

中国互联网行业分析

增持
(维持)

关注细分行业垄断企业

08Q3 网络经济市场规模达 146.3 亿元，环比增长 9.8%，同比增长率由 08Q1 的 61% 下降至 08Q3 的 52.2%。网络经济虽然受到国内经济增速放缓影响，但仍然维持高速增长。

2009 年 1 月 16 日

网络广告市场持续增长 08Q3 品牌图形广告主导网络广告，所占份额达 53%。搜索引擎市场规模达 14.29 亿元，同比增长 70.5%，未能持续翻番，所占比重也略有下降。百度和谷歌市场份额合计突破 90%，垄断地位加强。

网上旅行预定市场增速放缓 网上旅行预定市场增长放缓趋势明显，08Q3 环比增长率仅为 1.3%，同比增长也仅为 17.1%。三季度在旅客周转量和运输量均为负增长的背景下，网上预定市场增长能取得这样的增长速度，还是值得欣慰的。

网络搜索市场分析 搜索引擎市场规模增速有所放缓，但仍然保持高速增长，第三季度同比增速达 70.5%。预期增长势头仍将保持强劲。百度和谷歌垄断整个细分市场，合计份额超过 90%。网页搜索市场份额百度傲居榜首，与 GOOGLE 合计市场份额超过 94%。

网络购物市场格局不变 08Q3 网购交易规模为 342.6 亿元，C2C 环比增长 16.2%，B2C 环比增长 20.1%。C2C 格局未变，淘宝遥遥领先。B2C 京东商城继续扩大领先优势，与当当和卓越合占近半市场份额。08Q3 B2B 运营商收入环比增长仅 0.7%。阿里巴巴所占 B2B 市场份额日益扩大，在国内仍然看不到有效威胁，B2B 细分市场行业霸主地位不变。

招商證券(香港)研究部

周伟佳 (86-755)83734445
Zhouwj@cmschina.com.cn

网游市场百花齐放 中国网络游戏市场在 2008 年增速放缓，08Q3 仅仅增长了 51.9%。网游行业集中度较低，盛大网络、网易、巨人、腾讯和九城位列前五。在短期内，网游的百花齐放状况将继续。

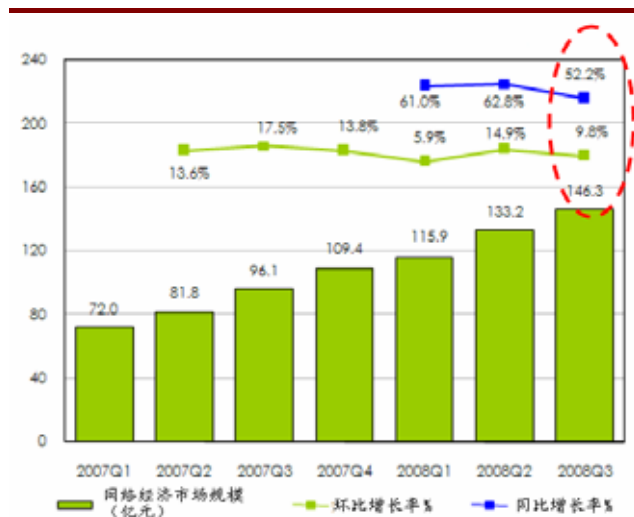
即时通讯市场腾讯称霸 相比前几个季度，即时通讯市场总体依然稳定。腾讯 QQ 有效使用时间为 50 亿小时，占总时间的 87.3% 排名第一。

垄断优势显著的几大公司应给予高估值 拥有庞大用户群的腾讯控股和淘宝网，掌握了现在或者未来巨额利润的源泉，而腾讯的客户忠诚度尤其牢固。08Q3 收入依然能维持高速增长的子行业有网游（51.9%），搜索引擎（70.5%）和网络广告（78.0%）。百度、腾讯和阿里巴巴在各自的细分行业中都取得绝对垄断优势。垄断确保了盈利和增长的稳定性，降低了投资风险。投资互联网行业风险与机遇并存，在我们对腾讯控股和阿里巴巴的研究报告中都指出两者的垄断地位为其带来稳定的收益增长。我们依旧对腾讯和阿里巴巴的发展潜力充满信心。

