



浦银国际联合解读：如何交易特朗普 2.0？

特朗普当政对中国经济最直接的影响就是对美国的外贸出口。根据我们宏观分析师测算，若特朗普执意提高所有自中国进口商品关税到 60%，则中国贸易和 GDP 受到的影响较 2018-2019 年关税战或加倍。我们预计特朗普的关税承诺最快在明年年中即可兑现。不过尚不清楚是否会加征，加征节奏也尚不明朗。科技和地缘政治上的抗衡现状或持续。如果关税战再起，那么我们认为中方有可能同等加征美国进口商品的关税。中国政府亦可能采取允许美元兑人民币汇率适当贬值、改善供需不平衡情况和开拓新贸易伙伴、加大宏观政策调控力度等方法以应对这一挑战。短期来看，我们不排除由于特朗普当选对市场信心的影响，中国政府正于 11 月 4-8 日召开的人大常委会会议会小幅增加政策支持规模的可能性。不过，应对潜在的新一轮关税战是否需要大幅增加政策支持或仍取决于中美两国的具体关系进展，或采取“边走边看”模式。若明年关税战卷土重来，我们相信中国降准降息的力度或均在原定政策刺激的基础上有所增加，财政刺激的支持力度或亦有所加码。

- **策略：特朗普 2.0 如何影响后续资产演绎？**在“特朗普交易”下，短期美债收益率或上行、美股和美元走势或受提振。回顾以往，美国大选结果出炉一月后，资产走势往往受基本面的影响更大，例如经济增长、通胀水平和美联储政策的变化等。对于中国市场，特朗普当选后市场对贸易摩擦的担忧或会升温，人民币汇率或会承压，短期离岸市场受到的影响或较 A 股大。优质高息股和优质成长股受中美贸易冲突的影响或较小，若出现回调，建议逢低布局。中期来看，若中美贸易冲突升级，或对中美经济产生负面的影响。我们预计那些美国对中国依赖度较高的品类可能在关税加征初始阶段受到的冲击较小，而那些依赖度较低的品类可能受到的冲击更大。贸易政策可能利好进口国产替代方向，利空对美出口较多、美国市场营收占比较大的行业，对已经进行产能和产业链出海等全球化布局的企业影响或有限。
- **消费行业：海外产能布局决定消费行业出海成败。**特朗普激进的关税政策主要影响中国本土生产并直接出口至美国的商品（比如中国家电类产品），而那些在海外已有成熟的产能与供应链布局的消费品企业（如泡泡玛特）对特朗普 2.0 则有较强的防御能力。我们推测特朗普的关税政策将首选那些美国对中国依赖度较低的品类，因此我们预计食品饮料和烟酒等产品的出口将较早受到影响，而玩具与纺织服饰类产品短期受到的影响或比较小。另外，特朗普上台后对人民币带来的潜在压力可能进一步加快中国消费行业（比如化妆品和奶粉）国产替代的步伐。

林闻嘉

首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

金晓雯 PhD, CFA

首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

赖焯焯

首席策略分析师
melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 0441

赵丹

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

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

阳景

首席医药分析师
jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

桑若楠 CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

杨子超 CFA

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

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

马智焱

科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300

2024 年 11 月 7 日



- **互联网行业：出海风险上升，信创或迎修复。**特朗普赢得美国大选，对于中国互联网行业整体影响相对有限，具体包括：出海型企业或面临潜在加征关税影响，跨境电商后续扩张或面临一定阻力；外部地缘政治风险上升，或对市场情绪带来扰动；软件行业国产替代化或再次加速，信创或迎修复。互联网中长期向上趋势明朗，估值仍在低位。“盈利改善+低估值+分红回购”三大优势，打造安全边际。投资建议：低估值电商板块；游戏龙头公司；关注 SaaS 估值修复机会。
- **科技行业：美大选结果有望加速中国科技国产替代，扩张国内需求。**特朗普政策方向利好中国科技产业加速国产化进程。首先，从美增加贸易关税看，这对于中国科技下游，包括智能手机和新能源车影响较小。中国科技企业 C 端产品海外战略重点不在于北美，而在欧洲、东南亚、中东、非洲、南美等市场。其次，从美潜在加码半导体等前沿技术制裁看，这利于中国半导体行业短期情绪面上行，并有望在中长期加速国产替代，扩张国内需求。最后，从美对内减税看，这有利于美国科技龙头利润改善。
- **医药行业：短期 CXO 市场情绪或略受影响。**此次美国大选议题对医药领域讨论相对有限，我们认为此次大选结果主要在短期影响中国 CXO 行业及中国创新药企市场情绪，美国长期限制中国医药企业的政策大方向基本维持不变。具体来看，我们认为下列相关政策将对中国医药行业短期内或造成一定市场情绪上的影响：(1)《生物安全法案》单独立法概率或较此前上升（此前 H.R.8333 获众议院投票通过主要系共和党推动），海外降息进程或放缓（由于特朗普的主要政策可能导致美国国内通胀压力加大），或致使 CXO 行业市场情绪走低；(2)《通货膨胀削减法案》(IRA) 压力有望得到缓解，IRA 扩大有望得到限制，美国药企面临的 IRA 压力有望得到一定程度缓解，短期有可能提振海外药企股票市场情绪及中国成功出海企业海外销售情绪。中长期来看，若海外药企降价压力能得到有效缓解，跨国大药企有望提升跨境 BD 交易频次，购入具备全球竞争力的创新候选药物，补充其创新管线，这将间接利好中国创新药企出海授权；(3) 潜在的全面加征中国产品关税的政策对中国医药企业（无论是药或器械）影响有限。
- **投资风险：**特朗普的对华政策较其第一任期显著改变；后续中国政策刺激和政策成效不及预期；地缘政治紧张局势升级；流动性趋紧。

目录

| | |
|--|----|
| 宏观：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？ | 4 |
| 策略：特朗普 2.0 如何影响后续资产演绎？ | 18 |
| 特朗普 2.0 对中国消费行业的影响 ——短期对市场情绪的打击大于基本面，海外产能与供应链布局决定出海型企业的成败 | 29 |
| 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 | 34 |
| 特朗普 2.0 对科技行业的影响 ——美大选结果有望加速国产替代，扩张国内需求 | 38 |
| 特朗普 2.0 对中国医药行业的影响 ——整体影响有限，CXO 市场情绪或走低 | 39 |



宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

浦銀國際

主题研究

特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

- 在北京时间 11 月 6 日下午，特朗普拿下过半选票，成功再次入主白宫。特朗普所在的共和党以 51 比 42 的票数拿下参议院，并在众议院选举中取得领先，尽管胜负仍未分。
- 特朗普的当选将如何影响中国经济和中美关系？我们认为其当选对贸易的影响最大，科技和地缘政治上的抗衡现状或持续，尽管特朗普和现任总统拜登的操作方式不一。1) 在贸易方面，若特朗普执意提高所有中国出口商品关税到 60%，则中国贸易和 GDP 受到的影响较 2018-2019 年关税战或加倍。我们预计特朗普的关税承诺最快在明年年中即可兑现。不过尚不清楚是否会加征，以及加征节奏——是类似于此前的循序渐进式，还是一下子全面加征到 60%。后者的影响将更显著；2) 在科技领域，我们相信中美之间科技脱钩的趋势仍将继续；3) 在外交关系上，特朗普的当选或是双刃剑，很难判断中美外交关系改善还是变差；4) 在金融脱钩方面，我们认为在美上市中资企业的审计风波已告一段路，由于特朗普上任而再起波澜的可能性较小。扩大投资禁令范围的趋势或不会因为特朗普重回白宫而有显著变化。
- 中国政府预计将如何应对特朗普 2.0 带来的挑战？1) 在贸易领域，如果特朗普确实将中国所有进口商品关税加征至 60%，那么我们认为中方有可能同等加征美国进口商品的关税；中国政府亦会允许美元兑人民币汇率适当贬值、改善供需不平衡情况和开拓新贸易伙伴、加大宏观政策调控力度等方法以应对这一挑战。短期来看，我们不排除由于特朗普当选对市场信心的影响，中国政府正于 11 月 4-8 日召开的人大常委会会议会小幅加大政策支持规模的可能性。不过应对潜在的新一轮关税战，是否需要大幅增加政策支持或仍取决于中美两国的具体关系进展，或采取“边走边看”模式。若明年关税战卷土重来，我们相信降准降息的力度或均在原定政策刺激的基础上有所增加，财政刺激的支持力度或亦有所加码；2) 在科技领域，关键还是提升自主创新能力；3) 应对更为广泛的潜在中美关系脱钩，还需增强国家安全和经济金融独立性的考量。
- 将如何影响中国金融市场？特朗普的当选或在短期内给中国金融市场带来更多波动，尤其在关税战可能再度爆发的情况下，不过对资本市场信心的打击或小于上次当选。
- 风险提示：特朗普的对华政策较其第一任期显著改变；后续中国政策刺激和政策成效不及预期；消费复苏乏力；房地产行业迟迟不能企稳。



扫码关注浦银国际研究

宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

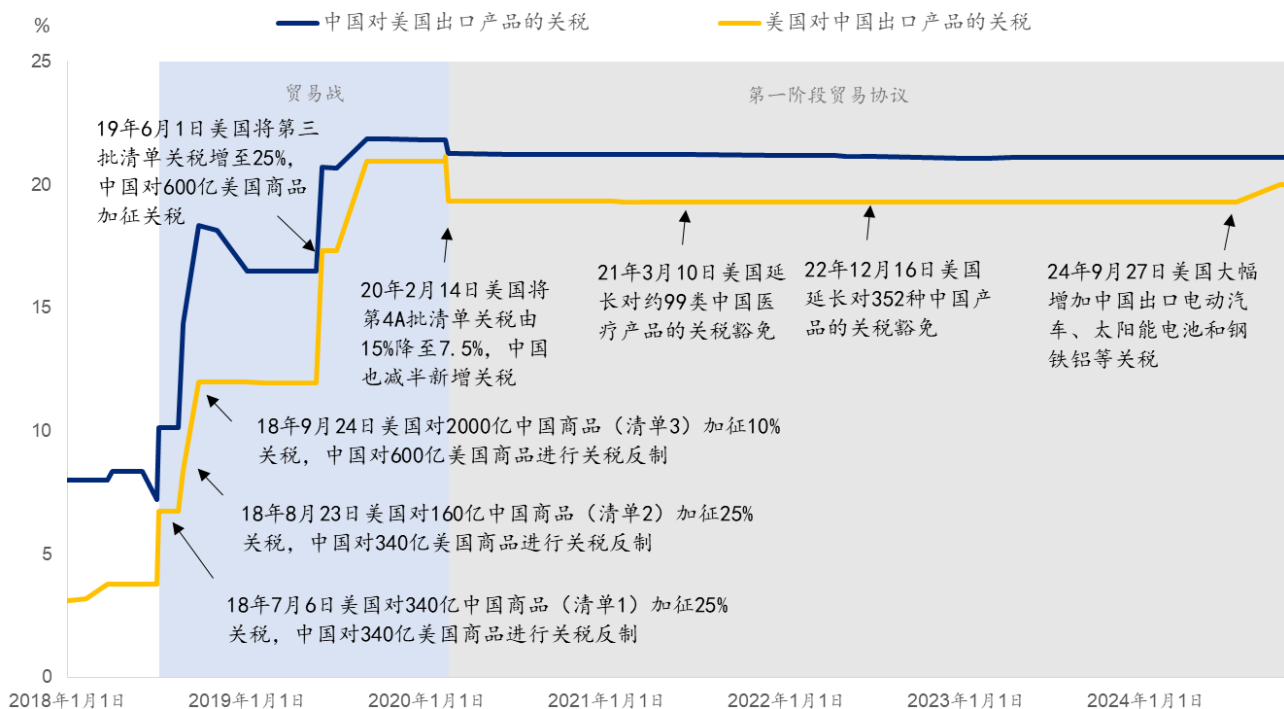
在北京时间 11 月 6 日下午，特朗普拿下过半选票，成功再次入主白宫。与此同时，特朗普所在的共和党以 51 比 42 的票数拿下参议院，符合我们[此前的预期](#)。共和党亦在众议院选举中取得领先，尽管胜负仍未分。整体而言，由于特朗普旗帜鲜明的关税战威胁，其当选短期内对中国经济和金融的冲击或更为明显。若关税战卷土重来，中国政策或需要显著加码宏观政策调控的力度以抵消关税对出口和 GDP 的负面影响。然而长远来看，到底是民主党的系统性遏制中国崛起的方式、还是特朗普式商业谈判型方式对中国经济影响更大，这或没有定论。

特朗普 2.0 将如何影响中国经济和中美关系？

（一）贸易和关税政策

特朗普曾在 2018 年发起了对中国的全面贸易战，其对金融市场的影响似乎大于经济本身。在协商未果的情况下，特朗普在 2018 年 6 月 15 日正式发动了针对中国的关税战——包括首轮针对 500 亿美元商品的 25% 加征关税以及次轮针对 2000 亿美元商品的 25% 关税。对剩余中国出口到美国的商品亦加征 25% 关税的威胁随着 2020 年初第一阶段贸易协定的签订而逐渐化解。为示诚意，双方也减少了部分商品的加征关税（图表 1）。最终为期两年的第一阶段贸易协定以中方仅购买了承诺购买的美国出口产品的 57%、拜登成为新一任总统后而不了了之。

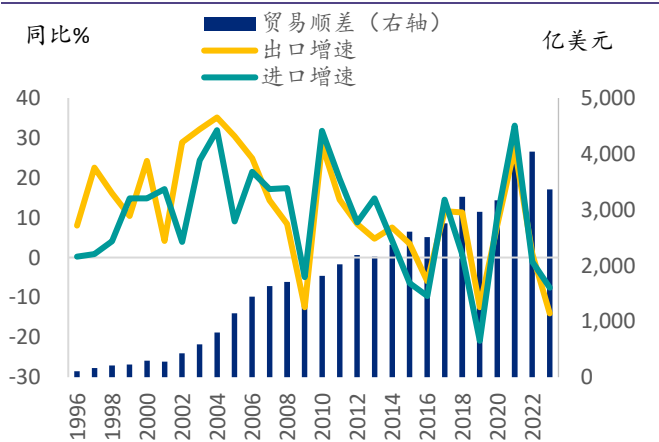
图表 1：中美贸易战关税税率变化图



资料来源：PIIE, USTR, 中国商务部, 浦银国际

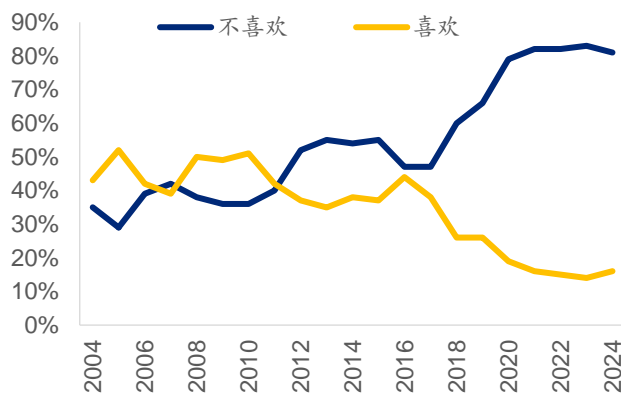
值得注意的是，尽管中国出口承受了高额加征关税，然而从双边贸易表现来看，中国商品出口到美国的增速仅在2019年出现过大幅下滑（-12.5%），此后三年均为正。此外，贸易顺差也在2019年短暂回落后在2020-2022年屡创历史新高（图表2）。排除在疫情期间的中国供应链的高稳定性帮助维持中国出口韧性的影响之外，我们认为加征关税对美国而言其实并未起到改善两国高额贸易顺差的作用。

