

中信证券研究部



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



陈俊云
前瞻分析师
S1010517080001

核心观点

腾讯自 2018 年以来全面强化云与企业业务，并在国内市场稳居行业 TOP 2，收入体量仅次于阿里云。参考欧美市场以及 AWS 等巨头过去数年的发展历史，我们预计，中期国内云计算市场有望保持 30% 以上的增速。作为国内市场主流厂商，腾讯云料将持续受益。随着公司资本开支的投入，中期内规模效应将逐步显现，叠加腾讯生态的持续支持，腾讯云成长性、盈利能力料亦将逐步提升。参考 AWS 的发展路径及市场估值逻辑，我们长期看好腾讯云的增长前景，估算其中期价值有望达到千亿美元量级。

■ **腾讯云：背靠腾讯生态，稳居国内 TOP 2。** 背靠腾讯大文娱生态，互联网用户（游戏、影音）、金融、线下零售驱动腾讯云快速增长，2019 年实现收入 170 亿元（+84%），收入量级约为阿里云的一半，国内市场份额约 18%。腾讯云在夯实 IaaS 能力的基础上，持续强化基于场景的 PaaS 能力，提供数据平台、AI 平台、即时通信等相关的 PaaS 产品。基于腾讯社交与音视频能力，在 SaaS 推出腾讯会议、企业微信等产品。形成了完整的云计算产品体系，实现从 IaaS 到 SaaS 的协同。组织架构层面，成立云与智慧产业事业群 CSIG，以腾讯云为核心，聚合腾讯分散在不同部门的 2B 业务，将云与企业业务打通，整合资源与技术能力，进一步强化腾讯云对外输出的能力。腾讯云业务全面理顺，料将提升腾讯云在中长期的竞争优势。

■ **市场现状：行业路径和欧美市场基本趋同，腾讯云料已拿到第一梯队门票。** 国内云计算市场的产业逻辑、发展路径、市场格局演变和欧美市场基本类似，差异更多体现在发展阶段上，其中在 IaaS+PaaS 环节，国内市场整体较欧美市场滞后约 4~5 年左右。2019 年全球和中国云计算市场增速分别为 24% 和 53%，参考欧美市场过去数年的发展历史，我们预计国内云计算市场中期仍有望继续维持较高增速。竞争格局方面，腾讯云虽低于 AWS 和阿里云 30% 和 40% 以上的市场份额，考虑到 IaaS+PaaS 的头部效应，若国内市场形成与海外类似的市场结构，腾讯大概率已经进入第一梯队。此外，国内软件产业基础相对薄弱，故相较于 AWS，腾讯云等国内云计算巨头有望在 SaaS 市场扮演更加重要的角色，同时预计其长周期亦将获得更大的潜在收益。

■ **中期展望：行业高景气+腾讯生态提供共同支撑。** 腾讯在基础设施的投入尚在持续，预计中期内依旧面临较大的资本开支压力（2019 年 35 亿美元）、激烈市场竞争&PaaS 占比（16%）较低带来的定价压力等，我们测算 2020-2022 腾讯云毛利率仍将为负（-14%/-7%/-7%）。但随着网络节点、可用区的逐步提升，预计腾讯云在中长期将进一步提升盈利能力。同时，腾讯 SaaS 业务、腾讯生态等亦将对相关业务形成有力支撑。SaaS 层面，企业微信 DAU 已经超过 1300 万，腾讯会议长期位列国内 IOS 商务类应用下载量 TOP 1，叠加腾讯云在 SaaS 领域的积极布局（比如千帆计划等），SaaS 应用有望和公司底层 IaaS 业务上下呼应，不断强化腾讯云整体能力。生态层，来自游戏、音视频、零售业务、社交小程序生态等在获取大客户之外，亦具备吸收中小企业等长尾用户的能力。

■ **估值定价：参考 AWS，中期估值有望达到千亿美元量级。** 和 AWS、阿里云类似，腾讯云中长期具有业绩的良好确定性、成长性和盈利能力。参考 AWS，P/S、EV/EBITDA 为相对合适的估值指标，同时营收增速、盈利能力是影响其估值水平的主要因素。伴随着市场对云计算行业前景认可度的持续提升，叠加 AWS 财务层面营收、利润的改善，市场对 AWS 的平均估值已经达到 6800 亿美元，对应 PS 为 15x 达到历史最高。短期腾讯云营收增速显著高于 AWS，但盈利能力相对较弱。参考 AWS，考虑到腾讯云当前较快的增速以及腾讯生态支撑，中性情形下，我们认为腾讯云的合理 PS 应在 10X 左右，与阿里云类似，乐观情形下可升至 15X，较 AWS 当前估值持平。我们判断腾讯云中后期合理估值有望达到千亿美元量级。

■ **风险因素：**行业竞争加剧导致收入增速放缓的风险；资本开支导致利润承压的风险；疫情影响超预期导致企业 IT 支出明显下滑的风险；政策、监管趋严影响业务开展的风险

■ **投资建议：**在规模效应、先发优势明显，强者恒强的 IaaS+PaaS 市场，腾讯云目前稳居国内云市场 TOP 2，且大概率已经拿到国内云市场的门票，中长期有望持续受益于国内云计算市场的快速增长，腾讯生态的加持以及规模效应凸显、产品结构优化等带来的盈利能力改善可能。我们看好腾讯云长期成长前景，并估算其中期合理价值有望达到千亿美元量级。

重点公司估值表

企业	市值	PE				PS				收入 CAGR (2019~2022E)
	(亿美元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
亚马逊*	17,039	148	95	61	45	6	5	4	3	20.70%
微软*	17,323	39	35	30	26	12	11	10	9	13.60%
谷歌	11,151	31	37	29	24	7	6	5	5	13.60%
阿里巴巴*	7,753	41	34	27	22	11	8	7	5	23.50%
腾讯*	6,683	49	38	32	27	13	10	7	6	22.30%
百度	445	17	18	15	11	3	3	2	2	7.50%

资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部（*为中信证券研究部预测），注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

目录

报告缘起	1
腾讯云：背靠腾讯生态，稳居国内 TOP 2	1
国内云市场：行业路径和欧美市场基本趋同，腾讯云料已拿到长期门票	6
后续展望：行业高景气+腾讯生态提供共同支撑	9
估值：参考 AWS，中期估值有望达到千亿美金量级	20
风险因素	22
投资建议	22

插图目录

图 1：腾讯云收入	1
图 2：阿里云历史收入	1
图 3：腾讯云组织架构	2
图 4：腾讯云产品图景	3
图 5：腾讯云基于场景的业务划分	4
图 6：SaaS 千帆计划	5
图 7：腾讯云市场生态	5
图 8：腾讯 SaaS 生态联盟	6
图 9：全球云计算市场规模与增速	6
图 10：中国公有云市场规模与增速	6
图 11：中国云计算细分占比	7
图 12：全球云计算市场细分占比	7
图 13：全球 IaaS+PaaS 市场份额（公有云+私有云，按季度）	7
图 14：国内 IaaS+PaaS 市场份额（2019Q1）	8
图 15：国内 IaaS+PaaS 市场份额（2019Q4）	8
图 16：首批 SaaS 加速器项目投资分布	9
图 17：腾讯云毛利率测算	10
图 18：腾讯、阿里资本开支	10
图 19：目前腾讯各事业群在招聘岗位统计	11
图 20：腾讯云可用区	12
图 21：阿里云可用区	12
图 22：AWS 全球可用区数量	12
图 23：AWS 收入	13
图 24：AWS 营业利润	13
图 25：2019 海内外云计算厂商收入拆分	13
图 26：企业微信 DAU	14
图 27：腾讯会议商务排名（iOS）	14
图 28：企业微信与腾讯生态体系的融合	15
图 29：腾讯业务线以腾讯云作为基础	16
图 30：微信上云生态	16
图 31：中国游戏市场规模	17
图 32：2019Q2 移动游戏市场份额	17
图 33：腾讯游戏潜在对云业务的支撑	17
图 34：腾讯增值业务人数	18
图 35：爱奇艺与腾讯视频付费会员数	18
图 36：爱奇艺成本拆分	18
图 37：奈飞成本拆分	18
图 38：音视频应用接入腾讯云	18
图 39：微信小商店通过云接入微信全生态	19
图 40：微信小程序月活跃用户规模	19
图 41：微信小程序数量（MAU>500 万）	19
图 42：基于二维码入口的中小企业占比 7 成	20
图 43：欧美主要卖方机构对 AWS 业务的平均估值变化	21

图 44：市场对 AWS PS 估值水平、成长性（TTM）	21
图 45：市场对 AWS PS 估值水平、盈利能力（TTM）	21

表格目录

表 1：历次季报对于腾讯云业绩的表述	1
表 2：腾讯云 IaaS 服务	3
表 3：腾讯云 PaaS 能力	3
表 4：腾讯云历次季报对经营的描述	4
表 5：国内科技互联网公司 SaaS 产品	8
表 6：腾讯云收入规模测算	9
表 7：中美云计算巨头资本开支以及云业务收入规模	11
表 8：AWS 服务器折旧年限、运营利润相关性测算	12
表 9：2020 年 618 腾讯云、阿里云服务器价格	13
表 10：WhatsApp Business 功能	14
表 11：腾讯会议与主流视频会议应用对比	15
表 12：腾讯云估值判断	22
表 13：重点公司估值	22

