

# 大通信产业系列报告之一

## 寻找高成长的互联网公司

信息技术  
上次评级

领先大市-A  
领先大市-A

报告日期 2010-12-22

### 报告关键点:

- 15年的互联网发展史验证了产业自下而上的演进规律
- 通过考察成长指标、价值指标、风险指标，建立了高成长企业的三维度综合评价模型
- 东方财富、顺网科技、科大讯飞有望成为A股中的高成长互联网企业

### 报告摘要:

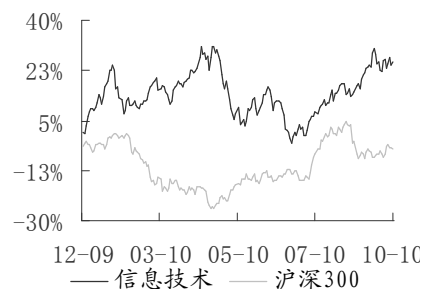
- 互联网历史回顾的总结——自下而上的演进规律**
  - 国内互联网的人口红利时代即将过去，五大企业也出现严重分化
  - 回顾历史的三个印象给我们的启发是：要从整个产业出发；兼顾互联网企业不同于传统企业之处；同时关注创新
  - 互联网遵循自下游向上游的演进逻辑：接入到终端，终端到平台，平台到web2.0四个阶段，处在上游的企业将会聚敛更多的价值，处在下游的企业则被通道化
- 选择高成长互联网公司的“成长-价值-风险”模型**
  - 对于高成长的理解：它是长期的、能产生价值的、同时需要关注风险的
  - 指标化过程：增长看市场定位，价值看人均产能，风险看网站流量
  - 评估的标准：寻找产业链上游的（好过下游的），做互联网的（好过用互联网的），能够规避绝对风险的（而不是相对风险的）公司作为投资标的。
- 高成长企业的寻找结果**
  - 单看成长性：顺网科技、科大讯飞
  - 单看价值度：二六三、乐视网
  - 单看安全性：东方财富
  - 综合成长性：顺网科技、东方财富、科大讯飞
- 重点推荐**
  - 东方财富：财经龙头，广告收入被严重低估，基金代销是催化剂
  - 焦点科技：外贸B2B参与者，受益行业涨价趋势
  - 神州泰岳：飞信稳定增长，农信通可能大幅超预期
  - 顺网科技：2年内看份额提升，2年后看社区平台
- 投资风险**
  - 中小板、创业板的系统性估值风险
  - 互联网企业存在业绩弹性，可能未达到预期

| 首选股票        | 目标价  | 评级 |
|-------------|------|----|
| 300113 顺网科技 | 90.0 | 买入 |
| 002315 焦点科技 | 92.5 | 增持 |
| 300002 神州泰岳 | 70.0 | 增持 |
| 300059 东方财富 | 60.0 | 增持 |

### 预测变动情况

顺网科技 上调盈利预测

### 12个月行业表现



### 研究员

侯利 行业分析师  
021-68763972 houli@essence.com.cn  
证书编号 S1450209070220

### 联系人:

王学恒 021-68765357

### 前期研究成果

## 报告目录

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>1.回首历史：中国互联网激荡十五年带给我们的启示.....</b>        | <b>4</b>  |
| 1.1. 互联网依旧繁荣，但网民红利时代已经过去 .....              | 4         |
| 1.2. 从虚幻景气到真实繁荣，15 年互联网发展史的上、下半场 .....      | 5         |
| 1.3. 回顾历史的三个印象.....                         | 6         |
| 1.4. 互联网历史回顾的总结——自下而上的演进规律.....             | 7         |
| <b>2.展望未来：选择高成长互联网公司的“成长-价值-风险”模型 .....</b> | <b>12</b> |
| 2.1. 审视互联网公司的三个视角 .....                     | 12        |
| 2.1.1. 对于“高成长”的诠释 .....                     | 12        |
| 2.1.2. 选择“高成长”公司的三个视角 .....                 | 12        |
| 2.2. 成长潜力评估：上游 > 下游 .....                   | 16        |
| 2.3. 价值潜力评估：做互联网 > 用互联网 .....               | 16        |
| 2.4. 风险控制评估：绝对安全 > 相对安全 .....               | 17        |
| 2.5. 小结：A 股互联网综合成长性结论 .....                 | 18        |
| <b>3.投资建议.....</b>                          | <b>20</b> |
| 3.1. 整体策略 .....                             | 20        |
| 3.2. 个股推荐 .....                             | 20        |
| 3.2.1. 东方财富：财经龙头，广告收入被严重低估，基金代销是催化剂 .....   | 20        |
| 3.2.2. 焦点科技：外贸 B2B 参与者，受益行业涨价趋势 .....       | 20        |
| 3.2.3. 顺网科技：2 年内看份额提升，2 年后看社区平台 .....       | 21        |
| 3.2.4. 神州泰岳：飞信稳定增长，农信通可能大幅超预期 .....         | 21        |
| 3.3. 投资风险 .....                             | 21        |
| 3.3.1. 创业板系统性风险 .....                       | 21        |
| 3.3.2. 上市公司的业绩低于预期 .....                    | 21        |

## 图目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1, 历年中国互联网网民规模.....                           | 4  |
| 图 2, 连续 20 个季度 5 大互联网公司收入增长率同比比较.....           | 5  |
| 图 3, 互联网上半场 (1995-2003): 虚幻景气, 泡沫前后的大起大落.....   | 5  |
| 图 4, 互联网下半场 (2004-2010): 稳定成长, 繁荣背后的创新缺失.....   | 6  |
| 图 5, 互联网业自下而上的演进逻辑.....                         | 7  |
| 图 6, 在互联网领域, 越往产业链的上游价值越大.....                  | 8  |
| 图 7, 在移动互联网领域, 平台运营商这边风景独好.....                 | 10 |
| 图 8, 苹果与 RIM 的利润, 占据了智能手机市场的 2/3.....           | 10 |
| 图 9, A 股互联网公司的成长性评估, 顺网科技、科大讯飞定位最为普适.....       | 16 |
| 图 10, A 股互联网公司的价值评估, 二六三、乐视网人均产能最高.....         | 17 |
| 图 11, A 股互联网公司的安全性评估, 东方财富最好, 焦点、乐视网次之.....     | 18 |
| 图 12, A 股互联网公司的综合成长性评估结论, 顺网科技、东方财富、科大讯飞较优..... | 19 |

## 表目录

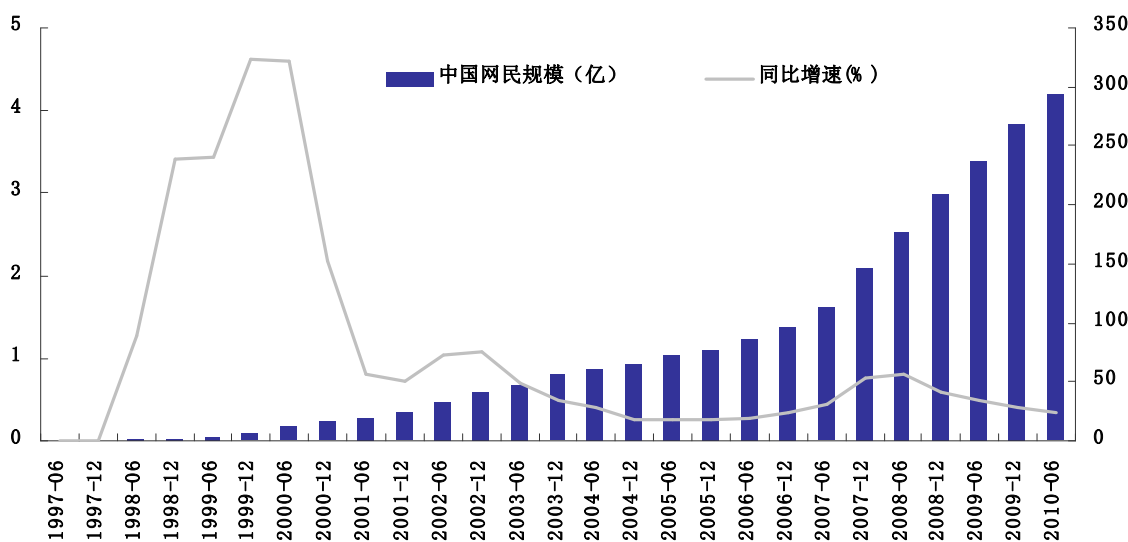
|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 表 1, 2008-2010 网民增长率.....                  | 4  |
| 表 2, 美国 2010 三季度在线广告市场份额前五名.....           | 9  |
| 表 3, 选择“高成长”公司的评估体系总体说明.....               | 12 |
| 表 4, “做互联网的” VS “用互联网的”.....               | 13 |
| 表 5, 四家互联网公司的人均产能比较.....                   | 14 |
| 表 6, THE 50 MOST-VISITED SITES: CHINA..... | 14 |
| 表 7, A 股互联网标的投资建议.....                     | 21 |

