

理解产业互联网：腾讯下一个十年的增长引擎

——腾讯控股 (0700.HK) 全球数字生态大会事件点评

海外公司简报

买入 (维持)

当前价/目标价：324.8/416.0 港元

分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebcn.com

联系人

乐济铭

021-52523797

lejiming@ebcn.com

市场数据

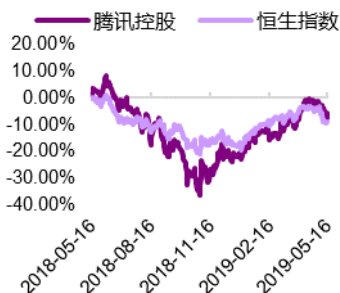
总股本(亿股)：95.2

总市值(亿港元)：30,920.96

一年最低/最高(港元)：252.2/429.2

近3月换手率：10.9%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.67	7.51	1.3
绝对	-5.82	1.84	-7.94

资料来源：Wind

相关研报

游戏业务有望好转，广告业务仍具潜力——腾讯控股 (0700.HK) 2018 年度业绩点评

..... 2019-03-22

Fintech 与云羽翼渐丰，游戏业务逐步回暖——腾讯控股 (0700.HK) 2019Q1 业绩点评

..... 2019-05-20

事件：

5月21日至23日，2019 腾讯全球数字生态大会在昆明举办。该会议是 2018 年 9 月腾讯战略升级后整合“全球合作伙伴大会”、“腾讯云+未来峰会”和“互联网+数字经济峰会”三大行业大会打造出的规格最高、规模最大的行业生态大会，会上详细介绍了公司产业互联网业务的近况。

点评：

◆产业互联网的实质是腾讯向 B 端提供数字化转型的成体系的“产品”，腾讯在 C 端的产品能力与产品积累使其成为最有能力取得成功的公司之一。

1) 产品用户与需求更加多元复杂：产业互联网产品的用户为企业与政府部门，有各自特定的需求与规律；2) 产品的综合要求高：腾讯的产业互联网“产品”包含了“工具箱”（社交工具、支付工具、云计算基础设施、安全能力等 SDK）与“连接器”（接入网络的 API），是腾讯 C 端产品能力的整合与升级；3) 与 C 端产品相比，产业互联网产品需要“无短板”，而非“有亮点”；需要在理解用户需求的基础上，多部门共同提供“产品组合”，腾讯具备了提供产业互联网产品的必备、稀缺要素。

◆产业互联网产品的虚拟商品属性不变，开发阶段高资本与研发投入，但方案成熟后可复制性强、边际利润率高。

1) 先期投入高：云服务只有“大而强”，没有“小而美”；腾讯云率先实现“双百”（100 万台服务器，100T 峰值带宽）；腾讯 2018 年电脑设备资本开支达 187 亿元（YoY+93.4%），资金优势明显；2) 部分垂直行业已有成熟产品，由腾讯各部门合作推出：a) 零售业方案：微信（会员体系、支付工具）+智慧零售（营销、运营数字化）+腾讯云（大数据支持）；b) 文旅业方案：人工智能（人脸识别、精准推荐）+腾讯地图（定位与导览）+腾讯云（视频直播、CDN 等）；c) 医疗业方案：人工智能（AI 医学影像、AI 辅诊）+微信（电子健康卡+在线医保支付）+信息流产品（医学科普资讯）；3) 互联网产品一旦开发完成形成标杆案例，在行业内普及推广难度低，规模效应强、边际利润高。

◆产业互联网产品将是腾讯对企业提供的长期服务，对标美国巨头我们认为未来能够获得稳定增长的营收与较高的利润率。

1) 产业互联网开创新的收入来源与盈利模式：腾讯提供的是“数字化助手”服务，一旦被采用预计能够持续为客户企业创造价值并收取服务费，可以对标微软、SAP、Salesforce、Adobe 与亚马逊；2) 这种商业模式在前期投入期之后能够稳定产生高毛利：上述 5 家公司 2018 年毛利率除亚马逊外均在 60% 以上，Adobe 高达 87%；3) 高毛利的来源是掌握核心平台、技术与数据，毛利相对较低的交付实施与集成环节可交予垂直行业的生态伙伴共同实现；4) B 端业务易形成先发优势，且用户迁移成本远高于 C 端，一旦商业模式成型竞争压力小于消费互联网；企业的经营具有连续性，一旦产业互联

