

# 科技周期探索之六

中性

## 案例篇：移动互联网时代的十倍股与百倍股

### 核心观点

**十倍股与百倍股，其业务定位必然是“普适”的，但路径可能有多种。**当我们总结了移动互联网的9个案例后，我们发现从小到大有很多种不同的路径。包括：(1)无与伦比的产品创新（**产品**）：如苹果，不停的定义新产品，每个产品都能引领几年风骚，这种独特的创新使得公司很难陷入价格战而一直保持丰厚的利润。(2)更早定义基础设施（**速度**）：如亚马逊、Salesforce，早人三五年去投资基础设施，虽然此间不可避免会有价格战，但公司一直在引领行业方向；(3)让用户本身成为门槛（**用户**）：如社交网络脸书、腾讯，一旦形成了客户之间的圈子，就帮助公司完成了核心竞争力的构建；中移动也是如此，用户体量大了之后形成中国最大的移动通信网络，无论在网络质量、渠道、产品促销等方面都形成了长期的优势；(4)免费商业模式（**商业模式**）：如谷歌安卓，以开放平台、低门槛吸引更广泛的产业链生态打败老牌竞争对手；(5)超强的管理能力（**管理**）：如奈飞，十几年里竞争对手就换了三拨，管理层闪转腾挪的本事可谓发挥到极致；(6)独到的投资能力（**投资**）：如Booking，非常独到的发现了欧洲市场的价值并合并了欧洲的龙头企业，从而成为“得欧洲者得天下”的那个人。

**创始人的产品能力至关重要。**大多数卓越的管理者都是“产品出身”（如果我们能区别“技术出身”的话），乔布斯是优秀的产品经理，贝佐斯对产品高度关注，奈飞的哈斯汀斯是技术出身但设计了多款产品，马化腾是“首席产品经理”，扎克伯格编程是请别人而自己专注于产品，Salesforce的贝尼奥夫是技术出身但也是营销大师，佩奇和布林是技术出身但都深爱产品。这说明一个好的技术公司的领导者，在技术上要理解行业发展趋势与实现路径，但更重要的是要站在客户与市场的角度思考产品本身。这种“可左可右”的整合能力是精妙的，可谓是差之毫厘而谬以千里。

**它们都需要时代去成就。**虽然很多时候我们说它们创造了时代。但如果仔细观察体会，我们都会发现它们在浪潮启动前必须要做好布局，所谓的做好机会面前“有准备的人”：一旦时代的渗透率曲线加速，很快纷繁的市场竞争格局、模糊的商业模式便尘埃落定，其竞争对手很难在同时代去翻盘，公司也就获得了投资上确定性很高的“甜蜜时光”。

**区分好公司与好股票。**作为投资人的我们，要甄别“好公司”还是“好股票”，即要买得便宜。往往透支3年以上估值的公司或者IPO市值太高的公司不是好股票。

**风险提示：**地缘政治的不确定性，美联储降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

### 行业研究 · 行业投资策略

美股

中性 · 维持

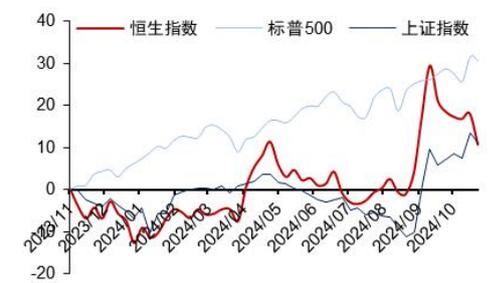
证券分析师：王学恒

010-88005382

wangxueh@guosen.com.cn

S0980514030002

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《美股市场速览-美总统选举结束，美联储再次降息》——2024-11-10
- 《美元债双周报（24年第45周）-美国大选前夕美债利率升至高位》——2024-11-05
- 《美股市场速览-资金大举流出科技巨头》——2024-11-03
- 《美股市场速览-大盘趋弱，汽车板块表现抢眼》——2024-10-27
- 《美股ETF投资指南系列之四-杠杆型ETF投资价值与风险分析》——2024-10-26

## 内容目录

<b>苹果：新产品的定义者</b> .....	<b>7</b>
iMac (1998 年) .....	7
iPod (2001 年) .....	7
iPhone (2007 年) .....	9
MacBook air (2008 年) .....	9
iPad (2010 年) .....	10
小结 .....	11
<b>亚马逊：基础设施的搭建者</b> .....	<b>13</b>
从网上书店到全科电商 (1998-2004 年) .....	13
亚马逊 Prime 时代的开始 (2005-2011 年) .....	14
智能硬件产品线的壮大 (2011-2016 年) .....	15
小结 .....	17
<b>奈飞：超高难度的三次角色转换</b> .....	<b>19</b>
DVD 邮寄租赁时代 (1997 - 2006 年) .....	19
在线流媒体时代 (2007-2012 年) .....	20
自制内容时代 (2012 年以后) .....	21
小结 .....	22
<b>Booking：从自主定价到 OTA 龙头</b> .....	<b>23</b>
自主定价模式的诞生 (1997-2002 年) .....	23
聚焦酒旅与全球化 (2002-2009 年) .....	24
布局移动本地业务：租车、搜索、餐饮 (2010-2016 年) .....	25
小结 .....	26
<b>谷歌：信息的整合者</b> .....	<b>27</b>
搜索引擎时代 (1998-2007 年) .....	27
安卓时代 (2008-2016 年) .....	31
小结 .....	33
<b>脸书：社交网络领导者</b> .....	<b>34</b>
如何识别定价过高 .....	34
关于人均指标 .....	35
小结 .....	36
<b>Salesforce：SaaS 模式的开创者</b> .....	<b>37</b>
SaaS 时代 (1999-2007 年) .....	37
PaaS 时代 (2008-2015 年) .....	38
AI 时代 (2016 年之后) .....	39
小结 .....	39
<b>中国移动：大象起舞背后是中国的崛起</b> .....	<b>41</b>

