



科網泡沫

互聯網股今年大幅度跑贏大市，引致坊間議論紛紛，樂觀的覺得剛上市的雲遊（00484）可成另一隻騰訊（00700），悲觀的則認為科網泡沫第二波已形成，且隨時有可能爆破。極度看好或看淡的人都似乎不太熟悉互聯網股的生態及估值歷史。大部分國際級及中國科網股都在美國上市，如果單看香港市場，理解肯定不會全面，代表性也不夠強。能成為龍頭股只有少數，且都是擁有平台及領先市場佔有率者，表表者有美國的Amazon（AMZN），Facebook（FB）及Google（GOOG）；中國則為阿里巴巴，騰訊，百度（BIDU）和奇虎360（QIHU）。上游龍頭股市盈率在高峰時動輒高達100倍或以上，皆因他們擁有可無限放大的營收模式。

大部分美國上市的中國科網股都經營超過10年以上，盈利規模數以10億以上人民幣算。事實上，部分以電腦起家的互聯網公司增長已經開始放緩，所以股價和市盈率均大幅低於高峰時。追求增長，他們的營運方向亦已逐漸由電腦平台轉移至手機平台。未來科網新龍頭將會是擁有上游平台及能主導手機用戶流量者。投資者千萬不要將上下游公司的估值混為一

談。

過去在美國上市的一批下游中國網遊公司，市盈率很少超過15倍以上。理由很簡單，因為玩家黏性不強，只要遊戲一旦老化，玩家便失去興趣流失，加上新開發遊戲的成功率極低，管理層根本不能預測多於一季以後的收入，所以大家不要對他們的長綫預測太認真。有些網遊公司更需要倚賴擁有平台的上游營運商推銷遊戲，例如主打社交遊戲的Zynga（ZNGA）就要倚靠Facebook的平台。借助Facebook的名氣，他更搶前於2011年11月以10美元上市，股價曾幾何時（2012年3月）高達15.91美元，但之後無以為計，現在下跌到只有3.54元。另一個隱憂是這陣科網熱潮將會吸引大量中小型缺乏規模的網遊公司搶閘上市，良莠不齊及供應大增下，這板塊的估值最終必定被拉下去。

按右表看，大部分美國上市的中資網游股及部分中上游科網股估值仍低於歷史高位，多數後者的2014年預測市盈率仍低於40倍，筆者結論是科網股還未到瘋顛時，純網遊股估值低有其道理，切勿奢望她們會升值到騰訊，Facebook等水平。（筆者旗下基金持有部分上述股份）

各地科網股比較

美國	業務	股號	收市價 (美元)	2013預測 市盈率 (倍)	2014預測 市盈率 (倍)	2013預測 淨利潤(百 萬美元)	市值 (百萬美元)	歷史 最高PE (倍)	歷史最高 PE日期
Amazon.com	電子商貿	AMZN	332.21	388.1	113.7	391	149,289	381.7	2013/10/23
EBay	電子商貿	EBAY	52.34	23.9	20.5	2,837	66,971	90.8	2004/12/31
Priceline.com	電子商貿	PCLN	1,080.40	30.6	24.6	1,815	54,898	31.2	2013/10/22
Facebook	社交網絡	FB	52.45	105.1	71.4	1,215	126,393	109.9	2013/10/18
Linkedin	社交網絡	LNKD	243.29	882.4	324.1	33	28,440	933.2	2013/9/11
Google	搜尋/電子商貿 /軟件	GOOG	1,025.55	27.3	23.4	12,573	344,652	27.4	2013/10/23
Yahoo	綜合網站	YHOO	33.08	26.3	22.9	1,286	33,773	1083.8	2000/1/4
Activision Blizzard	網遊	ATVI	17.31	21.3	16.3	565	12,105	22.67	2013/7/30
Electronic Arts	網遊	EA	24.74	20.1	16.4	377	7,546	44.8	2005/3/9
Zynga	網遊	ZNGA	3.54	-57.0	-124.9	(49)	2,814	NA	2012/3/2
中國-上游									
騰訊	電子商貿/社交 網絡/網遊	700 HK	428.80*	39.7	31.7	2,594	102,408	42.16	2013/10/21
奇虎360	電子商貿 /網遊/搜尋	QIHU	89.00	99.8	63.2	109	10,750	108.45	2013/10/21
攜程	電子商貿	CTRP	56.32	58.6	45.2	124	7,253	50.2	2010/11/1
唯品會	電子商貿	VIPS	73.30	92.6	42.2	44	3,840	98.23	2013/10/21
百度	搜尋	BIDU	161.34	32.4	25.9	1,740	54,240	55.1	2011/7/26
新浪	社交網絡/電子 商貿/綜合網站	SINA	86.60	329.4	50.6	18	5,684	NA	2011/4/19
歡聚時代	社交網絡/電子 商貿	YY	49.18	53.5	32.5	50	2,617	60.16	2013/10/21
金山軟件	電子商貿/網遊 /軟件	3888 HK	21.55*	32.7	26.4	101	3,295	35.35	2013/10/22
慧聰網	電子商貿	8292 HK	9.14*	33.3	20.5	23	770	36.30	2013/9/16
中國-中游									
搜狐	綜合網站	SOHU	81.55	37.9	26.7	82	3,108	27.83	2011/4/28
網易	綜合網站/網遊	NTES	69.07	12.5	11.2	741	9,261	14.2	2012/6/7
太平洋網絡	綜合網站	543 HK	3.64*	12.4	9.5	41	511	17.31	2011/7/14
中國-下游									
雲遊	網遊	484 HK	64.00*	20.1	12.9	53	1,031	23.18	2013/10/7
網龍#	網遊	777 HK	20.43*	13.2	16.1	101	1,326	14.42	2013/10/21
IGG	網遊	8002 HK	3.48*	NA	13.8	14	585	NA	2013/10/18
暢遊	網遊	CYOU	37.44	6.7	6.2	302	1,991	11.28	2011/7/29
完美世界	網遊	PWRD	18.66	12.5	10.1	78	946	20.11	2011/9/23
巨人網絡	網遊	GA	9.45	10.3	9.4	226	2,245	28.42	2007/11/1
盛大遊戲	網遊	GAME	4.74	5.9	5.4	215	1,236	17.07	2009/9/25

#調整特別股息後 *貨幣單位為港元