中国网络经济市场概览

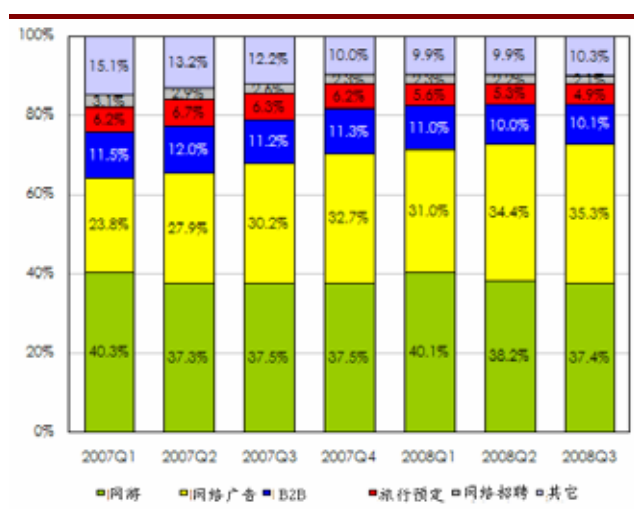
08Q3 网络经济市场规模达 146.3 亿元，环比增长 9.8%，同比增长率由 08Q1 的 61.0%下降至 08Q3 的 52.2%。网络经济虽然受到国内经济增速放缓影响，但仍然维持高速增长。

图：中国网络经济市场规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

图：中国网络经济细分行业市场规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

网络游戏所占网络经济份额始终维持在 37%之上，是网络经济增长的主要贡献者。目前，国内网游仍然处于发展初期，受网络条件和终端设备落后等因素影响，仍有较大的发展空间。网络游戏相对其它娱乐业而言，其低单笔消费额多次重复消费性质使得其防御性较强。

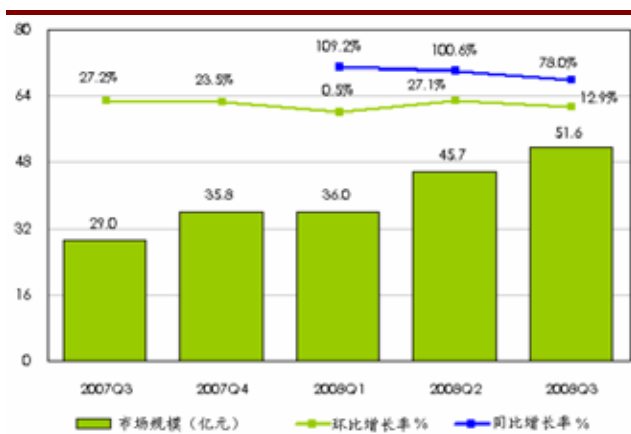
网络广告，包括搜索排名的分量直线上扬，显示出网络化生存方式使得网络广告成为替代其它媒体广告的重要的力量。

B2B 业务、旅行预定和网络招聘市场受经济影响较大，在 2008 年增速放缓，比重下降。

网络广告市场分析

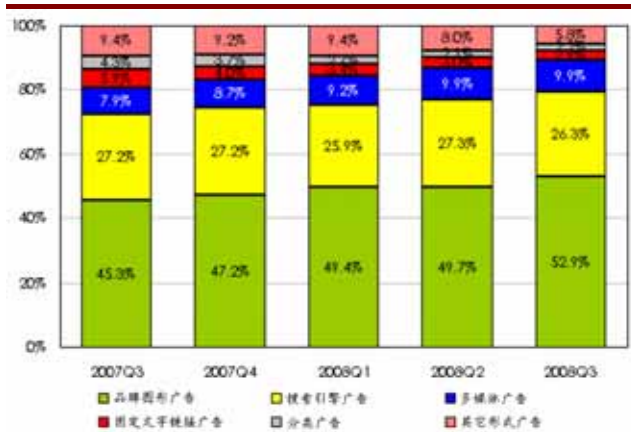
2008Q3 网络广告市场规模达 51.6 亿元，环比增长 12.9%，同比增长 78.0%。市场集中度加强，品牌图形、搜索广告两者占比达 79.2%。