图表 2：高额关税此前对中国出口到美国商品的影响似乎有限



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 3：美国公民对中国的不喜指数逐渐增加



资料来源：CEIC, 浦银国际

我们估算特朗普若将对所有进口商品的关税加到 60%，或将拉低中国经济增速 2.3 个百分点。在 2018 年的贸易战之后，中国出口到美国商品的平均关税已经从 3.8% 提高到了 19.3% 以上。虽然我们的理论框架似乎高估了 2018-2019 年加征关税对中美贸易顺差以及经济的影响，但是如果关税进一步上升到 60%，对中国贸易和 GDP 的影响至少是加倍的——我们的理论框架分析显示此前加税影响中国 GDP 1 个百分点，若关税进一步加到 60%，则对 GDP 影响达 2.3 个百分点（图表 4）。

尽管如此，60% 的关税威胁是否会变为现实仍存在疑问。从此前贸易战来看，特朗普作为一名商人，似乎更重视通过贸易协商使美国的经济利益最大化。此外，美国目前 3% 以上的核心 CPI 同比通胀率显著高于 2018 年发起贸易战时的 2% 左右，加征关税或受到来自通胀的一定压力。然而，由于美国民间对中国的不喜态度持续升温（图表 3），以及特朗普提议的“逐步停止中国进口所有必需品”的四年计划，我们也不能排除他的政策动机较上届任期有所改变的可能性。

若关税威胁变成现实，何时将兑现？在特朗普的上一个任期内，他于 2017 年 1 月上任，而中美关税战从 2018 年 6 月正式打响，相距长达 1 年零 5 个月。而此次，如果特朗普执意打响关税战，由于双方对彼此的底线更为了解，斡旋协商时间或相对较短。我们预计其关税承诺最快在明年年中即可兑现。不过，加征关税的节奏尚不清楚：是类似于上次关税战的循序渐进式，还是一下子全面加征到 60%，还有待观察。后者的影响将更显著。

图表 4：美国对从中国进口商品加征关税的影响研究

| | 来源 | 公式 | 贸易战后平均关税 从 3.8% 提高到 19.3% | 特朗普威胁进一步 将关税增加至 60% |
|--------------------|------------------|---------|------------------------------|------------------------|
| 美国对中国进口商品关税增幅 | 政策 | a | 15.5% | 40.7% |
| 关税到价格的传导 | Feenstra (1989) | b | 0.6 | 0.6 |
| 美国进口商品的价格增幅 | 计算得出 | c=a*b | 9% | 24% |
| 美国从中国进口商品总额（亿美元） | 中国统计局 2020, 2023 | d | 4518 | 5003 |
| 美国进口价格弹性 | Kee et al (2008) | e | -3.39 | -3.39 |
| 美国从中国进口商品预计减少（亿美元） | 计算得出 | f=c*d*e | -1424 | -4142 |
| 中美贸易顺差（亿美元） | 中国海关 2020, 2023 | g | 3169 | 3361 |
| 中国总出口（亿美元） | 中国海关 2020, 2023 | h | 25900 | 33790 |
| 中国 GDP（亿美元） | 中国统计局 2020, 2023 | i | 148626 | 176620 |
| 对中美贸易顺差的影响 | 计算得出 | k=f/g | -44.9% | -123.2% |
| 对中国出口的影响 | 计算得出 | l=f/h | -5.5% | -12.3% |
| 对中国 GDP 的影响 | 计算得出 | m=f/i | -1.0% | -2.3% |

资料来源：同花顺，CEIC，浦银国际估算

(二) 技术脱钩和科技制裁

特朗普曾在其第一个任期内开启了中美之间的技术脱钩。自 2018 年 4 月起，华为和中兴作为两大中资企业，遭受了美国政府的各种芯片购买限制和在美销售限制等制裁。同年（2018）特朗普政府还发起了极具争议的“中国倡议（China Initiative）”，调查与中国有关的科研人员和学者，以防止产业间谍活动。在种族歧视和偏见的批评声下，该倡议在 2022 年拜登任内废除。在 2018 年 8 月，特朗普签署了“2018 年外国投资风险审查现代化法案（FIMMRA）”。该法案强化了美国外商投资委员会（CFIUS）在维护国家安全利益方面的作用，并帮助驳回了多项中国企业在美的投资计划。此外，在特朗普上一届任期的最后，美国商务部还将中芯国际及其附属公司列入贸易黑名单，以阻止中芯国际获取生产 10 纳米或以下先进半导体技术。自此开启了更为全面抑制中国芯片产业发展的新局面。

而拜登政府更进一步强化了对中国的限制。在拜登执政时期，美国对中国企业的芯片限制从单家企业扩展到了所有厂商，并将限制范围从单纯地限制高端芯片出口扩展到限制中国获得芯片制造设备和电子设计自动化（EDA）软件、并限制荷兰 ASML 向中国出售可生产先进至 5 纳米芯片的光刻机，以及禁止中国购买全球任何地方使用美国设备生产的某些半导体芯片。在 2024 年 AI 技术得到飞速发展之际，拜登政府亦迅速跟进，全面限制英伟达、AMD 等公司向中国销售更多更先进 AI 芯片和半导体设备（图表 14）。临近任期尾声，在 2024 年 10 月 28 日，拜登政策还发布了新法规，再次收紧对中国 AI 和先进半导体的投资。拜登政府亦延用了特朗普时期的“实体清单”，在其任期内向清单里添加了超过 300 家中国实体。

在特朗普的第二个任期内，我们相信中美之间科技脱钩的趋势仍将继续。在此次竞选过程中，特朗普将技术创新（包括美国高科技制造业的复兴）视为保持领先于中国的途径——特别是在人工智能领域。中国自主创新在光伏、新能源汽车等领域取得的长足进步让美国更为忌惮中国的科技创新。自 2018 年以来，美国政府已经形成了完整的遏制中国技术崛起的制裁体系，在各个领域对中国科技进行围堵。这一点，并不会因为谁成为下一任总统而发生变化。只不过在具体操作上，现任总统拜登采取循序渐进的高层对话，而特朗普更倾向于本人和习主席直接对话。

(三) 外交关系

在中美几大关键地缘政治分歧（中国台湾、南海和新疆问题等）上，两党的态度区别并不大，不过方式方法有所区别。重点落在维护美国在这些地区的利益，以及遏制中国国际政治地位上。很难说特朗普再次当选美国总统之后中美的外交关系会改善还是变差。由于拜登善用多边关系来处理国际关系，在其任内美国的国际地位明显上升。而特朗普曾经严厉谴责北约并威胁将从北约撤出，且反对对外援助计划（Foreign aid package）。也就是说，一方面中美外交关系的不确定性上升，高层对话可能减少；另一方面他特立独行的作风或间接有助于中国提升在亚太地区的影响力。

(四) 金融脱钩

特朗普曾在第一个任期内引发了中概股的退市风波，并设置了中国企业投资黑名单。在退市方面，美国于 2020 年 12 月 18 日通过了《外国公司问责法案》（HFCAA），要求美国上市企业三年内必须向美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）提供审计底稿，否则该公司将被禁止在美国证券交易所交易。然而中国法律以中国国家安全为由禁止公司向 PCAOB 披露潜在的“敏感信息”。在经历了层层协商之后，中美双方于 2022 年 8 月达成审计监管合作协议，允许 PCAOB 检查在美上市的中国公司审计底稿，缓解了中国公司在美退市的风险。

在投资方面，特朗普在 2020 年 11 月 12 日签署行政命令，禁止美国投资者投资被认为“与中国军方有关联”的中国公司。最初名单包括中国移动、中国电信、中芯国际等 31 家公司。然而在 2021 年 1 月特朗普卸任前再增加小米公司、中海油等 9 家公司。在拜登任期内，名单又进一步拉大。此外，拜登还在 2023 年 8 月发布新的行政令，限制美国对中国的新增投资，特别是针对半导体和微电子、量子技术、人工智能领域的投资（图表 14）。

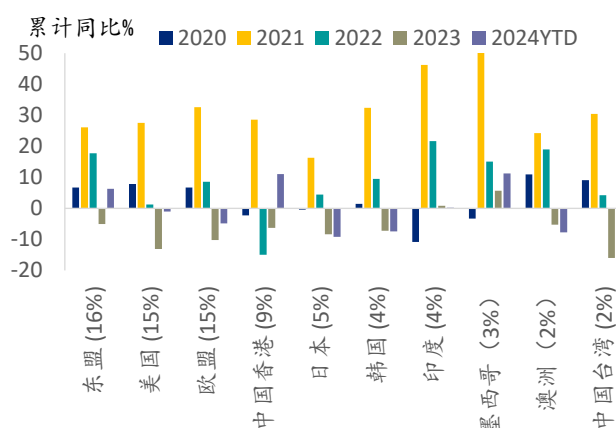
在当前阶段，我们认为金融脱钩的风险和危害或低于潜在贸易战和科技脱钩。我们认为在美上市中资企业的审计风波已告一段落，由于特朗普上任而再起波澜的可能性较小。投资方面的禁令在两任总统任内颇具延续性，我们认为扩大投资禁令范围的趋势或不会因为特朗普重回白宫而有显著变化。

中国政府将如何应对？

在贸易领域，如果特朗普将中国所有进口商品关税加至 60%，那么我们认为中方有可能同等地加征美国进口商品的关税。然而中国政府针对在华美国企业的做法或得不偿失，可能不会被启用。关键仍在如何消化加征关税对中国出口企业的影响。我们预计中方会：1) 适当允许人民币兑美元贬值以释放关税压力；2) 对自身产业链做出调整，改善目前供需不平衡的情况；3) 继续积极开拓新的贸易伙伴，一个显著的变化就是前几年中国对东盟出口大幅改善（图表 5），今后这方面的努力或继续；4) 加大宏观政策调控力度以稳定经济增长。

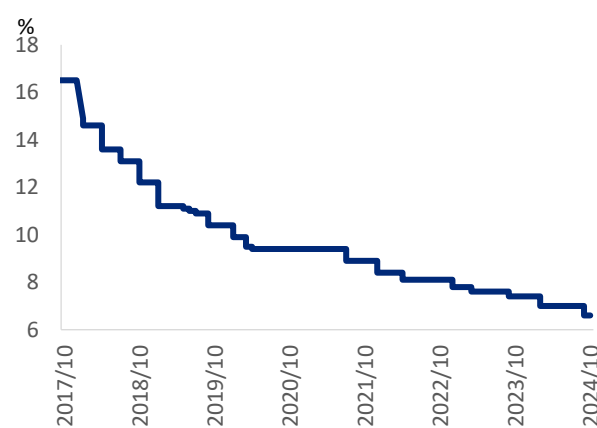
为了应对潜在关税战对经济的负面影响，逆周期刺激调节力度有望增强。财政部在 10 月 12 日的国新办发布会曾预告一系列增量政策措施，市场预期具体资金支持规模将在 11 月 4-8 日的人大常委会第 12 次会议后公布。我们不排除由于特朗普的当选对市场信心的影响，政府适度增加政策支持规模的可能性。不过应对潜在的新一轮关税战，是否需要大幅增加政策支持或仍取决于中美两国的具体关系进展，或采取“边走边看”模式。在此前 2018 年的关税战中，央行曾在 2018 年下半年到 2019 年 9 月下调高达 3.2 个百分点的存款准备金率（图表 6），信贷脉冲亦大幅上升（图表 7）。不过考虑到贸易战带来的汇率压力，央行并未下调政策利率。其他部门亦积极行动，重点扶持中小型出口企业，减轻加征关税对其的影响（图表 9）。若明年关税战正式卷土重来，我们相信明年降准降息的力度或均在原定政策刺激的基础上有所增加，财政刺激的支持力度或亦有所加码。

图表 5: 在对美出口有所下降的背景下，中国积极发展东盟、印度等新贸易伙伴



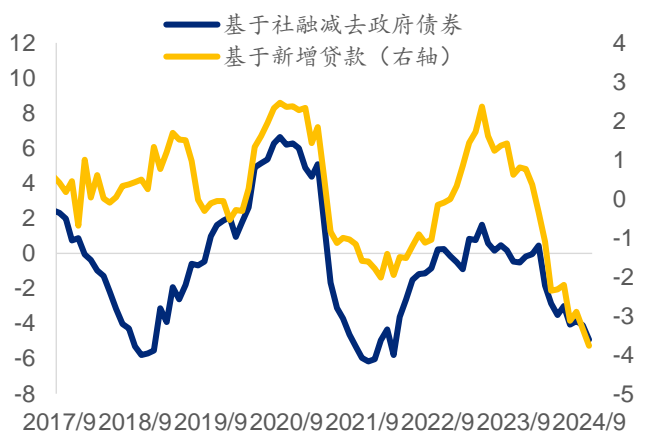
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 央行曾在 2018 年下半年到 2019 年 9 月下调存款准备金率高达 3.2 个百分点



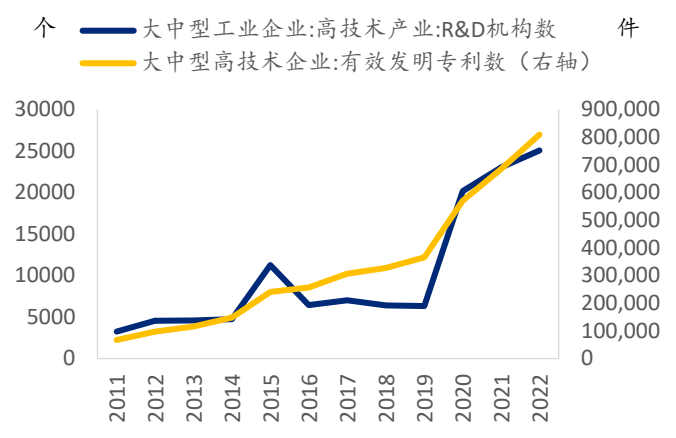
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 信贷脉冲在贸易战爆发后大幅上升, 尤其是以社融计算的信贷脉冲



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 高技术产业的研发投入和专利申请数均在科技脱钩发生之后大增



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 9: 中国政府在此前贸易战爆发后的应对政策措施

| 日期 | 部门 | 具体内容 |
|-------------|------|---|
| 2018年9月28日 | 国务院 | 国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等 1585 种产品进口关税, 自 2018 年 11 月 1 日起实施。关税从去年的 9.8% 下调至 7.5%, 2018 年的关税调整可为企业和消费者节省人民币 600 亿元。 |
| 2018年10月7日 | 财政部 | 财政部正在研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策, 以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币 1.3 万亿元, 而全国人大期间确定的目标是人民币 1.1 万亿元。此外, 财政部还将支持重大项目建设, 并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。 |
| 2018年10月7日 | 央行 | 下调部分银行存款准备金率 100 个基点, 除了其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF 贷款外, 将额外释放流动性 7500 亿元支持实体经济。 |
| 2018年10月8日 | 国务院 | 2018 年 11 月 1 日起, 国务院再次提高出口退税率, 原 15% 出口和部分 13% 出口退税率提高至 16%; 出口退税率 9% 的, 税率提高到 10%, 有的甚至达到 13%; 出口退税率 5% 的, 税率提高到 6%, 有的甚至达到 10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时, 7 档返利下调至 5 档。 |
| 2018年10月22日 | 央行 | 公布两项新举措支持民营企业融资: 1) 宣布新增 1500 亿元再贷款和再贴现贷款额度, 用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款; 2) 设立民营企业债券融资支持工具。 |
| 2018年11月8日 | 银保监会 | 银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到 1/3, 对中小银行必须达到 2/3。对整体银行系统来说, 争取在 3 年的时间内将民企企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到 50% 以上, 此前大约在 40%。 |
| 2018年11月9日 | 国务院 | 国务院常务会议要求 2018 年四季度中小企业贷款利率降低 1 个百分点, 并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。 |
| 2019年1月2日 | 央行 | 宣布扩大普惠金融定向降准范围: 对授信额度在 1000 万元以下的中小企业贷款实行定向降准, 此前标准为 500 万元。 |
| 2019年1月9日 | 国务院 | 国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措, 预计每年减轻 2000 亿元税负。 |
| 2019年1月 | 央行 | 央行分两次降低存款准备金率, 分别在 15 日和 25 日降低 50 个基点, 排除了偿还到期的 MLF 贷款之外, 约释放 8000 亿元永久性流动性。 |
| 2019年2月14日 | 国务院 | 发布《关于加快民营企业 IPO 和股权再融资的新指导意见》, 我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。 |
| 2019年5月6日 | 央行 | 宣布在 5 月 15 日对农村中小银行下调存款准备金率最多 3.5 个百分点到 8%, 注入 2800 亿元永久性流动性。 |
| 2019年9月6日 | 央行 | 宣布在 9 月 16 日下调整体存款准备金率 50 个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持, 城市商业银行的存款准备金率分两次在 10 月 15 日和 11 月 15 日下调, 共下调 100 个基点。两项降准操作总共释放 9000 亿元流动性。 |

