

互联网行业的基本分析框架



陈昊飞

中金公司研究部

2015年 8月

目 录

第一部分	互联网行业概述 -----	3
第二部分	互联网细分行业分析框架 -----	10
第三部分	互联网公司估值方法-----	36

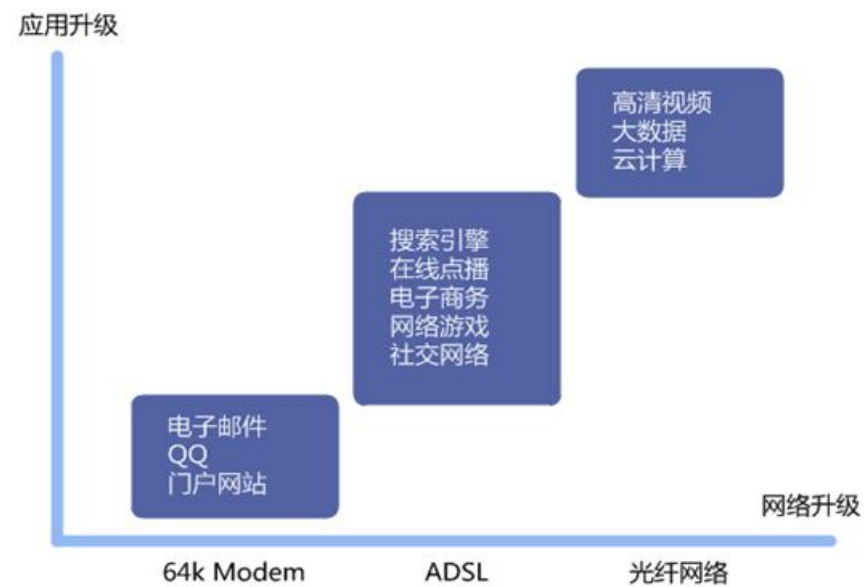
第一部分

互联网行业概述

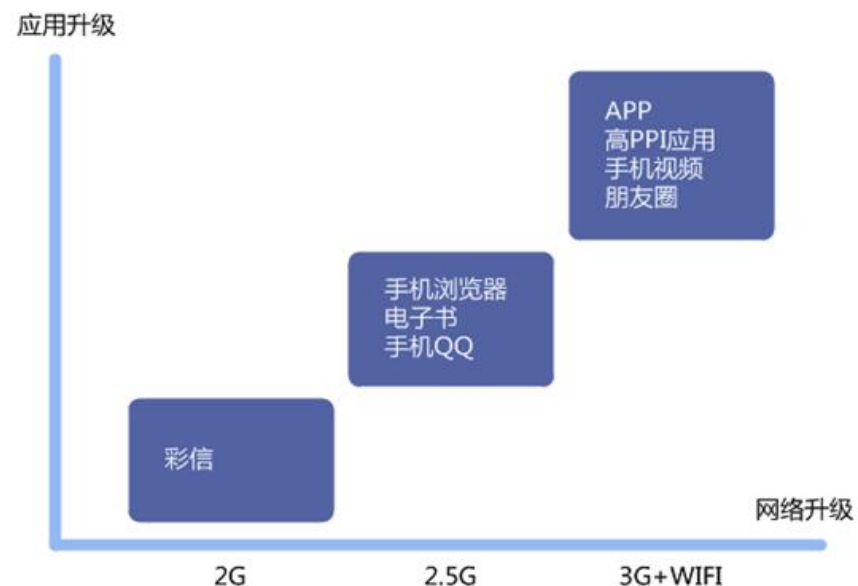
互联网行业演进历程

互联网行业覆盖广阔，包括移动互联网、电子商务、社交网络、网络营销、网络媒体、网络娱乐、网络服务和数据行业等多个细分领域。随着电信基础设施的演进（窄带->宽带->移动互联网），互联网服务的信息量和丰富度也不断升级。