中国网络广告市场规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

中国主要形式网络广告市场份额比较



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

网络广告市场整体增长在 2008 年第三季度开始放缓，经济影响逐步显现。品牌图形广告主导网络广告，所占份额达 53%。

08Q3 搜索引擎市场规模达 14.29 亿元，同比增长 70.5%，未能持续翻番，

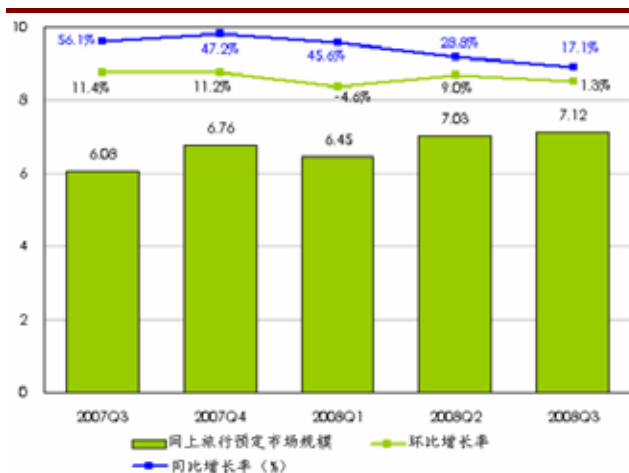
请务必阅读正文之后的免责条款部分

所占比重也略有下降。百度和谷歌市场份额合计突破 90%，垄断地位确立。

网上旅行预定市场分析

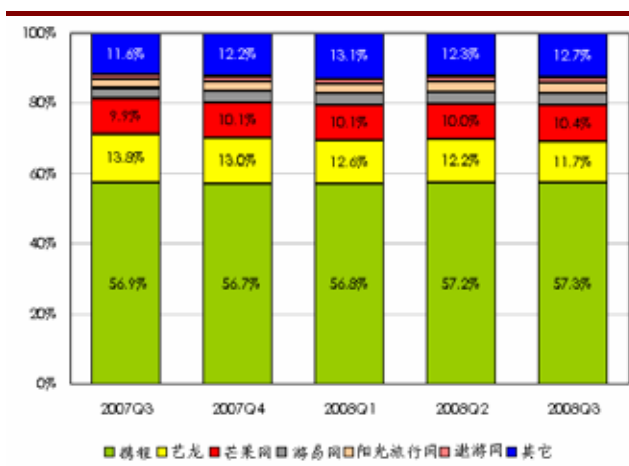
网上旅行预定市场增长放缓趋势明显，08Q3 环比增长率仅为 1.3%，同比增长也仅为 17.1%。

图：中国网上旅行预定市场规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

图：网络预定细分市场规模

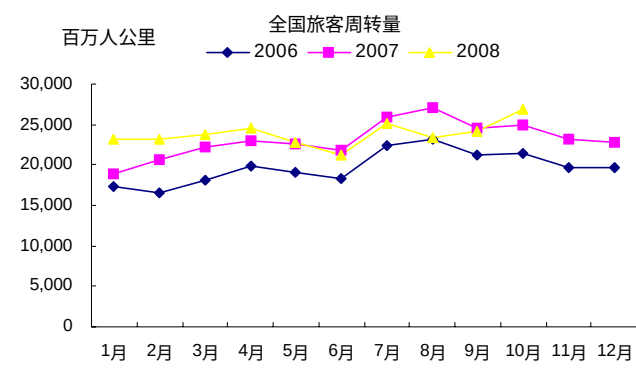


资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

10 月全国旅客周转量同比增长 7.6%，旅客运输量增长 18.8%。而 7—9 月旅客周转量和旅客运输量均为负增长。考虑到国庆节“黄金周”的影响，10 月的数据还不能说明航空需求开始回升。11 月和 12 月的数据值得关注。

三季度在周转量和运输量均为负增长的背景下，网上预定市场增长能取得这样的增长速度，还是值得欣慰的。一旦客运量回暖，网上预定的增长速度会重拾升势。

图：全国客运周转量

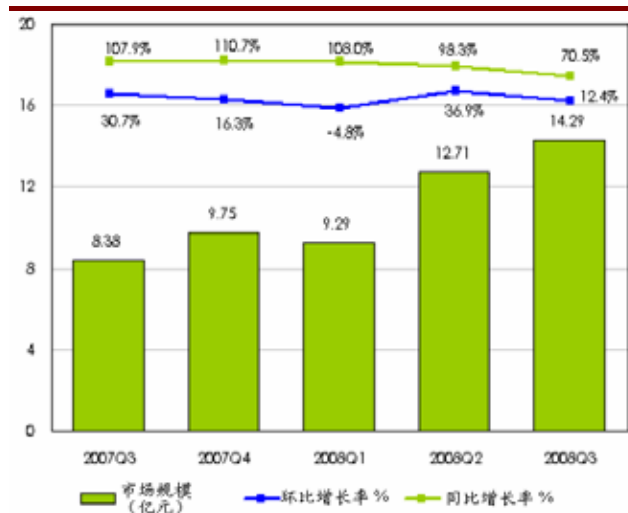


资料来源：招商证券(香港)

