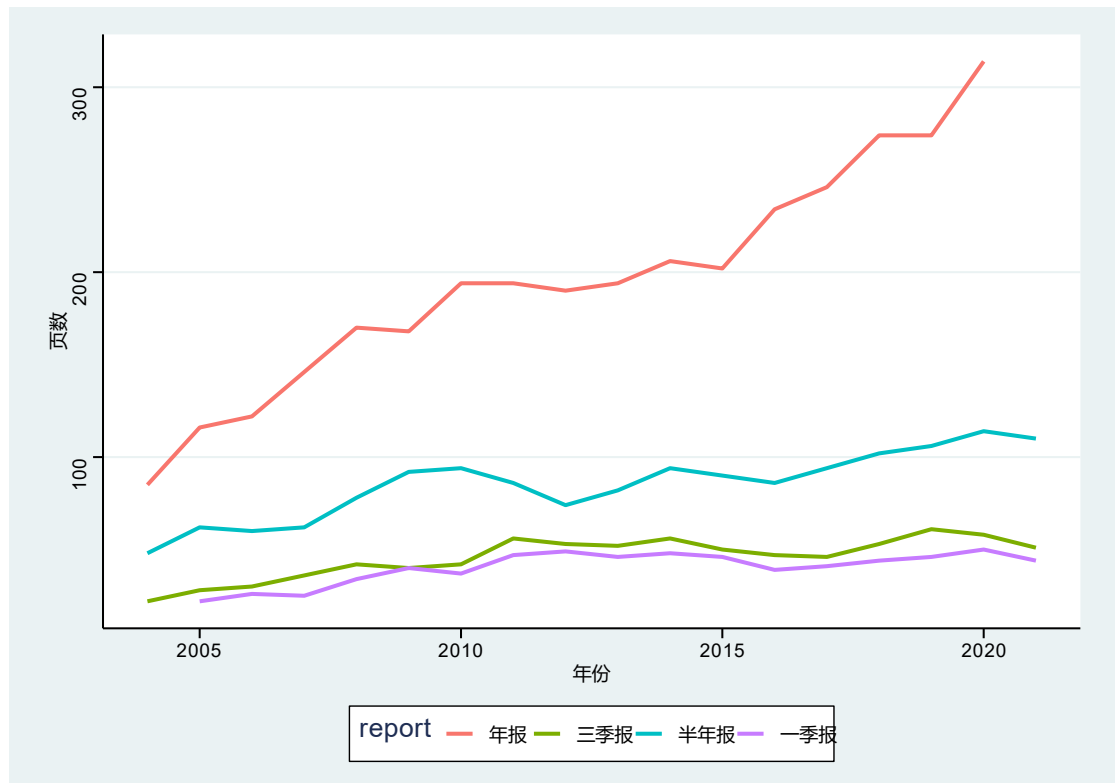


## 第 1 次案例参考答案

1. 系统搜集腾讯公司（www.tencent.com）上市以来的所有年报、半年报及 1/3 季报。绘图表示各类信息披露资料的页数。注意，腾讯上市公司名称为腾讯控股有限公司。



2. 通过年报查询确定腾讯控股历年的附属公司、子公司列表及相应的持股金额（实收资本等）和持股份额，从而确定腾讯控股的组织架构。

主要附属公司	起始年份	持股金额	持股份额(%)	终止年份	持股金额	持股份额(%)
腾讯计算机	2004	20000000	100.00	至今	65000000	100.00
腾讯科技	2004	2000000	100.00	至今	2000000	100.00
Tencent Limited	2004	1	100.00	2006	1	100.00
Realtime Century Technology Limited	2004	1	100.00	2006	1	100.00
世纪凯旋	2004	11000000	100.00	至今	11000000	100.00

