

# 互联网行业：久旱逢甘霖，短期有获利回调压力，但远未泡沫

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10月4日

- 近期复盘：**近期，受益于中国政府一系列刺激经济政策以及美联储降息影响，市场情绪重燃，流动性释放，中国互联网行业股价也在近两周迎来暴涨。自2024年9月24日至10月2日，中证海外中国互联网指数(+41%)跑赢MSCI中国指数(+30%)。2024年9月24日至10月3日，从细分板块来看，涨幅由高到低依次为在线视频(+58%)、SaaS(+53%)、O2O(+43%)、在线音乐(+40%)、电商(+36%)、广告(+34%)、游戏(+26%)、直播(+18%)；主要覆盖个股方面，哔哩哔哩涨幅86%，相对领先（浦银策略9月19日报告《[浦银国际月度市场策略：美联储降息落地，关注港股市场投资机遇](#)》，曾建议关注降息受益标的），其次为美团(+54%)、京东(+51%)、拼多多(+49%)。我们认为此次强反弹行情，主要来自政策面带动下的市场情绪回归，而涨幅靠前的公司特点包括：前期股价跌幅较大、负债率较高、盈利仍有大幅改善空间的中腰部企业，弹性更高。
- 后续展望：**股价经历了连续两周暴涨，反弹猛烈程度以及持续时间比我们预期更加乐观，而基本面暂未出现明显变化。短期可能存在一定获利回调风险，中长期整体向上趋势较为明朗。当前点位远非泡沫：纵向看，估值仍处于历史低位，互联网头部企业2024E市盈率集中在10x~20x区间，指数较2020.3低点以及2021.02高点来看，涨跌幅分别为+5%和-59%；横向比较来看，性价比优势依然凸显：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，是影响股价走势关键，市场逐渐接受从价值维度评判，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。此外，四季度仍需重点关注：美国大选下的地缘政治风险、公司回购进展等。
- 选股逻辑：**我们后续选股偏好有三：1) **补涨行情**，例如龙头股腾讯，在本轮上涨行情中表现较弱，后续存在补涨机会；2) **高成长且低估值(PE/G角度)**，从中长期来看，股价将回归于公司基本面，收入高增长在当前行业中仍较为稀缺，例如拼多多；3) **直接受益于消费复苏且竞争格局稳定**，如美团。综上，个股方面，我们建议重点关注：**腾讯(700.HK)、拼多多(PDD.US)、美团(3690.HK)**。
- 投资风险：**行业需求放缓，行业竞争加剧。



