



中信证券研究部



许英博  
首席科技产业  
分析师

S1010511080004



陈俊云  
前瞻研究高级  
分析师

S1010517080001



王冠然  
首席传媒分析师

S1010519040005

核心观点

依托腾讯在流量、生态端的优势，腾讯金融业务从第三方支付起步，目前已布局在线支付、财富管理、信贷等业务，并通过参、控股方式进入证券、保险、基金销售等领域。目前国内在线支付市场格局基本趋于稳定，按交易额计算，腾讯份额占比近 40%。市场格局趋于稳定带来的补贴退坡，料将驱动主要企业盈利能力持续改善。我们判断，金融业务正成为腾讯中长期成长性的重要来源，其中支付业务贡献最为重要。我们预计 2020-2023 年公司金融业务收入分别为 1087/1382/1711/2091 亿元，对应运营利润为 209/311/425/571 亿元，占公司整体运营利润的比重中期有望超过 20%。同时伴随近期京东数科等可比公司的上市，市场料将更为充分认识到腾讯金融业务长周期价值。

■ **腾讯金融：公司中长期成长性重要支撑，市场当前并未充分认识到其业务价值。** 我们判断，继网络游戏、在线广告等业务之后，金融业务正在成为腾讯公司中长期成长性的重要支撑。2019 年，公司金融科技及企业业务合计营收 1014 亿元，我们估算金融业务营收在 844 亿元左右，占公司当期收入比重 22%。伴随京东数科等可比公司近期上市，市场料将更为重视腾讯金融业务的价值。同时腾讯金融业务的中长期成长空间、潜在盈利能力以及对腾讯整体业务的估值贡献，亦是目前市场极为关心的问题。本篇报告尝试立足中长期视角，就腾讯金融业务展开系统性讨论，以期就该业务中长期的市场格局、业绩成长性、盈利能力等关键问题进行分析 and 回答。

■ **业务概要：从支付到全面业务布局。** 依托腾讯在流量、生态端的优势，腾讯金融业务从第三方支付起步，目前已涉足在线支付、财富管理、小额信贷等业务，主要业务主体包括腾讯金融业务线 (FIT)、微信支付&分付、微众银行等，并通过参、控股方式先后布局证券、保险、基金销售等领域。公司 2019Q4 季报显示腾讯支付平台已经接入约 8 亿月活用户，日交易量超过 10 亿，按用户规模、日均交易笔数计算，国内排名第一，按交易额计算，份额占比近 40%，国内排名第二；作为国内领先的理财平台，理财通用户超过 1.5 亿、AUM 超过 8000 亿元。而近期随着部分前平安集团高管的加入，公司金融业务料将有更多布局。

■ **行业分析：市场格局整体趋于稳定。** 依托流量端、场景端的优势，目前国内科技、互联网企业在金融领域的布局正不断完善，从早期的支付与小额贷款业务，向消费信贷、资产管理等领域延伸：1) 支付业务，2019 年，国内移动支付交易规模 201 万亿元，艾瑞咨询预计中期 CAGR 在 12% 左右；2) 信贷业务，我们预计到 2025 年，国内个人、小微信贷将达到 24、26 万亿元；3) 资管&保险业务，当前互联网理财渗透率仅 18%。在线支付作为基础性业务，按交易额计算，目前腾讯、阿里国内份额占比分别为 40%、55%，但腾讯支付在活跃用户规模、日均支付笔数方面全面领先。市场格局的稳定亦带来补贴退坡，料将驱动主要企业盈利能力持续改善。

■ **业绩测算：中期运营利润有望超过 20%。** 目前支付、理财通、信贷为公司金融业务主要营收来源，其中支付业务为主导性力量：1) 短期，商户、渠道端的补贴自然下行，叠加备付金政策 (0.35% 利息) 明晰，利于支付业务盈利能力的显著改善。中期，微信小程序生态带来交易场景的不断拓展，叠加腾讯 2B 业务的积极进展，均有望持续支撑公司支付交易规模的增长。2) 信贷、理财通业务方面，截止 2019H1，理财通 AUM 超过 8000 亿元；公司亦先后推出和微众银行合作的微粒贷 (获取流量分成)，以及微信分付 (预期年化利率 14%) 等产品，同时我们预计微信分付主要采用助贷或联合贷模式，收入费率料将高于微粒贷。综合上述主要假设及逻辑，我们测算 2020-2023 年公司金融业务收入分别为 1087/1382/1711/2091 亿元，毛利率 39%/42%/45%/47%，对应运营利润为 209/311/425/571 亿元，中期占公司运营利润比重有望超过 20%。

- **风险因素：**互联网行业监管政策持续收紧风险；第三方支付政策变化导致盈利模式调整风险；互联网金融牌照政策调整风险；新互联网产品&服务用户分流风险；信贷、资管等监管政策发生变化风险等。
- **投资策略：**依托腾讯社交平台流量端的优势以及微信生态带来的场景端不断丰富，叠加腾讯自身在金融领域的完善产品布局，我们测算发现，金融业务正在成为公司中期营收、盈利增长的重要来源。同时近期京东数科等公司的上市，料将让市场对腾讯金融业务价值认识形成正向支撑。我们维持公司 2020/21/22 年净利润(GAAP)、净利润(Non-GAAP) 预测 1207/1438/1727、1217/1463/1757 亿元，维持公司“买入”评级，维持 650 港币目标价。

### 公司盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	3,127	3,773	4,816	5,820	6,908
增长率 YoY%	31%	21%	28%	21%	19%
净利润(GAAP, 亿元)	787	933	1,207	1,438	1,727
增长率 YoY%	10%	19%	29%	19%	20%
净利润(Non-GAAP, 亿元)	775	944	1,217	1,463	1,757
增长率 YoY%	19%	27%	31%	18%	21%
PE (GAAP)	54	46	36	30	25
PE(Non-GAAP)	55	45	35	29	24

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 22 日收盘价

## 目录

报告缘起 .....	1
腾讯金融业务概览 .....	1
国内互联网金融行业分析&展望 .....	5
腾讯金融业务业绩拆解&估算 .....	10
风险因素 .....	16
投资策略 .....	16

## 插图目录

图 1: 腾讯金融科技及企业业务收入 (单位: 亿元)	1
图 2: 腾讯金融及企业业务、公司整体收入同比增速	2
图 3: 腾讯金融科技与企业业务收入结构 (2019)	2
图 4: 腾讯金融版图	2
图 5: 腾讯支付基础平台	3
图 6: 腾讯理财通产品体系	3
图 7: 微众银行收入与净利润 (单位: 亿元)	4
图 8: 微众银行信贷余额 (单位: 亿元)	4
图 9: 国内网络支付用户规模	6
图 10: 国内数字支付规模	6
图 11: 国内逐季度数字支付规模	6
图 12: 国内不同用途移动支付规模 (单位: 万亿元)	6
图 13: 国内不同用途移动支付占比	6
图 14: 国内信贷规模预测	7
图 15: 互联网理财用户人数及渗透率	7
图 16: 个人可投资资产增长 (单位: 万亿元)	8
图 17: 个人可投资资产非现金 (含存款) 比重	8
图 18: 保费占 GDP 比重仍有提升空间 (%)	8
图 19: 国内在线保费规模 (单位: 万亿元)	8
图 20: 微信支付、支付宝产品示意图	9
图 21: 移动支付市场份额变化	9
图 22: 微信支付与支付宝月活跃商家数 (单位: 万)	10
图 23: 微信支付与支付宝月活跃账户数 (单位: 亿)	10
图 26: 腾讯小程序 MAU (单位: 亿人)	11
图 27: 小程序 GMV (亿元)	11
图 28: 微信内测小额信贷产品分付	14

