



## 振翅騰飛

# 跟紅頂白

## 祝振駒Raymond Jook

翱騰投資管理(香港)有限公司董事總經理，特許財務分析師  
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立翱騰。  
博客：[blog.sina.com.cn/raymondj2011](http://blog.sina.com.cn/raymondj2011)

今年首季的中資科網業績期接近結束，明顯的現象是保持高增長及處於市場預測的公司股價均大幅度從5月初的低位反彈。

個別業績欠佳及低於預期者則遭受拋售或者跑輸給其他對手。因為首季核心盈利按年倒退12.8%，金山軟件(03888)第二天立刻下瀉11.6%，這份業績令市場大跌眼鏡，雖然營收按年大升47.8%，但各項營運開支增長更快，令到邊際利潤率下跌。估計為了分拆獵豹移動(CMCM)於美國上市，所以利用集團資源大幅度增加開支催谷其營收及用戶人數。

### 市場貪新忘舊

隨着愈來愈多具規模及獨特營運模式的中資科網股上市，如4月及5月就先後有社交網微博(WB)，地產網站樂居(LEJU)，旅遊網站途牛(TOUR)，網絡安全應用軟件公司獵豹移動，化粧品網站聚美優品(JEMI)及內地第二最大電子商貿網站京東商城(JD)於美國上市，投資者將會愈來愈挑剔，將注碼集中在行業龍頭，或者是故事最吸引和增長最快速的公司。

新股因為貨源歸邊，而且沒有包袱(即俗語所謂蟹貨)，所以對沖基金樂於炒作。這些新上市公司股價都能超逾招股價水平，就算最弱勢的微博，因為首季業績不理想及受到中央政府打擊色情內容影響，股價經調整後仍能堅守在招股價之上。重新股上市後的表現看，美國市場似乎對中資科網股的熱情仍未減退，但同一時間，一部分上市時間較長或缺乏增長動力的科網公司股價依舊低迷或落後，充分顯示市場貪新忘舊和跟紅頂白的特性。

挑選投資科網股，一定不能以估值高低作判斷，因為市場寧願付出高溢價買增長加速公司，也不願意持有低估值及低增長股份。傳統

### 科網股首季業績

公司名稱	2014年第2季指引		2014年每股盈利預測增長	2014年預測市盈率(倍)	業務性質
	營業額(億人民幣)	按年增長			
騰訊(00700)	不適用	不適用	43.1%	28.4	綜合性平台網站
慧聰網(08292)	不適用	不適用	49.2%	34.3	B2B電子商貿
易車(BITA US)	4.80-5.00	42-47.9%	60.0%	28.7	汽車網站
奇虎(360QIHU US)	18.68-18.99	98-101%	68.8%	39.4	防毒/搜索/綜合性平台網站
搜房(SFUN US)	7.8-7.96*	22.5-25%	21.1%	15.9	地產網站
唯品會(VIPS US)	48.57-49.20	122-124.9%	124.1%	66.1	服裝及化粧品電子商貿
歡聚時代(YE US)	12.12-12.31	82-85%	58.1%	27.8	綜合性平台及社交網站
平均			60.6%	34.4	
*全年度預測					

網遊公司如盛大遊戲(GAME)及巨人網絡(GA)最終決定在美國退市，就是因為增長放緩，股價長期低迷，市盈率只有6至8倍。

金山軟件次季業績必須大幅改善，證明給市場首季倒退只是暫時性，否則以它現時超過30倍的2014年預測市盈率，股價仍然有很大下行空間。分拆出來的獵豹移動正處於高增長期，前景似乎更有保證，子公司看來值博率更高。

從首季業績看，不包括新上市公司，預計以上科網股(見表)料可保持增長動力及受關注。

權益披露：筆者旗下基金持有部分上述股份，並隨時於市場買入或沽出