时代朝阳	2004	500000	100.00	2006	500000	100.00
Tencent Asset Management Limited	2004	100	100.00	至今	100	100.00
Best Logistic Developments Limited	2004	100	100.00	2006	100	100.00
TCH Alpha Limited	2004	100	100.00	2005	100	100.00
TCH Beta Limited	2004	100	100.00	2005	100	100.00
TCH Sigma Limited	2004	100	100.00	2005	100	100.00
TCH Gamma Limited	2005	100	100.00	2005	100	100.00
腾讯科技(北京)有限公司(腾讯北京)	2005	1000000	100.00	至今	1000000	100.00
TCH Lambada Limited	2005	100	100.00	2005	100	100.00
TCH Theta Limited	2005	100	100.00	2006	100	100.00
TCH Zeta Limited	2005	100	100.00	2005	100	100.00
Aceville Pte Limited	2005	1	100.00	2005	1	100.00
High Morale Developments Limited	2005	2	100.00	2006	2	100.00
Joymax Development	2006	50000	100.00	2006	50000	100.00
北京卓意麦斯科技有限公司	2006	150000	100.00	2006	150000	100.00
北京驿码神通信息技术有限公司	2006	19000000	100.00	2008	19000000	100.00
深圳市财付通科技有限公司	2006	100000000	100.00	2010	100000000	100.00
网典	2006	10290000	100.00	至今	10290000	100.00
協悦发展有限公司	2007	HK\$2	100.00	2008	HK\$2	100.00
北京英克必成科技有限公司(北京英克必成)	2007	16500000	100.00	至今	1216500000	100.00
北京市掌中星天下信息技术有限公司(北京掌中星)	2007	10000000	100.00	至今	10000000	100.00
北京永航科技有限公司(北京	2007	15000000	63.90	2010	15000000	63.90

永航)						
深圳网域	2007	10000000	60.00	2010	10000000	100.00
深圳市世纪天游科技有限公司	2007	10000000	100.00	2008	10000000	100.00
腾讯数码(深圳)有限公司	2007	30000000	100.00	至今	30000000	100.00
腾讯数码(天津)有限公司(前身为时代朝阳)	2007	30000000	100.00	至今	90000000	100.00
天津手中万维网络科技有限公司(手中万维)	2008	10000000	100.00	2008	10000000	100.00
广州云讯信息科技有限公司(广州云讯)	2008	1000000	100.00	2008	1000000	100.00
重庆腾汇科技有限公司	2008	1000000	51.00	2008	1000000	51.00
腾讯科技(上海)有限公司(腾讯上海)	2009	5000000	100.00	至今	5000000	100.00
腾讯科技(成都)有限公司(腾讯成都)	2009	30000000	100.00	至今	220000000	100.00
深圳市腾讯商业管理有限公司	2009	10000000	100.00	2010	10000000	100.00
北京盛康新创科技有限责任公司	2010	10000000	100.00	2010	10000000	100.00
Riot Games, Inc(Riot Games)	2011	43068238	91.80	至今	1306	100.00
腾讯科技(武汉)有限公司(腾讯武汉)	2012	30000000	100.00	至今	30000000	100.00
腾讯云计算(北京)有限责任公司	2014	120000000	100.00	至今	1042500000	100.00
China Literature Limited(阅文集团)	2014	66683	66.44	至今	101578	57.57
添曜有限公司	2016	1,000	100.00	至今	1,000	100.00
北京腾讯文化传媒有限公司	2016	5000000	100.00	至今	5000000	100.00
腾讯音乐娱乐集团(TME)	2016	275872	49.36	至今	277999	49.06
Supercell Oy	2019	2500	66.24	至今	2500	70.03

深圳市腾讯文化传媒有限公司	2020	5000000	100.00	至今	5000000	100.00
---------------	------	---------	--------	----	---------	--------

注释:

红色代表人民币	填充蓝色为全资子公司
绿色代表美元	填充绿色为非全资子公司
蓝色代表新币	填充红色为持股小于 50 附属公司
紫色代表港币	
黑色代表欧元	

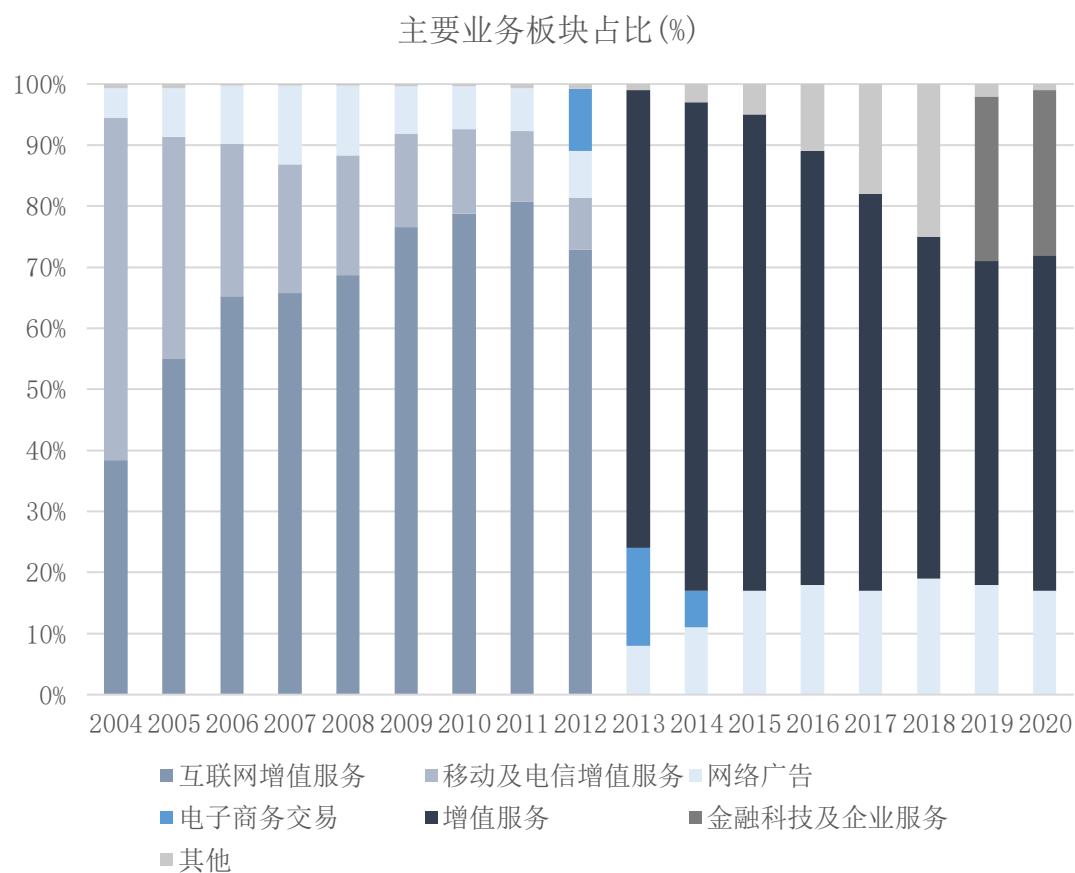
3. 查询腾讯官网自行提供的历史运营数据，并结合腾讯历年年报等资料，确定腾讯各业务板块的主要产品，并绘图说明腾讯历年的主要业务板块占比及用户数量。

➤ 各业务板块主要产品

各业务板块主要产品			
网络广告	腾讯广告	主要包括媒体广告和社交广告	
增值服务	通信与社交类产品	微信	
		QQ	
		QQ 空间	
	数字内容类产品	腾讯视频	腾讯视频
			腾讯影业
			微视
		腾讯游戏	王者荣耀
			和平精英
		腾讯电竞	
		腾讯体育	
		腾讯动漫	
		腾讯音乐娱乐	QQ 音乐
			酷狗音乐
酷我音乐			
全民 K 歌			

