

## 金融服务

## 腾讯专题 | 腾讯生态圈如何与金融融合？

## 评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋婧

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：陆婕

执业证书编号：S0740518010003

Email: lujie@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

## 行业-市场走势对比

## 相关报告

&lt;&lt;金融科技深度对比：陆金所的商业模式&gt;&gt;2020.12.04

&lt;&lt;深度对比 | 蚂蚁集团与京东数科：科技、金融、财务与模式&gt;&gt;2020.10.20

&lt;&lt;蚂蚁集团：商业模式及竞争壁垒的深度分析&gt;&gt;2020.08.16

## 投资要点

- 研究腾讯生态圈如何与金融融合，需站在腾讯整体视角俯瞰。我们理解腾讯的商业逻辑，是以社交为圆心、通过流量+资本向外延展辐射，而金融、尤其支付，是腾讯从社交（连接人与人）向外延伸（连接人与内容和服务、连接人与商业）的前提和基础。
  - 1、腾讯商业模式选择：是由其社交基因所决定。并通过流量+资本打法，有机联系各领域领导者。
  - 2、腾讯是自下而上做产品思维，注重用户体验。产品思维和用户体验的追求，使得腾讯在微信商业化方面较为克制。
  - 3、去中心化模式。区别于电商的典型中心化模式（流量、利润掌握在平台手中），微信生态更去中心化，更利于内容创作者、商户建立私域流量。
- 腾讯生态圈与金融的融合点：支付业务战略重要性高（支付是升级各种连接的基础），而对金融变现相对“克制”。金融科技与企业服务收入贡献持续提升（3Q20 占比约 26%）。
  - 1、金融、尤其支付，是腾讯从社交向外延伸的前提和基础。支付是实现各种连接的底盘和基础。
  - 2、腾讯对于金融变现的相对“克制”，背后是对社交产品体验的“妥协”。在微信生态中，借贷、理财等入口深、让位于社交功能。
  - 3、体现在组织架构：相对更为独立。微信支付、微粒贷、腾讯金融科技分属于三个不同事业群和经营主体，协同性较弱、统筹难度相对大。
- 腾讯生态圈如何融合支付？从腾讯整体战略角度，微信支付的发展与腾讯生态的拓展，互为前提、相互促进。微信支付的模式及特点：流量转化+投资生态，更长尾、更高频。
  - 从移动支付“战役”复盘，看腾讯如何融合支付。微信支付迅速抢占市场，是对支付的战略远见，及执行力体现。微信支付市场份额增长的关键节点：2014Q1-2016Q4，市占率由 3.3% 提升至 37% 左右，此后稳定于 38-39%；此阶段，通过社交红包加速用户绑卡、投资开放微信生态、及星巴克等头部客户的示范效应。
  - 腾讯支付业务的模式：1、线上支付场景之一：腾讯以合作而非控股方式，找到开放微信生态与控制自身能力边界的平衡点。做大生态、获取投资收益，并占领支付战略高地（高频流量、粘性及数据意义）。与美团等联营企业，通过开放九宫格输出流量、及嵌入支付（优先级高），逐步抢占电商（京东、拼多多等腾讯系电商 B2C 份额由 2012 年 22.3% 提升至 2019 年 41.2%）及本地生活份额（美团 2019 年外卖份额 66%、在线酒店份额 49%）。2、线上支付场景之二：以微信小程序为杠杆，撬动体内商业交易生态。小程序以轻量级应用模式直接触达 App 的内容和服务，挖掘微信潜在交易属性、打造腾讯电商闭环，扩大支付份额。2019 年小程序 DAU 达 4.1 亿、GMV 8000 亿（同比+160%）。3、线下支付场景：凭借社交用户量+启动频次，迅速提升份额。根据艾媒数据，线下约 65.6% 的网民习惯于微信支付，微信支付在线下特点是小额高频、长尾下沉。
  - 腾讯做支付的未来演绎：线上有望量价齐升，线下扫码仍有渗透空间。
    - 1、移动支付份额：线上腾讯投资生态+微信交易生态迅速增长；线下扫码支付渗透率仍有提升空间，尤其娱乐、交通、医疗等大额、低频场景。
    - 2、支付费率：线上费率距 0.6% 仍有空间，且微信的线上商业支付提价空间更大，预计与美团、拼多多等战略合作客户的支付费率更市场化，具备一定提升空间（如美团给与腾讯的支付佣金占比由 2015 年 10% 提

升至 2019 年 61%，预计是有支付费率提升的原因)；线下费率更多是结构化的变化（如餐饮行业补贴与返佣正常化）。

- **腾讯生态圈如何融合金融、并实现变现：态度克制、空间仍大。**腾讯生态圈与金融的融合，总体相对谨慎、克制，始终是站在微信社交属性与金融工具属性的平衡点；而没有过度商业化的微信，也意味着金融变现的潜在空间仍大。
- **借贷：随微信交易生态及信用体系搭建而增长。**1、产品及模式。现金贷：微粒贷通过微信获客，白名单制度体现谨慎性。以微众银行为经营主体，微信协助获客、运营及风控，资金端联合贷的模式。小微贷：微业贷，通过朋友圈广告、助贷平台等广泛获客，客群及模式上更接近银行小微贷款。消费贷：消费贷若后续推出（此前内测微信分付），将拓宽交易场景、提升用户粘性、完善信用体系。2、腾讯信用体系随生态逐步搭建。腾讯在社交数据上具有优势，但在交易类数据、及用户信用账户历史及还款记录数据方面仍需持续积累。
- **理财：精品店模式，严格产品筛选、注重客户价值创造。**1、精品店模式：致力于客户获取收益，减小保有量波动。区别于蚂蚁、天天的超市模式，理财通严选模式更为稳健，增长空间更大：理财通 AUM（2019 年末 9000 亿）及 C 端理财用户渗透仍有很大潜力（理财通 2 亿用户，在微信用户的渗透率不足 20%）。2、注重体系化（覆盖售前、售中、售后全流程）、差异化服务（客户分层），及投资者教育。腾讯的年轻、长尾客群占比较高（根据理财通五周年大数据：80 后 90 后占 73%），理财知识相对薄弱。
- **保险：基于腾讯社交裂变的保险平台。**1、微保为主体，微信做连接。通过旗下微保，凭借微信的连接（微保小程序、公众号）开展保险业务，提供保险代销、场景险、赋能保险公司的能力输出。2、产品严选、顾问式服务实现用户转化。根据微保两周年数据，截至 2019 年 11 月，微保注册用户超 5500 万，并为超过 2500 万用户提供了保险服务，微保用户人均保费超过 1000 元，用户投保复购率高达 40%。3、微保积极参与各地的惠民保来覆盖保险的长尾市场。惠民保是医保和商保的有机结合，类似于低配版的百万医疗险。
- **风险提示：**金融监管风险；市场竞争加剧；宏观经济下行；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>一、腾讯生态圈如何与金融融合：逻辑与模式 .....</b>	<b>- 6 -</b>
1.1 理解腾讯的商业逻辑：以社交为圆心、通过流量+资本向外延展.....	- 6 -
1.2 腾讯生态圈与金融的融合点：支付是重要基础，金融变现“克制” .....	- 7 -
<b>二、腾讯生态圈如何融合支付 .....</b>	<b>- 10 -</b>
2.1 从移动支付“战役”复盘，看腾讯如何融合支付 .....	- 10 -
2.2 腾讯支付业务模式：线上围绕微信搭建生态，线下持续渗透.....	- 14 -
2.3 腾讯支付业务未来演绎：线上有望量价齐升，线下扫码仍有渗透空间 .....	- 19 -
<b>三、腾讯生态圈如何融合金融及变现：态度克制、空间仍大 .....</b>	<b>- 21 -</b>
3.1 借贷：随微信交易生态及信用体系搭建而增长.....	- 21 -
3.2 理财：精品店模式，严格产品筛选、注重客户价值创造.....	- 25 -
3.3 保险：基于腾讯社交裂变的保险平台 .....	- 30 -
<b>风险提示 .....</b>	<b>- 32 -</b>

## 图表目录

图表 1: 微信及 wechat 合并月活数; 百万, %	- 7 -
图表 2: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比; 2020 年 9 月, %	- 7 -
图表 3: 移动 APP 月活数排名; 2020 年 10 月, 万人	- 7 -
图表 4: 腾讯收入结构; %	- 8 -
图表 5: 腾讯金融科技服务及盈利模式概况	- 8 -
图表 6: 腾讯业务以通信社交为“链接”	- 8 -
图表 7: 腾讯产业互联网布局	- 9 -
图表 8: 腾讯组织架构图	- 10 -
图表 9: 腾讯组织架构与事业群分工	- 10 -
图表 10: 移动支付市场份额变迁, 及微信支付、支付宝重要事件整理; %	- 12 -
图表 11: 支付宝、财付通第三方互联网支付份额; 亿元, %	- 12 -
图表 12: 网民不同金额下支付产品使用偏好; 2019Q1	- 13 -
图表 13: 网民消费支付产品使用偏好; 2019Q1	- 13 -
图表 14: 网民在不同场景下的支付偏好; 2019Q1	- 13 -
图表 15: 各线城市网民使用支付偏好; 2019Q1	- 13 -
图表 16: 各线城市中均呈现小额偏好微信支付、大额偏好支付宝	- 14 -
图表 17: 线下支付偏好微信支付、线上支付各线城市存差异	- 14 -
图表 18: 微信支付和支付宝的支付数据对比	- 14 -
图表 19: 微信支付、支付宝移动支付规模及份额; 亿, %	- 15 -
图表 20: 腾讯财报对支付业务描述	- 15 -
图表 21: 网络零售 B2C 市场交易份额	- 16 -
图表 22: 外卖市场份额; 2019 年, %	- 17 -
图表 23: 在线酒店市场份额; 按间夜量, 2019 年, %	- 17 -
图表 24: 微信通过“九宫格”开放流量	- 17 -
图表 25: 微信支付、支付宝线上支付场景占据格局; 亿元	- 17 -
图表 26: 微信小程序 DAU; 亿人	- 18 -
图表 27: 微信小程序及小程序行业 GMV; 亿元	- 18 -
图表 28: 微信支付商户类目对应支付费率	- 19 -
图表 29: 个人支付业务手续费率情况	- 19 -
图表 30: 网络零售占社会消费品零售比例; 亿元, %	- 20 -
图表 31: 线下扫码占第三方移动支付份额; %	- 20 -
图表 32: 阿里 GMV 及给与支付宝的支付费率测算; 万亿, %	- 21 -
图表 33: 腾讯系公司 GMV 拉近与阿里差距; 亿元	- 21 -

图表 34: 美团给与腾讯的支付佣金占比提升; 亿元, %.....	- 21 -
图表 35: 京东给与腾讯的支付佣金占比提升; 亿元, %.....	- 21 -
图表 36: 腾讯微粒贷对比蚂蚁借呗.....	- 22 -
图表 37: 腾讯微业贷对比蚂蚁网商贷.....	- 23 -
图表 38: 微信分付对比蚂蚁花呗.....	- 23 -
图表 39: 微信支付分评估维度 .....	- 24 -
图表 40: 芝麻信用评估维度 .....	- 24 -
图表 41: 微信支付分入口及界面.....	- 24 -
图表 42: 理财通管理资产规模; 亿元.....	- 25 -
图表 43: 理财通用户年龄分布: 90 后占比最大.....	- 25 -
图表 44: 理财通、零钱通被放置在微信的三级入口中.....	- 26 -
图表 45: 理财通平台产品数量-按风险偏好排序.....	- 27 -
图表 46: 蚂蚁理财平台产品数量-按风险偏好排序.....	- 27 -
图表 47: 蚂蚁/腾讯主打货基产品余额规模变化趋势; 亿元.....	- 28 -
图表 48: 理财通“一起投”与蚂蚁“帮你投”的对比.....	- 28 -
图表 49: 理财通体系化、差异化服务.....	- 29 -
图表 50: 重视用户培育与投资者教育.....	- 29 -
图表 51: 微保基于微信社交平台.....	- 30 -
图表 52: 注重保险教育与服务体验 .....	- 30 -
图表 53: 微保产品.....	- 31 -