## 1. 回首历史：中国互联网激荡十五年带给我们的启示

### 1.1. 互联网依旧繁荣，但网民人口红利时代已经过去

中国互联网发展从用户规模增长来看，可分为两个阶段：第一阶段是2002年前，增长率高达100%-300%，主要原因是基础规模过小，加上通信行业的宽带建设高速发展原因；第二阶段是2002年-至今，随着互联网用户过亿，基础体量较大，行业增幅基本保持在30-50%之间。

图1 历年中国互联网网民规模



资料来源：中国互联网信息中心，安信证券研究中心

当2010年互联网用户规模增至4.2亿户，人口渗透率31%已经高过全球平均水平27%的时候，数据验证了互联网高增长的人口红利时代已经过去。

从2008年6月到2010年6月，互联网网民增长率从56%一路下滑至24%，我们预计未来2-3年能够保持在15%-24%左右的水平。

表1 2008-2010 网民增长率

|         | 2008-06 | 2008-12 | 2009-06 | 2009-12 | 2010-06 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 网民数量（亿） | 2.53    | 2.98    | 3.38    | 3.84    | 4.20    |
| 增长率（%）  | 56.17   | 41.90   | 33.60   | 28.86   | 24.26   |

资料来源：中国互联网信息中心，安信证券研究中心

在上市公司层面，我们跟踪了5大互联网公司的收入增长情况：

这五大互联网公司分别代表了当今互联网主流的商业模式。百度代表搜索，腾讯代表社区，阿里巴巴代表电子商务，新浪代表综合门户，盛大代表游戏。

从数字来看，腾讯、百度属于高增长阵营，阿里巴巴其次，盛大、新浪进入低增长阵营（与行业平均水平25-30%左右相比）：

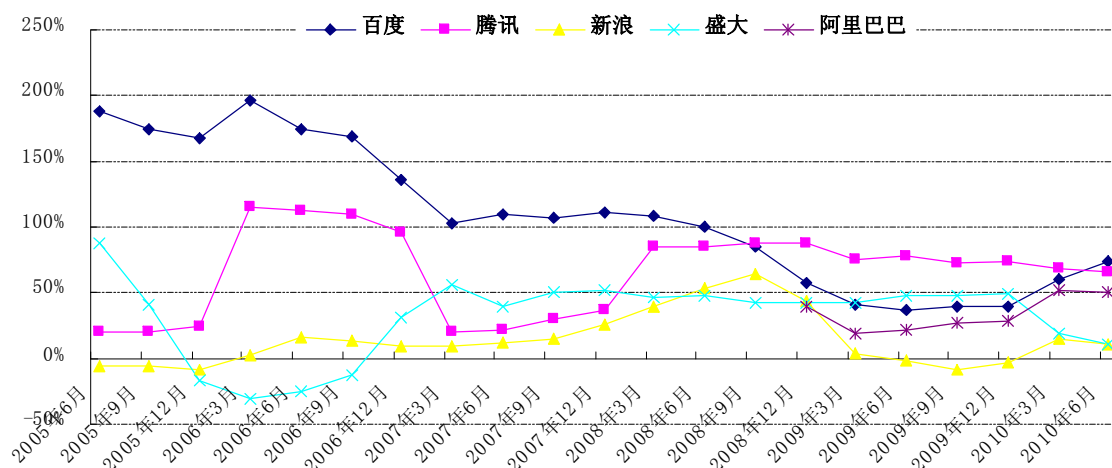
新浪的综合成长率最低，也可以说代表了历史最为悠久、成熟的商业模式；

盛大在连续多季度保持50%左右的高速增长之后，在10年出现了明显下滑的态势，这让我们对公司游戏未来的快速增长持担忧态度，原因是游戏产业整体遇到瓶颈以及腾讯的一家独大。

阿里巴巴2010年增长率达到50%，原因主要是受金融危机影响同比历史数据较差，期待未来可通过会员提价、增值服务保持30%-50%的平均增速；

腾讯、百度的增长率均在70%左右，尤其是腾讯近三年，始终保持高速发展，这体现了互联网社区优势。百度得益于谷歌的退出中国，在近两季也有不俗的表现。

图 2 连续 20 个季度 5 大互联网公司收入增长率同比增长比较



资料来源：各个公司财报，安信证券研究中心

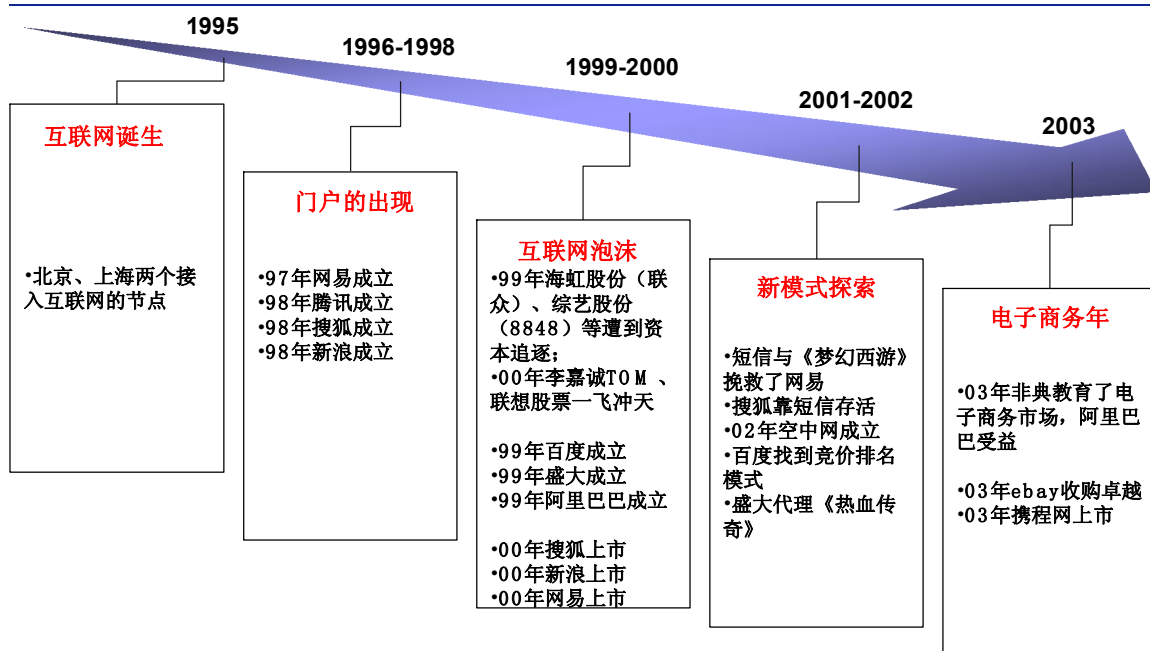
产业层面人口红利时代的过去，企业层面公司增速的分化，都让我们不得不思考一个问题：即，未来在产业增速放缓的前提下，公司发展明显分化的形势下，如何发掘高成长的互联网公司？取决于这些公司的独特的商业模式？抑或是执行/跟随能力？还是切实的盈利能力或者持续的风险控制能力？

在提出这些假设之间，我们再简单对互联网 15 年的发展做一剖析，试图为回答问题增加一些有益的启示。

## 1.2. 从虚幻景气到真实繁荣，15 年互联网发展史的上、下半场

我们根据商业模式的不同（传统的和新兴的），上市公司的影响力（较小和较大），代表公司的体量（很小到有一定规模），将 1995 年到 2010 年中国互联网 15 年的发展分成“上、下半场”。