资料来源: 新闻报道, 浦银国际

在科技领域，关键还是提升自主创新能力。自 2018 年以来的美国层层递进的技术限制凸显了自主创新的重要性，中国政府在科技领域、尤其在芯片领域明显加大了研发投入，增强了人才培养以及为科创企业创造更好的营商环境（图表 10）。以大中型工业高技术企业为例，自科技脱钩发生起，不管是代表研发投资的 R&D 机构数还是代表产出的有效发明专利数均跃升到更高水平（图表 8）。

图表 10：中国政府对科技制裁的应对措施

| 措施 | 日期 | 具体内容 |
|------------------------------|---|---|
| 《中国制造 2025》规划 | 2015 年 5 月 | 旨在推动中国从制造大国向制造强国转变的战略目标，着力发展芯片(集成电路)设计业，加速发展芯片制造业。目标到 2025 年，核心零部件和关键基础材料的自制率达到 70%。2030 年，芯片产业链主要环节达到国际先进水平。 |
| 国家集成电路产业投资基金（大基金） | 2014 年 9 月/ 2019 年 10 月/ 2024 年 5 月 | 一期基金规模为人民币 1387 亿元（约 200 亿美元），重点投资于集成电路设计、制造、封测、设备和材料等领域，支持了一批国内龙头企业的发展；二期基金规模为人民币 2041 亿元（约 290 亿美元），重点投资于半导体材料、设备、设计和制造等环节，进一步增强半导体全产业链的自主能力；三期股份公司于今年 5 月 24 日成立，注册资本 3,440 亿元，或为中国半导体产业带来 1.5 万亿元甚至更大规模的新增投资。 |
| 集成电路设计和软件产业企业所得税政策 | 2019 年 5 月 | 在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税。 |
| 《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》 | 2020 年 7 月 | 提出支持集成电路和软件产业发展的多项措施，包括财税政策、投融资政策、研究开发政策、进出口政策、人才政策等多方面支持措施。推动关键技术和核心部件的国产化，构建多元化的供应链体系。 |
| 《“十四五”规划和 2035 年远景目标的建议》 | 2020 年 11 月 | “构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。 |
| 科技自立自强战略 | 2020 年 11 月 | 对创新发展进行四方面系统部署：强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力和完善科技创新体制机制。 |
| 芯片自给自足率目标 | 2020 年 11 月 | 中国政府提出了到 2025 年芯片自给自足率达到 70% 的目标。 |
| 《“十四五”数字经济发展规划》 | 2021 年 12 月 | 瞄准传感器、量子信息、网络通信、集成电路等战略性前瞻性领域，提高数字技术基础研发能力。完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能等重点产业供应链体系。 |
| 《关于深入推进世界一流大学和一流学科建设的若干意见》 | 2022 年 1 月 | 面向集成电路、人工智能、储能技术、数字经济等关键领域加强交叉学科人才培养。强化科教融合，完善人才培养引进与团队、平台、项目耦合机制，把科研优势转化为育人优势。 |
| 集成电路企业增值税加计抵减政策 | 2023 年 5 月 | 2023 年至 2027 年，允许集成电路设计、生产、封测、装备、材料企业，按照当期可抵扣进项税额加计 15% 抵减应纳税额。 |
| 限制半导体原材料出口 | 2023 年 7 月 | 宣布从 8 月 1 日起对镓和锗两种金属的相关物项实施出口管制。 |
| 限制先进技术出口 | 2023 年 12 月 | 包括激光雷达、无人机和生物技术产品，军民两用技术也受到出口管制。 |

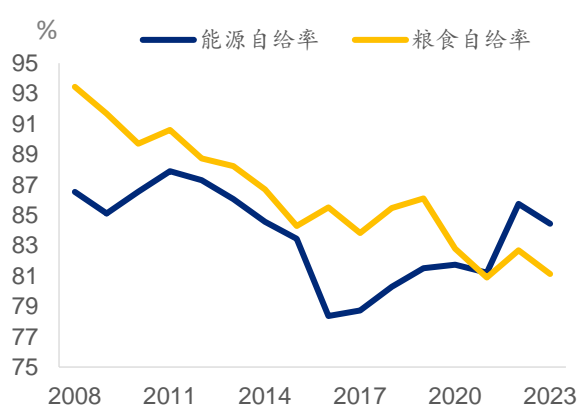
资料来源：新闻报道，浦银国际

应对更为广泛的潜在中美关系脱钩，还需增强国家安全和经济金融独立性的考量。除了科技创新之外，中国近几年对能源和粮食安全方面的重视与日俱增。在粮食方面，伴随着粮食自给率逐年递减（图表 11），政府在十九大之后明显增强了粮食安全的重视。国务院在 2019 年 10 月发布了《中国的粮食安全》白皮书，宣示政府立场和政策主张，塑造积极维护世界粮食安全的国际形象。在俄乌冲突爆发、产粮大户乌克兰的粮食出口受到极大影响之后，政府对粮食安全的重视程度进一步提升，并在 2023 年 12 月通过了《中华人民共和国粮食安全保障法》，旨在确保国家粮食安全。在今年 4 月，国务院印发《新一轮千亿斤粮食产能提升行动方案（2024—2030 年）》，提出到 2030 年实现新增粮食产能千亿斤以上。

在能源方面，以俄乌冲突为分界线，2022 年以前的能源政策更为重视碳达峰和碳中和等环保需求，而在冲突发生后欧洲的天然气危机促使政府将重心向能源安全方面倾斜。在 2024 年 3 月发布的《2024 年能源工作指导意见》中提出坚持把保障国家能源安全放在首位，积极有力推进能源绿色低碳转型，意味着目前政策已转向保障能源安全和实现绿色低碳转型并重的局面。在政策方向调整之后，能源自给率从 2022 年起有所上升（图表 11）。

在金融领域，为了降低对美国主导的环球银行金融电信协会（SWIFT）的依赖，中国于 2015 年 10 月正式启动人民币跨境支付系统（CIPS）。经过多年发展，2023 年 CIPS 处理业务数量较 2016 年成立之初增长 939%，处理金额增长 2700%。此外，中国政府亦积极推进人民币国际化，人民币在全球支付中的份额已从 2014 年初的 1.4% 增加到 2024 年 7 月的 4.7%（图表 12）。我们相信在以上这些方面的努力今后仍会持续。

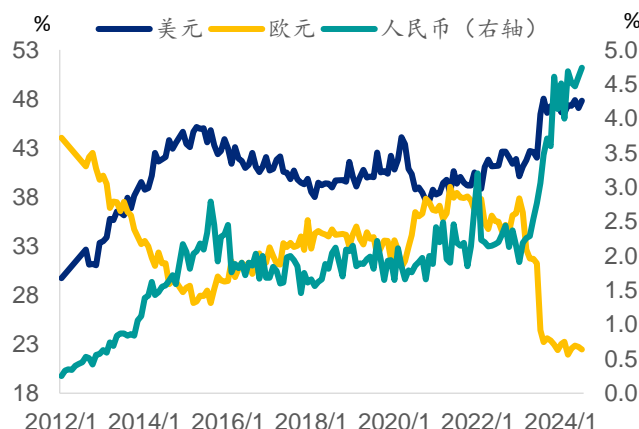
图表 11：能源和粮食自给率历史趋势



资料来源：同花顺，浦银国际计算

注：根据文献资料，我们用以下公式计算自给率：1) 粮食自给率=粮食产量 / (粮食产量+进口量-出口量)*100；2) 能源自给率= 能源自产总量 / 能源消费总量 * 100

图表 12：人民币在国际支付中的份额已从 2012 年初的 0.25% 增加到 2024 年 7 月的 4.7%



资料来源：Wind，浦银国际

特朗普的当选将如何影响中国金融市场？

我们相信特朗普的当选将给中国金融市场带来更多政治波动，尤其在他执意将中国进口商品关税加至 60% 的情景下。在贸易战爆发的 2018 年，沪深 300 指数在全年跌幅高达 30%，而后曾短暂因为中美达成 90 天贸易休战协议而回升，不过在 2019 年 5 月美国再次提高 2000 亿美元商品的关税到 25% 之后，沪深 300 指数再次下跌（图表 13）。如果贸易战卷土重来，我们预计短期内将不利于投资者对中国资本市场的信心。不过，因为这并不是特朗普首次发起贸易战，所以我们认为其对资本市场信心的打击或小于上次。

在汇率方面，美元兑人民币汇率曾从 2018 年初高点的 6.3 一路跌至 2019 年 9 月近 7.2 的低位。除了受贸易战影响市场信心之外，中国人民银行也允许人民币适度贬值（15% 贬值）以部分抵消高关税影响。若贸易战再起，我们认为中国人民银行或会再次允许美元兑人民币汇率适当贬值，至 7.5-8 的区间内，以部分抵消关税影响。然而，鉴于 811 汇改的经验，政府亦会设置明显底线以防止单边贬值预期的形成导致大幅的资本外流。

图表 13：贸易战爆发曾导致中国资本市场震荡



资料来源：同花顺，浦银国际

附录

图表 14：美国对华科技制裁事件一览

| 日期 | 事件内容 |
|------------------|--|
| 芯片 | |
| 2018 年 10 月 30 日 | 在美国司法部起诉福建晋华集成电路窃取商业机密之后，特朗普政府切断美国供应商对这家中国芯片制造商的供应。 |
| 2020 年 9 月 26 日 | 特朗普政府对中国最先进的计算机芯片制造商中芯国际实施新的出口限制。美国商务部告诉芯片行业的美国公司，他们必须首先获得向中芯国际及其子公司出售技术的许可证。 |
| 2020 年 12 月 18 日 | 美国商务部将中芯国际及其附属公司列入贸易黑名单，并表示将推定拒绝发放许可证，以阻止中芯国际获取生产 10 纳米或以下先进技术水平的半导体技术。 |
| 2022 年 7 月 6 日 | 美国与荷兰进行谈判，禁止荷兰芯片设备供应商 ASML 向中国出售较旧的深紫外(DUV)光刻机，该设备可用于制造最先进至 5 纳米的芯片。 |
| 2022 年 7 月 30 日 | 美国进一步限制中国获得芯片制造设备，限制范围从之前生产 10 纳米芯片的设备扩大到生产 14 纳米芯片的设备。 |
| 2022 年 8 月 9 日 | 拜登政府颁布了《CHIPS 法案》，严禁美国芯片厂商向中国出售高端芯片技术，禁止获得补贴的美国及其盟友伙伴的企业 10 年内在中国和其他关切的国家新建或扩大先进制程芯片厂。 |
| 2022 年 8 月 12 日 | 美国禁止公司向中国大陆提供 3 纳米或更先进芯片的电子设计自动化 (EDA) 软件。 |
| 2022 年 8 月 31 日 | 美国对向中国出口高性能 GPU 芯片发布了新的禁令，原因是担心中国军方使用这些芯片。 |
| 2022 年 10 月 7 日 | 美国商务部发布一系列半导体出口管制措施，包括具有 16nm 或 14nm 及以下非平面晶体管架构的逻辑芯片，18nm 半节距或更小的 DRAM 内存芯片，128 层或以上的 NAND 闪存芯片，和相关的制造设备；要求美国公民未经许可不得为中国相关半导体企业工作；禁止中国购买全球任何地方使用美国设备生产的某些半导体芯片。 |
| 2022 年 12 月 15 日 | 拜登政府将中国内存芯片制造商长江存储和 21 家人工智能芯片领域的主要中国企业列入贸易黑名单，扩大对中国芯片行业的打击范围。 |
| 2023 年 8 月 28 日 | 美国要求芯片制造商英伟达和 AMD 停止向中国出口先进 AI 芯片，包括 A100 和 H100 芯片；同时要求他们进一步限制向中东国家出口人工智能芯片，以防止中东国家将这些芯片转售给中国。 |
| 2023 年 10 月 17 日 | 美国商务部更新 2022 年 10 月 7 日发布的出口管制规则：扩大对中国出口管制的芯片范围，包括部分较低性能的 AI 芯片；对于性能在 4 TOPS 到 300 TOPS 之间的芯片，制造商向中国出口需要通知美国商务部；扩大对半导体制造设备的出口管制范围。 |
| 2024 年 3 月 29 日 | 美国商务部发布“实施额外出口管制”的新规措施，全面限制英伟达、AMD 等公司向中国销售更多更先进 AI 芯片和半导体设备，出口管制也适用于内载相关晶片的笔记型电脑。 |
| 2024 年 9 月 5 日 | 美国商务部宣布加紧对量子计算和半导体制造设备等关键技术的出口管制，以防止中国等对手获取这些技术。 |
| 华为和中兴通讯 | |
| 2018 年 4 月 16 日 | 美国商务部对中兴通讯实施禁令，禁止美国公司向中兴出口芯片及其他技术组件。 |
| 2018 年 8 月 13 日 | 特朗普签署法案，禁止联邦政府从华为和中兴通讯购买设备。 |
| 2019 年 1 月 28 日 | 美国司法部起诉华为窃取美国技术、洗钱和帮助伊朗逃避与大规模杀伤性武器扩散有关的制裁。 |
| 2019 年 5 月 16 日 | 美国商务部宣布将华为列入“实体名单”，禁止美国公司向华为出售高科技零部件和软件。 |
| 2019 年 10 月 28 日 | 美国联邦通信委员会表示，将切断使用华为和中兴设备的无线运营商的资金支持。 |
| 2020 年 2 月 13 日 | 美国司法部再次起诉华为及其子公司犯有敲诈勒索罪和窃取商业机密罪。 |
| 2020 年 6 月 30 日 | 美国联邦通信委员会正式将华为和中兴通讯列为“对国家安全构成威胁”的企业。 |
| 2020 年 8 月 17 日 | 美国商务部发布了对华为的修订版禁令，进一步限制华为使用美国技术和软件生产的产品，并在实体列表中增加 38 个华为子公司。 |
| 2021 年 1 月 18 日 | 特朗普政府对包括英特尔在内的华为美国供应商实施了限制。 |
| 2021 年 6 月 3 日 | 拜登禁止美国投资包括华为在内的 59 家中国公司，据称与国防或监视技术领域有关。 |
| 2021 年 8 月 25 日 | 美国授权供应商向华为出售芯片，用于汽车零部件业务。 |

| | |
|--------------------|--|
| 2022年11月25日 | 美国联邦通信委员会禁止美国销售华为和中兴通讯生产的通信设备。 |
| TikTok | |
| 2020年8月14日 | 特朗普签署行政命令，给予字节跳动90天时间出售或分拆其美国TikTok业务，表示字节跳动“可能采取威胁美国国家安全的行动”。 |
| 2021年6月9日 | 拜登撤销特朗普政府对TikTok的禁令，并由商务部长调查该应用是否对美国国家安全构成威胁。 |
| 2022年12月29日 | 国会通过法案，禁止在所有联邦政府设备上使用TikTok。 |
| 2023年5月17日 | 蒙大拿州成为美国第一个禁止TikTok的州，从2024年1月1日起禁止TikTok在该州运营。 |
| 2024年3月13日 | 美国众议院通过法案，迫使字节跳动撤资TikTok，否则将被禁止在美国运营。 |
| 2024年4月24日 | 跟随参议院的批准，拜登签署法案迫使TikTok一年内从字节跳动中剥离。 |
| 其他 | |
| 2018年8月13日 | 特朗普签署了国防授权法案（NDAA），其中包括“2018年外国投资风险审查现代化法案（FIMMRA）”，这标志着美国外商投资委员会（CFIUS）管辖法律十几年来最重大的变化。FIMMRA强化了CFIUS在维护国家安全利益（尤其涉及关键战略竞争技术）方面的作用。该法案驳回了多项中国企业在美的投资计划。 |
| 2018年11月 | 特朗普政府发起“中国倡议（China Initiative）”，调查与中国有关的科研人员和学者，以防止产业间谍活动。 |
| 2018年11月19日 | 美国公布新兴技术拟议出口管制清单，覆盖生物技术、人工智能、微处理器技术、先进计算技术和先进监控技术等。 |
| 2021年6月8日 | 美国参议院通过美国创新和竞争法案，皆在对抗中国的科技野心，该法案承诺为科学研究提供约2500亿美元的资金，为芯片制造商和机器人制造商提供补贴。 |
| 2022年8月9日 | 拜登签署“CHIPS（创造半导体生产激励机制）和科学法案”，该法案授权提供约2800亿美元的新资金以促进美国国内半导体的研究和制造。 |
| 2022年9月 | 接受美国联邦资助的科技公司十年内不得在中国建设先进技术工厂。 |
| 2023年8月9日 | 拜登总统发布行政命令，建立新的对外投资计划（OIP），禁止美国在多个技术领域对中国进行对外投资，包括半导体和微电子、量子信息技术和AI系统。 |
| 2024年10月28日 | 拜登政府公布新法规，要求美国人若与中国进行可能威胁国家安全的特定交易，必须通报；部分交易若进一步被认定为构成“特别严重的国安威胁”，则予以禁止。新规自明年1月2日起施行，涵盖三大领域：半导体和微电子、量子资讯科技、人工智能。 |

