乐和工业等领域的云计算将成为未来腾讯实现转型和升级的关键要点。

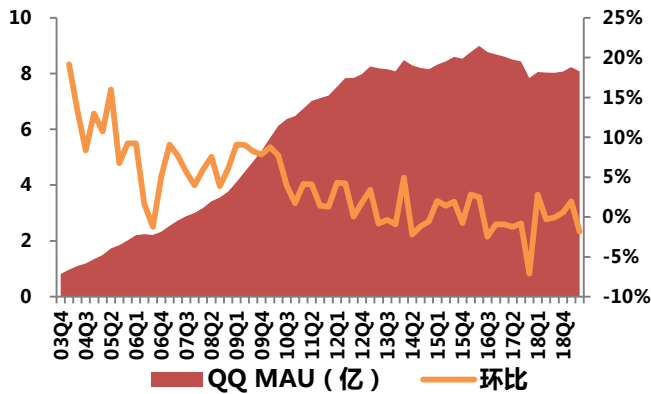
## 3.1 底层飞轮：QQ和微信

微信和QQ是腾讯开展其他业务并进行导流的基础和重要切入点，由于进入市场较早，腾讯在社交软件行业已经形成了绝对的先发优势和垄断地位。腾讯早期的即时通讯业务以QQ为主，用户可以在PC端享受到即时通讯带来的方便快捷。随着移动互联网的发展，QQ从PC端转向手机端，将即时通讯发生的场景从家庭、办公室等固定场所扩充至户外移动场所，由“即时”升级为“随时随地”。

与QQ主打社交弱关系链到强关系链不同，微信走的是从强关系链延伸弱关系再到平台的发展路线，目标客户群为成年人和上班族，并在诞生之初就具有较为广泛的用户基础。微

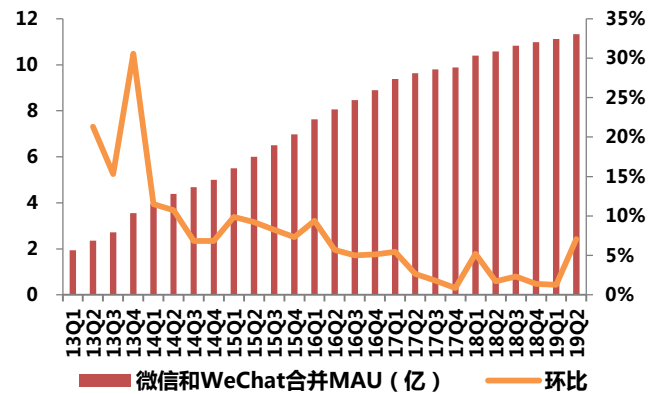
信以其简介的聊天界面和多样化的附加服务迅速在民众中进行普及，超越 QQ 成为腾讯旗下第一大社交软件。

图 10: 03Q4-19Q2 QQMAU (单位: 亿)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: 13Q1-19Q2 微信+WeChat 合并 MAU(单位: 亿)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

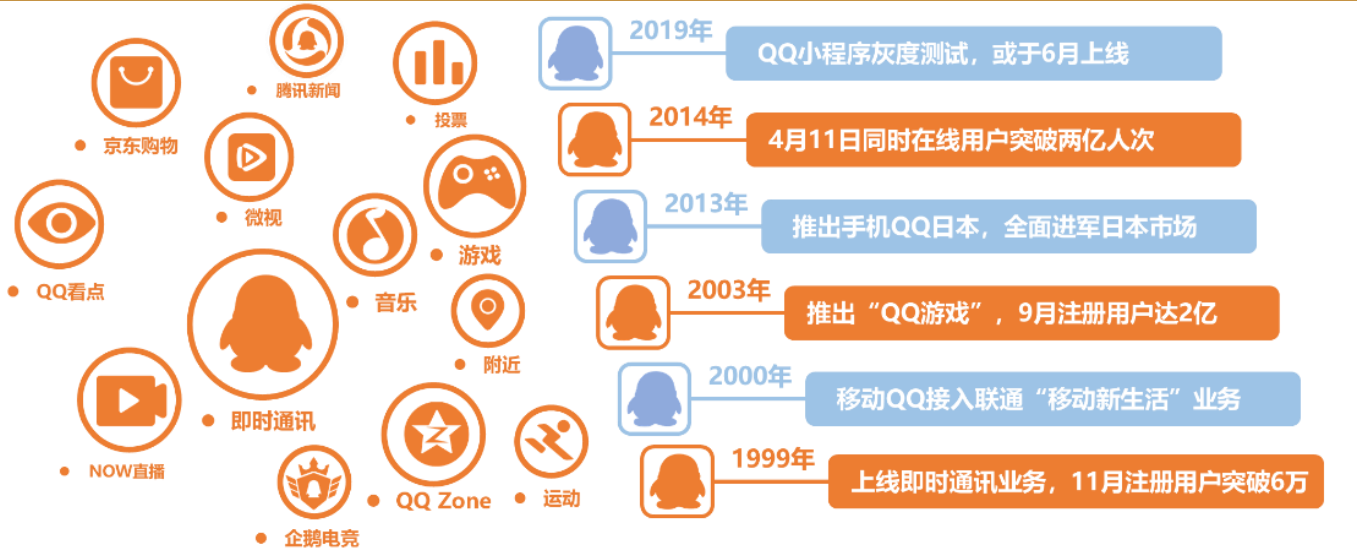
2003 年第四季度, QQ 的月活数只有 8200 万人, 但是社交网络强大的流量带动与传播效应让 QQ 的月活数在十几年间取得了飞速增长, 2019 年第二季度, QQ 的月活数达到了 8.08 亿人。以微信诞生作为时间节点, QQ 的月活数增长有明显变动。2013 年微信上线后带走了部分用户, QQ 的月活数在 2013 年首次突破 8 亿后一直没能突破 9 亿人次大关。相反, 微信凭借着先天的优势和庞大的用户群体很快超过 QQ, 于 2018 年突破了 10 亿人次的月活数。2019 年第二季度, 微信的月活数已经达到了 11.3 亿, 成为当之无愧的国民级社交软件。