中移动的崛起是在电信分拆之后 .....	41
股价与渗透率的关系 .....	41
<b>腾讯控股：中国社交网络之王 .....</b>	<b>44</b>
QQ 时代（1999-2007 年） .....	44
网游时代（2008-2011 年） .....	45
微信时代（2011 年之后） .....	46
小结 .....	47
<b>总结 .....</b>	<b>48</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>49</b>

## 图表目录

图 1: 多种彩色透明外壳的 iMac .....	7
图 2: 索尼 NW-MS9 音乐播放器, 2001 年 .....	8
图 3: iPod 的剪影广告, 2001 年 .....	8
图 4: iPod 销量 (千台) .....	9
图 5: iPhone 销量 (千台) .....	9
图 6: MacBook Air, 2008 年 .....	10
图 7: Newton Pad, 1993 年 .....	11
图 8: iPad 发布, 2010 年 .....	11
图 9: 苹果公司的毛利率与净利率 .....	11
图 10: 亚马逊第一座办公大楼 .....	13
图 11: 贝佐斯亲自送货给亚马逊的第 100 万个客户, 1997 年 .....	13
图 12: 亚马逊的员工人数 (1997-2003 年) .....	13
图 13: 亚马逊的净利润 (1997-2003 年) .....	13
图 14: 第一代 Kindle, 2007 年 .....	15
图 15: Kindle DX, 2009 年 .....	15
图 16: 亚马逊的市值/自由现金流、市值/经营性现金流 .....	15
图 17: Kindle Fire, 2011 年 .....	16
图 18: Kiva 机器人, 2012 年 .....	16
图 19: 全球智能音箱出货量市场份额 .....	16
图 20: Echo 智能音箱, 2014 年 .....	17
图 21: 亚马逊 Prime Air, 2016 年 .....	17
图 22: 亚马逊净利润, 百万美元 .....	17
图 23: 百视达店铺 .....	19
图 24: 奈飞的第一代 Logo, 1997-2000 年 .....	19
图 25: 奈飞收入与增速 (2006-2012 年) .....	21
图 26: 奈飞毛利率与净利率 (2006-2011 年) .....	21
图 27: 2014 年以来奈飞原创电影数量 .....	22
图 28: 奈飞付费用户数 (千) .....	22
图 29: 代言人威廉·夏特纳, 扮演谈判者 (Negotiator) .....	23
图 30: 威廉·夏特纳在《星际迷航》中的银幕形象 .....	23
图 31: Booking (Priceline) 收入及增速, 1998-2003 年 .....	24
图 32: Booking (Priceline) 利润, 1998-2003 年 .....	24
图 33: Booking (Priceline) 在 2002 年之后的收入与增速 .....	25
图 34: Booking (Priceline) 在 2002 年之后的净利润与增速 .....	25
图 35: 互联网个人用户数占总人口的比重 .....	27
图 36: 美国个人电脑、互联网、有线宽带、智能手机渗透率 .....	27
图 37: AltaVista 的界面 .....	28

图 38: 谷歌早期的页面 .....	28
图 39: 车库创业的佩奇与布林 .....	29
图 40: 谷歌的第一台服务器, 就像乐高积木一样 DIY 出来 .....	29
图 41: 谷歌、微软、雅虎的成长性比较 (单位: 十亿美元) .....	30
图 42: 谷歌上市前后的收入表现 .....	30
图 43: 谷歌上市前后的利润表现 .....	30
图 44: 全球智能手机操作系统市场份额 (2008-2016) .....	32
图 45: 谷歌无人驾驶 .....	32
图 46: 带着谷歌眼镜的布林 .....	32
图 47: Facebook 的人均收入 (万美元) .....	36
图 48: Facebook 的股价 .....	36
图 49: Salesforce 的标志 “NO software” .....	37
图 50: Salesforce 早期的收入与增速 .....	37
图 51: Salesforce 上市以来的估值 (市销率) .....	38
图 52: Salesforce 的客户 ARPU (万美元/年) .....	39
图 53: 四大核心业务 .....	39
图 54: 移动电话渗透率比较 .....	41
图 55: 中国移动股价与渗透率的关系 .....	42
图 56: 中国手机、互联网、移动互联网渗透率 .....	44
图 57: 2003 年 QQ 秀推出 .....	44
图 58: 早期腾讯的收入结构 (百万元人民币) .....	44
图 59: QQ 月活用户, 百万户 .....	45
图 60: QQ 堂 (2004) .....	46
图 61: QQ 宠物 (2005) .....	46
图 62: 腾讯游戏收入与占收比 .....	46
图 63: 微信月活用户, 百万户 .....	47
表 1: 部分在移动互联网浪潮中的公司涨幅比较 (2002-2016 年) .....	6
表 2: 安卓系统下载量超过 100 亿次的应用 .....	1
表 3: Facebook 的 IPO 价格对于不同年份的估值 .....	34
表 4: Facebook 的人均收入、人均毛利在美国公司名列前茅 (2023 年) .....	35
表 5: 三种不同持股期限的投资回报 .....	42

在本篇报告中，我们将回顾 2002-2016 年的移动互联网大时代中比较重要的一些公司的发展历程和市场表现。

由于我们分析的目标是站在整个时代角度去观察，因此我们更加侧重时间序列上的主要变化，尤其关注的是公司发展与时代发展之间的交错关系，而不会过度深究产品、技术、财务细节。