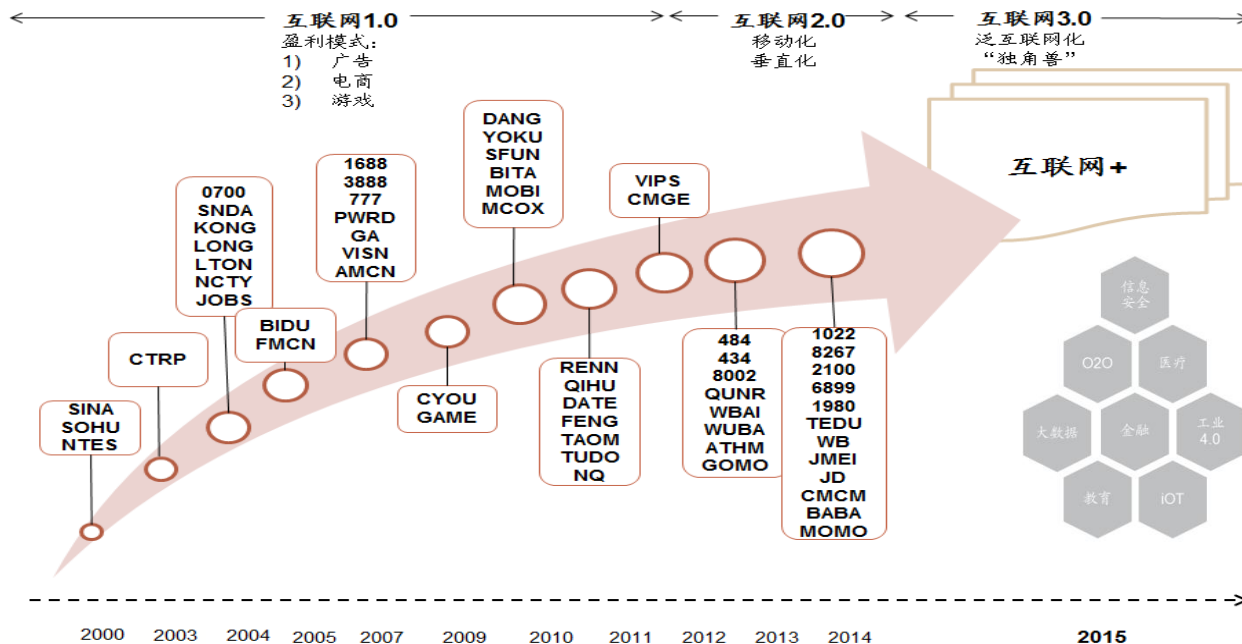
有线互联网应用升级



移动互联网应用升级



中国互联网演化三阶段

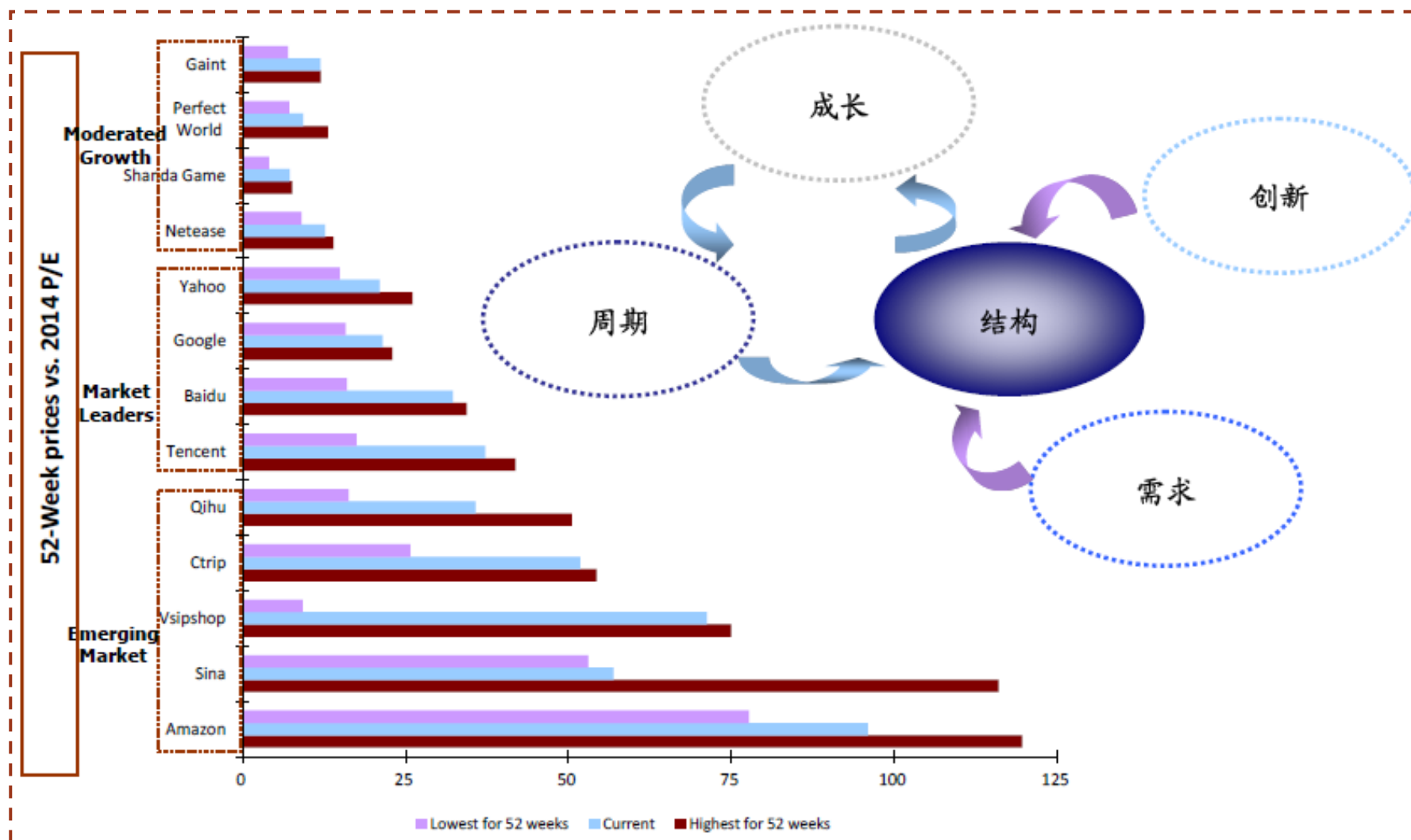


互联网监管政策：先发展，后监管，政策利好行业长期发展

中国互联网行业相关政策总是随着行业发展而补充，由行业需求推动

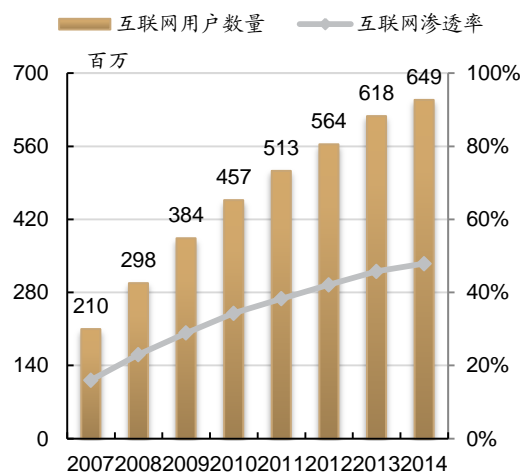


互联网板块投资逻辑：合久必分，分久必合



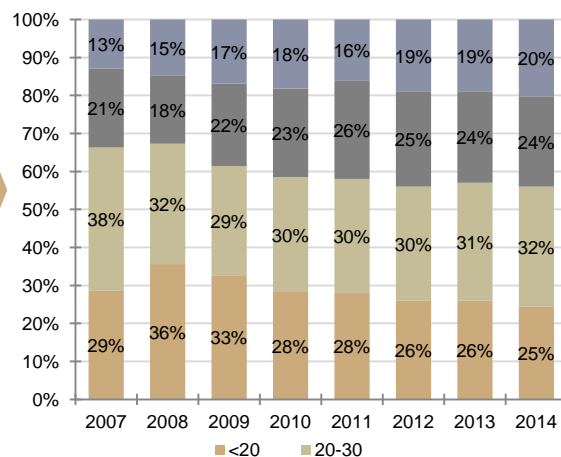
我国互联网行业发展概况

互联网渗透率持续增加

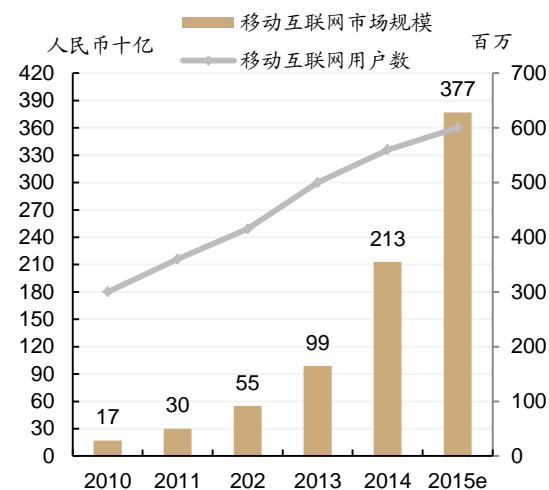


网民结构变化

中国互联网用户年龄结构



移动互联网发展加速

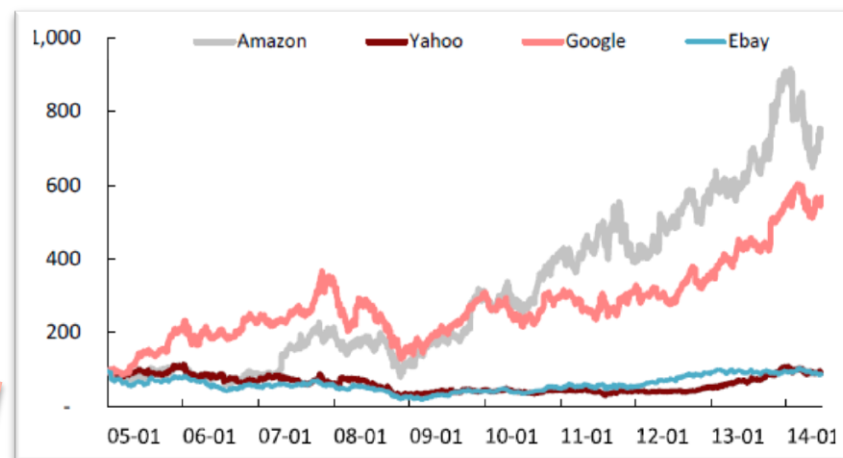
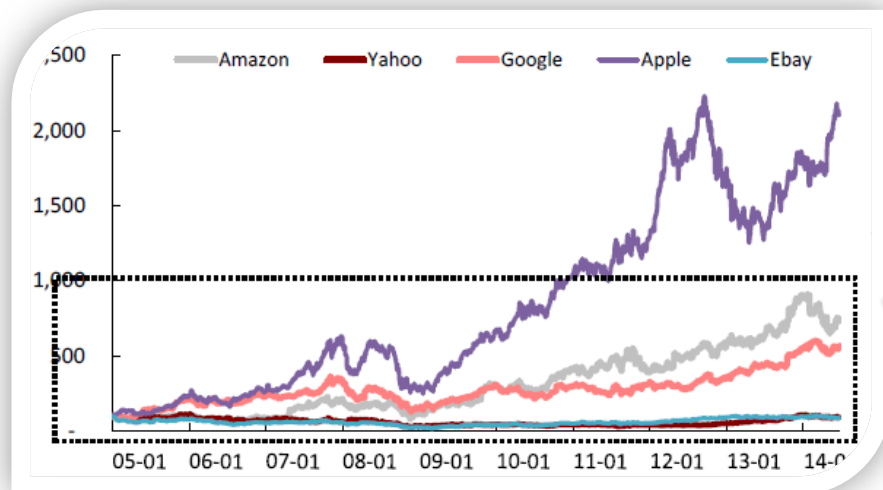


分久必合，合久必分



资料来源：公开信息，艾瑞咨询，中国互联网络信息中心，中金研究部

美国互联网行业发展概况



分久必合，合久必分



资料来源：公开信息，Bloomberg, 中金研究部

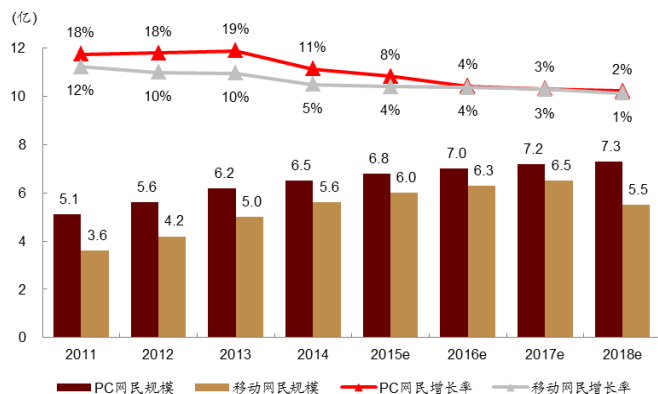
第二部分

互联网细分行业分析框架

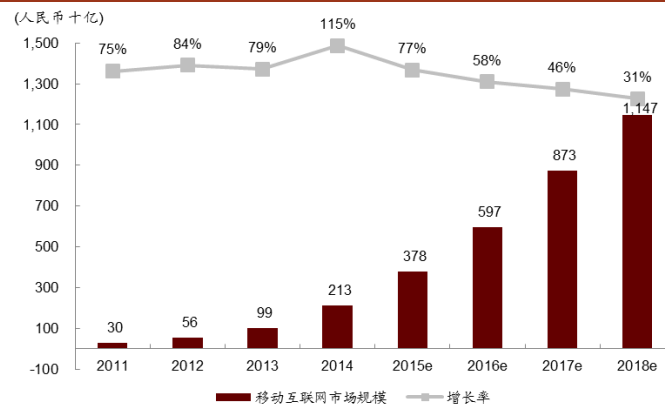
移动互联网： 行业进入高速发展的黄金时期

- 艾瑞咨询数据显示，PC网民的规模达到5.9亿人，增速为6.8%；移动网民的规模将在2013年底达到5亿，增速为19.5%。预计到2017年，移动网民将赶超PC网民，成为互联网的第一大用户群体，移动端将成为网民最主要的上网渠道。
- 2013年，中国移动互联网市场规模达到1059.8亿元，同比增速81.2%，预计到2017年，市场规模将增长约4.5倍，接近000亿。

2011-2018年中国PC网民及移动网民规模

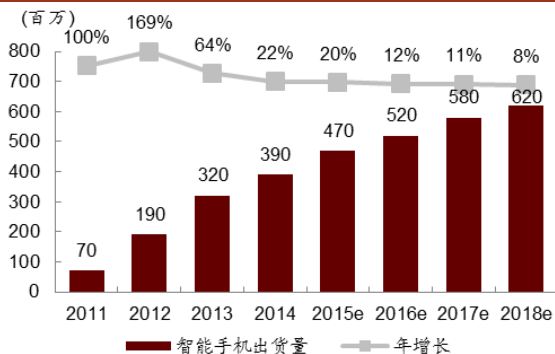


2011-2018年中国移动互联网市场规模

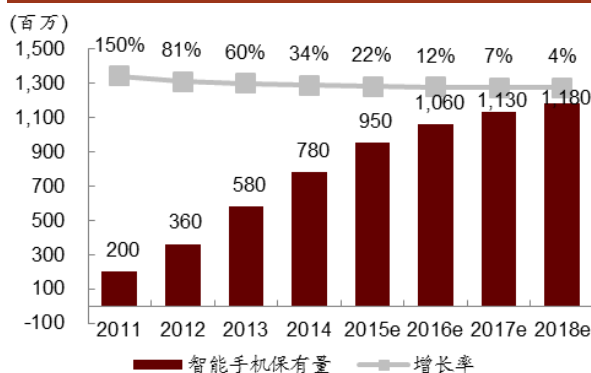


资料来源：艾瑞咨询，中金研究部

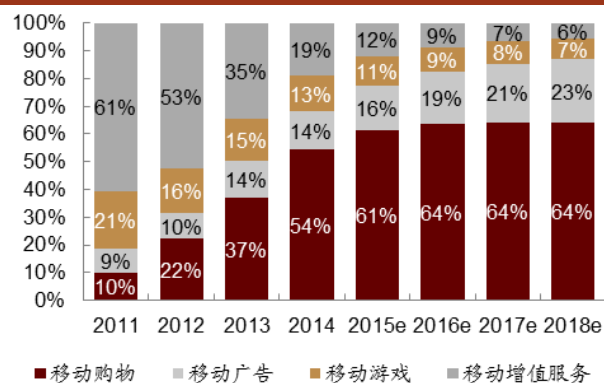
2011-2018年中国智能手机出货量



2011-2018年中国智能手机保有量



2011-2018年移动互联网细分行业结构占比



移动互联网： 移动互联网时代的商业模式

移动互联网产业链及三大商业模式



图36：移动互联网时代的三大商业模式



移动互联网时代的竞争逐渐深入到内容层



以内容和服务满足需求（快速演化）



移动互联网： 移动互联网时代的商业模式

移动互联网产业链及三大商业模式



图36：移动互联网时代的三大商业模式



移动互联网时代的竞争逐渐深入到内容层



以内容和服务满足需求（快速演化）



2015互联网行业关键词



当互联网成为“+”....