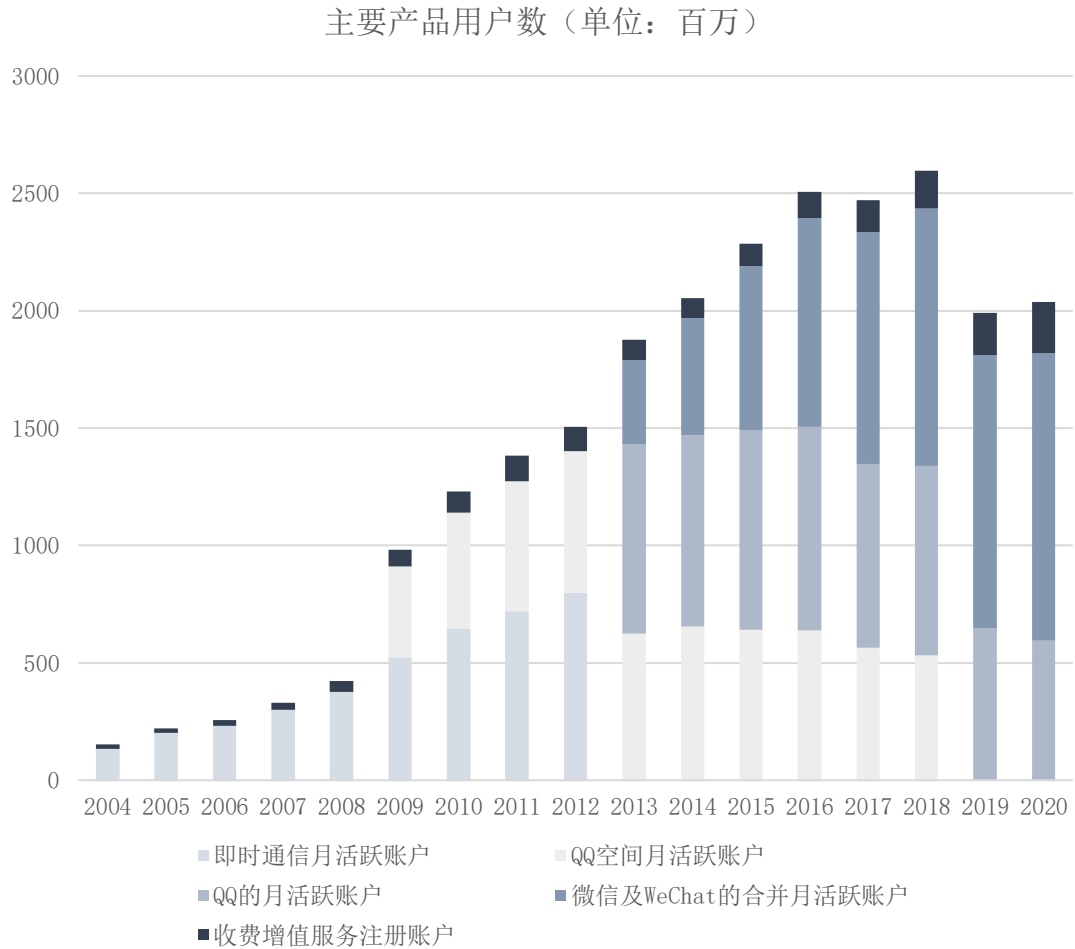
		阅文集团	微信读书
			QQ 阅读
			起点中文网
		腾讯新闻	
		腾讯看点	
	工具类产品	腾讯手机管家	
		腾讯电脑管家	
		QQ 浏览器	
		腾讯地图	
		应用宝	
QQ 邮箱			
微信小程序			
金融科技及企业服务	金融科技类产品	微信支付	
		QQ 钱包	
		信用卡还款	
		手机充值	
		乘车码	
		微信香港钱包	
		微信马来西亚钱包	
		腾讯区块链	
		腾讯自选股	
		退税通	
		财付通商企通	
	企业服务类产品	腾讯云	
		企业微信	
		腾讯会议	
		小程序	
其他	为第三方制作与发行电影及电视节目、内容授权等		

