

### 3.2.3 挖地三尺-享乐主义

今天第30期内容是【挖地三尺】中的第三讲【享乐主义】。

前两次分享讲了A股分布最广的制造业和我们身边的消费企业，今天的主题则是我们现在生活已经离不开的【互联网】。

互联网企业的投资逻辑，和我们之前提到的制造业，消费行业有比较大的区别。而互联网这个迅速扩张的行业应该抓哪些重点，就是我们今天讨论的主题。

#### 【消费人性】

上一期我们讲了消费行业，其实互联网上买东西、看视频、听音乐、打游戏等等，也是一种消费，是一种解决了温饱之后的享受型消费。

但互联网有一个最大的特点：【轻资产】，复制扩张能力很强。

一家制造业开始发展，需要找到客户、拿到下游订单，然后建厂房、购置设备，找工人，购置原料，开工。其中，厂房设备，就属于【重资产】的范畴，如果有一天生产的产品没销路了，而这条产线只能生产这一种产品的话，这块成本就要打水漂，公司承受巨大损失。

如果销路良好，公司还想扩产，就要再建新的厂房、买一条新的产线。有几条产线，就能生产多少东西，全部卖出后产生利润。满产满销、其他成本条件不变的情况下，公司的利润完全是有几条产线决定的。

消费行业也是类似，在线上购物出现之前，消费者能接触到一个消费品牌，要么看线下门店多少，要么被广告影响，其中前者是购买产品的唯一渠道，这也是重资产的一种情况。

对于一般的产品，想要多卖，就得多租店面，让消费者看见的机会多，购买也更方便。租店面的成本，包括房租、员工成本等，虽然不如制造业购买机器开销那么大，但扩张起来仍然是一笔不小的开支。这里说的“重”，其实就是看，利润增大时，是否要付出更多的资本、购置更多的资产，这个比例越大，则企

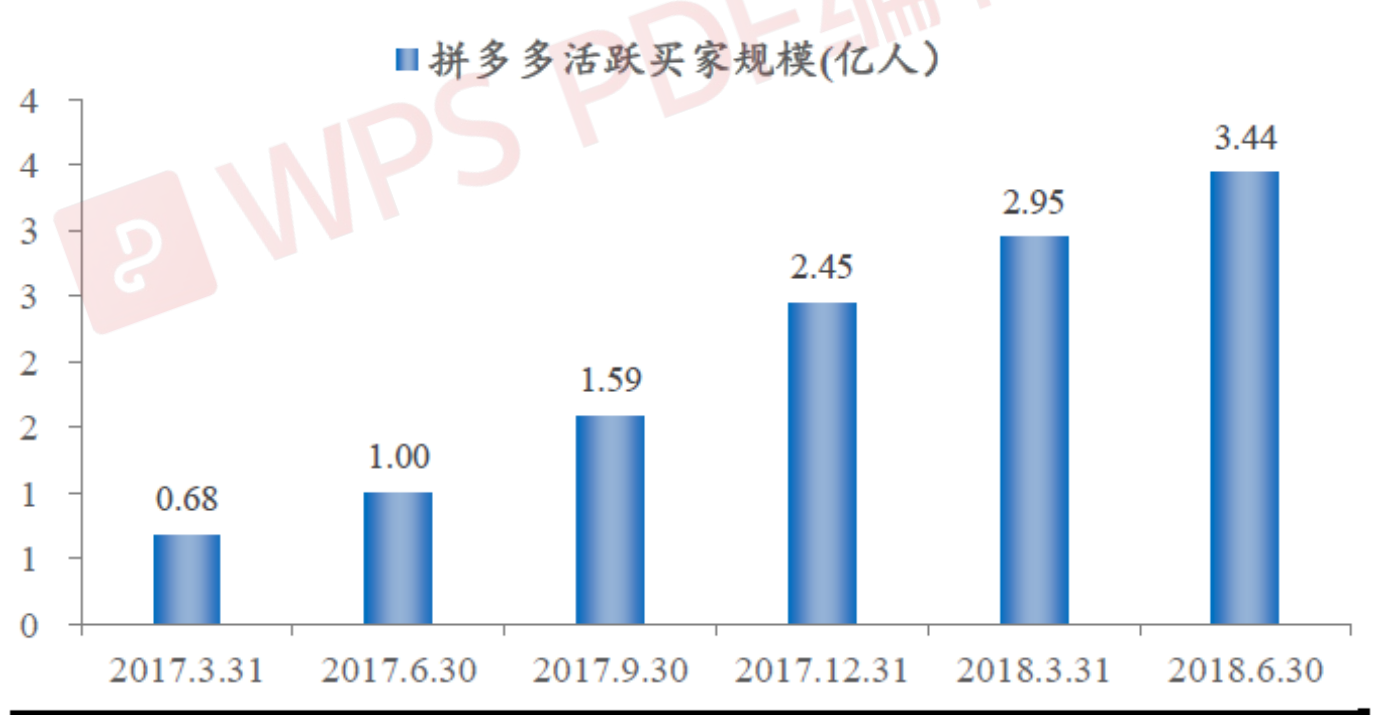
业越“重”，如果赶上繁荣时期，收入越来越高。一旦景气不再，这些资产将会是很大的一笔开支。