## 表格目录

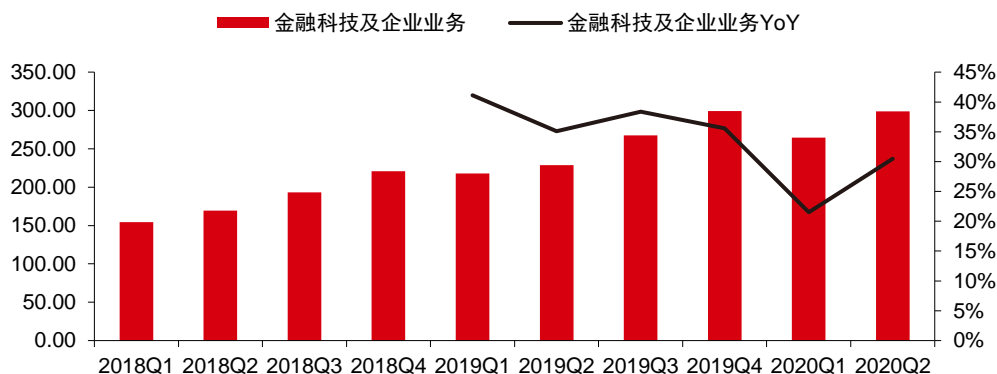
表 1: 腾讯持有部分金融牌照列表	4
表 2: 近期部分平安系高管加入腾讯公司	4
表 3: 主要科技互联网公司现有金融牌照	5
表 4: 公司在历次财报中对支付业务的表述	10
表 5: 微信支付个人手续费调整	11
表 6: 微信支付针对商户端的费率标准	11
表 7: 监管机构针对支付业务备份金的部分政策列表	12
表 8: 腾讯支付交易额预测与结构分解	12
表 9: 腾讯支付业务收入测算	13
表 10: 腾讯支付业务成本率测算	13
表 11: 支付业务收入、毛利润测算	13
表 12: 腾讯历次财报中关于信贷、资管业务表述	13
表 13: 腾讯理财通业务收入测算	14

表 14: 腾讯信贷业务收入测算.....	14
表 15: 腾讯金融业务综合测算 (单位: 亿元) .....	15
表 16: 腾讯金融业务收入与京东数科对比 (单位: 亿元) .....	15
表 17: 腾讯金融利润率与京东数科对比 .....	15
表 18: 腾讯公司财务预测.....	16

## ■ 报告缘起

在过去的腾讯系列报告中，我们分别就腾讯的网络游戏、在线广告、内容、云计算等业务进行了系统的讨论，同时目前市场亦就腾讯主要变现业务（网络游戏、在线广告等）的短期、中期成长性&确定性达成了基本的共识。但我们亦看到，腾讯的金融业务正在快速崛起，对公司整体的利润贡献持续提升，金融业务的中长期成长空间、潜在盈利能力，以及对腾讯整体业务的估值贡献，是目前市场极为关心的问题。在本篇专题报告中，我们将就腾讯金融业务展开系统性讨论，以期就该业务中长期的市场格局、业绩成长性、盈利能力等关键问题进行分析 and 回答。

图 1：腾讯金融科技及企业业务收入（单位：亿元）

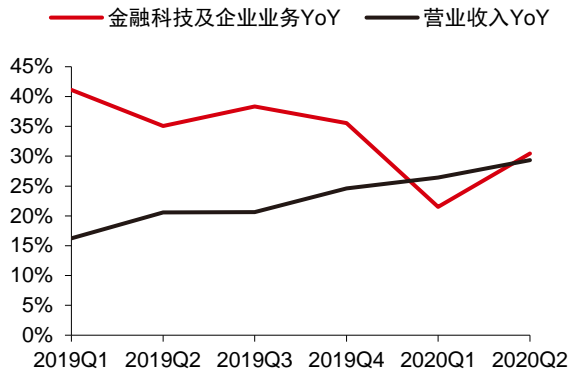


资料来源：公司财报，中信证券研究部

## ■ 腾讯金融业务概览

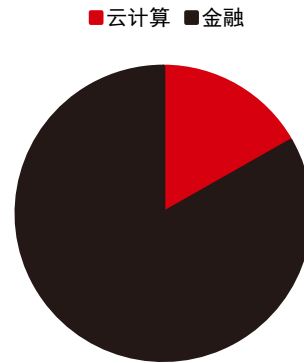
**腾讯金融业务：**公司自 2019Q1 开始单独列报金融科技与企业业务分部收入，整体业务规模亦从 2018 年单季度 150 亿元收入量级逐步提升到目前近 300 亿元，同时金融科技与企业业务收入增速显著高于公司整体收入。2019 年，公司金融科技及企业业务合计营收为 1014 亿元，对应毛利率 27.2%，其中云计算业务收入超过 170 亿元，测算金融科技业务营收在 844 亿元左右，主要收入来源包括：支付、微众银行分润、理财通等，占 2019 年公司整体收入比重为 22%。

图 2: 腾讯金融及企业业务、公司整体收入同比增速



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

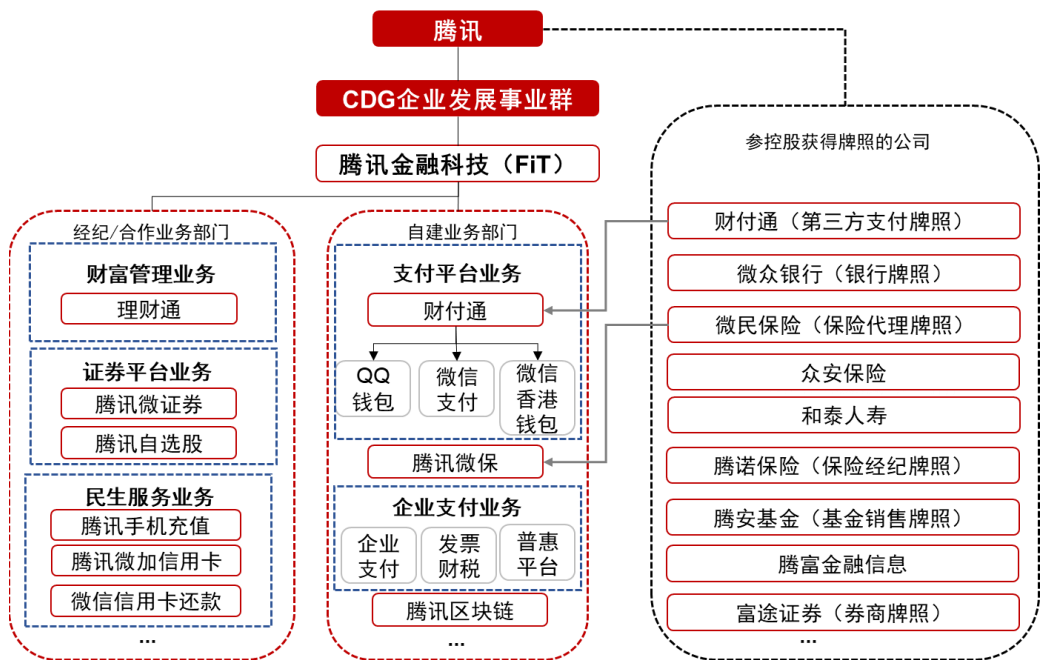
图 3: 腾讯金融科技与企业业务收入结构 (2019)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

**金融业务蓝图:** 在业务布局上, 目前腾讯金融业务已经涉足在线支付、财富管理、信贷等业务, 主要业务主体包括腾讯金融业务线 (FiT)、微信支付、微信分付、微众银行等, 并通过参、控股方式先后布局证券、保险、基金销售等业务领域。

图 4: 腾讯金融版图



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

- **在线支付:** 作为腾讯在金融领域最为重要的基础设施之一, 依靠庞大的社交流量入口, 公司 2019Q4 季报显示, 腾讯支付平台已经接入约 8 亿月活用户, 日交易量超过 10 亿, 按用户规模、日均交易笔数计算, 国内排名第一, 按交易额计算, 仅次于支付宝平台。

