

## 解剖“企鹅”:平台融合价值紧逼五大业务总量

昨日腾讯股价首破 600 港元大关,市值创历史新高。为了解析不断扩张的“企鹅”帝国价值,证券时报记者找出了与腾讯现有业务基本一致的多家美国市场公司作为对应的影子资产,这些影子资产包市值总额约 5000 亿元人民币。

目前,腾讯市值约 9000 亿元人民币。可以认为,剔除腾讯现有五大业务板块,其互联网平台融合的潜在价值约 4000 亿元。而目前 A 股市场中所有钢铁公司市值之和,也不过 3300 亿元左右。

### 腾讯微信:功能超WhatsApp

谷歌以 190 亿美元的估值收购 WhatsApp,令市场对微信的价值重估。相关协议显示,WhatsApp 当前月度活跃用户规模为 4.5 亿,对应的每个用户的估值为 42 美元。而腾讯旗下的微信 2013 年三季度月活跃用户为 2.719 亿,按照近两个季度 20% 左右的增长率,当前规模应已破 3 亿,根据同样估值原则,微信价值在 130 亿美元左右,约 800 亿元人民币。

但不少研究机构却给予微信更高的估值。巴克莱估计微信的价值 300 亿美元,相当于每用户估值约 95 美元;高盛对微信业务的估值为 480 亿美元,单用户估值破百美元。上述机构均表示,微信支付的增长潜力推高了这一业务的价值。

对比 WhatsApp 和微信,WhatsApp 定位于手机短信替代品,功能单一,主要收入为用户每年 0.99 美元的使用费,整个公司员工仅 55 人。而微信在商业尝试上更丰富,推出了表情销售、手机游戏、社交分享圈以及微信支付等附加服务,在 O2O、互联网金融领域均表现出了较强的生命力。以微信理财通项目为例,目前资金规模已超 500 亿元。

相较主要耕耘于欧美、拉丁市场的 WhatsApp,同样在东亚市场取得巨大成功的移动通信软件 Line,与微信有着更相似的成长背景及商业模式。数据显示,Line 所属公司 NHN 在韩国的市值为 1291.82 亿元人民币,约合 200 亿美元。当前 Line 注册用户数量超过 3 亿,但月度活跃用户较 WhatsApp 及微信仍有差距。由此可见,微信相较 WhatsApp 的估值更高。

虽然网页和搜索并不是腾讯最耀眼的业务板块,但从点击量来说,它们似乎具有极大的潜在商业价值。根据国际权威的 Alexa 排行榜,qq.com 全球访问量排在世界第 7 位,在国内互联网公司中仅次于百度,甚至高于淘宝。

根据 Alexa 的排名,腾讯和雅虎目前是全球前十大网站中仅有的两家门户网站,腾讯的访问量甚至远超过国内门户网站新浪,因此腾讯门户的潜在价值不应被低估。参考雅虎,其主要收入来源是广告业务



### 腾讯游戏:营收胜过动势暴雪

根据公开资料,相比于游戏界的殿堂级公司动势暴雪 (ActivisionBlizzard),腾讯游戏在 2013 年的营收数据上较之已领先了 25.4%。

公开资料显示,动势暴雪是全球最大的游戏开发商以及游戏发行商,世界第一大第三方游戏发行商。动势暴雪最早的历史可以追溯到 1979 年,此间经过多次兼并和破产危机。

但通过不断推出的重量级游戏产品,动势暴雪一直是全球游戏市场的领军公司。2013 年 7 月,动势暴雪回归为一家独立游戏公司。而在这一轮回归之中,腾讯作为战略投资者成为了动视暴雪的间接股东。

动势暴雪在网游领域的代表作有《使命召唤 online》和《魔兽世界》,这两款网络游戏长期盘踞全球各大游戏排行榜前列。

不过,腾讯游戏不仅在营收规模上超越了动势暴雪,在业务结构上也更符合发展趋势。根据腾讯季报,公司游戏业务几乎全部是网络游戏,而动势暴雪只有不到 1/4 的营收由网游创造。而手机游戏则仅占动势暴雪不到 10% 的比例。