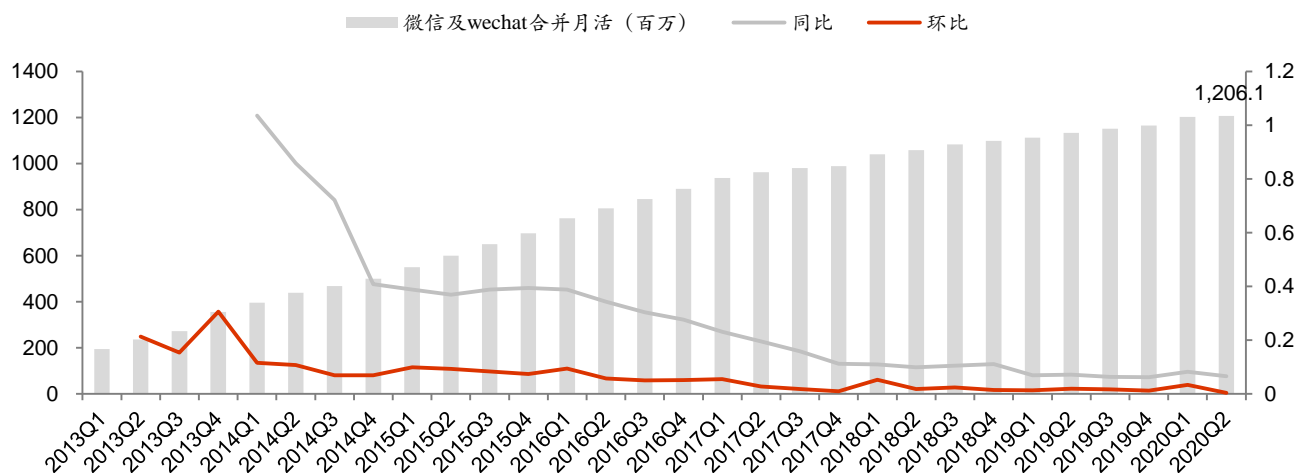


## 一、腾讯生态圈如何与金融融合：逻辑与模式

### 1.1 理解腾讯的商业逻辑：以社交为圆心、通过流量+资本向外延展

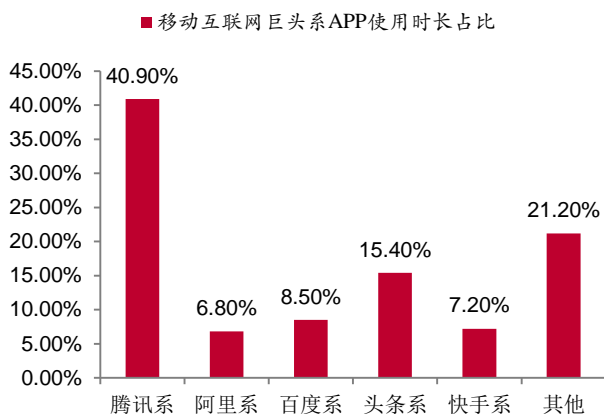
- 研究腾讯生态圈如何与金融融合，需站在腾讯整体视角俯瞰。我们理解腾讯的商业逻辑，是以社交为圆心、通过流量+资本向外延展辐射，而金融、尤其支付，是腾讯从社交（连接人与人）向外延伸（连接人与内容、人与服务）的前提和基础。
- 腾讯商业模式选择：是由其社交基因所决定。1、对于庞大的腾讯体系，可以理解为是以 QQ 及微信的社交平台，孕育着游戏、社交网络增值服务、金融科技及企业服务、网络广告及其他收入。腾讯是国内客户流量、用户时长处于领先的互联网公司。微信是天然的流量金矿，根据易观和公司年报数据，截至 2020 年 10 月微信及 wechat 合并月活数达 12.13 亿，排名第一；即时通信的高频刚需、及社交形成的天然粘性，根据 Questmobile 数据，在用户使用时长方面腾讯系也遥遥领先（40.9%领先于排名第二的头条系 15.4%）。2、通过流量+资本打法，通过投资有机地联系了市场上各个领域的领导者。包括电商的京东和拼多多、本地生活的美团，都在各自细分领域逐步成为领导者，使得腾讯在获得高额投资回报的同时，整个腾讯系生态不断繁荣壮大。
- 腾讯是自下而上做产品思维，注重用户体验。互联网公司的初衷和目的都是做生态，生态圈的扩大可以充分发挥双边网络效应，并不断迭代，而腾讯的商业思维是自下而上做产品。1、从 QQ 到微信，腾讯始终追求产品及用户体验。产品体验及为用户创造价值是腾讯秉承的理念，高效、简洁、隐私是微信创始人张小龙从做 Foxmail 邮箱、到 QQ 邮箱、再到微信一直坚持的产品思维。即便在移动互联网红利逐步退去、微信及 QQ 用户增速放缓的当下，张小龙认为用户需求是层出不穷的，微信的增长在于深挖、填满用户需求。2、腾讯在微信商业化方面较为克制。为避免对用户形成过分干扰，微信的商业变现始终需权衡产品体验，2015 年 1 月微信朋友圈开放第一条广告，直至 2020 年才放开至四条（2018 年 3 月、2019 年 5 月分别开放第二第三条）。
- 去中心化模式。区别于电商的中心化商业模式（商户依靠平台的流量分发/算法来触达用户，流量始终掌握在平台手中），腾讯的属性是社交，微信的生态圈里主要是去中心化商业模式，如商户利用公众号或小程序建立其品牌，触达客户的同时，获得、累积并维持对交易、数据、用户关系的控制权，是有利于内容创作者或商户建立自己的私域流量，累积粉丝，而微信亦能建立起多样化的生态圈。中心化与去中心化孰优孰劣并无定论，事实上微信也有中心化尝试（如看一看中的精选或视频号的热门都是算法推荐），但过分中心化必然会淡化用户的社交联系，这是微信想避免的。

图表 1: 微信及 wechat 合并月活数; 百万, %



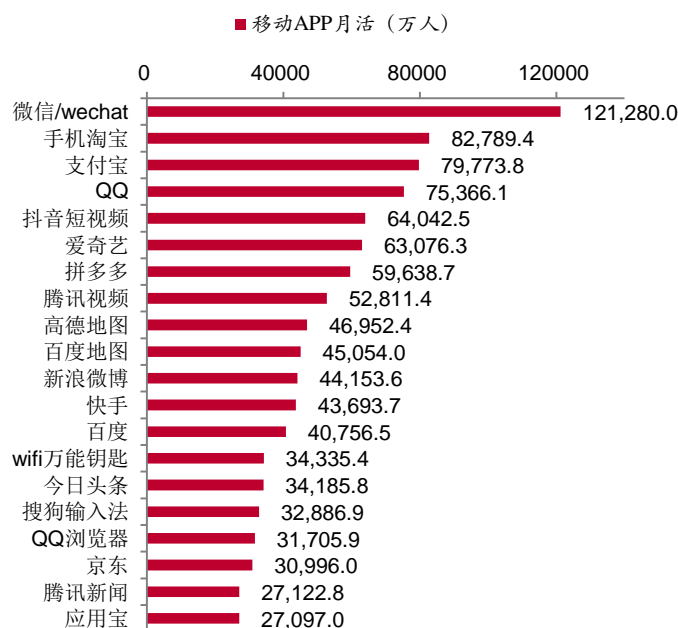
来源: 公司官网, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 移动互联网巨头系 APP 使用时长占比; 2020 年 9 月, %



来源: Questmobile, 中泰证券研究所

图表 3: 移动 APP 月活数排名; 2020 年 10 月, 万人



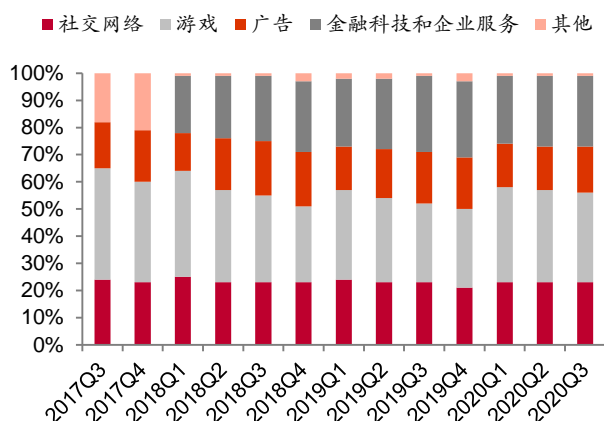
来源: 易观, 公司公告, 中泰证券研究所

## 1.2 腾讯生态圈与金融的融合点: 支付是重要基础, 金融变现“克制”

- **金融科技业务收入贡献持续提升。**腾讯金融科技业务主要包括支付、理财(理财通)、借贷(代表产品微粒贷由持股 30%的联营公司微众银行经营主体)、及保险(微保, 由控股子公司微民保险为经营主体)。2019 年, 腾讯首次将“金融科技及企业服务”单独列入财报, 此前是将金融科技

业务列入其他业务收入。2019 年全年，金融科技及企业服务收入达 1014 亿元，同比增长 39%，其中，企业服务主体“腾讯云”收入约 170 亿元，以此估计，腾讯金融科技业务的年收入规模为约 800 亿元，预计其强劲势头主要来自商业支付带来的收入增长，尤其微信日活跃用户数及人均交易笔数的增加。

图表 4：腾讯收入结构；%



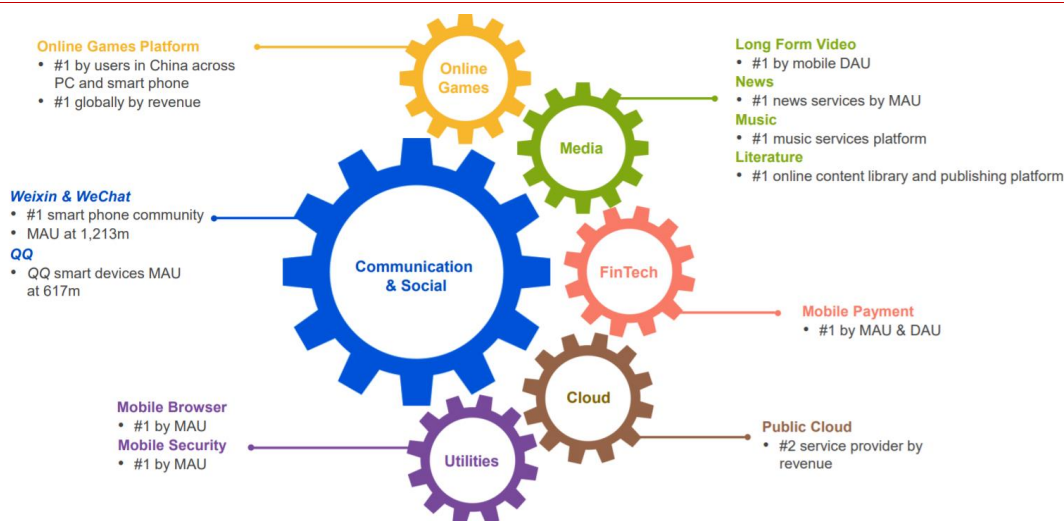
图表 5：腾讯金融科技服务及盈利模式概况

金融科技服务	盈利模式	具体情况
支付(包括微信支付、QQ 钱包)	支付费率(标准费率 0.6%-1%)；取现、信用卡还款(0.1%)	移动支付月活账户数超过 8 亿 (2Q18)；商业支付日均笔数超过 10 亿 (4Q19)
理财通	佣金收入，包括申购费、管理费分佣等	累计 1 亿用户 (4Q18)；理财平台客户总资产超过 8000 亿元 (2Q19)
微粒贷(联营公司微众银行，持股 30%)	利息收入，技术服务费	截至 2019 年末，累计放款额超过 3.7 万亿元
微保(控股子公司微民保险)	佣金收入	截至成立两周年 (2019 年 11 月)，超过 5500 万注册用户，并为超过 2500 万用户提供了保险服务

来源：公司财报，wind，中泰证券研究所

来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

图表 6：腾讯业务以通信社交为“链接”



