

# 转型周年考，腾讯产业互联网进展如何？

## ——腾讯控股 (0700.HK) 转型一周年跟踪点评

公司动态

### 买入（维持）

当前价/目标价：323.8/416.0 港元

### 分析师

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

[kongrong@ebsecn.com](mailto:kongrong@ebsecn.com)

### 联系人

乐济铭

021-52523797

[lejiming@ebsecn.com](mailto:lejiming@ebsecn.com)

### 市场数据

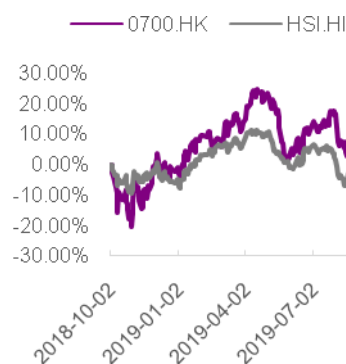
总股本(亿股)：95.55

总市值(亿港元)：31,569.72

一年最低/最高(港元)：251.4/400.4

近3月换手率：11.0%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.28	0.45	3.17
绝对	-8.43	-9.38	-4.96

资料来源：Wind

### 相关研报

关于腾讯的五问五答——腾讯控股 (0700.HK) 动态跟踪暨 19Q2 业绩点评

..... 2019-08-18

◆腾讯 C2B 模式重构新商业/政务链路，树立多个标杆案例。1) 腾讯 C2B 核心优势：通过 QQ 与微信，腾讯强大的用户基础“连接”更多人及拥有更多多维数据、21 年的产品能力让腾讯更懂“人”和“需求”；2) 腾讯在智慧零售、智慧政务、智慧金融等领域的标杆案例验证了 C2B 模式的巨大潜力：a) 腾讯的每个 C 端用户即普通消费者，智慧零售先行成功验证 C2B 模式；b) “数字广东”的成功经验已全国推广，“国家政务服务平台”已试运行；c) 腾讯与泰康合作的微保方案是 C2B 模式在金融业实践的典型案例。

◆腾讯整体上云应作为“一把手工程”，由最高决策者或内部具威望的人亲自挂帅，此举具备重要的信号作用。公司云业务起步较晚，为迎头赶上需更大力度顶配各类战略资源，排除万难推动自研上云：1) 对内，意味着公司事业群间的壁垒被打破，开源协同文化得到确立，技术升级开启；2) 对外，意味着腾讯将成为腾讯云最大的客户，本身就是最好的产品背书。

◆打造强势中台非常必要 选任 CTO 刻不容缓。1) 赛马机制已阻碍了技术领先。在产品文化下，公司对于技术建设的重视和管理均不足；“赛马机制”进一步阻碍了技术交流与共享，两者共同导致了沉重的技术负债。技术委员会的成立有助于协调部门利益，但仍不足以带领腾讯实现技术赶超；2) 技术建设和腾讯云业务的发展刻不容缓。宜尽快选任 CTO 并充分赋予权限，全面领导技术架构与腾讯云的建设；3) 呼唤强势中台建立，基于多维群体性用户数据进行合理挖掘。腾讯的数据价值观一直较为保守谨慎，不会打通数据和唯数据论，但基于全量群体性用户数据分析，仍需要强势中台推进。

◆产业生态投资成加速器，值得重点跟踪关注。1) 腾讯在 To B 领域的投资呈现出与 To C 产品投资不同的风格：投资方向明确、业务导向下注重整合协同、推动生态内的资源嫁接与合作而非竞争；2) To B 投资聚焦“技术方案生态+行业解决方案生态+关键技术卡位”三个领域，19 年以来战略投资的重点为技术方案与技术卡位；3) 腾讯及其生态内部充裕的业务资源及合作机会是其产业投资的重要特点；因此腾讯产业生态投资的投后管理和业务催化比投资本身更加值得市场关注。

◆估值与评级：产业互联网发展尚需时间，公司在重点标杆项目有所突破，期待公司在技术建设和整体上云上取得新进展。维持公司 19/20/21 年收入预测 3,948、4,943、5,936 亿元人民币，Non-GAAP 净利润分别为 990、1,333、1,559 亿元；维持“买入”评级。

◆风险提示：技术提升不达预期、腾讯云错过最佳发展期

### 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	1,333	1,559
EPS (港元)	8.56	9.33	11.56	15.55	18.19
P/E	42	39	29	21	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 8 日

## 1、腾讯C2B模式重构新商业/政务链路 树立多个标杆案例

腾讯产业互联网并不是战略的陡然转向，而是在C端的连接饱和后，继续打造C端和B端连接的战略延续。C2C的连接提高了人的沟通效率，C2B的连接将提高社会整体信息传递的效率，在智慧政务、智慧零售、金融等领域已经看到了产业互联网带来的效率提升。

### 1.1、立足“用户+能力”禀赋，搭建C2B桥梁

腾讯产业互联网的C2B模式创新起源于腾讯自身的资源禀赋：C端用户基础，以及多年累积的工具和能力。1) 腾讯通过QQ（19Q2 MAU 8.1亿）与微信（19Q2 MAU 11.3亿）两大核心社交产品，拥有着中国最大的用户基础和随之而来的多维度用户数据；2) 在为用户打造产品的过程中，腾讯在人工智能、大数据、安全、音视频、LBS等领域积累了大量的工具与能力，并可以用云服务形式对外输出。

图 1：腾讯产业互联网的能力与产品布局



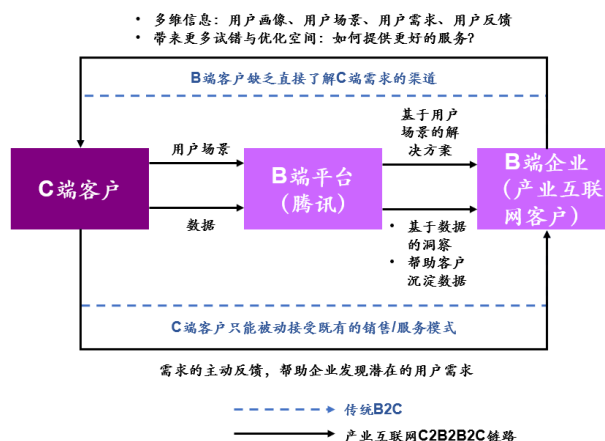
资料来源：全球数字生态大会

C2B模式重构了C端和B端的连接方式，带来了信息传递效率质的提升，创造了一幅更高效率的产业图景。

1) 传统商业模式下，C端与B端缺乏有效的连接：a) B端要获得用户洞察，往往依赖于用户调研、焦点小组等方式，信息传递效率低、偏差大；且决策后的反馈和修正过程都因为信息获取的滞后性而非常缓慢；b) C端客户非常分散，只能接受既有的销售/服务模式，其需求的满足受到渠道可达性、信息不对称的阻碍；

2) C2B模式为C端和B端搭建了桥梁，对于信息的传递有质的提升：a) B端通过腾讯提供数字工具，可实现用户触达和用户数据的沉淀与分析，提高商业决策的科学性和及时性，并有可能通过识别新的用户场景发现新的商机；b) C端拥有直接与B端沟通的渠道，个性化、多样化的需求具备了被满足的可能性。

图 2：腾讯产业互联网 C2B2B2C 链路示意



资料来源：光大证券研究所整理

腾讯在智慧零售、智慧政务、智慧金融等领域的部分标杆案例验证了C2B/G模式的巨大潜力。围绕用户的使用场景打造的数字化升级方案使得企业/政府的资源得到了更加高效与集约的利用。

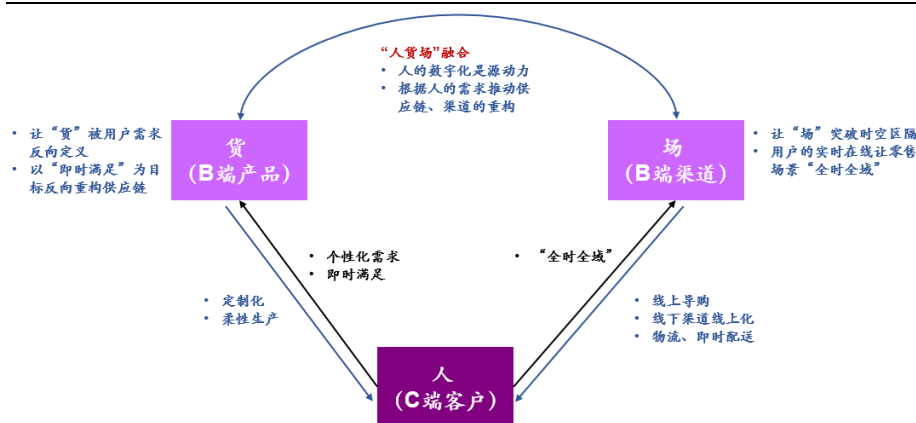
### 1.2、智慧零售初见成效，C2B 重塑“人货场”