网产品渗透至日常经营的方方面面，被新进入者替代的可能性较小，使得服务的收费具有更强的连续性和稳定性。

◆考虑到行业空间、营收增速与业务阶段，产业互联网业务可使用 PS 进行估值。

1) 行业空间大、增速快：产业互联网与数字化是“刚需”，企业大规模应用势在必行；根据埃森哲数据，率先实施数字化、智能化的领军企业营业收入 CAGR 是其他企业的 5.5 倍；根据腾讯测算，仅智能制造服务业的市场规模 2025 年就将过 7200 亿美元，2016-2025 年 CAGR 超过 25%；普华永道预计到 2025 年，科技企业赋能 B 端、服务 C 端（T2B2C）模式给科技企业带来的整体市值将达到 40-50 万亿元人民币。2) 产业互联网业务尚在开拓期，营收高速增长但盈利尚未稳定，适宜用 PS 进行估值；可比公司微软、SAP、Salesforce、Adobe 与亚马逊的平均 PS 为 8x，最高为 Adobe 的 14x，可作为后续腾讯“金融科技与商业服务”业务的估值参考。

◆风险提示：产业互联网客户拓展缓慢、方案研发进度不及预期

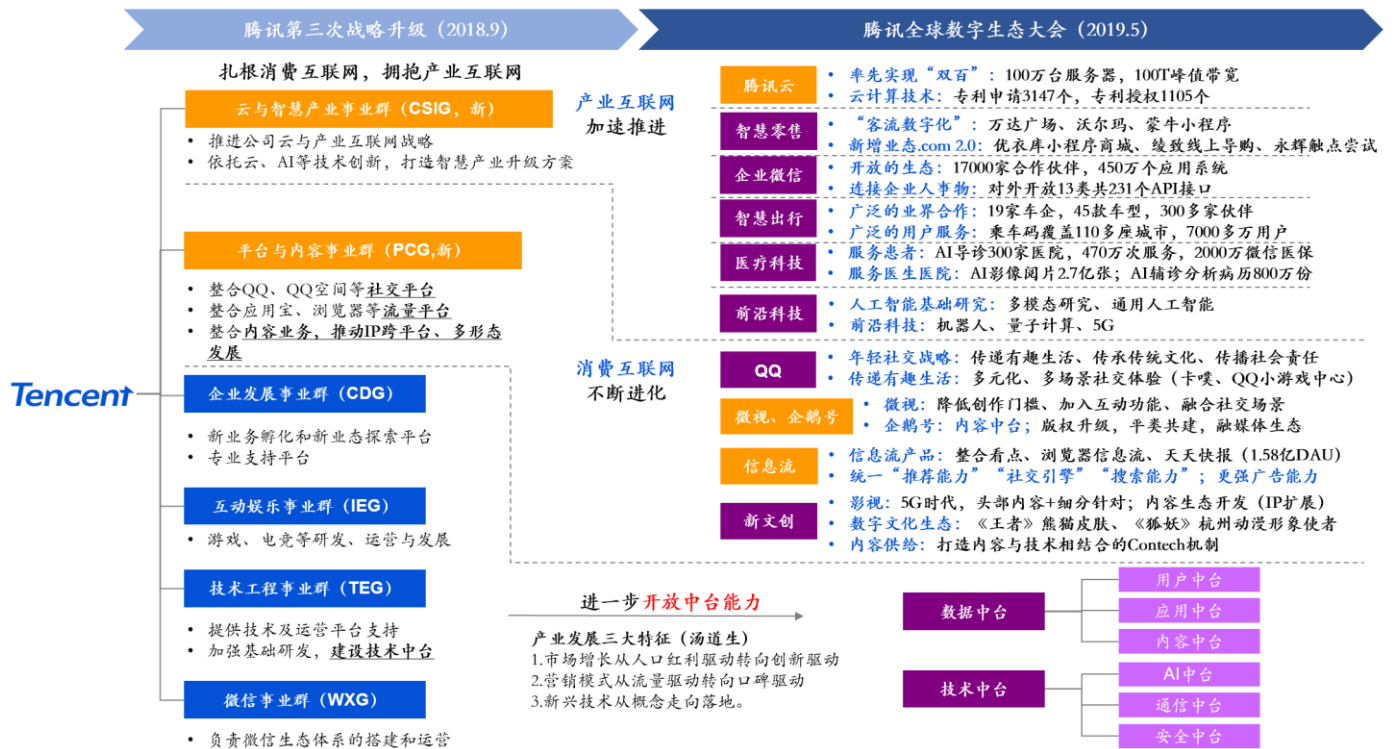
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元 RMB)	2,378	3,127	3,948	4,943	5,963
营业收入增长率	56.48%	31.52%	26.25%	25.22%	20.63%
Non-GAAP 净利润(亿元 RMB)	651	775	990	1,308	1,540
Non-GAAP 净利润增长率	43.39%	18.95%	27.85%	32.06%	17.72%
EPS (港元)	8.56	9.33	10.69	14.14	17.20
ROE	26.2%	27.2%	24.8%	25.6%	24.0%
P/E	42	39	34	26	21