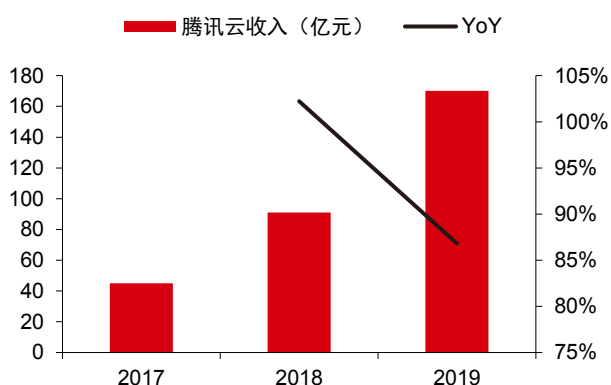
报告缘起

目前全球云计算市场（IaaS+PaaS）正处于快速发展通道，在欧美市场，AWS、微软云、谷歌云合计份额占比持续提升，占据市场超过 70% 的市场份额，并不断挤压长尾厂商的市场空间，本次疫情亦显著加快了全球企业云化、数字化进程以及个人用户向线上的迁移。腾讯 2018 年进行组织架构调整，新增 CSIG（云与智慧产业事业群）全面强化云与企业业务，在 IaaS、SaaS 领域成效显著，与金融业务一道成为公司中长期成长性的潜在来源。在此前的系列报告《全球 SaaS 云计算行业系列报告 25—从亚马逊 AWS 看中国 IaaS 云计算巨头的投资价值》（2020 年 8 月 21 日）、《全球 SaaS 云计算系列报告 27—中美 IaaS 云计算巨头比较：亚马逊 AWS VS 阿里云》（2020 年 8 月 26 日）中，我们已经就 AWS 本身的业务属性、长期发展空间以及阿里云&AWS 对比分析等展开了详细的讨论，在本篇报告中，我们将继续延续前述报告中的主要分析框架，就腾讯&AWS 对比分析展开详细讨论，并尝试就腾讯云长期发展空间、潜在价值等市场关注的问题作出相应的回答。

腾讯云：背靠腾讯生态，稳居国内 TOP 2

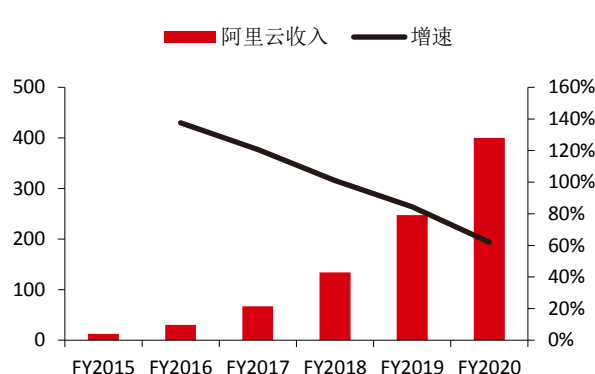
腾讯云：2019 年收入 170 亿元，约为阿里云一半。2019 年腾讯云实现收入 170 亿元，对应增速 84%，收入量级约为阿里云的一半。从腾讯历次财报的表述来看，腾讯云收入增长主要来源于互联网用户（游戏、影音）、金融、线下零售等，虽与阿里云所覆盖的用户群有一定交叉，但在互联网泛文娱领域，腾讯依靠多年技术积累，仍占据了较大的优势。

图 1：腾讯云收入（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 2：阿里云历史收入（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 1：历次季报对于腾讯云业绩的表述

季度	业绩描述
2020Q2	云及其他企业服务收入录得同比及环比增长，主要受互联网公共服务领域的云服务用量提升带动。
2020Q1	受疫情影响，云业务的项目交付及新客户获取均有所延迟，导致收入环比下降
2019Q4	2019 年云服务收入超过人民币 170 亿元，增速持续高于市场
2019Q3	云收入同比增长 80% 至人民币 47 亿元，主要由于现有客户增加使用量
2019Q2	云业务的收入同比稳健增长

季度	业绩描述
2019Q1	云业务的收入维持迅速的同比增长
2018Q4	2018 年云收入增长超过 100%至人民币 91 亿元
2018Q3	云服务收入同比增长逾一倍，环比两位数百分比增长；本年首三季的收入逾人民币 60 亿元
2018Q2	云服务收入同比翻倍
2018Q1	云服务收入同比增长逾 100%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

组织架构：整合 2B 资源，构建统一的云与智慧产业事业群。新成立的 CSIG 除吸收原腾讯云业务职能外，将安全、地图、优图、智慧零售、行业垂直方案等资源进行整合，由汤道生担任 CSIG 总裁。CSIG 以腾讯云为核心，聚合腾讯分散在不同部门的 2B 业务，一方面将垂直领域进行纵向的整合，同时基础计算、安全、AI、大、数据、LBS 等基础能力横向打通，统一技术标准，将云与企业业务打通，进一步强化腾讯云对外输出的能力。

图 3：腾讯云组织架构



资料来源：公司财报，中信证券研究部

产品布局：强化 IaaS+PaaS 基础能力，积极布局腾讯会议、企业微信等 SaaS 产品。腾讯云产品从 IaaS 到 SaaS 实现全链条覆盖。IaaS 层面，腾讯提供基础的计算、存储功能，同时在 IaaS 基础上持续强化 PaaS 能力，提供数据平台、AI 平台、即时通信等相关的 PaaS 能力。基于腾讯社交与音视频能力，在 SaaS 层面针对协同办公、视频会议，推出腾讯会议、企业微信等 SaaS 产品。形成了完整的云计算产品体系，同时通过整体云生态体系，实现从 IaaS 到 SaaS 的协同。

图 4：腾讯云产品图景



资料来源：腾讯云官网

- **IaaS：不断夯实基础能力。**腾讯云在 IaaS 层的计算、存储、网络、CDN、数据库，已经建立起完整的产品体系，不断夯实在云底层基础设施领域的的能力。依托腾讯在内容产业的优势，在 CDN 及网络领域，强化在内容分发、带宽等的的能力，形成腾讯独特 IaaS 能力。

表 2：腾讯云 IaaS 服务

IaaS 模块	主要产品
计算	云服务器、轻量应用服务器、GPU、FPGA、专用宿主机、黑石物理服务器、弹性伸缩、批量计算、边缘计算机器
存储	对象存储、文件存储、归档存储、云 HDFS、存储网关、云硬盘、云数据迁移、日志服务
网络	负载均衡、私有网络、专线接入、云联网、弹性网卡、NAT 网关、对等连接、VPN 连接、网络流日志、公网加速、带宽与流量包、弹性公网
CDN	内容分发、全站加速、全球应用、安全、X-P2P、全球办公
数据库	MySQL、CynosDB、MariaDB、SPL Serve、Postgre SQL、TSDQL、Tdata、Redis、MongoDB

资料来源：腾讯云，中信证券研究部

- **PaaS：增强垂直领域实力。**在 PaaS 层，腾讯在信息安全、数据分析、垂直类应用等领域发力，同时依托在即时通信以及影音的布局，强化通讯、视频、直播、游戏、金融等方面接入能力，形成在部分垂类领域的 PaaS 核心竞争力。

表 3：腾讯云 PaaS 能力

PaaS 模块	主要产品
基础	容器、视频服务、视频智能、云通信、serveless、云开发、中间件、数据处理、量子计算
安全	网络安全、终端安全、应用安全、业务安全、安全管理、数据安全、安全服务
大数据	云智大数据平台、云智大数据可视化、云智大数据应用
垂直应用	AI、企业应用、行业应用
开发者套件	云资源管理、管理与审计、监控与运维、开发者工具

资料来源：腾讯云，中信证券研究部

运营策略：强化场景服务能力，拓展垂直领域客户。基于完备的 IaaS+PaaS 基础设施能力、多年在消费互联网的耕耘经验，腾讯云在价格、用户获取、生态建设等层面进行积极扩张，持续在垂直场景获取客户资源：

- **注重场景思维，具体应用场景结合。**腾讯云面向丰富的业务场景，提供整套行业和技术解决方案，助力客户安全高效上云。而与腾讯生态密切相关的相关行业，如游戏、金融、教育、大数据、智慧零售、小程序等，亦是腾讯云重点布局的垂直场景。

图 5：腾讯云基于场景的业务划分



资料来源：腾讯云

- **大力扩展金融、政府以及泛娱乐产业客户。**腾讯依靠在游戏、音视频领域的深耕，已充分吸收互联网公司作为自身核心用户群体。截至 2020Q2，公司已服务超过 70% 的游戏公司，视频行业渗透率达 90%，Top100 的直播平台渗透率 80%。在腾讯云发展初期，除泛娱乐行业，依托微信所构建的支付、电商以及小程序体系，公司亦在线下零售、金融领域进行拓展，同时依靠健康码等，亦在数字政府领域占据一席之地。