腾讯C端用户亦为零售行业的消费者，智慧零售先行验证C2B模式。1) 零售业体量巨大，2018年全年社会消费品零售总额38万亿，占全年GDP的42%；2) 腾讯的用户和中国的消费者高度重合，通过微信、QQ、小程序、公众号等产品与用户形成了大量的触点，天然适合帮助B端进行流量经营，此外，腾讯支付、广告等整套数字工具助力零售商家数字化；3) 零售业对于理解C端用户的需求最为迫切，且反馈链条短，成为C2B模式首先试验并成功落地的行业。通过对腾讯智慧零售产品的分析，可以更加直观地理解上述的“C2B2B2C”链条。

传统零售模式下，B端不够懂“人”。厂家和商家主导了商品的生产 and 销售流程，C端消费者只能被动接受。1) “货”：SKU主要由品牌商和渠道决定，很难与消费者的需求精确匹配；C端存在未被满足的产品需求，B端需要应对备货不足与库存积压的两难困境，阻碍着双方的利益最大化；2) “场”：传统商超销售模式存在着时间与空间的限制，则C端的“全时全域”消费需求未能得到满足。

腾讯智慧零售重构供应链，帮助B端懂“人”和“需求”，以用户需求驱动供给。1) “货”：以数字化的用户需求主导SKU决策，以对C端需求“即时满足”为目标重构供应链，尽可能提高供给与需求之间的匹配程度，降低了决策难度；2) “场”：通过导购和商品的线上化，并借助中国发达的物流和即时配送网络的帮助，实现购物需求的“全时全域”满足。

图 3：腾讯智慧零售“人货场”融合示意



资料来源：腾讯，光大证券研究所

### 1.2.1、腾讯智慧零售标杆案例：沃尔玛、优衣库、绫致和永辉

腾讯在与部分领先企业共同探索零售数字化的过程中已帮助诸多企业实现了用户沉淀与销售增长。结合不同客户的实际经营模式，腾讯目前通过三种新业态帮助客户导入和运营私域流量：

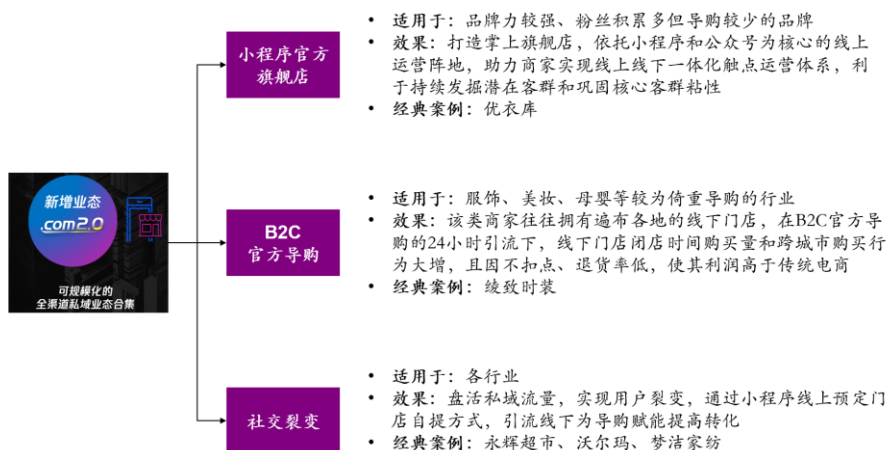
**小程序官方旗舰店：**适用于品牌力较强、粉丝积累多但导购较少的品牌；经典案例为优衣库以小程序为核心整合并变现线上、线下、导购等多触点，2018年双十一销售额破记录；

**B2C 官方导购：**适用于服饰、美妆、母婴等较为倚重导购的行业；经典案例为绫致集团推出官方导购 WeMall 小程序，单月破 4500 万销售，19% 的销售来自跨城市购买，有 20% 的销售来自闭店时间，发掘了“全时全域”的需求增量；

**社交裂变：**适用于各个行业，小程序扮演了线下流量向线上流量的转化器；经典案例有 1) 永辉通过社交裂变，试点区域到家业务日订单达 6 万，占试点区域单量的 15%；到家服务人数达 100 万；2) 梦洁家纺通过导购迅速裂变千群，社群覆盖近 6 万粉丝，单次互动活动引流 PV 超 400 万，同时结合线上拼团，到店自提，为门店带来了 40% 的连带购买；梦洁“一屋好货”小程序 GMV 首次超千万，增幅达 11 倍，导购成交率增长 323%。；3) 沃尔玛“扫玛购”和“沃尔玛到家”合计用户数达 6000 万人；在成熟门店，沃尔玛单店的扫玛购订单最高可占门店线上线下交易量的 50%，且渗透率还在稳步提升。



图 4：腾讯智慧零售“.com 2.0”三大新业态



资料来源：腾讯，光大证券研究所

图 5：腾讯与领先企业共同探索零售数字化



资料来源：腾讯智慧零售

图 6：案例：优衣库双十一销售额破纪录



资料来源：腾讯智慧零售

图 7：案例：绫致官方导购模式



资料来源：腾讯智慧零售

图 8：案例：永辉试点到家服务业务

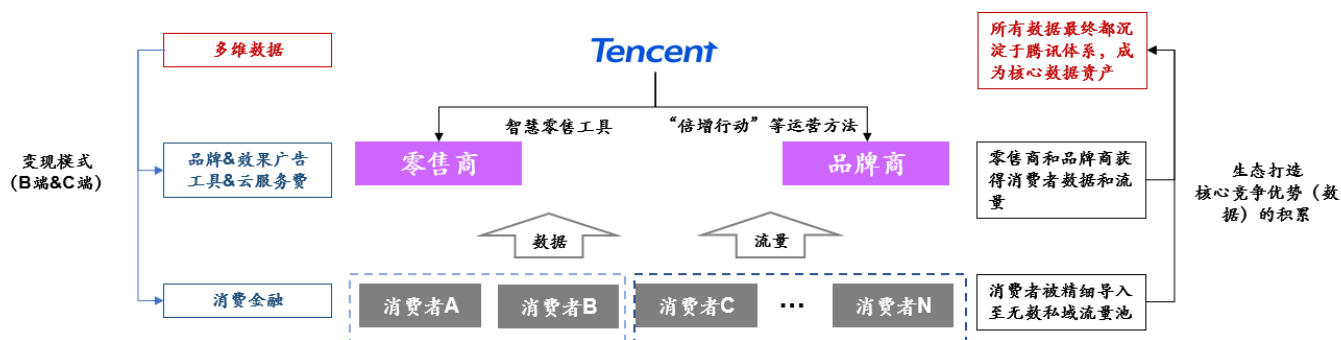


资料来源：腾讯智慧零售

### 1.2.2、智慧零售商业模式探讨：云、金融、广告和数据

智慧零售业态的最终变现模式可能有云服务、金融、广告。此外，多维群体性用户数据将拥有长期重要价值。1) 腾讯智慧零售目前的实践都是“去中心化”的：与阿里系电商产品中心化地分发流量并收取广告费用的模式不同，腾讯智慧零售的初衷就是帮助零售商/品牌商直接接触达客户并构建私域流量池。这种模式实际上是引导客户将部分流量广告预算转移至品牌的建设和运营上，利益将直接转移给消费者；2) “私域流量”的运营带来多维度群体性用户数据，将具有长期价值：当用户处于越来越多的私域流量池时，对用户的画像也将更加精准，例如消费能力、消费结构、品牌偏好等（出于隐私保护等原因，马化腾曾对“数据中台论”表示观点即腾讯的数据价值观是加强数据保护，而非任意打通数据和唯算法论），而针对全量用户画像的数据分析，亦将产生长期价值；3) 相应地，以数据为核心支撑的云服务、金融、广告将成为可行的变现模式：消费者洞察和经营策略可以在云端形成，并通过 SaaS 交付；精准的品牌和效果广告投放带来有竞争力的 ROI；对 B 端的交易抽佣以及对 C 端消费者提供消费金融服务等。