腾讯在去年三季报中表示,公司推动智能手机应用的普及,以及推出若干智能手机游戏。公司的网络游戏业务受益于几款主要 PC 游戏增长及 QQ 手机版与微信上智能手机游戏的初步贡献。

在游戏的发达市场日本,手机游戏市场规模已是电脑游戏的 3 倍,而国内的手游游戏规模还不能与电脑游戏比肩。由此可见,腾讯游戏已经比行业巨头更快地转向移动端。

因此,从营收和业务结构来看,腾讯游戏的市值应该比动势暴雪高。



翟超/制图  
邱龙 仁际宇/制表  
资料来源:公开信息

### 腾讯门户:潜力挖掘不及雅虎

虽然网页和搜索并不是腾讯最耀眼的业务板块,但从点击量来说,它们似乎具有极大的潜在商业价值。根据国际权威的 Alexa 排行榜,qq.com 全球访问量排在世界第 7 位,在国内互联网公司中仅次于百度,甚至高于淘宝。

根据 Alexa 的排名,腾讯和雅虎目前是全球前十大网站中仅有的两家门户网站,腾讯的访问量甚至远超过国内门户网站新浪,因此腾讯门户的潜在价值不应被低估。参考雅虎,其主要收入来源是广告业务

和搜索。在广告业务方面,腾讯的规模相比雅虎有较大差距。而搜索方面,腾讯在季报中并没有单独披露相关数据。2013 年 9 月,腾讯宣布以 4.48 亿美元战略入股搜狗,并将旗下的搜索业务并入搜狗。

虽然在业务收入上与雅虎差距很大,但腾讯庞大的网站访问量不容忽视。未来腾讯如何从巨大访问量中挖掘增量业务,或许在一定程度上影响腾讯网页和搜索业务与雅虎的市值差距。



### 腾讯平台融合潜在估值4000亿

2月27日,腾讯股价站上600港元大关。据此计算,当前腾讯市值高达1.15万亿港元,约合人民币9000亿元人民币。记者对比分析发现,以此市值为基数,剔除腾讯现有五大业务分别对应的估值,公司平台融合潜在估值高达4000亿元。

记者将腾讯主要业务分为五大板块:QQ、微信、门户网站、游戏及电商,并根据上述业务规模,在美国市场中寻找到了业务内容、规模和市场地位接近的影子资产。这些影子资产合计市值约5000亿元人民币,考虑到腾讯在多数业务板块中都较对标的具一定的优势,因此腾讯各业务板块总价值5000亿元是较保守的估算。

那么,腾讯其余的4000亿市值又该如何理解?多位市场分析人士认为,腾讯

未来对整体业务规划和融合才是市场看重的关键。换句话说,市场认为腾讯合理运用现有互联网及移动互联网平台资源,并由此带来的增长空间——这种“可能性”价值4000亿元。

2月19日,大众点评网宣布腾讯入股20%,这被视为腾讯对O2O业务的探索。除与大众点评网合作外,微信支付目前已经涉及商业零售、电影、打车、商旅等多个领域。投入市场不足一个半月的微信支付也受到市场热捧,资金规模超过500亿元。

一位总部位于华东的券商分析师表示:“腾讯近期动作较多,从投资滴滴打车到入股大众点评网,都体现了腾讯在移动端商业化的思路,利用现有微信平台的优势,进行支付的尝试,这些资源一旦融合成功,潜力巨大。”

### 腾讯QQ:业务地位胜Skype

作为腾讯所有业务的基础,腾讯QQ软件是全球最大的即时通讯软件。腾讯2013年三季度财报显示,QQ用户月活跃账户为8.156亿,同比增加4%。其中,智能终端月活跃账户季比增长10.1%,意味着QQ手机版的接受度不断提高。

世界即时通讯巨头Skype当前在全球范围内拥有6.5亿用户,定位于为企业和个人提供语音、视频及信息服务。但随着移动互联网的逐步兴起,Skype逐步演变为PC端与移动端的IP通信产品,微软公司于2011年出价85亿美元将其收入囊中,并将原有的即时通讯软件MSN整合进Skype业务,利用用户资源优势,将旗下的Outlook、手机操作系统等业务进行串联。