➤ 历年主要业务板块占比



**注：**2013 年新增“增值服务”业务一项，这项业务在往年披露为“互联网增值服务”与“移动与电信增值服务”两项。2019 年新增“金融科技及企业服务”业务，这项业务之前被包括在其他中。

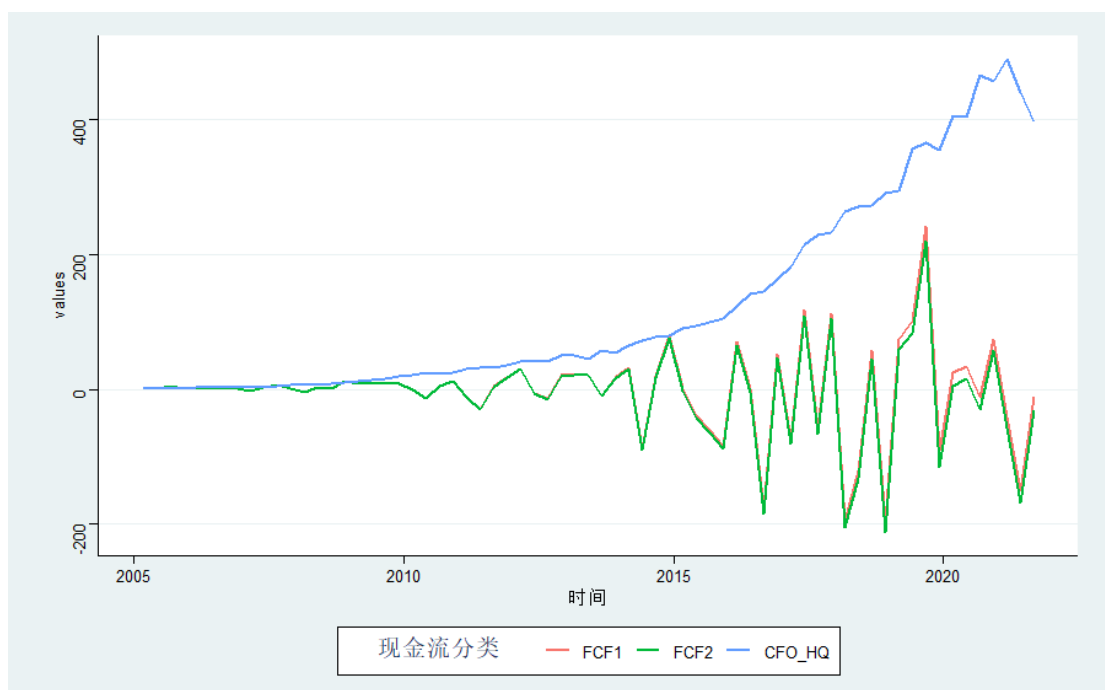
➤ 历年主要业务板块用户数量



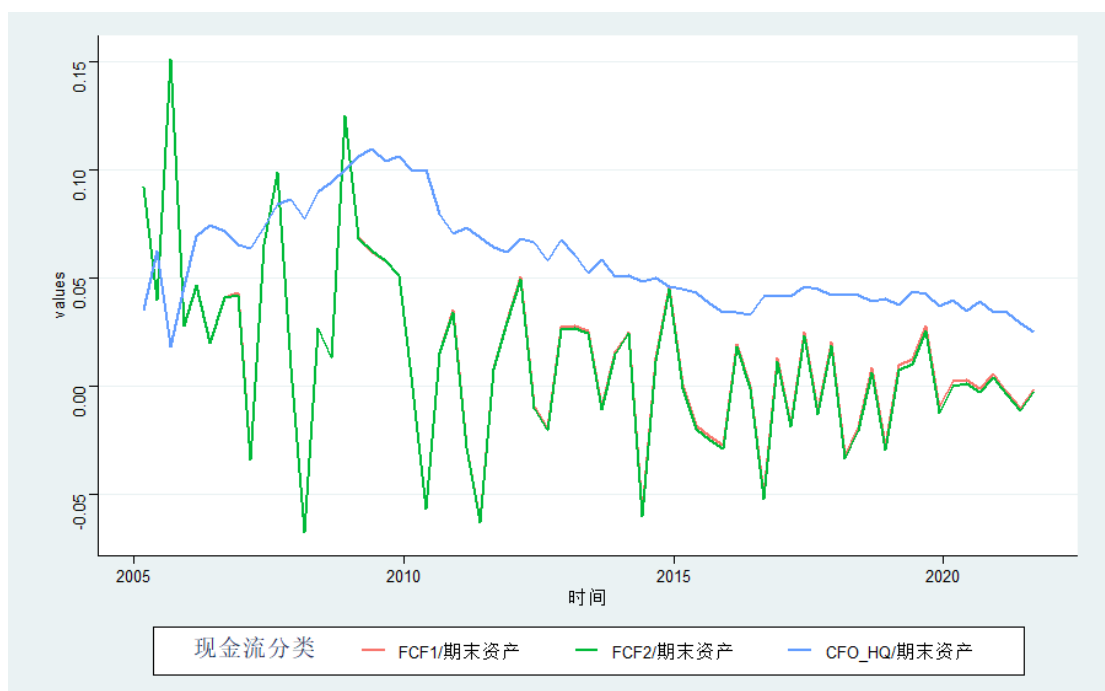
注：2013年前“即时通信”一项全名为“QQ 即时通信”，即时通信月活跃账户即为QQ 活跃账户。