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 24 日，港币汇率取 0.879

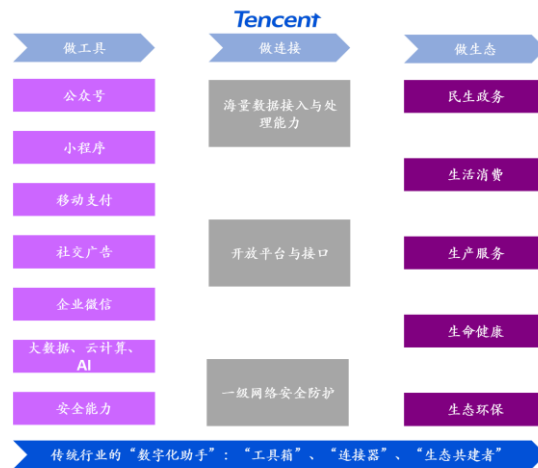
1、附录

图 1：腾讯全球数字生态大会要点梳理



资料来源：腾讯全球数字生态大会，光大证券研究所整理

图 2：腾讯产业互联网的“三种角色”、“五大领域”与“七大工具”



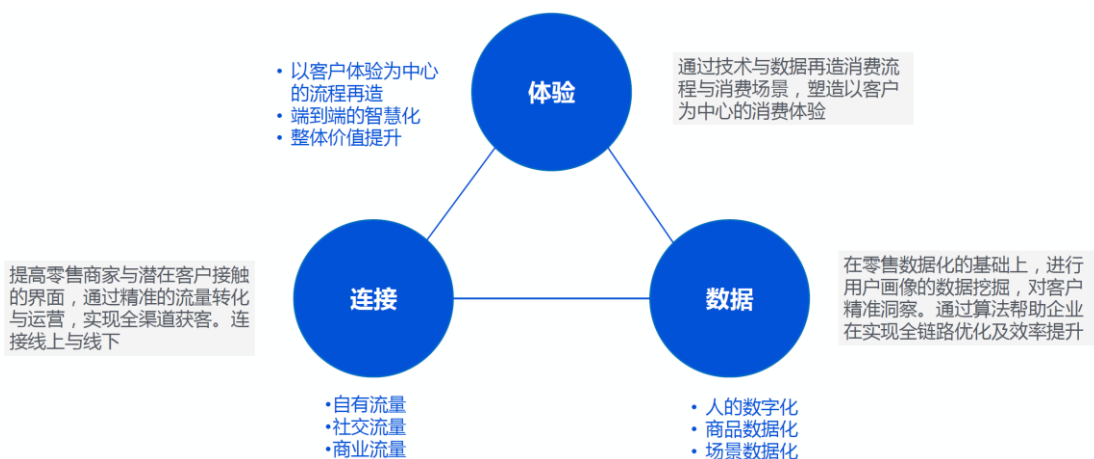
资料来源：马化腾《互联网+》助力中国数字经济建设》演讲

图 3：腾讯产业互联网的能力与产品布局



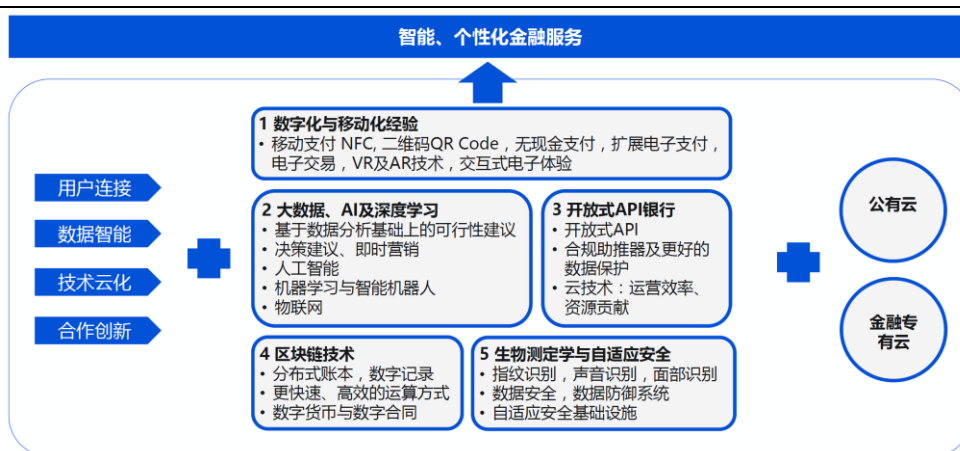
资料来源：全球数字生态大会

图 4：智慧零售生态应用示意



资料来源：腾讯研究院

图 5：智慧金融生态示意



资料来源：腾讯研究院

图 6：智慧旅游应用示意



资料来源：腾讯研究院

图 7：智慧医疗生态示意



资料来源：腾讯研究院

图 8：智慧出行生态示意



资料来源：腾讯研究院

图 9：腾讯工业互联网平台——木星云

针对问题：工业软硬件厂家多 -> 标准不统一 -> 通用难

