

特朗普 2.0 对中国互联网行业的影响

——整体影响有限，出海风险上升，信创或迎修复

- **潜在影响分析：**北京时间 11 月 6 日下午，特朗普再次赢得美国大选，对于中国互联网行业而言，**直接影响相对有限，出海型企业面临潜在关税压力，外部地缘政治风险上升，信创产业或迎修复。**

1) 由于潜在的加征关税影响，以拼多多 Temu 为代表的中国跨境电商企业或将面临更高的关税成本，而中国跨境电商近两年正是凭借低价优势才迅速打开美国中低端消费市场，这将对后续市场扩张造成一定阻力。不过，国内跨境电商此前也已经在调整市场策略，加速全球化进程，从而降低美国单一市场的集中度风险。除拼多多外，其他主要互联网公司的海外收入占比大多低于 10%，尚无直接影响。

2) 整体外部地缘政治风险上升，或对市场情绪带来扰动，尤其是海外投资者，对于中国互联网的投资态度或谨慎，市场流动性可能受到一定影响。我们建议密切关注美国政府对于 TikTok 最新动态，这是重要风向标之一。

3) 中国软件行业的国产替代化或再次加速，“信创”板块或迎来估值修复机会。

- **后续市场展望：**我们仍然看好中国互联网行业的投资机会，中长期整体向上趋势较为明朗。2024 年 9 月 23 日至今，板块先经历强势反弹，自然回调后提供买入机会。纵向看，估值仍在历史低位，多数互联网头部企业 2025E 市盈率集中在 10x 左右；横向比较来看，性价比优势凸显。

1) **基本面**稳健，消费复苏或带动收入边际改善，“强增利，弱增收”仍是主要业绩表现；

2) **估值方法**逐步切换，市场更看重“盈利改善+低估值+持续分红回购”三大优势带来的安全边际空间。

- **投资建议：**建议关注 1) 低估值的电商板块，受益于消费复苏或边际改善；2) 竞争格局稳定且盈利持续改善的游戏龙头公司；3) 受益于国产替代的 SaaS 板块估值修复机会。

- **投资风险：**行业需求放缓，行业竞争加剧。

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 11 月 6 日



扫码关注浦银国际研究

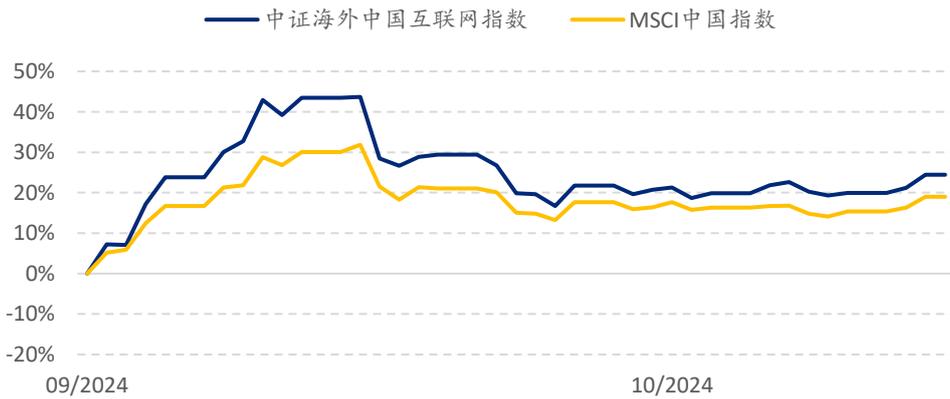
图表 1: 互联网板块 2024 年至今录得强劲反弹



注: 截至 2024 年 11 月 5 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

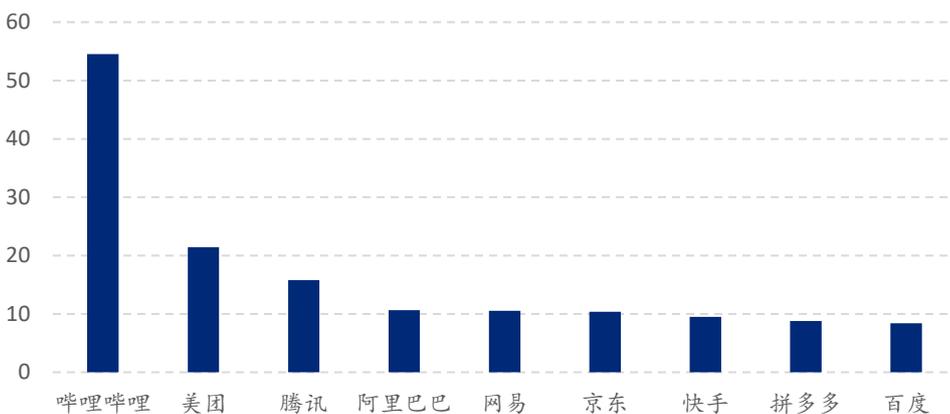
图表 2: 互联网板块 2024 年 9 月 23 日至今表现



注: 截至 2024 年 11 月 5 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 主要互联网公司远期 P/E