中国网络搜索市场分析

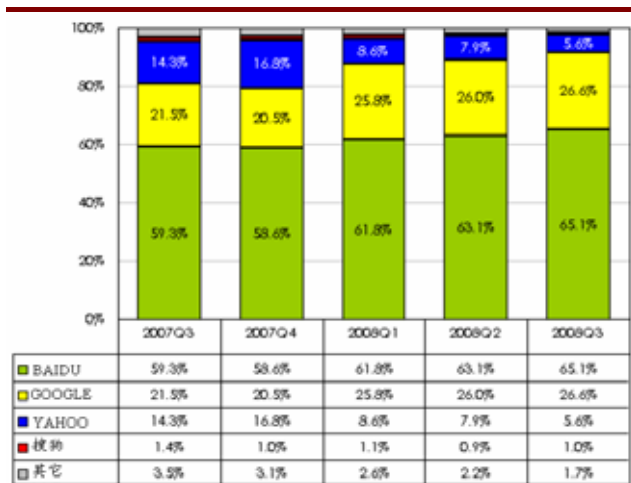
搜索引擎市场规模增速有所放缓，但仍然保持高速增长，第三季度同比增速达 70.5%。预期增长势头仍将保持强劲。百度和谷歌垄断整个细分市场，合计份额超过 90%。

图：中国搜索引擎市场规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

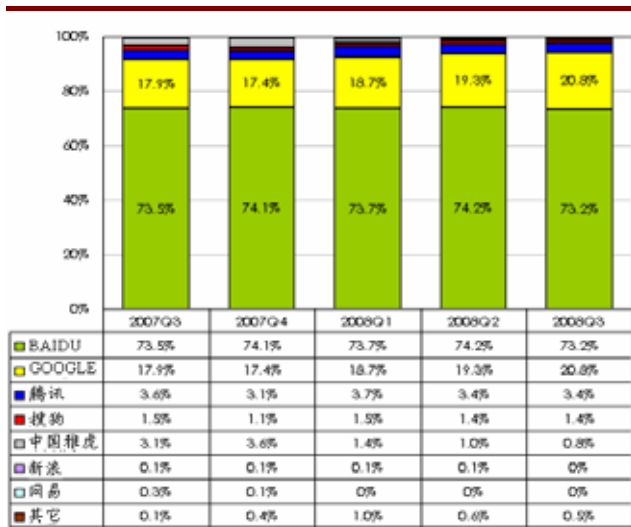
图：中国搜索引擎运营商收入份额



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

网页搜索市场份额百度傲居榜首，与 GOOGLE 合计市场份额超过 94%。其它公司难以项背。

图：中国网页搜索请求份额

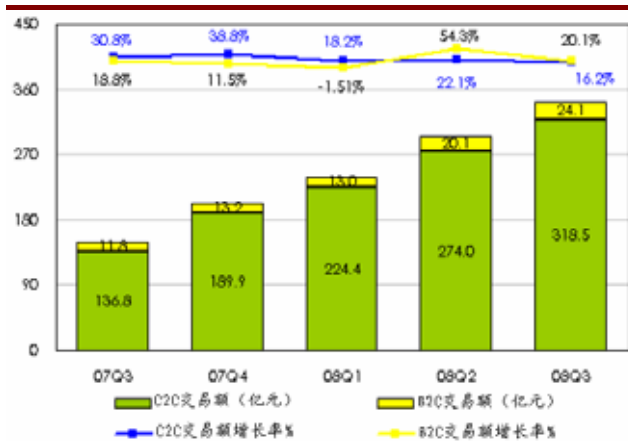


资料来源：IUSERTRACKER,招商证券(香港)