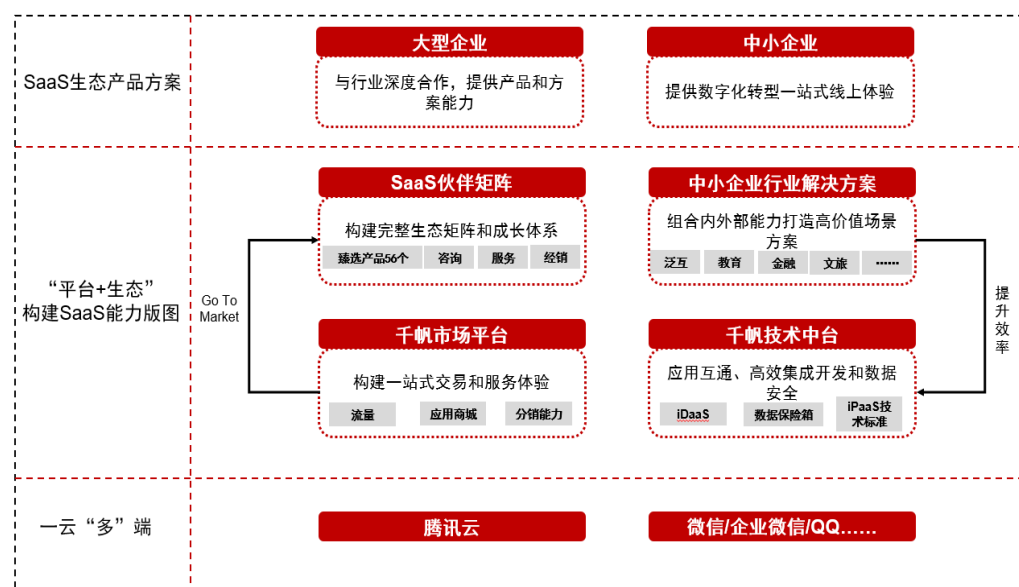
表 4：腾讯云历次季报对经营的描述

时间节点	相关表述
2020Q2	腾讯云服务国内超过 70% 的游戏公司，视频行业的渗透率 90%，在 Top 100 的直播平台中，有 80% 的公司使用腾讯云
2020Q1	电商类公有云服务中排名第一，服务了国内 70% 的游戏公司。视频行业渗透率达到 90%。
2019Q4	销售团队的不断优化，付费客户数超过 100 万
2019Q3	教育、金融、民生服务及零售业等的客户基础扩大，扩大云业务规模及优化供应链，我们云服务的营运效率有所提升。
2019Q2	扩大销售团队及产品类型，以获得更多主要客户及大型合同，与独立软件开发商及代理商深化中小型企业客户的渗透。
2019Q1	主要因为 IaaS、PaaS 及 SaaS 产品种类扩大及产品提升，使付费客户群有所增长
2018Q4	付费客户同比增长逾一倍。开发并推出新的 IaaS 和 PaaS 产品。利用 AI 及安全技术能力，加强金融及零售云服务
2018Q3	云服务在游戏及直播领域维持领先地位，并扩大了在金融及零售等其他行业的市场份额。付费客户同比三位数百分比增长
2018Q2	更好地满足特定行业需求外，投资并与信息系统供货商建立伙伴关系，以提供更多定制化云服务，加快线下行业的扩张
2018Q1	加强游戏及视频云服务的核心能力，并提升我们在金融、市政及零售服务等领域的实力

资料来源：公司财报，中信证券研究部

SaaS：依托千帆计划，不断完善合作生态。2019 年 12 月，腾讯发布基于“一云一端三大项目”的 SaaS 千帆计划。“一云”代表腾讯云将为 SaaS 企业提供稳定的基础设施和底层技术支持，“一端”代表企业微信为 SaaS 企业提供 C2B 的连接能力。“三大项目”则包括 SaaS 加速器、SaaS 技术联盟和 SaaS 臻选，为分别提供资本、技术以及销售服务支持。

图 6：SaaS 千帆计划



资料来源：腾讯千帆计划官网，中信证券研究部

- **打造 SaaS 在线市场。**SaaS 臻选基于腾讯广泛的流量与生态资源，为厂商提供的销售与合作平台。通过在腾讯云市场的上线，SaaS 厂商可通过利用腾讯生态内的资源进行产品的推广、销售，以实现生态内部与外部的对接。

图 7：腾讯云市场生态



资料来源：腾讯云市场

- **基于腾讯基础设施，提供 PaaS 技术平台。**依托腾讯自身的云基础设施以及生态企业的技术特点，SaaS 技术联盟将联合成员厂商的数据连接组件，共同构建 paas 技术平台，解决厂商之间相互割裂、集成难的问题，并在 paas 基础上构建统一技术标准，实现技术开发的协同。

图 8：腾讯 SaaS 生态联盟

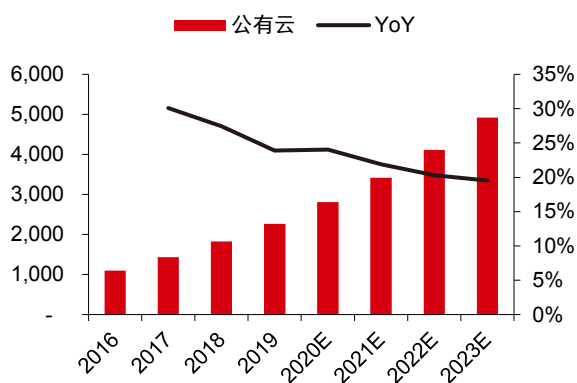


资料来源：腾讯官网

国内云市场：行业路径和欧美市场基本趋同，腾讯云料已拿到长期门票

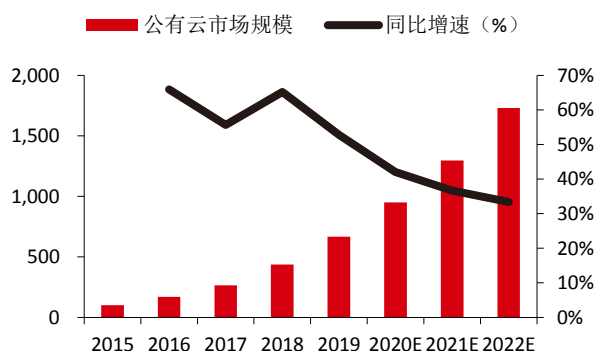
国内云市场：在我们之前的多篇云计算系列报告中，已经对国内云计算的产业逻辑、发展路径做出详尽分析，核心结论是，国内云计算市场的产业逻辑、发展路径、市场格局演变和欧美市场基本类似，双方之间的差异更多体现在发展阶段上，其中在 IaaS+PaaS 环节，国内市场整体较欧美市场滞后约 4~5 年左右。2019 年全球公有云计算市场规模达到 2262 亿美元的量级，增速 24%。根据 IDC 数据统计，2019 年国内云计算市场增速超过 50%，参考欧美市场过去数年的发展历史，我们预计国内云计算市场中期仍有望继续维持较高增速。

图 9：全球云计算市场规模与增速（亿美元）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

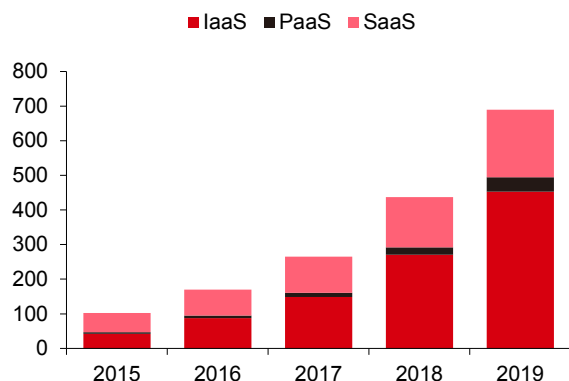
图 10：中国公有云市场规模与增速（亿元）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

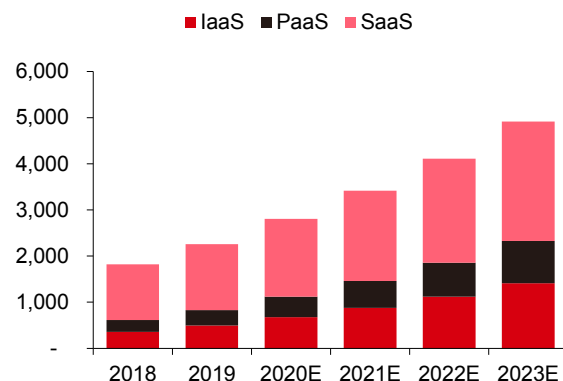
产品结构：从产品结构上看，目前国内云计算市场主要份额仍以 IaaS 业务为主，随着市场的逐步向前发展，云计算厂商向 PaaS、SaaS 等上游环节的拓展&布局，有望推动行业规模、盈利能力等指标持续改善。