### QQ: 社交网络帝国的起点

1999 年, 腾讯正式推出即时通讯业务, 初始注册用户只有 6 万人。2000 年 5 月, QQ 注册用户突破 10 万人次。6 月, 移动 QQ 正式接入联通“移动新生活”服务, 进一步扩大了目标客户群。2003 年, 腾讯推出 QQ 游戏, 在原有社交网络的基础上增添了趣味性的娱乐互动。2010 年 3 月, QQ 同时在线用户首次突破 1 亿大关。2013 年, QQ 成功进军海外市场, 为全球化普及打下了基石。2019 年, QQ 复刻微信小程序的成功经验, 开始进行 QQ 小程序的灰度测试, 或于 2019 年 6 月正式推出。

在维持通信功能的同时, QQ 进一步开发了 QQ 空间、QQ 邮箱和 QQ 看点等一系列附加业务提升用户粘性。QQ 已经由最初的通信工具升级成为集信息发布、新闻资讯和交友为一体的线上社交生态圈, 并成为京东购物、腾讯新闻、腾讯课堂等下属或合作业务的重要接入口。在这一过程中, 特别是智能手机的快速发展加速了 QQ 由 PC 端向手机端的转变与升级, 并成为移动互联终端应用服务体系中不可或缺的通讯应用软件。

图 12: QQ 业务主要内容与发展沿革

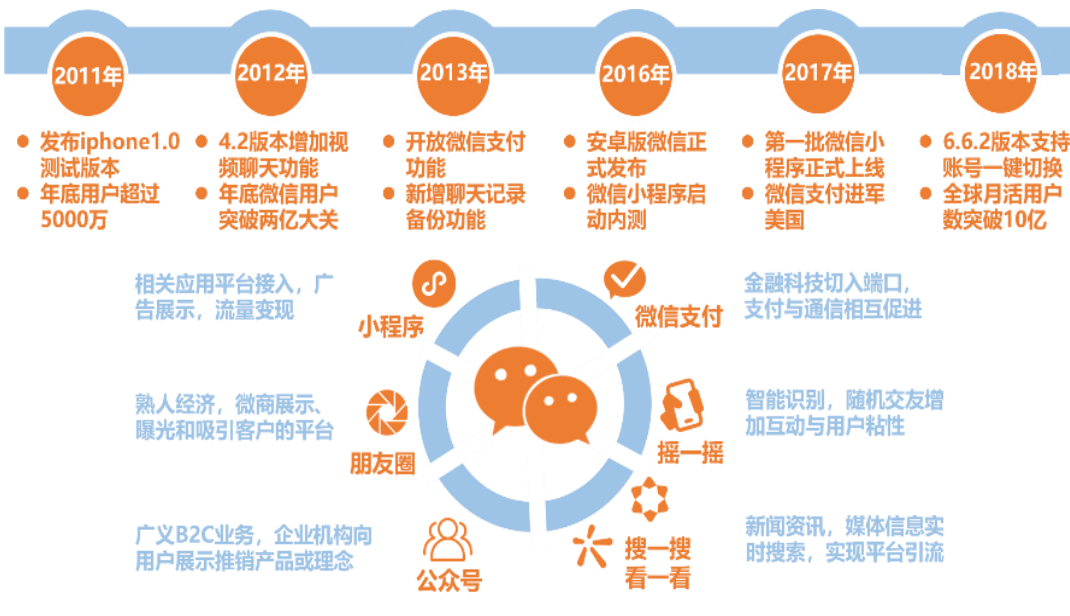


数据来源：西南证券

### 微信：社交网络帝国的坚固城墙

2011年，微信发布 iPhone 1.0 测试版本，凭借着先期 QQ 积累的用户群体，微信在 2011 年底的注册人数已经超过了 5000 万。2012 年，为了进一步优化用户的即时通讯体验，微信推出了视频聊天功能，让即时通讯向日常面对面交谈进一步靠近。2013 年，微信推出了支付功能，逐渐抢占支付宝在互联网金融领域的市场份额。2017 年，微信小程序正式上线，作为其他互联网应用在微信端口的延续和新的网络广告展示平台。同年，微信支付携手 CITCON 进入美国。2018 年，微信支付进入韩国、日本、新加坡、新西兰等国家，为进一步的全球扩张打下基础。

图 13: 微信业务主要内容与发展沿革



数据来源：西南证券

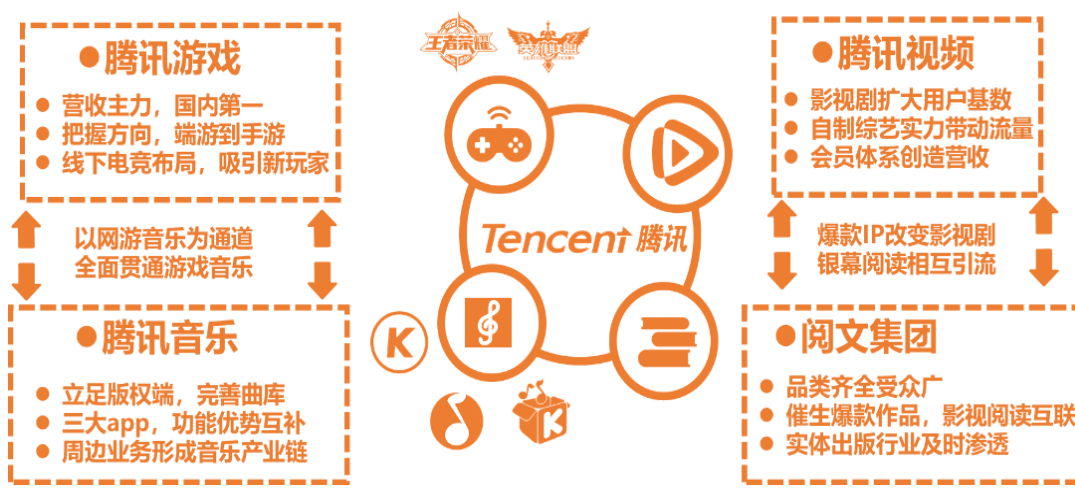
微信的经营模式是以熟人社交为中心、利用用户与用户之间通讯产生的关系网络为基础向四周进行扩散，并向外衍生出了6大服务：