4. 阅读论文谢德仁等（2020）第一、二节，并按照其中表 1 定义，结合腾讯各个季度、半年度、年度资料，计算其 3 种自由现金流 $FCF_1$ ,  $FCF_2$ ,  $CFO_{HQ}$ ，以及这 3 个现金流指标与当期末资产的比值。绘制两幅时间序列图，一幅图包含 3 个现金流水平值的序列，另外一幅图包含 3 个现金流比值的序列，横轴均为时间。现金流水平值单位取人民币亿元。

➤ 现金流水平值



➤ 现金流比值





- 搜集腾讯各期财报中报告的自由现金流数据，确定腾讯采取的计算方法，并对未披露自由现金流的各个季度，利用相应财报推算补全自由现金流。对比该序列与 4 中计算的现金流序列的异同。

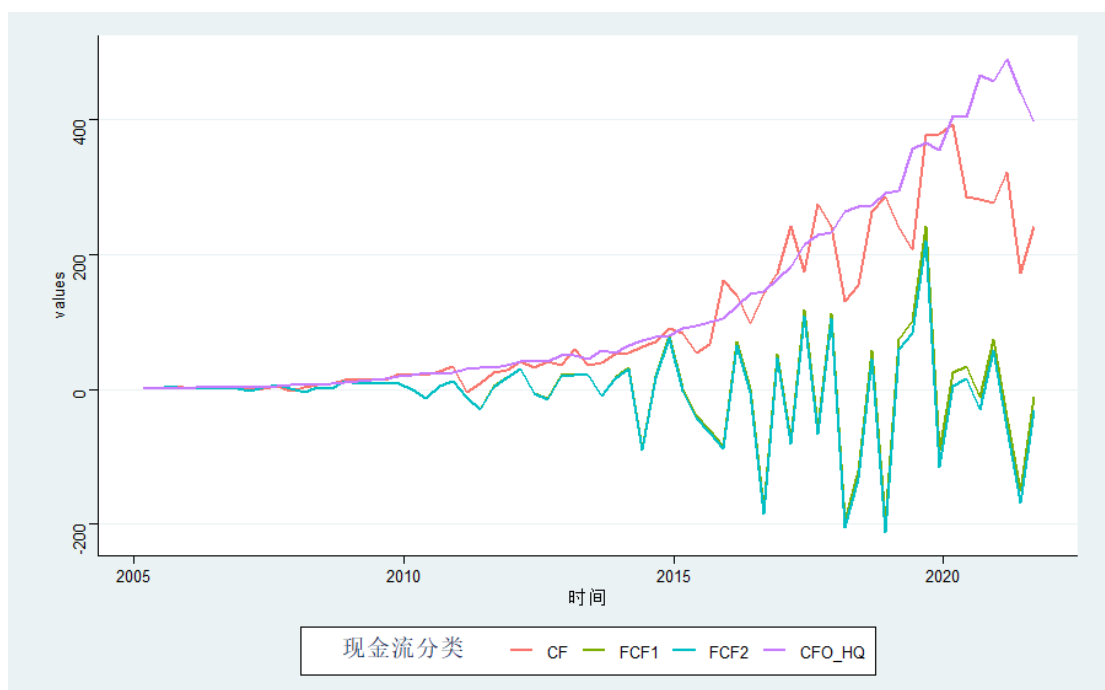
### 自由现金流计算方式：

$$CF = \text{经营活动所得现金流净额} - \text{资本开支} - \text{媒体内容} - \text{租赁负债}$$

### 若未披露资本开支：

$$\begin{cases} CF = \text{经营活动所得现金流净额} - \text{资本开支} - \text{媒体内容} - \text{租赁负债} \\ \text{资本开支} = \text{固定资产增额} + \text{无形资产增额} + \text{折旧摊销} \end{cases}$$

### ➤ 现金流对比



### ● 特点与异同

- **从内涵上理解**，这四种现金流的定义方式都传达了测度“自由现金流”这一指标的目的与意义，即：考察一个企业能否在“养活”自己之余（满足自身投资）还有“剩余产品”可以分配给自己的资本提供者（股东或融资性负债的债权人）。而这些“剩余产品”，是企业长期永续经营、实现扩大再生产的基础。
- **从数值角度看**，FCF1 与 FCF2 仅仅相差一个利息支出，因此 FCF2 的值往往低于 FCF1，但由于利息支出的占比相对较小，故从图表中可以看到，FCF2 的值与 FCF1 高度接近甚至基本重合。CFO-HQ 与 CF 的值与两种 FCF 相差较大，且 CFO-HQ 与 CF 基本随时间呈持续上升的趋势。