图 3 互联网上半场（1995-2003）：虚幻景气，泡沫前后的大起大落

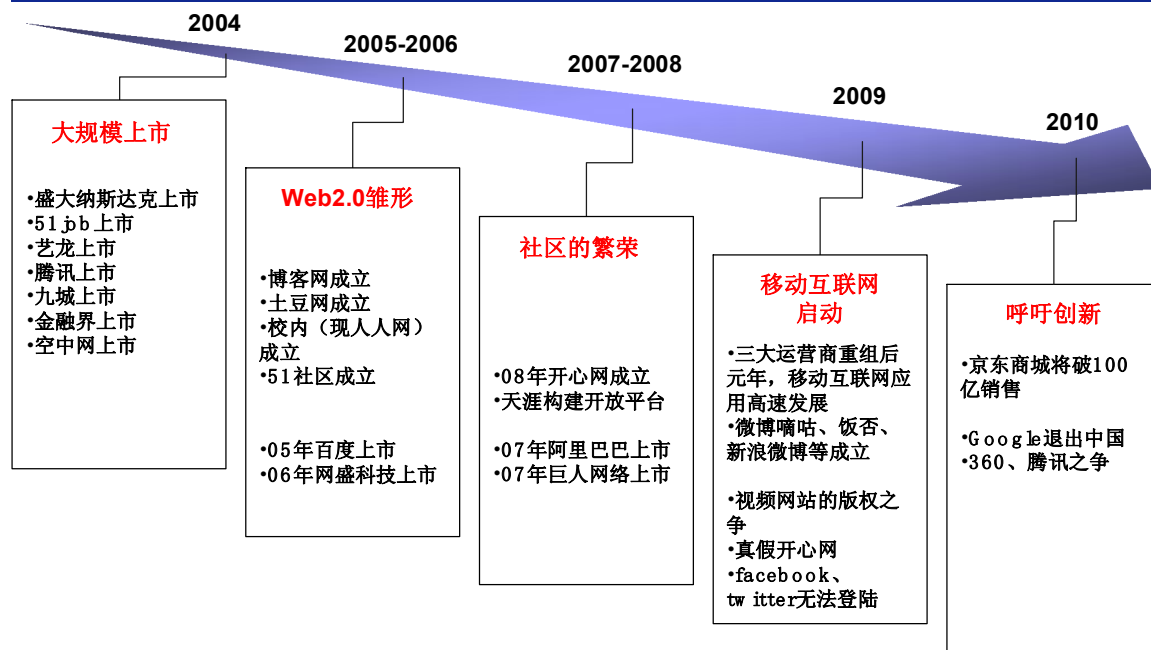


资料来源：安信证券研究中心

在上半场里，比较重要的几件大事是：95 年互联网诞生，96-98 年第一代互联网商业模式门户诞生；99、00 年全球互联网泡沫（A 股海虹控股、综艺股份，港股 TOM、联想），01-02 年新模式的探索，以及 03 年，电子商务开始稳健起步。

这些事件看似凌乱，但总体上说我们认为，这个期间，互联网的需求是有限的，景气是虚幻的（因此互联网泡沫最终破裂）。

图 4 互联网下半场（2004-2010）：稳定成长，繁荣背后的创新缺失



资料来源：安信证券研究中心

在下半场里，比较重要的几件大事则是：04 年互联网公司大批海外上市；05-08 年，新一代互联网商业模式 UGC（User generate content，用户创造内容）出现，社区出现，包括比较典型的博客网、土豆网、人人网、开心网等；09 年伴随运营商的重组，移动互联网启动；最后则是最近两年互联网的模仿、抄袭等低俗竞争的频繁出现，以及 Google、Facebook、Twitter 以各种原因退出中国。

这个期间，中国的互联网真实的繁荣起来，但缺憾是，我们模仿、实现了美国主要的、传统的商业模式之后，在一定程度上并没有继续向前而是原地踏步，创新的数量和质量严重不足。

### 1.3. 回顾历史的三个印象：三个无关

基于上述我们对中国互联网发展史的回顾，得到了三个基本印象：

#### 第一，中国 15 年互联网发展史，基本与 A 股无关

造成这样的原因主要有二：其一是在早年，一些公司不能够符合 A 股上市的盈利条件而选择了海外上市；其二是“VC 悖论”。互联网作为商业模式创新领域，基本的融资方式是（天使投资）、VC 一轮、私募股权投资 2-3 轮，而大多数国际视野的 VC 投入某些较有潜质的互联网公司之后，该类公司就会以海外架构设计并最终在海外上市。

#### 第二，不少时候互联网公司的股价，基本与市盈率无关

互联网中有条重要的 Metcalfe 法则，即网站的价值与用户数量的平方成正比。这是因为，互联网的阶段性边际成本趋近于零，举例说明，在投入一定的服务器、程序开发和页面设计人员后，网站增加内容、商品的成本几乎为零。正是如此，互联网公司的成长和盈利能力经常会被高估。

当然，还有一个简单的原因是，对于未来成长性的准确预期是困难的，这也导致了泡沫常



常会持续。

### 第三，近年的中国互联网界主旋律，基本与创新无关

近年来，产业中有些阻碍创新的小趋势：第一，以美国 Facebook、Twitter、Google 为代表的互联网公司因为各种原因退出中国，在某种程度上不利于国内互联网界经验的学习和获取；第二，10 年腾讯与 360 之争，09 年的视频网站版权之争，真假开心网之争等等，“千团大战”等，在相当程度上反映出国内互联网界缺乏独立创新的意识和执行力，使得抄袭模仿、低俗竞争不绝于耳，这在几年前的互联网界是不多见的。

这三个印象基本印证的三个道理：

第一，理解和分析互联网的投资标的，不应只从 A 股出发，要从产业出发才能俯视全景。

第二，互联网行业有自己天然的规律，不能和传统行业等同来看（如过分关注市盈率），但也要注重泡沫的风险。

第三，对于创新的理解和认识是重要的，在很大程度上决定了我们是否能够在未来找到长期、持续的高成长企业。

## 1.4. 互联网历史回顾的总结——自下而上的演进规律

除了以上的三个印象外，我们试图用一条逻辑来总结中国互联网的演进的规律。这条逻辑似乎简单而清晰：那就是互联网业自下而上的演进逻辑。

图 5 互联网业自下而上的演进逻辑



资料来源：安信证券研究中心

我们根据演进阶段的特征不同，将互联网发展划分为四个阶段：

**第一阶段是接入时代：**简单说依靠基础网络资源来控制用户，典型的模式是美国在线。美国在线的商业模式是通过基础网络的接入用户，以独揽的方式将其导入到公司门户 aol.com 上。在国内，自从 1995 年北京、上海两个互联网国际接入点的诞生，基于此类物理通道资源的商业模式也是屡出不穷。诸如：中国电信的互联星空（依托电信基础接入网络），中国网通的天天在线（依托网通基础接入网络），中国移动的 SP 梦网平台（依托移动短信接入方式）。

**第二阶段是终端时代：**在 1999 年前后，开始出现了一些在桌面领域的应用软件。例如欧美的 ICQ 以及 SKYPE，以及国内的 QQ 等，我们不该只将这类软件理解成 IM，事实上，任何应用类软件、以及硬件终端本身都可以归纳到此范畴。如邮箱、炒股软件、杀毒软件、更新软件、手机终端等。客户端在早年兴起的原因是对带宽的要求不高，且可离线使用某些功能。

**第三阶段是平台时代：**平台可简单理解成为汇聚一些用户和一些服务（应用或内容）的服务提供者。国际典型的案例是雅虎与谷歌。推而广之，综合门户（如新浪、搜狐、网易）、电

子商务（如淘宝）、游戏（如盛大、网易）都属于平台。从 99 年前后综合门户成立至今，中国互联网界出现了各种不同类型的平台，他们是用户在互联网界某类生活的载体，如网络新闻、网络视频、网络游戏、网络购物。我们认为，目前中国的互联网界基本处于平台时代。

**第四阶段是 web2.0 平台时代：**WEB2.0 是综合社区平台的代名词，我们今后将会在这个领域做些深入的研究。简单说来，它通过社会化网络网聚一切用户，通过服务开放模式网聚一切服务，是用户在互联网上全面、综合生活的载体。Facebook 于 2004 年诞生在美国，目前是全球最有影响力的 Web2.0 平台。国内 web2.0 的雏形大约诞生在 2005 年，如校内网，以及 2008 年的开心网，遗憾的是，在新一轮的演进道路上，中国并没有出现特别有规模与影响力的 web2.0 平台。

或者，我们可以从经济的角度去解释这种演进的原因。如下图：

图 6 在互联网领域，越往产业链的上游价值越大



资料来源：安信证券研究中心

由于广告收入是互联网的主要盈利模式。我们以互联网广告为例来观察这种演进：

**在邮件（终端）时代，**由于邮件的被动性、非即时性，平均每外发 1000 封广告得到一个反馈点击，因此我们基本认为这种邮件群发的营销效率为 0.1%左右；

**在门户时代（平台），**由于页面的 banner 广告（如新浪门户的大众汽车广告），对于用户而言是被动的，但相对于邮件来说是实时的，大约每 100 个页面广告可以得到一个点击，因此我们认为这种页面广告的营销效率是 1%左右；

**在搜索引擎时代（平台的进阶），**以谷歌的 Adsense 为代表的搜索引擎广告，尽管也是广告收入模式，但其对于用户来说是主动的。如，用户主动在搜索栏中敲入“大众汽车”，以便搜索相应内容，这种适配的精准度较页面陈列 banner 广告有了大幅度的提升，约为每 100 个关键词搜索得到 3 个有效的点击；我们认为这种进阶平台的广告营销效率约为 3%左右；