- 1) **微业务**：以微商为典型代表的熟人经济模式利用朋友圈天然的社交属性，从熟人端开展业务，增加产品的曝光度。
- 2) **支付业务**：微信支付是腾讯金融科技在社交端的体现，利用用户之间形成的关系网络和使用频率培养线上支付的习惯，为后续业务开展打下基础。
- 3) **小程序业务**：作为其他应用程序在微信端的切入口和广告展示平台，小程序的推出推进了微信与其他互联网业务的融合，新的广告展示渠道也贡献了部分营业收入。
- 4) **公众号业务**：企业和机构传播信息和价值观的重要平台，是从B端到C端的广义B2C业务，同时也是微信广告展示的主要场所。
- 5) **“摇一摇”**：“摇一摇”结果的未知增加了用户使用的趣味性，随机交友模式增加了微信用户使用的粘性。
- 6) **“搜一搜”和“看一看”**：腾讯新闻在微信的接入端口，借助微信产生的巨大流量带动新闻的点击率，实现微信向腾讯新闻资讯的成功引流。

### 3.2 第二层飞轮：游戏广告大文娱

以游戏和大文娱为代表的第二层飞轮是流量变现的主要渠道。做为产生流量的底层社交网络本身并不具备流量变现的能力，因此腾讯在底层飞轮高速旋转的基础上推出一系列流量变现业务，为公司创造巨大的营业收入。游戏业务已经成为腾讯流量变现能力最强的业务，腾讯的大文娱业务瞄准了当下消费能力最强的青少年群体，因此能为腾讯带来稳定的现金流。游戏、视频、音乐和阅读之间相互导流形成的协同效应也起到了“1+1+1+1>4”的效果。

图 14：腾讯大文娱业务布局



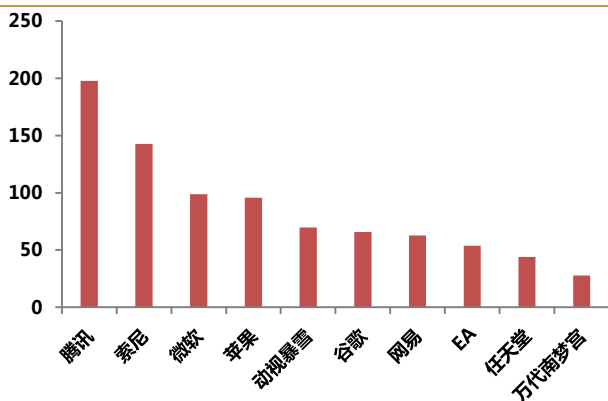
数据来源：西南证券

### 腾讯游戏：变现主渠道，全国第一

2003年，腾讯上线QQ游戏。同年，腾讯代理了韩国网游《凯旋》，虽然市场反响平平，但是腾讯在《凯旋》中第一次使用了QQ登陆，借助自己通过社交网络积累的用户成功拓展了玩家，通过开发同类产品成功抢占市场，2011年，腾讯凭借代理的美国拳头游戏《英雄联盟》登录电竞市场，《英雄联盟》也成为了年度现象级的游戏并收获了大量的玩家，成功实现了流量的变现。

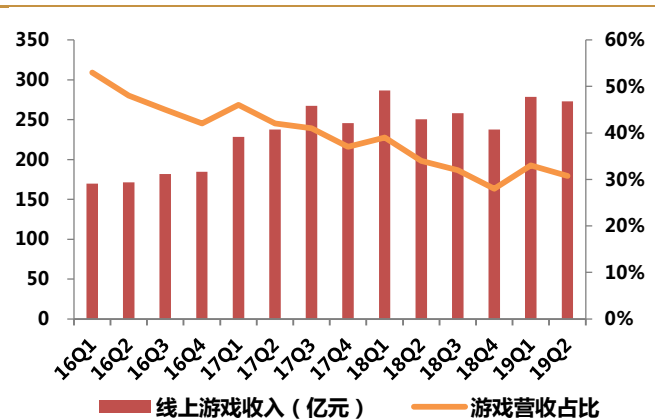
在游戏领域取得了成功使得腾讯加快了自主研发游戏的步伐。在PC端，腾讯依靠《地下城与勇士》、《穿越火线》、《QQ飞车》和《QQ炫舞》等经典游戏进行业务保底，在手机端，《王者荣耀》也屡次登上各大app游戏下载排行榜的第一位。腾讯游戏变现的模式主要是玩家进行充值以获得更好的装备配置和娱乐体验，高质量的游戏在玩家群体中积攒了较高的口碑，底层社交网络产生的群体形成了腾讯游戏普及与传播的天然基石。玩家通过充值产生现金流量，激励腾讯做出更高质量的游戏，高质量的游戏进而在玩家中积累口碑。玩家，现金流和游戏之间的良性循环，产生了源源不断地现金流，使得游戏成为流量变现的主要窗口。

图 15：2018 全球游戏收入前十大公司 (单位：亿美元)



数据来源：Newzoo，西南证券整理

图 16：16Q1-19Q2 腾讯游戏收入及营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018年，腾讯以197.8亿美元的游戏收入在全球游戏收入前十大公司中排名第一，成为全球最赚钱的游戏企业。2019年第二季度，腾讯的线上游戏收入273亿元，占公司营收31%。相比于2016年第一季度的53%，游戏业务在腾讯营收中的比重有所下降，但依然是腾讯营收中占比最大的业务。