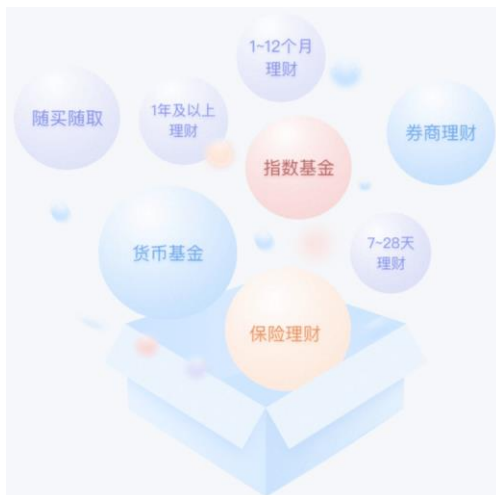
图 5：腾讯支付基础平台



资料来源：腾讯 FiT 官网

- **理财业务：** 背靠腾讯社交生态，腾讯理财通提供完备的产品体系，覆盖不同期限、不同收益率的综合产品，以满足不同用户理财需求。同时腾讯亦上线零钱通，对标余额宝，以期充分盘活庞大的资金体量，公司 2019Q4 季报显示，腾讯理财通覆盖 1.5 亿用户、AUM 8000 亿元。

图 6：腾讯理财通产品体系

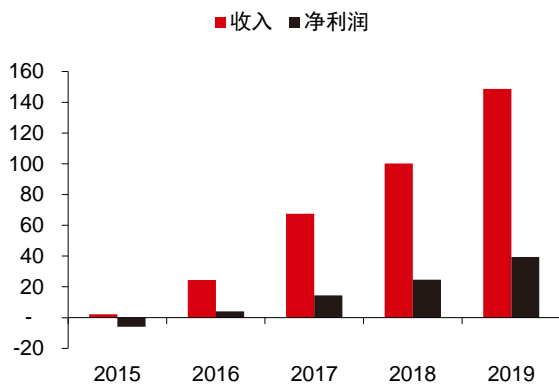


资料来源：腾讯 FiT 官网

- **信贷业务：** 作为腾讯旗下重要的银行牌照运营公司，微众银行主要面向消费者及企业提供综合贷款业务。目前腾讯旗下微粒贷即由微众银行提供，2019 年微众银行实现收入、利润分别为 149、39 亿元，信贷余额 1630 亿元。同时在 2020 年，微信平台亦推出相应的信贷产品“微信分付”，进一步完善腾讯的金融信贷业务产品体系。

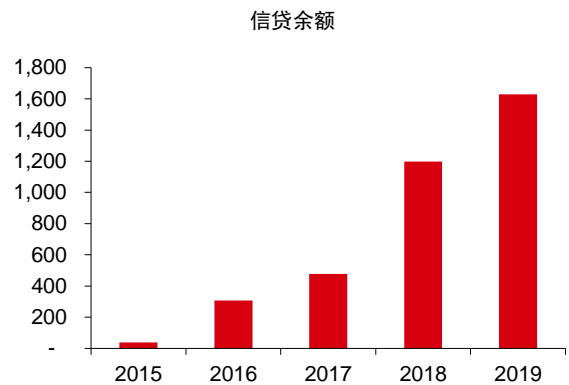


图 7: 微众银行收入与净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 8: 微众银行信贷余额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

- **其他业务:** 在支付、信贷、理财通业务之外, 腾讯亦在保险、基金、征信、证券服务等领域积极进行投资扩展, 目前已基本拥有金融领域的主要牌照, 而随着近期部分平安系高管的加入, 公司金融业务料将有更多的布局。

表 1: 腾讯持有部分金融牌照列表

业务类别	牌照	名称	公司
保险中介	保险代理	微保	微民保险代理有限公司 (100%持股)
	保险经纪	腾诺保险经纪	北京腾诺保险经纪有限公司 (腾讯持股 95%)
保险	保险	和泰人寿	和泰人寿保险股份有限公司 (腾讯持股 15%)
		众安在线	众安在线财产保险股份有限公司 (腾讯持股 10.20%)
		英杰华人寿	英杰华人寿保险有限公司, 由英杰华、高瓴资本及腾讯于香港成立的合资企业
基金	基金销售	腾安基金销售	腾安基金销售 (深圳) 有限公司 (100%持股)
		好买基金销售	上海好买基金销售有限公司 (腾讯产业投资基金间接持股 25.69%)
	基金支付	财付通	财付通支付科技有限公司 (100%持股)
银行	银行	微众银行	深圳前海微众银行股份有限公司 (腾讯持股 30%)
	虚拟银行	贻丰香港控股	Infinium Limited, 由腾讯等五家公司合资成立
支付	第三方支付	财付通	财付通支付科技有限公司 (100%持股)
征信	-	腾讯信用	腾讯征信有限公司 (100%持股)
	个人/企业征信	百行征信	百行征信有限公司 (腾讯征信等 8 家企业每家持股 8%)
证券服务	-	腾讯自选股	财付通支付科技有限公司 (100%持股)

资料来源: 天眼查, 中信证券研究部

表 2: 近期部分平安系高管加入腾讯公司

	原职务	现职务	加入腾讯时间
顾敏	平安集团副总经理	微众银行董事长, 成立创始人之一	2014 年 8 月
李南青	平安银行董秘	微众银行行长	2014 年
尚教研	平安健康个人业务事业部总经理兼营销总监	腾讯微保副总裁	2017 年 12 月
王江涛	平安产险北京公司副总经理	腾讯微保高管	2018 年
杨峻	平安集团副 CRO 兼陆金所	FiT 业务条线风控负责人	2020 年 4 月

	原职务	现职务	加入腾讯时间
CRO			
任汇川	平安集团执行董事、副董事长	FiT 业务条线战略发展部特别顾问，参与腾讯互联网保险业务	2020 年 6 月
周克俊	平安产险总经理助理	腾讯微保总经理兼 CEO	2020 年 8 月

资料来源：公司官网，中信证券研究部

## 国内互联网金融行业分析&展望

**国内互联网巨头金融业务布局：**依托流量端、场景端的优势，目前国内科技、互联网企业在金融领域的布局正不断完善，产品体系亦从早期的支付与小额贷款业务，向消费信贷、资产管理等业务领域延伸。科技巨头在金融领域扩张的核心逻辑在于，科技巨头拥有大量的消费互联网流量，流量端的优势为金融扩张提供用户基础；而更重要的是，诸多的数字消费场景为科技巨头提供了潜在的商业闭环机遇。从产品体系丰富度来看，以支付业务为支撑，腾讯拥有着国内最为完备的金融产品线。

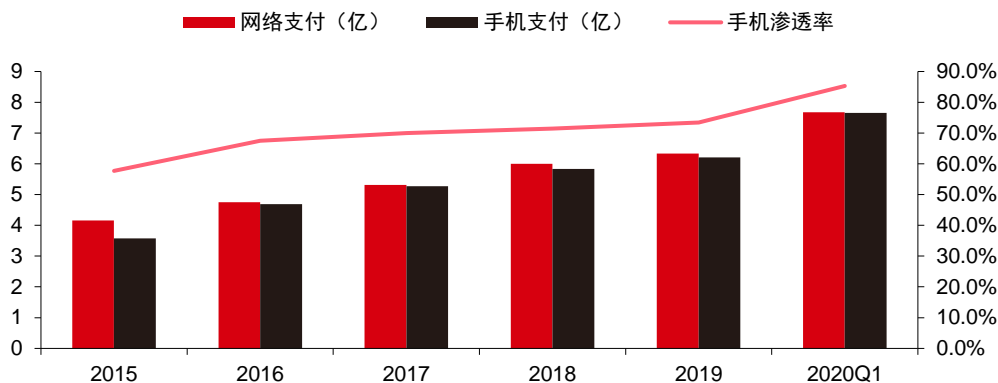
表 3：主要科技互联网公司现有金融牌照

公司	腾讯	京东	百度	小米	美团	字节跳动
支付	✓	✓	✓	✓	✓	✓
小贷	✓	✓	✓	✓	✓	✓
消费金融			✓	✓		
基金销售	✓	✓	✓			
保险经纪	✓	✓	✓	✓	✓	✓
公募投顾	✓					
银行	✓		✓	✓	✓	
保险	✓	✓				
证券	✓					
基金						