图 9：腾讯智慧零售变现模式示意

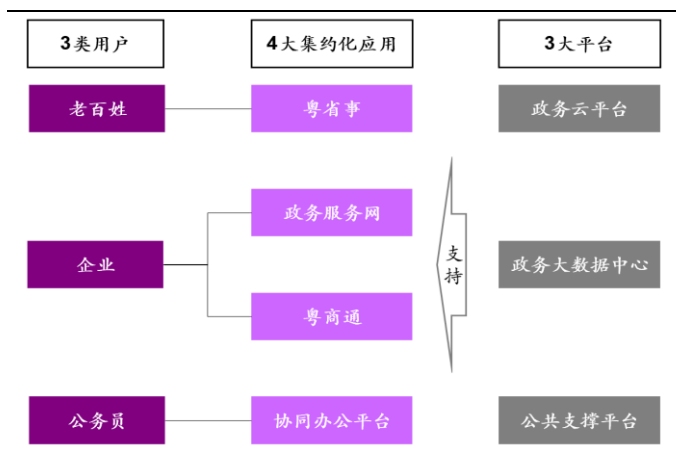


资料来源：光大证券研究所

### 1.3、智慧政务：从广东到全国，从“粤省事”到“国家政务服务平台”

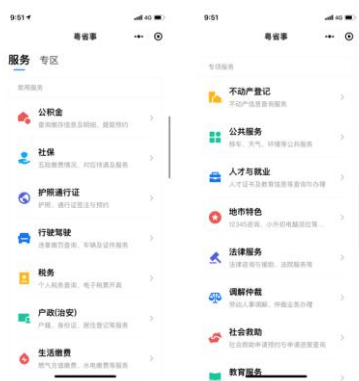
“数字广东”为智慧政务标杆案例已全国推广，“国家政务服务平台”现已试运行。1) 腾讯与三大运营商共同投资成立了数字广东公司，全面执行广东省数字政府改革“一号工程”；围绕着老百姓、企业、公务员三大类用户主体，腾讯打造了“粤省事”（民生服务小程序）、“政务服务网”（企业服务网站）、“粤商通”（企业服务网站及 APP 平台）和“协同办公平台”（政府内部管理应用）4 大集约化线上政务应用，并依托政务云平台、政务大数据中心和公共支撑平台 3 大平台实现了底层数据的互联互通；2) 根据公司官网披露，截至 10 月 3 日，全国首个集成民生服务微信小程序“粤省事”累计上线 747 项服务以及 62 种电子证照，其中 617 项实现“零跑动”，实名用户累计 1853 万，累计业务量超 3 亿笔；3) 目前已开始试运行的“国家政务服务平台”小程序规格更高，聚合了各国家部委的线上服务能力，其成功运行将为腾讯在各级政府的推广打开空间。

图 10: 数字广东 “3+4+3” 矩阵



资料来源: 光大证券研究所整理

图 12: “粤省事” 功能一览



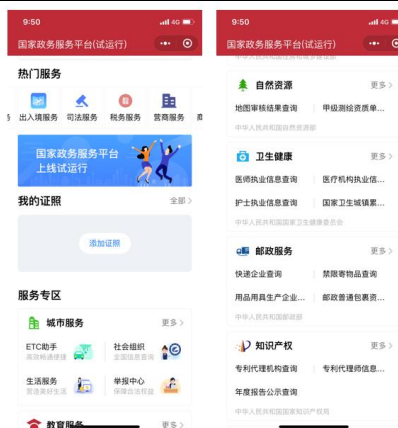
资料来源: “粤省事” 小程序

图 11: 数字广东的全面服务能力



资料来源: 数字广东

图 13: “国家政务服务平台” 功能一览



资料来源: “国家政务服务平台” 小程序

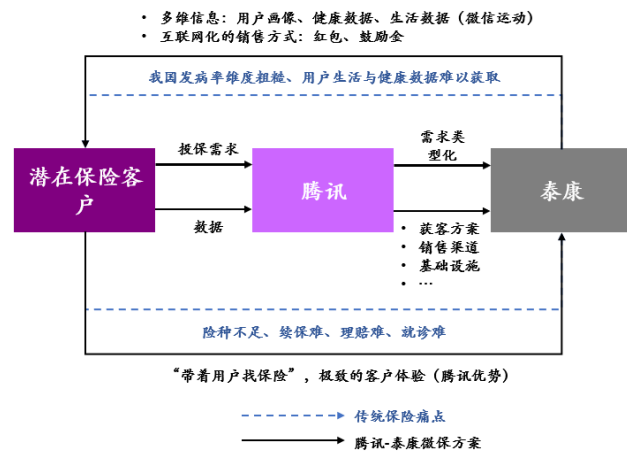
### 1.4、智慧金融：以泰康为例，C2B 模式应用于保险产品

2015 年泰康人寿春节红包营销方案奠定了腾讯与泰康的合作基础，泰康将其互联网渠道部署于腾讯云。1) 2015 年春节，泰康人寿希望借 2015 年春晚开展营销攻势，通过“场景业务”模式将 PC 互联网时代的单向营销，推进到移动互联网参与式营销。但泰康传统的 IT 架构并无法承受互联网突发性业务量的冲击：泰康参与红包大战期间，一共产生约 30 倍数据库访问需求，约 40 倍互联网带宽需求，约 33 倍高峰期短信发送速度，超过 200 倍 CDN 流量需求；若仍基于自建数据中心去支撑这样突发的高访问量，不仅带来巨大的成本浪费，在资源准备上也过于仓促，无法满足业务上线预期；2) 腾讯云用 40 天将泰康人寿 2015 年春晚红包活动系统部署上云，帮助泰康搭建“一主多从”高性能数据库，并提供跨域流量自助调度和大容量高速存储功能；此后，泰康就固定将其互联网渠道部署在了腾讯云。

腾讯与泰康合作的微保方案是 C2B 模式的典型案例。1) 中国人口老龄化趋势带来了重大疾病的患病率提升，大额医疗费用产生的概率增加，带来了健康险的市场发展机遇；2) 在保险产品的供给侧，现阶段由于缺乏数据

支持，健康险产品如百万保额医疗险陷入发展瓶颈：公立医院是核心数据的掌控者，但分享数据的意愿并不强烈；健康险企业相对弱势，在数据信息方面的议价能力较弱，获取有效数据较难；而民营医院与保险公司合作意愿较强，但可以提供的数据类别有限；3) 在需求侧，保险客户也面临着险种选择不足、续保难、理赔难、就诊难等痛点；4) 腾讯-泰康微保方案体现了典型的 C2B 思维：“带着用户找保险”，成为用户与保险企业间的连接器；基于客户的诉求组织资源打造保险产品：目前腾讯微保上线的“微医保”产品，满足了客户提出的保额高、保费低、赔付广、帮助联系医院、垫付医疗费、保证续保等诸多要求；同时，在定制保险产品最关键的数据方面，腾讯在用户生活数据（如微信运动）和健康数据（产业互联网医疗领域）方面也能够提供深度的协同。

图 14：腾讯-泰康保险产业互联网案例示意



资料来源：光大证券研究所整理

腾讯与泰康已进一步升级至战略合作关系，在智慧保险、智慧医疗、智慧养老、智慧医保、智慧建筑、投融资、员工福利等领域深入合作，全方位助力泰康保险集团的数字化转型。腾讯可提供的服务包括但不限于：1) 云服务：提升投保、核保、承保、理赔等流程体验，同时实现快速、弹性、低成本的 IT 建设；2) 保险反欺诈系统：通过腾讯天御反欺诈服务，提前甄别带有恶意目的的骗保行为，防范保险欺诈风险；3) 腾讯觅影：已在 100+三甲医院展开测试的 AI 医学影像解决方案，未来有望辅助泰康之家医养社区医生提高影像诊断的效率和准确率；4) 智慧微瓴解决方案：腾讯可为泰康持有物业提供微瓴物联平台、3D 可视化大屏、智慧照明、智慧食堂等数字化办公环境。

### 1.5、定位“生态中心”需贴身服务客户可借鉴微软 CSE 经验

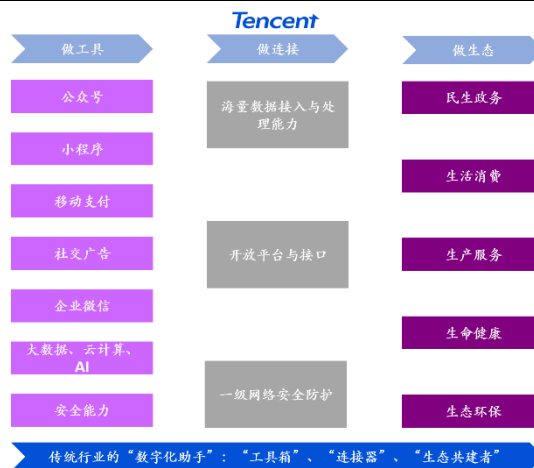
腾讯在产业互联网业务中处于“生态中心”的地位：中心化地提供工具、基础设施及能力，而生态本身的壮大更加依赖于合作伙伴的成长。

腾讯的“三种角色”、“七大工具”进一步定义了生态中心的功能：1) 三种角色：“连接器”：为各行各业进入“数字世界”提供最好、最丰富的接口 (API)；“工具箱”：为各行各业提供最完备的“数字工具箱” (SDK)；



“生态共建者”：以开放、协作的理念，提供新型基础设施，与各行各业合作伙伴一起共建数字生态共同体，激发每个参与者进行数字创新；2) “七大工具”：公众号、小程序、移动支付、社交广告、企业微信、大数据/云计算/AI、安全能力。

图 15：腾讯产业互联网的“三种角色”、“五大领域”与“七大工具”