鉴于篇幅原因，我们选取了最具代表性的九家公司做一分析。

表 1：部分在移动互联网浪潮中的公司涨幅比较（2002-2016 年）

代码	公司	IPO 时间	市值, 亿美元 (2016/2/11)	行业	涨幅 (2002/10-2016/2)
NTES.O	网易	2000-06-30	179.9	软件与服务	23351.3%
NFLX.O	奈飞 (NETFLIX)	2002-05-23	369.6	媒体 II	21221.3%
0700.HK	腾讯控股	2004-06-16	1641.5	软件与服务	17058.8%
BKNG.O	BOOKING	1999-03-29	523.6	零售业	14198.7%
AMT.N	美国电塔 (AMERICAN TOWER)	1997-02-05	354.6	房地产 II	11840.1%
AAPL.O	苹果 (APPLE)	1980-12-12	5195.3	技术硬件与设备	10248.4%
AMZN.O	亚马逊 (AMAZON)	1997-05-14	2372.2	零售业	2874.1%
CTSH.O	高知特科技 (COGNIZANT)	1998-06-18	317.3	软件与服务	2412.8%
TCOM.O	携程集团	2003-12-09	138.3	零售业	1621.7%
GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET)-A	2004-08-19	4781.7	软件与服务	1306.6%
CRM.N	赛富时 (SALESFORCE)	2004-06-23	397.5	软件与服务	1277.7%
TLK.N	印尼电信	1995-11-14	250.0	电信服务 II	1092.1%
ASML.O	阿斯麦	1995-03-14	350.1	半导体与半导体生产设备	1063.9%
BIDU.O	百度	2005-08-05	488.7	软件与服务	1052.4%
META.O	脸书 (META PLATFORMS)	2012-05-18	2900.6	软件与服务	166.6%
JD.O	京东	2014-05-22	314.0	零售业	9.6%
BABA.N	阿里巴巴	2014-09-19	1511.5	零售业	(35.5%)

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理  
 附：选取 2016 年市值大于 100 亿美元的公司

## 苹果：新产品的定义者

乔布斯回归苹果之后的十几年，给苹果公司多少赞誉都不为过。我们一起回顾几个重新定义新产品的案例：

### iMac（1998年）

1998年推出的 iMac 电脑是乔布斯回归苹果的第一个作品。它的一体化设计与半透明外壳，让计算机的世界里多了一抹最靓丽的颜色。为了研究如何让塑料外壳看起来既吸引人又不廉价，设计团队参观了糖果工厂，认真研究制作软糖的精细工艺。同时伴随着互联网的普及，它大胆地取消了 3.5 寸软盘接口，只保留了 CD 存储器，让机身更加紧凑。竞争对手估计苹果每台 iMac 外壳的成本高达 65 美元，而行业平均水平为 20 美元。iMac 荣获《时代》杂志“1998 年最佳电脑”称号，并列“1998 年度全球十大工业设计”第三名。最重要的是，吸取了之前“曲高和寡”的教训，iMac 定价 1299 美元，价格亲民。

图1：多种彩色透明外壳的 iMac



资料来源：中关村在线，国信证券经济研究所整理

尽管专业的 PC 评论对 iMac 有不少的挑剔：运行速度不如 Windows PC 竞争对手、缺乏外设接口如软盘与扩展槽、原装键盘鼠标尺寸偏小等等。但消费者却不这么看，iMac 一经推出便大受消费者欢迎，它发布后的前三个月是美国商店最畅销的台式电脑。iMac 的近一半销量来自首次购买电脑的用户，近 20% 是改用 Mac 的微软 Windows 用户。iMac 出货的当季，电脑销量自 1995 年首次同比增长，Mac 的全球市场份额从 3% 增长到 5%。苹果从 1997 年亏损 8.7 亿美元到 1998 年来首次盈利。在苹果恢复盈利之后，iMac 继续成为畅销产品。

### iPod（2001年）

自从日本成功在袖珍收音机市场取得了领先地位之后，美国企业在消费电子市场仅有很少数的产品能够与之抗衡，其中随身听市场早已经成为了日本企业的天下。索尼公司凭借 Walkman，Diskman 精密的设计而成为消费电子产品的品质的象征，

2001 年索尼推出了 NW-MS9 音乐播放器，重量仅有 54 克，让人爱不释手。

如果了解这个时代日本公司在全球消费电子产品的统治地位，以及苹果公司曾尝试做过 Newton (PDA) 与 Pippin (家用游戏机) 都折戟沉沙的背景后，我们才能理解苹果公司为什么在 iMac 电脑起名上纠结了很久——乔布斯一直想叫它“Macman”，但可能是因为这个名字“索尼味”太重，最终乔布斯放弃了“Macman”而改为同事建议的“iMac”，而正是因为放弃，说明了乔布斯走出了索尼的影响，成就了更伟大的 iPod。

图2: 索尼 NW-MS9 音乐播放器，2001 年



资料来源：维基百科，国信证券经济研究所整理

图3: iPod 的剪影广告，2001 年



资料来源：shangyexinzhi.com，国信证券经济研究所整理

MP3 播放器自 20 世纪 90 年代中期就已经问世，但苹果发现这些数字播放器要么又大又笨重，要么又小又没用，用户界面糟糕。他们还发现现有型号在容量和便携性之间取得平衡时存在弱点：基于闪存的播放器可容纳的歌曲太少，而基于硬盘的播放器又太大太重。为了解决这些不足，苹果决定开发自己的 MP3 播放器。

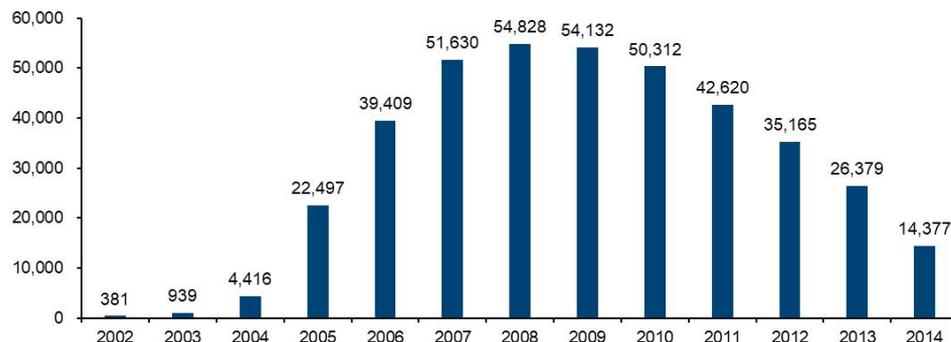
乔布斯为 iPod 的物理设计设定了严格的标准：有传言说，他当着工程师的面将一个原型扔进水族馆，从外壳中冒出的气泡可以看出当前的设计包含未使用的内部空间。为了让 iPod 的外观看起来更有艺术感，乔布斯在 iPod 白色的外壳之上增加了一层透明的塑料。这种设计被称为“共铸”，可以为产品带来纵深感。iPod 的软件也做了大量的优化。据 iTunes 和 iPod 的首席软件设计师杰夫·罗宾回忆说：“我记得当时每天晚上都和史蒂夫从九点一直坐到深夜一点，为第一代 iPod 编写用户界面。这款软件在不断测试和出错中一天天简化，直到我们彼此注视着说‘好了，我们不可能再有更好的改进了’。这时候，我们知道事情搞定了。”