...仅仅是“+”



	JD	Yonghui	Cainiao	Suning
Warehouse	166 warehouses	20+ purchase bases	Warehouse system covered 12 cities	12 original warehouses, 4,520,000 m ²
Logistic center				8 national logistic centers, 6 regional centers, 12 automated sorting center
Delivery station	4,142 delivery stations and pickup stations		Over 20,000 "Cainiao Stations"	600 city delivery centers 10,000 delivery stations, 2000+service stations
Coverage area	44 cities, 2160 counties and districts	18 provinces	2800+ counties and districts	2800+ counties and districts after cooperating with Alibaba
Offline stores		351 stores opened, 183 contracted stores but not opened yet		1600 stores, 3000+ after-service stations

网络广告：互联网广告的分类

移动广告类型

分类依据	分类	举例
按广告形式分	展示类	文字链 图片广告 视频广告 应用发现 社交媒体类
		如横幅、插屏、全屏等 如前贴片、后贴片等 如应用墙、应用商店等 如原生广告
	搜索类	如在手机百度、淘宝无线客户端搜
	激励广告	如积分墙
	无激励广告	
按移动媒体属性分	移动网页广告	
	应用内广告	
按投放设备分	手机、平板	
按计费方式分	CPM、CPV、CPC、CPA、CPE、CPS	
按购买方式分	传统购买	
	程序化购买	RTB（实时竞价） 非RTB
按投放方式分	直投	
	代理商	

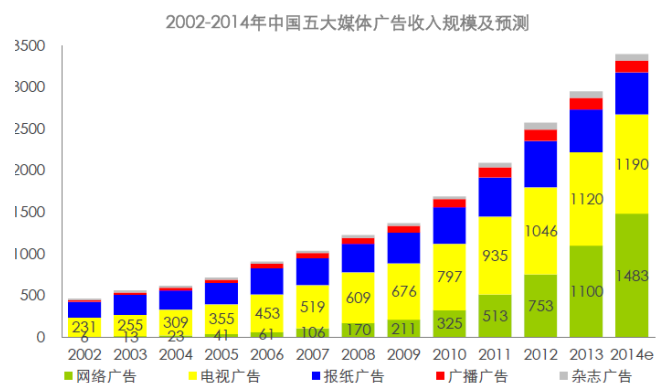
网络广告：互联网广告的计费模式

移动广告计费方式

计费方式	解释
Cost Per Mille (CPM)	按每千次展示计价。CPM适用于新产品曝露的场景，适合在产品生命周期早期采用，是CPT (Cost Per Time) 和CPD (Cost Per Day) 方式的演化，广告形式，如轮播等。
Cost Per View (CPV)	按观看计费。这种计费模式适用于视频广告。广告主仅为完整看完广告视频的用户付费。在移动端，这种方式较有可能受到视频加载错误、缓冲失败的影响。
Cost Per Click (CPC)	按点击计价。易于被广告主接受，适用于测试不同流量来源的点击率情况。与CPM的计费方式可相互转化。 $CPM = CTR (\text{点击率}) \times CPC \times 1000$ 。
Cost Per Install (CPI)	按实际安装计价。主要被用于应用推广，是前期获取用户的有效方式。在没有激励的情况下，下载率难以保证。但在激励条件下获得的用户，忠诚度难以评估。
Cost Per Action (CPA)	按行为计价。行为可以是注册、提交表单等，类似的计费方式有CPE (Cost Per Engagement, 即按互动计价，互动可以是转发、加关注等)、CPS (Cost Per Sales, 按销售量计费)，这是获得高质量、忠诚用户的较好方式。

网络广告：线下 → 线上；门户 → 视频；PC → 移动

2002-2014年中国五大媒体广告收入规模及预测



2011-2017年中国门户网站广告营收规模



2011-2017年中国垂直行业网站广告营收规模



2011-2017年中国独立视频网站广告规模



网络广告：信息流、DSP的崛起



DSP成为数字信息时代的核心引擎

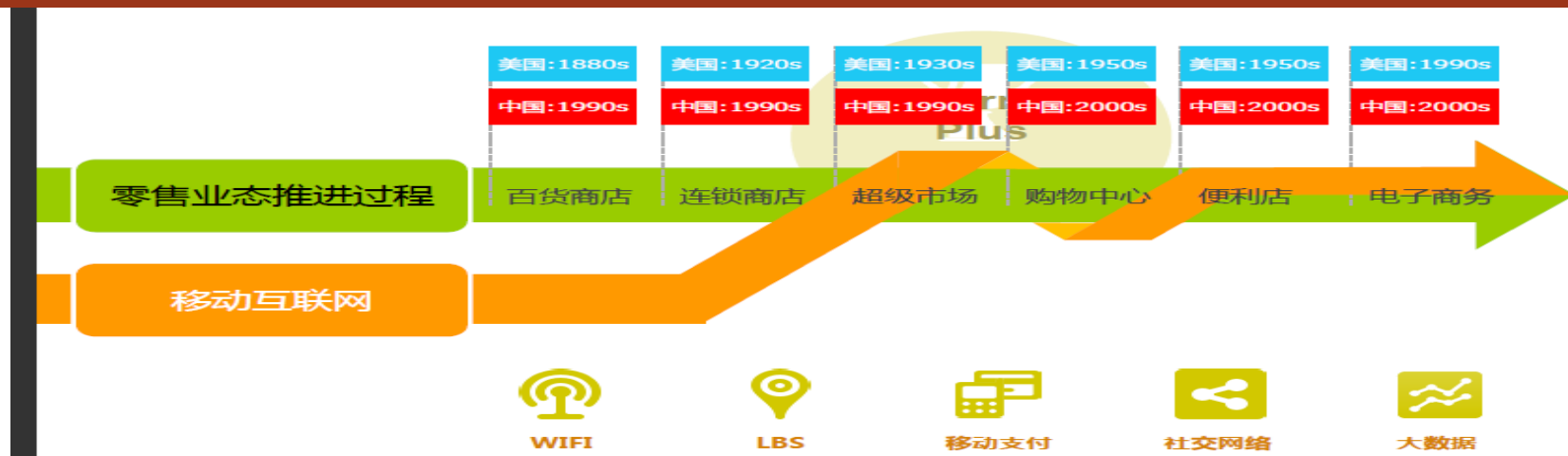


网络广告：注意经济周期、季节性

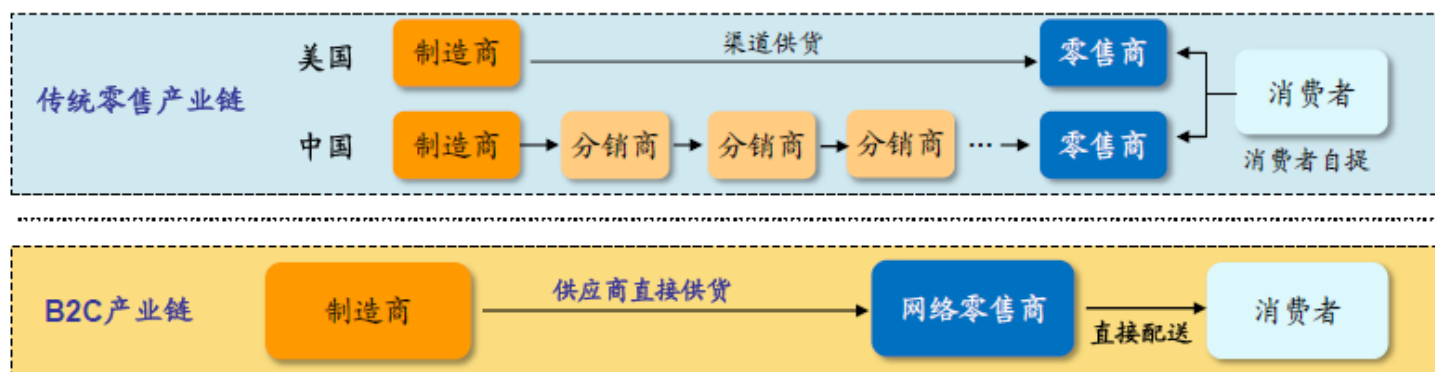
- 一季度淡季；环比会下滑；
- 经济下行周期中；品牌广告主(KA)受影响较大；SME稍好；
- 另外，如春节靠后，对网络广告的影响也较大；