资料来源：新闻报道，浦银国际

图表 15：近期相关报告列表

| 日期 | 报告标题和链接 |
|-------------|--|
| 2024年10月18日 | 三季度经济增速和9月实体经济好于预期，后续仍需政策支持 |
| 2024年10月17日 | 住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展 |
| 2024年10月12日 | 财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向 |
| 2024年10月8日 | 国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施 |
| 2024年10月3日 | 月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏 |
| 2024年10月2日 | 货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？ |
| 2024年9月24日 | 国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场 |
| 2024年9月14日 | 8月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发 |
| 2024年8月29日 | 月度中国宏观洞察：静待经济动能改善 |
| 2024年8月15日 | 7月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力 |
| 2024年7月31日 | 二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认 |
| 2024年7月29日 | 月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰 |
| 2024年7月24日 | 央行7月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始 |
| 2024年7月18日 | 三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展 |
| 2024年7月16日 | 宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？ |
| 2024年7月15日 | 二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力 |
| 2024年6月20日 | 月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对7月两大会议有何期待？ |
| 2024年6月17日 | 5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善 |
| 2024年5月30日 | 2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境 |
| 2024年5月17日 | 新一轮全国性房地产支持政策解读 |
| 2024年5月17日 | 4月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续 |
| 2024年4月30日 | 一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级 |
| 2024年4月22日 | 月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性 |
| 2024年3月20日 | 月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏 |
| 2024年3月18日 | 1-2月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续 |
| 2024年3月14日 | 大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？ |
| 2024年2月1日 | 月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在 |
| 2024年1月24日 | 央行宣布降准50个基点，预示货币政策将继续维持宽松 |
| 2024年1月17日 | 四季度经济增速略弱于预期，但12月数据初显政策成效 |
| 2024年1月5日 | 月度宏观洞察：静候佳音 |
| 2023年12月15日 | 11月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱 |
| 2023年12月13日 | 中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激 |
| 2023年12月1日 | 2024年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场 |
| 2023年11月15日 | 10月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑 |
| 2023年11月7日 | 月度宏观洞察：渐入佳境 |
| 2023年10月6日 | 国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏 |
| 2023年9月26日 | 月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减 |
| 2023年9月15日 | 央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？ |
| 2023年9月13日 | 城中村改造对经济的影响有多大？ |
| 2023年9月1日 | 月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续 |
| 2023年9月1日 | 央行三箭齐发稳地产，影响几何？ |
| 2023年8月9日 | 7月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力 |
| 2023年8月2日 | 央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？ |
| 2023年7月31日 | 月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进 |
| 2023年7月25日 | 7月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置 |
| 2023年7月20日 | 解读中央促进民营经济发展重磅文件 |
| 2023年7月19日 | 促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持 |
| 2023年7月11日 | 中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？ |
| 2023年7月7日 | 汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值 |
| 2023年6月28日 | 月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩 |
| 2023年6月5日 | 2023年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起 |

资料来源：浦银国际



浦银国际策略观点：特朗普 2.0 如何影响后续资产演绎？

美国大选结果揭晓，特朗普当选总统，共和党在参议院选举中获胜，在众议院选举领先。我们对历次美国大选结果出炉后各类资产走势、资金流变动进行复盘，并专门分析特朗普上一任期的情况，得出五大启示。在“特朗普交易”下，短期美债收益率或上行、美股和美元走势或受提振。但该交易获利了结意愿或较强，若美股出现超跌，反而是布局优质个股的机会。

- **启示 1: 美国大选结果或仅在短期影响市场，随后回归基本面。**通常大选结果出炉后一周，各类资产价格受到选情的影响较明显，但结果出炉一月后，资产走势往往受基本面的影响更大，例如经济增长、通胀水平和美联储政策的变化等。
- **启示 2: 过往在共和党横扫后短期资产走势：美股>大宗商品>美元>美债。**从核心资产的走势上看，美股在大选结束后一周涨势收窄，随后维持上涨，美债收益率持续上升。美元指数和黄金价格在大选后走势较为平稳，原油价格在大选后一个月呈上涨趋势，但随后有所下跌。
- **启示 3: “特朗普交易”在其 2016 年当选后仅维持了较短时间。**从核心美元资产的走势上看，2016 年特朗普当选后一月内，美元指数快速上行，十年期美债收益率快速上升，标普 500 指数小幅上涨。特朗普政策受益板块在其上一任期并未领涨。
- **启示 4: 在特朗普上一任期，相对美股全球资金更青睐美债。**我们发现不同党派执政对全球资金流向的影响或有限。2016 年 11 月-2020 年 10 月，外资累计净流入美股约 874 亿美元，累计净流入美债 1331 亿美元，反映资金较青睐美债。然而，由于大选的不确定性消除，短期资金或更倾向流入美股。
- **启示 5: 大选结果短期对中国市场有一定影响，中期或受关税政策影响较大。**特朗普当选后市场对贸易摩擦的担忧或会升温，短期离岸市场受到的影响或较 A 股大。优质高息股和优质成长股受中美贸易冲突的影响或较小，若出现回调，建议逢低布局。中期来看，若中美贸易冲突升级，或对中美经济产生负面的影响。贸易政策可能利好进口国产替代方向，但对美出口较多、美国市场营收占比较大的行业较利空，对已经进行产能和产业链出海等全球化布局的企业影响或有限。
- **美国大选后核心资产将如何演绎？短期美债收益率或上行。**如果特朗普主张限制移民的政策得以实施，或将减少美国劳动力供给。其主张对中国进口商品加征 60% 关税，或会使美国物价进一步上涨。另外特朗普主张对美国国内减税，或将刺激消费，可能会出现再通胀。如果在长期通胀中枢上行的情况下，美债利率中枢可能会重新上行。短期美股和美元走势或受提振。特朗普推崇对企业减税有助于提升企业的盈利能力，对美股较为有利，而对外加征关税有望提振美元。然而，“特朗普交易”短期获利了结的意愿或较强。由于较多投资者或在大选结果出炉前已进行押注，在特朗普当选后或增加该交易获利了结的意愿。若美股出现超跌，反而是布局优质个股的机会。
- **投资风险：美国经济衰退风险大幅上升，地缘政治紧张局势升级。**

赖焯焯

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

浦银国际

策略观点

特朗普 2.0 如何影响后续资产演绎？

扫码关注
浦银国际研究

复盘过往资产走势给我们的启示

启示 1: 美国大选结果或仅在短期影响市场，随后回归基本面

复盘过往资产走势，我们观察到大选结果出炉后一周，各类资产价格受到选情的影响较明显，但结果出炉一月后，资产走势往往受基本面的影响更大，例如经济增长、通胀水平和美联储政策的变化等。美股主要股指在美国大选结束后一周大多录得负回报，而在 1 个月、3 个月和 6 个月内均录得正回报。衡量美股市场波动度的 VIX 指数也在大选结束后一周快速走低，而在大选后三个月回归长期平均值。美元指数在大选后短期表现较佳，但黄金价格表现较弱。原油在大选结束后一周及一个月内录得负回报，但 3 个月和 6 个月内录得正回报。各年期美债收益率在大选结束后 1 周内均有上行，其中五年期美债收益率上行幅度最大，两年期美债收益率上行幅度较小，然而，1 个月后各年期国债收益率重新回落。市场风格上，成长股和小盘股在美国大选结束后一周内表现占优，但在 1 个月、3 个月和 6 个月内小盘股较大盘股表现更佳，价值股较成长股表现更佳（图表 1）。

图表 1: 1976 年至今历届美国大选后核心美元资产走势

| 美股主要股指 | 标普 500 | 纳指 | 道指 | 罗素 2000 | VIX 指数 | 美国成长股 | 美国价值股 |
|--------|--------|-------|-------|---------|---------|--------|--------|
| 后 1 周 | -1.1% | -1.2% | -0.7% | 0.2% | -9.2% | -1.0% | -0.4% |
| 后 1 个月 | 0.3% | 0.1% | 0.6% | 2.1% | -11.4% | 0.6% | 1.4% |
| 后 3 个月 | 3.3% | 5.0% | 3.7% | 8.1% | -19.5% | 2.9% | 4.3% |
| 后 6 个月 | 5.6% | 6.3% | 6.6% | 10.4% | -21.3% | 4.2% | 8.1% |
| 其他资产 | 美元指数 | 黄金 | 原油 | 10 年期美债 | 30 年期美债 | 5 年期美债 | 2 年期美债 |
| 后 1 周 | 0.2% | -0.3% | -0.6% | 2.1% | 1.5% | 2.4% | 1.0% |
| 后 1 个月 | 0.1% | -0.7% | -1.5% | -1.0% | -1.4% | -1.6% | -1.4% |
| 后 3 个月 | 2.0% | -3.4% | 4.2% | 2.7% | 0.9% | 3.8% | -2.9% |
| 后 6 个月 | 3.1% | -2.7% | 7.5% | 7.6% | 4.3% | 12.1% | 0.6% |

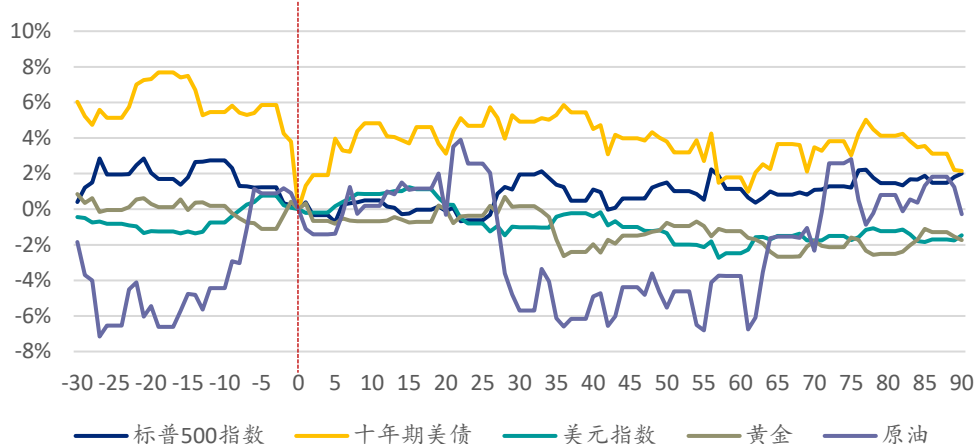
注：基于 1976 年以来历届美国大选前后的数据。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

启示 2: 过往在共和党横扫后短期资产走势: 美股>大宗商品>美元>美债

例如, 第 54 届、55 届、58 届 (即 2000 年、2004 年和 2016 年)。以绝对回报来看, 大选结束后三个月内, 主要资产类别的表现为: 美股>大宗商品>美元>美债。从核心资产的走势上看, 追踪美股大盘的标普 500 指数在大选结束后一周涨势收窄, 随后维持上涨。十年期美债收益率在大选结束后持续上升, 意味着美债价格下跌。美元指数和黄金价格在大选前后走势较为平稳, 原油价格在大选后一个月呈上涨趋势, 但随后有所下跌 (图表 2-3)。

图表 2: 历届美国大选年总统来自共和党, 且共和党掌控两院后各类资产走势



注: 基于第 54 届、55 届、58 届美国总统大选 (2000 年, 2004 年和 2016 年) 前后的数据。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 3: 历届美国大选年总统来自共和党, 且共和党掌控两院后各类资产走势

| | 后 1 周 | 后 1 个月 | 后 3 个月 | 后 6 个月 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 美股主要股指 | | | | |
| 标普 500 指数 | 0.5% | 1.4% | 2.3% | 1.1% |
| 纳斯达克指数 | -1.2% | -2.4% | -2.8% | -7.2% |
| 道琼斯工业指数 | 1.4% | 3.1% | 4.9% | 5.5% |
| 罗素 2000 指数 | 2.9% | 5.6% | 7.0% | 4.4% |
| 美国成长股 | -0.4% | -0.4% | -0.5% | -2.3% |
| 美国价值股 | 1.2% | 2.7% | 4.5% | 4.0% |
| VIX 指数 | -12.3% | -16.9% | -25.7% | -18.2% |
| 其他大类资产 | | | | |
| 美元指数 | 0.5% | -0.9% | -1.4% | -0.1% |
| 黄金 | -0.1% | 0.6% | -1.3% | -0.3% |
| 原油 | 0.6% | -4.0% | 0.6% | -3.7% |
| 10 年期美债 | 7.4% | 9.7% | 6.5% | 6.9% |
| 30 年期美债 | 4.8% | 5.8% | 1.4% | 1.8% |
| 5 年期美债 | 9.5% | 13.7% | 11.2% | 13.8% |
| 2 年期美债 | 8.2% | 13.1% | 14.3% | 21.9% |

注: 基于第 54 届、55 届、58 届美国总统大选 (2000 年, 2004 年和 2016 年) 前后的数据。

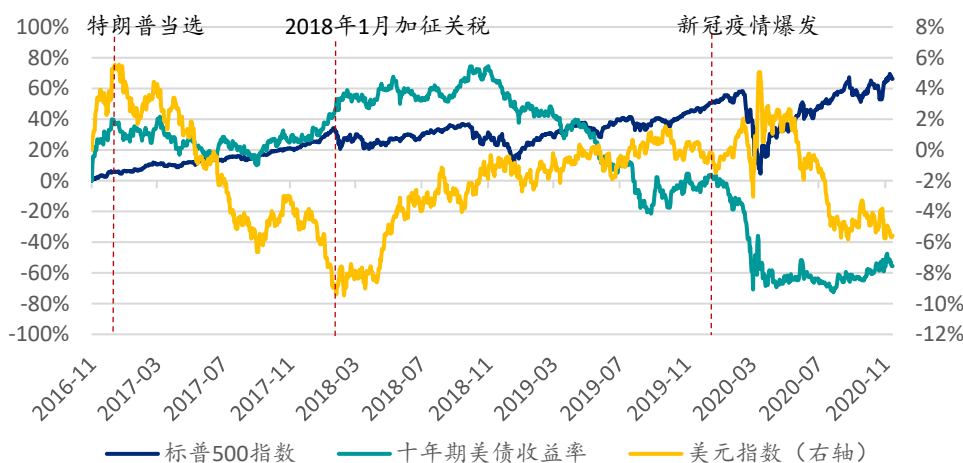
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