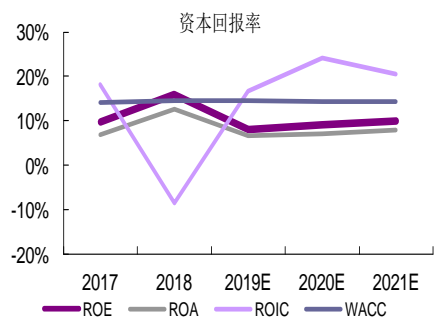
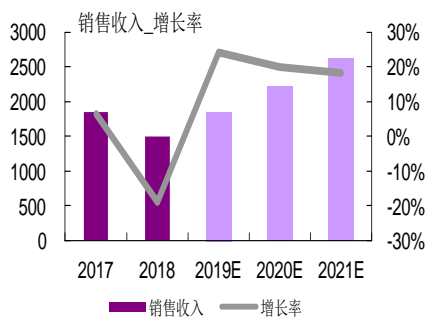
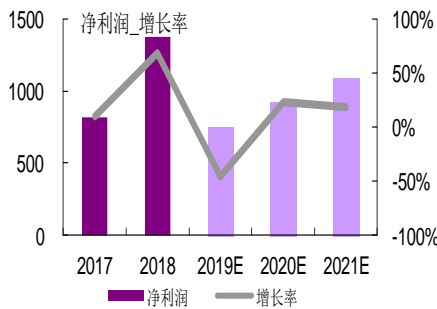
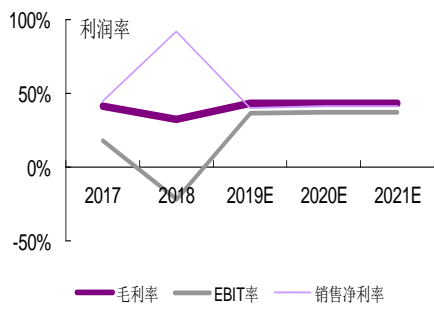


资料来源：腾讯研究院

表 1：可比公司估值情况

公司	代码	总市值 (亿美元)	毛利率 (FY18)	营收增长率 (FY18)	PE(ttm)	PB(MRQ)	PS(ttm)
SAP	SAP.N	1,566.47	69.8%	5.3%	42.78	4.78	5.46
Amazon	AMZN.O	8,976.59	40.2%	30.9%	74.77	18.54	3.72
Salesforce	CRM.N	1,191.27	74.0%	26.7%	107.32	7.63	8.97
Microsoft	MSFT.O	9,673.54	65.2%	29.3%	27.70	10.20	7.92
Adobe	ADBE.O	1,340.74	86.8%	23.7%	49.99	13.58	14.04
平均值					60.51	10.95	8.02