电子商务：互联网加速我国零售业态升级

互联网加速我国零售业态升级

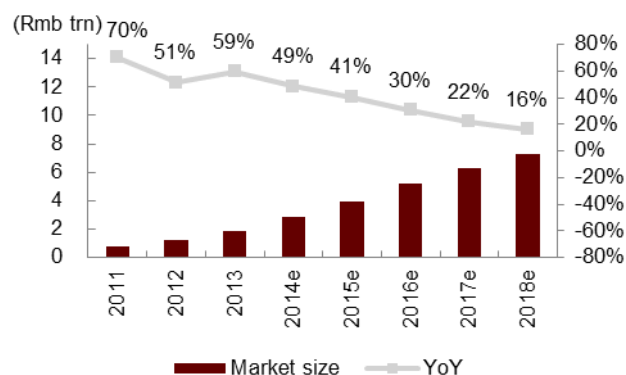


电子商务对传统零售产业链的进行了一次创造性变革



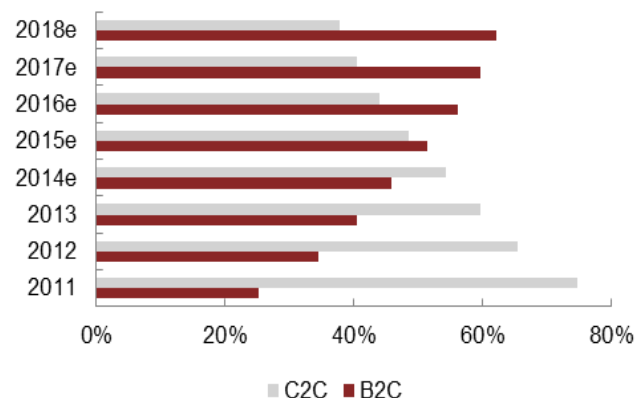
电子商务：中国电商市场现状

中国电商市场规模



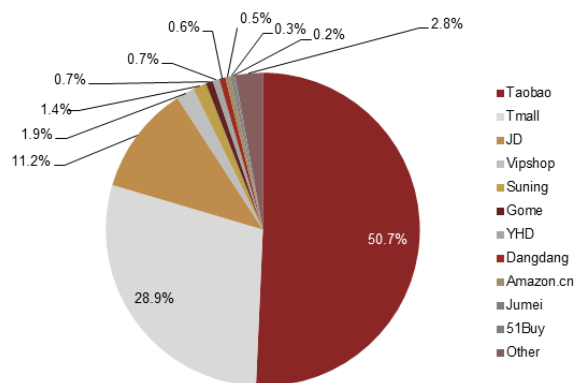
资料来源：艾瑞咨询，中金研究部

B2C模式发展势头将强于C2C



资料来源：艾瑞咨询，中金研究部

中国主要电商平台的市场份额（1Q15）



资料来源：艾瑞咨询，中金研究部

主要电商企业线上/线下布局

线上布局		线下布局
天猫 TMALL.COM	交易、支付平台	仓储：少数淘宝大仓，只是仓库； 物流：未形成物流、配送队伍
京东 JD.COM	自营、直接销售； 为第三方卖家提供交易平台	仓储：86个仓储中心，占地149万平方米 物流：自建物流(>70%)，43个城市当天到达，256个城市次日到达
当当网 dangdang.com	自营、直接销售； 为第三方卖家提供交易平台	仓储：全国约19个物流中心，占地约42万平方米 物流：主要使用第三方物流
亚马逊 amazon.cn	自营、直接销售； 为第三方卖家提供交易平台	仓储：全国约13个运营中心，占地约45万平方米 物流：自建物流、配送队伍
VIP 唯品会	自营、直接销售； 为第三方卖家提供交易平台	仓储：全国6个物流中心，占地约39万平方米 物流：40个城市自建物流，其他使用第三方物流

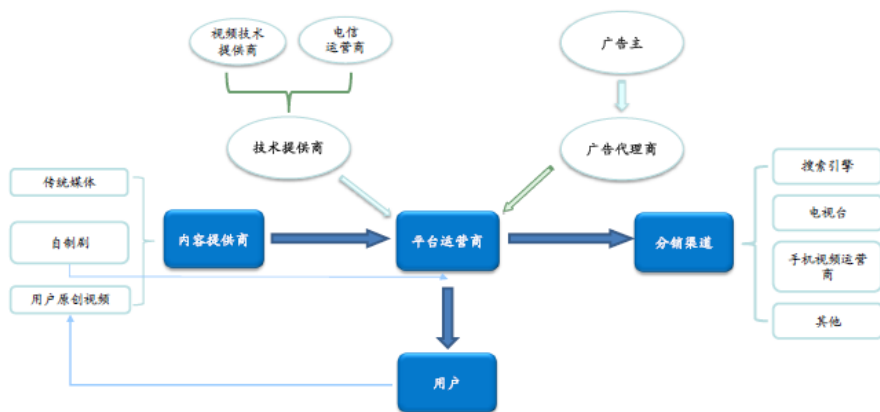
资料来源：公开资料，中金研究部

电子商务：对电商企业发展模式的思考

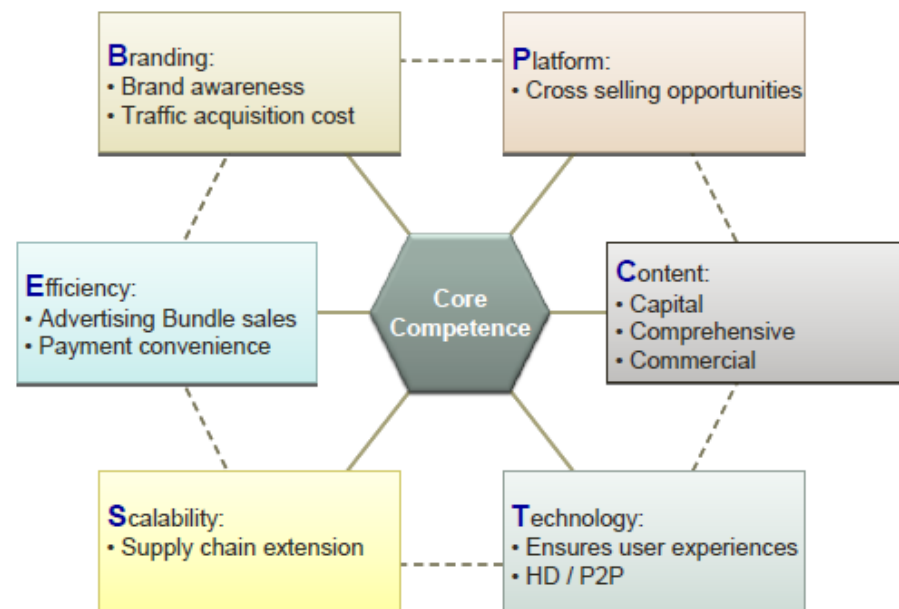
	10大因素	纯B2C网商	传统零售商的B2C
传统企业线上化最需要突破的三大瓶颈：	1.	轻战略、重执行	言必称战略
	2.	统一的平台、战略、团队、价格.....	线上VS线下（不同的团队、产品及价格）
• 建立传统渠道和线上渠道的清晰独立的组织架构	3.	基于最好的技术支持、大规模IT应用及强大的数据分析等实施用户导向、用户诉求	专业导向、品牌营销、线下推广、揣摩用户诉求
	4.	任何线下消费者都是潜在客户，尽量引导其转变为线上客户	任何店内消费者都是潜在交易，希望客户不断通过线上渠道，直接在店内进行购买
	5.	供应链、物流网络及信息系统皆旨在提高经营效率	供应链和物流网络适合线下销售，尝试重新组合业务以同时满足线上/线下业务的需求
• 经营思路转变：单一品类精细化管理到多品类扩张的平台化运营	6.	多种商品选择—通过主打商品吸引消费者并通过长尾效应赚取收益—沿价值链的免费服务	主打商品竞争激烈，更倾向于独家产品 没有免费的午餐
	7.	交叉销售—竞争底线与平台竞争力—对信息系统和线下设施不断提升的投资要求具备整体的盈利能力（单价/利润率）而非分类的盈利能力或纯粹的利润边际	良好的管理，依赖于各类产品的盈利能力，倾向于高利润产品
• 全员分享和持续的激励机制	8.	预运营—低运营成本	可行性分析 高运营成本
	9.	无序意味着机遇，价格战的发起者	保持供应链的有序，价格战的接受者
	10.	品牌建设：1年内可以成为国内知名品牌—1年内也可以销声匿迹—持续不断的投资	10年才能培育一个品牌， 延续性更强，规模效应使得后期投入较少
		成长的烦恼	转型的压力