启示 3：“特朗普交易”在其 2016 年当选后仅维持了较短时间

“特朗普交易”在其执政期间持续时间较短.....从核心美元资产的走势上看，2016 年特朗普当选后一月内，美元指数快速上行，十年期美债收益率快速上升，标普 500 指数小幅上涨。然后，随后美元重新回归下行通道，十年期美债波动下行，美股持续走高。直到 2018 年 1 月，特朗普开始加征关税，“特朗普交易”卷土重来，美元再次走强，十年期美债收益率走高，美股在波动中上涨（图表 4）。从标普 500 指数板块上看，金融、能源和工业板块或较受益于“特朗普交易”，但医疗保健、电信服务等板块较为承压（图表 5）。

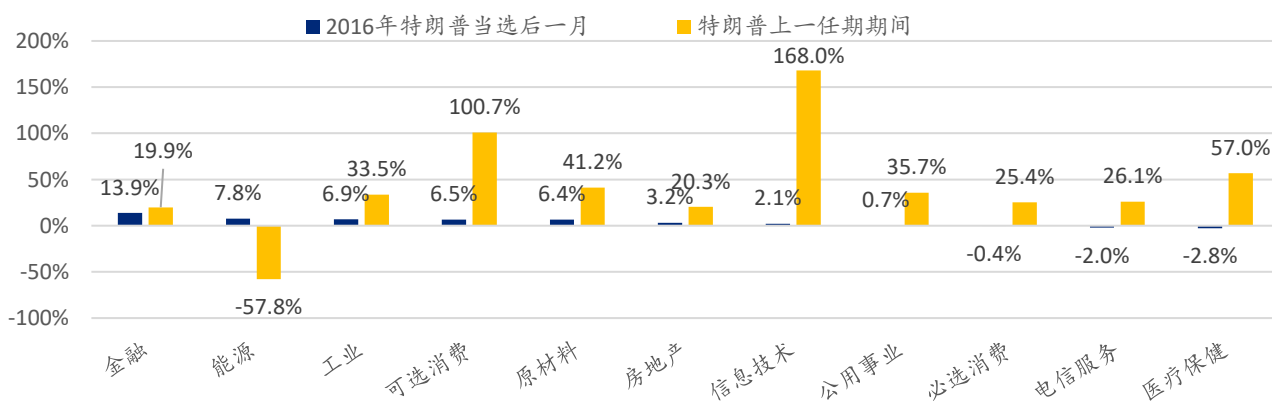
.....特朗普政策受益板块并未领涨。例如，在特朗普上一次执政期间，受益于其监管放松政策的金融板块仅上涨了 19.9%，受益于其拥抱传统能源政策的能源板块却下跌了 57.8%，清洁能源板块则上涨超 300%，而虽然受到其保护主义政策和医保政策的负面影响，信息技术上涨了 168%，医疗健康板块上涨了 57%（图表 5）。

图表 4：特朗普上一任期期间，美股、美债和美元的走势



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 5：“特朗普交易”在其执政期间持续时间较短，其政策受益板块并未领涨

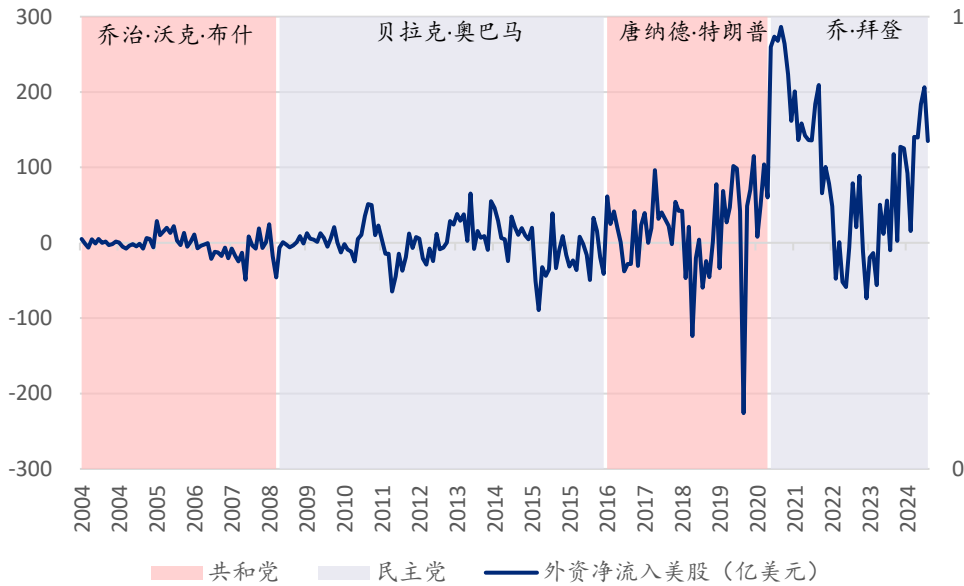


资料来源：Bloomberg，浦银国际

启示 4: 特朗普上一任期间, 美债较美股更受全球资金青睐

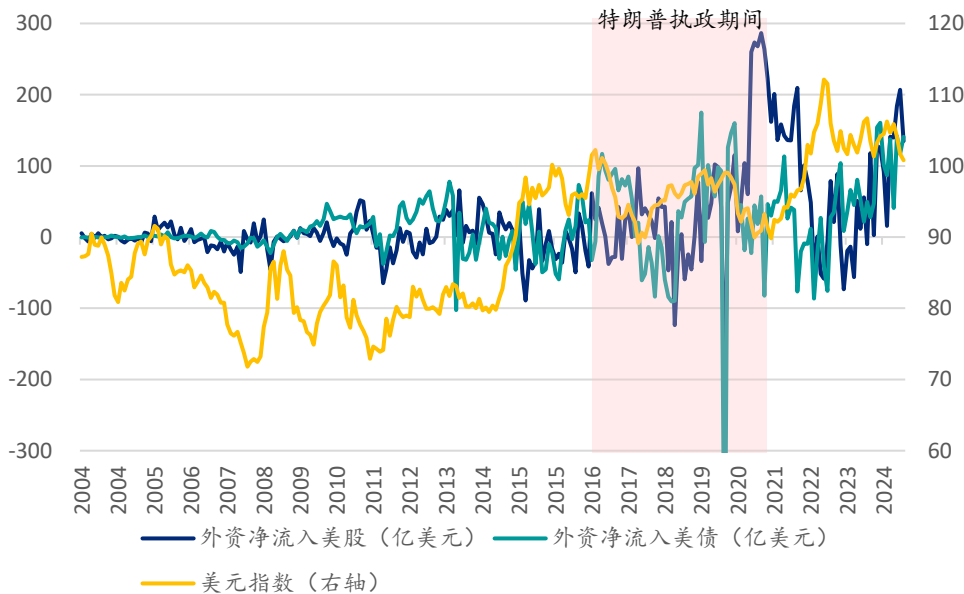
不同党派执政对全球资金流向的影响或有限。我们对过去十年的资金流数据进行分析, 发现不同党派执政对全球资金流向的影响或有限。2016年11月-2020年10月, 外资累计净流入美股约874亿美元, 累计净流入美债1331亿美元, 反映相对美股资金较为青睐美债(图表6-7)。

图表 6: 过去十年, 不同党派执政对全球资金流向的影响或有限



资料来源: EPFR, 浦银国际

图表 7: 特朗普上一任期间, 美债较美股对资金的吸引力更强



资料来源: EPFR, 浦银国际

启示 5: 大选结果短期对中国市场有一定影响, 中期受关税政策影响较大

短期来看, 美国大选结果或对离岸市场造成一定影响, 但对 A 股的影响或有限。根据相关性分析, 我们发现在特朗普上一任当选总统期间, MSCI 中国指数和标普 500 指数分别均呈正相关关系, 但上证综指与标普 500 指数呈负相关关系, 且相关性偏弱 (图表 8)。我们预计, 特朗普当选后市场对贸易摩擦的担忧或会升温, 短期对市场情绪和风险偏好较负面, 离岸市场 (港股和中概股) 波动或将加大, 或会驱动外资暂时流出, A 股由于资金盘相对稳定, 波动性可能较低。然而, 我们此前一直看好的优质高息股和优质成长股受中美贸易冲突的影响或较低, 若出现回调, 建议逢低布局。

图表 8: 特朗普当选期间, 中国离岸市场与美股呈正相关性, 但 A 股与美股呈负相关性



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

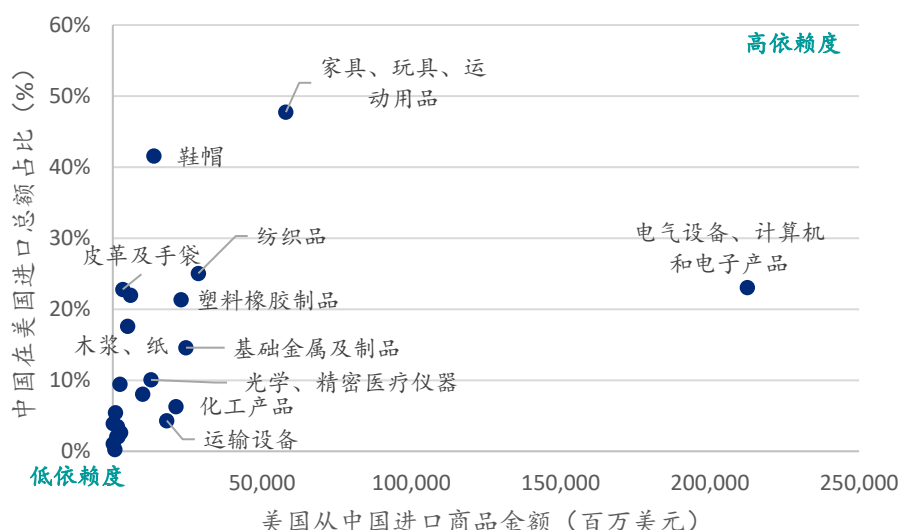
中期来看, 若新一轮中美贸易冲突升级, 或对中美经济产生负面的影响。若特朗普对中国应税商品税率由 19.3% 提升至 60%, 无论对美国还是中国经济增长的负面影响较大, 而对美国的影响可能比中国更大。对于美国, 如果对外加征关税, 会使物价进一步上涨, 通胀压力或会上升, 在长期通胀中枢上行的情况下, 美债利率可能保持高位, 美元可能继续走强。

美元走强可能会使人民币汇率承压。根据[此前的分析](#), 我们发现人民币汇率波动与中国股票市场的相关性较为显著。人民币汇率波动, 可能会影响市场情绪、风险偏好和资金流向。当人民币汇率走弱时, 由于 A 股受全球经济周期的扰动较小, 资金盘较稳定, 流动性较充裕, 相比海外中国股票彰显出较强韧性。从 MSCI 中国指数行业表现上看, 期间能源、必选消费和公用事业表现较稳健。A 股行业中, 公用事业、必选消费和能源表现较稳健。从基本面来看, 海外收入比例较高的出口型行业, 或外汇损益比例较高的行业, 如电子、家电和纺织品, 业绩可能会受到美元走强的正面影响。从历史数据来看, 美元指数与美国基准利率呈正相关关系, 因为利率上升吸引资金流向以美元计价的资产。所以, 我们预计以美元/港币定价的港股资产相对吸引, 南向资金净流入港股或维持强劲。

有望利好进口国产替代方向，但对美出口较多、美国市场营收占比较大的行业较利空。我们预计国产替代有望加速，在培育壮大新兴产业和未来产业以加快创新和技术进步的政策支持下，新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等领域有望成为中国经济增长的新引擎，可能在中长期获得超额收益。经过对去年美国从中国进口商品的金额和占比进行分析，我们发现美国对中国进口的依赖度较高的品类有电气设备、计算机和电子产品制造、家具、玩具、运动用品、鞋帽、纺织品等，而依赖度较低的品类有矿产、艺术品及古董、植物产品、珍珠宝石、食品饮料烟酒等（图表 9）。如果本次特朗普上台后采取分批、选择性加征关税的路径来降低对美国经济造成的负面影响，我们预计那些美国对中国依赖度较高的品类可能在关税加征初始阶段受到的冲击较小，而那些依赖度较低的品类可能受到的冲击更大。此外，A 股上市公司中，美国收入占总收入比例较高的行业也会受到贸易政策的冲击，例如电子、纺织服饰、传媒、家用电器和汽车等行业。

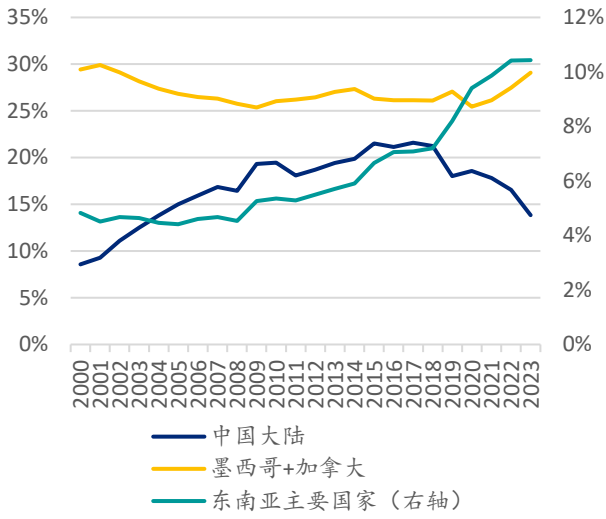
对已经进行产能和产业链出海等全球化布局企业的影响或有限。2018 年后，中国对美出口在美国整体进口中的比例出现了明显下降，而墨西哥、加拿大、东南亚国家的占比持续提升。与此同时，墨西哥、加拿大、东南亚国家从中国进口的比例不断上升。为规避关税的影响，中资跨国企业积极地对产业链进行了全球化布局，把生产线转移至其他国家，从中国进口原材料或中间品，再将加工后产品出口至美国，而墨西哥、东南亚国家或成为了主要的中转国家。近年来，中资跨国企业出海的模式也从产品输出转变为产业链和产能输出，例如“新三样”新能源汽车、锂电池、光伏产品通过绿地投资的方式加速出海（图表 10-11）。

图表 9：2023 年美国从中国进口商品情况



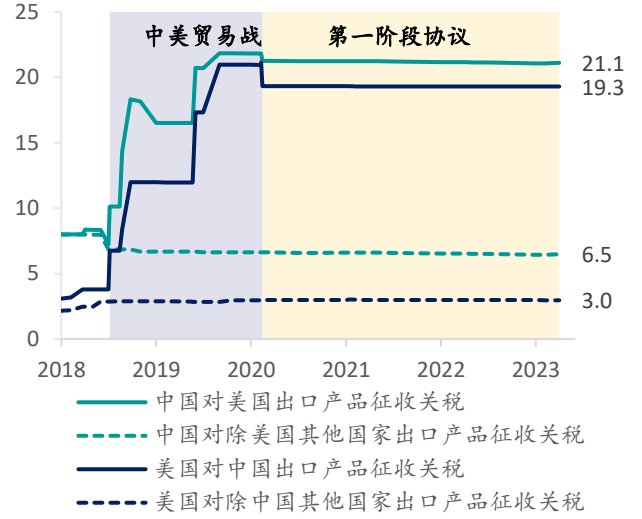
资料来源：UN Comtrade，浦银国际

图表 10：2018 年后中国在美国进口占比明显下降，而墨西哥、东南亚主要国家占比持续上升



注：东南亚主要国家包括越南、印度尼西亚、泰国、新加坡和印度。
资料来源：IFinD，浦银国际

图表 11：自 2018 年以来中美关税税率 (%) 变动



资料来源：PIIE，浦银国际

美国大选后核心资产将如何演绎？

特朗普对市场影响较大的关键政策。在对外征收关税上，特朗普建议对所有进入美国的商品普遍征收 10% 的关税，对中国商品进一步征收 60% 或更高的关税，并取消中国的最惠国待遇。此外，他还较为关注贸易转移。在对内征收企业和个人税收上，共和党倾向下调企业税至 20% 甚至更低，以及下调个人所得税（图表 12）。