《乔布斯全传》

iPod 推出时，随着舞动的节奏，浓墨重彩的剪影广告给消费者留下了无比深刻的印象。它配备 5GB 硬盘，可将 1000 首歌曲装入口袋。在 2002 年 7 月，苹果推出了与 PC 机兼容的 iPod，以便消费群体的扩大。

2002 年，苹果公司最终与五大唱片公司达成协议，通过 iTunes 提供他们的内容。2003 年 4 月，iTunes Store 推出，在最初的 18 个小时就售出了约 275,000 首歌曲，在五天内，歌曲销量超过 100 万首。而此刻的 iPod，通过“终端+市场”的模式重新定义了音乐播放器，做硬件的公司从前都没有想到过这样整合，索尼等硬件公司已经无法与它竞争。

图4: iPod 销量 (千台)



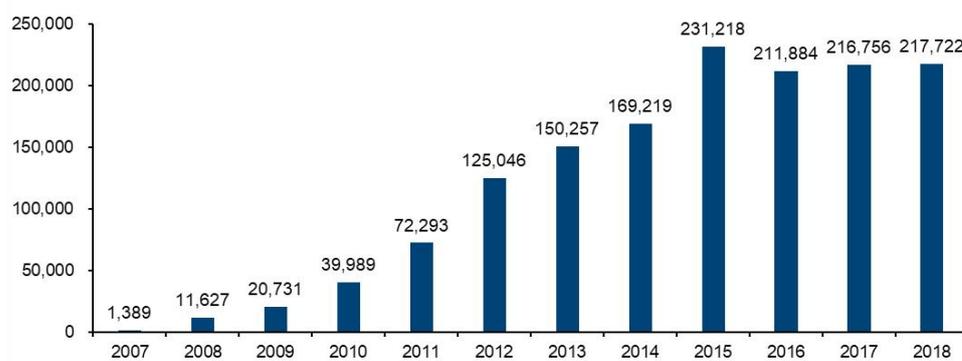
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### iPhone (2007 年)

这是一段大家都熟悉的案例。

2007 年 1 月 9 日, 乔布斯展示了苹果公司即将推出的 iPhone 手机, 这台手机历经 3 年研发, 集合了 iPod、手机、黑莓、电脑的若干功能, 是一台当之无愧的新一代智能手机。它的重力感应器、电容触摸屏、可视语音邮箱、软键盘、可同步(电脑)日历、集成浏览器、手机地图... 太多太多都让人惊喜与难忘。iPhone 手机出售当天, 苹果股价就上涨 8.3%, 交易量比平时多出四倍。与此同时, 其他手机制造商出现了不同程度的下滑: Treo 制造商的股价 Palm 的股价下跌 5.7%; RIM 的股价下跌 7.9%; 摩托罗拉股价下跌 1.8%。《乔布斯全传》

图5: iPhone 销量 (千台)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

### MacBook air (2008 年)

MacBook Air 于 2008 年 1 月推出, 是一款配备 13.3 英寸屏幕和全尺寸键盘的高端超便携式笔记本, 是当时最薄的笔记本。它采用纤薄的设计, 不包含光驱, 并且端口比当时笔记本的典型端口少很多。机身是铝合金边框, 电源用了业界罕见的磁吸接口(以便电源线被绊落也不会连累电脑), 键盘带有背光设计。机身最薄的地方仅有 4.06 毫米, 当乔布斯从一个牛皮信封中拿出 MacBook Air, 所有人都被它的轻薄震撼到了。

图6: MacBook Air, 2008 年



资料来源：百家号，国信证券经济研究所整理

## iPad（2010 年）

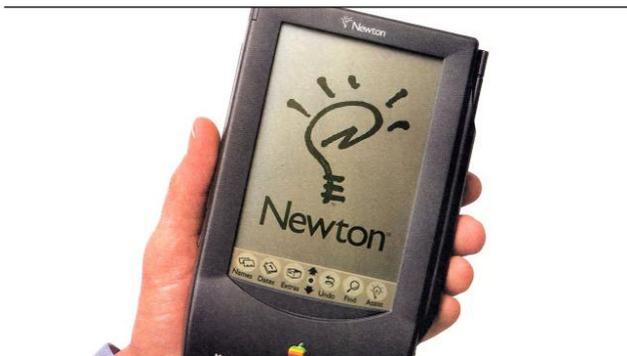
乔布斯在 1983 年的一次演讲中说：“我们想要做的是，把一台非常棒的计算机装进一本书里，你可以随身携带，并在 20 分钟内学会如何使用... 我们真的想通过无线电链接来实现这一点，这样你不需要连接任何东西，就可以与所有这些更大的数据库和其他计算机进行通信”，这个执念在乔布斯的脑海里始终没有被放弃。

iPad 的概念早于 iPhone，尽管 iPhone 是在 iPad 之前开发和发布的。苹果于 2004 年开始开发代号为 K48 的平板电脑原型项目。设计师艾维原本想先开发平板电脑，但与乔布斯达成一致，认为 iPhone 更重要，所以优先考虑了手机。