来源：公司官网，中泰证券研究所



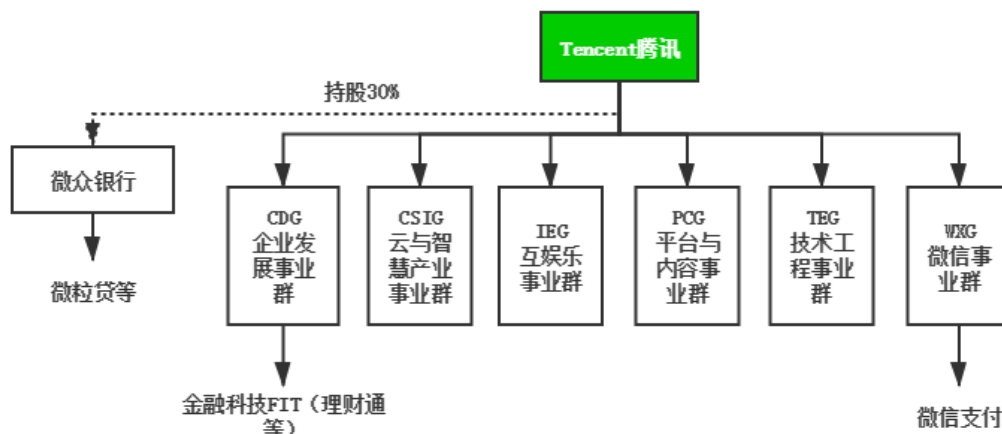
图表 7：腾讯产业互联网布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **金融、尤其支付，是腾讯从社交（连接人与人）向外延伸（连接人与内容和服务、连接人与商业）的前提和基础。**腾讯的发展可以总结为基于社交的“连接”战略，即从连接人与人（微信的基础通讯和社交功能），到连接人与内容和服务（公众号、朋友圈、搜一搜、视频号），到连接人与商业（通过小程序，连接行业、消费者和商业伙伴）。随着 C 端流量红利逐渐消失，腾讯也于 2018 年拓展产业互联网，基于消费互联网中积累的流量优势，赋能 B 端数字化，更好服务于自身以及 B 端的 C 端用户（C2B2B2C）。产业互联网战略中，基于腾讯云，定制智能行业解决方案（包括智慧零售、医疗、教育、金融、交通），利用腾讯的高 DAU（日活跃账户）平台和专有技术，帮助企业进行数字化转型。微信商业生态总结为：前端流量和平台是小程序+公众号+搜索+直播+企业微信+视频号，后端是供应链+交易保障+技术支持，腾讯提供工具和生态，第三方服务商对接商家和腾讯，完成数字化过程，而金融尤其支付，是实现“链接”的基础。
- **腾讯对于金融变现的相对“克制”，背后是对社交产品体验的“妥协”。**腾讯生态圈与金融融合，是微信社交产品中的一块业务，在业务层面始终受制于微信这个核心产品，需要与用户社交体验做更多平衡。腾讯注重用户体验，而金融与社交的相关性较弱，在微信生态中势必让位与社交，借贷、理财等金融业务的微信入口都较深（三级入口以上），避免对用户形成过多打扰。总体上腾讯对金融变现的优先级与时点更靠后。同时，微信对商业化的克制，对于借贷、理财等金融业务变现，腾讯坚持的理念是稳健；预计相较蚂蚁的微贷信贷余额、及理财 AUM，腾讯微粒贷和理财通的规模量级小。
- **体现在组织架构：相对更为独立。**出于以上讨论腾讯的商业逻辑，腾讯金融业务中，微信支付、微粒贷、腾讯金融科技属于三个不同事业群或经营主体，协同性相对较少。相比之下，阿里将金融业务以蚂蚁集团独立运作，具有统一、完整的组织架构，业务统筹性较强。

图表 8: 腾讯组织架构图



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

图表 9: 腾讯组织架构与事业群分工

业务内容		事业群	负责人
通讯与社交	微信	微信事业群（WXG）	张小龙（高级执行副总裁）
	Q	平台与内容事业群（PCG）	任宇昕（首席运营官）
工具			
数字媒 体	视频		
	新闻		
游戏		互动娱乐事业群（IEG）	
数字媒 体 （独立）	在线阅读	阅文集团	James Mitchell （首席战略官）
	音乐	腾讯音乐娱乐集团（TME）	汤道生（高级执行副总裁）
云		云与智慧产业事业群 （CSIG）	
金融科技		企业发展事业群（CDG）	刘炽平（总裁）
广告			
技术研发与支持		技术工程事业群（TEG）	卢山（高级执行副总裁）

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

## 二、腾讯生态圈如何融合支付

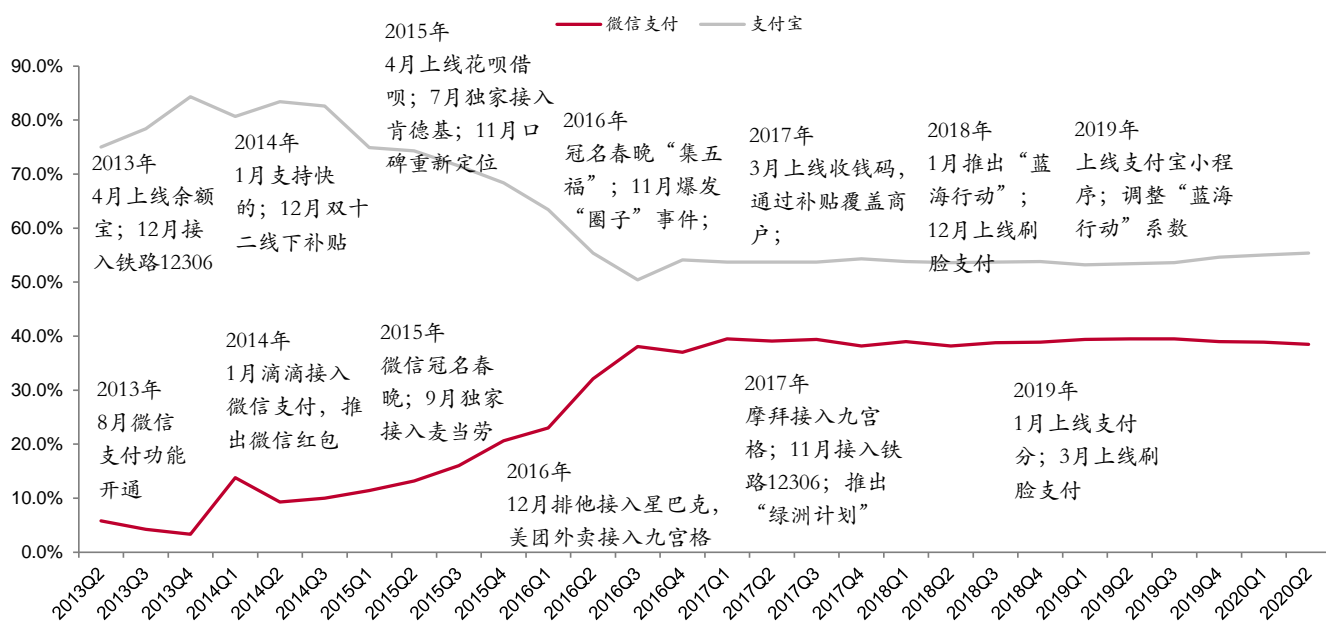
### 2.1 从移动支付“战役”复盘，看腾讯如何融合支付

腾讯对支付业务拓展不遗余力，凸显巨头对于支付赛道的重视。总体上，微信支付迅速抢占市场份额，是对支付业务重要性的战略远见，及利用自身流量和生态禀赋的执行力体现。微信支付“逆袭”的关键节点：2014Q1-2016Q4，微信红包迅速转化绑卡用户、腾讯投资生态价值显现、星巴克等头部 KA 客户的示范效应。各类场景互有胜负：微信胜在小额+线下，支付宝赢在大额+线上。

- **阶段一：2013Q4 之前，支付宝一家独大。**2003 年支付宝成立，作为解决淘宝电商交易信任问题的支付工具逐步被推广使用，背靠阿里、凭借电商的先发及规模优势，支付宝在很长一段时间内，都稳居互联网支付第一名，一家独大，2010-2014 年，支付宝在第三方互联网支付市场的份额稳定于约 50%。2013 年 4 月支付宝上线余额宝，借助对余额理财市场需求空缺的填补及当时“钱荒”形成市场高利率环境，余额宝迅速成为爆款；另外，2013 年 12 月支付宝率先接入铁路 12306，支付宝在电商之外，在金融理财、出行购票等多维度的延展，在移动支付市场份额推至最高（根据艾瑞数据，2013Q4 份额达 84.3%）。
- **阶段二：2014Q1-2016Q4，微信支付迅速崛起、抢占市场份额。**在意识到支付对生态闭环之重要性，以及手机移动时代潜在商业红利，微信迅速展开行动。
  - **一是微信红包迅速转化绑卡用户。**在 2013 年 8 月在微信中开通微信支付功能后，于 2014 年推出微信红包，在传统春节当口，结合支付功能性和社交红包娱乐性，微信红包是将支付融入微信社交生态的最好切入点。同时，红包自然衍生的提现需求加速了用户绑定银行卡动作，知名度及用户习惯的建立。根据腾讯年报，截至 2014 年末，QQ 手机钱包及微信支付已绑定银行卡的用户账户总数已超过 1 亿，2015 年更是冠名春晚，联合外部企业推出“摇一摇”抢红包，微信红包发放数量在 2014-2017 年除夕呈几何级增长（2017 年除夕微信红包收发数量达 140 亿，同比增长 76%）。
  - **二是腾讯投资生态的“流量+资本”战略价值显现。**2014 年 1 月滴滴接入微信支付功能（腾讯于 2013 年 4 月入股滴滴），并大力支持滴滴与快的的“补贴战”，相较支付工具的用户心智已经培育健全的支付宝而言，微信具有更强动力原因在于转变在支付领域微信仅是能收发红包的通讯工具的认知。2016 年 12 月美团外卖接入微信钱包九宫格（2016 年 1 月腾讯领投美团），向战略投资方开放流量的形式共建生态，同年 12 月马化腾宣布微信支付在线下份额全面超过支付宝。在支付份额的获取及用户培育，是 2011 年腾讯确定开放战略，即“流量+资本”打法，也正是这一轮打车大战之后，腾讯意识到自己手握流量、能力与资源可以通过投资生态，将优势进一步地拓展。
  - **三是线下头部 KA 客户（麦当劳、星巴克）合作的示范效应。**在线下场景，微信支付开始发挥自己的能力和优势，向线下商户开放一系列生态工具，如公众号、卡包、朋友圈广告、小程序等，同时重点突破头部 KA（Key Account，重点客户），在行业形成示范效应。2015 年 9 月，微信支付独家接入麦当劳，并且历经一年多的拉锯谈判，在 2016 年 12 月星巴克接入微信九宫格，并签署 9 个月排他期。除了出行之外，餐饮行业由于高频、刚需属性，是培育用户使用习惯的最重要线下场景之一，而分散的行业格局使得对于拿下 KA 商户，对小餐饮企业具有示范效应，这也是之后 2017-2018 年微信支付和支付宝相继推出针对线下餐饮业的“绿洲计划”、“蓝海行动”的重要原因。
- **阶段三：2017Q1 至今移动支付双寡头格局成形，两者份额稳定。**拿下线下餐饮行业成为微信和支付宝的共识，在 2017 年微信支付率先推出“绿