中国网络购物市场分析

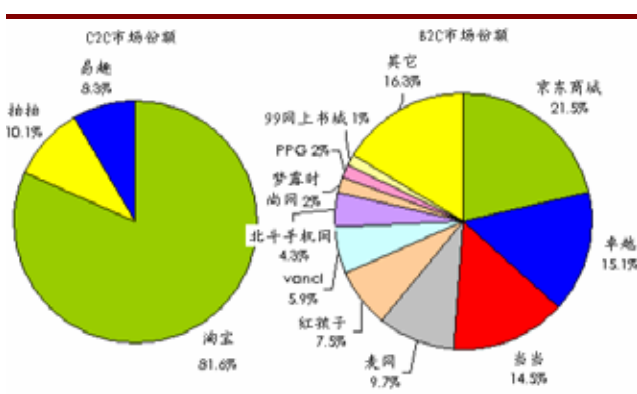
08Q3 网购交易规模为 342.6 亿元，C2C 环比增长 16.2%，B2C 环比增长 20.1%。C2C 格局未变，淘宝遥遥领先。B2C 京东商城继续扩大领先优势，与当当和卓越合占近半市场份额。

图：中国网络购物细分市场交易规模预估值



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

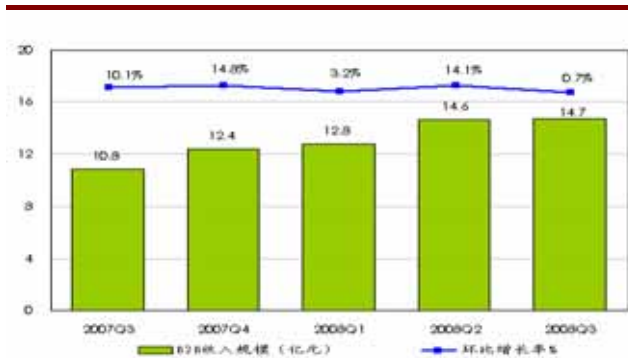
图：中国网络购物交易额市场份额预估值



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

B2B 受中国出口贸易极具下降因素影响较大，08Q3 运营商收入规模达 14.7 亿元，环比增长仅 0.7%。核心运营商收入与展会收入业务关联紧密，线下展会成为竞争重点。阿里巴巴所占 B2B 市场份额日益扩大，在国内仍然看不到有效威胁，B2B 细分市场行业霸主地位不变。

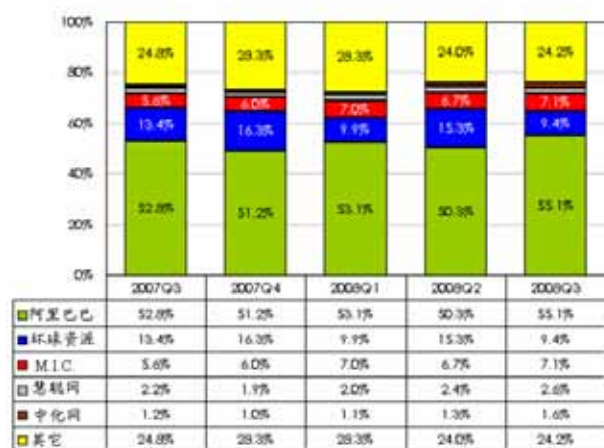
图：中国 B2B 市场收入规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图：中国 B2B 运营商收入份额



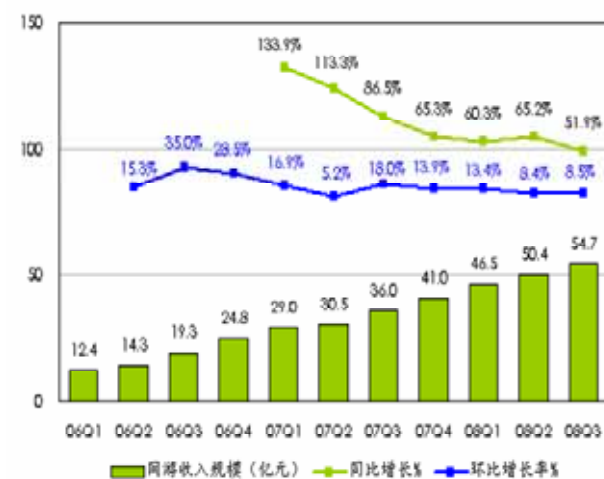
资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