而互联网的绝对优势就在于，它的平均生产成本随着收入的增加，其实是越来越小的，而且要显著小于制造业。用个学术名词讲，就叫【边际成本递减】。

比如手机上这些APP，开发的时候花一笔成本，数据需要保存在服务器上，这又是一笔成本，还有维护运营等等，但如果用户数能达到百万千万，把成本分摊到每一个用户身上，其实非常小。如果能做到上亿用户，那成本就几乎为零了。

这就是为什么像腾讯起家的QQ，最开始几年发展如此迅速的原因，一段代码服务的人群没有上限（只要服务器撑得住），这和生产线里产出一个零件、门店里几个导购招揽客户，完全不是一个量级的销售效率。

而最近的例子则是拼多多，看其用户数的增长趋势，两年时间，已经达到了三亿多，直追京东淘宝。



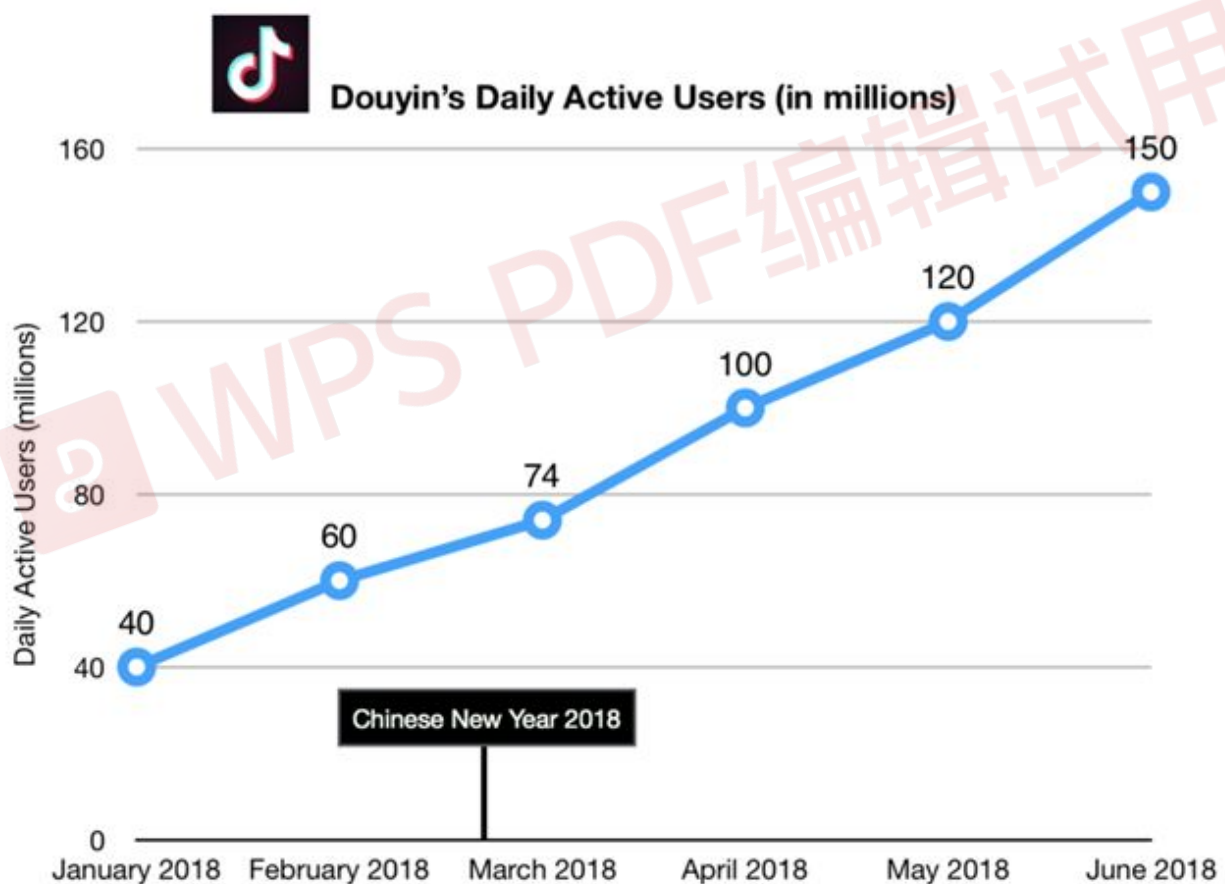
资料来源：拼多多招股说明书，恒大研究院

所以互联网企业最最重要的一个指标，就是【用户数】，用户数是决定互联网企业生存发展的唯一基数。所有的估值指标，也都围绕着用户数来谈。例如“月活”和“日活”（每月或每日活跃用户人数），ARPU（每个用户平均价值，类似于用户平均花了多少钱），这些指标如果是上市公司的，可以翻年报；或

者不论上不上市，直接网上搜索就可以了（非上市公司的指标大部分由第三方调查机构采集计算，不同机构之间数据会有出入）。

有了用户，至少互联网公司能活下来了。这之后就要看【使用粘性】，用户能一天24小时只要睁着眼就用这个APP或者网站，那是再好不过的了。这里就要看“打开次数”和“使用时长”，这些数据 and 上述的数据类似，上市公司会自己公布，或者有第三方机构做调查。

为了粘性，各个公司使出浑身解数，比如现在最火的抖音，利用算法挑选出用户喜欢的音乐或视频风格，然后不断输出类似的视频，每个时长也短，用户很容易上瘾，一看就三四十分钟，无法自拔。因为精准的“算法体系”，抖音在过去一年的用户成长速度是惊人的，现在的最新日活用户已经超过了1.5亿，这样的增速只有拼多多可以匹敌了：



Source: 36Kr, QuestMobile

GGVCAPITAL

做抖音的今日头条，当年也是靠类似的方式发家致富，找到用户感兴趣的题材，不断推送类似的新闻或文章，达到把用户“粘”在这个APP的目的。