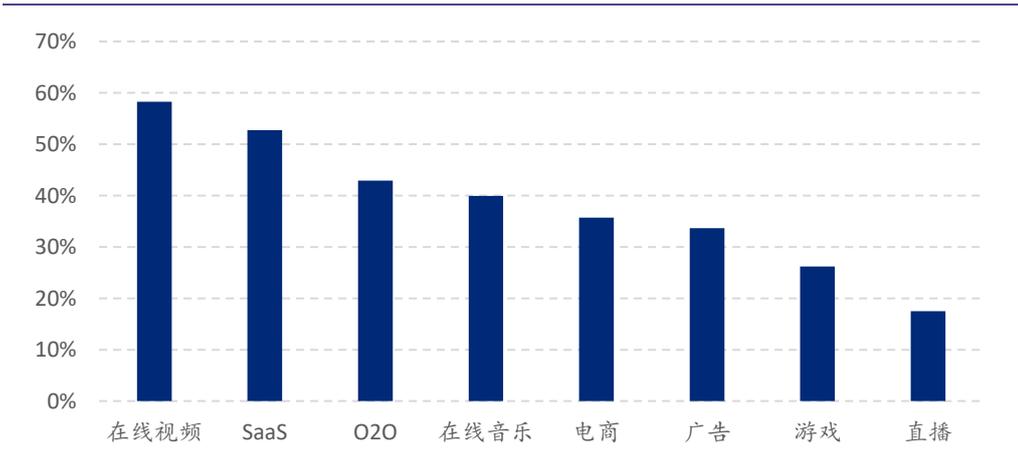
扫码关注浦银国际研究

图表 1: 互联网板块 2024 年至今录得强劲反弹



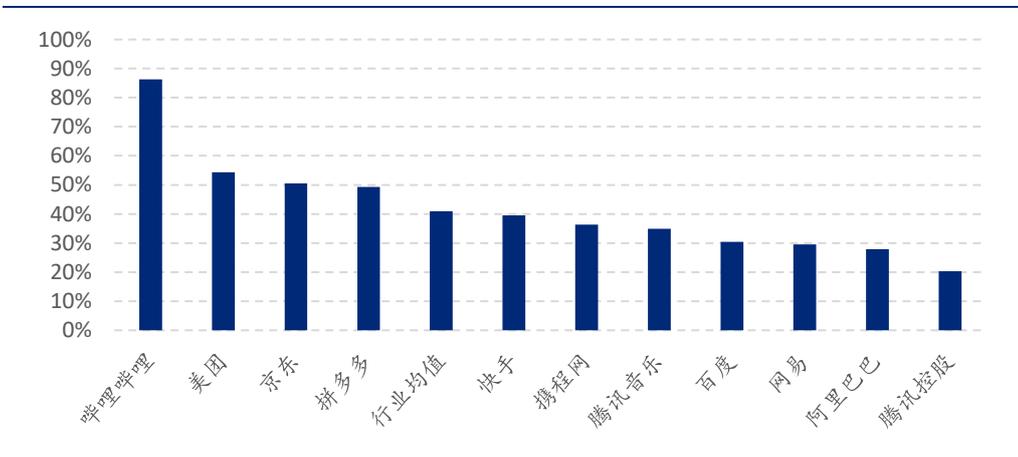
注: 截至 10 月 2 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 2: 2024 年互联网各细分板块股价变动 (9.24-10.3)



注: 港股截至 10 月 3 日, 美股截至 10 月 2 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 主要互联网公司股价表现 (9.24-10.3)