### 大文娱业务：视频+音乐+阅读

腾讯的大文娱业务主要包括网络视频，数字音乐和网络阅读，其目标受众主要是乐于接受新鲜事物，有着较强消费能力的年轻一代，线上文娱活动版图的扩展较好的弥补了游戏产业本身具有的不稳定性缺陷，为腾讯业务提供了又一稳定的现金流来源。

### 腾讯视频：

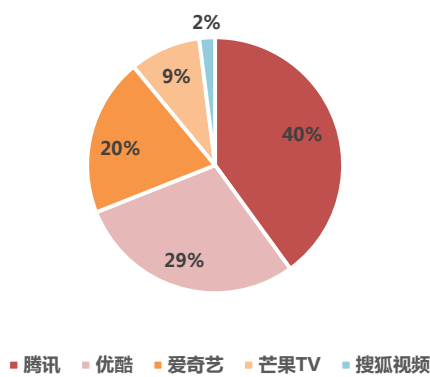
腾讯视频与爱奇艺，优酷位于中国网络视频播放平台第一梯队。2018年上半年新上电视各平台播放量显示，腾讯视频以858亿流量占据了40%的份额，远远领先于占比29%的优酷和占比20%的爱奇艺。三大网站一共收割了整个市场将近89%的流量，行业集中程度进一步提高。

腾讯视频从引进影视剧版权开始起步，到自制网剧和综艺，及时搭乘了中国影视剧产业转型的顺风车，并依靠发展势头猛烈的粉丝经济带动新一波的流量。完整的影视资源、布局科学的界面和设计合理的会员权限成为腾讯视频吸引客户的三大亮点。

### 腾讯音乐：

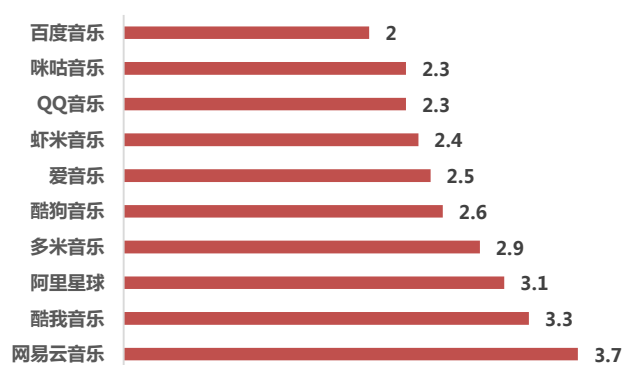
丰富的曲库和完善的版权体系是腾讯音乐的核心竞争力。和网易音乐依靠社交的情怀模式不同，腾讯音乐在版权端发力，先后与全球三大唱片公司环球、索尼、华纳签订独家版权协议，拥有超过 3000 多万首音乐的完整曲库。腾讯音乐旗下的三家音乐播放平台，酷狗音乐、酷我音乐和 QQ 音乐在主打功能上形成有机互补，形成完整的音乐产业闭环。在 2018 年第二季度我国在线音乐 app 日平均启动次数排行榜中，腾讯音乐旗下的酷我音乐排名第二。

图 17：2018 年上半年网络视频软件市场份额



数据来源：Vlinkage, 西南证券整理

图 18：2018 年 Q2 在线音乐 app 日平均启动次数



数据来源：艾媒咨询, 西南证券整理

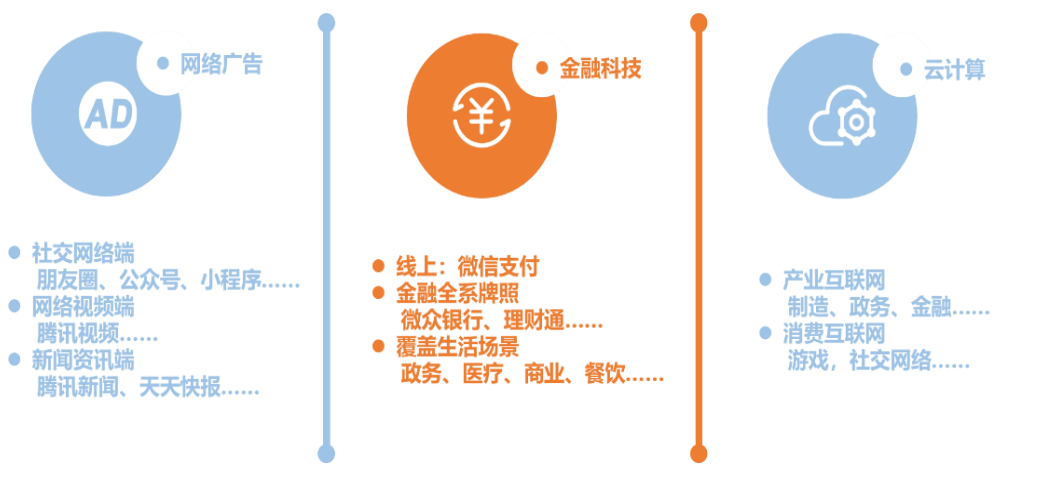
### 阅文集团：

网络文学的普及顺应了快节奏的生活方式，也催生了多个改编成影视剧吸粉无数的爆款 IP，起点中文网等阅文集团旗下的阅读网站提供了都市、玄幻、修仙、言情、古装等各个阅读门类，覆盖了不同的阅读群体。同时，阅文集团还背靠腾讯大文娱产业的雄厚实力，积极推动热门作品向影视作品的孵化，形成阅读与影视之间的良性循环。

## 3.3 第三层飞轮：toB 业务：广告支付云计算

从即时通讯到网络视频、线上阅读、数字音乐和游戏等大文娱项目，腾讯在互联网 toC 端社交和娱乐等产业中均处于领先地位。在互联网经济由消费互联网到产业互联网的转变过程中，腾讯在继续巩固自有网络广告业务的基础上，继续向云计算和金融科技领域进发，逐步深耕 B 端