资料来源：36Kr，天眼查，中信证券研究部

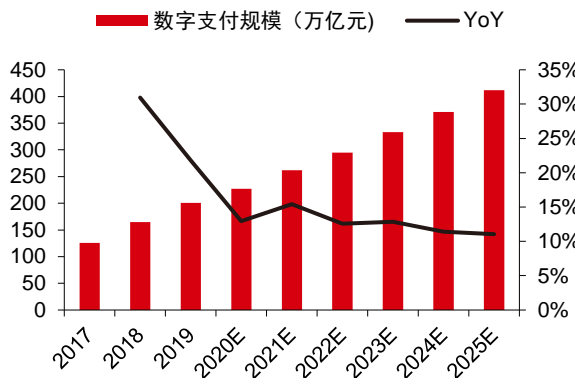
**在线支付业务：**据 CNNIC 数据，2020Q1 国内手机支付用户规模 7.65 亿，占全体网民的比例超过 85%，用户层面的渗透已基本结束，意味着后续的增长将更多依靠单用户的交易增长拉动。我们亦观察到，在个人应用（转账、红包等）之外，消费支付、金融支付的比重在逐步提高，支付规模增长将更多依靠消费、金融需求支撑。据艾瑞咨询数据，2019-2025 年，国内移动支付市场规模料将保持 12% 复合增速。

图 9: 国内网络支付用户规模



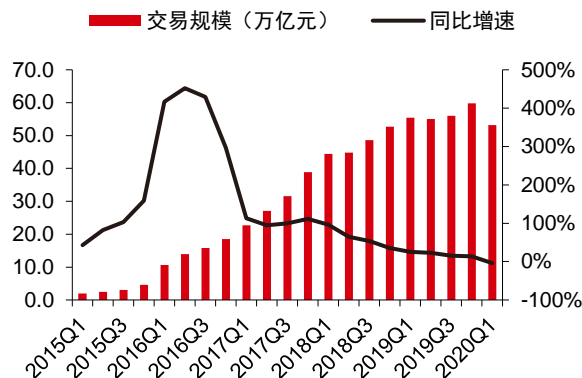
资料来源: CNNIC, 中信证券研究部

图 10: 国内数字支付规模



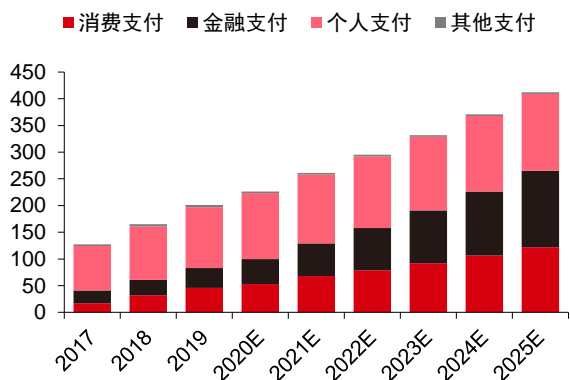
资料来源: 艾瑞资讯 (含预测), 中信证券研究部

图 11: 国内逐季度数字支付规模



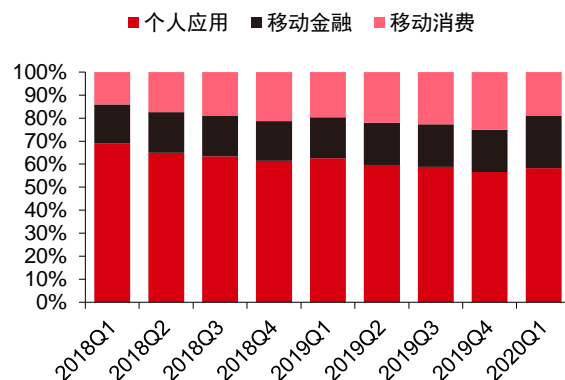
资料来源: 艾瑞资讯, 中信证券研究部

图 12: 国内不同用途移动支付规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 艾瑞资讯 (含预测), 中信证券研究部

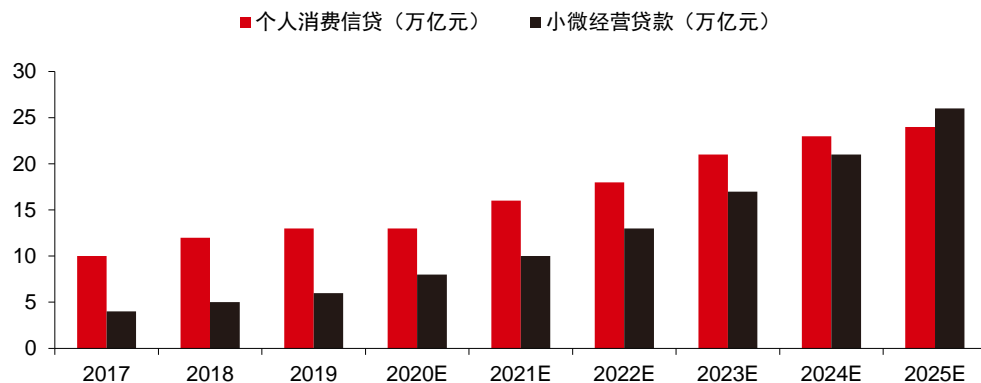
图 13: 国内不同用途移动支付占比



资料来源: 艾瑞资讯, 中信证券研究部

**信贷业务:** 奥纬咨询数据显示, 2019 年, 小微经营贷款约为 8 万亿, 到 2025 年预计将达 26 万亿, 超过个人消费信贷规模。小微企业作为传统银行难以有效覆盖的领域, 具备数据优势、场景优势的互联网巨头料将成为小微信贷市场的主要参与者。