根据微软的财报,Skype部门2012年的营收近20亿美元,较2010年同期的8亿美元增长了150%。按照这一业绩增幅,Skype显然估值已经超过85亿美元。

对比QQ与Skype的运营数字可以发现,目前QQ用户较Skype更多。运营方式上,腾讯和微软有着截然不同的理念。腾讯的组织构架中,QQ作为连接各项业务的平台,在软件中整合了游戏、网页、移动端、社交网络、增值服务等各个环节,利用各项业务增强QQ用户黏性,维持自身优势并实现商业化。

Skype则为微软环节中的一个组成部分,在视窗系统的基础上,Skype承担了为用户提供沟通的便利,是用于市场竞争的一个子业务。可见,腾讯QQ业务的估值要高于Skype。



### 腾讯电商:规模与Fanatics相当

目前腾讯在电商领域共存在三大板块,分别为易迅网、QQ网购以及拍拍网,前两者定位为B2C模式,易迅网是目前腾讯自营电商的核心平台,QQ网购则是一个开放的电商平台,而拍拍网定位则是C2C模式,类似于淘宝网。

根据2012年年报,腾讯电子商务交易业务收入为44.28亿元;2013年前三季度,腾讯电商业务均保持100%以上的同比增速,前三季度营收分别达到19.13亿元、21.99亿元、23.59亿元,占腾讯总收入比重约15%。按照这一增速测算,腾讯2013年全年电商收入有望超过90亿元。

当前中国与美国分列网络零售市场前二位,中国市场规模约2800亿美元,美国约2500亿美元。美国电商网站Fanatics目前营收规模与腾讯电商较为

接近,2012年均约为8亿美元,2013年均突破10亿美元大关。这家专注于体育用品及衍生品销售的公司成立于1995年,1997年开始线上销售后,营收开始大幅增长。Fanatics曾于2013年接受阿里巴巴投资1.7亿美元,当时估值为31亿美元。

不同的是,腾讯电商商业模式并非垂直式的B2C,而是涵盖了B2C、C2C等多种模式,与即将上市的电商巨头京东商城存在类似之处。京东2013年前三季度营收为492.16亿元人民币,美国独立分析机构ABR Investment Strategy发布报告称,京东的估值在310亿美元至440亿美元之间。

由于腾讯2013年前三季度电商营收规模为64.5亿元人民币,约为京东的1/8。如果参考京东的估值体系,腾讯电商估值应比Fanatics高出一些。



虽然外界期望极高,但腾讯却比较低调。腾讯公关部一位工作人员告诉记者:“腾讯对股价及市值的变动并没有太多评论,目前公司各项工作正在有效推进中。”此前,腾讯首席运营官马化腾表示,腾讯将通过开放合作及战略投资,继续投资于业务和生态系统。

易观国际高级分析师董旭认为,对于腾讯而言,如何将PC端、移动端等多个屏幕实现全网转换,是成功的关键。值得注意的是,在腾讯版图不断扩张的情况下,前述“可能性”的价值或将突破4000亿元。日前,摩根士丹利、巴克莱、德意志银行、高盛等多家国外投行上调了对腾讯股价预期,目标价位自600港元至700港元不等,上调原因主要是微信业务将成为公司主要盈利增长点。

高盛在报告中指出,内地O2O业

务明年会有迅速增长,腾讯旗下微信支付可同时处理网上及实体支付,大幅上调对微信业务的估值25%至480亿美元,故上调目标价至700港元。

董旭告诉记者,对于腾讯而言,微信的意义在于巩固自身的市场地位。微信帮助腾讯将自身优势延续到了移动互联网领域。同时,微信还进行了更多产品线的部署,包括公共账号、购物、游戏等,都是为整合腾讯其他产品做实验,成为腾讯网络生态中移动端的基石。

若按高盛给出的700港元目标价格,腾讯市值将突破1万亿元人民币,也即前述“可能性”估值5000亿元。上述券商分析师也称:“我们上一份腾讯研报目标价500港元,现在已经600港元,接下来仍看好腾讯涨势。”

(本版稿件由证券时报记者邱龙、仁际宇撰写)