**在 web2.0 新平台时代，**以 Facebook 为代表的新兴社区，用户在真实注册的前提下，每次登陆的每次点击，都可以被记录在底层数据库中，网站通过长期对用户兴趣、行为的学习不断勾勒用户轮廓（profiling，如年龄、身份、兴趣、圈子...），进而每 100 个页面广告将获得 5-10 次点击，其广告的精准度提升至 5%-10%。

正是由于在精准度上的不断提升，在同等流量的前提下，越往上游其用户价值转化率越高，换句话说，获得单位广告收入的成本越低。即，若我们将邮件广告的单位成本记做 100，则门户网站页面广告为 10，搜索引擎关键字广告为 3，web2.0 广告成本为 1-2。



若我们以成本下降的角度来认识这种改变，即，不到 20 年的时间，web2.0 平台将邮件（最初级终端）的成本下降至千分之一！如此巨大的成本降低速度和幅度，在传统领域是极为罕见的。

这种变革也体现在数据上：Facebook.com，2010 年三季度拥有 2970 亿显示广告曝光量，占整个显示广告市场 23.1% 的市场份额。这一数据比去年同期的 9.2% 上升了 13.9%。而早年风光的 Yahoo! 快速沦为第二，份额仅存 11.0%。

**表 2 美国 2010 三季度在线广告市场份额前五名**

|                       | 总点击量 (MM) | 市场份额%  |
|-----------------------|-----------|--------|
| 合计                    | 1,284,315 | 100.0% |
| Facebook.com          | 297,046   | 23.1%  |
| Yahoo!                | 140,946   | 11.0%  |
| Microsoft Sites       | 64,009    | 5.0%   |
| Fox interactive Media | 48,252    | 3.8%   |
| Google Sites          | 35,043    | 2.7%   |

资料来源：comScore，安信证券研究中心

放眼至移动互联网产业，亦是如此，即越往产业链的上游价值越大。

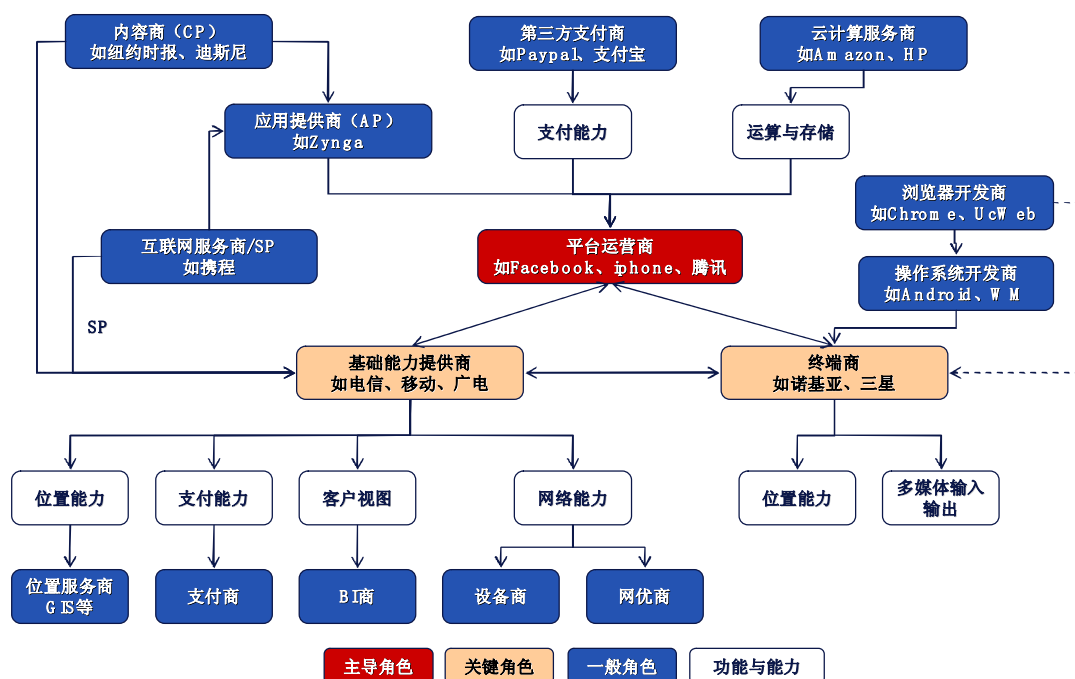
我们将移动互联网划分为若干角色，分别为主导角色、关键角色、一般角色，我们发现，在新的产业地图中，价值在向着主导角色快速聚敛。

主导角色的代表包括：Facebook、苹果（假定认为其是互联网服务公司而非手机制造公司）、腾讯一类的综合社区平台。

而两个关键角色，一个是电信运营商，如 AT&T，逐渐仅起到基础的电信接入作用，或称之为“基础能力提供商”；另一类是终端商，如诺基亚、三星。

因此，移动互联网产业趋势从“三足鼎立”逐渐在向平台商的“这边风景独好”过渡着，尽管运营商、终端商在不断的转型和变革，但结果似乎收效甚微。

图 7 在移动互联网领域，平台运营商这边风景独好

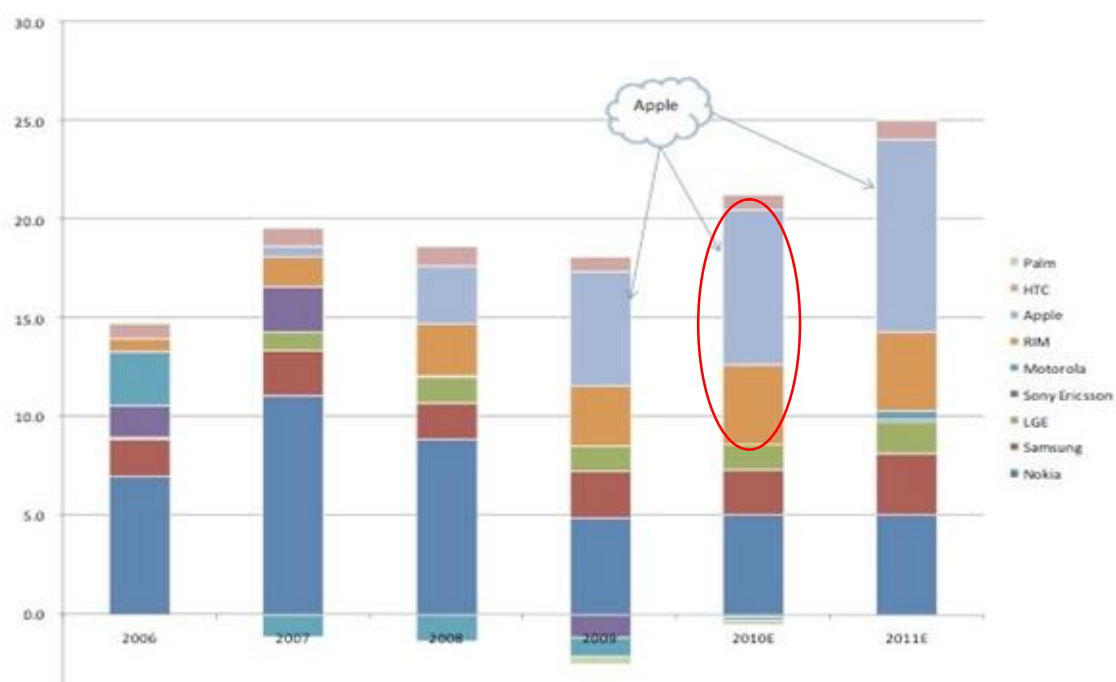


资料来源：安信证券研究中心

从数据来看，也可支撑以上的观点。

根据德意志银行的预测，2010年，虽然RIM和苹果两大智能手机制造商仅占据手机市场份额的1/10，但他们的利润却达到2/3。这充分显示了APP store“软平台”的价值。或者，我们更应该将苹果定义成新一代互联网服务公司而非传统意义的终端制造企业。

图 8 苹果与RIM的利润，占据了智能手机市场的2/3



资料来源：德意志银行，安信证券研究中心

因此，无论在互联网还是移动互联网领域，无论是观察结果还是以经济规律来验证，多年来互联网业的演进规律可总结为一句话：**自下而上的演进，也是自单一专业向综合普适的演进。**即，自接入、单一客户端，单一平台向综合社区平台的演进；这种演进的结果是快速的降低了用户营销成本，同时使得新型互联网公司用户、市场份额均快速放大。