第一代 iPad 于 2010 年 1 月发布，采用 Apple A4 SoC、9.7 英寸触摸屏，还支持移动网络，iOS 操作系统，iPad 可以播放音乐、发送和接收电子邮件以及浏览网页，虽然有些批评主要集中在操作系统的封闭性，以及对 Flash 多媒体格式的缺乏支持，但这丝毫没有影响消费者的热情——iPad 在上市第一天就售出了 30 万台。截至 2010 年 5 月 3 日，售出 100 万台，这仅仅是苹果售出相同数量第一代 iPhone 所用时间的一半。

2011 年 3 月，第二代 iPad 发布。它比前代产品薄 33%，轻 15%，采用双核 Apple A5 芯片，处理器速度较 A4 提高两倍，图形处理器速度提高九倍。iPad 前后各有一个摄像头，均支持 FaceTime。通过取消显示屏的冲压金属板框架、使用更薄的玻璃作为屏幕覆盖层以及减少显示屏和电池之间的空间，使 iPad 机身变得更薄。

图7: Newton Pad, 1993年



资料来源: 网易, 国信证券经济研究所整理

图8: iPad发布, 2010年



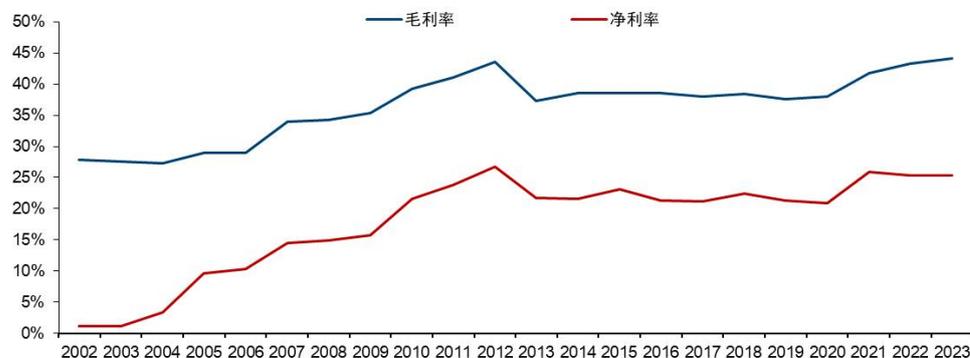
资料来源: 搜狐, 国信证券经济研究所整理

### 小结

苹果公司从 iMac 开始, 定义了一个又一个的新产品, 乔布斯被誉为改变世界的人, 他确实做到了! 在“定义行业”的背后, 引起了竞争对手的追逐与竞相模仿, 但苹果公司扮演创新的领导者, 享受着创新带来的超额回报。

从 2002 年开始到 2016 年截止, 14 年的时间里, 苹果公司的收入年化增长率为 29.5%, 利润年化增长率高达 59.7%, 毛利率、净利率、ROE 逐年上行, 股票回报更是超过了 100 倍!

图9: 苹果公司的毛利率与净利率



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

在移动互联网大时代中, 有硬件设计能力的公司, 比如日本的索尼、韩国的三星, 它们没有将终端与网络整合起来; 而有软件能力的公司, 如谷歌、微软, 它们在硬件的设计能力上又不能与苹果抗衡, 这使得苹果公司软硬通吃“端+云”的核心竞争力在这段时间牢不可破。尽管乔布斯在 2011 年离开了世界, 但他将苹果公司的地基打得太牢靠了, 依靠这种惯性, 苹果公司依然保持移动互联网的王者风范。

复盘了这段历史, 我们可能:

- 1、在 1998 年 iMac 发布后看好苹果, 那相当于是看好乔布斯回归之后的产品设计能力; 此时公司市值 55 亿美元;
- 2、在 2001 年 iPod 发布后看好苹果, 那相当于是看好苹果公司向消费电子转型的未来; 此时公司市值 77 亿美元;

3、在 2003 年 iTunes Store 发布后看好苹果，那相当于是看好商店与硬件的结合，或者说模模糊糊看到了移动互联网应用与硬件（或者叫终端+云端）结合的未来；此时公司市值依然是 77 亿美元；

4、在 2007 年 iPhone 发布后看好苹果，那相当于“图穷匕见”，看好新一代智能操作系统的未来；此时公司市值 1734 亿美元；

5、在 2008 年 MacBook air 发布后看好苹果，那相当于看好新一代智能操作系统的未来的同时，又惊喜地发现公司 PC 产品线又迸发了新的活力；此时公司市值 758 亿美元；

6、在 2010 年 iPad 发布后看好苹果，那相当于看好多种终端+一个云端的移动互联网产业链的新格局！此时公司市值 2958 亿美元。

2016 年底，苹果公司市值 6090 亿美元；

2023 年，苹果公司市值 29943 亿美元。

**投资回报取决于我们的认知从哪里开始，越往后故事越完整，而回报率越低；而早期的故事还比较模糊（但可能成功概率越低），但回报率更高。**

**回头看来，苹果 2003 年第一次出现了“终端+云端”的移动互联网新模式，这是巨大的分水岭，其股价也在此之后一骑绝尘。**

## 亚马逊：基础设施的搭建者

### 从网上书店到全科电商（1998-2004 年）

亚马逊的创始人是贝佐斯，华尔街出身。当贝佐斯看到当时互联网的增速高达 2300%，他带着 30 万美元投入了电子商务创业的大潮中。我们曾在《1987-2002 年：互联网的浪潮》中分析过亚马逊早期的发展，它将“快速做大”奉为圭臬。

图 10：亚马逊第一座办公大楼



资料来源：亚马逊，国信证券经济研究所整理

图 11：贝佐斯亲自送货给亚马逊的第 100 万个客户，1997 年

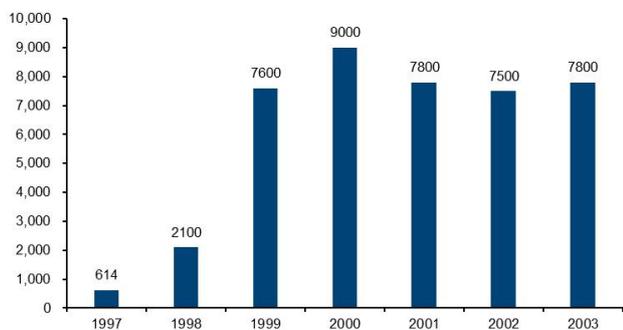


资料来源：亚马逊，国信证券经济研究所整理

亚马逊在 1998 年就宣布进入图书之外的领域，成为了一家全科电商。在 1999 年底，它市值达到了 259 亿美元，由于当年它的收入到了 16 亿美元，市销率接近 16 倍，即便考虑次年的增长，其市销率也高达 9.4 倍。虽然，当时亚马逊处在亏损状态，资本市场尚无法估量其稳定的利润率是多少。但如果参考 Walmart 在 1990-1999 年十年间平均毛利率只有 3.4% 的话，16 倍市销率大约相当于 470 倍市盈率（ $16/3.4\%$ ），这对未来的透支显然是非常大的。因此，在科网泡沫破裂的 2 年间，亚马逊的股价最大回撤达到了 95%，不少同时期创业的电子电子商务公司纷纷倒闭，人们不得不思考电商的商业模式是否可行。

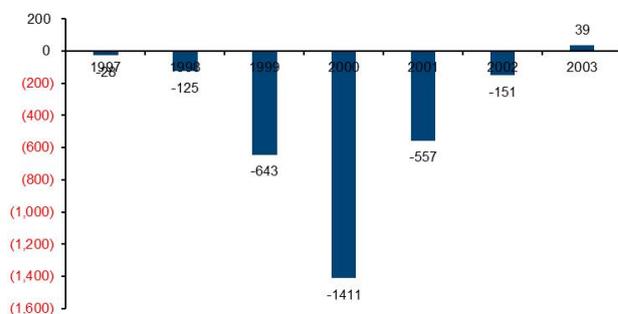
因此，这个时期的亚马逊也不得不裁员，压缩成本，并于 2003 年首次盈利，逐渐打消了市场的顾虑。

图 12：亚马逊的员工人数（1997-2003 年）



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

图 13：亚马逊的净利润（1997-2003 年）



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

这个阶段，公司形成了非常清晰的企业文化，“一切以客户为中心”。例如，在

亚马逊的内部会议上，经常会留着一把空椅子，贝佐斯说它代表了客户，大家在讨论中会带着同理心，思考着客户会怎么看待讨论的问题。

此外，几个重要的基础设施也都初步搭建完毕：2000 年开放平台给第三方卖家，2002 年发布了云服务 AWS，初步建立了覆盖全美的物流系统并于 2006 年 9 月推出亚马逊物流服务。此刻的亚马逊已经不再仅是定位电子商务，它往后的发展路径都表现出搭建商业基础设施的巨大野心。

## 亚马逊 Prime 时代的开始（2005-2011 年）

2005 年，即公司成立十年后，亚马逊推出了 Amazon Prime：会员只需缴纳 79 美元的固定年费，即可在美国本土提供两天到货的免费送货服务。贝佐斯对 Prime 会员的推出赞誉有加，Prime 有几重含义：

第一，它代表了经历了十年的发展，公司在物流配送上已经具备了与 UPS、联邦速运相比较高的实力，为客户提供优质的配送服务；

第二，它大幅增加客户的粘性。一般 Prime 会员的年消费是非 Prime 会员的 2-4 倍。80% 的 Prime 会员每周都会登陆亚马逊，其中 50% 会下单；

第三，它整合了物流之外的能力。包括 Amazon video、music、云盘，这些单独拉出来都有很强的竞争对手，亚马逊都不算行业顶尖，但整合在 Prime 里，每个业务的市场地位都得到提升；

第四，培育新市场。例如，进入印度后，Prime 会员仅定价 499 卢比/年（折合 6 美元左右），因为便宜而吸引了带来大量的会员用户。

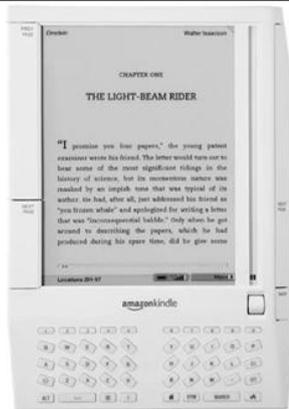
到了 2018 年，亚马逊 Prime 会员已经超过 1 亿。

不订阅会员的有几种情况，第一种是轻度使用者，非常偶尔在亚马逊上购物；第二种是已经退订会员，大体上发现了一些品类在其他网站时常更便宜；也有极其少量的在网站上有过不好购物体验的顾客。

除了 Prime，2006 年亚马逊发布 S3 云存储和 AWS EC2 弹性云。公司定位 S3 是：“开发人员无需担心他们将在何处存储数据、数据是否安全可靠、是否需要在需要时可用、与服务器维护相关的成本或是否有足够的可用存储空间。S3 使开发人员能够专注于数据创新，而不是弄清楚如何存储数据。”但竞争来得很快，先是 2008 年谷歌推出了企业云业务，以及 2009 年微软也推出了 Azure 云测试版。从 2007 年开始，亚马逊 AWS 在降价 42 次，大多数时候，它这样做都是在没有任何竞争压力的情况下进行的。

2007 年，亚马逊又推出一个令人眼前一亮的硬件产品 Kindle。这是早在 2004 年贝佐斯就有了的计划，做一个世界上最好的电子阅读器。2007 年 11 月 19 日 Kindle 第一代以 399 美元的价格推出，它配备了六英寸四级灰度显示屏，内置 250MB 存储空间，仅能储大约 200 本不带图片的电子书，但库存在五个半小时内被销售一空，直到 2008 年四月末才恢复供货。2009 年 5 月 6 日，亚马逊又发布了大屏幕 Kindle DX，售价为 489 美元。它搭配 9.7 英寸显示屏，并支持横幅显示，内置 PDF 阅读器，且提供多至 3.3GB 的存储空间。Kindle 的发布与 iPhone 的发布时间相当，形式相当，都是移动终端+互联网商店的组合，它的出现很快颠覆了图书发行业，亚马逊在 2010 年就宣布其 Kindle 电子书销量首次超过精装书的销量。