资料来源：wind，光大证券研究所 注：股价时间为 2019 年 5 月 24 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,843	1,492	1,849	2,220	2,623
营业成本	1,083	1,010	1,053	1,264	1,494
折旧和摊销	16	13	11	13	14
营业税费	5	4	6	7	9
销售费用	82	3	9	11	13
管理费用	175	79	83	100	118
财务费用	33	18	54	37	19
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	370	2,283	300	350	400
营业利润	672	1,928	924	1,142	1,353
利润总额	824	1,932	925	1,144	1,355
少数股东损益	6	-7	-7	-7	-7
归属母公司净利润	815	1,373	748	922	1,091

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	11,884	10,846	11,169	12,897	13,614
流动资产	3,885	4,835	4,835	6,549	7,265
货币资金	1,924	1,870	1,923	3,917	4,017
交易型金融资产	1	1	0	0	0
应收帐款	340	282	349	419	495
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	167	174	228	274	262
存货	1,151	1,547	1,678	1,264	1,793
可供出售投资	1,760	1,115	1,280	1,280	1,280
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5,885	4,700	4,700	4,700	4,700
固定资产	33	38	36	37	36
无形资产	1	1	2	3	3
总负债	3,430	2,204	1,933	2,857	2,627
无息负债	1,458	1,203	934	1,357	1,127
有息负债	1,971	1,001	999	1,500	1,500
股东权益	8,455	8,643	9,236	10,040	10,987
股本	2,934	2,934	2,934	2,934	2,934
公积金	2,644	2,706	2,780	2,873	2,982
未分配利润	2,401	3,039	3,565	4,284	5,129
少数股东权益	35	-2	-9	-16	-23

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-32	-476	359	1,316	-116
净利润	815	1,373	748	922	1,091
折旧摊销	16	13	11	13	14
净营运资金增加	-255	1,014	480	-506	1,055
其他	-608	-2,877	-880	888	-2,276
投资活动产生现金流	-420	2,086	-94	334	384
净资本支出	-25	-12	-242	-16	-16
长期投资变化	5,885	4,700	0	0	0
其他资产变化	-6,280	-2,602	148	350	400
融资活动现金流	855	-1,665	-212	344	-168
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	979	-971	-2	501	0
无息负债变化	418	-255	-269	423	-229
净现金流	403	-54	53	1,994	100

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.48%	-19.09%	24.00%	20.03%	18.16%
净利润增长率	10.02%	68.47%	-45.56%	23.35%	18.33%
EBITDA 增长率	-38.52%	-193.24%	-317.57%	22.14%	17.25%
EBIT 增长率	-38.87%	-201.94%	-305.23%	22.34%	17.36%
估值指标					
PE	28	17	30	25	21
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	48	-53	24	18	16
EV/EBIT	50	-51	25	19	16
EV/NOPLAT	50	-72	31	23	20
EV/Sales	9	11	9	7	6
EV/IC	9	6	5	6	4
盈利能力 (%)					
毛利率	41.28%	32.26%	43.08%	43.07%	43.04%
EBITDA 率	18.43%	-21.24%	37.26%	37.92%	37.63%
EBIT 率	17.57%	-22.14%	36.64%	37.35%	37.09%
税前净利润率	44.68%	129.53%	50.04%	51.52%	51.66%
税后净利润率 (归属母公司)	44.22%	92.07%	40.42%	41.54%	41.60%
ROA	6.91%	12.60%	6.63%	7.09%	7.96%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.68%	15.89%	8.09%	9.17%	9.91%
经营性 ROIC	18.16%	-8.63%	16.65%	24.09%	20.48%
偿债能力					
流动比率	2.83	4.03	5.82	5.27	7.23
速动比率	1.99	2.74	3.80	4.25	5.45
归属母公司权益/有息债务	4.27	8.64	9.26	6.70	7.34
有形资产/有息债务	5.89	10.71	10.89	8.39	8.87
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.28	0.47	0.25	0.31	0.37
每股红利	0.20	0.05	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	-0.01	-0.16	0.12	0.45	-0.04
每股自由现金流(FCFF)	0.25	-0.18	-0.05	0.40	-0.09
每股净资产	2.87	2.95	3.15	3.43	3.75
每股销售收入	0.63	0.51	0.63	0.76	0.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