在理解上述逻辑的基础上，我们将进一步推导，试图回答前文提出的问题：如何寻找高成长的互联网公司？

## 2. 展望未来：选择高成长互联网公司的“成长-价值-风险”模型

### 2.1. 审视互联网公司的三个视角

#### 2.1.1. 对于“高成长”的诠释

在试图回答问题之前，我们需要对“高成长”的本质做一解释。

**第一，“高成长”应该是长期的。**尽管我们有时会在个股选择上局限于1-2年的报表突变，但在分析长期、持续的发展趋势时，更应从相对战略的层面关注其未来成长的深度和广度；

**第二，“高成长”应该是有价值的。**和荷兰的郁金香投机一样，在狂热的时候尽管我们很难去验证“一个伟大的故事”的真伪，但期间我们总要去试图观察：这种高成长是否能够统一在企业的财务层面，即，用户的增长、份额的增加、员工的增长如何转化为企业收入与利润。进一步说，企业的高成长应该体现其独到的互联网盈利模式；

**第三，“高成长”应该是关注风险的。**由于在互联网产业充满了较大的不确定性，技术更迭基本在10年一大变（60年代的大型机，70年代的小型机，80年代的PC机，90年代的桌面互联网，近10年的移动互联网），5年一小变（95年接入，00年门户，05年搜索，10年社区），但我们依然要努力在相当的不确定中寻找确定性。对于A股互联网标的尤其是如此。因为A股的互联网公司在国内互联网全行业中处在“相对弱小”的位置，应时刻警惕互联网“大鱼吃小鱼”的淹没风险。

#### 2.1.2. 选择“高成长”公司的三个视角

这样，我们设计了一个三维度的评估体系，每个维度分别对应以上的每个关注点。

表3 选择“高成长”公司的评估体系总体说明

| 关注点           | 说明                                                            |
|---------------|---------------------------------------------------------------|
| “高成长”应该是长期的   | 从企业的定位出发，结合互联网发展自下而上的演进规律，梳理企业所在互联网产业链中的位置，位置越靠上则越可能成为高成长的公司。 |
| “高成长”应该是有价值的  | 从企业的人均产能指标出发，人均产能越高，越能够体现其互联网公司的“纯正性”和商业模式的独到性。               |
| “高成长”应该是关注风险的 | 从企业的网站流量指标出发，流量越大，则越能够反映企业受短期个别客户的影响越小，同时，受竞争对手排挤的可能性也越小。     |

资料来源：安信证券研究中心

以下，我们将解释为何选择以上指标：

#### 1、高成长应该是长期的

在我们考虑互联网公司增长潜力的时候，我们一般关注一个基本问题，就是市场有多大？传统的思维方式是，将企业主营领域的市场空间，通过某种方式测算，再考虑企业能够在此领域获得多少理论极限份额以确定企业未来的营收上限。

这种思维方式有个不足。

它忽略了企业在未来向产业链上游攀升的可能性，人为的限定了企业可能有的成长性。我们注意到，不少互联网公司在成立之初，其远期方向并不很明确，但随着公司的发展，其总能以过去作为跳板，不断的形成从量变到质变的跨越。以腾讯公司为例，其IM作为基础的桌面工具，处在较低的终端层级；但随着注册用户的增加，其摇身一变则变成综合门户平台，再后来，成为综合游戏平台，目前，正在向web2.0社区平台缓慢演进。

从另一个角度看，如何企业不是在沿着互联网自下而上演进的大逻辑去定位自己，很大程度上不能够让我们信服这个公司在一个长周期（例如5-10年）高速成长的可能性。若一个公司处在产业链的下游且没有明晰的、有竞争能力的、可信服的向上攀升的战略，我们何以认为其是一个可以长大的优秀的企业？

因此，我们确定了在评估的第一条原则，就是从企业的定位出发，结合互联网发展自下而

上的演进规律，梳理企业所在互联网产业链中的位置，位置越靠上则越可能成为高成长的公司。

## 2、高成长应该是有价值的

在考虑成长性之后，价值主要衡量企业未来是否能够具有相当的盈利能力。主要指企业基本的营收水平、利润水平。

事实上，判断企业未来的营收、利润水平相当之难，很多研究考虑了不同的要素。如：

1)、竞争要素：包括以波特 5 力模型为代表的进入退出门槛，议价能力等，得到高竞争则利润低的结论反之则利润高的结论；

2)、管理要素：从企业的综合管理出发，观察团队，管理流程等质地，得到管理好则未来竞争力强，利润高的结论；

3)、财务要素：通过财务报表分析每项业务的成本和利润率，得到因为目前很高，所以未来也会很高的结论。

但以上一些观察维度都有相当的局限性。

竞争要素：互联网行业的竞争某些时候来的“快的惊人”且较难预知，可能在瞬间摧毁目前的产业格局，如美国在线的轰然倒塌；

管理要素：管理要素或许最为重要，但评估起来不够直接有效，而且管理好则盈利能力强之间的因果关系不够直接；

财务要素：财务要素在很大程度上是解释过去，对判断未来环境如此变换复杂的互联网企业有效性甚低。

综上，我们试图找到一个简单且有效的方式来对“价值”做一评估，即人均产能指标。

员工是软件、互联网企业最为宝贵的财富，它反映了一个企业的综合实力；人均产能（人均营业收入、人均利润），实际上试着从简单的、可获得的指标来反映如上综合因素。原因是该指标包含了如下范畴：

1)、财务范畴：人均产能反映了企业静止的盈利能力；

2)、管理/竞争范畴：人均产能较高的企业，在一定程度上员工的收入、福利、满意度也较高，同时企业也更加容易具备竞争力；

3)、商业模式范畴：同时，人均产能较高的企业拥有“做互联网的”商业模式。这句话如何理解？

我们把互联网行业的企业可简单分为“做互联网的”与“用互联网的”，区别如下：

表 4 “做互联网的” VS “用互联网的”

|       | 典型公司    | 区别说明                                                                                       |
|-------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 做互联网的 | 腾讯、百度   | “Metcalfe 法则”（网站价值与用户平方成正比）是适用的；会出现阶段性的边际成本为零现象；往往伴随初期幂指数级的用户增长；                           |
| 用互联网的 | 阿里巴巴、如家 | “Metcalfe 法则”不适用，更类似传统服务行业；基本不会出现阶段性的边际成本为零现象，需要不断的资本投入和人力投入，例如招聘营销团队、开新店；初期也只是线性增长（例如翻倍）。 |

资料来源：2009 年公司财报，安信证券研究中心

之所以要把“做互联网的”与“用互联网的”区分开来，是因为后者更像是传统服务行业，扩张需要不断的投入些重资本，例如开店，或者大量的服务人力，例如营销。

以下是四家互联网公司的 2009 年人均产能的对比。我们至少可以认识到以下几点：

第一，腾讯人均收入（162 万）、人均利润（67 万）到了行业无法匹及的高度，因此当之无愧的是国内互联网最优秀的企业之一；



第二，新浪与百度相比，人均收入更高（98 万 VS 60 万），人均利润低很多（10 万 VS 20 万），这说明新浪的整体盈利能力不如百度；

第三，阿里巴巴人均营业收入仅 33 万元，人均利润 9 万元，因此，我们认为该公司目前基本属于“用互联网的”，即属于服务企业在互联网领域的延伸。

**表 5 四家互联网公司的人均产能比较**

| 公司            | 员工人数  | 人均营业收入，万元 | 人均利润，万元 |
|---------------|-------|-----------|---------|
| 腾讯（0700.HK）   | 7700  | 162       | 67      |
| 阿里巴巴（1688.HK） | 11716 | 33        | 9       |
| 百度（BIDU）      | 7353  | 60        | 20      |
| 新浪（SINA）*     | 2500  | 98        | 10      |

资料来源：2009 年公司财报，安信证券研究中心  
 新浪利润剔除资本性收入

根据我们的经验，目前来看，国内互联网公司在人均收入 50 万/年是个门槛，高于此数字则商业模式往“做互联网的”上靠，低于此数字的依旧属于“用互联网的”，更像是传统软件或服务领域。

人均产能这个指标最大好处就是比较的透明，基本上可以在很多公司之间对比。在采集员工数字的时候，需要关注公司披露员工人数的口径，例如是否包含子公司人数，或者公司是否存在大量的服务外包项等。

### 3、高成长应该是关注风险的。

近年来，我们注意到一个现象，互联网行业正丧失着相对风险的概念。意思是，如果某个企业在一个特定的领域市场份额较高，就认为该企业基本无风险，这种结论似乎正在被否定。例如 360 软件在桌面安全领域已经获得了相当的份额，看似和 IM 不属于统一领域，但依旧出现了和腾讯的争夺。