网络视频：产业链及投资框架

网络视频行业产业链



B.E.S.T.C.P.投资框架



网络视频：网络视频企业典型商业模式

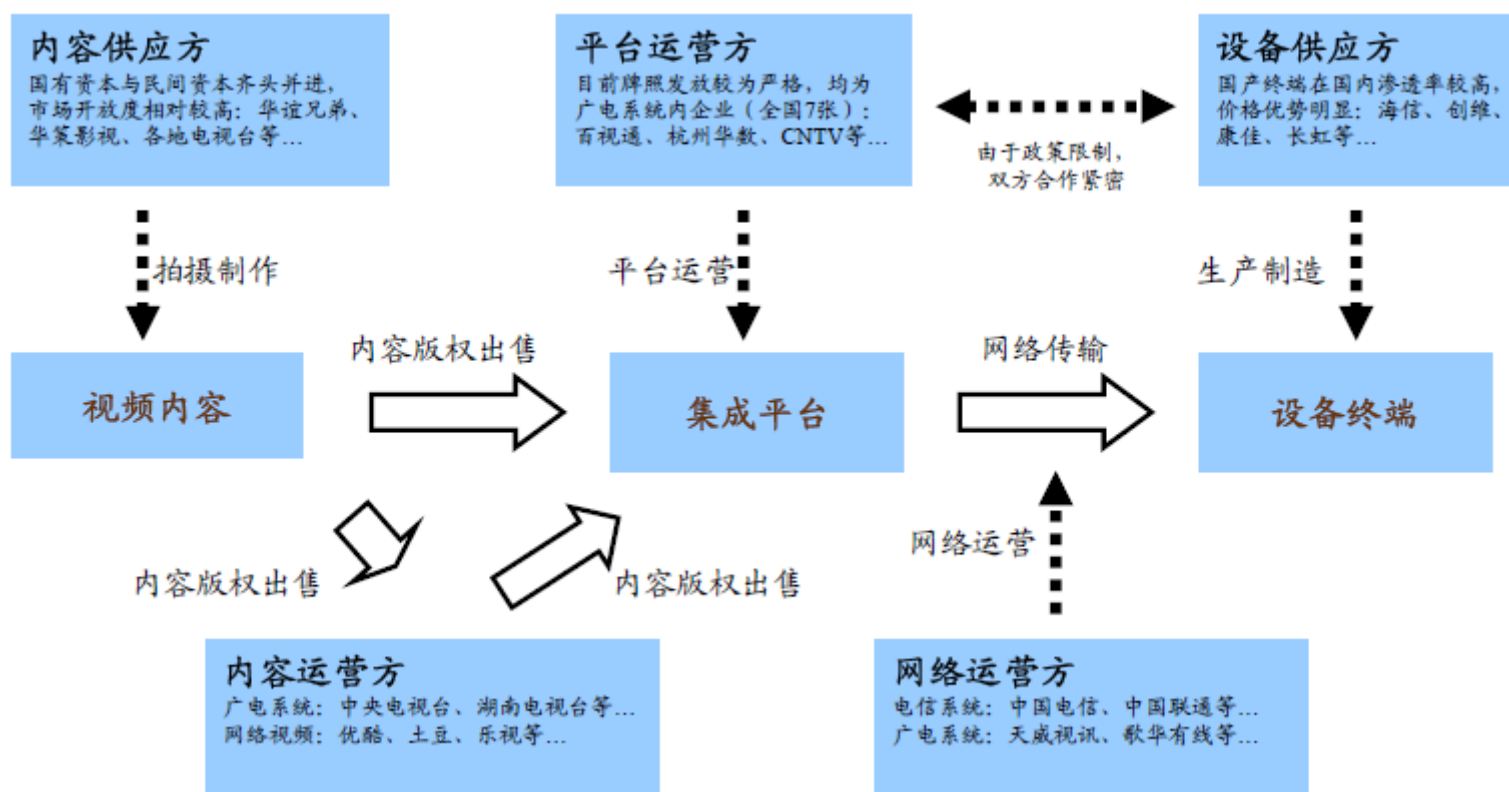
美国三种典型网络视频业务模式

			
成立时间	2005年2月14日	2007年3月由美国全国广播公司、福克斯和迪士尼成立	1997年
典型商业模式	免费观看/内容上传+广告收入	免费观看+广告收入	定期订阅
盈利模式/收益分享	广告收入; 用户支付; 用户上传大部分内容, 创意视频可以获得部分广告收入	广告收入; 用户支付及在Hulu Plus的内容订阅; 专业制造商和分销商 (一般为股东)提供版权, 每个内容提供商分享50%-75%的广告收入	订阅收入以及固定租金
内容及特点	用户原创视频(低清晰度, 但可以节省带宽); 来自米高梅、狮门、哥伦比亚广播公司的电影和电视节目; 音乐会或体育赛事的现场直播	- 影视剧 (最新电视剧集以及较早的电视剧或电影) - 与超过80个制造商和分销商合作, 包括美国全国广播公司、福克斯、哥伦比亚广播公司等 - 自制内容	基于订阅的电影和电视剧, 通过网络和邮箱提供 (如DVD出租活动)

资料来源：公司数据，中金研究部

网络视频：行业前景——视频业务的融合趋势显现

网络视频业务将会更多地在移动端被使用；同时视频商务化、视频游戏化将会创造新的业务增长点；和互联网电视合作，成为内容提供商，将会成为另一主流融合趋势，在突破目前的监管瓶颈后，增长将更为显著。

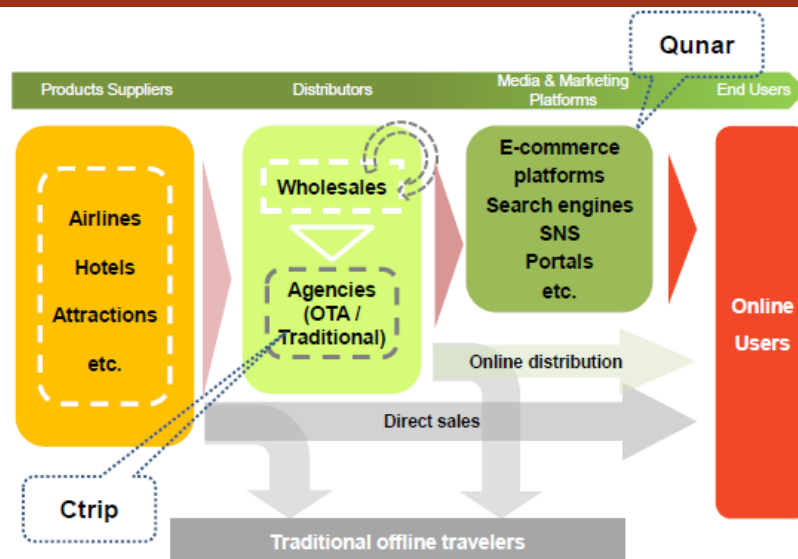


资料来源：中金研究部

在线旅游：商业模式与主要产品类型

中国在线旅游正由传统OTA模式向上下游延伸

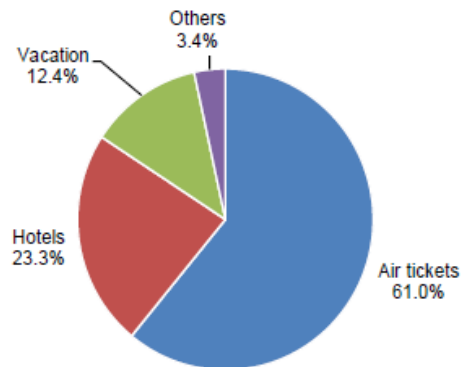
- 随着互联网技术的不断发展和产业模式创新，中国在线旅游不再局限于传统的OTA模式，比价搜索、攻略社区、团购等新模式以及移动端的迅速发展推动了行业向上下游不断延伸。



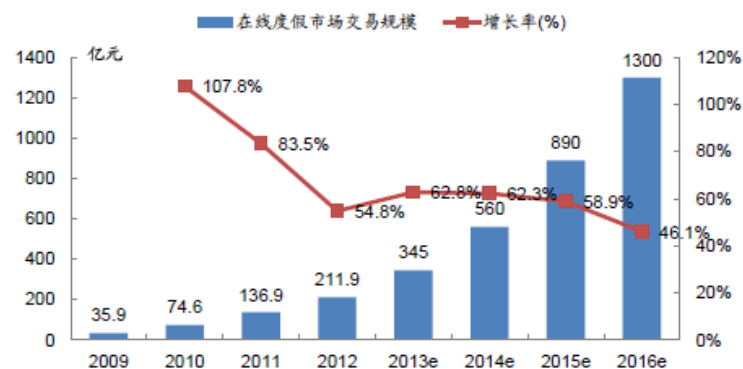
以机票酒店预订为主，休闲游将成为主要增长方向

- 在线旅游主要产品种类为机票和酒店预订，但随着休闲旅游需求的迅速增长，度假游、租车、门票等子领域也开始发展。休闲游是在线旅游竞争的主要方向。

按产品种类分在线旅游交易结构

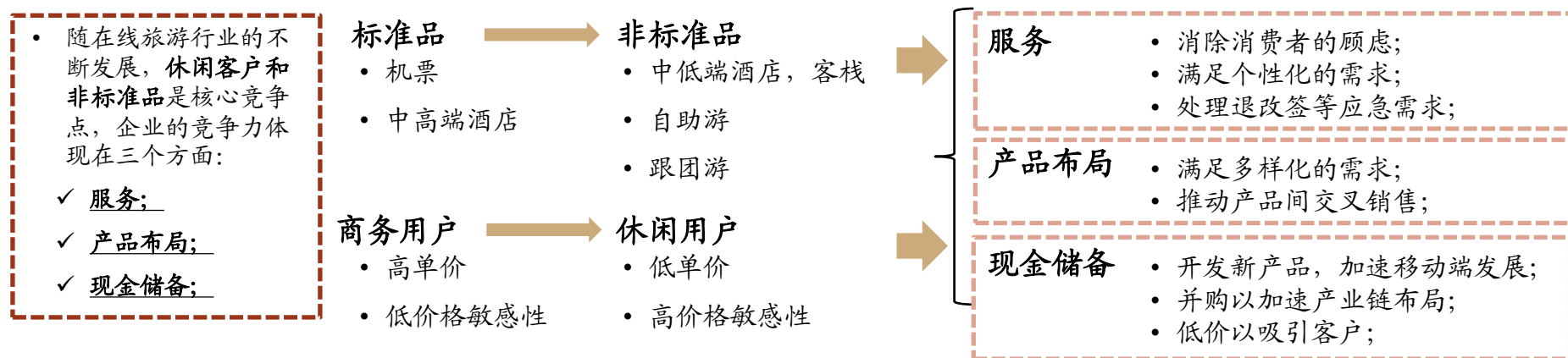


在线度假市场交易规模与增速



在线旅游：企业核心竞争力分析

分析在线旅游企业最需关注的核心竞争力



在线旅游企业竞争力对比：从服务，产品布局和现金储备角度，我们长期看好携程的竞争力，有望成为最终赢家



服务	✓✓✓ ~15,000 名专业客服，多年运营经验，拓展线下门店	✓ 数百名客服，负责应急处理，主要依赖供应商客服	✓ 凭借阿里生态系的客服系统，主要依赖供应商客服	✓✓ 500+ 名专业旅游顾问团队，呼叫中心提供旅行全程服务，拓展线下门店
产品布局	✓✓✓ 业内最全的产品布局，包括机票，火车/汽车票，酒店，门票，游轮，租车等	✓✓ 以机票和酒店为主，酒店覆盖范围广	✓✓ 平台模式有助于迅速聚合供应商拓展产品，已有机票、酒店、休闲游等	✓ 以休闲游为主，重点发展跟团游、出境游，与携程开展酒店、机票、租车资源合作
现金储备	✓✓✓ 充沛，持有超过120亿人民币现金(4Q14)	✓ 持有近15亿人民币(4Q14)，依赖于母公司百度的资金支持	✓✓✓ 作为阿里生态系的重要部分和消费升级方向，将得到阿里巴巴大力支持	✓✓ 持有20亿人民币(4Q14)，14年12月完成9亿人民币的定向增发