注: 行业指数为中证中国海外互联网指数, 港股截至 10 月 3 日, 美股截至 10 月 2 日  
资料来源: Wind、浦银国际

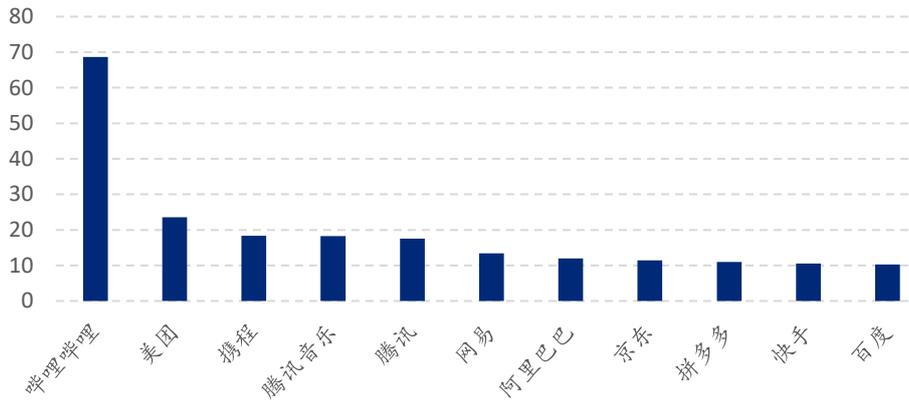
图表 4: 互联网板块指数较疫情低点及 2021 年高点表现



注: 截至 10 月 2 日

资料来源: Wind、浦银国际

图表 5: 主要互联网公司远期 P/E



注: 港股截至 10 月 3 日, 美股截至 10 月 2 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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)			ROE (%)		
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	561,558	444.6	59.0	19.0	17.1	15.4	6.0	5.5	5.0
NTES US Equity	网易	游戏	62,328	96.6	3.7	13.6	12.4	11.3	4.1	3.7	3.5
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	4,428	4.2	(19.2)	12.8	10.2	8.0	1.7	1.5	1.4
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	5,656	17.9	(4.8)	14.7	12.9	11.6	2.1	1.9	1.8
002624 CH Equity	完美世界	游戏	2,653	9.6	(18.9)	53.9	24.4	20.3	2.9	2.6	2.3
603444 CH Equity	吉比特	游戏	2,507	244.2	(0.4)	17.2	14.8	13.3	4.4	3.9	3.6
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	3,321	11.8	6.0	15.9	14.1	12.8	7.3	6.6	6.1
2400 HK Equity	心动公司	游戏	1,673	25.5	159.8	16.7	15.4	13.8	2.2	2.0	1.9
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	2,152	5.5	7.4	50.3	42.5	N/A	14.2	14.3	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	815	11.7	(3.7)	6.8	5.2	4.7	0.9	0.8	0.8
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	248	2.3	23.0	N/A	19.8	14.5	1.6	1.3	1.2
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	602	2.7	19.9	N/A	8.9	7.6	2.2	1.0	0.9
799 HK Equity	IGG	游戏	651	4.2	33.0	7.8	6.5	5.5	0.9	0.8	0.8
平均					20.4	20.8	15.7	11.6	3.9	3.5	2.4
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	270,557	112.7	46.7	12.9	11.2	9.2	1.9	1.8	1.7
JD US Equity	京东	电商	69,554	42.9	48.6	11.5	10.8	9.9	0.4	0.4	0.4
PDD US Equity	拼多多	电商	202,261	145.6	(0.5)	12.0	10.0	8.5	3.5	2.7	2.3
VIPS US Equity	唯品会	电商	8,845	16.6	(6.6)	7.3	7.1	6.8	0.6	0.6	0.6
9878 HK Equity	汇通达	电商	1,547	21.9	(29.8)	21.2	17.0	13.4	0.1	0.1	0.1
9991 HK Equity	宝尊	电商	223	9.2	37.9	257.3	12.4	8.2	0.2	0.2	0.2
平均					16.1	53.7	11.4	9.3	1.1	1.0	0.9
BIDU US Equity	百度	广告	38,670	110.3	(7.4)	9.9	9.8	8.9	2.0	1.9	1.8
WB US Equity	微博	广告	2,620	10.8	8.6	6.1	5.9	5.8	1.5	1.5	1.4
ZH US Equity	知乎	广告	403	4.1	(27.0)	N/A	72.3	27.7	0.8	0.8	0.7
平均					(8.6)	8.0	29.3	14.1	1.4	1.4	1.3
1024 HK Equity	快手	在线视频	32,723	54.9	11.1	13.1	10.3	8.6	1.8	1.6	1.5
BILI US Equity	哔哩哔哩	在线视频	11,260	26.7	119.6	N/A	43.1	28.5	3.0	2.6	2.4
IQ US Equity	爱奇艺	在线视频	2,889	3.0	(38.3)	15.1	10.0	8.3	0.7	0.6	0.6
平均					30.8	14.1	21.1	15.2	1.8	1.6	1.5
TME US Equity	腾讯音乐	在线音乐	21,880	12.8	41.5	19.1	16.4	14.3	5.4	4.9	4.5
9899 HK Equity	云音乐	在线音乐	3,864	133.0	54.9	18.6	17.3	15.4	3.4	3.1	2.9
平均					48.2	18.9	16.8	14.8	4.4	4.0	3.7
3690 HK Equity	美团	020	151,603	172.0	136.3	26.5	21.1	16.8	3.2	2.7	2.4
TCOM US Equity	携程网	020	40,391	62.5	73.6	18.1	16.8	14.8	5.4	4.7	4.1
780 HK Equity	同程旅行	020	6,092	20.0	40.9	17.4	14.5	12.0	2.5	2.1	1.9
平均					83.6	20.7	17.5	14.5	3.7	3.2	2.8
YY US Equity	欢聚	直播	2,089	36.6	(7.9)	9.4	8.7	7.7	0.9	0.9	0.8
MOMO US Equity	陌陌	直播	1,474	7.9	24.1	9.0	6.7	6.1	1.0	1.0	0.9
HUYA US Equity	虎牙直播	直播	1,205	5.3	68.9	30.2	19.0	13.5	1.4	1.2	1.1
DOYU US Equity	斗鱼	直播	359	11.2	145.3	N/A	N/A	N/A	0.6	0.6	0.6
3700 HK Equity	映客	直播	239	1.0	15.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均					49.2	16.2	11.4	9.1	1.0	0.9	0.9

(…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	17,556	266.4	(15.7)	77.9	61.2	48.1	23.3	18.8	15.0
600588 CH Equity	用友网络	SaaS	5,599	11.5	(35.4)	958.3	103.6	55.3	3.6	3.1	2.7
002410 CH Equity	广联达	SaaS	3,182	13.5	(21.1)	46.0	31.7	25.2	3.4	3.2	2.9
268 HK Equity	金蝶国际	SaaS	4,469	9.0	(14.9)	N/A	145.8	58.3	4.8	4.2	3.6
000977 CH Equity	浪潮信息	SaaS	8,704	41.5	25.0	28.2	23.0	19.2	0.8	0.7	0.6
3888 HK Equity	金山软件	SaaS	5,239	29.6	26.3	29.3	23.9	19.6	3.7	3.3	2.9
909 HK Equity	明源云	SaaS	930	3.2	33.4	N/A	N/A	1,117.6	4.1	4.0	3.8
354 HK Equity	中软国际	SaaS	1,905	5.2	(7.9)	18.0	14.8	12.7	0.8	0.7	0.6
KC US Equity	金山云	SaaS	809	3.2	(15.6)	N/A	N/A	N/A	0.8	0.7	0.6
2013 HK Equity	微盟集团	SaaS	812	1.9	(28.8)	N/A	N/A	40.3	3.1	2.7	2.6
9959 HK Equity	联易融	SaaS	630	1.9	42.0	N/A	10.3	6.8	4.8	4.1	3.4
8083 HK Equity	中国有赞	SaaS	449	0.1	(26.4)	95.8	95.8	12.0	2.2	2.3	2.1
VNET US Equity	世纪互联	SaaS	1,078	4.2	46.0	565.5	59.4	37.2	1.0	0.8	0.8
1860 HK Equity	汇量科技	SaaS	458	2.1	(22.1)	29.1	9.7	N/A	0.4	0.3	0.3
6608 HK Equity	百融云	SaaS	725	10.3	(15.2)	14.7	11.8	8.1	1.7	1.5	1.3
平均					(2.0)	186.3	49.2	112.3	3.9	3.4	2.9

注: E=Bloomberg 一致预测, A 股港股截至 10 月 3 日, 美股截至 10 月 2 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

