

太平洋網絡(00543)因為估值(現時約10倍多)遠遠落後於同類的15倍至16倍，所以仍有升值潛能。

## 新經濟食物鏈

互聯網股吸引之處主要其增長可以有無限想像空間，當一家擁有紮實營運模式的公司，取得行業市場佔有率的領先優勢及業務開始轉虧為盈時，其股價可以在短時間內增長數倍。網龍(00777)的轉捩點是其移動網上業務(手機應用程式下載平台)於去年第三季開始產生盈利。

其實有多家在美上市的中國互聯網公司，股價於過去一年都大幅上升，例如奇虎360(QIHU)、唯品會(VIPS)及YY.COM(YY)，就分別上升了146.4%、475.4%及173.5%(自去年11月)。她們的特色是，過去一至兩年(2011年3月、2012年3月及11月)才上市。

營運模式都是較特別和有別於以往上市多年的行業龍頭如騰訊控股(00700)、百度(BIDU)及新浪(SINA)等。三者的預測市盈率分別高達51倍、41倍及33倍，而唯品會去年第四季才正式賺錢。

### 平台業務較優可享高估值

在互聯網的生態中，最高級的是做電子商貿平台，例如Amazon(AMZN)，市盈率可高達200倍以上；其次是社交平台，如Facebook(FB)及LinkedIn(LNKD)，市盈率可達40倍至100倍，然後是搜索或垂直網站，如Google(GOOG)和Yahoo(YHOO)，市盈率若19倍至20倍。

最下層的為網絡遊戲開放商(因為用戶對新遊戲沒有使用慣性)，如Electronic Arts(EA)或Activision Blizzard(ATVI)，市盈率頂多只有10多倍(中國的只有10倍以內)。以上全是龍頭股的估值，規模較小的對手，可能隨時尚在虧損或估值存在較大差距。

平台的特色是固定成本有限，用戶人

數和使用量卻可以無限，而長期使用者會產生慣性，很難被另一新平台挖走，所以取得先機非常重要，一旦成功，估值可得市場溢價，然後再加大投資將對手拋離。國內的新興互聯網股之所以跑出，主要是她們着眼於電腦和手機上，建立擁有自己用戶量的平台。

奇虎利用瀏覽器及免費防毒軟件建立電腦和手機上的切入平台，加上手機應用程式下載平台，從而獲取用戶流量，去年開始更進入搜索領域，與百度直接競爭，且取得市場第二位(若20%份額)。

唯品會則建立網上消費品(主要為衣服、美容及家居用品)電子商貿平台，專門為國內品牌促銷。YY則由網上遊戲社交平台，拓展為網上卡拉OK及點唱，甚至網上補習。在港上市的網龍及金山軟件(03888)都是奇虎的直接競爭對手，所以投資者絕對有需要了解美國上市的中資互聯網股發展，才可以判斷板塊內各對手的前景及相對估值。

### 阿里巴巴上市勢帶動板塊

網龍及金山軟件於過往數月備受追捧，她們的主營業務由網絡遊轉變成網上平台，所以估值上升。上期介紹的太平洋網絡(00543)因為估值(現時約10倍多)遠遠落後於同類的15倍至16倍，所以仍有升值潛能。阿里巴巴之所以受注目，因為她位處食物鏈的最前端，且盈利規模最大(去年賺4.8億美元)。筆者相信她在港上市，將帶來這板塊的高潮，相關股票會在這段時間內繼續受市場密切關注。RM

權益披露：筆者旗下基金持有太平洋網絡(00543)、網龍(00777)及金山軟件(03888)股份，並可能隨時買入及沽出。

### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：[blog.sina.com.cn/raymondj2011](http://blog.sina.com.cn/raymondj2011)