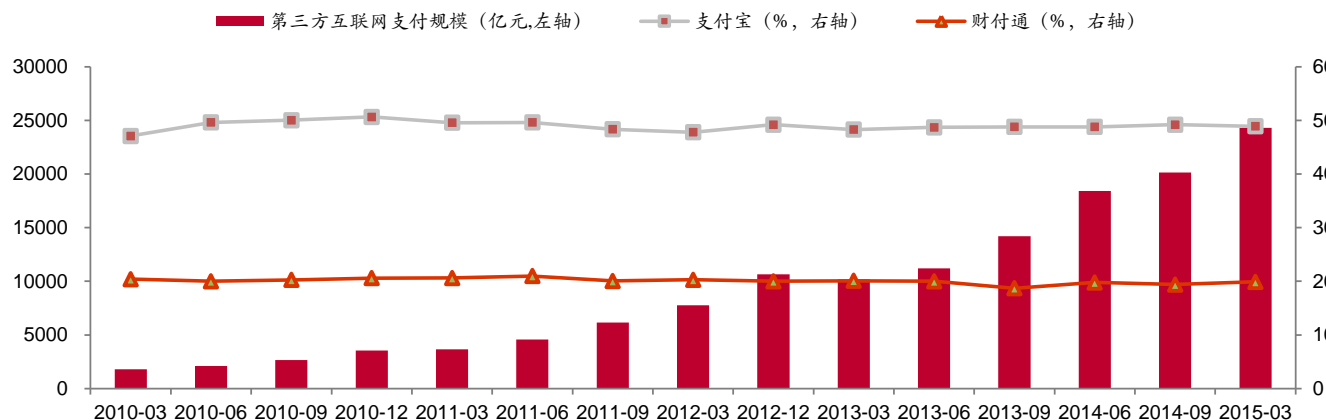
洲计划”，参与活动的前 50 万名餐饮类商户可享受支付“零费率”政策，且服务商获得千二的返佣，以此调动商户及服务商的积极性、提升行业渗透率。随后在 2018 年初，支付宝推出了类似的“蓝海行动”。不遗余力的补贴力度可在两者财报中营销费用率看到，两者虽均未单独披露支付业务营销费用，2018 年蚂蚁集团销售费用（主要为推广及广告费用，预计主要是支付及花呗借呗推广补贴）高达 473.45 亿元，销售费用率较 2017 年提升 32 个百分点至 55%；而 2018 年腾讯的销售及市场推广开支（包括金融科技、云服务、手游及数字内容等）同比增长 37% 至 242 亿元。高额的补贴政策没有让两者拉开差距，2017 年 Q1 至今，微信支付市场份额稳定在 38%-39% 左右，支付宝稳定在 53%-55% 左右。

图表 10：移动支付市场份额变迁，及微信支付、支付宝重要事件整理；%



来源：易观，艾瑞，公司官网，公司公告，中泰证券研究所

图表 11：支付宝、财付通第三方互联网支付份额；亿元，%



来源：艾瑞、易观，中泰证券研究所

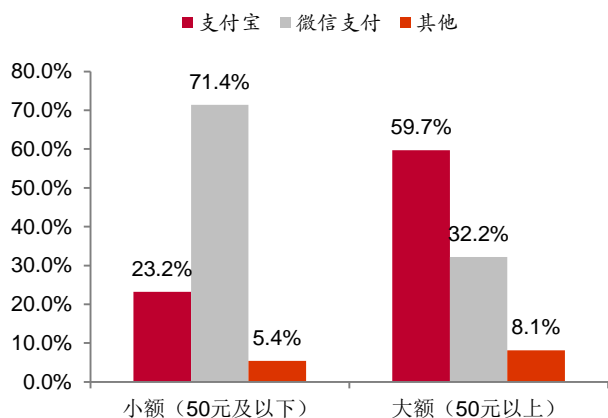
■ 微信支付与支付宝对比：各类场景互有胜负。参考艾媒咨询调研报告数



据, 1、**小额 vs 大额**: 小额偏好微信。在小额支付时 (50 元及以下), 超七成 (71.4%) 网民偏好使用微信, 而在大额支付 (50 元以上), 约六成 (59.7%) 网民更喜欢用支付宝支付; 2、**线上 vs 线下**: 线上偏好支付宝 (60.8%), 线下偏好微信支付 (65.6%)。阿里优势在于对线上电商份额的领先, 以及支付宝的独占性。3、**各类场景比较**: 微信支付优势在移动端非电商类消费及线下餐饮, 支付宝优势在电商类消费。对比各类场景, 体现出明显差异的场景包括, 微信明显领先支付宝的两个领域为移动端非电商类消费 (42.1%vs20.9%)、及线下餐饮 (45.1%vs23.7%), 而支付宝大幅领先微信支付的两个领域为 PC 端电商类消费 (42%vs26.6%)、及移动端电商类消费 (46.2%vs31.8%); 其他场景双方差异不大, 基本符合用户心智及市场认知: 微信支付在出行、话费和交通卡充值场景占优, 支付宝则在 PC 端非电商、生活缴费、手机应用充值、转账等场景占优。

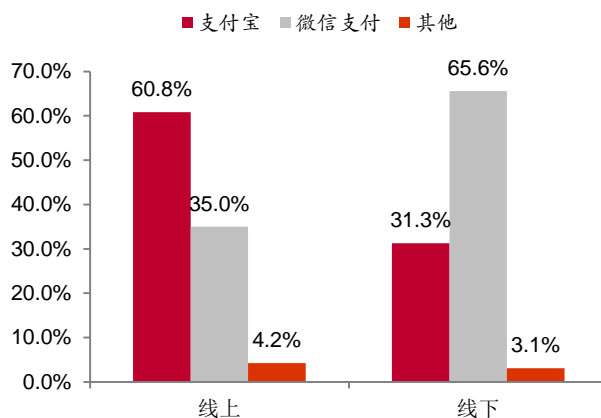
4、**各线城市对比**: 一线支付宝占优 (57.2%vs35.7%)、二线均势 (46.4%vs44.8%)、三四线微信占优 (69.1%vs21.3%)。微信国民级 app 流量优势尽显, 在下沉市场的渗透和覆盖度更高。另外, 在各线城市中, 支付宝在大额支付情景下都有明显优势, 微信支付在小额支付场景下更受欢迎; 各线城市的受访网民在线下场景中均偏好微信支付, 而在线上场景中一二线更偏好支付宝 (72%)、三四线更偏爱微信 (58.6%)。

图表 12: 网民不同金额下支付产品使用偏好; 2019Q1



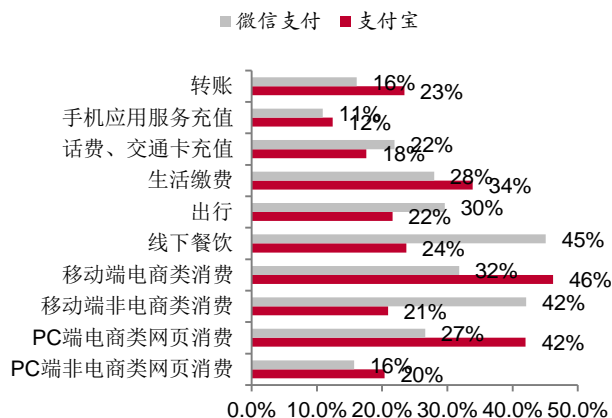
来源: 艾媒咨询, 中泰证券研究所

图表 13: 网民消费支付产品使用偏好; 2019Q1



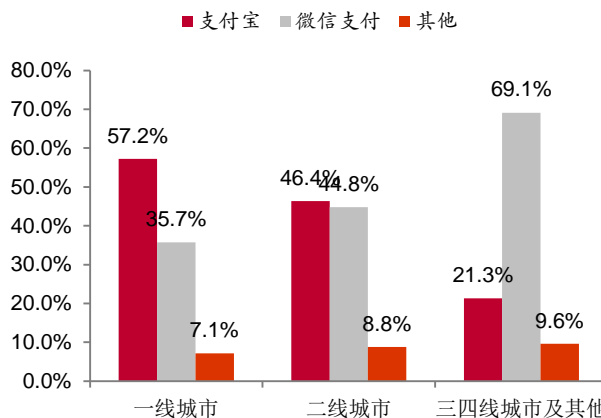
来源: 艾媒咨询, 中泰证券研究所

图表 14: 网民在不同场景下的支付偏好; 2019Q1



来源: 艾媒咨询, 中泰证券研究所

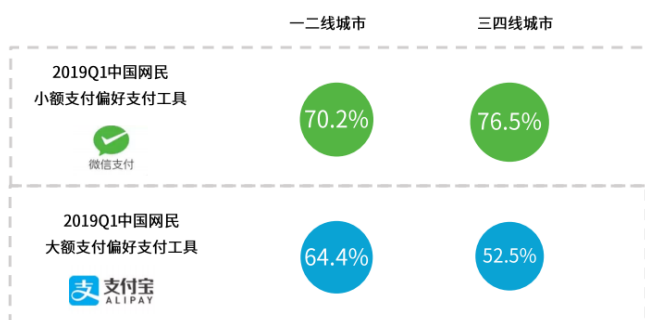
图表 15: 各线城市网民使用支付偏好; 2019Q1



来源: 艾媒咨询, 中泰证券研究所

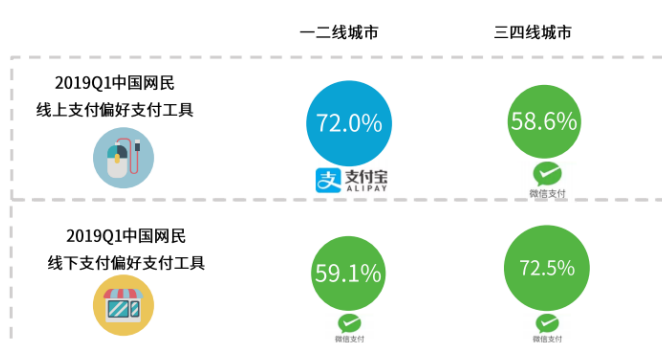


**图表 16: 各线城市中均呈现小额偏好微信支付、大额偏好支付宝**



来源: 艾媒咨询, 中泰证券研究所

**图表 17: 线下支付偏好微信支付、线上支付各线城市存在差异**



来源: 艾媒咨询, 中泰证券研究所

## 2.2 腾讯支付业务模式: 线上围绕微信搭建生态, 线下持续渗透

- **微信支付业务模式:** 基于微信流量金矿, 连接 C 端用户与 B 端商户。C 端数字钱包提供场景覆盖广泛、使用便捷的支付工具, 另外微信支付的入口位于微信 APP 中, 具有高频属性, 除了社交场景, 微信还通过小程序和支付页面提供丰富的支付场景。B 端为商户搭建收款功能, 同时赋予营销、客户、资金管理商家服务, C 端流量吸引 B 端商户, B 端场景拓展满足 C 端支付需求, 形成正向反馈。截至 2019 年末, 微信支付月活跃账户数和商户数分别达 8 亿和 5000 万, 根据艾瑞咨询发布的移动支付交易规模及市占率 (2019Q1-Q4, 移动支付行业交易规模分别为 55.4/55.56/59.8 万亿, 微信支付市占率分别为 39.4%/39.5%/39.5%/39%), 我们测算腾讯支付业务的 2019 年总支付交易规模为 81 万亿, 2020Q2 移动支付市场份额为 38.5%, 仅次于支付宝。由于微信支付大量社交红包及转账, 以及微信在线下扫码市场份额更高, 与支付宝相比, 微信支付特点是小额、高频, 根据公司官网披露的 2019 年支付业务客户投诉数据 (2019 年微信支付/支付宝的交易类客户投诉事件分别为 60588/20638 次, 涉及交易笔数占比分别为 0.000011%/0.000009%), 我们推算 2019 年微信支付日均交易笔数 15.1 亿笔, 约为支付宝的 2.4 倍, 而笔均金额约 147 元, 支付宝为 484 元。

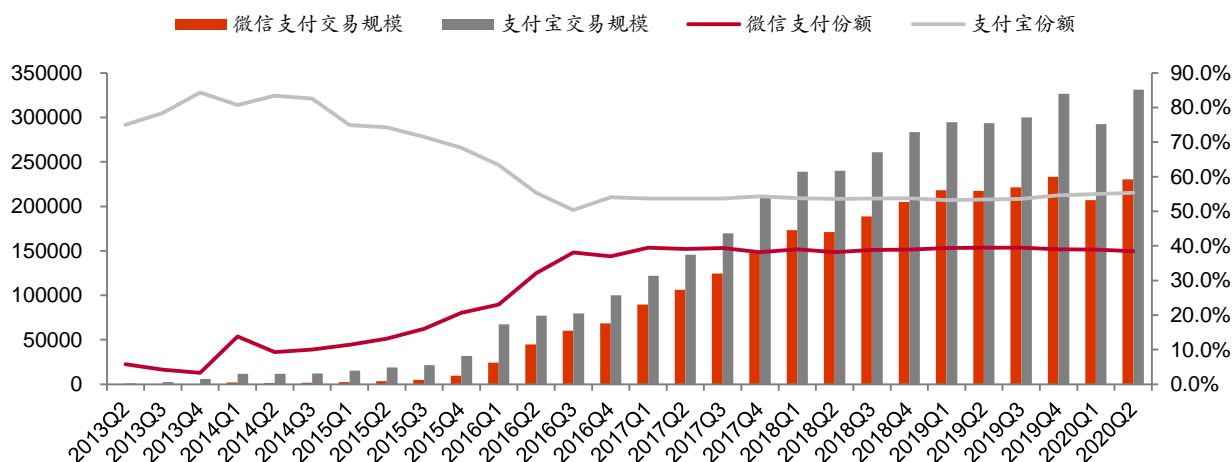
**图表 18: 微信支付和支付宝的支付数据对比**

	微信支付	支付宝
月活跃账户	8 亿	7.11 亿
月活跃商户	5000 万	8000 万
总支付交易规模	81 万亿	111 万亿
交易笔数	日均 15.1 亿笔	日均 6.3 亿笔
笔均金额	147 元	484 元