**图 19：腾讯 toB 端业务布局**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 网络广告：平台优势，推陈出新

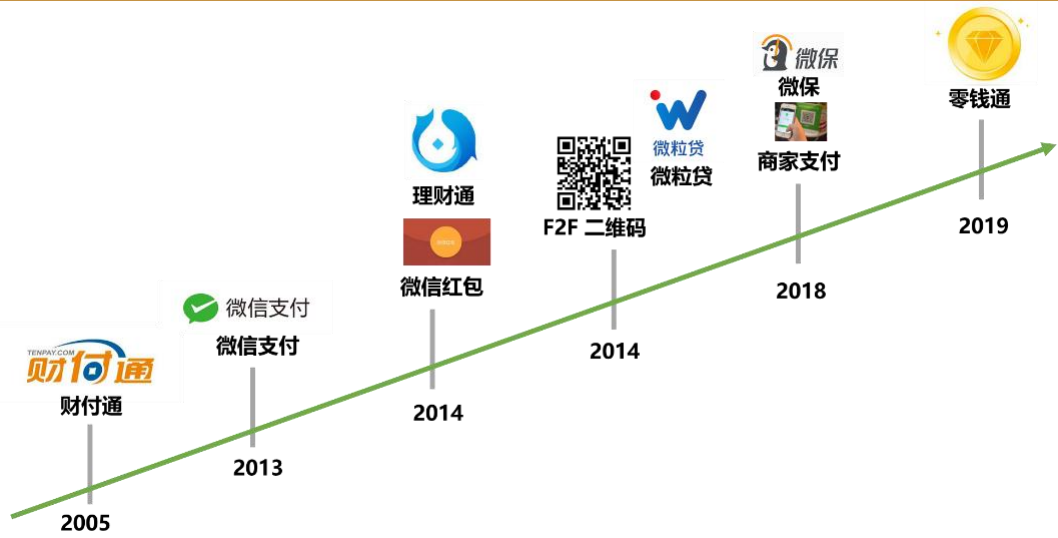
社交网络和大文娱业务为腾讯的网络广告服务提供了天然的展示平台，2015 年-2018 年，腾讯的网络广告收入占比已经稳定在 16% 以上。和新闻端与视频端的展示平台相比，社交网络的高使用频次更有助于提高网络的曝光次数。目前，社交平台网络投放主要有朋友圈、小程序和微信公众平台三个部分。但是朋友圈的私人属性较重，广告投放的数量不宜过多，因此社交端的广告主要集中在小程序与微信公众平台。为了增加广告的可读性与接受度，公众号和小程序端的广告会出现在文章的顶部，中部和底部，形式有激励式，互选式和游戏形式，这在一定程度上又增加了广告的趣味性。

### 金融科技：线上支付+金融全牌照

财付通是腾讯在 2005 年推出的在线支付平台。2013 年，微信支付推出，依靠腾讯的社交网络成长为支付宝最有竞争力的对手。2014 年微信红包的推出进一步丰富了微信支付的功能。微粒贷和微保则标志着腾讯的互联网金融布局从线上支付扩展到保险和借贷等传统金融行业。2019 年，零钱通推出，对标蚂蚁金服的余额宝。用户可以将微信钱包中的闲散资金转入零钱通中赚取收益，提高客户使用微信支付的频率。

腾讯支付有用户基础和使用频率保证，通过大文娱等平台进一步扩大适用范围。在瞄准电商，本地生活服务平台庞大的消费群体和广阔的市场后，微信支付与京东、美团等互联网巨头合作，进一步开发微信使用的新场景。逐步从相对封闭的熟人社交圈扩展到广阔的 B2C 商业圈。微信支付开始广泛应用于交通乘车、餐饮、购物、医疗、教育、政务办理等多个生活场景中。

图 20：腾讯线上支付业务发展沿革



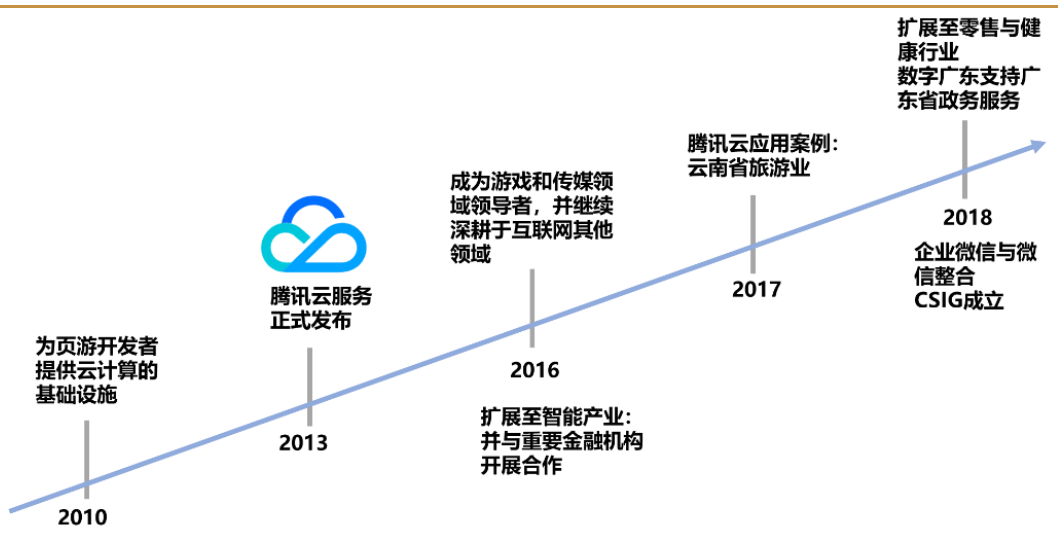
数据来源：公司公告，西南证券整理

线上支付的普及并没有使得腾讯停下金融科技布局的脚步。以 2014 年首家互联网银行微众银行的成立为契机，腾讯先后在银行、证券、保险和基金等传统金融领域进行业务渗透并拿下全套金融许可牌照，彻底打通线上线下金融业务渠道。