资料来源：公司资料，中金公司研究部

在线旅游：发展机遇与挑战

模式

- 旅游产品商品和服务属性并重，标准化和个性化的产品差异将长期存在：
- OTA依然会是在线旅游模式的主要形式
- 其他新模式，如搜索比价、团购、尾货等作为补充

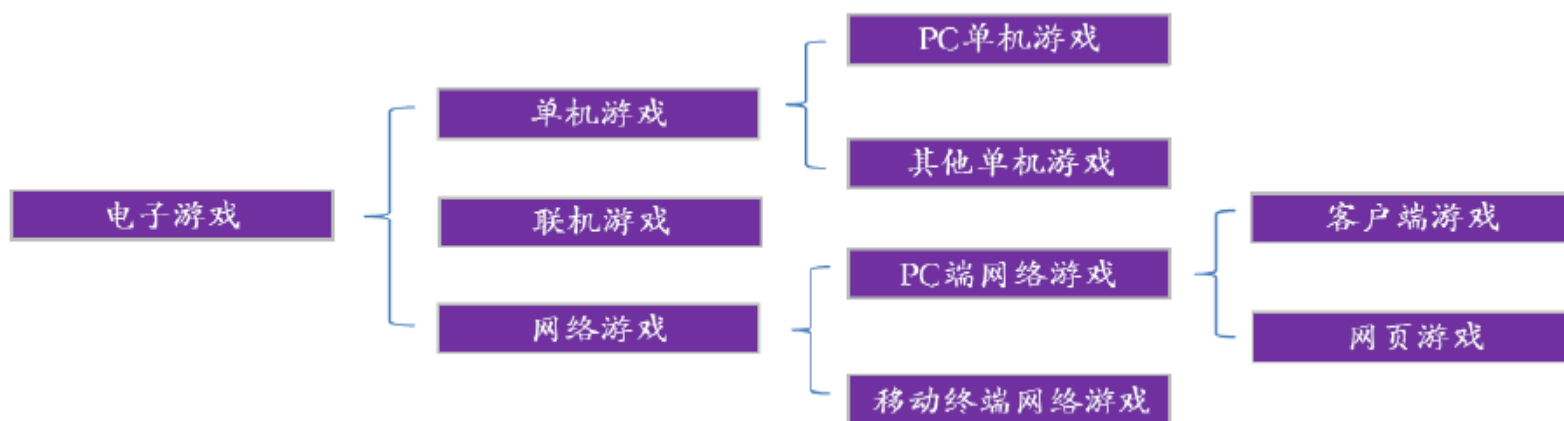
移动化

- 旅游与移动端的高度契合，各企业都在极力推动移动端产品的发展：
- 携程、去哪儿移动端的交易额占比已超过30%
- 未来移动端将成为最大的在线旅游入口，并将产品从机票、酒店推广到各种旅游相关产品（门票、租车、餐厅、攻略等）

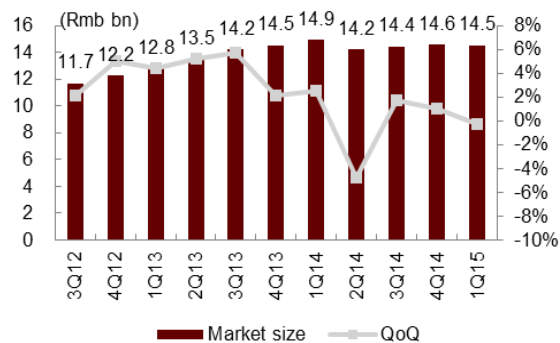
细分领域

- 机票：
 - 在线渗透率已较高，增速逐渐平稳
 - 产品标准化，价格透明度提高，价格战空间小，但作为用户入口，OTA不会放弃
 - 航空公司直销比例上升，降佣压力存在
- 酒店：
 - 在线渗透率低，市场空间巨大
 - 酒店集中度低，绝大多数是单体酒店，缺乏GDS系统，库存管理和上游维护困难
 - OTA是当前较为有效的模式，尚待新的模式突破