腾讯的做法就更独特了，由于家大业大，干脆做起了“养蛊”的生意，让自家投资的公司或者工作室，去做相同题材的事情。比如手机游戏里“吃鸡”最火，那就在内部成立好几个项目组，都在做“吃鸡”题材的游戏，这样手机用户挑来挑去，都逃不过腾讯的手掌，最后花钱也都落在腾讯的账上。这种方法确实够狠，不过内部的项目组可就叫苦连天了。

互联网公司要“粘性”做什么呢？占用用户的时间，最后大部分还是为了变现，其中最普遍的就是【做广告】。我们看很多产品，比如微博，在建立初期，界面都很清爽，特别是有竞争压力的时候，谁也不敢太去打扰用户，市场先把用户群体培养起来再说。等到粘性够了，这么庞大的消费潜力，就要开始变现了。目前最直接的还是做广告，也是各大互联网企业最挣钱的地方。

近期各大公众号口诛笔伐的微信改版，就是这么一回事。订阅号推送文章的第一版面变成了信息流，新的文章在上，旧的文章再下，一天发多条，就会把第三条之后的隐藏起来。

而以往的模式是，用户接触的第一版面是各个订阅号，点进每个号，有以往全部的历史推送。这就让很多订阅号习惯在推送当天第二、三条的时候打广告的策略失效了。

微信应该是在有意引导公众号用它们自家的广告平台，这样微信可以从中抽取一部分费用。

当年微信在朋友圈试水广告，找一些中高端的品牌，看起来广告质量还不错，用户相对不那么反感。随着用户逐渐熟悉适应，广告档次可能就无法保证了。看看现在广告最泛滥的新浪微博，就知道这个行业，最终依靠的还是广告。

不过最有粘性的产品一浪接一浪。从最开始的BBS社区（天涯、猫扑），到门户网站（新浪、搜狐、网易），再到后来的自媒体（博客、百度空间、QQ空间），社交网站（人人网、开心网），互联网人群的兴趣点再不断变化，从严肃认真，到个性化选择，互联网公司也需要不断的迭代自己的产品，才能跟上时代。

原本很多老牌的互联网巨头，如果没有更符合新时代需求的产品，就有可能慢慢被淘汰，这也是互联网行业的残酷之处。互联网相比于制造业和消费行业，不仅是崛起快，衰落起来，速度也要快得多。

互联网公司还有一些其他的收入来源，比如用户的会员费、视频网站某个电影的单一费用、玩游戏充值的钱、打赏给主播的钱等等，其实这些公司早已经成为之前所有娱乐行业大集合，收入来源只会越来越多。当然我们投资，还是得看主要收入和利润来源，一些小的业务，不关注也并不碍事。