### 云计算：进军产业互联网的基础架构

和消费互联网注重产品和用户相比，产业互联网需要深度的布局和技术作为支持。因此，云计算就成为不可或缺的底层基础设施。2010 年，腾讯正式对外界开放自己的云计算业务，为页游开发者提供服务。2016 年-2018 年，腾讯云已经被广泛应用在游戏、传媒、金融、旅游、零售、健康和政务管理等领域。2018 年，腾讯机构改革新成立了公司云与智慧产业事业群负责腾讯云业务的管理与开发。腾讯云在推动产业互联网发展的同时也带动了社交网络、游戏等消费互联网服务的体验升级。

图 21：腾讯云业务发展沿革

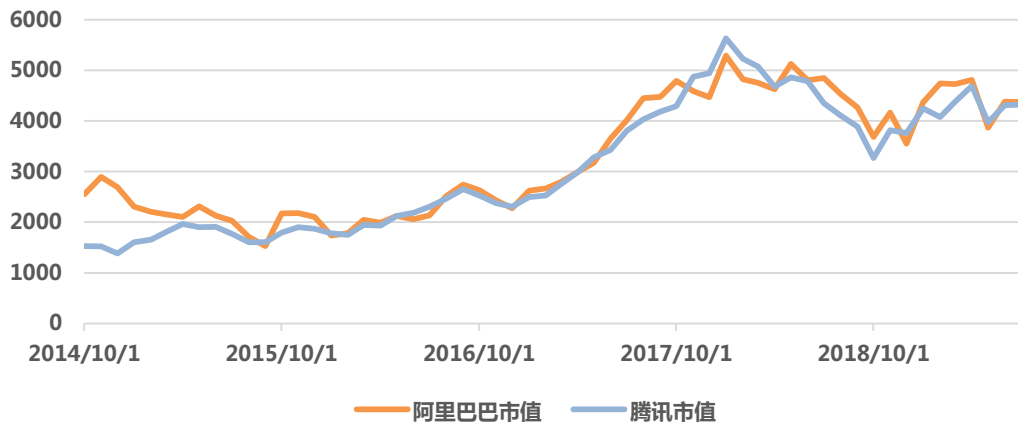


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 阿里 vs 腾讯：全方位财务对比

腾讯于2004年在香港主板上市，股价在15年间增长超过500倍。2018年1月29日，腾讯股价盘中最高点达到474.279港元/股（前复权），公司市值突破5600亿美元，成为中国市值最大的上市企业。阿里巴巴2014年在纽约证券交易所上市，发行价为90.5美元/股，五年内涨幅91.6%，目前市值超过4000亿美元，与腾讯不相上下。

图 22：阿里腾讯市值对比（单位：亿美元）

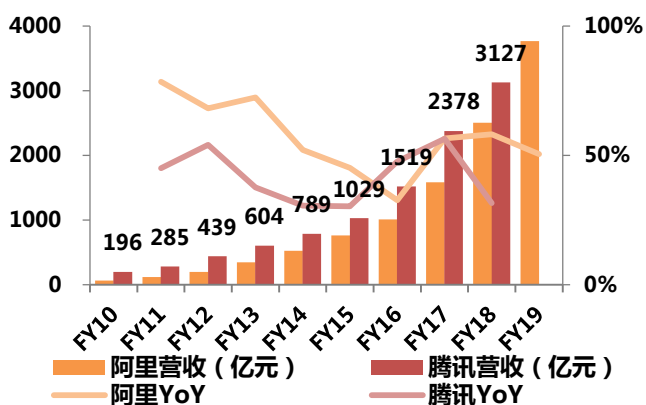


数据来源：wind，西南证券整理

### 营收：总体业务保持稳定，核心业务高速增长

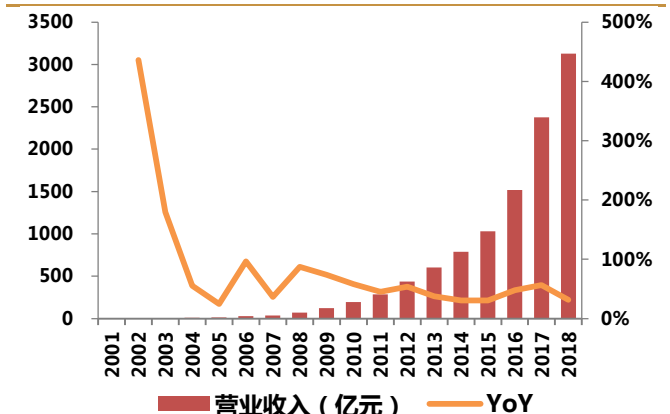
FY10 到 FY18，腾讯和阿里的营业收入都能保持逐年增长的趋势，阿里的营收从 FY10 的 67 亿元上升至 FY19 的 3768 亿元，年复合增长率达到 49.6%，除了逐年增长的核心电商业务贡献了主要营业收入外，云计算、数字媒体与娱乐和其他创新业务近些年来的突飞猛进也带动了营业收入较为可观的增长，与腾讯的差距也在逐年缩小。

图 23：阿里 VS 腾讯营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：2001-2018 年腾讯营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

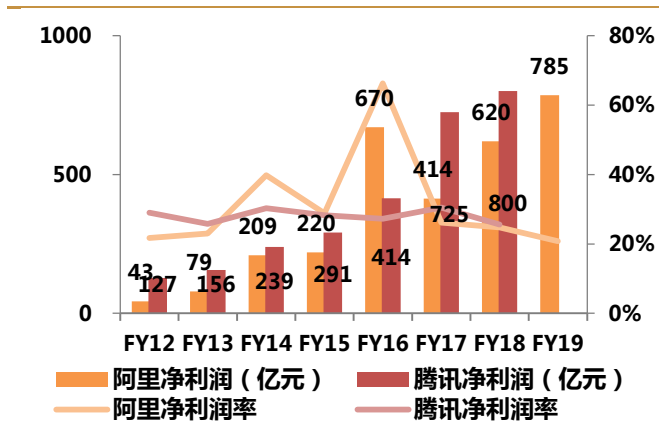
2001 年到 2018 年，腾讯的营业收入由 0.5 亿元上升至 3126.9 亿元，CAGR 达到 67.2%，2002 年，腾讯的营收增长率达到 432% 后迅速回落，并逐渐稳定在 30%-60% 之间，2004 年上市后，腾讯的营收增长率在 2006 年，2008 年和 2009 年分别达到 96%、87% 和 74%，