图 11：中国云计算细分占比（亿元）



资料来源：中国信通院，中信证券研究部

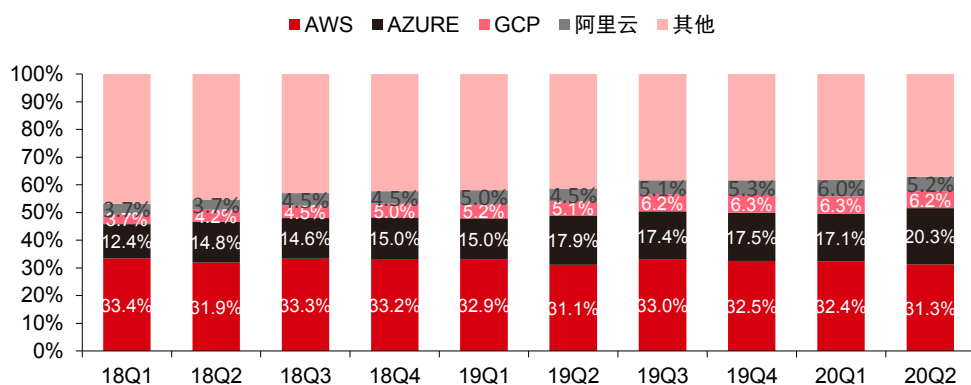
图 12：全球云计算市场细分占比（亿美元）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

市场格局：行业有望强者恒强，腾讯云稳居国内 TOP 2。 IaaS、PaaS 云计算是典型的重资产行业，需要大量资本开支投入；同时由于规模效应的存在，往往具备充足现金流、具备一定规模的云计算公司能够具备更灵活的定价体系，因此我们看到近年来云计算头部效应持续加强，中小企业加速出清，头部云计算公司的市场份额持续提升。2018Q1-2020Q2，前四大云计算厂商（亚马逊、微软、谷歌、阿里）的市场份额从 53.2% 增长至 62.9%。中国市场，云计算厂商份额变化亦呈现上述特点，TOP2 厂商 2019Q4 累计市占率 64%，较 2019Q1 提升 2pcts，头部效应持续加强，而腾讯市场份额亦稳步提升至 18%，仅次于阿里云，从份额、增长前景看，若国内市场形成与海外类似的市场结构，腾讯大概率已经进入第一梯队，并有望保持领先地位。

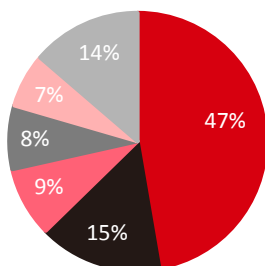
图 13：全球 IaaS+PaaS 市场份额（公有云+私有云，按季度）



资料来源：Canalys，中信证券研究部

图 14: 国内 IaaS+PaaS 市场份额 (2019Q1)

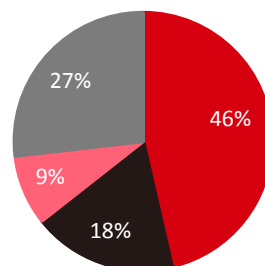
■ 阿里云 ■ 腾讯云 ■ AWS ■ 百度云 ■ 中国电信 ■ 其他



资料来源: Canalsys, 中信证券研究部

图 15: 国内 IaaS+PaaS 市场份额 (2019Q4)

■ 阿里云 ■ 腾讯云 ■ 百度云 ■ 其他



资料来源: Canalsys, 中信证券研究部

其他: 国内 SaaS 产业基础薄弱, 阿里云、腾讯云等料将扮演重要角色。相较于欧美市场成熟的软件 SaaS 产业以及各产业环节之间的彼此专业化分工, 国内软件产业基础相对薄弱, 具有国际竞争力的国内软件企业更是屈指可数。国内互联网巨头依靠 2C 流量占据用户心智, 通过自研、外部 M&A 等方式布局上层 SaaS 环节。目前阿里、腾讯、华为等已在协同办公、视频会议等通用领域推出了多个产品, 并在相应领域占据主导地位。产品层面, 腾讯依靠社交以及音视频优势, 在客户管理、视频会议方面占得先机。长周期来看, 基于加快企业数字化转型、布局高利润率上层业务等考虑。我们判断, 腾讯云等国内云计算巨头有望在 SaaS 市场扮演重要角色, 同时其长周期获得的潜在收益亦将显著高于欧美等可比 IaaS+PaaS 厂商。

表 5: 国内科技互联网公司 SaaS 产品

产品	定位	用户体量
钉钉 (阿里巴巴)	注重企业内部管理, 阿里 SaaS 被集成、云钉一体战略平台	累计用户数超过 3 亿, 企业组织数超过 1500 万
企业微信 (腾讯)	扎根微信生态, 主打客户管理	服务超过 250 万家企业, 活跃用户达到 6000 万
飞书 (字节跳动)	专注效率与协同的互联网工具	日活跃用户规模超过 50 万
Welink (华为)	源自数字化实践, 智能场景综合多元	WeLink 用户已达 19.5 万, 联接团队 52 万个
腾讯会议 (腾讯)	专注音视频会议	日活用户超千万, 国内第一

资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

图 16：首批 SaaS 加速器项目投资分布



资料来源：腾讯云

中长期展望：腾讯大概率已拿到国内云计算市场门票。我们结合国内企业 IT 支出、国内云市场渗透率、阿里云相对份额等指标，就阿里云的中期营收增速进行测算，假定未来数年国内企业 IT 支出保持 6% 左右复合增速，国内企业市场云渗透率在 2023 年达到 20% 左右，同时腾讯云相对份额持续小幅上行，则我们测算，到 2023 年，腾讯云收入规模有望超过 800 亿元，对应复合增速 50% 左右。我们认为，云计算领域强者恒强的格局趋势将会持续，腾讯云依托腾讯庞大的产业生态，牢牢把握互联网厂商用户，并依靠完备的产品体系，从 IaaS 向 PaaS、SaaS 层面扩张。随着国内云计算行业的持续推进，以及产业向 PaaS、SaaS 的演进，我们判断腾讯云大概率已拿到国内云计算第一梯队的门票。

表 6：腾讯云收入规模测算

年度(亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
国内企业 IT 支出规模	12,460	13,790	14,700	14,847	16,332	17,312	18,350
同比变化		10.7%	6.6%	1.0%	10.0%	6.0%	6.0%
国内企业云渗透率	2%	4%	6%	8.8%	12.0%	16.0%	20.0%
国内云市场规模	260	493	835	1308	1,960	2,770	3,670
国内云市场同比		89%	69%	57%	50%	41%	33%
腾讯云收入规模	40	91	170	275	421	609	826
腾讯云收入同比		128%	87%	62%	53%	45%	36%

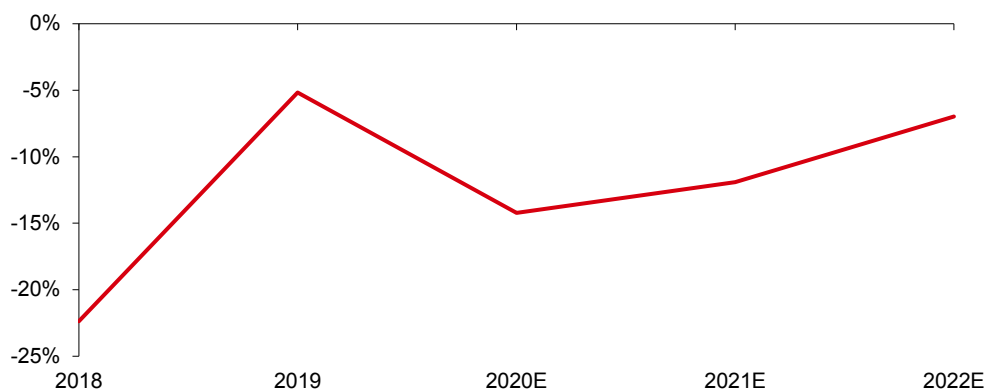
资料来源：Gartner，公司财报，中信证券研究部测算

■ 后续展望：行业高景气+腾讯生态提供共同支撑

财务现状：IaaS+PaaS 业务具有典型的规模效应，从 AWS、阿里云的历史经验看，规模效应持续凸显带来的单位成本摊薄，技术进步带来的硬件利用效率提升，以及高毛利率的 PaaS 等业务占比的提升等，均有助于阿里云盈利能力的持续改善，例如 AWS 运营

利润率在 2016 年之后快速提升，Azure 利润率亦从 2018 年开始显著改善。2020Q2，阿里云运营亏损率收窄至-14%，EBITDA 率亦改善至-2%。但中短期来看，腾讯的在基础设施的投入尚在持续，中期内依旧面临较大的资本开支压力、激烈市场竞争&PaaS 占比较低带来的定价压力等。但中期看，随着网络节点、可用区的逐步提升，腾讯云在中长期料将进一步提升盈利能力。