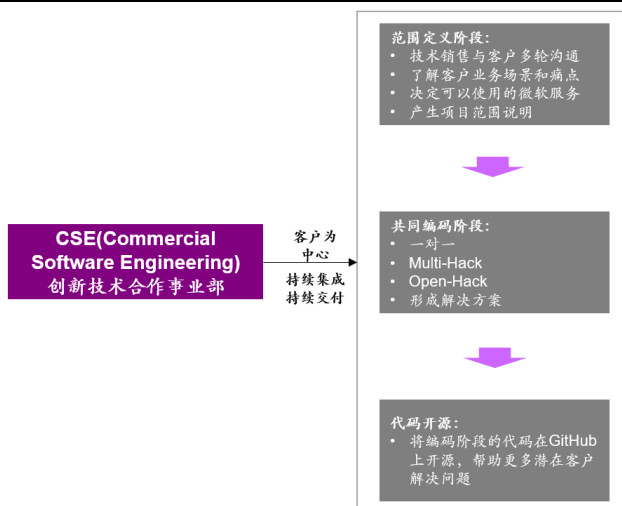
资料来源：马化腾《互联网+”助力中国数字经济建设》演讲

腾讯的“三种角色”和“七大工具”需要高度专业的“销售+开发”团队进行推广；产业互联网作为腾讯未来二十年的战略业务，应当按照最高规格配备人才。微软的企业销售模式可供参考：随着微软的商业模式从本地部署 (on-premise) 转向云交付、从销售独立软件产品转向销售解决方案，其销售部门亦相应升级，因其全面的“销售+开发”能力被内部誉为“海军陆战队”。

微软销售部门经过数次重组，诞生了 CSE (Commercial Software Engineering) 部门，负责运用微软的技术和产品帮助客户实现数字化转型。1) CSE 的角色已经从“销售”升级为“创新技术顾问”，需要深入了解客户的具体业务、场景痛点，帮助需求不明确但有意拥抱创新技术进行转型的客户找到合适的、面向未来的数字化解决方案；2) CSE 重视 PaaS 层技术服务在客户端的落地，包含人工智能、大数据、云计算应用、混合现实技术和物联网技术等。

在销售模式上，CSE 的工作流程分为三大阶段：1) 范围定义，深入了解客户的业务场景和痛点；2) 陪伴客户共同编码；3) 技术沉淀和共享，将沉淀的技术内容发布在 GitHub 等平台上。其中，共同编码阶段需要 CSE 顾问在现场持续集成和持续交付能力，对于从业人员的专业素养提出了更高的要求。

图 16: 微软 CSE 团队销售示意



资料来源: 微软, 光大证券研究所整理

## 2、腾讯云：更大力度顶配各类战略资源 排除万难推动自研上云

公司云业务起步晚于其他互联网巨头，为迎头赶上需调动最顶级资源，我们认为管理层应当尽快倾注更多顶级内部资源，力排众议协调集团各事业部放下各自的利益与考虑，全力推动自研业务上云。

云业务对于发展产业互联网意义何其重大，腾讯云发展较晚仍需努力。1) 云业务不是互联网公司的必选项，但它是致力于成为国内产业互联网先驱的腾讯的必选项；如果腾讯在云业务上不具备世界顶尖的技术实力和运营能力，那么大概率无法承接中国产业互联网的发展需求；2) 阿里和微软的云业务均起步于 2008 年，在 2015 年前后均将云作为公司的一级业务部门并单独汇报财务信息；而目前腾讯云起步于 2011 年的开放平台，晚于阿里和微软；3) 体现在份额上：根据 IDC 数据，19Q1 尽管腾讯云在国内市场份额 12.2% 排名第二，与第一名阿里 28% 的市场份额仍有差距。

若要快速迎头赶上，更大力度顶配各类战略资源，排除万难推动自研上云。腾讯的整体上云进度，是腾讯云业务重要的观察事件，在云业务的季度数据未常态化披露之前值得重点关注。1) 目前腾讯上云的重量级业务仅有 QQ，得益于 QQ 和腾讯云都是原 SNG 的业务；而 QQ 的整体上云预计 2019 年底能完成，作为第一个整体上云的重量级产品，稳健比速度重要；2) 腾讯的核心产品，如 WXG 的微信，以及 IEG 的《王者荣耀》，尚未大规模使用腾讯云支持；我们理解关键产品的稳定性不容有失，各事业群负责人和公司核心决策层对于业务上云存在疑虑；腾讯云目前从技术积淀、经验积累和人员配置上都尚不足以支持腾讯整体上云，需要腾讯整合全公司技术资源进行集中攻关；3) 腾讯整体上云应当也只能作为“一把手工程”，由最高决策者或内部具有强大威望的人物亲自挂帅推进，此举具备重要的信号作用：对内，意味着公司事业群间的壁垒被打破，开源协同文化得到确立，技术升级开启；对外，意味着腾讯将成为腾讯云最大的客户，本身就是最好的产品背书。

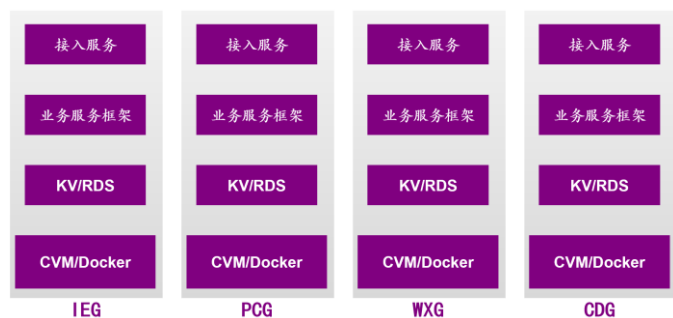
### 2.1、腾讯云：开始的最佳时间是十年前，其次是现在

我们在下文梳理了阿里云和微软云的案例，其成功的共性是在起步阶段都通过将自身的复杂业务上云积累了丰富的经验，形成了体系化的服务流程和解决方案。当服务规模和复杂度小于自身的客户时，这种经验和解决方案体系就能够游刃有余。腾讯云尚未经受足够的历练，但目前正走在正确的道路上。

#### 2.1.1、QQ 证实了核心产品上云的可行性

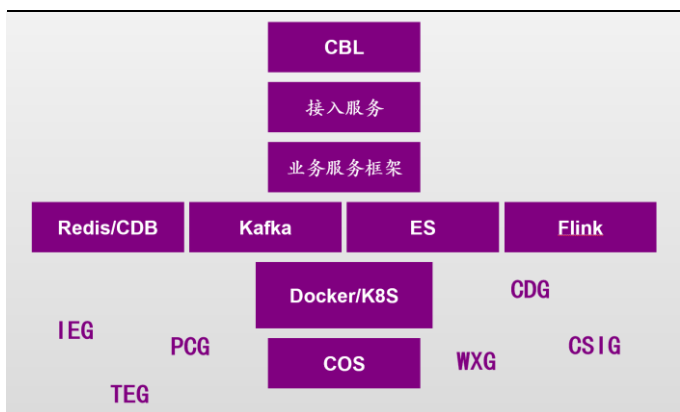
2018 年以前腾讯的业务线为类似“烟囱”模式，“业务上云”打破这一格局。1) 在业务未上云之前，每个业务事业群从逻辑层、数据层到后端的容器或虚拟机层，都是独立一套技术框架和技术体系；事业群之间的框架多数不通用，导致公司各事业群之前无法协同研发；2) 自研业务上云后，开发人员可以基于公有云的研发模式，使用业界最标准化的服务，包括微服务框架、数据库、容器资源、持续集成、持续交付、统一配置中心等，研发效率提升。

图 17：2018 年以前腾讯业务“烟囱”模式



资料来源：腾讯

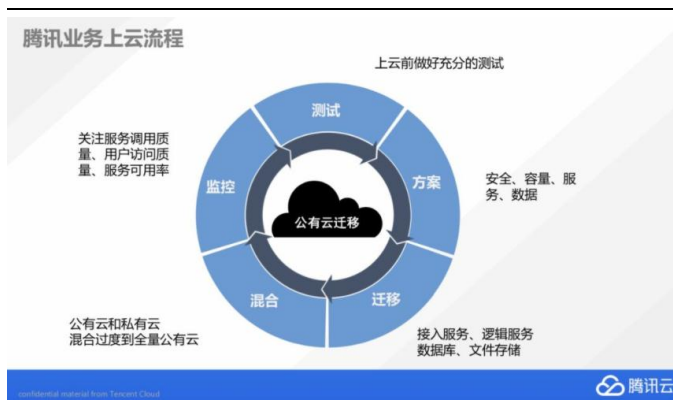
图 18：业务上云后理想架构



资料来源：腾讯

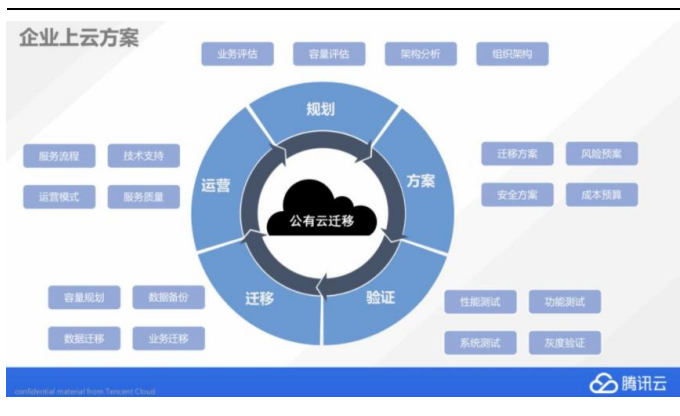
QQ 上云的成功初步证实了腾讯整体上云的可行性，并且积累了完整的上云经验。1) 腾讯自研上云项目负责人周小军披露，截至 2019 年 6 月，已有三成 QQ 用户在云上；计划到 2019 年底实现完整的 QQ 公有云上服务；2) QQ 整体上云为腾讯后续其他业务的上云提供了经验，项目团队抽象出了从测试、方案、迁移、混合、监控的上云迁移整体流程。