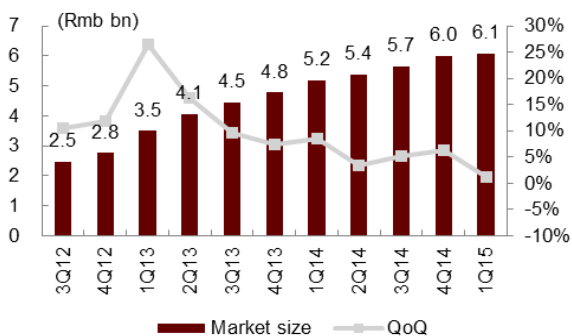
网络游戏：网络游戏的分类及市场规模



端游市场规模



页游市场规模

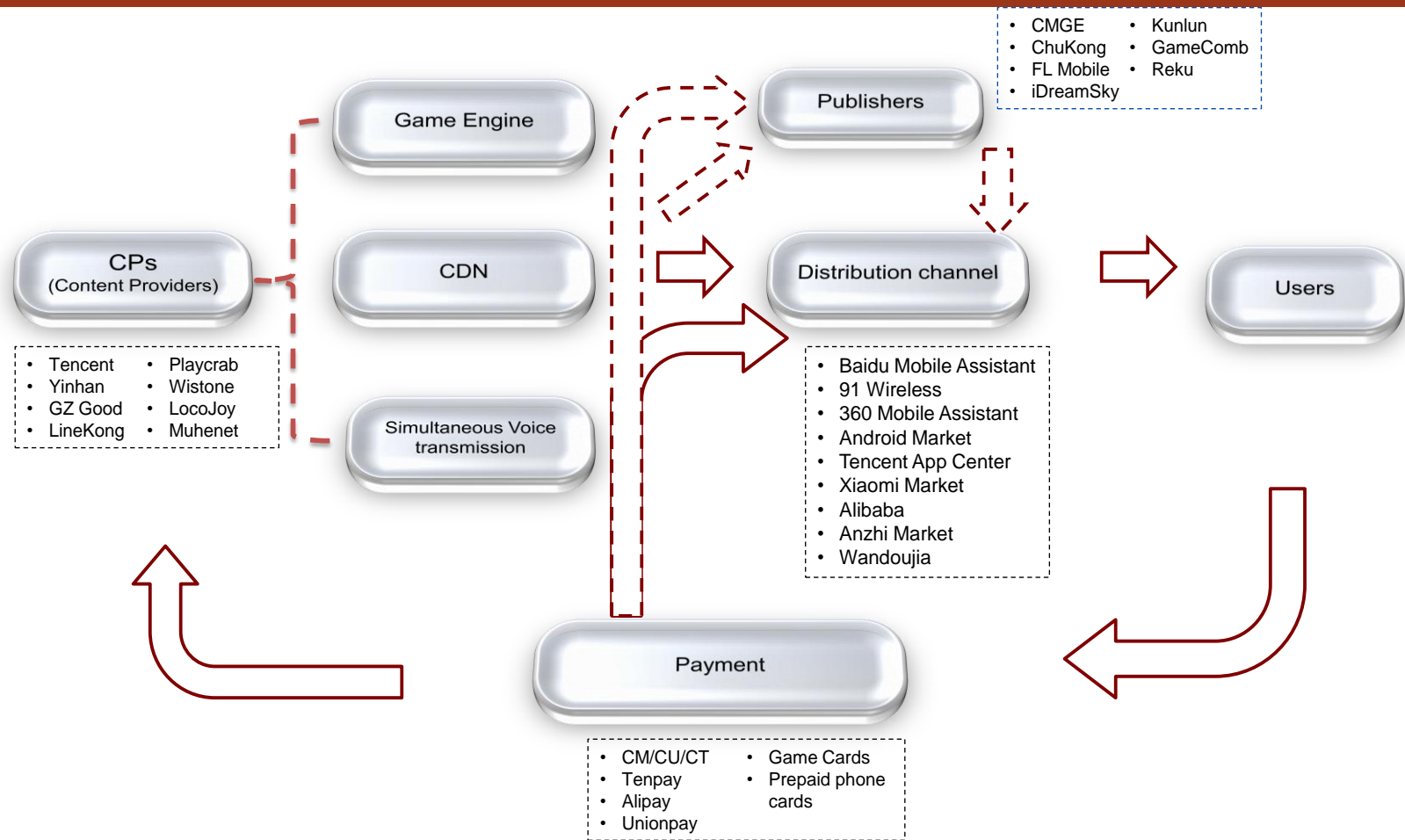


手游市场规模



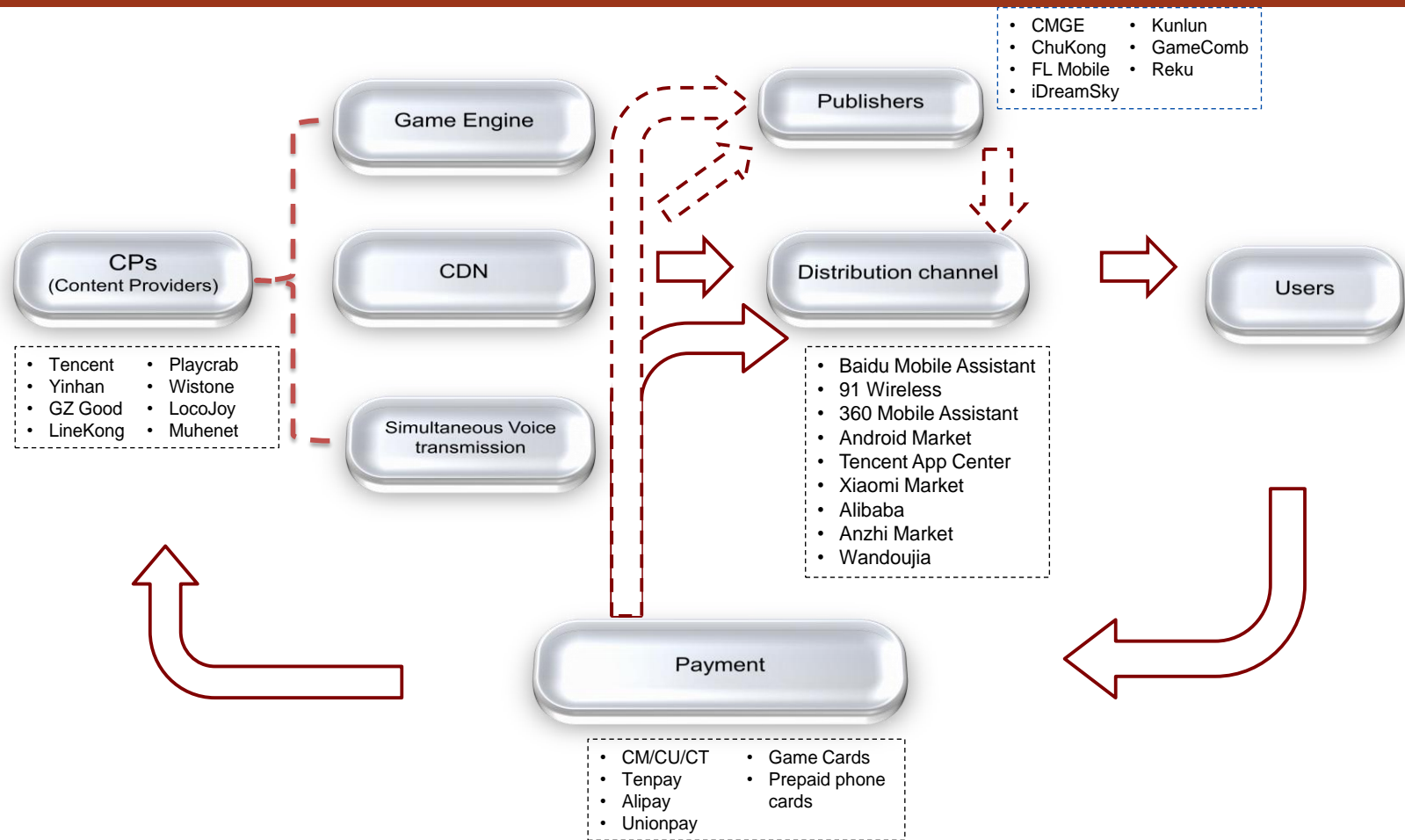
网络游戏：网络游戏产业链

手游产业链



网络游戏：网络游戏产业链

手游产业链



网络游戏：如何投资

端游公司

- PE估值；一般6倍左右forward PER；
- 看收入来源是否集中；未来pipeline是否足够强劲；运营历史（tracking record）如何；
- 如果端游足够成功，形成IP价值，此时PE可以上扬；如暴雪、网易；

页游公司

页游行业整体下行；需加上衰退率的假设；因此估值不高；

页游受手游影响最为严重；加上PC流量成本愈来愈贵；行业前景较黯淡；

手游公司

渠道：估值可给最高；因为收入波动较小，享受行业增速；投资时需考虑市场份额变动；

发行：估值在渠道和CP之间，收入波动较CP小，因较分散；但也要考虑大作的影​​响（如中国手游；top10 游戏贡献发行收入60%）；

CP：需密切关注Pipeline；收入严重依赖某款游戏的开发商风险较大；手游生命周期较端游短；需要维持游戏数据追踪；借助AppAnnie及渠道调研；抢占市场先机

O2O: 重视原有传统行业属性; 切忌不接地气

CheckPoint:

管理层;

- 执行力
- 是否具有对应传统行业经验;

地推能力;

- 代理→轻; 自营→重; 但前者掌控力低; 驱动力低;
- 地推能力决定执行力; 极其重要

盈利模式是否清晰?

- 二级市场投资; 最终仍要落实到盈利模式上;
- 今天想不出来, 未来也想不出来的可能性较大;
- 要是未来能想得出来, 想出来那一刻投资也不晚; (到执行仍需时日; 且市场反应有滞后)

中概O2O:

- 牛市烧钱, 换取好概念; 利好股价;
- 熊市一切要落实到利润上;

第三部分

互联网公司估值方法

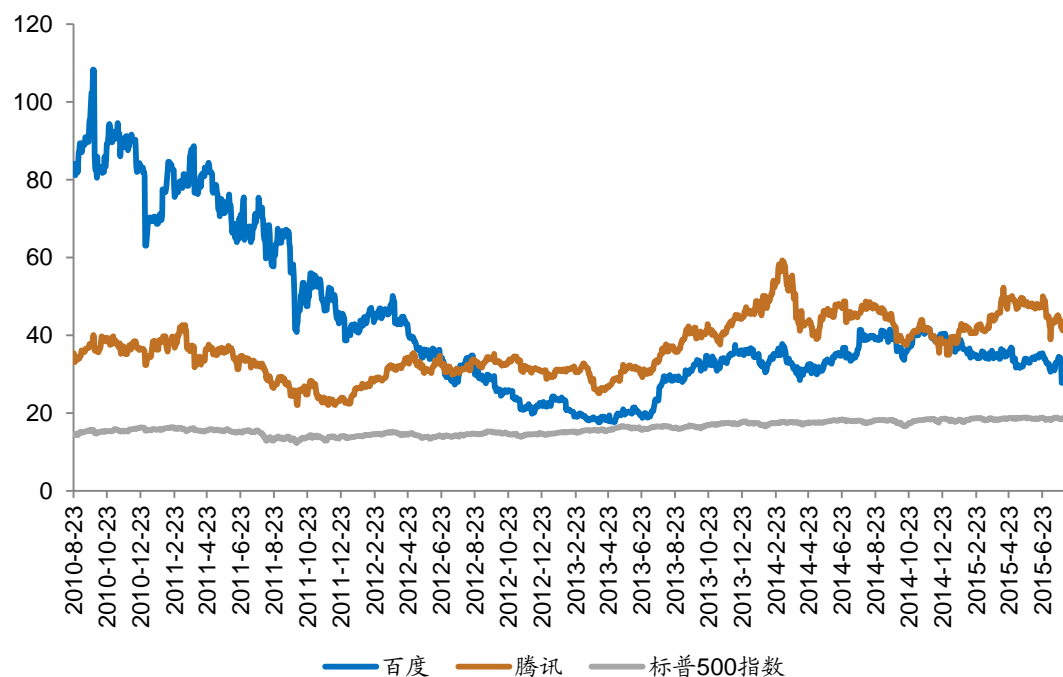
市盈率高于标普500 – 以百度、腾讯为例

收益差距

- 通过对标普500、百度及腾讯的动态市盈率比较，我们发现，过去五年中，百度与腾讯的动态市盈率*一直高于标普500指数。
- 假设百度、腾讯的动态市盈率与标普500指数一致，即处于15.3的水平，当前的市值对应的利润需比当前资本市场预测利润高出72%与112%。
- 市盈率较高的原因在于，以百度、腾讯为代表的互联网公司利润增长速度较快。2009~14E五年内，百度和腾讯的五年复合增长率分别高达49%与36%，而标普500指数的加权平均利润的五年符合增长率仅为14%。

过去五年中，腾讯、百度市盈率一直高于标普500

动态市盈率



Source: Bloomberg, CICC Research

* 动态市盈率是未来12个月每股收益对应的市盈率，与后面的2014/15年每股收益对应的市盈率计算过程不同，数字会有所差异。

投资的本质：考虑风险折扣下的预期收益率最优选

风险折扣

- 风险偏好因人而异。有人风险偏好高，加诸的折扣即大，反之有人风险偏好低，加诸的折扣即小；
- 普遍而言，机构投资者的风险偏好较小，个人投资者的风险偏好较大；
- 因此，虽然赌场净收益加总为负，仍有赌客出入；彩票亦然；
- 目前中国以至全球，可以观察到的趋势：二级市场的个人投资者越来越多。

预期收益率

- 预期收益率是不同可能性下的收益的加权平均；
- $E = \sum_{i=1}^n Prob_i E_i$
- 互联网公司的特殊性在于，公司死亡率较普通企业大，但一旦成功，带来的回报也比普通企业高很多。
- 例如腾讯和京东：
 - 腾讯在2007年的估值为640亿港币，如今估值已达1万亿港币，七年时间翻了15倍；
 - 京东在2007年估值2000万美元，如今市值已达314亿美元，不到七年时间增加了1500余倍；
- 因此，就算成功率是1%，带来100倍的回报，市场仍会买账。

Investment = Best Selection (Risk discount; E)



$$E = \sum_{i=1}^n Prob_i E_i$$

Depends on different people

互联网公司估值方法

公司估值方法

- 考虑风险折扣下的预期收益率最优选。
- $Investment = Best\ Selection\ (Risk\ discount; E)$
- 其中：风险折扣因人而异，预期收益率是不同可能性下的收益的加权平均；

互联网公司估值方法

- 互联网公司估值之所以难度大，原因在于：
 - 未来收益的不确定性强，好公司可以增长一千倍，坏公司可能变成零；
 - 互联网行业的变化性快
 - 规模效应大：一点接入，服务全球；
 - 可变费用占比低；
 - 行业趋势瞬息万变
- 具体而言，用什么指标的关键在于看什么指标能够最好的反应 $E = \sum_{i=1}^n Prob_i E_i$
- 互联网公司用户群形成正效应，从而带来规模效应；因此，互联网公司估值，主要看用户数、活跃度、潜在平均每用户贡献收入（ARPU），以及利润率。

从市销率出发

估值原理

- 用户群效应是互联网公司有别于传统企业的一大特点，前述四大因素的前三点：用户数、活跃度、潜在平均每用户贡献收入（ARPU）即决定了互联网企业的收入。
- 一系列估值方法基于：根据公司发展的不同阶段看市销率（P/S）
 - 尚未大规模货币化，如去哪儿等，市销率可达到10倍；
 - 已实现货币化，但因市场竞争激烈等因素，尚未实现盈利，如当当等，市销率约为1倍；
 - 已实现盈利，视公司所在细分行业，主要由公司的增长情况与利润率决定；
 - 游戏公司：10~20%的同比增长，10~15倍市盈率，25~40%的净利润率，对应的市销率大约在4倍；
 - 广告公司：门户网站，10~15%的同比增长，10倍市盈率，10~20%的净利润，对应的市销率大约在1~2倍；在线搜索，30%的同比增长，25~30倍市盈率，25~30%的净利润率，对应市销率大约在8倍；细分行业垂直网站，需考虑到该细分行业的增长，如易车、搜房等；