来源: 公司公告, 招股书, 中泰证券研究所测算

注: 支付宝月活跃账户及商户为 2020H 数据; 其余数据为 2019 年数据;

图表 19: 微信支付、支付宝移动支付规模及份额; 亿, %



来源: 艾瑞, 易观, wind, 中泰证券研究所

图表 20: 腾讯财报对支付业务描述

时间	腾讯财报对支付业务描述
2020Q3	总支付金额同比增长超过 30%，线下交易的渗透率上升，以及小程序在杂货及服装等零售类别的交易增加。
2020Q1	春节及居家令期间，支付活动（特别是线下交易）及提现均有所减少。在四月最后一周，我们的日均商业交易额已恢复至二零一九年底的水平。
2019Q4	商业支付日均交易笔数超过 10 亿，月活跃账户超过 8 亿，月活跃商户超过 5,000 万。
2019Q1	由于每用户交易量增加，商业支付交易额同比增长。用户交易频率和交易额提升，受益于月活跃商户同比增长超过一倍。
2018Q3	按月活跃账户及日活跃账户计，我们保持在中国移动支付市场的领先地位。我们的日均交易量同比增长逾 50%，其中线下日均商业支付交易量同比增长 200%。
2018Q2	持续扩大支付业务的用户基础，六月末月活跃账户已逾 8 亿。日均成交量同比上升逾 40%。线下商业支付笔数保持快速增长，同比增长 280%。商业支付笔数占总交易笔数的比例首次过半。
2017Q4	受线下商业交易量同比增长逾一倍所带动，微信支付的商业交易量继续快速增长。
2017Q3	线下支付月交易次数同比增长 280%
2016Q4	春节期间稳定地处理了每秒 76 万个的红包峰值。
2015Q4	丰富支付场景以推广我们的在线支付服务，使得我们的移动支付服务的月活跃账户同比增长超过七倍。
2014Q4	由于我们丰富了支付场景并推出活动（如微信红包）以建立知名度及用户习惯，QQ 手机钱包及微信支付已绑定银行卡的用户账户总数已超过 1 亿。

来源: 公司财报, 中泰证券研究所

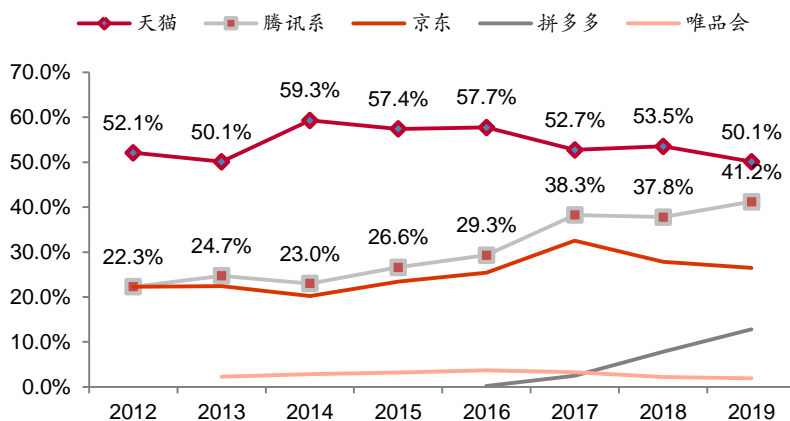
- 线上：腾讯投资生态+微信交易生态逐步成型，小程序打造交易闭环。
- 1、线上支付场景之一：腾讯投资生态，以合作而非控股方式，找到开放微信流量与控制自身边界的平衡点。从而分享生态扩张与投资收益，并占领支付战略高地（高频流量、粘性及数据意义）。与美团、拼多多等联营企业，通过开放九宫格等形式输出流量、及嵌入支付（优先级高）。互

联网巨头对线上生态的争夺激烈，微信支付独占线上场景包括微信小程序、腾讯游戏及腾讯视频等，尤其小程序自 2017 年推出后近年来迅速增长；支付宝独占的线上场景主要为天猫、淘宝，以及饿了么、盒马等阿里本地生活及数字生态；而在共存场景中，腾讯投资生态的市场份额正逐步拉近与阿里生态的距离，尤其在京东、美团、拼多多支付场景中，微信支付位置更靠前、优先级更高。根据网经社数据，在网络零售 B2C 市场交易份额中，天猫份额仍保持 50% 以上，但趋势呈逐渐下降，由 2014 年 59.3% 下滑至 50.1%；而以京东、拼多多、唯品会为代表的腾讯投资生态公司的份额，合计由 2012 年 22.3% 提升至 2019 年 41.2%，其中最大贡献是拼多多的份额提升（2016 年 0.2% 提升至 2019 年 12.8%）。另外，美团领先本地生活份额，2019 年外卖份额 66%、在线酒店份额 49%。

➤ **2、线上支付场景之二：体内商业交易生态逐步成型。微信交易生态，小程序挖掘微信潜在交易属性。依托小程序打造电商闭环，同时赋能金融支付、信息流广告、云服务等其他业务。**微信于 2017 年上线小程序，以轻量级应用模式直接触达 App 的内容和服务，基于微信庞大社交流量，凸显微信的平台价值，是微信商业化延展的重要一步。微信小程序日活（DAU）由 2017 年 1.7 亿提升至 2020Q1 的 4.1 亿，根据微信公开课，2019 年小程序累计交易额超 8,000 亿元，同比增长 160%，其中电商、零售行业同比爆发式增长。受疫情影响，2020 年春节期间，从第三方数据看到小程序、企业微信、腾讯会议等用户数和活跃度都有明显增长。根据阿拉丁报告，小程序 DAU 由 2019 年 12 月的 3.3 亿增至 2020 年 2 月的 4.5 亿，小程序数量由 2019 年 12 月的 330 万增长至 2020 年 2 月的 390 万。

■ **线下：C 端数字钱包的高频属性+线下支付场景下沉让微信支付迅速提升支付市场份额。**自 2014 年春节“微信红包”后，微信凭借着领先的用户打开频次和使用时长迅速占领线下场景。艾媒数据显示，线下移动支付过程中，约 65.6% 的网民习惯于微信支付，特别是在线下餐饮、出行、话费、交通卡充值等小额高频场景中，微信支付呈现出明显的优势。B 端借助服务商的地推能力，通过实行高激励机制，迅速抢占线下支付场景，下沉至低线城市和农村市场。

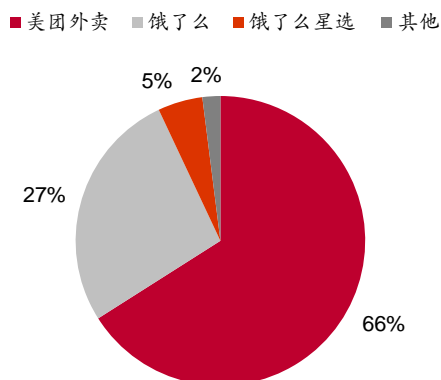
图表 21：网络零售 B2C 市场交易份额



来源：网经社，中泰证券研究所

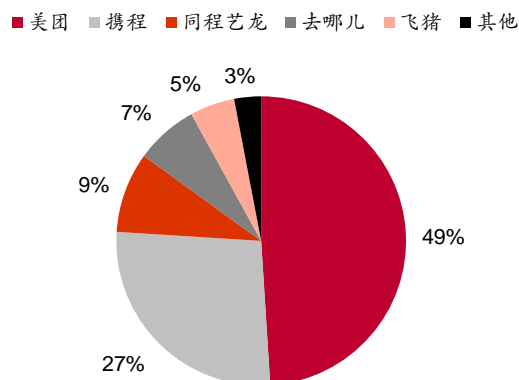
注：腾讯系为京东、拼多多、唯品会合计

图表 22: 外卖市场份额; 2019 年, %



来源: trustdata, 中泰证券研究所

图表 23: 在线酒店市场份额; 按间夜量, 2019 年, %



来源: trustdata, 中泰证券研究所

图表 24: 微信通过“九宫格”开放流量



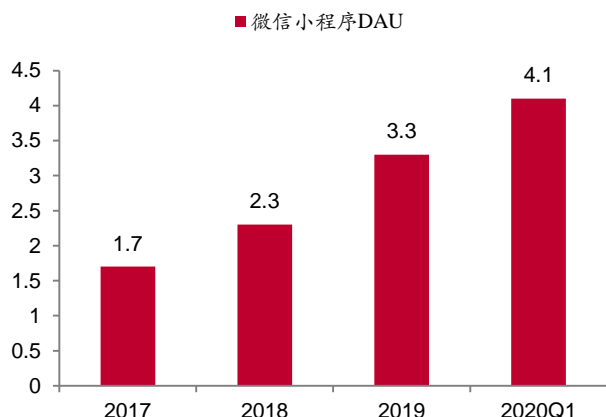
来源: 微信支付, 中泰证券研究所

图表 25: 微信支付、支付宝线上支付场景占据格局; 亿元

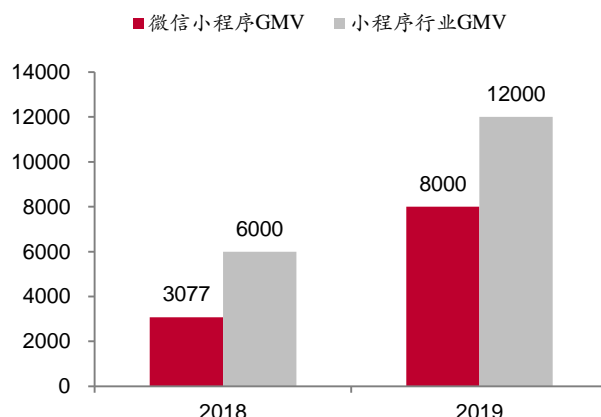
微信支付独占场景	共存场景	支付宝独占场景
微信小程序: 8000 亿 腾讯游戏: 约 2000 亿 腾讯视频: 约 120 亿 ...	京东: 20854 亿 (不支持支付宝) 美团: 6821 亿 拼多多: 10066 亿 携程: 8650 亿 唯品会: 1428 亿 苏宁易购: 3787 亿 ...	天猫: 33870 亿 淘宝: 32020 亿 饿了么、盒马、口碑、优酷、淘票票 ...

