

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

朗騰投資管理（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年創立朗騰。

互聯網顛覆性

最近聽到一個中原地產創辦人施永青先生的訪問，內容主要是內地互聯網公司看中地產中介這個板塊可以加以顛覆，所以行業進入了戰國時代。

騰訊控股 (00700) 穩守150元



上周收報：153.2元 市值：14638億元

金山軟件 (03888) 上周五回吐



上周收報：19.84元 市值：265億元

施先生承認被形勢所迫，故重掌帥印（包括主席及行政總裁二職），親身領導集團反擊。媒體早前已曾報道過，中原正籌備上市，施先生重出江湖估計是為了御駕親征，希望透過個人魅力及其號召力，在資本市場上爭取最高估值籌集資金。以往中原自給自足，如今面對財雄勢大的敵人（包括互聯網巨人，私募及創投基金），不得不改變策略，借用資本市場資金以夷制夷。

市場獎勵用戶增長及佔有率

在美國已經上市的O2O（Online-to-Offline）中資地產中介包括樂居（LEJU）及搜房（SFUN），雖然兩者已由高位回落不少（下跌超過一半以上），但市值仍分別高達8.2億及30億美元（2014年市盈率分別為18倍及38倍）。大部分互聯網顛覆者的營運模型都是透過創投基金提供源源不絕的股本資金，用「燒錢」方法補貼最終消費者，改變其消費使用習慣，然後成功招攬他們成為長期用戶。資本市場評估公司價值，不再是單純看盈利能力，而是用戶增長速度（即用最短時間取得最高市場佔有率）。概念愈特別及用戶增長速度愈快，公司的估值就愈高，就愈容易集資，愈有條件打持久戰。因為資本市場願意支持，所以激發了更多非理性的商業模式。

因為移動互聯網的興起（現在基本上每位成人都擁有一部以上智能手機），消費者一旦成為科網公司長期用戶，可以透過軟件（Apps）及大數據分析，交叉銷售及賺取其食物鏈內上中下游的其他服務。所以在互聯網世界中，誰擁有最多用戶，誰就可稱王。但在建立用戶群過程中，大部分科網公司都必須透過市場所得資金，提供折扣及更優質服務（例如將商品在極短時間內直接送至消費者門口），以至免費應用程式來補貼用戶。傳統行業市盈率偏低，也缺乏集資能力，加上管理手段欠靈活性，所以其業務及市場不斷被新興的科網公司蠶食。

科網推動經濟改革

中央政府高度支持「互聯網+」，又鼓勵年輕人創業，估計用意之一是希望透過吸納



外國創投資金扶植高科技，然後透過科網推動經濟改革，製造更多成功的民營企業及就業機會，逐漸取代僵化的國企，成為中國未來的新經濟支柱。但過程中很多傳統行業及既得利益者必成為改革過程的犧牲品，中間必然經歷了一個財富轉移的過程。

今天已擁有規模效應及生態鏈的科網公司，因為其資本市場集資能力較強，在爭取用戶的戰場上，將會最具打消耗戰的能力。長綫而言，估計百度（BIDU）、阿里巴巴（BABA）、騰訊（00700）以至金山（03888）將仍然是領導群雄的龍頭。