这分别是源于的广告业务和互联网增值服务的强劲表现、以平台为基础的多元化经营模式所带来的增长效应以及游戏业务的猛烈增长势头。

### 净利润：腾讯增长稳定，阿里后起直追

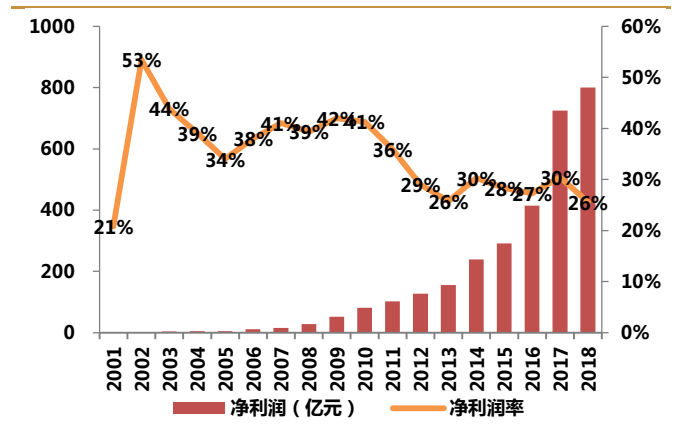
阿里在 FY12 的净利润只有腾讯的一半左右，但近年来阿里巴巴充分利用互联网红利，实现净利润的迅速增长。FY12-FY19 阿里的净利润由 43 亿元上升至 785 亿元，年复合增长率达 51.4%。FY16 阿里实现净利润 670 亿元，利润率更是达到 66%，主要原因是 FY16 净利润包含了阿里图像拆分（247 亿元）和阿里健康重估（186 亿元）等一次性收益。

图 25：阿里 VS 腾讯净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2001-2018 年腾讯净利润和净利润率



数据来源：公司公告，西南证券整理

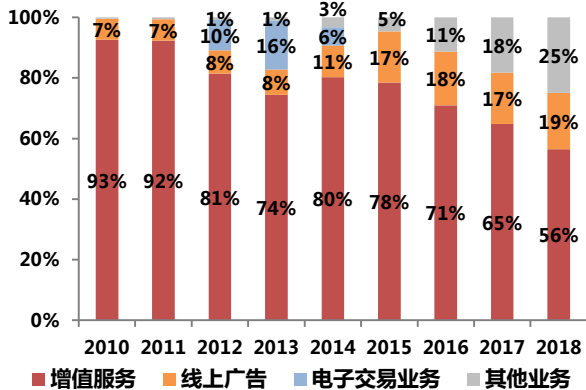
2018 年，腾讯的净利润达到 800 亿元，净利润率为 26%。2012 年到 2018 年，腾讯的净利润率始终在 26% 左右徘徊，无明显波动。除 2016 年，腾讯的净利润始终高于阿里。2001 年，腾讯的净利润只有 0.1 亿元，净利润率为 21%，2018 年，腾讯的净利润已经达到了 800 亿元，净利润率为 26%。2001 年-2018 年的净利润年复合增速为 69.7%，与营业利润的复合增速相差无几。

2002 年腾讯的净利润率达到 53% 后缓慢回落至 30% 左右，之后未出现较大的波动，这主要是由于腾讯在保持营业收入增长的同时，不断根据市场需求与互联网产业发展的趋势优化组织结构，进行技术创新与研发投入，用技术和组织结构优化产生的效率进一步抵消扩大业务板块所花费的成本与费用，以保证公司净利润取得健康、稳定与持续的增长。

### 业务组成：传统业务稳步增长，新兴板块突飞猛进

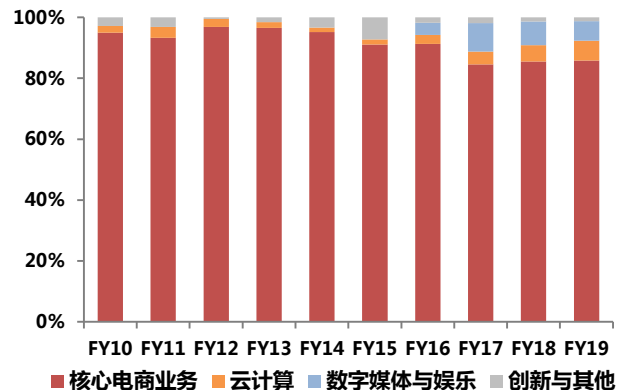
阿里作为电商起家的互联网公司，在早期的业务构成中基本只有核心电商这一项业务，创新业务的体量基本可以忽略不计。日益成熟的核心电商业务成为阿里巴巴集团的现金牛，为其他业务提供强劲输血。随着阿里在其他业务板块的布局逐渐深入，云计算、数字媒体以及其他创新业务逐渐成为阿里帝国不可或缺的一部分。目前阿里的主营业务依然是核心电商，FY19 核心电商产生的收入仍然占到总营收的 85% 以上，但是随着阿里云的完善和成熟以及在其他业务领域的不断深耕，预计未来核心电商在总体业务中的比重将会进一步下降。