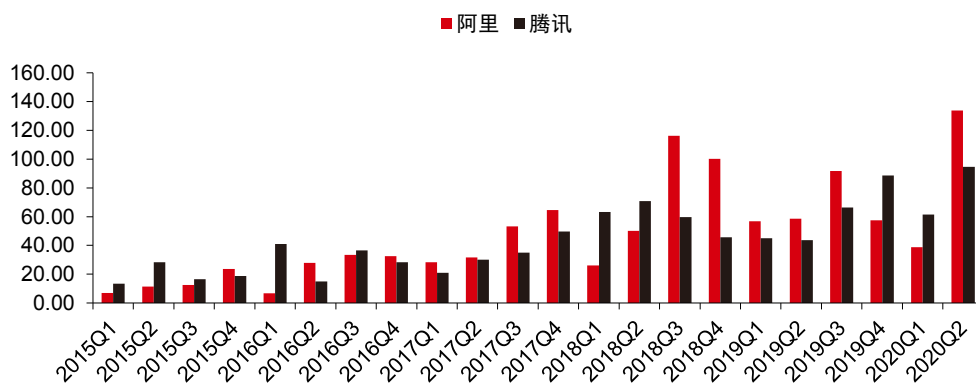
图 17：腾讯云毛利率测算



资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

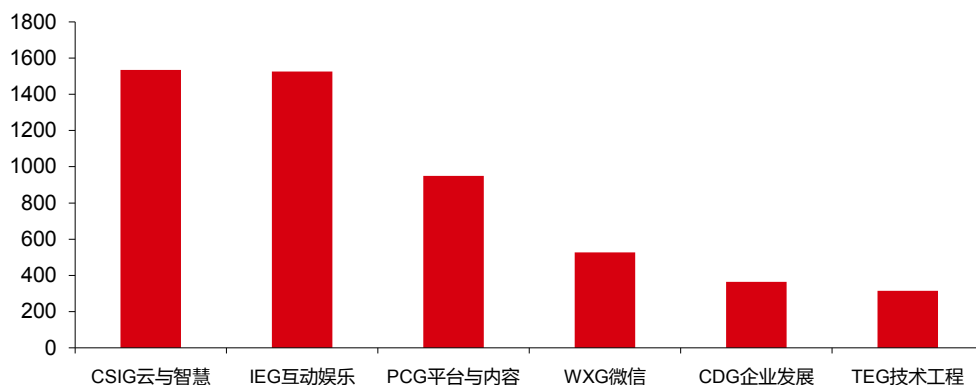
- **资本开支：持续建设云计算基础设施。**依托庞大的在手现金，在人员招聘、资本开支等层面，腾讯云一直在保持激进投入，目前腾讯云 BG 在岗人员已经超过 1 万人，且在招聘岗位数量亦在公司各 BG 中排名第一。自 2015 年以来，腾讯持续增加对基础设施的投资，并在 2019 年以来加强投资力度，资本开支层面，腾讯与阿里的资本开支绝对数额差距逐渐缩小，但高额开支将对利润、现金流产生一定侵蚀。

图 18：腾讯、阿里资本开支（亿元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 19：目前腾讯各事业群在招聘岗位统计（个）



资料来源：公司招聘网站，中信证券研究部

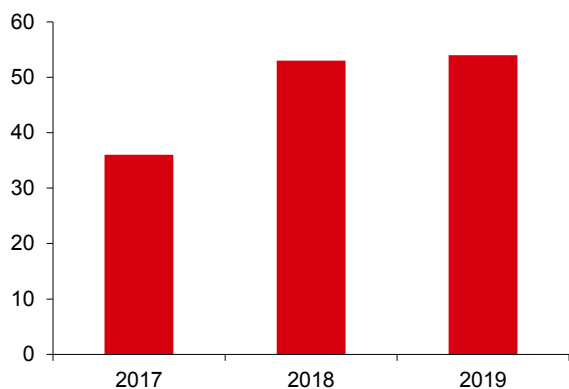
表 7：中美云计算巨头资本开支以及云业务收入规模（亿美元）

公司	CY 2019 资本开支	CY 2019 云业务收入规模(IaaS+PaaS)	CY 2019 云业务收入增速
阿里巴巴	38	51	66%
腾讯	35	24	87%
亚马逊	265	347	37%
微软	135	183	66%
谷歌	235	62	81%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：阿里统计经营资本支出，腾讯统计资本支出扣减土地购置

- **基础设施：相较北美云巨头，仍需持续投入。**基础设施层面，腾讯云当前的可用区、网络节点数量尚与阿里云存在差距。2019 年腾讯云可用区已经达到 54 个，相比阿里云 64 个，差距逐步缩小。网络节点方面，腾讯依靠大量的海外游戏需求，在海外节点的布局要优于阿里，阿里云在全球范围内拥有 2800 余个 CDN 节点，其中国内超过 2300 个，海外 500 余个，腾讯整体节点 2100 多个，国内 1100 余个，数据中心、网络节点尚未带来充分的规模与网络效应。因此从短期看，腾讯云在开支压力下利润将持续承压。但我们参考 AWS 的历史经验，随着软硬件优化、规模效应带来单位成本的优化，IaaS+PaaS 的营业利润可以达到 30%以上，我们判断随着腾讯云的持续追赶，利润端将逐步进入改善通道。

图 20: 腾讯云可用区



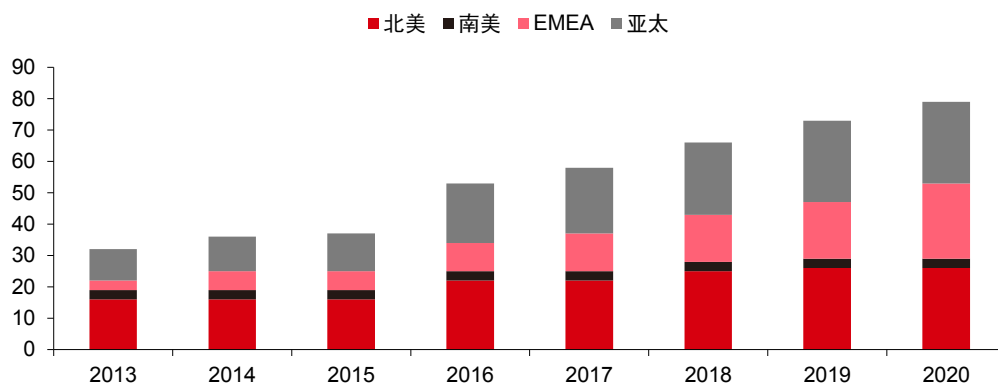
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 21: 阿里云可用区



资料来源: 阿里云官网, 中信证券研究部

图 22: AWS 全球可用区数量



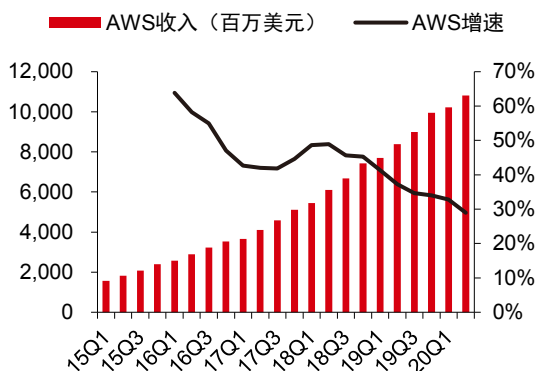
资料来源: AWS 官网, 中信证券研究部

表 8: AWS 服务器折旧年限、运营利润相关性测算

亚马逊服务器账面价值(亿美元)	折旧年限	年折旧额(亿美元)	AWS 使用占比	服务器折旧/AWS 收入比重
276	3	92	50%	26%
276	4	69	50%	20%

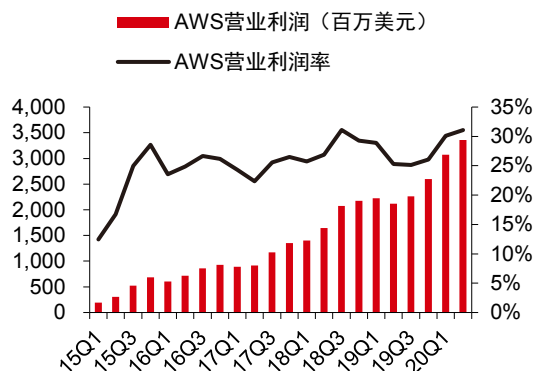
资料来源: 亚马逊财报, 中信证券研究部

图 23: AWS 收入



资料来源：亚马逊财报，中信证券研究部

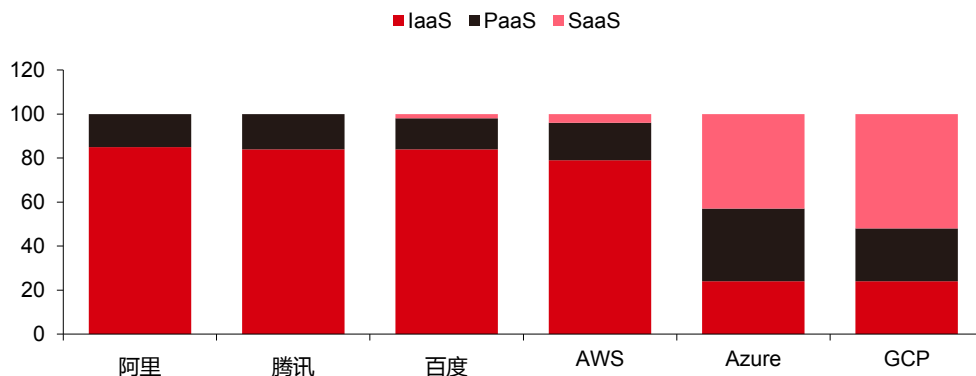
图 24: AWS 营业利润



资料来源：亚马逊财报，中信证券研究部

- **价格层面：短期预计仍主要与份额争夺为主，利润率改善相对缓慢。**IDC 数据显示，2019 年 PaaS 业务贡献腾讯云约 16% 收入。考虑到国内云计算市场对份额的激烈争夺以及各主要厂商当前收入仍主要集中于 IaaS，彼此间产品差异性不足，因此价格端压力仍将持续存在。腾讯作为国内云计算的后发玩家，依靠 IaaS 基础设施的高性价比，腾讯在价格层面较阿里云更具备优势，腾讯亦可通过性价比吸引新上云用户，建立新的客户关系，但也由此带来对利润的压力。