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

注: 数据均来自各家公司 2019 年报;

**图表 26: 微信小程序 DAU; 亿人**


来源: 阿拉丁, 中泰证券研究所

**图表 27: 微信小程序及小程序行业 GMV; 亿元**


来源: 公司财报, 阿拉丁, 中泰证券研究所

- 商业支付是支付业务主要收入来源。**微信支付主要包括社交支付和商业支付, 在社交支付中, 微信支付包括红包和转账等, 这部分目前不产生任何收入; 提现和信用卡还款, 费率为款项总额的 0.1%。贡献支付收入的主要是商业支付, 即向商家收取支付手续费获得收入。根据腾讯财报, 2019Q4 微信的商业支付日均交易笔数超过 10 亿。
- 线上费率: 微信支付线上费率提升空间预计大于支付宝。**与支付宝基本相同, 微信支付线上的标准费率为 0.6%, 其余例外行业高于 0.6% 标准收费的包括网络媒体、计算机服务、游戏执行 1% 费率, 低于 0.6% 标准收费的包括教育、医疗、生活缴费、物流、快递及加油等部分行业, 但预计微信在实际执行的时候进行了大规模的折扣和补贴, 我们预计, 腾讯在与线上部分战略型客户 (如美团、拼多多), 的合作初期, 支付业务的协议费率较低, 甚至接近支付业务的成本费率。支付宝线上商业支付规模主要由阿里系电商 (淘宝+天猫) 贡献, 淘宝天猫商户产生的支付费用由淘宝天猫平台承担, 以协议费率向支付宝提供支付费用, 根据阿里巴巴及蚂蚁集团财报, 我们测算 2016-2019 年协议费率为 0.2% 左右, 远低于 0.6% 的标准费率。
- 线下费率: 大规模补贴之后, 餐饮等线下支付高频行业费率提升。**2017-2018 年微信和支付宝相继推出面向线下餐饮行业的“绿洲计划”和“蓝海行动”, 采取“零费率”以及对拓展餐饮商户的服务商进行返佣奖励的优惠政策 (如绿洲计划的服务商可以按照流水收取 0.2% 的返佣)。这对于腾讯而言, 相当于支付了 0.4% 的补贴 (0.2% 的费率减免, 0.2% 的服务商返佣)。根据移动支付网报道, 进入 2019 年, 支付宝和微信支付先后调整了优惠政策, 商户支付费率逐步由 0 提升至 0.1% 再提升至 0.2%, 对服务商的返佣标准也从 0.2% 下降到 0.1% 再到 0.05%。



**图表 28: 微信支付商户类目对应支付费率**

一级行业	二级行业	费率
餐饮	全部	0.60%
网上购物	全部	0.60%
线下零售	全部	0.60%
居民生活/商业服务	物流/快递	0.30%
	其他	0.60%
休闲娱乐	全部	0.60%
交通运输/票务旅游	加油	0.30%
	其他	0.60%
网络媒 体/计算机服务/游戏	全部	1.00%
网上服务平台	全部	0.60%
教育/医疗	民办大学及学院	0.00%
	民办中小幼	0.30%
	挂号平台	0.00%
	其他	0.60%
生活缴费	公共事业（水、电、燃气、供暖）	0.20%
	交通罚款	0.10%
	其他	0.60%
金融	信用还款	0.20%
	其他	0.60%
收藏/拍卖	全部	0.60%

来源：微信支付，中泰证券研究所

**图表 29: 个人支付业务手续费率情况**

	微信支付	支付宝
转账	转账到其他微信账户：免费 转账到银行卡：享 1000 元免费额，超出费率 0.1%，最低 0.1 元	转账到支付宝账户：免费 转账到银行卡：享 2 万免费额，超出费率 0.1%，最低 0.1 元
提现	提现到银行卡：享 1000 元免费额，超出费率 0.1%，最低 0.1 元	提现到银行卡：享 2 万免费额，超出费率 0.1%，最低 0.1 元
信用卡还款	费率 0.1%，最低 0.1 元	每月享 2000 元免费额，超出费率 0.1%，最低 0.1 元

来源：公司官网，中泰证券研究所

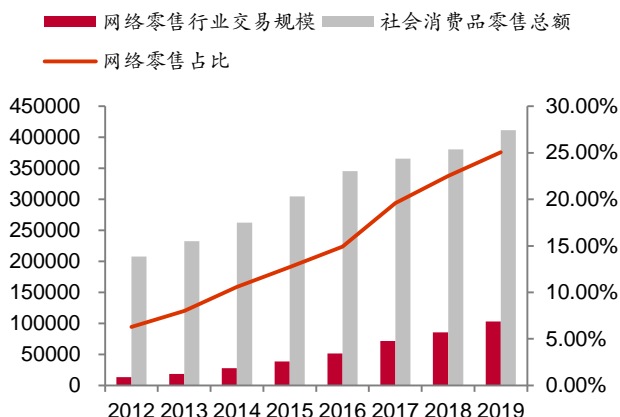
### 2.3 腾讯支付业务未来演绎：线上有望量价齐升，线下扫码仍有渗透空间

- 未来移动支付份额如何变化？取决于数字化生态的建设能力。移动支付的增量市场在于支付场景的进一步数字化和线上化。通过对 B 端的数字化赋能，提升其运营能力和营销能力，在前端提供客户的导流和运营，

在后端提供数据工具支持产品的设计和定制，全面赋能 B 端的数字化转型。微信支付在小程序生态和线下场景渗透上具备一定的竞争优势。

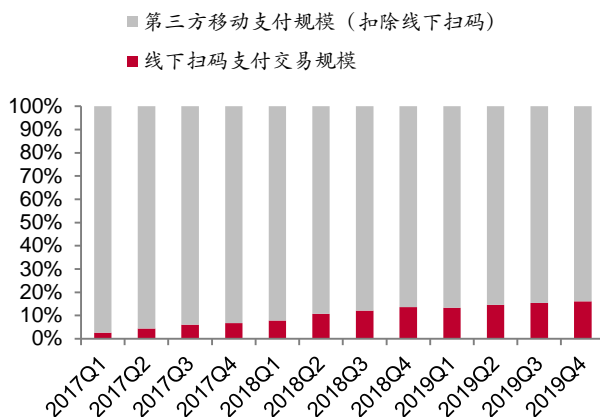
- **线上：腾讯投资生态+微信交易生态迅速增长。**如前所述，随着腾讯系投资生态（美团、拼多多为代表）迅速挤占阿里电商核心盘，以及小程序挖掘微信潜在交易属性，依托小程序打造电商闭环。
- **线下：扫码支付渗透率仍有提升空间。**根据艾瑞数据，2019Q4 线下扫码支付规模为 9.6 万亿，占第三方移动支付份额约 16.1%，而 2019 年我国网络零售占社会消费品零售比例仅为 25%，即线下零售是线上零售的 3 倍左右，线下扫码支付渗透率仍有提升空间。根据中国支付清算协会数据，2019 年生活类渗透率 98%，公共出行和缴费类渗透率 78%，商旅、票务、理财类超过 50%，娱乐下载 32%。可以看到，在餐饮、商超、零售等线下小额高频场景中，移动支付的渗透率较高；未来在“大额、低频”的线下现金/银行卡支付场景，如娱乐、交通、酒店、医疗等领域，线下扫码仍有继续渗透空间。

图表 30：网络零售占社会消费品零售比例；亿元，%



来源：网经社，中泰证券研究所

图表 31：线下扫码占第三方移动支付份额；%

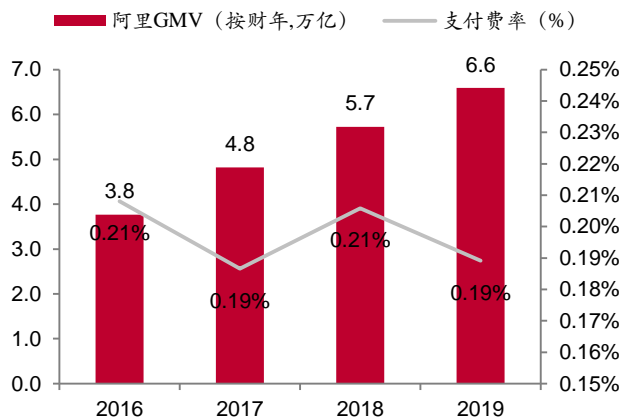


来源：艾瑞，中泰证券研究所

- **费率如何变化？整体支付费率预计保持平稳，微信支付的费率提升空间相对较大。**支付宝为阿里系提供的支付服务定价较低，预计这一定价水平将持续，支付宝在拓展支付场景时会战略性地制定较低的费率来做大业务规模，增加生态场景。微信支付在美团、京东及其他线下第三方场景市场份额较高，定价更趋于市场化。
- **线上费率：微信的线上商业支付费率提升空间预计大于支付宝。**由于阿里巴巴与支付宝在体系内电商的独占排他的支付合作，该部分费率提升空间有限。反观微信支付，近年来美团、京东作为腾讯系投资生态，给与腾讯的支付佣金占比是在提升，如美团给与腾讯的支付佣金占美团支付处理成本比例由 2015 年 10% 提升至 2019 年 61%，我们预计有支付费率提升的原因，基于微信线上的支付费率市场化程度提升的预测，微信由支付费率提升带来的线上商业支付收入提升空间预计大于支付宝。
- **线下费率：线下费率更多是结构化的变化。**即线下市场不同行业规模占比的变化带来的总体费率的变化，如此前对线下餐饮行业的支付费率提

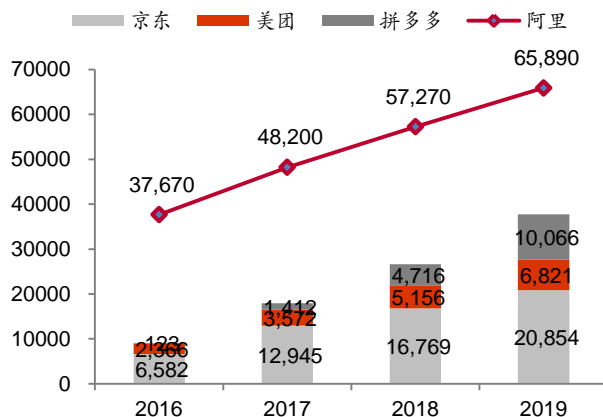
升，将使线下综合费率增长。随着餐饮行业布局逐渐饱和，支付宝、微信支付将重心投入到其他更多行业，比如医疗、高校等。另外，除了针对细分行业补贴行动，支付宝、微信支付抽出更多资源向刷脸支付倾斜。

**图表 32: 阿里 GMV 及给与支付宝的支付费率测算; 万亿, %**



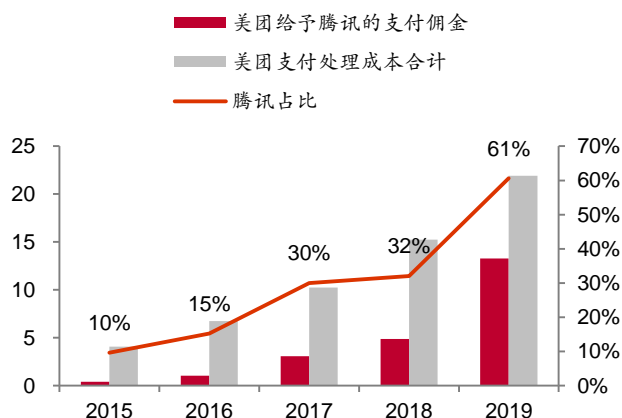
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 33: 腾讯系公司 GMV 拉近与阿里差距; 亿元**



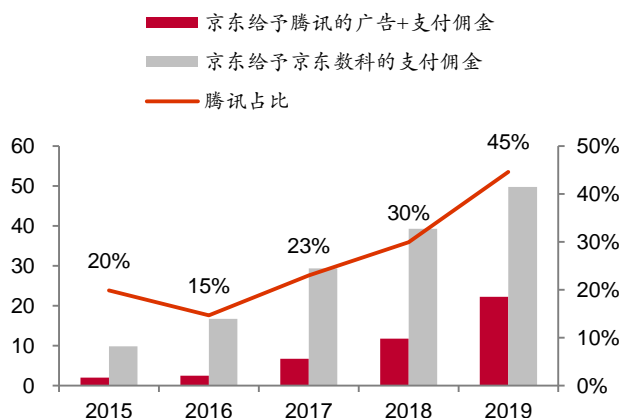
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 34: 美团给与腾讯的支付佣金占比提升; 亿元, %**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 35: 京东给与腾讯的支付佣金占比提升; 亿元, %**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 三、腾讯生态圈如何融合金融及变现: 态度克制、空间仍大

腾讯生态圈与金融的融合，总体态度相对谨慎、克制，始终是站在微信社交属性与金融工具属性的平衡点；而没有过度商业化的微信，也意味着金融变现的潜在空间仍大。

#### 3.1 借贷: 随微信交易生态及信用体系搭建而增长

- 目前腾讯金融的借贷业务主要以微众银行为经营主体，微众银行与微信主要合作的产品为现金贷产品微粒贷，微信协助获客、运营及风控。资

金端微众银行主要采用联合贷模式，与合作银行共同出资放款。微众银行除了微粒贷还有微业贷、微车贷等产品，这些产品对微信的依赖性较低。此外，微信支付此前内测分期产品微信分付，尚未正式推出。