最后，小结一下，关注互联网行业，最重要的是关注这一个链条：首先关注用户数，注册用户数有多少，活跃用户数有多少，再关注其变现的模式与潜力。

互联网是个大行业，其中各种小行业的特征又有很多不同，比如视频，电商，社交，工具，游戏等等，每个细分行业又有不同的逻辑。但是前面这个用户到变现的关键链条，是适用于全部互联网企业的，是我们分析的基石。

很多互联网公司还没挣钱，并且还在不断地亏，但却能获得高估值，也是这个道理。大家看的是之后的“变现潜力”。而每个投资者对于变现潜力的不同判断，则是我们投资这些企业的基础。

就现在的A股来说，纯正的互联网企业相对较少，被认为是龙头的三六零在移动互联网时代，也算是落后者了。

中国的互联网龙头们正在想办法逐个回国上市，虽然因为现在A股表现不佳，CDR的进程暂且延缓，不过这些互联网巨头们回国的历史进程应该不会被阻挡。

### 【知识延伸：历史故事】

在个人PC时代，微软是毫无疑问的业界霸主，Windows凭借英特尔提供的CPU芯片，软硬结合，形成牢不可破的Wintel联盟。在软件上，想要运行什么，都得看微软的脸色。

90年代，电脑发展初期，机器的价格太高，目标客户以商用为主，微软就以办公软件作为突破口，打造了Office这套文字处理为主的办公软件。由于图形化界面和鼠标操作的优势，击败了同类对手Lotus和WordPerfect等对手。

但其中最关键的因素，是Office完全移植到了Windows系统之上，而竞争对手在几年后才发布了Windows版本。此时Windows系统已经在操作系统市场打出一片天地，捆绑策略让微软吃到了甜头。



甚至后来，微软以Windows版本的更新作为先发优势，让自家软件和操作系统同步开发，这样新系统上市，新版本的软件也就一并发布了。而同类竞争对手，只能去学习新版Windows的代码，再做开发和修改代码的工作，软件发布时间无疑大大落后于微软的软件，市场早就被微软占领了。

还有传闻说微软在Windows里植入了代码，让竞争对手的软件运行起来慢一些，或者极其偶尔的出现崩溃错误，这样的软件崩溃，用户碰到一次就会十分恼火，从而放弃这些竞争对手的软件。

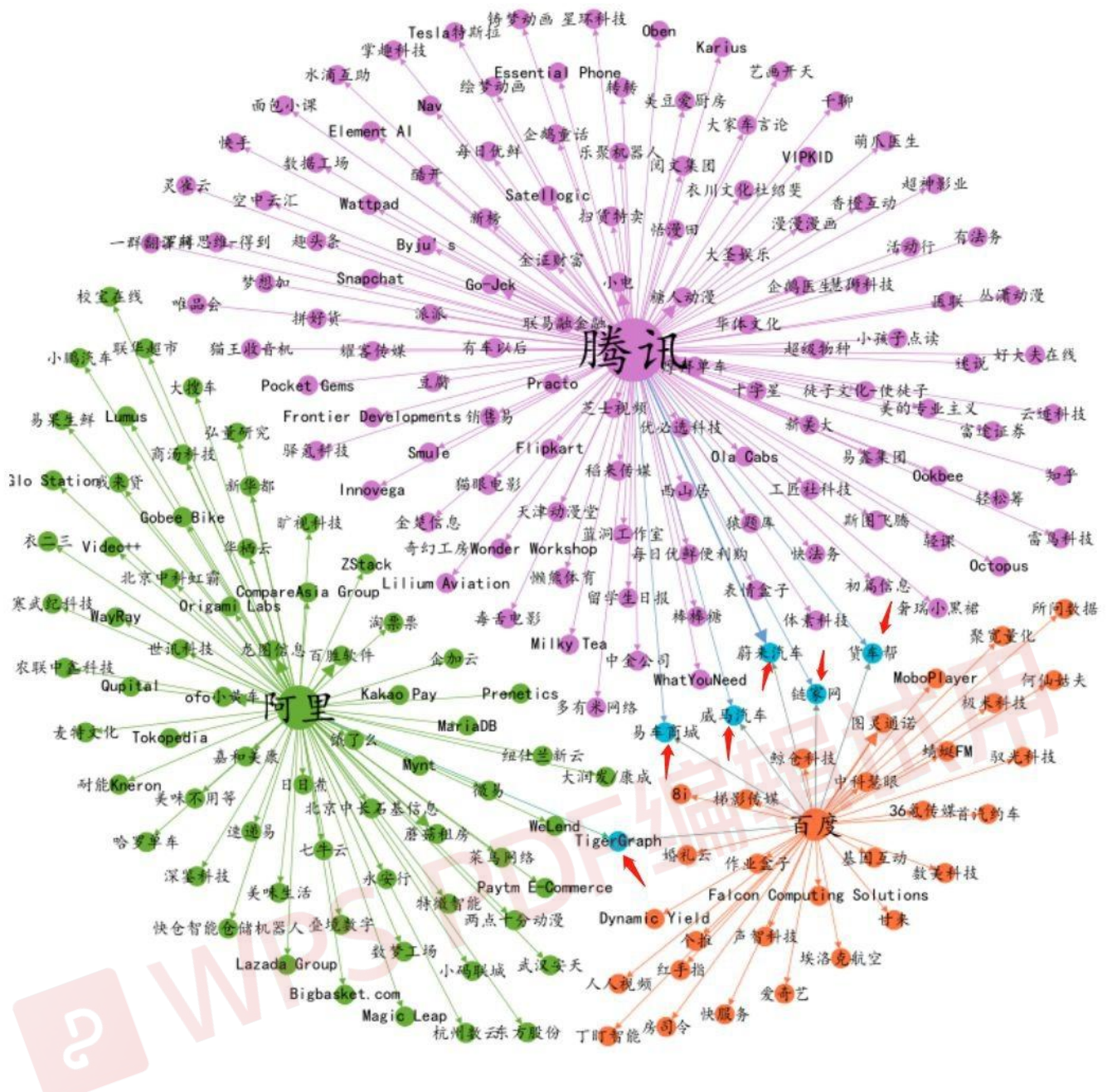
到了个人互联网时代，微软又发现了网络浏览器这个入口的重要性。Win95发布的时候，IE浏览器同期面世了，当时的主要竞争对手就是网景