图 25: 2019 海内外云计算厂商收入拆分



资料来源：IDC，中信证券研究部

表 9: 2020 年 618 腾讯云、阿里云服务器价格（元）

服务器配置	腾讯云		阿里云	
	1 年	3 年	1 年	3 年
1 核 2G1M	95	288	91.8	367.2
2 核 4G3M	428	1288	541.2	1623.6
4 核 8G5M	888	1999	1046.04	2728.8

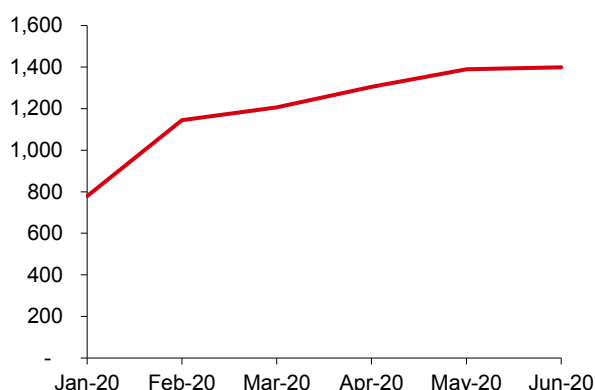
资料来源：腾讯云、阿里云商城，中信证券研究部 注：阿里 1 核 2G1M 配置为突发性性能型

长期有利因素：SaaS 业务、腾讯生态等有利支持。背靠腾讯最为广泛的用户生态，腾讯云在 SaaS 应用层面推出腾讯会议、企业微信等国内领先的产品，大概率已获得国内 SaaS 业务的门票。腾讯游戏、PCG（音视频）、在线零售、金融支付、社交以及小程序的

全面支持，在获取大客户之外，亦具备吸收中小企业等长尾用户的能力。在本部分，我们将对腾讯在 SaaS 以及业务线生态领域的优势进行分析。

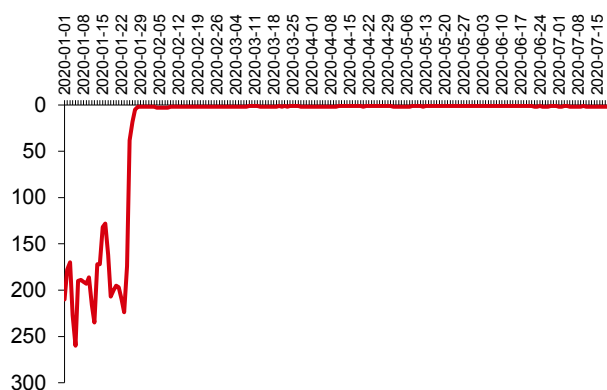
SaaS：腾讯会议、企业微信表现突出。借助疫情期间用户居家隔离的市场时机，公司企业微信、腾讯会议等 SaaS 核心产品表现突出。目前企业微信 DAU 已经超过 1300 万，腾讯会议长期位列国内 IOS 商务类应用下载量 TOP 1，同时叠加腾讯云在 SaaS 领域的积极布局（比如千帆计划等），长周期来看，上述 SaaS 应用有望和公司底层 IaaS 业务上下呼应，不断强化腾讯云整体能力。

图 26：企业微信 DAU（万）



资料来源：questmobile，中信证券研究部

图 27：腾讯会议商务排名（IOS）



资料来源：questmobile，中信证券研究部

- **企业微信：定位于企业专属连接器。**企业微信于 2016 年上线，产品定位于“企业专属连接器”，即对内连接企业内部的人、设备、系统等，实现高效的沟通协作；对外连接消费者，通过企业微信与微信互通能力，让员工成为企业的服务窗口。具体运营数据层面，据公司在发布会现场披露信息，截至目前，企业微信已服务超过 250 万家企业，活跃用户达到 6000 万，服务涵盖 50 多个行业，超过 80% 的中国 500 强企业为企业微信客户，第三方合作伙伴达到 2.1 万家，每天有超过 470 万个系统连接在企业微信上运行。未来企业微信将与腾讯旗下云业务、行业解决方案等 2B 业务进行更好的融合、协同。参考海外社交巨头 Facebook，依靠社交流量打造 WhatsApp 商用版本，同样与其社交属性链接，并在支付、客户关系维护方面进行维护，而 API 接口亦提供 PaaS 能力。

表 10：WhatsApp Business 功能

	WhatsApp Business	WhatsApp Business API
规模	适合本地商户，中小企业	适合中大型，跨境企业
集成	无需系统集成，无 API 接口	通过官方认证服务商（BSP）接入
终端	通过手机 APP 使用	与第三方系统集成使用（无 APP）
标识	设置商业信息/工作时间	官方认证的企业信息（绿色标识）
备份	设置快速恢复	自动对话设置
推送	不能推送模版消息	批量推送模版信息（每天 10 万户）
客服	只允许一个客服接入	允许多个客服坐席接入

资料来源：WhatsApp，中信证券研究部

图 28：企业微信与腾讯生态体系的融合



资料来源：企业微信 3.0 发布会

- **腾讯会议：国内在线视频会议龙头。**腾讯会议于 2019 年 12 月上线，隶属于腾讯云与智慧产业事业群，在推出两个月内日活跃账户已超过 1000 万，是国内最大的视频会议应用。截至 2020 年 3 月 20 日，通过与联合国的合作，国际版 VooV Meeting，已在全球超过 100 个国家、地区上线，成为腾讯 SaaS 的明星产品。横向对比其他视频会议巨头，腾讯会议在产品能力层面能基本满足一般会议需求，在大型会议层面尚需加强，但通过免费策略的推广以及后续商业化的持续推进，腾讯会议作为国内少数突出重围的 SaaS 应用，料将在中长期成为腾讯云估值提升的重要动力。

表 11：腾讯会议与主流视频会议应用对比

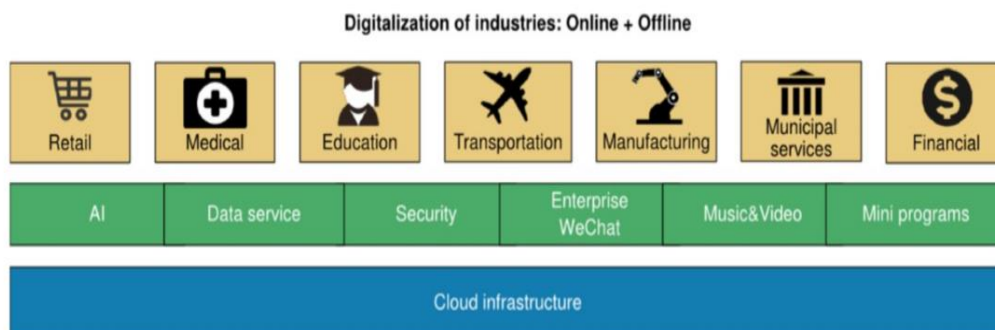
平台	收费标准/功能
VooV Meeting	Free Edition（适合个人）：限时 45 分钟，最高 25 名参会者
	Pro Edition（适合小型团队）：目前免费，国内版 99 元/月起；不限会议时长，最高 100 名参会者
	Enterprise Edition（适合大型企业）：根据企业规模和可选功能收费支持 300+参会者，提供云+会议室解决方案
Slack	Free 版本仅支持一对一视频
	Standard、Plus、Enterprise Grid 版本支持最高 15 人视频会议和屏幕分享
Zoom	Basic（个人会议）：免费
	Pro（适合小型团队）：USD \$14.99/month/主持人
	商业版（适合中小企业）：USD \$19.99/month/主持人，最少 10 位主持人
	企业版（适合大企业）：USD \$19.99/month/主持人，最少 50 位主持人
Microsoft Teams	Office 365 Business Premium: USD \$12.5/month 包含应用套件和 Exchange、OneDrive、SharePoint、Teams 四大服务支持最高 10000 人会议
	Office 365 Business Essentials: USD \$5/month 包含网络版应用套件和 Teams 在内四大服务支持最高 10000 人会议

资料来源：各公司产品官网，中信证券研究部

业务线：多维度全面支持云业务增长。腾讯系在游戏、音视频、支付以及在线生活等领域的全面布局，在完善腾讯业务生态的同时，亦为腾讯云提供了潜在的业务支撑，为腾

讯云的迭代升级、用户增长提供了机遇。而以腾讯云为基础，也为腾讯各业务线提供技术支持，降低了各部门的技术成本。

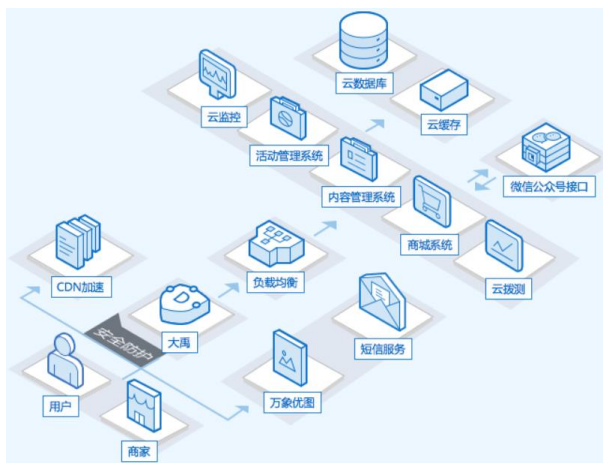
图 29：腾讯业务线以腾讯云作为基础



资料来源：腾讯云

- **微信：提供完整的生态上云方案。**基于微信生态，腾讯云提供完整的上云方案。腾讯云访问微信接口使用专属 BGP 链路，内网通信，高速互联，同平台无缝对接，访问微信接口优势明显，并将支付、H5 等常用微信功能进行优化加速，提升微信流量以及中小企业用户的云使用量。