对于中小互联网公司更是如此，如果看该公司仅在互联网行当中的某个细分领域具备一定的市场空间，则在很大程度上，忽略了公司的中长期风险。

我们认为，在互联网中，应考虑绝对风险，即任何看似不相关的企业都可能成为潜在的竞争对手。

于是，我们选择了网站的人气，即独立 IP 的绝对值作为参考依据。我们认为，不论一个网站的商业模式如何、内容和产品如何，只要其汇聚了较高的人气（和其他所有的网站相比），则风险是相对可控的。

由于 Alexa.com 中并未给出独立 IP，我们参考了 Google 每月公告的 ad planner 数据。

**表 6 The 50 most-visited sites: China**

| Rank | Site        | Name | Unique Visitors (users) | Reach  | Page Views |
|------|-------------|------|-------------------------|--------|------------|
| 1    | baidu.com   | 百度   | 160000000               | 75.40% | 3300000000 |
| 2    | qq.com      | 腾讯   | 120000000               | 55.70% | 7100000000 |
| 3    | sina.com.cn | 新浪   | 88000000                | 41.80% | 2300000000 |
| 4    | taobao.com  | 淘宝   | 79000000                | 38%    | 4000000000 |
| 5    | soso.com    | 搜搜   | 66000000                | 31.60% | 660000000  |
| 6    | youku.com   | 优酷   | 56000000                | 26.50% | 880000000  |
| 7    | sohu.com    | 搜狐   | 55000000                | 26.30% | 1300000000 |
| 8    | tudou.com   | 土豆   | 41000000                | 19.50% | 600000000  |
| 9    | hao123.com  | 网址之家 | 37000000                | 17.70% | 1200000000 |
| 10   | sogou.com   | 搜狗   | 31000000                | 14.80% | 330000000  |
| 11   | xunlei.com  | 迅雷   | 31000000                | 14.60% | 380000000  |
| 12   | ifeng.com   | 凤凰网  | 31000000                | 14.80% | 880000000  |

|    |                 |          |          |        |            |
|----|-----------------|----------|----------|--------|------------|
| 13 | tianya.cn       | 天涯社区     | 28000000 | 13.40% | 280000000  |
| 14 | yahoo.com       | 雅虎       | 28000000 | 13.40% | 500000000  |
| 15 | 56.com          | 我乐网      | 23000000 | 11%    | 170000000  |
| 16 | ku6.com         | 酷六       | 23000000 | 11%    | 140000000  |
| 17 | alipay.com      | 支付宝      | 23000000 | 11.10% | 300000000  |
| 18 | news.163.com    | 网易       | 21000000 | 10%    | 250000000  |
| 19 | renren.com      | 人人网      | 21000000 | 10.30% | 1300000000 |
| 20 | live.com        | LIVE     | 19000000 | 9.30%  | 170000000  |
| 21 | soku.com        | 搜库       | 19000000 | 9.10%  | 210000000  |
| 22 | youdao.com      | 有道       | 19000000 | 9.10%  | 120000000  |
| 23 | zol.com.cn      | 中关村在线    | 19000000 | 9.20%  | 210000000  |
| 24 | xinhuanet.com   | 新华网      | 19000000 | 9.30%  | 190000000  |
| 25 | alibaba.com     | 阿里巴巴     | 19000000 | 9.10%  | 340000000  |
| 26 | 2345.com        | 网址导航     | 19000000 | 9.20%  | 450000000  |
| 27 | gougou.com      | 狗狗       | 19000000 | 9.30%  | 230000000  |
| 28 | cn.yahoo.com    | 雅虎中国     | 19000000 | 9.20%  | 250000000  |
| 29 | 360.cn          | 360 安全中心 | 19000000 | 9.10%  | 160000000  |
| 30 | pconline.com.cn | 太平洋电脑网   | 18000000 | 8.40%  | 130000000  |
| 31 | iefxz.com       | 风行者      | 17000000 | 8.20%  | 41000000   |
| 32 | gocsgo.com      | 傲视天地     | 17000000 | 8.30%  | 45000000   |
| 33 | 4399.com        | 4399 小游戏 | 17000000 | 8.20%  | 600000000  |
| 34 | atpanel.com     | 淘宝广告     | 17000000 | 8.30%  | 38000000   |
| 35 | microsoft.com   | 微软       | 16000000 | 7.60%  | 55000000   |
| 36 | mop.com         | 猫扑       | 16000000 | 7.70%  | 140000000  |
| 37 | paipai.com      | 拍拍网      | 15000000 | 7%     | 120000000  |
| 38 | douban.com      | 豆瓣网      | 15000000 | 7%     | 270000000  |
| 39 | 58.com          | 58 同城    | 13000000 | 6.30%  | 210000000  |
| 40 | people.com.cn   | 人民网      | 13000000 | 6.30%  | 110000000  |
| 41 | 126.com         | 126      | 13000000 | 6.20%  | 160000000  |
| 42 | soufun.com      | 搜房网      | 13000000 | 6.30%  | 190000000  |
| 43 | 96pk.com        | 96PK     | 13000000 | 6.30%  | 38000000   |
| 44 | kaixin001.com   | 开心网      | 12000000 | 5.70%  | 790000000  |
| 45 | 360doc.com      | 个人图书馆    | 12000000 | 5.70%  | 41000000   |
| 46 | xici.net        | 西祠胡同     | 12000000 | 5.70%  | 45000000   |
| 47 | 7k7k.com        | 7K7K 小游戏 | 12000000 | 5.70%  | 550000000  |
| 48 | 360buy.com      | 京东商城网    | 12000000 | 5.60%  | 190000000  |
| 49 | msn.com         | MSN      | 12000000 | 5.70%  | 89000000   |
| 50 | hudong.com      | 互动百科     | 11000000 | 5.20%  | 55000000   |

资料来源：2010 年 10 月，Google，安信证券研究中心

由于分析国内的互联网 A 股标的，体量相对较小，我们在后边的评估中，把独立用户过 1000 万作为一个分水岭（过千万则跃入前 50 名）。

接下来，我们将会对 A 股的互联网标的做一梳理，通过加权方式最后计量综合成长性。这些标的包括：中青宝、顺网科技、焦点科技、博瑞传播、东方财富、乐视网、二六三、生意宝、神州泰岳、北纬通信、拓维信息、科大讯飞、同花顺。

## 2.2. 成长潜力评估：上游 > 下游

前述，我们通过回顾互联网 15 年的发展史，将互联网分成了四个阶段，分别是接入时代、终端时代、平台时代与 web2.0 社区时代。并论述了，越往上游越处在价值汇聚点上。

我们以这四个阶段作为对成长潜力的评估标准，具体做法是：圈定公司隶属于哪个发展阶段，越靠近上游的，越普适的分值越高（最高分 3 分，最低分 1 分），评估结果如下图：

图 9 A 股互联网公司的成长性评估，顺网科技、科大讯飞定位最为普适

| 公司名称 | 成长评估（定位） |       |        |      | 评级  |
|------|----------|-------|--------|------|-----|
|      | 接入       | 终端    | 专业平台   | 社区平台 |     |
| 中青宝  |          |       | 网络游戏   |      | ★   |
| 顺网科技 |          | 网吧客户端 | 社区平台   |      | ★★★ |
| 焦点科技 |          |       | 外贸B2B  |      | ★★  |
| 博瑞传播 |          |       | 网络游戏   |      | ★   |
| 东方财富 |          |       | 财经门户   |      | ★★  |
| 乐视网  |          |       | 视频门户   |      | ★   |
| 二六三  | 电信运营     | 企业邮箱  |        |      | ★   |
| 生意宝  |          |       | 内贸B2B  |      | ★★  |
| 神州泰岳 | TP、SP    |       | 农信通平台  |      | ★★  |
| 北纬通信 | TP、SP    |       |        |      | ★   |
| 拓维信息 | SP       |       |        |      | ★   |
| 科大讯飞 | SP       |       | 综合语音平台 |      | ★★★ |
| 同花顺  |          | 金融客户端 |        |      | ★   |

资料来源：安信证券研究中心

由于顺网科技现有产品为网吧客户端管理软件，蝌蚪网则定位互动娱乐的社区平台具有相当可扩展性我们给予同类中最高评级 3 分；此外，科大讯飞的语音云具有较强的扩展能力，可广泛的应用到线上、线下的各个领域，如互联网教学、搜索、音乐等领域，我们也给予同类中最高评级 3 分；尤其是顺网科技，有一定的潜质和机会将自身提升至更高级——社区平台。