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百 万美元)	股价(交 易货 币)	YTD 股 价变动 (%)	P/E (x)			P/S (x)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	502,782	427.8	43.5	17.3	15.7	14.2	5.5	5.1	4.7
NTES US Equity	网易	游戏	51,712	80.2	(13.9)	11.6	10.4	9.4	3.5	3.2	3.0
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	5,338	5.1	(0.6)	15.5	12.2	9.5	2.0	1.7	1.5
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	5,295	17.1	(9.1)	14.4	12.7	11.5	2.1	1.9	1.7
002624 CH Equity	完美世界	游戏	3,294	12.2	2.7	N/A	29.7	24.3	3.9	3.1	2.8
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,156	214.4	(12.5)	17.0	14.3	12.8	4.1	3.6	3.4
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	3,515	13.0	16.8	17.5	15.5	14.0	7.9	7.2	6.6
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,382	22.0	114.7	14.1	12.9	11.6	1.9	1.7	1.6
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	2,322	6.1	18.3	55.4	46.8	N/A	15.7	15.7	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	727	10.7	(14.1)	6.2	4.7	4.3	0.8	0.7	0.7
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	158	1.6	(21.4)	N/A	12.9	9.5	1.1	0.8	0.8
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	495	2.2	(1.3)	N/A	7.5	6.4	1.9	0.8	0.8
799 HK Equity	IGG	游戏	604	4.1	23.5	7.3	6.0	5.1	0.8	0.8	0.8
平均					11.3	17.6	15.5	11.0	3.9	3.6	2.4
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	237,547	99.2	29.1	11.6	10.0	8.3	1.7	1.6	1.5
JD US Equity	京东	电商	64,856	40.0	38.6	11.1	10.3	9.4	0.4	0.4	0.4
PDD US Equity	拼多多	电商	169,638	122.2	(16.5)	10.2	8.6	7.2	3.0	2.4	2.0
VIPS US Equity	唯品会	电商	7,778	14.6	(17.9)	6.6	6.3	6.0	0.5	0.5	0.5
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,413	19.9	(35.8)	19.7	15.9	12.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	176	7.8	8.5	N/A	11.4	7.3	0.1	0.1	0.1
平均					1.0	11.8	10.4	8.4	1.0	0.9	0.8
BIDU US Equity	百度	广告	32,218	91.9	(22.8)	8.4	8.4	7.6	1.7	1.6	1.5
WB US Equity	微博	广告	2,254	9.3	(6.6)	5.3	5.1	5.0	1.3	1.3	1.2
ZH US Equity	知乎	广告	349	3.6	(36.8)	N/A	63.9	24.4	0.7	0.7	0.6
平均					(22.1)	6.8	25.8	12.3	1.2	1.2	1.1
1024 HK Equity	快手	在线视频	28,378	53.4	(3.4)	11.7	9.2	7.7	1.6	1.4	1.3
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	9,782	23.2	90.8	N/A	45.1	24.3	2.6	2.3	2.1
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	2,476	2.6	(47.1)	11.8	8.5	6.9	0.6	0.6	0.5
平均					13.4	11.7	20.9	13.0	1.6	1.4	1.3
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	20,130	11.7	30.2	17.4	14.9	12.9	5.1	4.6	4.2
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	3,519	126.9	40.9	17.5	16.0	14.2	3.1	2.9	2.7
平均					35.6	17.4	15.5	13.6	4.1	3.8	3.4
3690 HK Equity	美团	020	148,246	193.8	131.3	26.1	20.9	16.6	3.2	2.7	2.4
TCOM US Equity	携程网	020	44,069	68.4	90.0	20.2	18.7	16.5	6.0	5.2	4.6
780 HK Equity	同程旅行	020	5,617	18.9	30.1	16.3	13.5	11.2	2.3	2.0	1.8
平均					83.8	20.9	17.7	14.8	3.8	3.3	2.9
YY US Equity	欢聚	直播	1,930	33.8	(14.9)	8.8	8.1	7.0	0.9	0.8	0.8
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,367	7.3	15.1	8.5	6.3	5.8	0.9	0.9	0.8
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	792	3.5	37.3	20.0	14.6	11.1	0.9	0.9	0.8
DOYU US Equity	斗鱼	直播	354	11.1	142.0	N/A	N/A	N/A	0.6	0.6	0.6
3700 HK Equity	映客	直播	279	1.1	34.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均					42.9	12.4	9.7	8.0	0.8	0.8	0.8

(...接下页)

(...接上页)

股票代码	公司	行业	市值(百 万美元)	股价(交 易货 币)	YTD 股 价变动 (%)	P/E (x)			ROE (%)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688111 CH Equity	金山办公	SaaS	17,435	270.0	(14.6)	80.5	62.8	49.6	23.8	19.2	15.4
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	5,644	11.8	(33.5)	N/A	155.7	62.6	3.7	3.3	2.9
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,178	13.8	(19.6)	51.4	32.3	25.4	3.5	3.3	3.0
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	4,013	8.5	(23.6)	N/A	131.4	53.1	4.4	3.8	3.3
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	9,537	46.4	39.8	30.3	24.6	20.4	0.7	0.6	0.5
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	4,984	28.3	20.3	28.8	22.7	18.6	3.6	3.2	2.8
909 HK Equity	明源云	SaaS	731	2.9	5.0	N/A	N/A	896.7	3.3	3.2	3.0
354 HK Equity	中软国际	SaaS	2,147	6.3	4.1	20.8	17.0	14.6	0.9	0.8	0.7
KC US Equity	金山云	SaaS	840	3.3	(12.4)	N/A	N/A	N/A	0.8	0.7	0.7
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	720	1.7	(39.6)	N/A	N/A	34.8	2.7	2.4	2.3
9959 HK Equity	联易融	SaaS	523	1.7	18.1	N/A	12.1	8.2	4.1	3.5	2.9
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	478	0.1	(21.5)	N/A	104.1	13.0	2.4	2.5	2.3
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	937	3.6	26.8	449.5	74.9	42.7	0.8	0.8	0.7
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	409	2.0	(30.3)	26.0	8.7	N/A	0.3	0.3	0.2
6608 HK Equity	百融云	SaaS	640	10.0	(25.1)	13.2	10.7	7.3	1.5	1.3	1.1
平均					(7.1)	87.6	54.7	95.9	3.8	3.3	2.8

注：E=Bloomberg 一致预测，A 股、港股截至 11 月 6 日，美股截至 11 月 5 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