图 19：腾讯业务上云流程



资料来源：腾讯云

图 20：企业上云方案



资料来源：腾讯云

### 2.1.2、腾讯整体上云，重要的是信号意义 或许需要相应的组织调整

我们认为腾讯整体上云应作为“一把手工程”，由最高决策者挂帅或内部强大威望的人挂帅推进。1) 腾讯各事业群的独立性较强，各自有独立的业务体系和 IT 支持体系；“930”后腾讯云被划归至 CSIG，属于事业群下的业务部门，仅依靠腾讯云的力量难以实现腾讯业务的整体上云；2) 此外，由于 CSIG 和 PCG 与 IEG、WXG 平级，即使以事业群的名义推动上云亦很难；腾讯云目前服务的重要产品仅有 QQ 和 B 端应用也说明现阶段上云也仅能够在事业群内部推动；IEG 的重要产品仅有海外版使用腾讯云支持，如《王者荣耀》海外版和《PUBG Mobile》，国内的运营尚未交给腾讯云；3) 因此，腾讯的整体上云，不仅存在技术问题，也存在部门利益协调的问题；或需由最高决策者或内部强大威望的人亲自挂帅协调推进。



图 21：“930”后腾讯事业群组织架构



资料来源：腾讯

## 2.2、阿里云案例：最高决策者力挺核心业务上云 为快速商业化发展打下坚实基础

回顾阿里云的成长史，我们总结其成功至少有三个因素：战略前瞻、执行力强、厚积薄发。即最高决策者鼎力支持，协调各方推进自研业务上云，自研上云训练了稳定性和极限并发经验，为后期快速发展奠定必要基础。

云业务的增速并非线性，“以时间换空间”是必要的，高速发展的前提是高质量的业务基础。阿里云的年收入达到 10 亿用了 6 年时间（2008-2014），达到 100 亿仅用了 3 年（2015-2017），达到 200 亿仅用了 1 年（2018）。

### 1) 2008-2014：基于自身业务需求，打造自主研发产品，积累技术资产。

**2008 年：**阿里巴巴面临基于 IOE（IBM 服务器、Oracle 数据库、EMC 集中式存储）的 IT 架构无法继续满足业务的快速的问题，亟需自主研发新的技术架构；同年，原微软亚洲研究院常务副院长王坚博士加入阿里巴巴并筹建阿里云；

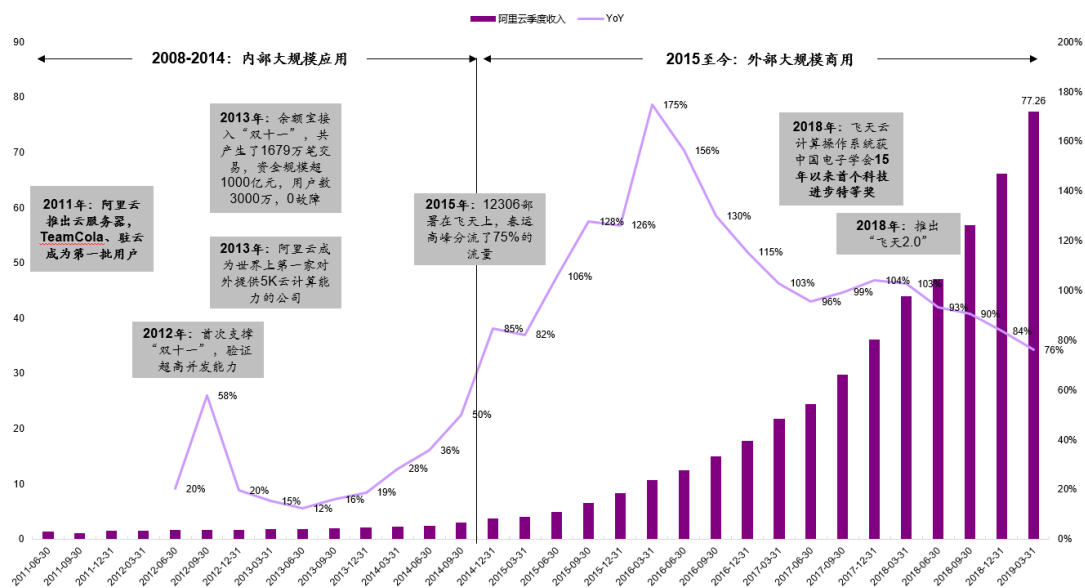
**2009 年：**淘宝网正式启动 IT 架构升级项目，放弃 Oracle 转投自研数据库架构；现任阿里巴巴 CTO、时任淘宝技术总架构师张剑锋（行癫）全力支持和推动该项目。同年，在马云要求下，阿里金融（现为网商银行）以阿里云的技术架构支撑服务，协助阿里云解决稳定性问题。

**2012 年：**阿里云首次支撑双十一，极限并发场景下的计算能力和稳定性得到初步验证；

**2013 年：**阿里云通过自主研发，成为世界上第一家对外提供 5K 云计算能力的公司。同年，阿里启动“登月计划”，将所有数据和计算迁移到飞天为基础的系统上；当年，最后一台 IBM 服务器下线，淘宝最后一个 Oracle 数据库下线。

**2) 2015 年起，以 12306 部署在飞天系统上为标志性事件，阿里云开始大规模商业化；云服务业务正式进入高速发展期。**

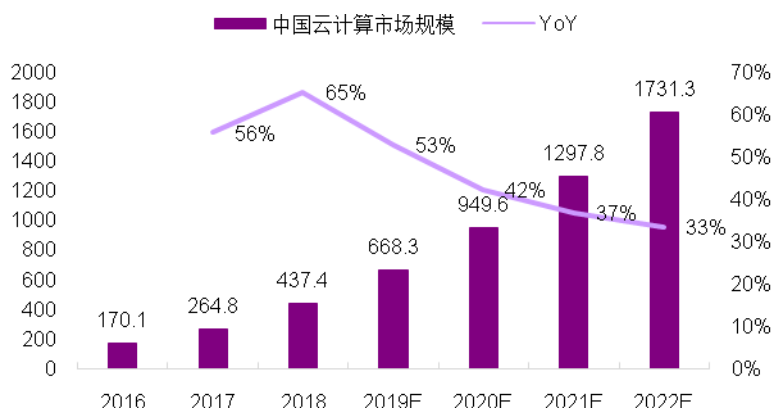
图 22：阿里云发展历史回顾（单位：亿元）



资料来源：阿里云，光大证券研究所整理

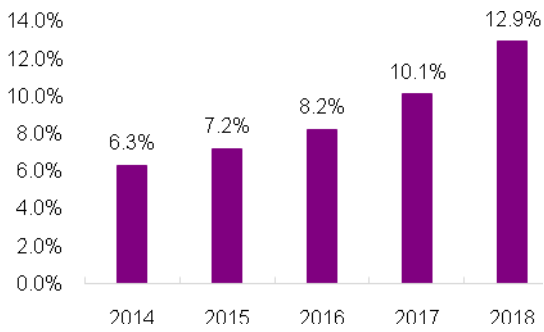
中国云计算市场增长强劲，而云计算是典型的供给驱动需求的业务。1) 根据中国信通院测算，2016-2018 中国云计算市场规模由 170 亿元增长至 437 亿元，并有望在 2022 年达到 1731 亿元；2) 中国是全球云计算发展最为蓬勃的市场之一，2014-2018 年全球公有云 IaaS 市场中国份额占比由 2014 年的 6.3% 提升超过一倍至 12.9%。3) 中国云计算市场的发展很大程度归功于以阿里为代表的国内云计算厂商的成熟：阿里云目前的调度能力已经从 2013 年的 5K 进化至目前的 10K (单集群 1 万台服务器)，为中国 40% 的网站提供安全服务，付费云计算用户超过 100 万；截至 19Q1，阿里云的 IaaS 产品国内市场份额达 43.2%，处于绝对领先地位。