图 27: 腾讯年度营收拆分



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 28: 阿里年度营收拆分



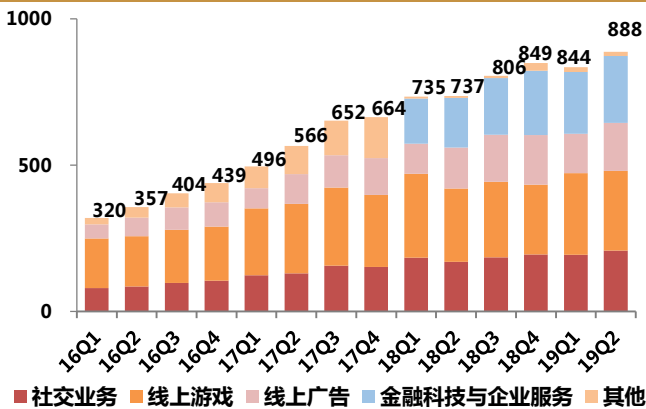
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

腾讯的业务主要分为增值业务（包括互联网增值和电信增值服务）、线上广告业务、其他业务和电子商务交易业务。根据年度数据来看，2010 年，增值服务产生的收入在腾讯的总体营收中占比 93%，但是随着腾讯在游戏、视频、音乐、线上阅读、浏览器等网络文娱领域以及云计算和金融科技等互联网前沿领域的不断深耕，传统业务的比重有所下降，2018 年，传统增值业务在总体营收中的占比只占到了 56%，腾讯业务布局多元化趋势明显。

2013 年，腾讯和京东开展合作，扩大 B2C 电子商务交易规模，并向后者提供手机 QQ 客户端和微信一级入口等平台 and 线上支付等方面的支持，并随后跟进了物流和其他相关基础设施的建设。2014 年，电子商务交易业务的比重有所下降，主要是因为相关业务流量转向京东和易迅业务的重新定位。2015 年，电子交易业务并入其他业务中，并与文娱、云计算和金融科技等新业务一起推动其他业务的成长，到 2018 年，其他业务收入占比已经达到了 25%。

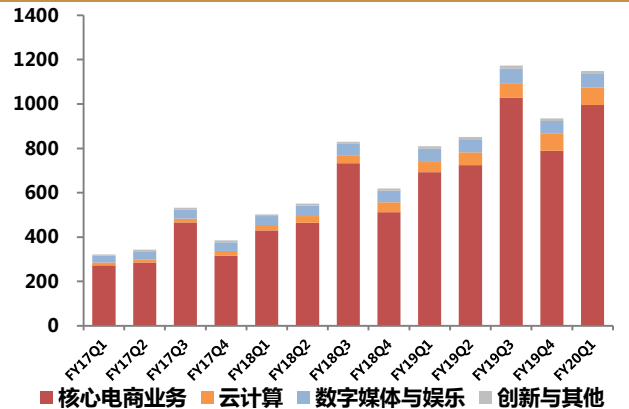
从季度的营收拆分来看，社交业务作为腾讯基础业务，在整体营收占比中并没有剧烈波动；游戏业务作为腾讯流量变现最主要的渠道之一，在分季度营收占比中始终位列第一。自 18Q1 腾讯在金融科技与其他企业服务领域布局后，这一板块产生的收入就迅速超过广告业务占比，仅次于游戏业务占比，和社交业务不分上下，互联网金融或成为腾讯在坚守传统社交业务的基础上实现发展飞跃的重要发力点。

图 29: 腾讯季度营收拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 30: 阿里季度营收拆分 (单位: 亿元)

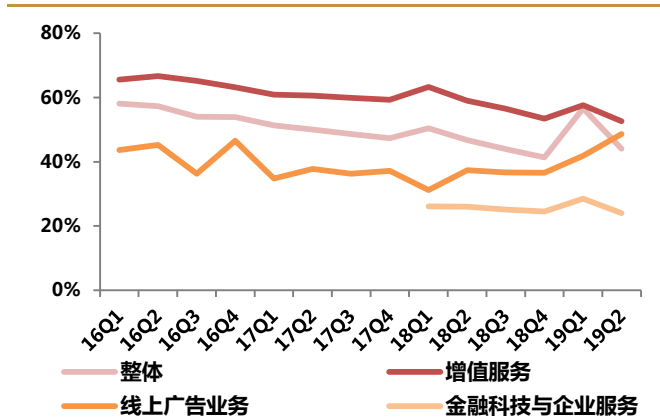


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 腾讯：毛利润水平较高，重视研发投入不断增长

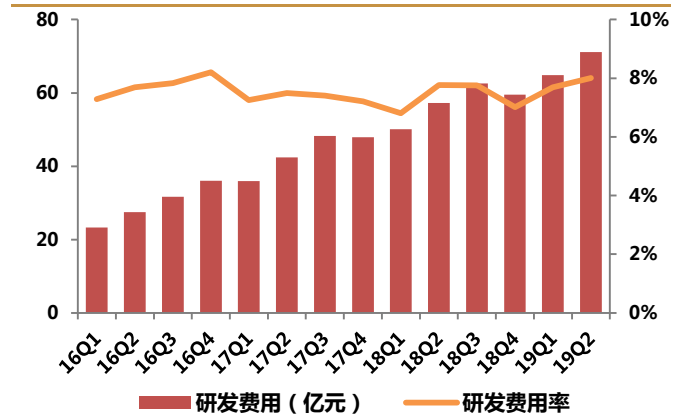
16Q1 到 19Q2，腾讯总体毛利率水平一直维持在 40%-60%之间，总体盈利能力较高。在各分项业务中，增值服务毛利率水平最高，19Q2 达到 52.6%，并呈现逐渐下降的趋势，这主要是由于在社交软件基础上进行的附加服务开发支出和为提高用户粘性与忠诚度的成本开支的增加。线上广告业务的毛利率仅次于社交业务，在广告业务中，腾讯主要为广告商提供投放平台及相应的投放方案，所需的支出相对较小，毛利率可以保持高位水平。金融科技以及企业服务是腾讯在 2018 年开始布局的新业务领域，技术研发和相应的基础设施建设的高成本开支是金融科技与企业服务业务毛利率较低的主要因素。

图 31：16Q1-19Q2 腾讯分业务毛利润率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：16Q1-19Q2 腾讯研发费用及研发费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn