



薛洪言：互联网公司股票，
可以抄底了吗？

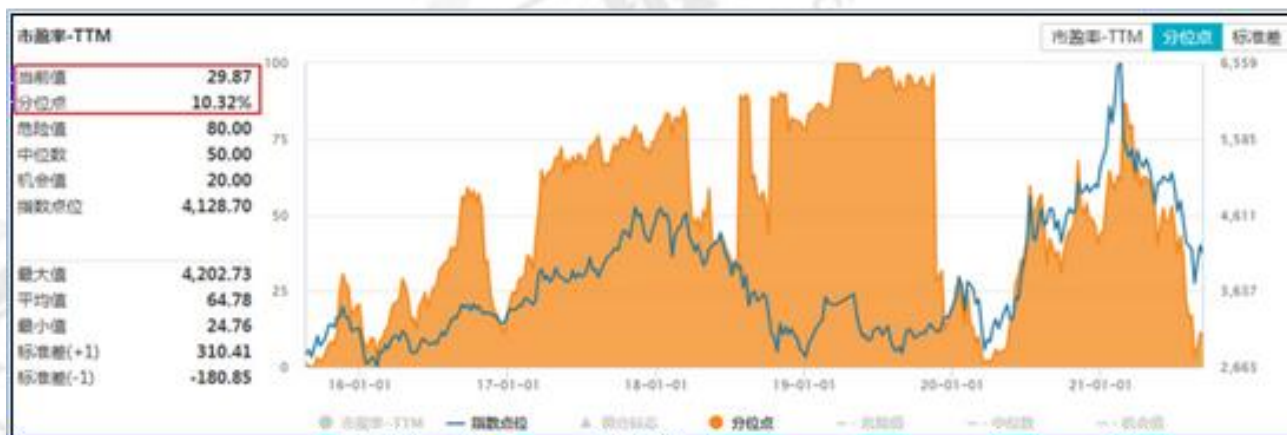




最近一段时间，港股和美股互联网公司股票普遍大跌，抄底“腾讯/中概互联网 ETF/恒生互联网 ETF”成为市场热议话题。尤其是腾讯控股，一贯被价值投资者视作可比肩茅台的优质标的，在股价跌破 500 港币时，更是引发了一轮抄底潮。

根据低估买入的原则，当前的确是抄底买入的好时机了。以几乎涵盖所有港股上市互联网企业的恒生互联网科技指数（恒生互联网 ETF 的跟踪指数）为例，当前指数市盈率仅为 29.87 倍，处于指数发布日（2015 年 8 月 17 日）以来的 10.32%分位。

恒生互联网科技指数：市盈率及分位值均处于低位



问题是，投资需面向未来，在抄底互联网公司股票之前，需要先了解互联网产业的未来发展前景。

中国互联网企业的商业模式，核心是围绕流量展开的，具体包括两大环节：流量获取和流量变现。不同类型的互联网企业，获取流量的产品（/抓手）不同，变现流量的侧重点也不同，表现出多样化的互联网业态，但万变不离其宗。

以腾讯为例，早期主要靠 QQ，后期叠加微信、内容（新闻、读书、音乐、视频等）等获取流量，并通过会员、广告、游戏、金融及各类股权投资等实现流量的变现；阿里、百度、头条、美团等也是如此，先占据一个或高频或刚需的流量入口，然后基于各自的业务模式特点进行多元化变现。

从行业演变的视角看，互联网产业的流量获取和流量变现本身经历了不断迭代进化的过程。早期阶段，互联网的商业模式更多是简单直接的流

量变现，以早期的门户网站为代表，以广告为核心变现模式；之后，以腾讯、阿里等为代表，互联网的商业模式和流量变现模式越来越丰富多元。

早在 2010 年，马化腾就曾做过一个论断，他认为，就互联网产业而言，渠道强势时代迟早要过去，互联网企业需要不断向价值链上游转移。

以游戏变现为例，渠道强势时代的做法，更多地是上线同质化程度较高的棋牌类游戏，靠流量获取后发优势，同时代理第三方研发的大型游戏。而向价值链上移的做法，则更多地需要自行研发大型游戏，从渠道方变成全产业链的深度参与者。同样是通过游戏进行流量变现，内涵和逻辑已然不同。

除了亲自下场之外，股权投资也渐渐成为向产业链上游拓展的重要途径。3Q 大战之后，腾讯开始将其开放能力定义为流量和资本，将流量优势转化并放大为战略投资的优势，实现更高意义上的流量变现。

在这个意义上，国内互联网巨头依托流量优势，靠资本投资连接外围业态，不断加宽护城河，成为互联网产业的最大投资者，也是互联网产业繁荣发展的最大受益者。

然而，树不能长到天上，扩张总有尽头。

就流量获取来看，在 2018 年前后，大的流量入口便基本被瓜分完毕，流量获取基本已经饱和。此时，为保持增长，各大巨头开始相互渗透，相互争抢地盘，有时候还要打一些无谓的消耗战，像囚徒困境一样，不得不

打，但打了对谁都没好处。所以，从整个产业层面看，流量获取的基本面已经发生了本质性变化，增长空间日益狭窄。

从流量变现的角度看，主流的流量变现方式（广告、游戏、电商带货、互联网金融、股权投资等）也开始遭遇外环境的制约。

以互联网金融为例，在金融强监管的大背景下，行业已经迎来了深刻的变革；再比如股权投资，在防止资本无序扩张的纲领性要求下，巨头在新兴业态打代理人战争的混战模式基本告一段落；而广告、游戏、电商带货等领域，更多地是切蛋糕的游戏，彼此之间或有输赢胜负，站在产业层面并无大的惊喜。

所以，无论是流量获取，还是流量变现，互联网产业的基本面都已不同往日。在此背景下，市场开始调低互联网公司的增长预期，致使其估值水平不断下移。

此外，互联网企业快速成长为行业巨头之后，其社会性也就愈发凸显，倒逼其战略重心进行转移。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35082