图14: 第一代 Kindle, 2007 年



资料来源: 知乎, 国信证券经济研究所整理

图15: Kindle DX, 2009 年



资料来源: 搜狗百科, 国信证券经济研究所整理

在 2005-2011 年这段时间里, 尽管亚马逊表现出很快的成长性, 收入从 80 亿美元增长至近 500 亿美元, 年化收入增速高达 32.1%, 但始终追求规模的贝佐斯一看到盈利的迹象, 就立刻再将成本补贴出去。尤其是对垂直品类, 要么收购(例如 2009 年斥资 9.4 亿美元收购 Zappos, 一个卖鞋的电商), 要么降价以获得市场份额。此时的资本市场找到了一种估值方法, 既不是 PS 也不是 PE, 而是市值/现金流: 2005-2011 年, 公司市值/自由现金流平均在 29.8 倍, 或者市值/经营现金流平均在 21.6 倍, 这段时间里, 亚马逊的股价大约上涨了 5 倍。

图 16: 亚马逊的市值/自由现金流、市值/经营性现金流



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

### 智能硬件产品线的壮大 (2011-2016 年)

作为以“构建基础设施”为追求的亚马逊, 对移动互联网技术演进是敏感的。

亚马逊在 2011 年发布了 Kindle Fire 平板电脑, 这款产品瞄准苹果的 iPad, 但尺寸较小, 售价 199 美元, 而苹果最便宜的 iPad 售价为 499 美元。

2012 年, 亚马逊斥资 7.75 亿美元收购了 Kiva Systems, 这是一家机器人公司, 生产可以在仓库中移动物品的机器人。

图17: Kindle Fire, 2011 年



资料来源: 豆瓣, 国信证券经济研究所整理

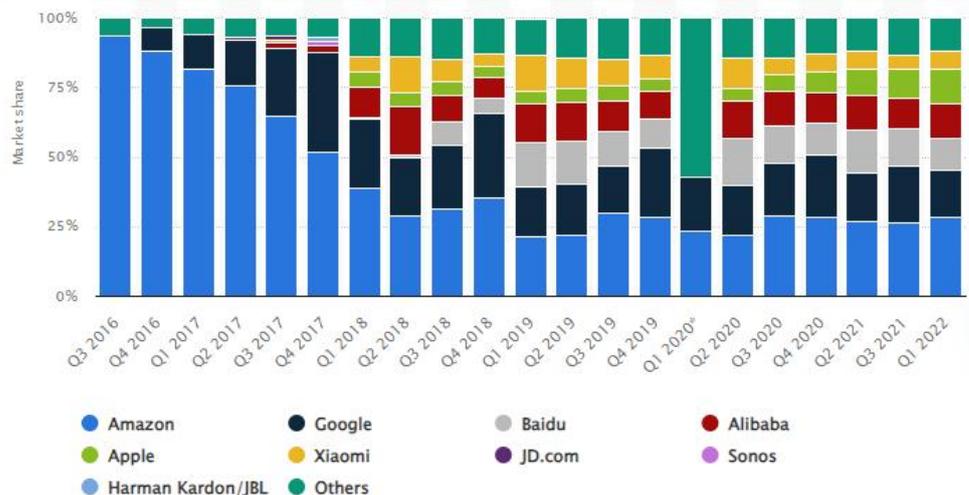
图18: Kiva 机器人, 2012 年



资料来源: 百家号, 国信证券经济研究所整理

2014 年 11 月 6 日, 亚马逊发布了搭载智能助手 Alexa 的智能音箱, 命名为 Echo。Alexa 是与亚马逊 Echo 的软件引擎, 它将通过人工智能回答问题和请求。定价 199 美元, Prime 会员限时售价为 99 美元。亚马逊的硬件往往是定价很有竞争力, 有时甚至有补贴而低于行业成本价, 因此 Echo 一推出就获得了巨大的成功, 在 2016 年 Q3, 它曾占据智能音箱市场份额的 93.5%! 即便是到 2022 年, Echo 市场份额依然位居第一, 为 28.2%, 排名第二至第五的分笔试谷歌、苹果、阿里、百度。

图19: 全球智能音箱出货量市场份额



资料来源: statista.com, 国信证券经济研究所整理

2016 年, 亚马逊 Prime Air (亚马逊的无人机送货系统) 在英国剑桥首次送货。

图20: Echo 智能音箱, 2014 年



资料来源: 搜狐财经, 国信证券经济研究所整理

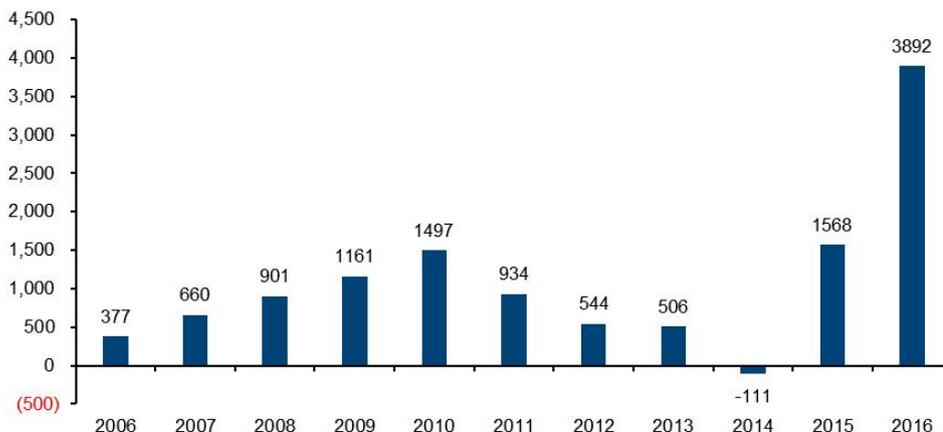
图21: 亚马逊 Prime Air, 2016 年



资料来源: it72.com, 国信证券经济研究所整理

这一时期(2011-2016 年)的亚马逊, 由于规模的不断增大, 复合增速略降至 26.1%, 收入达到了 2016 年的 1360 亿美元。而随着 2015 年云计算业务首度转盈利, 亚马逊的净利润终于开始突破了历史新高, 分别在 2015 年、2016 年达到了 15 亿美元、39 亿美元(但公司估值依然符合市值/经营性现金流), 市值也在 2015 年超过了 3000 亿美元。