- **现金贷：微粒贷是腾讯金融借贷业务的主要产品。**1、微粒贷通过微信获客，白名单制度体现谨慎性。微粒贷是由微众银行（联营企业，持股 30%）推出的全线上、纯信用、随借随还的小额信贷产品。微粒贷和主要获客渠道是微信，而微信作为即时通讯社交为主的属性，微粒贷的入口较深（我-支付-金融理财的三级入口）。同时，微粒贷目前仍采用白名单制，仅面向受邀客户开通。2、消费贷产品若在未来推出，预计将利于打开现金贷规模增长空间。从蚂蚁花呗的启示：信用支付产品依靠免息、多场景渗透的方式吸引用户，用户数据的积累和风控模型的动态迭代，可为现金贷积累并转化用户。

**图表 36：腾讯微粒贷对比蚂蚁借呗**

	微粒贷	蚂蚁借呗
主要获客渠道	微信	支付宝
开通门槛	白名单制，仅面向受邀客户	芝麻信用分门槛

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **小微贷：微业贷。**1、微业贷是腾讯的联营公司（持股 30%）微众银行于 2017 年推出的全线上、纯信用、随借随还的小微企业流动资金贷款产品。区别于网商银行网商贷主要依托阿里系电商平台大数据，为体系内小微商户提供信贷；根据新流财经，从微业贷的用户结构来看，其布局的是一种“更为下沉”的方向，主要面向广东、河南、江苏、山东等十多个省市和地区的小微企业，并不局限在个别场景中，通过朋友圈广告、助贷平台等广泛获客，微业贷 30 万左右的户均余额也更接近银行小微贷款。根据新流财经数据，截至 2019 年 11 月末，微业贷服务企业数超过 80 万户，授信企业超过 20 万户，贷款企业超过 13 万户，微业贷授信金额近 1000 亿元，放款金额近 1400 亿元，管理贷款规模近 400 亿元。2、仍需在交易生态建立中积累商户数据。小程序打造腾讯系电商生态闭环的同时，在线下需积累小微商户数据，尤其间连转直连后对商户数据的更好触达。3、空间角度，小微金融的信贷需求有待进一步满足。小微企业对 GDP 的贡献率达到 60%，但其信贷需求未被充分满足。金融监管部门加大对小微企业的信贷扶持力度，加强对小微企业信贷的投放力度。预计未来三年小微金融信贷规模将保持较快的增长速度，预计复合增速可达 25% 以上。

**图表 37: 腾讯微业贷对比蚂蚁网商贷**

	微业贷	网商贷
经营主体	微众银行	网商银行
服务对象	小微民营企业	小店、农户、卡车司机等小微群体
借款利率	日息万 3-万 5	平均日息万 3 左右

来源：公司公告，公司官网，新浪财经，中泰证券研究所

- **消费贷：目前仍为空缺，后续有望随微信交易生态完善而推出。**1、随着交易生态扩张，微信此前内测消费贷产品微信分付。随着小程序 GMV 快速增长，微信商业化提速以及生态交易场景不断丰富，微信在 2020 年 3 月开始灰度内测消费贷产品“微信分付”。2、消费贷将正向促进拓宽交易场景、提升用户粘性、完善信用体系。消费贷的前提是场景和交易生态，这点从花呗之于蚂蚁及阿里生态可见一斑。对于腾讯而言，小程序是打造交易闭环、建立交易生态的重要战略。另外，微信支付庞大的用户基础、及在线下的场景渗透，形成了完备的服务商、代理商体系，在下沉市场商户的渗透率具有优势。微信分付的开启对促进消费者支付、深化履约数据，完善腾讯信用体系和风控体系的搭建还是至关重要的。3、空间角度，互联网消费贷的渗透仍在持续。根据央行数据，截止 2019 年末，金融机构个人短期消费类贷款的余额为 9.9 万亿元，过去五年的复合增速达到 25%以上，2019 年增速回落至 12.76%；其中信用卡信贷余额为 7.59 万亿。根据易观预测，未来三年消费信贷的复合增速将保持在 10%以上，互联网消费金融的增速高于行业整体，预计未来三年复合增速可以达到 15%以上。

**图表 38: 微信分付对比蚂蚁花呗**

	微信分付	蚂蚁花呗
主要获客渠道	微信交易场景	支付宝、淘系电商
上线时间	2020 年 3 月开始灰度内测	2015 年 8 月
免息期	无免息期	最长 30 天
计息方式	按日计息	按月计息
分期费率	未知	3/6/12 期：2.30%/4.50%/7.50%（用户承担）； 3/6/12 期：1.80%/4.50%/7.50%（商户承担）

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **腾讯信用体系随生态逐步搭建。**风险定价是金融的核心竞争力，借贷业务开展需以信用体系为支撑。
- 1、腾讯等互联网平台在数据积累和信用体系搭建方面的优势：一是数据实时在线，多维度交叉验证，海量数据的低成本存储与计算；二是海量数据“养”风控模型的不断迭代，人工智能对模型的支撑；三是在线大数据来源于其互联网平台运营。
- 2、腾讯在社交数据上具有优势，但在交易类数据、及用户信用账户历史



及还款记录数据方面仍需持续积累。腾讯的优势：在于微信的海量真实社交数据，对于用户稳定性的刻画是其他任何平台无法比拟的；另外，社交数据在反欺诈方面具备独到之处，如甄别黄赌毒群体的社交群、社交圈子关系等。但由于电商不是腾讯的强项，在强相关的交易类数据方面仍需持续积累，小程序对于建立腾讯电商及数据闭环至关重要。

- **3、微信支付分：腾讯信用体系的搭建。**2019年1月初，微信推出微信支付分，将支付行为纳入信用体系，对个人的身份特质、支付行为、使用历史等情况的综合计算分值，上线仅1年便获得了超过1亿用户，同时微信支付分延伸到更广阔的生活场景，同时也进一步扩充了信用评估来源。目前的应用场景包括，一是免押场景：包括共享充电宝、共享雨伞、线上租赁平台等免押租借，以及酒店行业等免押速住；二是先享后付：如网约车、寄快递、电动车充电、共享按摩椅等，需预付费等场景；三是智慧零售：如无人零售机柜，用户支付分达到商户设置的分数门槛，即有机会开柜购物。

**图表 39：微信支付分评估维度**

微信支付分评估维度	具体内容
身份特质	稳定的实名信息以及个人基本信息
支付行为	与使用微信支付相关的消费等行为
使用历史	与微信支付分相关的使用情况

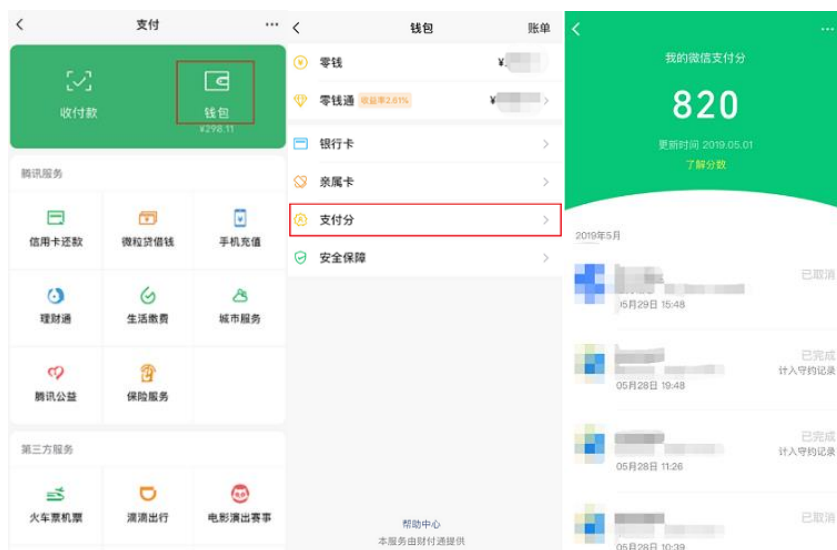
来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 40：芝麻信用评估维度**

芝麻信用评估维度	具体内容
信用历史	过往信用账户还款记录及信用账户历史
行为偏好	在购物、缴费、转账、理财等活动中的偏好及稳定性
履约能力	稳定的经济来源和个人资产信息，包括公积金、动产及不动产
身份特质	学习及职业经历、实名消费行为（酒店、机票、保险等）
人脉关系	好友的身份特征以及跟好友互动程度

来源：公司官网，中泰证券研究所

**图表 41：微信支付分入口及界面**

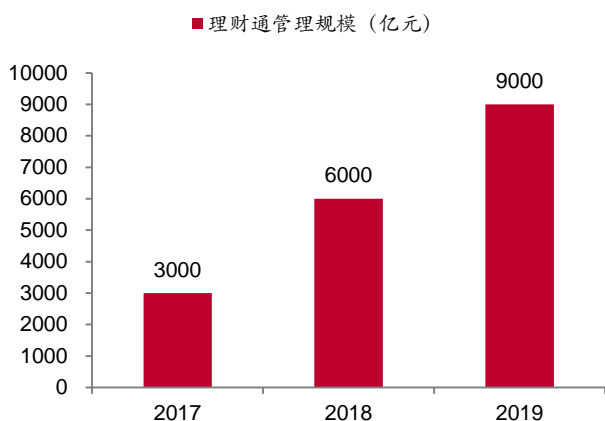


来源：微信，中泰证券研究所

### 3.2 理财：精品店模式，严格产品筛选、注重客户价值创造

- **客群：以年轻客户为主，未来成长性强。**1、**客群基础：**背靠国民 APP 微信 12 亿 C 端流量，是“躺在”流量上的公司，C 端客户基础相较蚂蚁更具天然优势；目前理财通累计注册用户超 2 亿，2019 年理财通管理资产规模为 9000 亿元；2、**客群特征：**年轻客户多，90 后占理财通用户总量第一（理财通五周年大数据：90 后、80 后、70 后、00 后、其他占比分别为 38%、35%、16%、1%、10%），不乏大量客单价较低的理财小白，但未来成长性强；3、**获客挖掘：**社交、支付等生活场景的海量数据，提供精准营销坚实基础，C 端客户渗透率（目前理财通 2 亿客户）仍有很大挖掘潜力。

图表 42：理财通管理资产规模：亿元



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 43：理财通用户年龄分布：90 后占比最大



来源：腾讯理财通，中泰证券研究所

- **平台和渠道：微信的理财入口较深，独立性更强。**微信 APP 作为核心平台渠道入口。理财通的入口在微信（理财通也有独立 APP，但月活数远小于通用流量平台），微信也是理财通最重要的获客平台。区别于支付宝较早独立于阿里体系（支付宝 APP、淘宝 APP 月活均超 7 亿），通过微信获客决定了理财通入口相对较深；针对目标客群推送产品，同时降低对腾讯核心社交客群的打扰。

图表 44: 理财通、零钱通被放置在微信的三级入口中



来源: 微信, 中泰证券研究所

- **产品:** 精品店模式, 严格产品筛选、注重客户价值创造。提供全品类的理财产品, 控制产品数量, 降低客户的决策难度, 结合腾讯见长的互联网产品设计, 满足不同客户的理财需求。
- **精品店模式:** 致力于客户获取收益, 减小保有量波动。坚守“精选”理念, 构建严格的基金评估筛选体系。不同于蚂蚁和天天的产品“超市”模式, 采用精品店模式是战略上最大差异。根据 2019 年腾讯理财通大讲堂回顾, 2015 年 4 月理财通上架指数基金产品, 但随后股市下跌, 平台保有量从 2015 年 4 月 990 亿下降至 2015 年 9 月 680 亿, 认为单纯电商式营销做基金售卖带来客户体验未必好, 反思后开始实施稳健的“精品”策略, 同时重视用户理财教育。
- **产品类型:** 零钱通——18 只货币基金; 稳健理财——货币类/债基类/保险类/券商类/银行类 (尚未上线产品); 进阶理财——黄金/基金组合/各类基金; 高端专区 (理财通 APP) ——私募 FOF 等;