图 14: 国内信贷规模预测

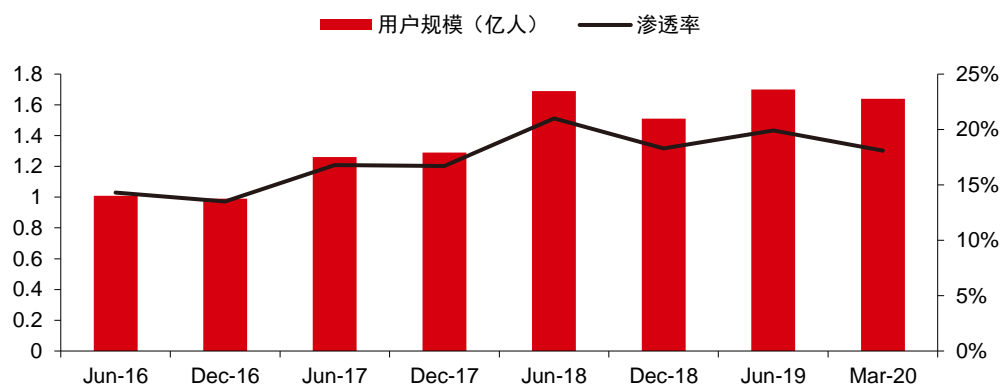


资料来源: 奥纬咨询 (含预测), 中信证券研究部

**资管&保险业务:** 支付和信贷业务之外, 我们观察到以资管、保险为代表的线下金融业务亦逐步实现线上化。科技巨头依靠庞大的用户流量, 有望在用户、资金量方面逐步取得进展。

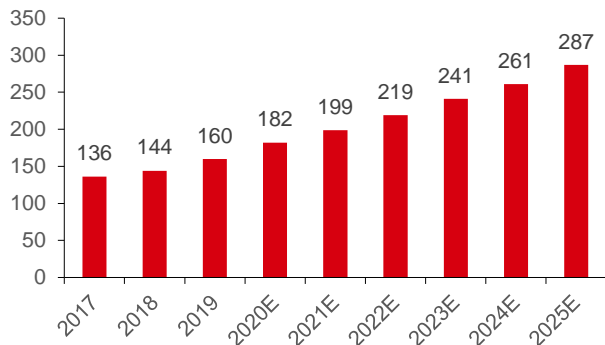
- **资管业务:** 根据 CNNIC 数据, 国内互联网理财用户规模仅 1.6 亿人, 占全体网民的比例仅 18%, 与网络支付人群相比仍有较大的渗透空间。资金量层面, 国内个人可投资资产处在高速增长阶段, 根据奥纬咨询数据, 2019 年该数据规模约 160 亿元, 预计到 2025 年将达到 287 亿元; 资产结构层面, 2019 年国内可投资资产中非现金及存款仅 42%, 预计到 2025 年达到 57%。从用户与资金层面, 国内互联网理财业务均具备较好的增长前景。

图 15: 互联网理财用户人数及渗透率



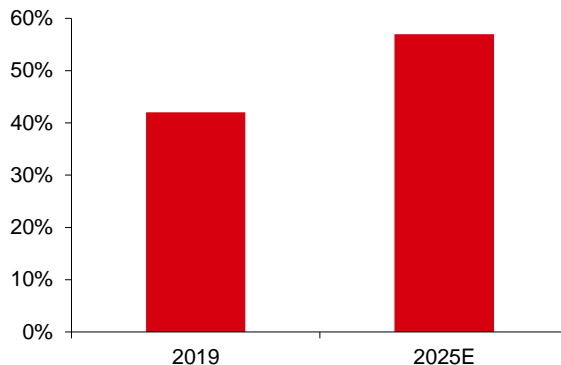
资料来源: CNNIC, 中信证券研究部

图 16: 个人可投资资产增长 (单位: 万亿元)



资料来源: 奥纬咨询 (含预测), 中信证券研究部

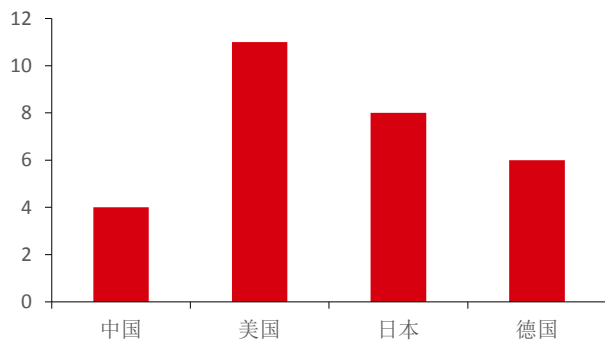
图 17: 个人可投资资产非现金 (含存款) 比重



资料来源: 奥纬咨询 (含预测), 中信证券研究部

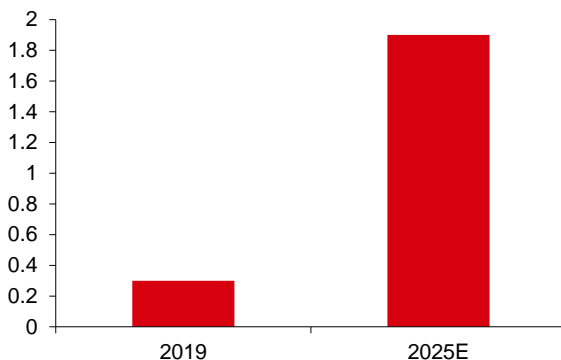
- **保险业务:** 国内当前保险市场依旧具备较高的增长前景, 中国保费占 GDP 的比重仅 4%, 远低于美国、日本、德国等国家水平, 总量上依旧具备增长空间; 结构上, 2019 年, 国内在线保费规模仅 0.3 万亿元, 随着保险市场以及在线化的趋势, 奥纬咨询预计到 2025 年线上保费规模将达到 1.9 万亿元, 线上保险增长前景依旧较大。

图 18: 保费占 GDP 比重仍有提升空间 (%)



资料来源: 奥纬咨询, 中信证券研究部

图 19: 国内在线保费规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 奥纬咨询 (含预测), 中信证券研究部

**应用场景深度融合:** 除了产品层面的拓展, 科技巨头亦依托自身的流量优势和丰富的应用场景, 逐步将金融服务渗透到更为具体的应用场景之中, 包括生活服务、政务服务等, 借助和应用场景的深度绑定, 以构建自身的数据优势和提升用户行为转化率。

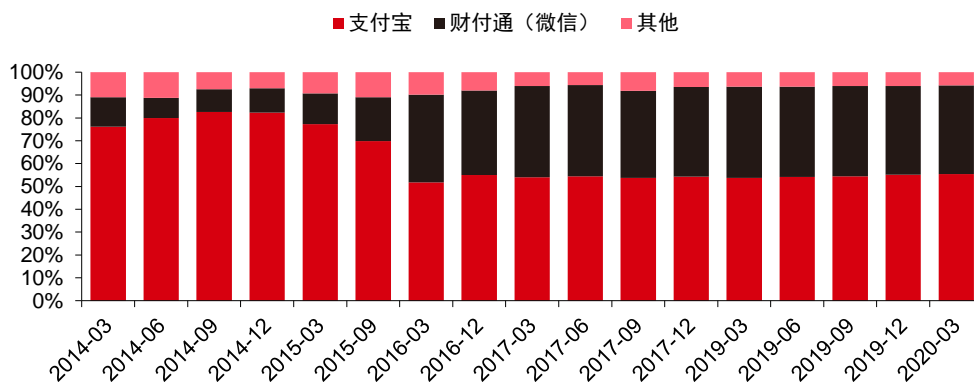
图 20：微信支付、支付宝产品示意图



资料来源：微信、支付宝 APP

**市场竞争格局：**虽然国内布局金融业务的互联网企业众多，但从展业思路，均主要依赖于单一核心产品或场景而展开，其中支付业务作为底层金融基础设施，是获取用户、沉淀用户，并连接其他金融产品服务的核心支撑，在互联网企业金融产品服务中处于居中位置。艾瑞咨询数据显示，按交易额计算，目前腾讯支付、支付宝在移动支付市场的份额占比分别在 40%、55%左右，最近两年来相对份额基本保持稳定，共同占据国内市场绝大多数市场份额。依托支付端产品地位以及丰富的产品线和生态优势支撑，我们预计支付宝、腾讯将在国内在线金融市场持续扮演主导性角色。

图 21：移动支付市场份额变化

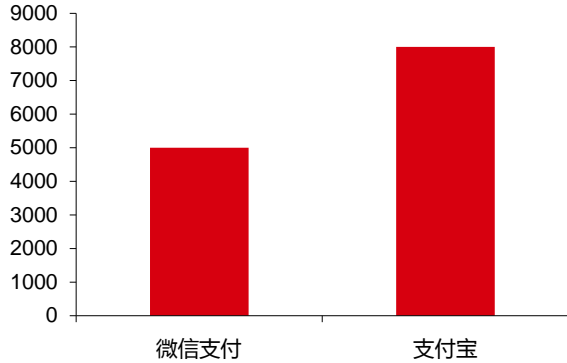


资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

- **用户资源：**依靠在社交领域的绝对优势，2019Q4 以来微信支付的 MAU 超过 8 亿，显著领先支付宝的 7 亿，是国内活跃用户最大的支付平台。但是在商家层面，支付宝依靠先发优势占据领先。根据，支付宝 APP 有 8000 万的月活跃商家，相较腾讯 5000 万家优势明显。但从增长趋势看，2017 年至 2019 年间，微信支付中小商家交易笔数三年增长 10 倍。截止 2019 年，超 5000 万个体商户和商家活