焦点科技、生意宝、东方财富几个垂直平台具有一定的共性，即他们都是在某个专业领域的服务平台，分别为 B2B 外贸、B2B 内贸、B2C 财经门户。这几个平台尽管不具备向上一级社区平台演进的可能性，但均有较大的空间向传统服务领域继续扩张。如，焦点科技和生意宝可以向中小企业融资、保险、物流、做市商等领域延伸，且待机会成熟可提供贸易服务；东方财富可向基金代销领域延伸等。神州泰岳的基础是支撑商（TP，飞信），但目前的农信通平台由于涉足了 CP 和 SP，因此其在产业链中的位置上移了，加之公司的千腾电子商务网，公司未来也有向互联网/移动互联网转变的可能性。我们为以上四个公司的成长性评为 2 分。

中青宝、博瑞传播、乐视网三个网站比较的类似。网络游戏，网络视频的盈利模式较为单一，子领域在互联网产业中的发展潜力有限（游戏进入缓慢的发展阶段，视频网站尚未摆脱不盈利的压力），因此这些公司更多需要在子领域中获得更高的份额而较难享受子领域的高速发展。因此我们为以上三个公司的成长性评为 1 分。

北纬通信、拓维信息均属于移动 SP，自身不拥有用户资源。与神州泰岳的区别是，北纬通信的手机游戏尚未平台化（平台在移动侧），拓维信息在手机动漫领域的角色是 TP。因此，他们的发展较大幅度受制于中国移动的业务增长情况。同花顺定位于金融客户端，目前仍属于一家软件公司。这些公司未来仍需要积极探索如何在产业链中向上攀升，因此我们为以上三个公司的成长性评为 1 分。

## 2.3. 价值潜力评估：做互联网 > 用互联网

我们之前已经解释了为何要选用人均产能指标来做价值潜力评估的参考。

评级基本方法如下：

人均营业收入 50 万以上，人均利润 20 万以上的公司评级为 3 分；

人均营业收入 30-50 万，人均利润 10 万-20 万的公司评为 2 分；

人均营业收入 30 万以下，人均利润 10 万以下的公司评级为 1 分。

从各公司 09 年年报中获得营业收入、净利润、员工人数，得到人均营业收入，人均利润，工资来自现金流量表中的应付员工现金（并未做评级依据）。

评估结果如下：

图 10 A 股互联网公司的价值评估，二六三、乐视网人均产能最高

| 公司名称 | 价值评估（万元，09年） |      |      | 评级  |
|------|--------------|------|------|-----|
|      | 人均产能         | 人均利润 | 人均工资 |     |
| 中青宝  | 13.8         | 7.2  | 2.0  | ★   |
| 顺网科技 | 30.2         | 11.3 | 6.4  | ★★  |
| 焦点科技 | 22.9         | 9.1  | 6.7  | ★   |
| 博瑞传播 | 25.5         | 7.9  | 3.3  | ★   |
| 东方财富 | 32.0         | 14.0 | 6.3  | ★★  |
| 乐视网  | 71.8         | 21.9 | 7.6  | ★★★ |
| 二六三  | 107.7        | 24.9 | 14.7 | ★★★ |
| 生意宝  | 14.1         | 4.3  | 4.6  | ★   |
| 神州泰岳 | 32.3         | 12.1 | 6.8  | ★★  |
| 北纬通信 | 36.3         | 7.9  | 7.3  | ★   |
| 拓维信息 | 32.2         | 9.4  | 5.8  | ★   |
| 科大讯飞 | 31.2         | 8.1  | 4.8  | ★   |
| 同花顺  | 30.2         | 11.8 | 7.7  | ★★  |

资料来源：各公司财报，安信证券研究中心

乐视网、二六三人均收入和利润最高，给予评级 3 分；

顺网科技、神州泰岳、同花顺居中，给予评级 2 分；

其余为 1 分。

#### 2.4. 风险控制评估：绝对安全 > 相对安全

我们之前解释了为何选择互联网访问量而非细分市场份额来观察网站，是由于我们不能忽略来自互联网其他领域潜在竞争对手的威胁。

我们参考这些公司的 Alexa 最新排名，根据谷歌的数据折算为独立用户，对其进行观察。

基本评估方法如下

独立用户在 1000 万以上评级为 3 分；

独立用户 500-1000 万评级为 2 分；

500 万以下评级为 1 分。

公司以客户端的形式存在的（如游戏、股票软件），或者以 SP 形式存在的（如手机游戏，动漫，飞信等等），我们则忽略此值，自动评级为 1 分。如此规则的逻辑是：流量应该来自于互联网而非线下形式，举个极端的例子，苏宁电器的店铺人流也相当之高，但它并不是一个互联网公司！



评估结果如下:

图 11 A 股互联网公司的安全性评估, 东方财富最好, 焦点、乐视网次之

| 公司名称 | 风险评估        |             |       | 评级  |
|------|-------------|-------------|-------|-----|
|      | A le xa全球排名 | A le xa中国排名 | 独立访问  |     |
| 中青宝  | -           | -           | -     | ★   |
| 顺网科技 | -           | -           | -     | ★   |
| 焦点科技 | 1056        | 270         | 560万  | ★★  |
| 博瑞传播 | -           | -           | -     | ★   |
| 东方财富 | 343         | 44          | 1000万 | ★★★ |
| 乐视网  | 988         | 190         | 600万  | ★★  |
| 二六三  | -           | -           | -     | ★   |
| 生意宝  | 3272        | 337         | 110万  | ★   |
| 神州泰岳 | -           | -           | -     | ★   |
| 北纬通信 | -           | -           | -     | ★   |
| 拓维信息 | -           | -           | -     | ★   |
| 科大讯飞 | -           | -           | -     | ★   |
| 同花顺  | 3159        | 296         | 190万  | ★   |

资料来源: 安信证券研究中心

东方财富独立访问 1000 万, 给予评级 3 分;

焦点科技的中国制造网、乐视网独立访问大于 500 万, 给予评级 2 分;

其余各公司要么属于终端形式, (如顺网科技的网维大师独立日访问已经达到 1500 万), 要么独立访问小于 500 万 (如生意宝、同花顺), 给予评级 1 分。

## 2.5. 小结: A 股互联网综合成长性结论

我们根据以上的结果, 得到三组不同的数值。

在加权结果上, 我们人为放大了成长性。这是因为, 我们理解, 互联网公司的成长概念应大于价值和风险概念。

我们试着用如下公式得到总分:

综合成长性=2\*成长得分+价值得分+安全得分, 理论最高分为 12 分, 最低分为 4 分。

最终的评分结果如下:



图 12 A 股互联网公司的综合成长性评估结论，顺网科技、东方财富、科大讯飞较优

| 公司名称 | 综合   |      |      | 评级 |
|------|------|------|------|----|
|      | 成长潜力 | 价值潜力 | 风险规避 |    |
| 中青宝  | ★    | ★    | ★    | 4  |
| 顺网科技 | ★★★  | ★★   | ★    | 9  |
| 焦点科技 | ★★   | ★    | ★★   | 7  |
| 博瑞传播 | ★    | ★    | ★    | 4  |
| 东方财富 | ★★   | ★★   | ★★★  | 9  |
| 乐视网  | ★    | ★★★  | ★★   | 7  |
| 二六三  | ★    | ★★★  | ★    | 6  |
| 生意宝  | ★★   | ★    | ★    | 6  |
| 神州泰岳 | ★★   | ★★   | ★    | 7  |
| 北纬通信 | ★    | ★    | ★    | 4  |
| 拓维信息 | ★    | ★    | ★    | 4  |
| 科大讯飞 | ★★★  | ★    | ★    | 8  |
| 同花顺  | ★    | ★★   | ★    | 5  |

资料来源：安信证券研究中心

顺网科技 9 分，主要是由于成长潜力较大，同时也具备较好的价值潜力，未来若能够快速将客户端流量转化为网站流量，其安全性也会提高；

东方财富 9 分，主要是由于各项指标较为均衡。事实上亦是如此，在金融领域，网站人气和一些重点栏目（如股吧）已成为该领域的领导者；

科大讯飞 8 分，主要是由于成长潜力较大，但不足的是价值潜力与“互联网气质”均平平，未来还需要在商业模式中提升转化收入与利润的能力来提高人均产能，以及获取更多的流量人气以提升安全性。