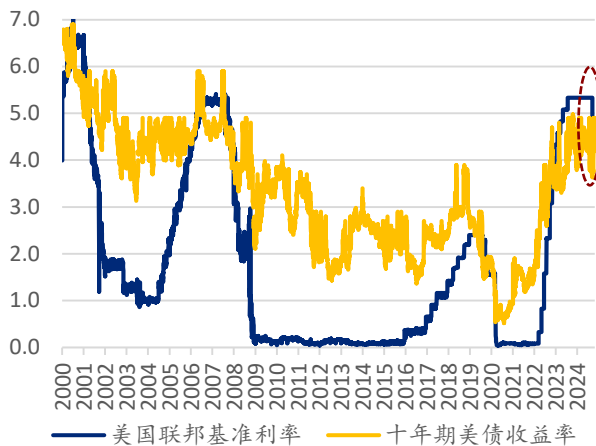
图表 12：特朗普主要政策主张概览

| 重点领域 | 具体措施 |
|-----------|--|
| 关税政策 | 建议对所有进入美国的商品普遍征收 10% 的关税，对中国商品进一步征收 60% 或更高的关税，并取消中国的最惠国待遇。较为关注贸易转移。 |
| 企业税和个人所得税 | 倾向减少企业税和个人所得税。将对所有美国进口商品征收普遍基准关税，使《减税和就业法案》（TCJA）的个人和遗产税减免永久化，将企业所得税税率从 21% 降低至 20%，对大型私立大学捐赠基金征税，并考虑用关税取代所得税。 |
| 移民政策 | 共和党在移民上政策更加强硬，倾向加强边境安全，减少非法移民。 |
| 气候政策 | 倾向于回归传统能源，实现能源自给，减少环保规定。 |
| 军事政策 | 主张增加军费预算，加强国防力量。 |
| 外交政策 | 把美国人民和国家安全排在第一位，推行单边主义政策。 |
| 行业监管 | 倾向放松监管，将通过减少能源、金融和消费领域的监管壁垒，更加关注营商便利性。支持比特币等虚拟货币。 |

资料来源：新闻网站，浦银国际整理

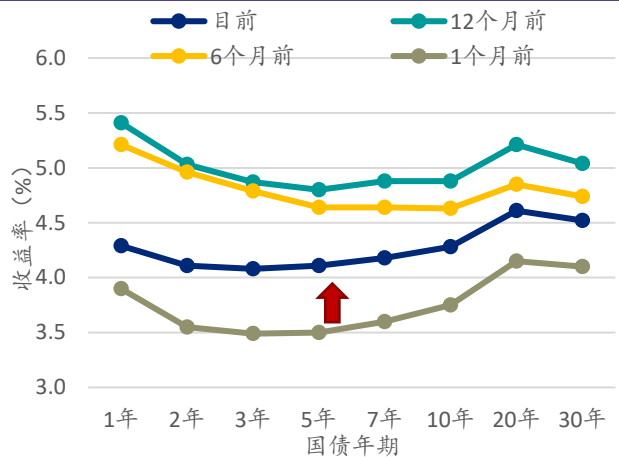
短期美债收益率或上行。如果特朗普主张限制移民的政策得以实施，或将减少美国劳动力供给。其主张对中国加征 60% 关税，或会使美国物价进一步上涨。另外特朗普主张对美国国内减税，或将刺激消费，可能会出现再通胀。如果在长期通胀中枢上行的情况下，美债利率中枢可能会重新上行。过去一月，虽然美联储开启降息周期，与此前市场预期不同，美债收益率不降反升。我们认为，这或受到美国大选选情的影响，“特朗普交易”卷土重来，使得美国各年期收益率均出现明显上行（图表 13-14）。

图表 13: 美联储降息后, 美债收益率反而重新上行, 或主要受“特朗普交易”的影响



注: 数据截至 2024 年 10 月 31 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 14: 目前, 美国各年期国债利率均较 1 个月前明显上行



注: 数据截至 2024 年 10 月 31 日。
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

短期美股和美元走势或受提振。若特朗普所主张的政策得以全面实施, 美国的政策可能发生较大的变化。因为对企业减税有助于提升企业的盈利能力, 对美股较为有利, 而对外加征关税有望提振美元。从板块上看, 国防支出可能会加大, 或将利好军工板块。相对于清洁能源, 共和党的政策主张或更偏向传统能源, 或将利好石油等传统能源板块, 但清洁能源板块可能会有所承压。特朗普的政策或会放松对企业的监管, 尤其是对金融行业的监管, 有望利于银行、保险等金融子板块。但是, 如果加征关税, 消费、零售、农业等板块可能受到的影响较大, 尤其是对中国进口依赖度较高的纺织品、鞋帽、家具、玩具等相关的零售和消费股。另外, 考虑到中国或实施反制措施, 中国是美国农产品的重要进口国, 有些产品比重高达 80% 以上, 农业机械股或会受到一定的负面影响。然而, “特朗普交易”短期获利了结的意愿或较强。由于较多投资者或在大选结果出炉前已进行押注, 在特朗普当选后或增加该交易获利了结的意愿。

若美股出现超跌, 反而是布局优质个股的机会。从估值来看, 当前可选消费、能源板块的市盈率低于其过去 5 年的均值, 预计进一步收缩的空间有限。值得注意的是, 标普各板块的估值均高于上一次特朗普当选后当日。从 ROE 来看, 大部分板块 ROE 都在 10% 以上, 其中必选消费、可选消费和信息科技板块的 ROE 超 25%。ROE 越高, 表明公司的经营情况良好, 盈利能力更好, 股票长期收益率越高。从股利收益率来看, 能源、房地产板块较高, 达到 3% 及以上 (图表 15)。

图表 15: 标普 500 指数各板块估值及其他关键指标

| | 必选 消费 | 可选 消费 | 能源 | 金融 | 医疗 健康 | 工业 | 信息 科技 | 材料 | 电信 服务 | 公用 事业 | 房地 产 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 前瞻市盈率 (x) | | | | | | | | | | | |
| 当前 | 21.1 | 26.6 | 15.0 | 17.4 | 21.5 | 26.1 | 36.8 | 23.5 | 25.0 | 19.4 | 40.9 |
| 过去五年均值 | 21.0 | 31.4 | 52.9 | 14.6 | 18.1 | 24.4 | 28.7 | 19.2 | 17.4 | 19.0 | 42.0 |
| 2016-11-08 | 20.9 | 18.8 | 128.9 | 13.5 | 15.7 | 17.5 | 19.3 | 18.3 | 14.7 | 17.4 | 32.9 |
| 前瞻市净率 (x) | | | | | | | | | | | |
| 当前 | 6.4 | 8.6 | 2.1 | 2.2 | 5.0 | 6.3 | 12.1 | 3.0 | 6.9 | 2.2 | 3.1 |
| 过去五年均值 | 6.1 | 8.7 | 1.9 | 1.6 | 4.5 | 5.1 | 9.4 | 2.8 | 5.5 | 2.0 | 3.2 |
| 2016-11-08 | 5.3 | 4.5 | 1.9 | 1.1 | 3.4 | 3.9 | 4.2 | 3.5 | 2.7 | 1.7 | 1.7 |
| 2023-2026 年 EPS 复合增长率 | 11.6% | 11.9% | 6.5% | 3.7% | 29.3% | 11.6% | 19.2% | 17.9% | 16.4% | 11.1% | 8.2% |
| ROE | 25.7% | 29.6% | 13.7% | 12.6% | 16.0% | 23.3% | 29.4% | 11.9% | 22.1% | 11.4% | 7.5% |
| 股利收益率 | 2.6% | 0.7% | 3.2% | 1.7% | 1.7% | 1.4% | 0.6% | 1.8% | 1.8% | 2.9% | 3.4% |

注: 数据截至 2024 年 11 月 5 日, 市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出, 市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

特朗普 2.0 对中国消费行业的影响

——短期对市场情绪的打击大于基本面，海外产能与供应链布局决定出海型企业的成败

• **特朗普更激进的关税政策或对中国消费企业出海带来负面影响：**特朗普对中国经济影响较大的政策就是通过加征关税来实现去全球化。特朗普在竞选期间宣称上台后将大幅提高关税，将所有进口产品的关税提高至 10%，而针对从中国进口的产品关税提升至 60% 以上。一旦实施，无疑将对中国消费品出口带来非常大的负面影响。然而，我们认为特朗普上台后最终是否能兑现其关税政策依然存在不确定性，短期对出海企业来说，市场情绪的影响大于基本面。对于出海企业，我们认为市场需要留意以下三点：

- (1) 目前看来，特朗普对中国更加激进的关税政策主要是针对在中国本土生产并直接出口至美国的商品（比如中国家电类产品）。因此，我们判断对于在海外有充足的产能或者供应链来满足美国市场订单需求的消费品企业（比如泡泡玛特、申洲国际、名创优品等），受到美国对中国大幅加征关税的影响相对有限。当然，美国政府若决议提高全球关税征收幅度，则对所有消费品出海企业都会有一定的影响。
 - (2) 特朗普上台将使中国出口型消费企业加快对海外产能以及供应链的布局。由于海外的生产、人工和采购成本总体而言高于国内，而生产效率则低于国内，海外产能或供应链占比的提升很可能对消费企业短期的利润率带来负面的影响。
 - (3) 我们认为，如果本次特朗普上台后采取分批、选择性加征关税的路径来降低对美国经济造成的负面影响，我们预计那些美国对中国依赖度较高的品类可能在关税加征初始阶段受到的冲击较小，而那些依赖度较低的品类可能受到的冲击更大。因此，我们判断食品饮料和烟酒等产品的出口将较早受到影响，而玩具与纺织服饰类产品短期受到的影响或比较小。
- **特朗普当选有望加快中国消费市场国产替代的脚步：**特朗普对美国本土企业降低企业税的政策利好美国本土企业的利润表现，从而利好美国资本市场表现。另外，共和党上台有望放松对资本市场的监管力度。以上两个因素可能导致资本短期更倾向于流入美国。叠加美国加大关税对中国对美出口的负面影响，我们认为人民币短期可能承压。在这一背景下，出境游的需求可能降低，而国内旅游的需求有望进一步升高。另外，进口商品在中国的需求可能减弱，部分消费行业（比如化妆品、婴配粉）国产替代的步伐有望进一步加快。
- **短期市场情绪可能承压，但长期依然取决于消费信心的恢复：**特朗普的主要政策（包括加大关税以及削减企业税）都可能导致美国国内的通胀压力重新加大。因此，我们认为特朗普上台可能会导致美联储降息进程的放缓，从而限制中国进一步放松货币政策的空间。这短期可能降低市场对中国消费力和消费信心恢复的预期，令市场情绪承压。然而，我们认为长期来看，中国消费力的提升更多依赖于消费者自身信心的恢复以及中国自身经济的发展前景。

林闻嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439



扫码关注浦银国际研究

• **消费行业后续要如何布局？** 我们认为站在当前的时点，投资者依然应该坚定选择基本面稳健、业绩确定性强的消费赛道与消费企业。我们重申我们对中国消费行业的四大选股和投资逻辑：

(1) **有能力通过出海驱动收入增长的企业：** 出海不仅能为企业打开发展和增长的空间，还能减小公司对单一市场的依赖，分散地域带来的政治与经济风险。尽管特朗普当选短期对于出海型消费企业的市场情绪会带来负面影响，但我们依然坚定看好同时满足以下条件的出海型消费企业：(1) 具有成熟的海外产能与供应链、(2) 具有强大的品牌力与产品力、(3) 在营销和渠道方面能够迎合海外的需求。

(2) **有能力迎合低线市场消费需求的企业：** 在高线市场消费需求日益饱和的情况下，低线市场不断提升的消费意识以及消费升级的需求为消费企业带来进一步的发展空间。消费企业必须在产品创新、性价比、营销、销售渠道等方面迎合低线市场消费者需求，才能有效拓展在低线市场的份额。

(3) **低估值叠加优厚股东回报的企业：** 较低的估值水平叠加较高的派息比例最终将为投资者带来丰厚的股东回报（表现为较高的股息率）。面对较大的市场不确定性，基本面稳健且股息率较高的投资标的能够更好地抵御股价的潜在下行风险。

(4) **短期具有明显业绩催化的企业：** 在资金流左右行业整体表现的大背景下，短期基本面显著改善或品牌向上趋势明显的消费品企业有望录得好于市场预期的业绩表现，从而为投资者带来超额收益。