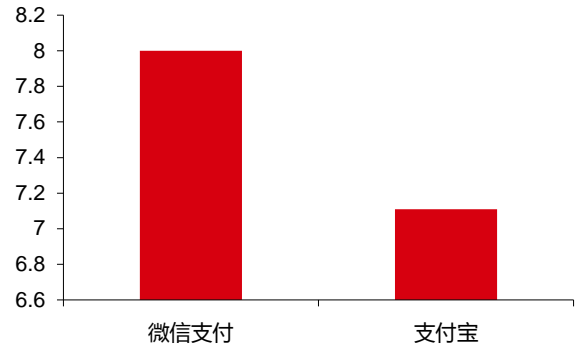
跃在微信支付平台，占全国个体工商户总数的 79.4%。在微信支付中小商家中，长尾商户占比达 40%。

图 22: 微信支付与支付宝月活跃商家数 (单位: 万)



资料来源: 腾讯财报、蚂蚁集团招股书, 中信证券研究部

图 23: 微信支付与支付宝月活跃账户数 (单位: 亿)



资料来源: 腾讯财报、蚂蚁集团招股书, 中信证券研究部

## 腾讯金融业务业绩拆解&估算

在本部分内容中，我们将就腾讯金融业务各主要子板块（支付、信贷、理财通等）的潜在市场空间、收入规模、盈利能力等核心财务指标进行分析测算，以期对腾讯金融业务中长期的业绩贡献、合理估值等给出量化的判断。

**支付业务现状:** 作为目前腾讯金融产品体系中最为核心的支撑，我们认为，短期来看，市场竞争格局的趋于稳定，有望使得腾讯、支付宝在商户、渠道端的补贴自然下行，或转向更为高阶的补贴形式，利于盈利能力的改善；而中期来看，微信小程序生态持续壮大带来交易端场景的不断拓展，叠加腾讯 2B 业务的积极进展，有望对公司支付交易规模的增长构成持续的支撑。

- **补贴政策调整:** 2015-2018 年，腾讯先后取消对提现、信用卡还款等免费支持，开始收取相关的手续费，目前费用率稳定在 0.1%。同时伴随市场格局的趋于稳定，针对商户、渠道端的补贴亦从 2019 年开始逐步降低。

表 4: 公司在历次财报中对支付业务的表述

季度	支付表述
2018Q1	支付解决方案业务增长主要是因为 <b>线下商业支付交易量</b> 及消费者提现手续费快速增长
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%。 <b>商业支付笔数占总交易笔数的比例首次过半</b>
2018Q3	日均交易量同比增长逾 50%，其中 <b>线下日均商业支付交易量同比增长 200%</b> 。
2018Q4	支付活跃用户同比增长强劲。用户的交易频率及每笔交易金额也有所增加
2019Q1	每用户交易量增加， <b>商业支付交易额同比增长</b> 。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
2019Q2	<b>商业支付用户数、商户数、交易额及收入均迅速增长</b>
2019Q3	日活跃账户数、每名用户交易量、 <b>各行业活跃商户数</b> 等均有所增加，以致商业支付交易笔数（尤其是线下场景）及交易金额均录得强劲增长

季度	支付表述
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
2020Q1	由于春节及居家令期间，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 2019 年底的水平
2020Q2	支付解决方案的需求上升，尤其是在零售及餐饮等行业。因此，我们在商业支付的日均交易量及单笔交易金额同比均有所增长

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 5：微信支付个人手续费调整

个人用户	收费标准
2015 年 10 月	转账收费，每人每月享有 2 万元免费转账额度（包括微信转账和面对面扫码），超出部分按 0.1% 的标准收取手续费。
2016 年 3 月	转账功能停止收取手续费。同日起，对提现功能开始收取手续费，提现手续费按照提现金额的 0.1% 收取，每笔至少收取 0.1 元。、可获赠 1000 元免费提现额度
2017 年 12 月	对每位用户每个自然月累计信用卡还款额超出 5000 元的部分按 0.1% 进行收费（最低 0.1 元），不超过 5000 元的部分仍然免费。
2018 年 8 月	信用卡还款将收取 0.1% 手续费（理财通铂金、黄金会员，“爱定投计划”固定转入 500 元以上的用户除外）

资料来源：公司官网，中信证券研究部

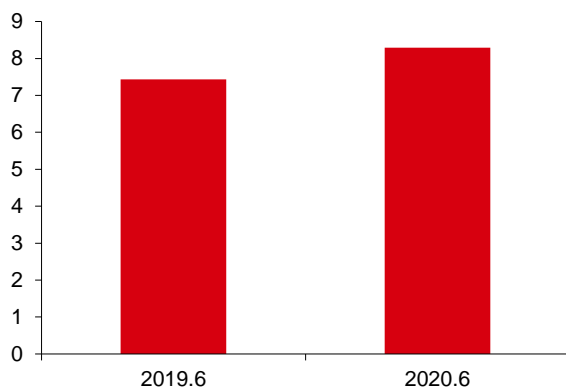
表 6：微信支付针对商户端的费率标准

定价方式	收费标准
官方定价	根据类目确定费率，多为 0.60%（网络媒体/计算机服务/游戏为 1%）
服务商渠道	商户费率 0.20%~0.60%

资料来源：公司官网，中信证券研究部

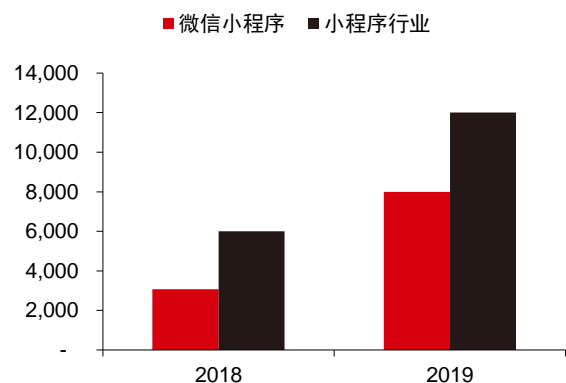
- **小程序生态**：根据公司最新财报披露数据，目前小程序日活跃用户超过 4 亿，2019 年累计创造 8000 多亿交易额，同比增长 160%。小程序用户规模、活跃度的不断提升，以及更多的线下交易场景转移到小程序等线上平台，有望对微信支付交易额构成持续支撑。

图 24：腾讯小程序 MAU（单位：亿人）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 25：小程序 GMV（亿元）



资料来源：腾讯财报，阿拉丁研究院，中信证券研究部

**支付业务数据测算**：艾瑞咨询预计到 2023 年，国内第三方移动支付规模将达到 325.2 万亿，对应年复合增速为 12%。基于对行业发展前景、市场竞争格局的合理分析，我们主要的假设前提、测算过程如下：



- **市场格局&结构**: 考虑到腾讯在小程序生态领域的持续积极进展, 以及公司在线下商户渠道的不断开拓, 按交易额计算, 我们预计腾讯支付相对份额有望持续提升; 同时从交易额结构上, 我们预计商户支付占比有望持续缓慢提升。
- **支付 take rate&成本**: 伴随竞争格局稳定带来的非必要补贴逐步退坡, 我们预计商户端的 take rate 有望逐步温和提升, 同时取现、信用卡还款作为基础业务, 费率料将继续维持稳定, 继续扮演收支平衡的角色。在成本端, 平台给到后端金融机构相关费率料将持续维持稳定。
- **其他**: 伴随备付金管理政策的进一步明细, 公司将会按照备付金余额获得  $0.35% \times 90%$  的利息收入, 我们初步测算该笔收入在 2020/21/21 年分别为 20/23/26.5 亿元左右。