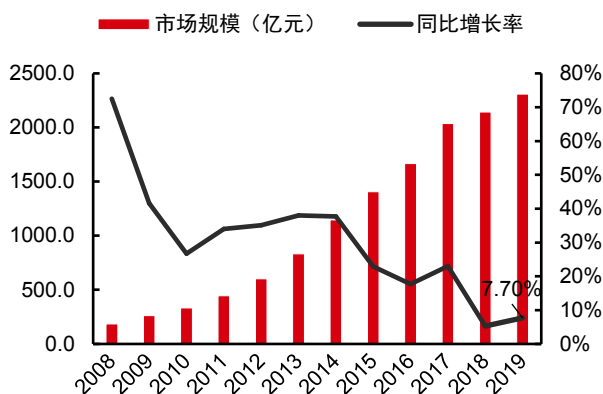
图 30：微信上云生态



资料来源：腾讯云

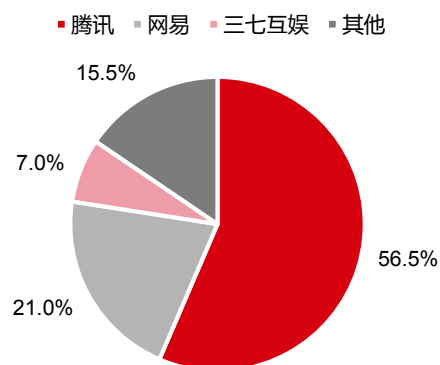
- **游戏业务：占据国内半数份额，云计算需求旺盛。**对大型在线游戏而言，游戏服务器的选择和架构的构建和对 Web 服务器、游戏服务器的要求较高的硬件和系统架构。需要满足快速反应、高并发、大数据传输的需求。当前腾讯占据国内半数以上的游戏份额，对游戏的网络运营具备极其丰富的经验，同时腾讯云亦能满足旗下游戏对服务器及运营的需求，其主要产品包括专用宿主机、云服务器、全球应用加速、内容分发网络、负载均衡、DDoS 防护等，目前 PUBG、皇室战争等主流游戏均采用腾讯云作为云服务厂商。

图 31：中国游戏市场规模



资料来源：游戏工委，中信证券研究部

图 32：2019Q2 移动游戏市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

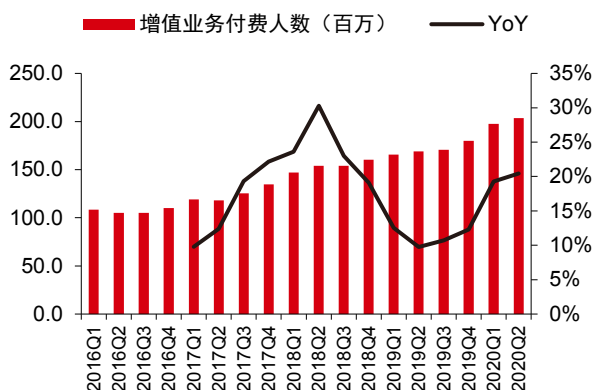
图 33：腾讯游戏潜在对云业务的支撑



资料来源：腾讯游戏

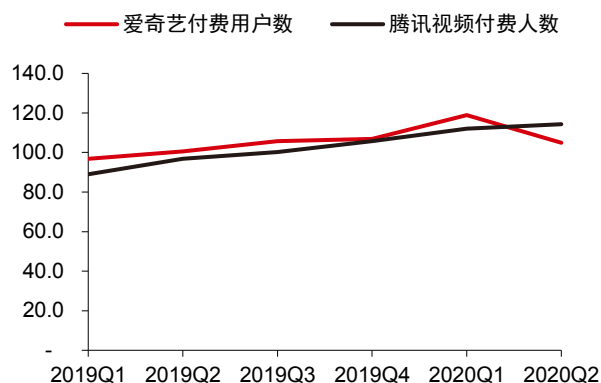
- **音视频：用户全面领先，云需求具备高确定性机遇。**根据奈飞、爱奇艺等视频厂商的数据，其音视频业务约 10% 的成本来自网络及云计算相关成本，而腾讯云依靠在内容的积累，料将受益于内容产业的快速增长。随着腾讯 PCG 业务的整合完成，以音视频为代表的腾讯内容快速增长，订阅用户超越 2 亿，腾讯视频付费用户超过爱奇艺达 1.14 亿，由用户增长带来的瞬时带宽量亦高速增长，而来自创作者、自制的内容增长亦带来对存储的需求。产品层面，CDN、云端存储、解码技术、内容分发等云计算强力支持以快手为代表的短视频、直播类应用。

图 34: 腾讯增值业务人数



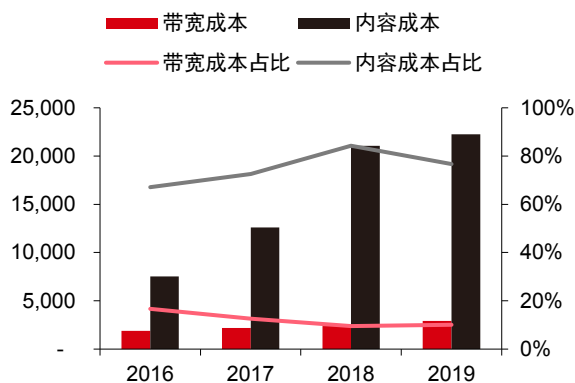
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 35: 爱奇艺与腾讯视频付费会员数 (百万)



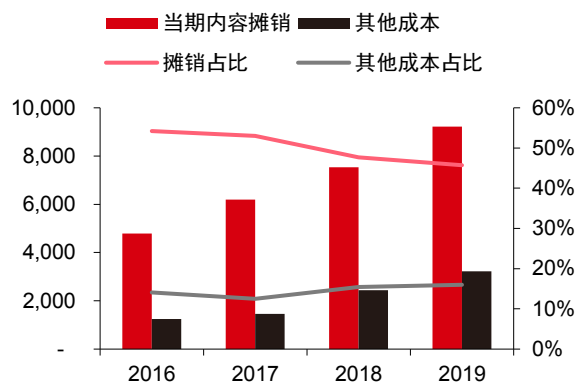
资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部

图 36: 爱奇艺成本拆分 (百万元)



资料来源: 爱奇艺财报, 中信证券研究部

图 37: 奈飞成本拆分 (百万美元)



资料来源: 奈飞财报, 中信证券研究部

图 38: 音视频应用接入腾讯云



资料来源: 腾讯云

- **零售: 线下新零售、在线电商共同驱动零售企业上云。**腾讯云依靠在支付以及人脸识别的积累, 通过数据优化、客户关系管理、供应链、刷脸支付等模块, 驱动

永辉超市等新零售企业上云；对于以小红书为代表的电商企业，侧重弹性扩容、高并发访问、云缓存、监控及 DDoS 防护能力；对于沉积在微信生态的商家，腾讯小商店对接云与微信流量，将满足大量的零售云需求。

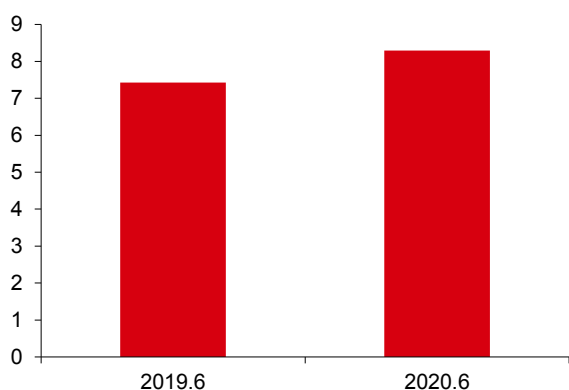
图 39：微信小商店通过云接入微信全生态



资料来源：微信公开课官微

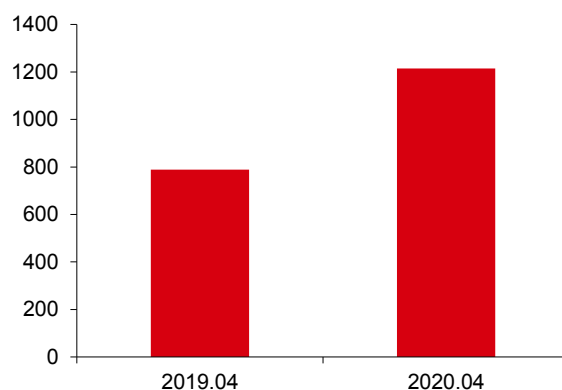
小程序：中长期用户流量入口。作为微信基础功能外延的重要基础工具，小程序已经具备超过 8 亿的活跃用户，MAU 超过 500 万的小程序已经达到 1200 余个，而随着在电商、直播、营销以及基于二维码的接入渠道，小程序已经逐步成为中小企业数字化的核心工具。通过小程序、二维码，将微信流量导入到微信小商店、企业微信，因此小程序有望成为中小企业、长尾用户数字化的重要渠道，腾讯云通过接入小程序，有望吸引大量中长尾企业上云。