• **重点推荐股票：** 泡泡玛特(9992.HK)、飞鹤(6186.HK)、巨子生物(2367.HK)、特海国际(HDL.US/9658.HK)。

• **投资风险：** 消费需求放缓；政策刺激效果减弱。

图表 1: 中国消费行业个股情况

| 股份代号 | 公司名称 | 股价(LC) | 市值 (百万美元) | PE (x) | | | EPS growth (%) | | | EV/EBITDA (%) | | |
|------------------|---------|---------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------|---------|-------|---------------|-------------|-------------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 运动服饰 | | | | | | | | | | | | |
| 2020.HK Equity | 安踏体育 | 85.8 | 31,227 | 16.9 | 16.0 | 14.1 | 29.9 | 5.8 | 13.3 | 10.8 | 9.8 | 8.8 |
| 2331.HK Equity | 李宁 | 16.7 | 5,546 | 12.9 | 11.5 | 10.4 | -2.7 | 12.0 | 11.1 | 6.6 | 5.9 | 5.4 |
| 2313.HK Equity | 申洲国际 | 59.0 | 11,399 | 13.9 | 12.2 | 10.4 | 28.5 | 14.4 | 12.9 | 9.2 | 8.1 | 7.2 |
| 6110.HK Equity | 滔搏 | 2.6 | 2,066 | 9.6 | 8.5 | 7.3 | -47.5 | -93.8 | 15.8 | 3.3 | 4.3 | 3.9 |
| 1368.HK Equity | 特步国际 | 5.7 | 1,961 | 11.2 | 9.9 | 8.8 | 18.2 | 12.4 | 12.9 | 6.2 | 5.5 | 5.0 |
| 3813.HK Equity | 宝胜国际 | 0.6 | 384 | 4.8 | 4.2 | 3.5 | 14.0 | 13.0 | 19.7 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 1361.HK Equity | 361度 | 4.1 | 1,083 | 6.9 | 6.0 | 5.2 | 17.0 | 15.6 | 13.8 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |
| 平均值 | | | | 15.1 | 13.9 | 12.2 | | | | 9.3 | 8.4 | 7.6 |
| 啤酒 | | | | | | | | | | | | |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 8.2 | 13,919 | 17.0 | 15.0 | 13.5 | -10.3 | 12.9 | 11.4 | 6.4 | 5.9 | 5.5 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 29.5 | 12,311 | 16.2 | 14.5 | 12.9 | 5.5 | 11.4 | 13.0 | 9.1 | 8.3 | 7.6 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 69.6 | 11,252 | 20.7 | 18.9 | 17.5 | 6.9 | 9.7 | 8.1 | 8.8 | 8.2 | 7.6 |
| 168.HK Equity | 青岛啤酒 | 51.8 | 11,252 | 14.3 | 13.2 | 12.0 | 6.1 | 8.6 | 9.9 | 8.9 | 8.3 | 7.6 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 62.0 | 4,191 | 21.9 | 20.6 | 19.4 | 2.4 | 6.4 | 6.4 | 7.4 | 7.0 | 6.6 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.2 | 4,030 | 29.9 | 23.0 | 19.1 | 49.8 | 29.7 | 20.2 | 10.1 | 8.5 | 7.3 |
| 平均值 | | | | 18.3 | 16.3 | 14.7 | | | | 8.3 | 7.6 | 7.0 |
| 白酒 | | | | | | | | | | | | |
| 600519.CH Equity | 贵州茅台 | 1,571.0 | 275,592 | 22.8 | 20.3 | 18.2 | 15.8 | 12.4 | 11.7 | 16.2 | 14.5 | 12.9 |
| 000858.CH Equity | 五粮液 | 151.3 | 81,986 | 17.6 | 16.1 | 14.6 | 10.3 | 9.7 | 10.0 | 10.6 | 9.7 | 8.8 |
| 600809.CH Equity | 山西汾酒 | 213.9 | 36,434 | 20.7 | 17.7 | 15.2 | 20.7 | 17.1 | 16.2 | 14.9 | 12.9 | 11.0 |
| 000568.CH Equity | 泸州老窖 | 139.9 | 28,757 | 14.1 | 12.8 | 11.5 | 10.2 | 10.3 | 11.3 | 9.3 | 8.6 | 7.7 |
| 002304.CH Equity | 洋河股份 | 87.9 | 18,494 | 13.8 | 13.3 | 12.3 | -4.5 | 4.4 | 7.8 | 8.5 | 8.4 | 7.9 |
| 000596.CH Equity | 古井贡酒 | 199.5 | 13,302 | 18.4 | 15.4 | 13.1 | 25.0 | 19.1 | 18.0 | 9.9 | 8.4 | 7.1 |
| 000799.CH Equity | 酒鬼酒 | 52.9 | 2,399 | 52.8 | 43.1 | 32.7 | -40.6 | 22.5 | 31.6 | 39.7 | 30.8 | 21.1 |
| 603369.CH Equity | 今世缘 | 45.3 | 7,931 | 15.4 | 13.4 | 11.7 | 16.6 | 15.2 | 14.3 | 10.5 | 9.1 | 7.9 |
| 000860.CH Equity | 顺鑫农业 | 7.7 | 3,343 | 12.5 | 10.2 | 8.4 | 15.1 | 23.2 | 20.6 | 6.8 | 5.5 | 4.5 |
| 平均值 | | | | 20.7 | 18.4 | 16.4 | | | | 14.2 | 12.7 | 11.3 |
| 奶粉 | | | | | | | | | | | | |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 5.9 | 6,893 | 12.4 | 11.5 | 11.1 | 18.9 | 7.5 | 3.4 | 6.6 | 6.4 | 6.2 |
| 1112.HK Equity | H&H国际控股 | 10.3 | 855 | 9.5 | 6.9 | 6.4 | 9.3 | 38.3 | 8.4 | 6.4 | 6.0 | 5.6 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 2.1 | 469 | 11.8 | 8.5 | 7.2 | 64.9 | 39.4 | 17.9 | 5.4 | 4.4 | 4.0 |
| 平均值 | | | | 12.0 | 10.9 | 10.4 | | | | 6.5 | 6.3 | 6.0 |
| 乳制品 | | | | | | | | | | | | |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 28.9 | 25,692 | 15.6 | 16.1 | 14.9 | 13.0 | -3.2 | 8.4 | 11.3 | 11.4 | 10.5 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 18.0 | 9,101 | 15.0 | 12.8 | 11.6 | -9.0 | 16.8 | 11.2 | 10.0 | 9.1 | 8.5 |
| 600597.CH Equity | 光明乳业 | 8.7 | 1,671 | 21.2 | 20.0 | 18.3 | -41.4 | 6.1 | 9.0 | 7.2 | 6.7 | 6.5 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 16.9 | 1,208 | 69.0 | 44.4 | 37.6 | 94.4 | 55.5 | 17.8 | 23.0 | 16.2 | 15.3 |
| 1117.HK Equity | 现代牧业 | 0.9 | 886 | N/A | 13.1 | 10.1 | -117.9 | 1,625.0 | 29.5 | 9.1 | 8.0 | 6.9 |
| 9858.HK Equity | 优然牧业 | 1.4 | 691 | 74.8 | 6.4 | 4.1 | 106.1 | 1,076.5 | 56.5 | 6.1 | 5.3 | 4.8 |
| 平均值 | | | | 18.4 | 16.1 | 14.6 | | | | 11.1 | 10.6 | 9.8 |
| 软饮料 | | | | | | | | | | | | |
| 9633.HK Equity | 农夫山泉 | 32.8 | 47,453 | 27.1 | 23.9 | 21.1 | 4.1 | 13.5 | 13.4 | 17.8 | 15.8 | 14.1 |
| 322.HK Equity | 康师傅控股 | 11.5 | 8,350 | 16.7 | 15.1 | 13.8 | 15.0 | 10.7 | 8.9 | 7.6 | 7.1 | 6.8 |
| 220.HK Equity | 统一企业中国 | 7.4 | 4,084 | 15.5 | 14.2 | 13.1 | 13.2 | 8.9 | 8.4 | 8.0 | 7.4 | 6.9 |
| 平均值 | | | | 24.9 | 22.0 | 19.5 | | | | 15.7 | 14.0 | 12.6 |
| 肉制品 | | | | | | | | | | | | |
| 000895.CH Equity | 双汇发展 | 24.9 | 12,067 | 17.3 | 16.0 | 15.4 | -1.1 | 8.2 | 3.8 | 11.5 | 10.8 | 10.2 |
| 288.HK Equity | 万洲国际 | 6.0 | 9,837 | 7.7 | 7.3 | 6.8 | 102.0 | 6.1 | 7.6 | 4.5 | 4.6 | 4.3 |
| 平均值 | | | | 13.0 | 12.1 | 11.5 | | | | 8.4 | 8.0 | 7.5 |
| 调味品 | | | | | | | | | | | | |
| 603288.CH Equity | 海天味业 | 45.2 | 35,099 | 40.2 | 36.0 | 32.5 | 11.4 | 11.6 | 10.8 | 29.6 | 26.5 | 24.1 |
| 300999.CH Equity | 金龙鱼 | 34.3 | 25,984 | 66.6 | 46.6 | 36.1 | -2.8 | 42.9 | 29.1 | 33.1 | 25.3 | 21.2 |
| 1579.HK Equity | 颐海国际 | 14.4 | 1,926 | 15.9 | 14.2 | 12.8 | -4.6 | 12.1 | 10.9 | 9.5 | 8.5 | 7.7 |
| 600872.CH Equity | 中炬高新 | 23.1 | 2,523 | 23.3 | 19.9 | 17.0 | -54.9 | 16.8 | 17.3 | 17.7 | 15.6 | 13.4 |
| 002507.CH Equity | 涪陵榨菜 | 15.3 | 2,472 | 20.3 | 18.7 | 17.4 | 4.7 | 8.6 | 7.9 | 10.9 | 10.1 | 9.6 |
| 600305.CH Equity | 恒顺醋业 | 8.1 | 1,256 | 58.3 | 47.2 | 41.4 | 70.6 | 23.7 | 14.0 | 29.4 | 24.0 | 21.4 |
| 603027.CH Equity | 千禾味业 | 12.9 | 1,853 | 24.4 | 21.4 | 18.4 | -1.0 | 13.8 | 16.4 | 16.5 | 14.7 | 13.2 |
| 平均值 | | | | 47.8 | 37.9 | 32.0 | | | | 28.9 | 24.3 | 21.4 |

(接下页...)

| 股份代号 | 公司名称 | 股价(LC) | 市值 (百万美元) | PE (x) | | | EPS growth (%) | | | EV/EBITDA (%) | | |
|------------------|---------------|--------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------|---------|---------------|-------------|-------------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 休闲食品 | | | | | | | | | | | | |
| 151.HK Equity | 中国旺旺 | 5.1 | 7,719 | 12.9 | 12.4 | 11.8 | 6.0 | 14.8 | 4.9 | 8.2 | 21.5 | 67.4 |
| 603517.CH Equity | 绝味食品 | 20.0 | 1,731 | 20.3 | 17.8 | 16.1 | 75.5 | 14.1 | 10.6 | 10.6 | 9.7 | 9.0 |
| 002557.CH Equity | 洽洽食品 | 32.3 | 2,284 | 16.6 | 14.3 | 12.4 | 22.9 | 16.1 | 15.2 | 10.1 | 9.1 | 7.9 |
| 1458.HK Equity | 周黑鸭 | 1.7 | 490 | 33.6 | 15.6 | 16.3 | -8.0 | 115.2 | -4.0 | 5.6 | 4.7 | 4.6 |
| 603719.CH Equity | 良品铺子 | 12.6 | 705 | 23.1 | 21.1 | 18.7 | 21.3 | 9.3 | 12.6 | 15.0 | 13.6 | 12.6 |
| 平均值 | | | | 15.9 | 14.1 | 13.0 | | | | 9.1 | 16.7 | 43.7 |
| 新零售 | | | | | | | | | | | | |
| 9992.HK Equity | 泡泡玛特 | 70.1 | 12,101 | 33.0 | 24.2 | 19.8 | 119.8 | 36.3 | 22.5 | 21.2 | 15.6 | 12.7 |
| MNSO.US Equity | 名创优品 | 19.0 | 5,969 | 15.6 | 12.7 | 10.8 | N/A | 16.3 | 17.4 | N/A | 9.8 | 6.5 |
| 6683.HK Equity | 巨星传奇 | 4.4 | 475 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 平均值 | | | | 27.2 | 20.4 | 16.8 | | | | 21.2 | 13.7 | 10.6 |
| 传统商超零售 | | | | | | | | | | | | |
| 601933.CH Equity | 永辉超市 | 4.7 | 5,994 | N/A | 127.8 | 62.2 | 81.3 | 232.1 | 105.4 | 19.7 | 18.4 | 17.1 |
| 6808.HK Equity | 高鑫零售 | 2.2 | 2,688 | N/A | 37.0 | 20.1 | -168.6 | 79.3 | 84.4 | 3.5 | 3.5 | 2.9 |
| 平均值 | | | | N/A | 99.7 | 49.2 | | | | 14.6 | 13.8 | 12.7 |
| 零售餐饮 | | | | | | | | | | | | |
| YUMC.US Equity | 百胜中国 | 48.3 | 18,399 | 21.2 | 19.0 | 16.6 | 14.2 | 11.7 | 14.5 | 10.2 | 9.0 | 8.6 |
| 9987.HK Equity | 百胜中国 | 378.0 | 18,508 | 21.3 | 19.1 | 16.7 | 14.2 | 11.7 | 14.5 | 10.2 | 9.0 | 8.7 |
| 6862.HK Equity | 海底捞 | 16.4 | 11,759 | 18.1 | 16.2 | 14.7 | 0.4 | 12.2 | 9.9 | 9.0 | 8.4 | 8.0 |
| 9658.HK Equity | 特海国际 | 13.3 | 1,114 | 40.8 | 22.3 | 17.3 | -1.8 | 83.3 | 28.6 | 9.5 | 7.3 | 6.2 |
| HDL.US Equity | 特海国际 | 16.8 | 1,094 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 9922.HK Equity | 九毛九 | 3.6 | 657 | 21.4 | 14.6 | 11.3 | -54.8 | 46.8 | 28.8 | 6.2 | 5.0 | 4.2 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 1.6 | 340 | N/A | N/A | 79.3 | -3,159.1 | 83.9 | 130.0 | 89.0 | 6.3 | 4.1 |
| 520.HK Equity | 呷哺呷哺 | 1.1 | 152 | N/A | 111.6 | 9.2 | -29.4 | 103.6 | 1,111.1 | 4.4 | 2.6 | 1.4 |
| 9869.HK Equity | 海伦司 | 2.9 | 477 | 20.4 | 16.2 | 12.2 | -40.3 | 26.5 | 32.9 | 15.0 | 11.4 | 8.1 |
| 603345.CH Equity | 安井食品 | 90.1 | 3,689 | 17.3 | 15.2 | 13.6 | 3.5 | 13.9 | 11.6 | 9.0 | 7.9 | 7.1 |
| 001215.CH Equity | 千味央厨 | 32.5 | 451 | 23.1 | 19.8 | 16.9 | -11.1 | 16.8 | 17.3 | 11.0 | 9.7 | 8.7 |
| LKNCY.US Equity | 瑞幸咖啡 | 24.1 | 8,118 | 151.9 | 55.2 | 45.5 | -98.6 | 175.0 | 21.3 | 12.2 | 9.7 | 8.2 |
| SBUX.US Equity | 星巴克 | 97.1 | 110,022 | 27.7 | 30.0 | 25.7 | -6.5 | -2.1 | 16.8 | 17.0 | 17.8 | 15.7 |
| THCH.US Equity | Tim Horton 中国 | 0.7 | 108 | N/A | N/A | N/A | N/A | 38.3 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 平均值 | | | | 31.3 | 27.5 | 23.6 | | | | 14.6 | 14.5 | 13.0 |
| 旅游酒店 | | | | | | | | | | | | |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 27.5 | 3,742 | 21.9 | 20.2 | 17.4 | 34.2 | 8.0 | 16.1 | 10.9 | 10.5 | 9.3 |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 14.8 | 2,303 | 19.2 | 17.3 | 15.1 | 8.3 | 11.0 | 13.9 | 10.3 | 9.0 | 8.3 |
| 1992.HK Equity | 复星旅游文化 | 3.7 | 597 | 12.8 | 10.3 | 8.0 | -15.9 | 23.8 | 29.1 | 6.5 | 6.2 | 6.0 |
| ATAT.US Equity | 亚朵生活 | 26.7 | 3,671 | 28.4 | 22.5 | 19.3 | 3.1 | 26.1 | 16.7 | 13.1 | 10.4 | 8.5 |
| 45.HK Equity | 大酒店 | 5.5 | 1,171 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 69.HK Equity | 香格里拉 (亚洲) | 5.5 | 2,514 | 14.6 | 11.5 | 8.8 | -6.4 | 27.1 | 31.1 | 15.8 | 13.8 | 14.0 |
| 1179.HK Equity | 华住集团 | 28.2 | 11,564 | 20.4 | 17.4 | 15.1 | N/A | 17.3 | 15.0 | 11.7 | 10.4 | 9.4 |
| HTHT.US Equity | 华住集团 | 37.2 | 11,871 | 20.9 | 17.8 | 15.5 | 0.8 | 17.3 | 15.0 | 12.0 | 10.7 | 9.6 |
| 平均值 | | | | 20.9 | 17.8 | 15.3 | | | | 11.9 | 10.6 | 9.5 |
| 家电 | | | | | | | | | | | | |
| 000333.CH Equity | 美的集团 | 71.2 | 75,468 | 13.5 | 12.3 | 11.2 | 6.8 | 10.3 | 9.2 | 10.7 | 9.7 | 8.9 |
| 000651.CH Equity | 格力电器 | 42.8 | 33,510 | 7.6 | 7.3 | 6.7 | 7.4 | 5.4 | 7.6 | 5.5 | 5.2 | 4.9 |
| 6690.HK Equity | 海尔智家 | 27.9 | 35,763 | 12.5 | 11.0 | 9.9 | 14.9 | 13.3 | 11.1 | 9.8 | 8.7 | 8.0 |
| 600690.CH Equity | 海尔智家 | 28.7 | 35,763 | 14.0 | 12.5 | 11.2 | 14.3 | 11.9 | 11.8 | 9.6 | 8.7 | 7.9 |
| 921.HK Equity | 海信家电 | 24.4 | 5,143 | 9.2 | 8.1 | 7.3 | 16.9 | 13.8 | 11.1 | 6.6 | 5.9 | 5.1 |
| 平均值 | | | | 12.2 | 11.1 | 10.1 | | | | 9.2 | 8.4 | 7.7 |
| 化妆品 | | | | | | | | | | | | |
| YSG.US Equity | 逸仙控股有限公司 | 4.0 | 425 | N/A | 62.0 | 7.2 | 39.5 | 128.5 | 759.6 | N/A | 6.0 | 4.0 |
| 600315.CH Equity | 上海家化 | 17.0 | 1,594 | 28.3 | 23.3 | 19.7 | -20.1 | 21.9 | 18.1 | 15.8 | 13.9 | 12.5 |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅 | 96.9 | 5,362 | 24.8 | 20.1 | 16.7 | 29.7 | 23.6 | 20.5 | 17.8 | 14.4 | 12.1 |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 61.0 | 4,103 | 44.1 | 33.4 | 27.6 | 12.4 | 32.1 | 21.1 | 30.3 | 24.1 | 20.4 |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮 | 54.3 | 3,210 | 26.7 | 21.1 | 18.1 | 13.6 | 26.3 | 16.5 | 20.0 | 16.2 | 14.3 |
| 2367.HK Equity | 巨子生物 | 55.9 | 7,387 | 26.4 | 20.9 | 16.9 | 31.5 | 26.7 | 23.4 | 20.0 | 15.8 | 12.9 |
| 平均值 | | | | 29.6 | 24.0 | 19.0 | | | | 21.1 | 16.7 | 14.1 |
| 个人以及家庭护理 | | | | | | | | | | | | |
| 1044.HK Equity | 恒安国际 | 23.4 | 3,491 | 8.9 | 8.4 | 8.1 | 0.3 | 5.5 | 3.9 | 5.6 | 5.3 | 5.1 |
| 002511.CH Equity | 中顺洁柔 | 7.3 | 1,325 | 24.1 | 22.5 | 20.8 | 16.2 | 7.3 | 8.3 | 11.9 | 10.4 | 9.6 |
| 平均值 | | | | 13.1 | 12.3 | 11.6 | | | | 7.3 | 6.7 | 6.4 |