图 23：中国云计算市场规模（单位：亿元）



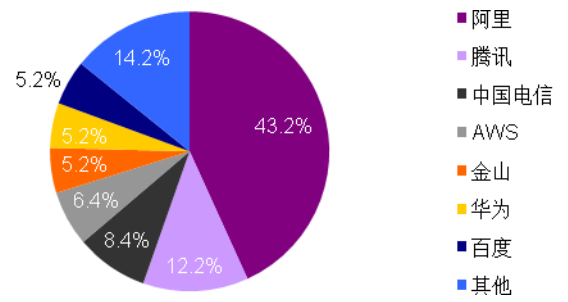
资料来源：中国信通院《云计算发展白皮书（2019 年）》

图 24：2018 年全球公有云 IaaS 市场中国份额占比



资料来源：IDC

图 25：19Q1 中国 IaaS 厂商市场份额



资料来源：IDC

图 26：阿里云“飞天”云计算操作系统

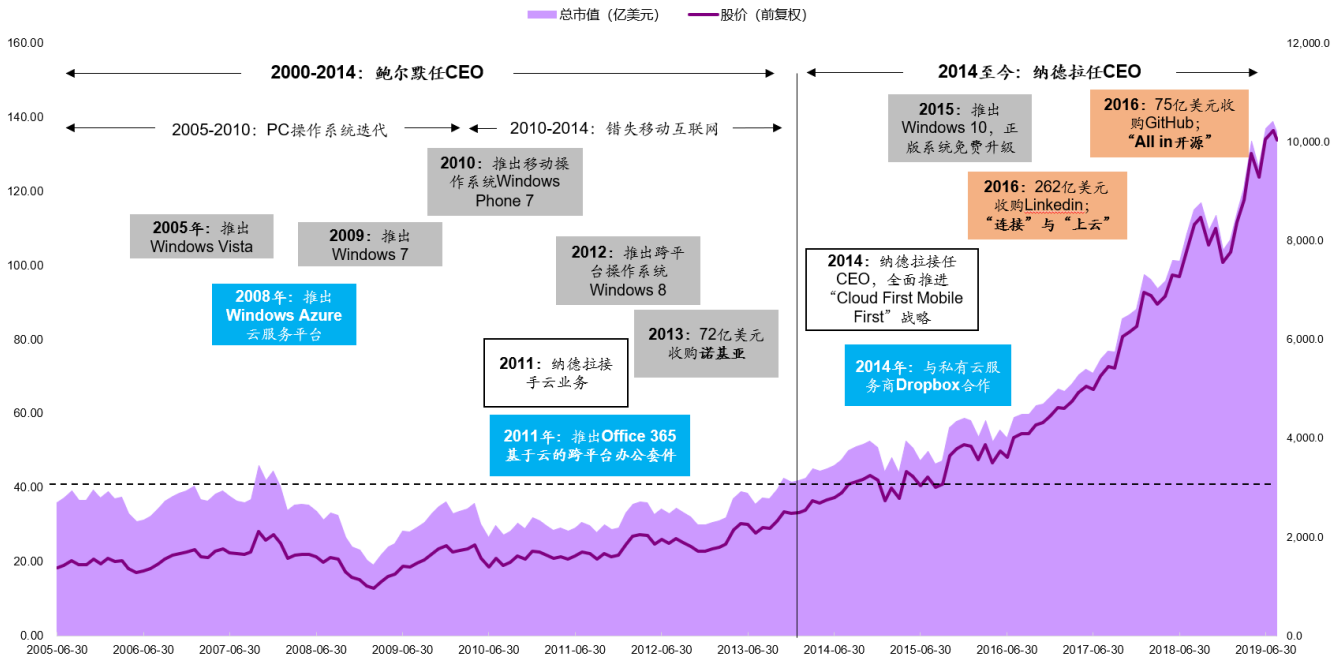


资料来源：阿里云官网

## 2.3、微软云案例：IT 部门主导，90%以上业务上云

微软云服务 Azure 于 2008 年推出，但公司对外大规模提供云服务的基础亦是在自身业务上云的过程中奠定。

图 27：微软的二次成长史



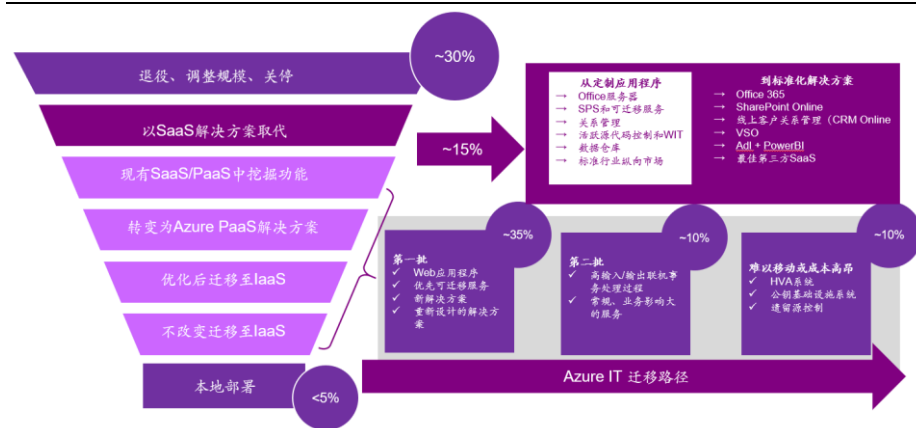
资料来源：光大证券研究所整理

2011 年起，微软开始积极在公司内部推行云计算技术，希望从平台效率、开发灵活性和快速部署功能中受益，微软的愿景始终是“一切都在云中运行”；2) 微软 IT（后更名为 CSEO）负责推动微软整体业务上云，其中重要的一部分是将大约 2100 个业务线应用程序迁移到云平台，这些应用程序当时分布在微软全球 8 个数据中心、包括 40,000 多个不同的操作系统实例；3) 截至目前，公有云已经覆盖了微软 90% 以上的 IT 服务和应用程序。自身上云的成功为微软后续的云服务提供了完整的框架和解决方案体系以及丰富的经验。

微软的整体上云案例具有代表性和启发性。微软的分析结果显示：1) 近 30% 的应用程序组合可以退役、调整规模或关停，微软 IT 能够将这些功能整合到单个应用程序或服务中，数以千计的物理服务器和虚拟机（VM）被淘汰；2) 大约 15% 的应用程序组合被 SaaS 解决方案取代，例如 Office 365、SharePoint Online 和一些第三方解决方案，这使微软 IT 能够将功能从定制应用程序转换为标准化的解决方案；3) 复杂和定制的业务线（LOB）应用程序占应用程序组合的 50%，其中 35% 是可以“首批移动”（first to move），包括基本的 Web 应用程序或重新设计的解决方案，10% 可以第二批迁移至 IaaS，5% 被确定为“难以移动或成本高昂”；4) 仅有不到 5% 的业务是只能在本地部署（on-premise）的。



图 28：微软整体上云路径图



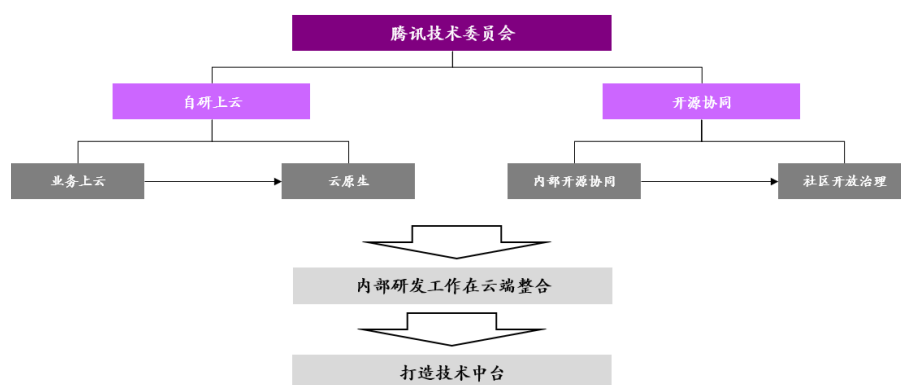
资料来源：微软

微软总结业务上云驱动了深刻的文化和技术变革。主要包括 1) 简化的应用组合 (application portfolio)；2) 使得企业的 IT 资源能够更加专注于高价值活动；3) 公司更加专注于为客户赋能；4) 快速应对商业环境变动的能力增强。