焦点科技、乐视网、神州泰岳 7 分；

其余公司 4-6 分。

最后，需要指出的是，对于“成长—价值—风险”的认识，不同的投资者可以有不同的侧重，按照权重的设置不同，各个标的相应的评估结果也将不同。

### 3. 投资建议

#### 3.1. 整体策略

根据以上论述，我们小结一下在未来 2-3 年的投资思路：

1、互联网作为一个浩瀚、蓬勃的新技术产业，应以全行业的发展逻辑去审视投资标的，这样可以跳出细节与短期波动，站在历史哲学的高度去发现未来的高成长企业。

2、“成长-价值-风险”三个维度可作为我们选择公司的三个基本出发点。

成长的发现逻辑是挑选产业中处于上游的，普适定位的企业；

价值的发现逻辑是挑选“做互联网的”，Metcalfe 法则适用的，人均指标较高的企业；

风险规避逻辑是站在规避绝对风险的角度，排除不确定性较高的企业。

3、应密切关注全球，尤其是美国的互联网业发展，其创新性领先我们至少 3 年，或许我们可以发现国内的最好企业，但也许在全球范围内，更大的挑战和威胁是我们目前没有看到的。

#### 3.2. 个股推荐

对于 2011 年，我们认为有较大市场机会的 A 股标的是东方财富、焦点科技、神州泰岳，同时建议密切关注顺网科技。

##### 3.2.1. 东方财富：财经龙头，广告收入被严重低估，基金代销是催化剂

东方财富网（www.eastmoney.com）已经成为国内最大的财经互联网门户。2011 年的看点主要有三：

1、广告收入被严重低估。由于东方财富网广告业务开展时间尚短，在大客户资源上稍逊于行业主要竞争对手和讯网（www.hexun.com），但广告收入远小于和讯。我们预计，在拥有同样用户流量的基础上，公司的广告收入几乎被低估一倍（约为 5000-6000 万人民币），折合 EPS0.35 元-0.42 元；

2、基金代销是个大催化剂。我们认为，比较保守的估计，基金代销资格的授予时间是 11 年下半年。公司的天天基金网已经拥有全国最庞大的日均访问基民用户，约 200 万。由于公司尚存 15 亿元的货币现金，很大可能性采用外延收购的方式整合地面推广渠道，配合互联网营销。

3、新产品与移动互联网。移动财经业务诸多产品，包括财经短信，财迷微博，WAP 站点（eastmoney.cn）相继推出，作为互联网在终端侧的延伸，全面布局在移动互联网侧的业务布局，并在 11 年渴望带来少量收入。

##### 3.2.2. 焦点科技：外贸 B2B 参与者，受益行业涨价趋势

焦点科技是外贸 B2B 领域的参与者，该领域门槛较高。原因是：从国外带来的海量互联网流量需要长期、大量的营销投入（诸如 Google 投放、国际展会、广交会等），因此，我们可以确定外贸 B2B 领域在未来保持寡头竞争（阿里巴巴、焦点科技）。

由于，迫于经营业绩的压力，阿里巴巴 9 月底大幅上调会员费，上调幅度高达 50%。我们判断该涨价趋势能够持续数年。尽管焦点科技尚未宣布提价，但其可以通过不打折或增加其他增值服务的方式来促成实际意义上的涨价。

我们预计，公司未来将以每年 30% 左右的用户增幅，20%-30% 的单价增幅两个维度大幅增加营业收入，复合增长率可维持在 50%-70% 的高位。

2011 年是公司重要的战略布局年，重要事件包括：

1）保险业务的推广情况，物流业务的进展；

2）销售团队的建设，尤其是中层的稳定；

3）区域市场的培育（如江苏、浙江、广东、福建、台湾、四川）；

4) 在物流、保险领域夯实基础, 不排除采取并购的方式扩张。

### 3.2.3. 顺网科技: 2年内看份额提升, 2年后看社区平台

对于顺网科技, 明年最大的看点份额提升。

由于顺网科技已经占领了 9 万网吧, 略超 50% 的份额, 若能够在此基础上继续保持份额集中, 则有可能在 2012 或 2013 年获得爆发式的增长。

我们在前期报告中陈述, 新浩艺、盛天、吉胜科技分别拥有一定的市场份额, 若公司能够通过外延式的收购整合一家或者几家, 则市场份额会快速提升至 70%-75% 左右的水平。那么, 一个“量价齐升”的趋势将会形成。即, “量”会遵从“马太效应”, 即越多则越多, “价”则有 3-5 倍的广告单价提升潜力。

中长期, 网维大师的海量流量(日均 1500 万独立用户)将转化为蝌蚪网的注册用户, 若公司能够积极把握 web2.0 的历史机遇, 或许会成为继人人网、开心网之后的又一家大型 web2.0 平台, 若是如此, 公司的价值将变得巨大且有想象力。

### 3.2.4. 神州泰岳: 飞信稳定增长, 农信通可能大幅超预期

飞信自 2010 年下半年, 开始恢复稳定快速的增长趋势。我们预计, 趋势可持续甚至有可能加速, 这是因为考虑到飞信未来有潜在开放平台的可能性, 这将带来第三方应用的繁荣, 反过来刺激用户的活跃度提升。我们估计明年年底飞信的活跃用户将会达到 1 亿。

其农信通业务参考基地运作模式, 明年年初, 有较大的可能性将务工易面向全国推广。若一年能够发展 1000 万用户, 则收入将达到  $1000 \text{ 万} \times 3 \text{ 元} \times 50\% \times 12 = 1.8 \text{ 亿}$ , 加之全国的支撑分成以及基础的项目开发, 合计将超过 2 亿元以上收入。约折合 EPS0.3 元(按照 50% 净利润计算)。或许事实会更加乐观, 因为我们不能够排除移动明年发力农村、农民市场的的市场性。

此外, 公司积极的探索互联网、移动互联网领域, 千腾电子商务网站(www.spec1.com)已经上线。同时, 明年也可能看到公司在运营商的横向业务拓展, 以及继续以类似今年收购的方式进入到互联网其他领域。

表 7 A 股互联网标的投资建议

| 代码        | 证券简称 | 评级 | 目前价格  | 6 个月目标价 | 增长空间 | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 10PE | 11PE | 12PE |
|-----------|------|----|-------|---------|------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 300113.SZ | 顺网科技 | 买入 | 69.40 | 90.00   | 30%  | 0.75  | 1.60  | 2.40  | 93   | 43   | 29   |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 增持 | 83.49 | 92.50   | 11%  | 1.29  | 1.85  | 2.59  | 65   | 45   | 32   |
| 300059.SZ | 东方财富 | 增持 | 58.30 | 60.00   | 3%   | 0.70  | 1.10  | 1.50  | 83   | 53   | 39   |
| 300002.SZ | 神州泰岳 | 增持 | 65.25 | 70.00   | 7%   | 1.13  | 1.67  | 2.27  | 58   | 39   | 29   |
| 002148.SZ | 北纬通信 | 中性 | 49.80 | 40.00   | -20% | 0.55  | 0.66  | 0.81  | 91   | 75   | 61   |
| 002261.SZ | 拓维信息 | 增持 | 43.30 | 45.00   | 4%   | 0.78  | 0.97  | 1.23  | 56   | 45   | 35   |
| 300033.SZ | 同花顺  | 中性 | 42.03 | 40.00   | -5%  | 0.74  | 0.97  | 1.34  | 57   | 43   | 31   |

资料来源: 安信证券研究中心

## 3.3. 投资风险

### 3.3.1. 创业板系统性风险

由于互联网公司多存在于创业板和中小板。

这些公司的整体估值较高, 若资本的喜好度发生变化, 例如周期类板块开始企稳, 或者整体的流动性受到抑制, 均会使得创业板、中小板系统性估值中枢下移。

### 3.3.2. 上市公司的业绩低于预期

创业板、中小板中的互联网公司存在一定的业绩弹性。受制于宏观市场的影响、产业链上下游的影响、产业主导企业的影响, 以及自身经营与管理水平的影响。

若以上各种影响负面多过正面, 则存在一定程度的业绩低于预期的风险。

## 作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

|               |                         |               |                        |
|---------------|-------------------------|---------------|------------------------|
| 梁涛            | 上海联系人                   | 凌洁            | 上海联系人                  |
| 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn |
| 黄方禅           | 上海联系人                   | 朱贤            | 上海联系人                  |
| 021-68765913  | huangfc@essence.com.cn  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn |
| 张勤            | 上海联系人                   | 马正南           | 北京联系人                  |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 010-59113593  | mazn@essence.com.cn    |
| 周蓉            | 北京联系人                   | 潘冬亮           | 北京联系人                  |
| 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn | 010-59113590  | pandl@essence.com.cn   |
| 李昕            | 北京联系人                   | 胡珍            | 深圳联系人                  |
| 010-59113565  | lixin@essence.com.cn    | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn  |
| 李国瑞           | 深圳联系人                   |               |                        |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn     |               |                        |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编：100034