中国网游市场分析

中国网络游戏市场在 2008 年增速放缓，08Q3 仅仅增长了 51.9%，环比增速下滑势头有所放缓。预期国庆、元旦和春节假期的集中消费会缓和增速下滑趋势。

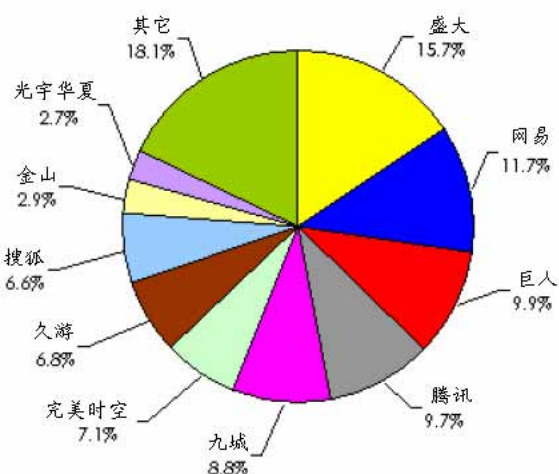
网游行业集中度较低，盛大网络、网易、巨人、腾讯和九城位列前五。根据腾讯网的 2008 中国网络游戏风云榜，2008 年最受欢迎的十大网游中，腾讯代理游戏占了两名。在短期内，网游的百花齐放状况将继续，行业内的兼并与收购可能会使行业集中度有所上升。

图：中国网络游戏市场规模



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

图：网络游戏运营商市场规模份额 TOP10



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

表：腾讯网公布的 2008 最受欢迎的十大网游

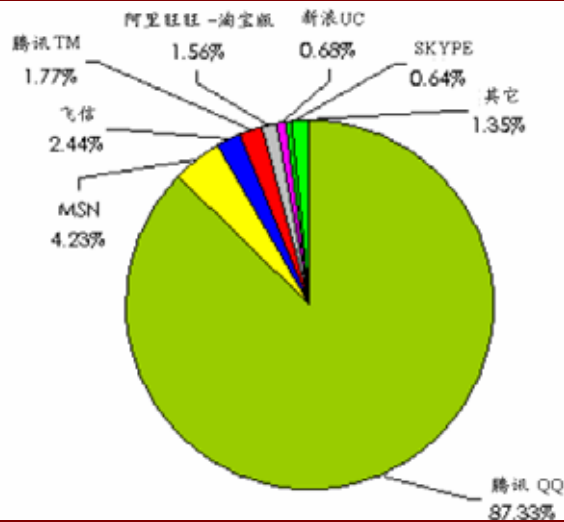
排名	游戏名称	票数	代理公司	现状
1	地下城与勇士	547013	腾讯	公测
2	开心Online	532561	网龙	免费
3	问道	532317	光宇在线	免费
4	魔域	516770	网龙	免费
5	魔兽世界	516630	九城	点卡
6	大话西游2	512038	网易	点卡
7	诛仙	500234	完美时空	公测
8	天龙八部	498363	搜狐	免费
9	征途	495388	巨人	免费
10	穿越火线	493330	腾讯	公测

资料来源：QQ.COM,招商证券(香港)

即时通讯市场分析

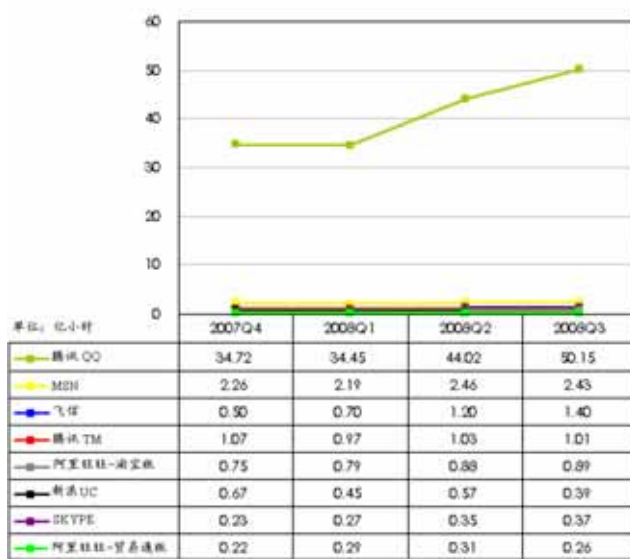
相比前几个季度，即时通讯市场总体依然稳定。腾讯 QQ 有效使用时间为 50 亿小时，占总时间的 87.3%排名第一。