**表 7: 监管机构针对支付业务备付金的部分政策列表**

时间	文件	内容
2017.01	关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知	自 2017 年 4 月 17 日起, 支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户, 该账户资金暂不计付利息。各支付机构首次交存的具体比例根据业务类型和分类评级结果综合确定, 交存金额根据上一季度客户备付金日均余额计算, 每季度调整一次。
2017.12	关于调整支付机构客户备付金集中交存比例的通知	202018 年 2 月至 4 月按每月 10% 逐月提高集中交存比例, 到 4 月提高至 50% 左右。
2018.05	支付机构客户备付金集中存管账户试点开办资金结算业务的通知	央行决定通过支付机构备付金集中存管账户试点开办资金结算业务, 即接管支付机构备付金集中存管账户。
2018.06	关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知	自 2018 年 7 月 9 日起, 按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例, 到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。
2018.12	关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知	要求支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的, 应于 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在建备付金银行的人民币客户备付金账户, 规定可以保留的账户除外。
2020.01	—	央行将第三方支付机构的备付金以 0.35% 的年利率按季结息, 并从中计提 10% 作为非银行支付行业保障基金。
2020.04	非银行支付机构客户备付金存管办法(征求意见稿)	对非银行支付机构客户备付金的存放、归集、使用、划转等存管活动作出规定, 规范非银行支付机构客户备付金管理。

资料来源: 中国人民银行, 中信证券研究部

**表 8: 腾讯支付交易额预测与结构分解**

年度	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
国内第三方移动支付市场(万亿)	171.0	205.0	228.0	260.0	293.0	325.2
腾讯支付份额占比	40%	40%	41%	42%	43%	44%
<b>各类交易额占比:</b>						
社交支付:	55%	48%	46%	44%	42%	40%
红包&转账	42%	42%	39%	37%	36%	34%
取现	8%	7%	7%	7%	6%	6%
商户支付:	45%	52%	54%	56%	58%	60%
自有渠道	23%	29%	30%	31%	32%	34%
渠道代理	18%	18%	19%	20%	21%	21%
信用卡还款	5%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源: 公司财报, 艾瑞咨询, 中信证券研究部测算

表 9: 腾讯支付业务收入测算

支付业务收入率	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
社交支付:						
红包&转账	0%	0%	0%	0%	0%	0%
取现	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
商户支付:						
自有渠道	0.20%	0.22%	0.23%	0.24%	0.25%	0.26%
渠道代理	0.10%	0.11%	0.12%	0.13%	0.14%	0.15%
信用卡还款	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>备付金利息收入 (亿元)</b>	65.0	0.0	20.0	23.0	26.5	30.4

资料来源: 公司财报, 艾瑞咨询, 中信证券研究部测算

表 10: 腾讯支付业务成本率测算

支付业务成本率:	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
社交支付:						
红包&转账	0%	0%	0%	0%	0%	0%
取现	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
商户支付:						
自有渠道	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
渠道代理	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
信用卡还款	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
合计	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: 中信证券研究部估算

表 11: 支付业务收入、毛利润测算

支付业务测算 (亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
毛收入	583.1	783.6	989.4	1246.0	1547.1	1903.6
净收入	163.50	221.40	328.48	451.06	603.48	801.73
净收入率	28.0%	28.3%	33.2%	36.2%	39.0%	42.1%

资料来源: 公司财报, 艾瑞咨询, 中信证券研究部测算

**信贷、财富管理业务:** 2020Q1, 腾讯理财通宣布进行 6 年来的首次业务转型——由交易性平台转化为服务型平台, 通过聚焦投资者教育和成长, 以及资产配置和投顾服务这两项工作实现。从腾讯在财报中的表述, 我们认为资管、信贷将是腾讯未来重点扩张的两项核心业务。今年, 除了基于微众银行的微粒贷之外, 腾讯亦在微信上尝试推出类似“花呗”的信贷产品“分付”, 继续发力小额信贷业务。

表 12: 腾讯历次财报中关于信贷、资管业务表述

季报	主要内容
2018Q3	扩展至财富管理、小微贷款及保险领域。理财通在其基金产品系列中加入养老基金, 其资产保有量超过人民币 5,000 亿元。微众银行微粒贷管理的贷款额保持快速增长, 同时不良贷款率保持低于行业水平。
2018Q4	理财通亦扩大了用户群, 截至二零一八年底累计用户达 1 亿。我们扩充了金融科技的服务范畴, 推出了零钱通, 让用户能够以微信支付内未动用的现金余额投资于基金。
2019Q2	财富管理平台「理财通」的总客户资产超过人民币 8,000 亿元
2019Q3	财富管理方面, 理财通用户数目同比增长超过一倍, 驱动总客户资产的增长。
2019Q4	理财通的资产保有量同比增长超过 50%, 而客户数目同比增长超过一倍。我们的联营公司微众银行在微信内提供小额贷款产品「微粒贷」, 该产品贷款余额迅速增长, 不良贷款比率维持在

季报	主要内容
	较低水平。
2020Q1	理财平台在第一季稳步扩大业务，资产保有量取得同比及环比的增长。微粒贷的贷款状况保持健康，体现了微众银行审慎的风险管理原则。
2020Q2	资产保有量及活跃客户量同比迅速增长。

资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 26：微信内测小额信贷产品分付



资料来源：公司官网

- **财富管理：**理财通从原有销售平台向综合服务平台的转型，料将显著提升用户中长期黏性。居民端资产在金融领域（权益、固定收益等）配置比例的持续提升等亦将提供持续的支撑。据公司财报披露，截止 2019H1，理财通 AUM 已经超过 8000 亿元。
- **信贷业务：**目前公司旗下相关信贷产品主要包括和微众银行合作的微粒贷，以及微信分付，其中微粒贷，公司主要获取流量分成，微信分付目前仍处于早期阶段，预期年化利息率 14%左右。同时我们预计微信分付主要采用助贷或联合贷模式，收入费率料将高于微粒贷。

基于对国内小额信贷、财富管理市场的理解，我们主要的测算如下：

表 13：腾讯理财通业务收入测算

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
理财通 AUM (万亿)	0.6	1.0	1.3	1.6	2.0	2.2
理财通 AUM 增速		67%	30%	25%	20%	15%
理财通费率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
理财通收入 (亿元)	9.0	24.0	34.5	43.9	53.6	62.9

资料来源：公司财报，艾瑞咨询，中信证券研究部测算

表 14：腾讯信贷业务收入测算

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
微粒贷余额 (亿)	2000	3000	4500	5000	5500	6000
微信分付余额 (亿)	0	0	400	800	1000	1200
微粒贷收入费率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
微信分付收入费率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
信贷业务收入合计	15.00	37.50	63.25	92.25	110.25	124.75

资料来源：公司财报，艾瑞咨询，中信证券研究部测算

**总结分析：**基于上述关于支付、信贷、理财通业务的分析，同时暂不考虑保险等新业务的贡献，我们发现，中短期而言，公司金融业务收入、利润贡献仍主要和支付业务相关，信贷、理财通业务影响相对有限。基于上述假设，我们测算 2020-2023 年公司金融业务收入分别为 1087/1382/1711/2091 亿元，毛利率 39%/42%/45%/47%，假定按照 20% 的运营费用率（公司平均水平），则公司金融 2020-2023 年的运营利润预计为 209/311/425/571 亿元。而随着京东数科等公司的上市，市场料将更为重视腾讯金融业务的中长期价值