图 40：微信小程序月活跃用户规模（亿）



资料来源：questmobile，中信证券研究部

图 41：微信小程序数量（MAU>500 万）



资料来源：questmobile，中信证券研究部

图 42：基于二维码入口的中小企业占比 7 成



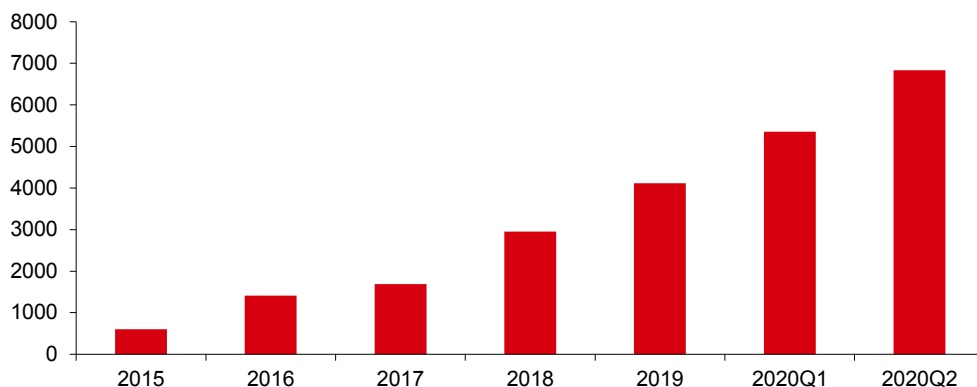
资料来源：企业微信 3.0 发布会

■ 估值：参考 AWS，中期估值有望达到千亿美金量级

腾讯云业务属性：整体而言，和 AWS、阿里云类似，腾讯云中长期具有业绩的良好确定性、成长性和盈利能力，体现在：1) IaaS+PaaS 具有典型的规模效应、行业先发优势，龙头公司有望强者恒强。腾讯云经过近年发展，已经跻身国内云计算第一梯队，在国内市场地位料将稳固增长；2) 国内云计算产业仍处于早期快速发展阶段。腾讯云作为行业龙头，料将持续受益于行业本身的高速增长以及市场集中度的持续提升；3) 规模效应的不断凸显、技术层面的优化、PaaS、SaaS 等高毛利率业务占比的增加等，预计均会带来腾讯云远期利润率的持续改善，但短期将受到资本开支、定价压力等层面的显著约束。

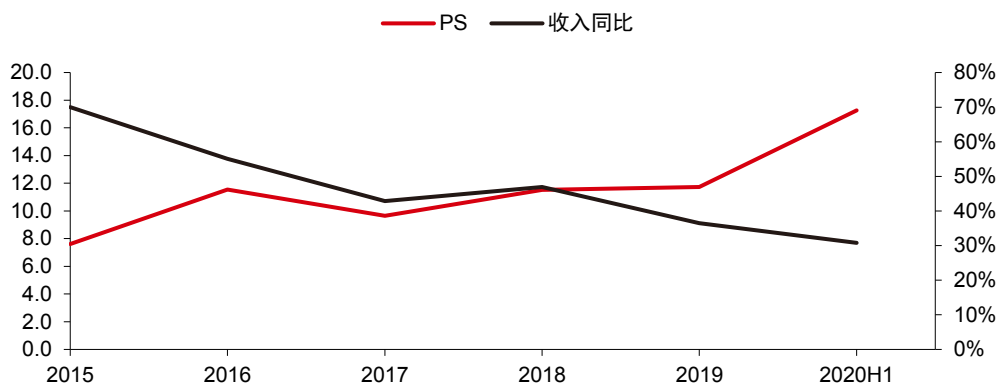
AWS 估值现状：P/S、EV/EBITDA 为现阶段 AWS 相对合适的估值指标，同时营收增速、盈利能力是影响其估值水平的主要因素。最近 5 年，伴随着市场对云计算行业前景认可度的持续提升，AWS 自身营收规模的扩大、市场地位的稳固，以及 AWS 自身盈利能力的持续改善，市场对 AWS 的估值持续提升。截至目前，欧美主要机构对 AWS 的平均估值已经达到 6800 亿美元。今年以来，疫情对云计算需求的催化，显著提升了市场对 AWS 远期价值的预期，并带来 PS 的快速提升。

图 43：欧美主要卖方机构对 AWS 业务的平均估值变化（亿美元）



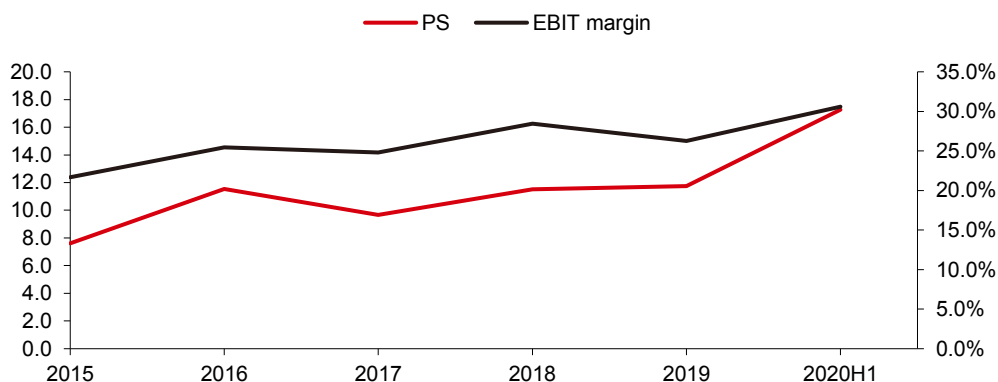
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 44：市场对 AWS PS 估值水平、成长性（TTM）



资料来源：彭博，亚马逊财报，中信证券研究部

图 45：市场对 AWS PS 估值水平、盈利能力（TTM）



资料来源：亚马逊财报，彭博，中信证券研究部

腾讯云估值：鉴于市场前景、竞争格局等层面的相似性，市场当前对 AWS、阿里云的估值可作为腾讯云定价的基础参考。同时考虑到目前腾讯云优于 AWS 与阿里的营收增速，但相对较弱的盈利能力，中性情形下，我们认为腾讯云的合理 PS 应在 10X 左右，乐

观情形下则可上升至 15X 左右，与 AWS 持平。基于上述分析，我们认为腾讯云中期合理价值应在千亿美元量级，若采用 10X PS，则对应 2020/21/22/23 年的估值为 392/602/871/1180 亿美元。

表 12：腾讯云估值判断

年度(亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
国内企业 IT 支出规模	12,460	13,790	14,700	14,847	16,332	17,312	18,350
同比变化		10.70%	6.60%	1.00%	10.00%	6.00%	6.00%
国内云渗透率	2%	4%	6%	8.80%	12.00%	16.00%	20.00%
国内云市场规模	260	493	835	1308	1,960	2,770	3,670
国内云市场同比		89%	69%	57%	50%	41%	33%
腾讯云市场份额	0.3%	0.7%	1.2%	21.0%	21.5%	22.0%	22.5%
腾讯云收入规模	40	91	170	275	421	609	826
腾讯云收入同比		128%	87%	62%	53%	45%	36%
腾讯云估值							
PS (X)			10	10	10	10	10
目标估值 (亿元)			1,700	2,747	4,214	6,094	8,258

资料来源：Gartner，公司财报，中信证券研究部

■ 风险因素

行业竞争加剧导致收入增速放缓的风险；资本开支导致利润承压的风险；疫情影响超预期导致企业 IT 支出明显下滑的风险；政策、监管趋严影响业务开展的风险。

■ 投资建议

在规模效应、先发优势明显，强者恒强的 IaaS+PaaS 市场，腾讯云目前稳居国内云市场 TOP 2，且大概率已经拿到国内云市场的门票，中长期有望持续受益于国内云计算市场的快速增长。同时，腾讯生态的加持以及规模效应凸显、产品结构优化等有望带来盈利能力改善。我们看好腾讯云长期成长前景，并估算其中期合理价值有望达到千亿美元级别。

表 13：重点公司估值

企业	市值 (亿美元)	PE				PS				收入 CAGR (2019~2022E)
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
亚马逊*	17,039	148	95	61	45	6	5	4	3	20.7%
微软*	17,323	39	35	30	26	12	11	10	9	13.6%
谷歌	11,151	31	37	29	24	7	6	5	5	13.6%
阿里巴巴*	7,753	41	34	27	22	11	8	7	5	23.5%
腾讯*	6,683	49	38	32	27	13	10	7	6	22.3%
百度	445	17	18	15	11	3	3	2	2	7.5%

资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部（*为中信证券研究部预测），注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

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。	股票评级	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 Dalamal 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 CHX-X 的市场参与者。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。