注：美股截至 2024 年 11 月 5 日收盘价，港股与 A 股截至 2024 年 11 月 6 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

图表 2: SPDBI 消费行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 评级及目标价 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|---------|----|----------|----------------|--------|
| 2331 HK Equity | 李宁 | 16.7 | 持有 | 15.94 | 2024年10月23日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity | 安踏体育 | 85.8 | 买入 | 119.8 | 2024年10月11日 | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity | 宝胜国际 | 0.6 | 买入 | 0.73 | 2024年8月13日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity | 滔搏 | 2.6 | 买入 | 3.07 | 2024年10月24日 | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 1.6 | 买入 | 10.0 | 2023年4月3日 | 零售餐饮 |
| YUMC.US Equity | 百胜中国 | 48.3 | 买入 | 61.5 | 2024年11月5日 | 零售餐饮 |
| 9987.HK Equity | 百胜中国 | 378.0 | 买入 | 479.7 | 2024年11月5日 | 零售餐饮 |
| 6862.HK Equity | 海底捞 | 16.4 | 买入 | 19.5 | 2024年10月14日 | 零售餐饮 |
| 9658.HK Equity | 特海国际 | 13.3 | 买入 | 16.6 | 2024年9月2日 | 零售餐饮 |
| HDL.US Equity | 特海国际 | 16.8 | 买入 | 21.3 | 2024年9月2日 | 零售餐饮 |
| 9922.HK Equity | 九毛九 | 3.6 | 持有 | 2.81 | 2024年8月26日 | 零售餐饮 |
| LKNCY.US Equity | 瑞幸咖啡 | 24.1 | 买入 | 34.1 | 2024年11月4日 | 零售餐饮 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 29.5 | 买入 | 29.7 | 2024年8月20日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 62.0 | 买入 | 87.3 | 2024年5月6日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 8.2 | 买入 | 9.85 | 2024年10月31日 | 啤酒 |
| 0168.HK Equity | 青岛啤酒 | 51.8 | 持有 | 58.4 | 2024年10月30日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 69.6 | 持有 | 70.6 | 2024年10月30日 | 啤酒 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.2 | 卖出 | 7.6 | 2022年1月26日 | 啤酒 |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 28.9 | 持有 | 32.1 | 2024年10月31日 | 乳制品 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 18.0 | 买入 | 16.2 | 2024年8月29日 | 乳制品 |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 8.7 | 持有 | 12.6 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 5.9 | 买入 | 5.21 | 2024年9月3日 | 乳制品 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 2.1 | 持有 | 4.3 | 2023年5月2日 | 乳制品 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 16.9 | 买入 | 19.8 | 2023年10月30日 | 乳制品 |
| 9858.HK Equity | 优然牧业 | 1.4 | 买入 | 3.7 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 1117.HK Equity | 现代牧业 | 0.9 | 买入 | 1.3 | 2022年8月1日 | 乳制品 |
| 6683.HK Equity | 巨星传奇 | 4.4 | 买入 | 13.9 | 2024年6月13日 | 新零售 |
| 9992.HK Equity | 泡泡玛特 | 70.1 | 买入 | 78.9 | 2024年10月23日 | 新零售 |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅 | 96.9 | 买入 | 115.0 | 2024年10月25日 | 化妆品 |
| 2367.HK Equity | 巨子生物 | 55.9 | 买入 | 52.0 | 2024年7月2日 | 化妆品 |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 61.0 | 持有 | 62.1 | 2024年10月31日 | 化妆品 |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮 | 54.3 | 持有 | 55.5 | 2024年10月25日 | 化妆品 |
| ATAT.US Equity | 亚朵集团 | 26.7 | 买入 | 24.0 | 2024年8月30日 | 酒店 |
| 1179.HK Equity | 华住集团 | 28.2 | 买入 | 28.0 | 2024年8月21日 | 酒店 |
| HTHT.US Equity | 华住集团 | 37.2 | 买入 | 35.4 | 2024年8月21日 | 酒店 |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 27.5 | 持有 | 28.1 | 2024年11月3日 | 酒店 |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 14.8 | 持有 | 15.5 | 2024年10月31日 | 酒店 |

注: 美股截至2024年11月5日, 港股和A股截至2024年11月6日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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

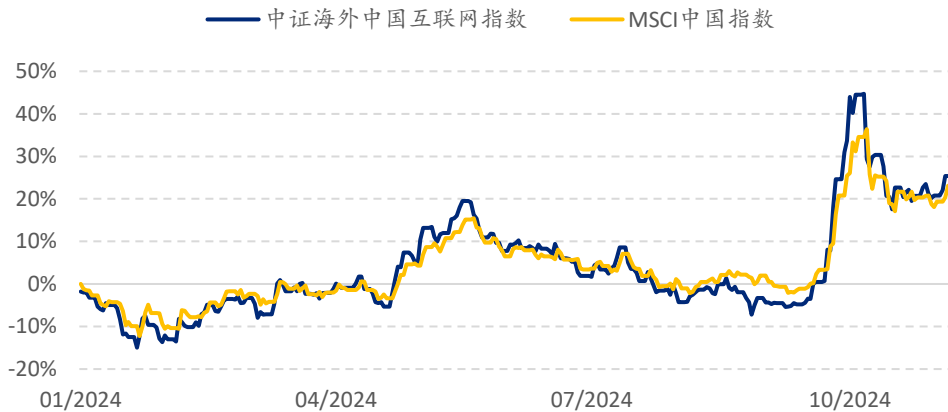
charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409



扫码关注浦银国际研究

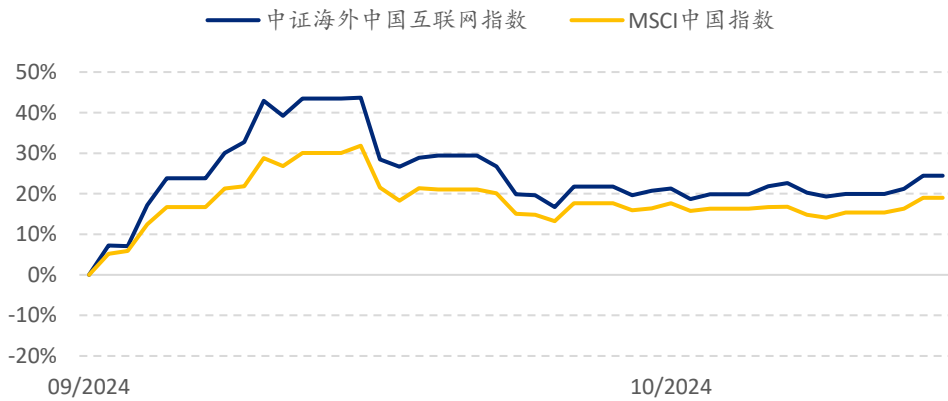
图表 1: 互联网板块 2024 年至今录得强劲反弹



注: 截至 2024 年 11 月 5 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

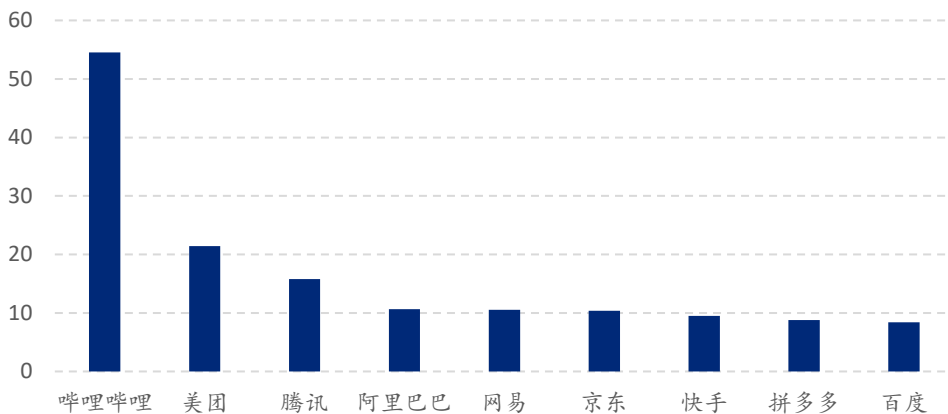
图表 2: 互联网板块 2024 年 9 月 23 日至今表现



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

特朗普 2.0 对科技行业的影响

——美大选结果有望加速国产替代，扩张国内需求

北京时间 11 月 6 日下午，美国大选结果揭晓，特朗普当选总统，共和党在参议院中获胜，在众议院选举中领先。这利好中国科技产业加速国产化进程。

首先，从特朗普主张的加大美国贸易关税以及加大对中国贸易壁垒角度看，这对于中国相关科技产业，尤其是智能手机类消费电子以及新能源车等下游需求影响较小。中国企业，包括智能手机和新能源车，在美国的销售体量几乎可以忽略不计。而且，中国这些 C 端产品企业的海外战略不在于美国市场，而是在于欧洲、东南亚、中东、非洲、南美等其他海外市场。因此，从基本面角度来看，我们认为美增加关税对于中国智能手机、新能源车及其产业链短期的基本面影响较小。

而美国本土企业，如苹果、特斯拉等，也在这两年保持对于海外供应链的建设，以减少对于中国供应链依赖的风险。但是，美政策对于这些美国科技龙头的影响有待持续观察。

在消费电子领域，我们维持**此前的判断**，对于比亚迪电子(285.HK)、立讯精密(002475.CH)、蓝思科技(300433.CH)等平台企业的稳步扩张和利润增长的基本面保持乐观，重申其“买入”评级。

在新能源车领域，我们预期中国新能源车行业渗透率加速上扬，中国车企持续出海提供增量。重申对于理想汽车(LI.US/2015.HK)、零跑汽车(9863.HK)、比亚迪(1211.HK/002594.CH)等受益于新能源车混动车型行业红利等车企的乐观判断。

其次，从美对中对在半导体等技术前沿领域的制裁可能加码的角度来看，这有利于中国半导体公司短期情绪面的上行，并有望在中长期加速国产替代，实现增量增长。

在我们覆盖的中国晶圆代工和功率半导体行业中，我们观察到中国半导体的国产化替代在持续进行，尤其在车的应用领域进展显著。我们看好华虹半导体(1347.HK/688347.CH)受益于半导体基本面周期上行趋势以及其较为吸引人的市净率估值。我们重申新洁能(605111.CH)的“买入”评级，因其有望受益于汽车电子和 AI 服务器的高速成长。

最后，从特朗普对内减税的政策来看，这利好美国/境外的企业的利润改善。进一步，从宏观和策略角度分析判断，这利好之后的美股走势。因此，我们对包括苹果(AAPL.US)、英伟达(NVDA.US)、高通(QCOM.US)等在内的美国头部科技企业保持乐观。同时，我们重申 Mobileye(MBLY.US)的“买入”评级，公司受到中国企业出口海外或美国的竞争较小，有望在海外车企中保持高于行业的成长。我们也重申台积电(TSM.US/2330.TT)的“买入”评级，认为其受益于中国海外供应链安全需求以及 AI 行业的成长红利。

投资风险：美大选后，其政策落地存在扰动；全球智能手机和新能源车行业需求不及预期；半导体行业价格持续下行，库存消化速度慢于预期；行业竞争加剧拖累业绩表现；市场恐慌情绪压制估值提升。

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

马智焱

科技分析师
ivy_ma@spdbi.com
(852) 2809 0300



扫码关注浦银国际研究

特朗普 2.0 对中国医药行业的影响

——整体影响有限，CXO 市场情绪或走低

● 美国大选结果已于北京时间 11 月 6 日揭晓，特朗普当选新一届美国总统。此次美国大选议题对医药领域讨论相对有限，我们认为此次大选结果主要在短期影响中国 CXO 行业及中国创新药企市场情绪，美国长期限制中国医药企业的政策大方向基本维持不变。具体来看，我们认为下列相关政策将对中国医药行业短期内或造成一定市场情绪上的影响：

- **《生物安全法案》单独立法概率或较此前上升，海外降息进程或放缓，致使 CXO 行业市场情绪走低：**此前 9 月份 H.R.8333 获众议院投票通过主要系共和党推动，反对的票数绝大部分来自于民主党。特朗普当选后，我们认为《生物安全法案》单独立法概率较此前有所提升，草案或更快完成立法程序，在大选后交接期间通过的概率有所上升，因此，药明系股票及 CXO 行业市场情绪或将短期内走低。另一方面，由于特朗普上台可能会导致美联储降息进程放缓，从而可能会导致海外生物医药融资复苏放缓，因此市场对于 CXO 行业短期内海外新签订单速度及订单转化收入周期的担忧或许会略有上升。
- **《通货膨胀削减法案》(IRA) 压力有望得到缓解，短期内或提振市场对于中国创新药海外销售的情绪：**IRA 于 2022 年 8 月由美国国会通过并由拜登签署，旨在抑制美国的通货膨胀，其中包括处方药定价改革等内容，允许 Medicare 直接进行药品价格谈判，控制和压低药品价格。然而，特朗普更倾向于通过市场竞争来调节价格，此次特朗普当选后，可能会受到制药行业的压力，要求“拖延谈判价格或以其他方式制造障碍”。因此，IRA 扩大有望得到限制，药企面临的 IRA 压力有望得到一定程度缓解，短期有可能提振海外药企股票市场情绪及中国成功出海企业海外销售情绪。中长期来看，若海外药企降价压力能得到有效缓解，跨国大药企有望提升跨境 BD 交易频次，购入具备全球竞争力的创新候选药物，补充其创新管线，这将间接利好中国创新药企出海授权。
- **潜在的全面加征中国产品关税的政策对中国医药企业影响有限：**由于特朗普一直秉持“美国优先”的理念，在贸易等领域对中国采取强硬措施，在生物医药领域也可能继续通过提高关税、设置贸易壁垒等手段限制中国医药产品进入美国市场，以保护美国本土医药产业。考虑到目前中国企业成功出口至美国的药品极为有限（原料药为主）及中国低廉的药品生产成本，我们认为即使加征关税，对已有原料药出口的中国医药企业影响仍然有限。此外，越来越多的创新药企采取授权交易方式把海外权益出让给海外企业从而降低中国企业直接出口美国市场的风险，因此

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇，CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446



扫码关注浦银国际研究

我们认为加征关税的影响亦较为有限。器械方面，我们认为美国制裁在中长期仍将以不同形式出现，但美国市场竞争相对激烈，国产医疗器械市占率较低，占公司收入比例不高，且多数可能受到加征关税影响的国产医疗器械企业自特朗普上一任期对部分国产医疗器械加征关税后便开始着手应对地缘政治风险，企业一般可通过推动海外本地化生产、加大高端市场拓展力度、加快产品迭代提高产品附加值来消化关税增加对利润的影响。若美国后续加征关税，我们认为对企业业绩的实质影响相对有限。

- **投资建议：持续看好创新药、高值耗材与医疗设备：**1) 创新药：得益于国家政策支持以及中国创新药企研发实力持续升级，我们长期看好创新药板块，建议关注短期催化剂丰富、具备重磅创新药品获批及潜在出海授权标的，包括和黄医药 (HCM.US/0013.HK)、康方生物 (9926.HK)；2) 高值耗材与医疗设备：继续看好明年有望受益于设备更新政策落地的医疗设备及股价弹性更高且年内业绩低基数的创新高值耗材，建议关注归创通桥 (2190.HK)、春立医疗 (1858.HK/688236.CH)、迈瑞医疗 (300760.CH)。
- **投资风险：**中美地缘政治紧张进一步加剧、宏观支持政策落地不及预期、创新药支持政策不及预期。

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人士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