适用于市盈率估值的海外上市中国互联网公司概况

公司	代码	上市日期	股价 (2015-08-20)	市值 (百万美元)	非通用准则市盈率			市销率		
					14A	15E	16E	14A	15E	16E
综合性公司										
腾讯	700 HK	6/16/2004	135.10	163,650.55	41.94	32.31	24.54	12.88	10.08	7.68
百度	BIDU US	8/4/2005	162.89	57,256.73	24.85	26.61	20.44	7.25	5.29	3.97
阿里巴巴	BABA US	9/19/2014	73.12	183,708.70	40.03	33.46	26.10	14.97	15.02	11.14
奇虎360	QIHU US	3/29/2011	60.35	7,781.78	24.17	17.49	12.69	5.60	3.96	2.95
平均值					32.75	27.47	20.94	10.17	8.59	6.44
游戏公司										
网易	NTES	6/29/2000	122.08	15,953.41	20.10	2.57	2.12	8.46	5.57	4.46
完美世界	PWRD US	7/25/2007	20.17	1,004	9.9	8.8	7.5	1.6	1.3	1.2
畅游	CYOU US	4/1/2009	19.98	1,054	1816.4	6.3	6.3	1.4	1.3	1.2
淘米	TAOM US	6/8/2011	3.12	112	156.0	n.a	52.0	2.7	2.6	2.4
网龙	777 HK	11/2/2007	17.30	1,109	23.0	46.3	33.7	7.3	6.0	4.8
云游控股	484 HK	10/3/2013	12.80	239	162.6	30.2	13.5	2.0	1.9	1.4
IGG	8002 HK	10/18/2013	3.20	574	7.9	7.6	6.0	2.8	2.2	1.8
博雅互动	434 HK	11/12/2013	3.33	328	6.5	5.8	4.3	2.2	1.8	1.3
平均值					246.99	15.53	15.42	4.09	3.23	2.64
娱乐性公司										
欢聚时代	YY US	11/20/2012	60.38	419	128.1	17.6	12.7	5.5	3.7	2.8
已盈利的电商										
当当网	DANG US	12/7/2010	6.93	560	34.7	n.a	28.0	0.4	0.3	0.3
唯品会	VIPS US	3/23/2012	19.00	10,990	65.7	34.1	22.0	2.9	1.7	1.1
聚美优品	JMEI US		16.73	2,395	30.4	33.1	19.3	3.6	2.1	1.5
平均值					43.61	33.56	23.07	2.33	1.38	0.98
尚未盈利的电商										
京东	JD US		26.78	37,018	n.a	3320.7	107.5	2.0	1.3	0.9
已盈利的在线旅游提供商										
携程网	CTRP US	12/9/2003	68.13	9,578	618.5	457.6	200.2	8.1	34.5	24.8
尚未盈利的在线旅游提供商										
去哪儿	QUNR US	1/11/2013	36.03	4,713	n.a	n.a	n.a	16.7	8.4	5.1
广告类公司										
凤凰新媒体	FENG	5/12/2011	5.51	391	8.7	10.2	7.6	1.5	1.3	1.1
500彩票网	WBAI US	11/22/2013	19.91	700	16.8	297.2	51.7	7.5	20.4	9.1
久邦数码	GOMO US	11/21/2013	4.69	148	24.7	27.6	12.3	2.5	n.a	n.a
搜房	SFUN US	9/16/2010	6.25	2,580	11.4	47.3	20.8	3.7	3.1	2.3
易车	BITA US	11/17/2010	26.91	1,617	15.2	22.7	10.4	4.5	2.5	1.8
汽车之家	ATHM US	12/10/2013	31.49	3,483	31.0	3.3	2.5	10.8	1.0	0.8
58同城	WUBA US	10/31/2013	46.00	5,314.49	223.30	n.a	n.a	20.29	9.70	6.15
平均值					68.46	62.48	#DIV/0!	7.32	6.01	4.26
服务型公司										
世纪佳缘	DATE US	5/11/2011	6.56	218	5.0	4.6	2.6	2.3	1.8	1.4

具体实践1: 市盈率估值 (P/E Ratio)

适用公司

- 已经盈利、且增长率较为稳定的公司
 - 综合性公司，如腾讯、百度；
 - 所有游戏公司，如网易、盛大；
 - 娱乐性质强的公司，如YY；
 - 广告类公司，如搜房、易车；
 - 盈利情况较好的电商，如唯品会；
 - 服务型公司，如世纪佳缘

适用于市盈率估值的海外上市中国互联网公司概况

公司	代码	上市日期	股价 (2015-08-20)	市值 (百万美元)	非通用准则市盈率		
					14A	15E	16E
综合性公司							
腾讯	700 HK	6/16/2004	135.10	163,650.55	41.94	32.31	24.54
百度	BIDU US	8/4/2005	162.89	57,256.73	24.85	26.61	20.44
阿里巴巴	BABA US	9/19/2014	73.12	183,708.70	40.03	33.46	26.10
奇虎360	QIHU US	3/29/2011	60.35	7,781.78	24.17	17.49	12.69
平均值					32.75	27.47	20.94
游戏公司							
网易	NTES	6/29/2000	122.08	15,953.41	20.10	2.57	2.12
完美世界	PWRD US	7/25/2007	20.17	1,004	9.9	8.8	7.5
畅游	CYOU US	4/1/2009	19.98	1,054	1816.4	6.3	6.3
淘米	TAOM US	6/8/2011	3.12	112	156.0	n.a	52.0
网龙	777 HK	11/2/2007	17.30	1,109	23.0	46.3	33.7
云游控股	484 HK	10/3/2013	12.80	239	162.6	30.2	13.5
IGG	8002 HK	10/18/2013	3.20	574	7.9	7.6	6.0
博雅互动	434 HK	11/12/2013	3.33	328	6.5	5.8	4.3
平均值					246.99	15.53	15.42
娱乐性公司							
欢聚时代	YY US	11/20/2012	60.38	419	128.1	17.6	12.7
已盈利的电商							
当当网	DANG US	12/7/2010	6.93	560	34.7	n.a	28.0
唯品会	VIPS US	3/23/2012	19.00	10,990	65.7	34.1	22.0
聚美优品	JMEI US		16.73	2,395	30.4	33.1	19.3
平均值					43.61	33.56	23.07
广告类公司							
凤凰新媒体	FENG	5/12/2011	5.51	391	8.7	10.2	7.6
500彩票网	WBAI US	11/22/2013	19.91	700	16.8	297.2	51.7
久邦数码	GOMO US	11/21/2013	4.69	148	24.7	27.6	12.3
搜房	SFUN US	9/16/2010	6.25	2,580	11.4	47.3	20.8
易车	BITA US	11/17/2010	26.91	1,617	15.2	22.7	10.4
汽车之家	ATHM US	12/10/2013	31.49	3,483	31.0	3.3	2.5
58同城	WUBA US	10/31/2013	46.00	5,314.49	223.30	n.a	n.a
平均值					68.46	62.48	#DIV/0!
服务型公司							
世纪佳缘	DATE US	5/11/2011	6.56	218	5.0	4.6	2.6

Source: Bloomberg, CICC Research

具体实践2：市销率估值（P/S Ratio）

适用公司

- 尚未盈利的公司；仍处于烧钱阶段
 - 尚未盈利的电商，如京东；
 - 尚未盈利的视频网站，如优酷；
 - 尚未盈利的在线旅游公司，如去哪儿

适用于市销率估值的海外上市中国互联网公司概况

公司	代码	上市日期	股价 (2015-08-20)	市值 (百万美元)	市销率 14A	15E	16E
尚未盈利的电商							
京东	JD US	5/22/2014	26.78	37,018	2.0	1.3	0.9
尚未盈利的在线旅游提供商							
去哪儿	QUNR US	1/11/2013	36.03	4,713	16.7	8.4	5.1
尚未盈利的在线视频提供商							
优酷网	YOKU US	12/7/2010	17.75	3,432	5.3	3.4	2.5

Source: Bloomberg, CICC Research

具体实践3：分类加总法估值（SOTP Valuation）

适用公司

- 针对多元化控股公司估值的方法，将公司同时经营的不同业务分别选择合适的估值方法估值，再根据持股比例加权汇总得出该多元化控股公司的总价值。
- 公司下属各业务需占比均衡
 - 典型：搜狐、新浪
 - 作为补充估值方法验证：腾讯、奇虎、金山
 - 公司下属各业务需占比均衡
- 熊市中SOTP价值难以被市场认可。

适用于分类加总法估值的海外上市中国互联网公司概况

- 搜狐（SOHU）旗下有门户、视频、游戏、搜索四大业务。2014/15年公司在盈利与亏损边缘，因此估值以分类加总法进行，分别对门户、视频、游戏、搜索进行估值，加总后乘以控股公司折扣，即得到最终估值；
- 新浪（SINA）虽然盈利，但利润率较低，门户更是处于亏损状态，因此用市盈率法估值会导致低估，因此以分类加总法对其进行估值，分别对门户、微博、以及持有公司股份（乐居、天鸽等）进行估值，加总后考虑清网运动带来的政策风险，乘以折扣，得到最终估值；
- 腾讯、奇虎、金山等公司，虽然主流估值方法仍未市盈率估值，但由于其内部业务线不一、且各业务线占比无一过高，因此亦可用分类加总法估值进行检验。如腾讯，我们以游戏、广告、搜索、投资占股等加总，得出1.75千亿美元的估值。又如奇虎，主要业务包括游戏、广告和搜索，亦可加总得出总公司的估值。

具体实践4：其他估值方法（Others）

未来市盈率估值 (Forward PE Ratio)

- 针对目前由于特殊情况尚未盈利，但历史上以及未来短期内即将实现稳定盈利的公司，亦可作为补充方法验证用；
 - 如：高德地图；58同城；

市盈率相对盈利增长比率 (PEG Ratio)

- 刚转型结束的成长性公司，以未来三年复合增长率(CAGR)作为市盈率的除数得出的比率
 - 如：携程

按活跃用户人数估值 Valuation based on active users

- 主要针对平台型公司，尤其是即时通信软件
 - 如：微信、Whatsapp，陌陌