### 1) FCF1

FCF1 是基于企业整体价值创造视角（包含为融资性债权资本和股权资本提供者的价值创造视角），表示经营性现金流与投资性现金流之和。

### 2) FCF2

FCF2 是从股东价值创造视角看：向融资性债权人支付的利息需要予以扣除。一是因为利息是给债权人的资本回报；二是因为利息是债务合同约定的，是企业不能自由决定的现金流出。即使一个企业自创办以来的 FCF1 累计为正值，但其自创办以来的 FCF2 之和如果为负值，那么，这个企业自己赚取的现金还是不够自己花的，其支付的利息至少部分是靠筹资活动融来的现金，说明该企业总体上仍处于庞氏利息状态。

### 3) CFO-HQ

CFO-HQ 测度的是一个企业高质量发展情况，若其经营活动净现金流量就应该质量足够高，企业应该足以通过经营活动净现金流量来收回固定资产与无形资产等的投资成本和获取投资回报，亦即经营活动净现金流量应大于或者等于企业的投资成本回收（固定资产折旧与无形资产摊销、资产减值损失、股权激励成本）与投资回报（税后营业利润、利息）之和。

### 4) CF

CF 由经营活动现金流净额减去资本开支得到，这里的资本开支包括：添置（不包括业务合并）物业、设备及器材、在建工程、投资物业、土地使用权以及无形资产。相比 FCF1 与 FCF2 主要缺少了**资本流入与非必须资本开支**。相比于 CFO-HQ 最大差异在于资本开支，若不考虑资本开支则是经营性现金流净额的两种测度。

以 2020 年为例，如下表为 2020 年腾讯的投资活动现金流量情况，用蓝色填充部分即为所谓的“必要资本开支”，而未用颜色填充的部分也就是 CF 与 FCF1/2 相差的资本流入与非必须资本开支。

投资活动现金流量(单位：百万)	2020 年
业务合并产生的付款（扣除取得现金）	-15097
处置一间附属公司的现金流入净额	15
购买物业、设备及器材、在建工程与投资物业	-34070
处置物业、设备及器材	0
购买无形资产的付款/预付款项	-27182

购买土地使用权的付款/预付款项	-5347
对联营公司的投资	-30533
处置于联营公司的投资	2208
对合营公司的投资	-247
购买以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产	-12719
处置以公允价值计量且其变动计入其他全面收益的金融资产	7648
购买以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-60066
处置以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	13168
购买/结算其他金融工具的付款	-859
处置其他金融资产的所得款项	1626
向投资公司及其他人士提供贷款	-1755
收回对投资公司及其他人士的贷款	484
初始为期超过三个月的定期存款到期的收款	32177
存入初始为期超过三个月的定期存款	-59169
已收利息	5610
已收股息	2153
投资活动耗用现金流量净额	-181955
资本流入	65089
非必须资本开支	-180445

我们可以看到非必须资本开支接近 1805 亿这之中主要包括：**业务合并产生的付款** (收购虎牙、收购易车、收购乐游及小部分其他业务合并)、**对联营公司的投资** (收购 UMG10%股权、收购新联营公司与对现有联营公司进行额外投资)、**购买以公允价值计量的金融资产** (对上市及非上市公司的股权投资以及理财) 以及超过三个月的定期存款。暂不考虑超三月定期存款 (在资本流入中存在对应收回项目进行冲销)，我们看剩余非必要资本开支虽然分为三项，但是都是对其他公司进行**投资、并购**。

从公司金融的角度看，腾讯或许确实在这种发展方式下获得了良好的发展成为了中国第一等的互联网巨无霸，或许在这种方式下得到了或有的“协同效应” (包括营销利得、战略收益以及显著的“垄断势力”)，但是腾讯集团也有可能在这不断多元化的业务结构中受限，尤其是这样的并购对以集团整体创造价值的的能力造成了损害，从现金流

时间序列图中可以看到腾讯的 FCF1/2 经常性处于负值,这对腾讯集团的股东、债权人、等对现金流量有要求权的利益相关者的利益造成了损害。