表 15：腾讯金融业务综合测算（单位：亿元）

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
支付业务	583.1	783.6	989.4	1246.0	1547.1	1903.6
理财通业务	9.0	24.0	34.5	43.9	53.6	62.9
信贷业务	15	37.5	63.25	92.25	110.25	124.75
收入合计	607.1	845.1	1087.1	1382.2	1711.0	2091.2
毛利润	187.50	282.90	426.23	587.19	767.36	989.37
毛利率	31%	33%	39%	42%	45%	47%
运营费用率	20%	20%	20%	20%	20%	20%
运营利润	66.1	113.9	208.8	310.8	425.2	571.1

资料来源：公司财报，艾瑞咨询，中信证券研究部测算

表 16：腾讯金融业务收入与京东数科对比（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E/2020H1	2021E	2022E	2023E
支付业务收入							
腾讯		583.1	783.6	989.4	1246.0	1547.1	1903.6
京东数科	58.3	72.9	77.1	36.1			
信贷业务收入							
腾讯		15	37.5	63.25	92.25	110.25	124.75
京东数科	30.2	60.3	94.3	60.8			
理财收入							
腾讯		9.0	24.0	34.5	43.9	53.6	62.9

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：京东数科支付为公司商户业务扣减白条后数字，京东数科信贷业务为白条与金融机构业务和

表 17：腾讯金融利润率与京东数科对比

	2017	2018	2019	2020E/2020H1	2021E	2022E	2023E
毛利率							
腾讯		30.7%	33.2%	39.1%	42.6%	45.0%	47.5%
京东数科	54.7%	64.4%	65.8%	67.1%			
营业利润率							
腾讯		10.7%	13.2%	19.1%	22.6%	25.0%	27.5%
京东数科	-59.9%	2.1%	7.5%	-5.1%			

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## ■ 风险因素

互联网行业监管政策持续收紧风险；第三方支付政策变化导致公司盈利模式调整风险；互联网金融牌照政策改变的风险；新互联网产品&服务用户分流风险；信贷、资管等监管政策发生变化风险等。

## ■ 投资策略

依托腾讯社交平台流量端优势以及微信生态带来的场景端不断丰富，叠加腾讯自身在金融领域的完善产品布局，我们测算发现，金融业务正在成为公司中期营收、盈利增长的重要来源，同时近期京东数科等公司的上市，料将让市场对腾讯金融业务价值认识形成正向支撑。我们维持公司 2020/21/22 年净利润（GAAP）、净利润（Non-GAAP）为 1207/1438/1727、1217/1463/1757 亿元预测，维持公司“买入”评级，维持 650 港币目标价。

表 18：腾讯公司财务预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	3,127	3,773	4,816	5,820	6,908
增长率 YoY%	31%	21%	28%	21%	19%
净利润(GAAP, 亿元)	787	933	1,207	1,438	1,727
增长率 YoY%	10%	19%	29%	19%	20%
净利润(Non-GAAP, 亿元)	775	944	1,217	1,463	1,757
增长率 YoY%	19%	27%	31%	18%	21%
PE (GAAP)	54	46	36	30	25
PE(Non-GAAP)	55	45	35	29	24

资料来源：彭博，中信证券研究部预测，注：股价为 2020 年 9 月 22 日收盘价

**利润表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	312,694	377,289	481,606	582,034	690,767
营业成本	170,574	209,756	262,396	315,962	374,646
毛利率	45.45%	44.40%	45.52%	45.71%	45.76%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	24,233	21,396	33,712	37,832	41,446
营业费用率	7.75%	5.67%	7.00%	6.50%	6.00%
管理费用	41,522	53,446	62,609	74,500	88,418
管理费用率	13.28%	14.17%	13.00%	12.80%	12.80%
财务费用	100	1,299	2,031	(385)	(3,205)
财务费用率	0.03%	0.34%	0.42%	-0.07%	-0.46%
投资收益	1,487	(1,681)	4,000	4,500	5,000
营业利润	94,466	109,400	149,858	178,626	214,463
营业利润率	30.21%	29.00%	31.12%	30.69%	31.05%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94,466	109,400	149,858	178,626	214,463
所得税	14,482	13,512	25,476	30,366	36,459
所得税率	15.33%	12.35%	17.00%	17.00%	17.00%
少数股东损益	1,265	2,578	3,731	4,448	5,340
归属于母公司股东的净利润	78,719	93,310	120,651	143,811	172,664
净利率	25.17%	24.73%	25.05%	24.71%	25.00%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	163,322	132,991	240,803	351,642	514,550
存货	324	718	525	771	982
应收票据及应收账款	28,427	63,679	43,345	52,383	62,169
其他流动资产	25,007	56,580	85,444	91,336	97,791
流动资产	217,080	253,968	370,116	496,132	675,492
固定资产	42,197	66,368	101,050	133,731	164,413
长期股权投资	227,790	221,894	221,894	221,894	221,894
无形资产	56,650	139,707	139,707	139,707	139,707
其他长期资产	179,804	272,049	285,049	298,049	311,049
非流动资产	506,441	700,018	747,700	793,381	837,063
资产总计	723,521	953,986	1,117,815	1,289,513	1,512,555
短期借款	26,834	22,695	18,266	0	0
应付账款及票据	87,455	91,224	118,078	142,183	168,591
其他流动负债	88,146	126,237	127,259	127,859	128,489
流动负债	202,435	240,156	263,603	270,042	297,080
长期借款	87,437	104,257	110,257	117,257	125,257
其他长期负债	77,442	120,749	130,749	140,749	150,749
非流动性负债	164,879	225,006	241,006	258,006	276,006
负债合计	367,314	465,162	504,609	528,048	573,086
股本	0	0	0	0	0
资本公积	23,121	31,269	31,269	31,269	31,269
归属于母公司所有者权益合计	323,510	432,706	553,357	697,168	869,832
少数股东权益	32,697	56,118	59,849	64,297	69,637
股东权益合计	356,207	488,824	613,206	761,465	939,469
负债股东权益总计	723,521	953,986	1,117,815	1,289,513	1,512,555

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	94,466	109,400	149,858	178,626	214,463
所得税支出	-14,482	-13,512	-25,476	-30,366	-36,459
折旧和摊销	34,248	0	5,318	7,318	9,318
营运资金的变化	4,896	0	19,540	9,527	10,586
其他经营现金流	1,836	52,702	-2,969	-5,885	-9,205
经营现金流合计	120,964	148,590	146,272	159,220	188,703
资本支出	-54,061	0	-42,000	-42,000	-42,000
投资收益	1,487	-1,681	4,000	4,500	5,000
其他投资现金流	-99,339	-114,489	-5,000	-5,000	-5,000
投资现金流合计	-151,913	-116,170	-43,000	-42,500	-42,000
权益变化	-258	0	0	0	0
负债变化	94,652	0	6,571	-6,266	13,000
股利支出	6,776	0	0	0	0
其他融资现金流	-65,790	1,672	-2,031	385	3,205
融资现金流合计	35,380	1,672	4,540	-5,881	16,205
现金及等价净增加	4,431	34,092	107,812	110,839	162,908

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	31.52%	20.66%	27.65%	20.85%	18.68%
营业利润增长率	7.09%	15.81%	36.98%	19.20%	20.06%
净利润增长率	10.08%	18.54%	29.30%	19.20%	20.06%
毛利率	45.45%	44.40%	45.52%	45.71%	45.76%
EBITDA Margin	40.79%	28.66%	31.87%	31.12%	31.16%
净利率	25.17%	24.73%	25.05%	24.71%	25.00%
净资产收益率	24.33%	21.56%	21.80%	20.63%	19.85%
总资产收益率	10.88%	9.78%	10.79%	11.15%	11.42%
资产负债率	50.77%	48.76%	45.14%	40.95%	37.89%
所得税率	15.33%	12.35%	17.00%	17.00%	17.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。