(Netscape) 浏览器，后者在当时的用户体验还要比IE好一点。但IE最强大的地方仍然是背后的Windows系统，而网景这家公司全要靠这款浏览器的销售生存，所以无法做到免费。

从现在的角度来看，一款应用这么广泛的软件都需要收费，这点非常不可思议。而在当时，像IE这样完全免费的软件，才是非常罕见的现象。毕竟那个时候市场还不那么接受免费使用、付费增值服务这样的消费策略。慢慢的网景就因为Windows规模上的碾压，逐渐流失用户和收入，而IE在不断地迭代更新之中完善自己，最终使用体验上也还算过得去。

竞争之中，微软还卷进了反垄断的案件，但是这些案件绝大部分推进缓慢，拖到最后，市场都已经占领完了，对手也被消耗死了，反垄断那点罚金对微软来说只是九牛一毛。市场对这种反垄断的执行效果也非常不满，但生米煮成熟饭了，全世界的电脑大部分都被微软占领的时候，反垄断这种迟到的惩罚，毫无意义。

类似的垄断情况，在现在的移动互联网时代正在重新上演，例如国内阿里腾讯两家独大，在移动互联网各自的细分领域，都做了大量的投资，想在这样的市场里生存，不是被淘汰，就是要傍上其中一个大款。除非，这个细分市场还太小，巨头们还没看上，下面是BAT三家的投资图谱（这还只是很小的一部分）：



基本上听说过的公司，都被BAT照顾到了。

不管是什么时代，垄断的力量总是十分可怕，因为它掌握着【入口】、掌握着【流量】。我们打开手机享受巨头提供的便利服务时，如果对一家不满意，想换一个同类产品的服务时，会发现另一家巨头已经投资了，服务质量其实也差不多。当巨头们形成默契，消费者只能接受无奈的现实了。

最后我们提一下CDR（Chinese Depository Receipt），叫做中国存托凭证。在美国类似的产品叫ADR，A就是美国。BAT这些企业在国外上市，拿出部分股本，存放托管给中国境内的金融机构。这个和IPO就不一样了，IPO全是新的股本，而CDR是部分旧的股本。

但是每一股CDR和原有的旧股本没什么区别，又能以当地的货币（也就是人民币）在国内A股交易，这就方便了国内投资者，买入在海外上市公司的股

权。

## 【知识点总结】

互联网企业的投资关键点：用户数、使用粘性；数量增长、粘性加强，就等同于公司在高速成长

互联网企业的收入来源：多元化收入，但多数企业最重要的还是广告。

本周的三次分享，给大家介绍了三类完全不同的行业，其实除了告诉大家这几类企业的核心观察指标之外，还为了跟大家传达一个理念，就是不同行业，不同企业都有着不一样的关注重点和核心，公司的分析不是千篇一律的。大家平时需要不断积累各个行业的重要特征，才能做到在分析时精准定位。

