

互聯網另一特色是勝者為王 (Winner Takes All)，通常領袖可以賺取絕大部分市場利潤，第二名只能獲微利甚至虧損。

勝者為王

在眾多投資板塊裏，筆者一直對互聯網公司情有獨鍾。新經濟的商業模式具極高放大性及營運槓桿，一旦擁有規模及領導性的市場佔有率，利潤率可以急促直線上升。最大挑戰是前期須投放大量資金爭取客戶人數及市佔率，假若中期不能突破至規模效應，一切投資可能報銷。

互聯網另一特色是勝者為王 (Winner Takes All)，通常領袖可以賺取絕大部分市場利潤，第二名只能獲微利甚至虧損。美國擁有全世界最大的互聯網公司，大家只會認識龍頭公司如搜尋為主的Google (GOOG)，社交網絡Facebook (FB) 或電子商貿Amazon (AMZN)，因為她們在各自的領域都擁有極大份額，所以市盈率高達40倍 (GOOG) 至60倍 (FB)，甚至數百倍 (AMZN)。

移動上網成新戰場

以往互聯網的戰場是電腦，近年隨着智能手機的流行，戰場已經逐漸轉移至手機上網的相關商業模式。手機的戰場將會比電腦更大，因為全球手機數目比電腦約高4倍達60億台 (17.3%為智能手機)。手機的限制是屏幕太小，以往在電腦上打廣告為主的商業模式都不大適用，所從到現時為止，暫時仍未有一家科網公司能在移動上網業務上稱霸，賺取巨利。

再細看，蘋果的iTunes Store應該是最賺錢的相關業務。Facebook去年第三季因為手機平台廣告收入上升，股價終於從低位反彈，至今已回升達74.3%。從營

運模式來看，銷售平台似乎是具放大性 (故此Amazon的估值亦最高)，iTunes Store因為沒有獨立上市，所以難以評估其真正盈利能力，但相信一定非同小可，因為其2012年9月年度軟件、服務及有關營業額已達34.6億美元。

銷售平台模式最吸引

中國科網公司中新浪的微博及騰訊控股 (00700) 的微信分別擁有逾3億移動用戶，但兩者都暫時未能在程式上開拓營銷模式，反而規模較少的網龍 (00777) 在內地就把握先機，開展了類似蘋果iTunes Store及Android Play Store及適用於兩者應用程式市場平台，且已佔得70% iOS及50% Android份額。平台業務非常簡單，上載的第三方程式開發商，須分成給網龍約30%的下載收費。

截至去年9月，其總註冊用戶人數已達1.75億，平台上載超過70萬個程式，總下載次數達95億次。更重要的是網龍的手機平台業務已於去年第三季轉虧為盈，銷售同比上升達371%，營運利率達到32.5%，並計劃於今年第二季在香港創業板分拆上市。網龍自2007年上市至來每年都賺錢及派息 (過去平均派息率高達64%)，因為網上遊戲業務現金流強勁，所以手上全面攤薄淨現金每股達2.7元 (相等於市值的23.4%)，2013年預測市盈率只有11.4倍。RM

權益披露：筆者旗下基金持有網龍 (00777) 及Facebook，並隨時於市場買入或沽出

網龍 季度業績	2011年 第一季	2011年 第二季	2011年 第三季	2011年 第四季	2012年 第一季	2012年 第二季	2012年 第三季
網絡遊戲收入	150.6	174.9	183.5	192.6	191.6	201.0	204.1
網絡遊戲溢利	47.6	65.0	66.1	100.6	89.9	88.7	86.8
無線事業收入	6.1	9.4	19.2	24.7	45.4	75.1	86.1
無線事業溢利	1.7	-4.6	0.2	-6.6	-9.2	-10.2	28.0

單位：百萬元人民幣

資料來源：筆者提供

祝振駒

翔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年創立翔騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