图：中国即时通讯软件有效使用时间市场份额



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

图：中国即时通讯软件季度有效使用时间



资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

垄断优势显著的几大公司应给予高估值

纵观整个互联网行业，有些细分行业目前本身并不能产生较大利润，但获得的用户资源却是现在或者未来产生利润业务的源泉，比如即时通讯和 C2C。拥有庞大用户群的腾讯控股和淘宝网，掌握了现在或者未来巨额利润的源泉，而腾讯的客户忠诚度尤其牢固。

在能产生收入的细分行业中，有些受经济波动影响较大，如 B2B 和旅游预定，有些则防御性较强。08Q3 收入依然能维持高速增长的子行业有

请务必阅读正文之后的免责条款部分

网游（51.9%），搜索引擎（70.5%）和网络广告（78.0%）。

鉴于互联网行业变动较大，历史高速的盈利增长并不能确保未来的增长。按细分行业的垄断性来确定其定价，是一个合理的方法。百度、腾讯和阿里巴巴在各自的细分行业中都取得绝对垄断优势，腾讯垄断优势最强，阿里巴巴与携程相对弱些。垄断确保了盈利和增长的稳定性，降低了投资风险。我们熟悉新浪和网易都未能在某一领域称霸，虽然目前依然声名赫赫，但在各个细分行业里的地位却难如人意。

表：细分市场垄断公司对比

	垄断子行业	08Q3市场份额	与第二名差距
腾讯	即时通信	87.3%	83.1%
淘宝（未上市）	C2C电子商务	81.6%	71.5%
百度	网页搜索	73.3%	52.4%
	搜索引擎	65.1%	38.5%
携程	旅行预定	57.3%	45.6%
阿里巴巴	B2B电子商务	55.1%	45.7%

资料来源：IRESEARCH,招商证券(香港)

有意思的是，我们把中国网络行业上市公司从按 PE 从高至低排名，这四间垄断型公司排名位居前五，几乎就是按市场份额进行排名。

表：互联网公司财务比率

代码	名称	PE	PEG	PS	收入增长率	DE比	毛利率	经营利润率	ROE
700 HK Equity	腾讯控股	38.15	0.99	15.52	36.44	5.64	70.75	41.74	35.19
BIDU US Equity	百度	32.94	0.77	11.04	108.21	-	63.00	31.37	37.23
YHOO US Equity	雅虎	30.23	1.39	2.46	8.46	7.86	59.27	9.98	7.06
CTRP US Equity	携程	25.30	0.94	4.35	64.48	-	80.30	33.72	33.05
1688 HK Equity	阿里巴巴	19.13	0.59	10.01	58.58	-	87.05	21.24	51.50
SINA US Equity	新浪	18.16	0.64	3.97	15.63	20.00	61.52	20.73	13.08
SOHU US Equity	搜狐	16.11	0.32	4.90	40.75	-	65.72	17.31	18.64
NCTY US Equity	九城	14.23	0.92	6.83	-26.83	5.65	-	-	-
SNDA US Equity	盛大	13.40	1.04	4.97	59.64	-	67.29	40.61	47.47
NTES US Equity	网易	12.84	0.88	5.93	9.40	18.88	81.23	54.47	41.35
PWRD US Equity	完美世界	11.38	0.32	5.62	593.25	-	82.73	50.83	N/A
GA US Equity	巨人	9.83	0.86	6.46	308.74	-	88.60	70.69	34.76
EBAY US Equity	EBAY	9.55	0.54	2.31	28.52	-	77.02	26.12	3.08
8288 HK Equity	网龙	N/A	N/A	N/A	694.49	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：BLOOMBERG，招商证券(香港)

投资互联网行业风险与机遇并存，在我们对腾讯控股和阿里巴巴的研究报告中都指出两者的垄断地位为其带来稳定的收益增长。我们依旧对腾讯和阿里巴巴的发展潜力充满信心。具体公司分析请见相关报告。

投资评级定义和免责条款

行业投资评级	定义
增持	预期行业指数的表现在未来12个月优于市场指数
中性	预期行业指数的表现在未来12个月与市场指数一致
减持	预期行业指数的表现在未来12个月逊于市场指数

免责声明：

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明：本人周伟佳未持有报告中所提及的股票及其相关的衍生证券。

。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址：<http://www.newone.com.hk>
电话：(852)31896888 传真：(852)31010828