图表 45: 理财通平台产品数量-按风险偏好排序

产品类型		产品数量
零钱通-18 只	货币型	18
券商理财-21 只	1-6 个月	21
保险理财-35 只	灵活申赎	6
	0-3 个月	17
	3 个月以上	12
公募基金-864 只	货币型	26
	股票型	32
	债券型	237
	混合型	316
	指数型	160
	另类型	7
	境外型	56
	FOF 型	30
高净值产品-只	私募 FOF 等	/

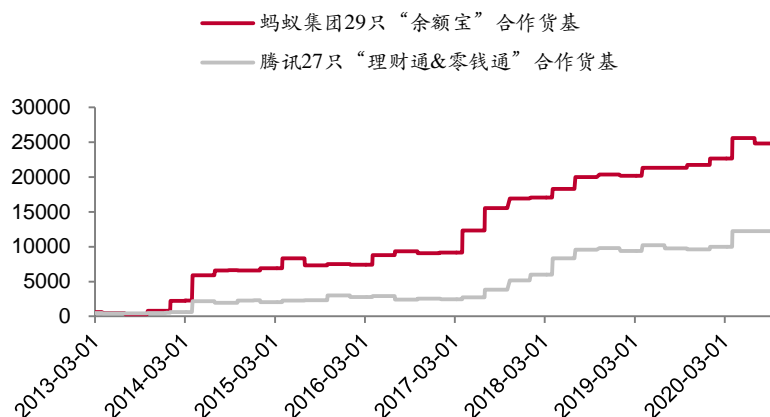
来源: 微信理财通, 中泰证券研究所

图表 46: 蚂蚁理财平台产品数量-按风险偏好排序

产品类型		产品数量
余额宝-28 只	货币型	28
券商理财-1 只	1 个月以内	1
保险理财-4 只	1 个月以内	2
	1-6 个月	1
	6 个月以上	1
网商银行精选-3 只	年度、月度、季度	3
养老基金 (FOF) -68 只	目标日期基金	34
	目标风险基金	34
公募基金-5050 只	货币型	230
	股票型	893
	债券型	1188
	混合型	2563
	另类投资型	36
	QDII	140
	信托	2
高净值产品-22 只	基金专户	20

来源: 支付宝, 中泰证券研究所

- **现金管理产品:** 腾讯分别通过“零钱通”和“余额+”两个产品实现支付和理财功能。蚂蚁在现金管理产品方面具有先发优势, 于 2013 年推出了具有创新性的余额宝产品, 以兼具便利性和收益性快速聚集客户, 实现了规模的快速扩张。余额宝账户可以用于支付, 也可以购买其他理财产品。腾讯首先在微信钱包中增加了零钱通, 零钱通可直接用于支付功能, 在支付的基础上增加了零钱的收益性, 但与理财业务相隔离。之后腾讯在理财业务板块的理财通里增加了“余额+”, 作为货币基金的统一账户, 该账户可以直接购买理财通里的其他理财产品, 也可以用于还信用卡、还贷款、充话费场景, “余额+”的推出弥补了零钱通在功能上的不足, 对于资金沉淀和理财业务转化具有推动作用。截至 2020 上半年, 腾讯 27 只“理财通&零钱通”合作货基的规模为 1.22 万亿元 (包括非腾讯渠道)。蚂蚁 29 只“余额宝”合作货基规模为 2.48 万亿 (包括非蚂蚁渠道, 天弘余额宝均为蚂蚁渠道)。

**图表 47: 蚂蚁/腾讯主打货币基金产品余额规模变化趋势; 亿元**


来源: wind, 中泰证券研究所

- **理财通“一起投”与蚂蚁“帮你投”的差异。**1、合作方: “帮你投”与先锋领航合作: “一起投”选择中欧及南方两家基金公司投顾产品进行合作; 2、底层资产配置选择差异: “一起投”多选取主动权益类基金做底层资产, 而“帮你投”则更倾向于指数类投资工具配置; 3、交易成本差异: “帮你投”每年收取资产管理总额 0.5% 的服务费 (按季度收取)、基金申购费及调仓费用, 而“一起投”不收申购费和调仓费, 投资顾问费用按照策略风险不同分别为 0.5%/年和 0.75%/年。

**图表 48: 理财通“一起投”与蚂蚁“帮你投”的对比**

	理财通“一起投”	蚂蚁“帮你投”
合作机构	南方基金、中欧基金	先锋领航
产品选择	提供两款产品“一起投中欧超级股票全明星”及“一起投南方稳添利”	根据用户情况提供 10 余种风险收益比不同的投资组合
产品费率	一起投中欧超级股票全明星: 0.75% 一起投南方稳添利: 0.5% (均包含基金交易费用)	0.5% (不含基金交易费用)
运营模式	提供调仓建议, 由客户选择是否调仓	自动为客户调仓
投资门槛	1000 元人民币	800 元人民币

来源: 支付宝, 腾讯理财通, 中泰证券研究所

- **服务: 体系化、差异化服务。**参考传统财富管理的业务模式, 对客户进行分层管理, 对大众理财客户提供线上理财工具和财商教育产品运营, 对高等级会员提供差异化的金融产品及增值服务, 提升用户体验。通过会员升降级规则, 提升客户粘性, 促进客户理财资产规模的增长。
- **客户分层及高端资产提供: 重视客户区格与差异化体验。**会员体系由高到低依次为铂金会员 (理财值>50 万)、黄金会员 (理财值 10-50 万)、白银会员 (理财值 1-10 万)、基础用户 (理财值<1 万);
- **理财值: 1、资产积累: 根据存放资产和购买理财产品, 按金额等额换算成资产理财值; 2、完成会员任务: 会员成长体系中设置多个会员任务,**



完成后获得相应理财值；

- 为不同层级用户提供差异化、个性化服务，如专享理财、高端活动、出行教育医疗等服务；
- 高端资产包括信托、高端私募、私募 FOF 等多类型，支持单人最高申购 3500 万元，单笔 700 万元；

■ **体系化用户服务，覆盖售前、售中、售后全流程。**售前：投研精选基金，千人千面推荐；引入 B 端机构投研能力，基金经理路演等。售中：智能定投，定投申购费率一折。售后：持仓诊断、内容服务、盈亏提醒、热门基金盘点等；

■ **工资理财——鼓励长期投资：**腾讯理财通工资理财功能为用户定制智能化、个性化工资理财计划。通过一系列趣味小游戏，培养用户建立长期定投意识和习惯。1、用户只需设置一次金额和日期，腾讯理财通即会每月定期自动存入理财产品赚取收益，随存随取，便捷灵活，取出最快 5 分钟到账。2、除了自动存入赚取收益，工资理财还可以设置自动还信用卡、还贷款和话费充值，构建用户工资理财资金由存入到支取的闭环，规划工资分配和繁琐的还款计划，连接用户生活与理财，一站式解决用户的资金管理需求。

■ **梦想计划——为梦想存钱：**存入理财产品，理财小白的金融计划从存钱开始；看看大家的梦想，贴合腾讯社交属性（说走就走的旅行、看一场演唱会、ta 的生日礼物、存下第一个 1 万块）。

■ **投资者教育：重视度高，与腾讯客群更长尾（理财知识相对更薄弱）相关。**1、提供理财专业知识库、直播等投教内容，围绕投资平台功能、投资方法和市场解读等，帮助用户建立投资理念，同时开展理财通大讲堂等一系列投资者教育活动。2、通过投资基础知识、基金百问百答、市场解读、资产配置月报等内容，帮助用户理性投资。同时，平台也通过解析欺诈案例，让投资者识别投资圈套，避免财产损失。

图表 49：理财通体系化、差异化服务



来源：腾讯理财通，中泰证券研究所

图表 50：重视用户培育与投资者教育



来源：中泰证券研究所

### 3.3 保险：基于腾讯社交裂变的保险平台

- **微保：社交裂变的保险平台模式。**腾讯的保险业务通过腾讯旗下保险代理平台微保（WeSure）开展，通过微信的连接，包括微保小程序、微保公众号，与保险公司合作为用户提供保险服务，让用户可以在微信进行保险购买、查询以及理赔。**1、保险代销。**通过腾讯平台连接用户，严选出高性价比保险产品，并提供微保独家优惠与增值服务。**2、场景险。**微保结合腾讯不同的场景，赋予保险时尚型与有趣性，更能吸引年轻用户。**3、能力输出，赋能保险公司。**微保输出腾讯的“连接、安全、场景”核心能力，与保险公司深度合作，结合微保的流量、风控、支付优势，及保险公司的精算、承保、核赔和线下服务能力，为用户提供差异化体验。

图表 51：微保基于微信社交平台



来源：微保，中泰证券研究所

图表 52：注重保险教育与服务体验



来源：微保，中泰证券研究所

- **产品严选、顾问式服务实现用户转化。**根据微保发布的两周年数据，截至 2019 年 11 月，微保已经拥有超过 5500 万注册用户，并为超过 2500 万用户提供了保险服务。微保用户人均保费超过 1000 元，用户投保复购率高达 40%。理赔累积单数 28 万，理赔金额约 6.8 亿。在微信中过亿用户访问过微保，65%理赔报案用户有专属的理赔管家协助。**1、产品：保障+严选。**保障+严选模式，同类别的产品责任具有明显差异，省去客户挑选的时间。与市场主流保险公司合作共推出 20 余款产品。**2、服务：保险教育+顾问式服务。**1) 推出真人“微保管家”服务，通过一对一服务为用户提供保单咨询、风险测评、方案定制、理赔协助等服务。2) 推出 Wefit 健康奖励计划、WeDrive 好车主计划等增值服务。3) 保险自选指南，进行保险教育。
- **微保积极参与各地的惠民保来覆盖保险的长尾市场。**蚂蚁的相互宝社区目前用户超过 1 亿，是全球最大网络互助社区。相互宝的功能类似于重大疾病险，加入时用户无需缴费，出险时理赔金额由社区成员共摊，平

台收取 8%的管理费用于线下核实,费率低于普通的保险公司。总体来看,相互宝模式降低了购买保险的门槛。腾讯微保目前重点布局惠民保,设立“全民保”板块。2020 年 3 月微保宣布联合各地政府、保险公司打造“百城惠民健康保障计划”,创新推出“全民保”服务专区。目前该计划已在全国 30 多个城市落地。未来三年将覆盖全国 100 个城市。惠民保是医保和商保的有机结合,具有价格低(保费低,一般在 30-100 元/年)和门槛低(有社保就能购买,没有健康告知和年龄要求)的特点,产品属性上类似于低配版的百万医疗险。基于地方政府的信用背书、官方医保数据资源,结合互联网获客和运营的优势,有助于快速扩大保障人群,使大众受益。对于微保来说,参与惠民保可以发挥自身在流量和技术上的优势,拓展获客途径,并增强保险服务综合能力。

图表 53: 微保产品

产品类别	产品名称	产品形态	产品方
1、医疗险	微医保百万医疗险	短期医疗险	泰康在线
	微医保门诊医疗险		
	微医保中老年癌症医疗险		
	全民保普惠住院医疗险		
	药神保抗癌特药保障		
	药神保抗癌特药保障（升级版）		
2、重大疾病保 险	微医保重疾险	短期重疾险	泰康在线
	微医保终身重疾险	长期重疾险	泰康人寿
	微医保终身重疾险（可选轻症）		人保寿险
	微医保少儿重疾险		人保寿险
3、意外险	护身福成人意外险	短期意外险	太保财险
	护身福中老年意外险		平安财险
	护身福少儿意外险		大地财险
	微车保驾乘意外险		人保财险
	微出行全年千万航意险		易安财险
	微出行单次千万航意险		/
	微出行境内旅行险		史带财险
	微出行境外旅行险		史带财险
4、寿险	孝亲守护家人寿险	定期寿险	国华人寿
	孝亲守护家人寿险（返保费）		
	孝亲保孝顺父母寿险		
5、车险	人保财险、太保财险、大地财险、安盛天平、中华保险、中国人寿、阳光保险、天安财 险、众安在线、富邦财险		

来源: 公司官网, 微保小程序, 中泰证券研究所

## 风险提示

- 金融监管风险，支付、借贷、财富管理和保险业务属于强监管的金融业务，监管政策调整或收紧或对具体业务开展产生不利影响。
- 市场竞争加剧，其他互联网头部公司加快金融业务布局，传统金融机构加快数字化转型步伐。
- 宏观经济下行或导致金融业务需求下降。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。