### 3、呼唤强势中台 设置 CTO 刻不容缓

技术委员会是一个技术领导机构，兼具协调部门利益的功能。1) 腾讯技术委员会于 19 年 1 月 4 日正式成立，由两名总办成员卢山（集团 SEVP，TEG 总裁）和汤道生（集团 SEVP，CSIG 总裁）牵头成立，其余几大事业群的技术负责人进入委员会决策圈；2) 该委员会下设“自研上云”和“开源协同”两个项目组，分别负责公司成员开源事务的协调管理和公司成员自研上云事务的协调管理。腾讯借此计划在未来发力内部代码的开源和协同，并推动业务在云上全面整合。

图 29：腾讯技术委员会示意图



资料来源：腾讯，光大证券研究所

#### 3.1、产品文化的巨大成功带来路径依赖，技术负债需要清偿

腾讯的“内部赛马”机制能够刺激产品团队的竞争，但亦是技术负债形成的重要原因。1) 在 C 端移动互联网的高速发展期，腾讯需要保持极强的进取心态；“赛马”机制下，腾讯在重要产品上多团队竞争性开发，提高了某个赛道产品的成功概率；2) 这一机制的弊端在于，公司的 KPI 的考核重心为产品的市场表现，而部分有长远价值、但不贡献短期 KPI 的技术工作被长期搁置；此外，激烈的竞争下，团队间的开源和协同阻力重重，长此以往导致了腾讯的研发资源大量损耗，技术资产储备不足而负债沉重；3) **技术债务主要体现为**：代码和功能的重复开发（“重复造轮子”）；缺乏规范，代码错误较多；开源文化落后，共享精神不够，很多基础框架没有内部开源；技术支持不足，文档奇缺；数据技术不互通，部门间代码相互封闭；技术图谱不完善等。

因此，技术负债不完全是技术问题，而是腾讯“产品导向”的发展模式取得巨大成功背后的代价。深刻理解 C 端用户的心理和需求，并提供行业领先的用户体验的产品，是腾讯成功的最重要因素之一；这种成功使得腾讯客观上形成了“产品导向”的路径依赖，即在产品开发的重点在于实现良好的用户体验，而代码的质量、规范和项目管理都未得到足够的重视。

### 3.2、To B 业务的成功需要中兴技术文化，建设中台打破事业群数据壁垒

为了进一步提升技术文化，设置 CTO 并主导公司技术中台和云的建设仍有必要。1) 腾讯的 CTO 已空缺 5 年时间，导致了腾讯在技术建设方面呈现出较为割裂的局面，如 AI 的研究就同时有 SNG 旗下的优图实验室、微信 AI 团队和 TEG 旗下的 AI Lab，并未能形成研发合力；2) 阿里目前的业务架构为“大中台、小前台”：集团 CTO 张建锋领导中台事业群，同时也是阿里云事业群总裁。因此，中台和云战略在阿里内部的推动较为顺利；3) 对于腾讯来说，技术建设和腾讯云业务的发展刻不容缓。宜尽快选任 CTO 并充分赋予权限，全面领导技术架构与腾讯云的建设。参考上节对于腾讯云和微软云的分析，若将打破壁垒，提升效率，TEG、腾讯 IT 和腾讯云或需进一步整合发展。

图 30：阿里“大中台、小前台”架构



资料来源：阿里巴巴

亟待强势技术中台在腾讯的产业互联网下，基于多维群体性用户数据进行合理挖掘。1) 腾讯的数据价值观较为谨慎，虽然其具有全国最丰富的社交和用户数据，但其一直未打通数据如其他公司使用算法精准推送信息，并非是没有这样的能力，更多与其数据价值观选择有关。马化腾在多个场合提及，腾讯的数据价值观是加强数据保护不会唯算法论，即使其拥有全国最丰富的用户数据，但腾讯的数据仍长期存留在各事业部；2) 但对于全量群体性用户数据的挖掘分析，其商业价值巨大且需要强势中台推进。

## 4、产业生态投资：资本成产业互联网重要加速器 值得重点跟踪关注

腾讯在 To B 领域的投资内部定义为“产业生态投资”，聚焦技术方案生态、行业解决方案生态、关键技术卡位三个领域，并重视投后的内部整合与资源嫁接。我们认为，腾讯的产业生态投资是腾讯产业互联网乃至国内企业服务领域发展的重要风向标，值得重点跟踪关注。

### 4.1、投资：“三架马车”战略方向清晰

腾讯的产业生态投资由业务部门和投资部门共同推动，聚焦于“技术方案生态+行业解决方案生态+关键技术卡位”，投资全面服务于公司自身业务的成长。

**技术生态方案：**腾讯有强大的底层技术平台如 AI 平台、大数据平台、运维平台等，需要有生态伙伴基于腾讯技术平台为客户进行定制化服务，或提供应用来形成完整的方案，并向客户提供最后一公里的交付落地服务。相关的投资案例有嘉为科技（腾讯蓝鲸+IT 运维）、悠络客（腾讯 AI+智慧零售）、盛灿科技（腾讯大数据+聚合支付）。

**行业解决方案生态：**关注有多年垂直行业经验积累，并且能够整合腾讯解决方案或平台产品，以形成端到端交付能力的重要生态伙伴。相关投资案例有超级导购（智慧零售）、长亮科技（智慧金融）、光启元（智慧政府）等。

**关键技术卡位：**关注形成底层关键技术卡位，并有机会通过与腾讯的技术整合，形成 1+1>2 效应的技术合作伙伴。相关投资案例有月光石（P2P 视频传输技术）、唯传科技（IoT）、Quantangle（流程云技术）等。

图 31：腾讯产业生态投资三个投资主体



资料来源：腾讯云

从 2019 年以来的投资案例来看，腾讯在技术生态方案、关键技术卡位两个方向的投资案例占多数，且多采取战略、大额投资；行业解决方案赛道的投资可采取参股和跟投予以支持。这一投资策略体现出腾讯的发展重心为自身技术能力的建设与落地，而给予垂直行业的合作伙伴更多的自主空间。



表 1：2019 年腾讯企业服务领域投资情况（不完全统计）

时间	标的公司	行业	轮次	融资金额	事件简述	
1	2019.09.05	销售易	CRM	E 轮及以后	1.2 亿美元	9 月 5 日消息，销售易今日在 Engage 2019 上宣布腾讯再度战略投资销售易 1.2 亿美元，与以往腾讯在资金上入股销售易不同，本次双方除了财务上的合作，双方也将加深在行业上的合作。
2	2019.09.12	智布互联	纺织	C 轮	1 亿美元	9 月 12 日，纺织领域的生产制造产业互联网公司“智布互联”完成 1 亿美元的 C 轮融资。本轮融资由腾讯和红杉资本中国基金领投，宽带资本跟投，老股东元璟资本、经纬中国、IDG 资本、翊翎资本全部加码。
3	2019.07.10	嘉为科技	IT 运营管理	战略投资	尚未透露	腾讯宣布投资 ITOM(IT 运营管理)公司嘉为科技，双方将进一步深化合作，合力拓展企业级 IT 运营管理市场，为各行业的客户提供自主可控、可灵活配置的新一代企业级运营管理解决方案。
4	2019.06.06	燧原科技	AI	A 轮	3 亿元人民币	专注于人工智能领域神经网络解决方案的燧原科技宣布获得新一轮融资 3 亿元人民币，由红点创投中国基金领投，海松资本、云和资本、腾讯、阳光融汇资本、信中利资本跟投。本轮资金将用于市场拓展、业务落地、以及产品量产和技术支持，并推动后续系列产品的开发。
5	2019.06.03	唯传科技	IoT	战略投资	数千万人民币	广域物联网领导者唯传科技在继上轮由深圳正轩前海成长科技投资基金等投资后，近日又获得腾讯数千万元独家投资。
6	2019.04.03	有赞	电商服务	股权融资	10 亿港元	港股上市公司、微信小程序服务商有赞发布公告称，公司已完成新一轮近 10 亿港元融资。本次融资以新股配售方式进行，5 位认购人分别为：腾讯控股全资附属公司 Poyang Lake Investment Limited，认购约 10.37 亿股新股。
7	2019.04.29	东方金信	大数据	战略投资	数亿元人民币	东方金信获得腾讯数亿元战略投资。据悉，双方将着力于大数据产品和解决方案的紧密合作，基于腾讯云在云计算、大数据平台等基础产品方面的能力，结合东方金信在政务、金融、工业等行业大数据应用和服务方面的成功案例，积极研发与政务、金融、工业等行业大数据适配的解决方案和模型，充分发挥各自优势，共同助力客户数字化解决方案，共建大数据领域生态体系。
8	2019.03.27	明略数据	大数据/AI	D 轮	20 亿元人民币	3 月 27 日消息今日，明略数据宣布完成由腾讯领投，金拓资本和中航信托跟投的 20 亿元人民币 D 轮融资，并正式升级品牌为“明略科技集团”。
9	2019.03.06	法大大	电子合同	C 轮	3.98 亿元人民币	3 月 6 日消息，第三方电子签名/电子合同平台“法大大”宣布完成 3.98 亿元 C 轮融资，此轮融资由老虎环球基金和腾讯联合领投。本轮融资将主要用于快速提升市场渗透率，持续推动前沿技术的研发与应用，引进更多的优秀人才等方面。

资料来源：钛媒体、企查查等，光大证券研究所整理

## 4.2、投后管理：腾讯资源嫁接的“产业加速器”模式

腾讯及其生态内部充裕的业务资源及合作机会是腾讯投资区别于其他顶尖风险投资机构的重要特点；因此腾讯产业生态投资的投后管理比投资本身更加值得市场关注。腾讯的投后管理不但包含“产投”的后续业务对接，亦包含“产孵”、“产服”和“产培”等更早期阶段的孵化与培育。

“产投”业务协同：以被投公司的业务线为点，在其上注入腾讯云的产品和资源，形成“1+1>2”的面的解决方案向外界展示。典型案例如：1) “腾讯+东华”打造的解决方案先后中标数十个智慧城市项目；2) “腾讯+光启元”打造的数据可视化产品 Raydata，由腾讯利用其在智慧城市和智慧政府

的品牌号召力为公司集中导入业务资源，两年内收入增长数倍以上；3）“腾讯+北明”打造的社会治理服务平台“在线矛盾纠纷多元化解平台”（ODR）采用互联网+人工智能技术，通过在线咨询、在线评估协商、在线调解、在线仲裁、在线诉讼的智能化手段，将社会海量矛盾纠纷化解到诉前，全面提升解纷效率、降低解纷成本；仅浙江一省调解纠纷案件超过 50 万。

图 32：腾讯产业生态投资典型案例



资料来源：腾讯云启

**“产解”：培养信息与实体产业的“双打选手”。**目前包括 AI、SaaS 两个加速器，未来将推出 5G、IoT、未来城市等多个技术、行业子加速器，从资本、技术、商机、资源等多层面提供扶持。目前 SaaS 加速器开启首期、AI 加速器开启第三期，汇聚了 135 家 AI、SaaS 优质企业，覆盖金融、零售、医疗、教育等 20+ 细分领域，总估值超过 1100 亿。

**“产服”：与地方政府共建，为合作伙伴提供落地载体与一站式服务，**目前云启产业基地已落户南京、长沙、贵阳、沈阳、厦门等城市。

**“产培”：以产业互联网为特色，为合作伙伴提供定制化培训课程服务，**嵌入产品、技术、资源、商机合作，助力合作伙伴业务发展、组织成长及深入融入腾讯产业互联网大生态。

## 5、盈利预测与投资建议

产业互联网发展尚需时间，公司在重点标杆项目有所突破，期待公司在技术建设和整体上云上取得新进展。维持公司 19/20/21 年收入预测 3,948、4,943、5,936 亿元人民币，Non-GAAP 净利润分别为 990、1,333、1,559 亿元；维持“买入”评级。

## 6、风险提示

**1) 技术提升不达预期风险：**尽管公司正在重振技术文化，但可能面临一定的内部阻力和摩擦，导致技术力量的整合和提升不达预期；此外公司的 CTO 人选尚未确定，对于公司技术提升不利；

**2) 腾讯云错失最佳发展时期风险：**国内外的云服务巨头如微软、亚马逊、阿里巴巴均早于腾讯数年时间大力发展云业务，拥有显著的先发优势；若腾讯不能够提高腾讯云的战略地位并以全公司的力量来支持，可能会导致腾讯云错失最佳的发展时期。

利润表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,378</b>	<b>3,127</b>	<b>3,948</b>	<b>4,943</b>	<b>5,963</b>
营业成本	-1,208	-1,706	-2,174	-2,646	-3,201
利息收入	39	46	55	69	78
其他收益净额	201	167	118	148	119
销售及市场推广开支	-177	-242	-340	-426	-477
一般及行政开支	-331	-415	-513	-643	-775
<b>经营利润</b>	<b>903</b>	<b>976</b>	<b>1,094</b>	<b>1,446</b>	<b>1,706</b>
财务成本净额	-29	-47	0	0	0
分占联营公司及合营公司亏损	8	15	0	0	0
除税前盈利					
所得税开支	-157	-145	-164	-217	-256
<b>期内盈利</b>	<b>725</b>	<b>800</b>	<b>930</b>	<b>1,229</b>	<b>1,450</b>
<b>归母净利润</b>	<b>715</b>	<b>787</b>	<b>902</b>	<b>1,193</b>	<b>1,450</b>

资产负债表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>5,547</b>	<b>6,366</b>	<b>7,851</b>	<b>9,662</b>	<b>11,699</b>
现金、现金等同及短期投资	1,429	1,778	2,669	3,503	4,752
应收账款与票据	165	218	275	344	415
库存	3	4	5	6	8
其他短期资产	187	246	311	389	469
<b>总计流动资产</b>	<b>1,784</b>	<b>2,246</b>	<b>3,260</b>	<b>4,243</b>	<b>5,644</b>
财产、厂房及设备, 净值	319	394	459	533	614
长期投资	1,385	1,529	1,777	2,350	2,703
其他长期资产	2,058	2,197	2,355	2,535	2,739
<b>总负债</b>	<b>2,776</b>	<b>3,425</b>	<b>4,101</b>	<b>4,855</b>	<b>5,659</b>
应付与应计账款	892	1,261	1,617	1,957	2,361
短期债务	204	226	262	347	399
其他短期负债	421	554	700	876	1,057
<b>总计流动负债</b>	<b>1,517</b>	<b>2,041</b>	<b>2,579</b>	<b>3,180</b>	<b>3,817</b>
长期债务	1,115	1,226	1,349	1,483	1,632
其他长期负债	144	158	174	191	211
<b>总股东权益</b>	<b>2,771</b>	<b>2,941</b>	<b>3,750</b>	<b>4,807</b>	<b>6,040</b>
股本与资本公积	222	122	122	122	122
留存收益	2,027	2,731	3,540	4,597	5,830
其他股东权益	312	68	68	68	68
少数/非控制性权益	210	21	21	21	21

现金流量表 (亿元 RMB)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,178</b>	<b>1,324</b>	<b>1,468</b>	<b>1,805</b>	<b>2,142</b>
净利润	715	787	902	1,193	1,450
折旧、摊销	97	134	160	208	259
非现金营运资本变动	356	390	378	368	432
非现金项目	10	13	28	37	0
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,378</b>	<b>-492</b>	<b>-631</b>	<b>-1,035</b>	<b>-896</b>
固定及无形资产变动	-202	-266	-296	-371	-447
长期投资净变动	-467	-144	-248	-573	-353
收购与剥离净现金	-709	-83	-87	-91	-96
其他	0	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>408</b>	<b>-483</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>2</b>
已付股利	-80	-96	-121	-172	-218
债务(偿付)所得现金	224	133	159	219	200
股权(回购)现金	49	-100	0	0	0
其他融资活动	215	-419	16	17	19
<b>净现金流</b>	<b>208</b>	<b>349</b>	<b>891</b>	<b>835</b>	<b>1,249</b>

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测



关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	56.5%	31.5%	26.3%	25.2%	20.6%
净利润增长率	76.3%	10.4%	16.2%	32.2%	18.0%
Non-GAAP 净利润增长率	43.4%	19.0%	27.8%	32.1%	17.7%
EBITDA 增长率	43.4%	0.1%	20.3%	33.0%	23.1%
EBIT 增长率	32.7%	15.3%	20.5%	33.6%	22.8%
<b>估值指标</b>					
PE	42	39	34	26	21
PB	11	10	8	6	5
EV/EBITDA	41	41	34	26	21
EV/EBIT	56	49	40	30	25
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	49.2%	45.5%	44.9%	46.5%	46.3%
EBITDA 率	37.7%	28.7%	27.4%	29.1%	29.7%
EBIT 率	27.9%	24.4%	23.3%	24.9%	25.3%
税前净利润率	37.1%	30.2%	27.7%	29.3%	28.6%
税后净利润率 (归属母公司)	30.5%	25.6%	23.6%	24.9%	24.3%
ROA	13.1%	12.6%	11.8%	12.7%	8.6%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.2%	27.2%	24.8%	25.6%	24.0%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.2	1.1	1.3	1.3	-2.7
速动比率	1.05	0.98	1.14	1.21	-2.75
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS(人民币元)	7.60	8.28	9.49	12.55	15.26
EPS(港元)	8.56	9.33	10.69	14.14	17.20
每股红利(人民币元)	0.85	1.01	1.27	1.81	2.29
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	56.5%	31.5%	26.3%	25.2%	20.6%
净利润增长率	76.3%	10.4%	16.2%	32.2%	18.0%
Non-GAAP 净利润增长率	43.4%	19.0%	27.8%	32.1%	17.7%
EBITDA 增长率	43.4%	0.1%	20.3%	33.0%	23.1%
EBIT 增长率	32.7%	15.3%	20.5%	33.6%	22.8%

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、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見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