图22: 亚马逊净利润, 百万美元



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

## 小结

2015 年 7 月, 亚马逊的市值超过了沃尔玛, 尽管当年亚马逊的收入不足沃尔玛的四分之一。

但贝佐斯心里的目标却不完全是沃尔玛。在移动互联网时代中的亚马逊, 与很多乘风而起的公司思路并不相同——它将移动互联网的基础设施更加广义化了。亚马逊分别在物流、云计算、智能硬件几个方向都取得了巨大的成功, 除了以上三个方向的基础设施, 它还扩展到了音乐、视频等领域。因此贝佐斯致力于让客户生活在亚马逊提供的服务里, 就像人需要水与空气那样。

此外, 有不少初期不盈利的科技公司抱怨投资人不理解自己的商业模式, 低估了自己。亚马逊的例子告诉我们, 市场不是不理解, 只是在等待疑问被解除的那一

天。亚马逊在移动互联网时代大多年份虽然微利，但它用现金流证明了自己不是不赚钱，而是不希望过早赚钱而失去较快的增长。而市场也接受了这一点，在很长时间以市值/经营性现金流来对公司估值。现在当我们再看亚马逊可以在 2023 年做到超过 300 亿美元利润的时候，这证明了资本市场当初的判断是正确的——他们很早就看到了“收入-现金流-利润”这一传导过程。

还有个重要的启发是：亚马逊的业务很多，以中国公司的标准，它可以分拆无数次。例如 2014 年股东主张将其优质资产云服务 AWS 拆分，但这导致了股价暴跌，后来分拆的提议被取消，亚马逊之后很多年都没有再提起分拆的事宜。中国互联网公司大都有过不只一家分拆的经历，实业界可能认为分拆能够带来更高的估值、较为灵活的激励政策、以及更多的融资。但亚马逊的发展史告诉我们：“一力降十会”，**科技公司绝不应该花太多精力在资本运作上，而应该着重去创新，不分拆完全能够赢得市场的认同。**

最后，亚马逊由于颠覆了很多行业，它也不停被竞争对手、监管部门发难。例如亚马逊没有工会，这很容易引起监管者对公司管理的非议，例如亚马逊原本计划在纽约建设第二总部计划被取消就是因为其对工会问题的态度无法与当地政策相容。以及不得不面对此后的反垄断调查甚至是议员的分拆提案。但这依然没有阻碍公司发展的野心，公司坚持当效率提升，客户花更少的钱能买到物美价廉的商品时，会改变监管部门的看法。

亚马逊的案例在此告一段落但不是终结，作为云计算领域最重要的参与者，它在云计算时代又获得了巨大的成功。

## 奈飞：超高难度的三次角色转换

2002年10月，奈飞的市值仅为1.2亿美元，到了2016年，市值超过300亿美元，上涨幅度超过了210倍。它在这十几年的时间里，始终引领互联网内容时代创新与变革的潮流，从一家名不见经传的小公司，最终成为一家与百年迪士尼市值相提并论的全球巨无霸。

奈飞的发展经历了三个发展阶段，分别是DVD邮寄时代、流媒体服务时代、自制剧时代。

### DVD 邮寄租赁时代（1997 - 2006 年）

马克·伦道夫（Marc Randolph）和雷德·哈斯汀斯（Reed Hastings）是系统测试公司 Pure Software 的老同事，Pure Software 在 1995 年 8 月上市，1996 年 8 月以 8.5 亿美元被收购，于是二人有了第一桶金。1997 年 8 月，奈飞（Netflix）在加利福尼亚创立。

由于宽带的基础设施在 90 年代末并不发达，所以当时通过电脑去下载或者观看视频、电影是不现实的。当时百视达（Blockbuster）在音像租赁领域是当之无愧的霸主，在 2004 年的巅峰时期，百视达在全球拥有 84,300 名员工，经营着 9094 家门店。

图23：百视达店铺



资料来源：网易，国信证券经济研究所整理

图24：奈飞的第一代 Logo，1997-2000 年



资料来源：网易，国信证券经济研究所整理

当时 DVD 刚刚出现，而大多数人都是习惯去百视达租借录像带，百视达的店面录像带数量有限，而且一旦客户没有按时归还，要收高额的滞纳金，哈斯汀斯本人就有过没有按时归还录像带而被收了 40 美元滞纳金的经历。他们测试了通过邮寄光盘到哈斯汀斯在圣克鲁斯的家，当 DVD 完好地到达时，他们认为这个商业模式可以跑通，于是决定进入价值 160 亿美元的家庭视频销售和租赁行业。

最开始奈飞的收费方式是按次租赁模式，但在 1999 年 9 月公司开始尝试订阅模式。当时如果公司要收回购买 DVD 的成本，就必须为每张 DVD 创造 15-20 次租赁。订阅模式能让用户有种占便宜的心理，鼓励用户多次观影，极大程度提升了 DVD 的租赁周转率。公司果断在 2000 年初关掉了按次租赁模式，启动了无限量电影租赁计划——这种“无限量观看”订阅模式每月收费 19.95 美元，为客户提供一个月内无限量电影租赁，每次最多可获得 4 张 DVD，而且没有滞纳金、没有运费。

其次，奈飞创建了电影推荐系统，系统会向订阅会员推荐值得观看的节目，这样做的目的是减轻 DVD 租赁的压力，不再局限于新发行的影片，而是更统筹地出租

其内容库。

通过这两个转变，奈飞挺过了科网泡沫破裂后最艰难的时刻，尽管公司经历了裁员、甚至试图 5000 万美元卖给百视达被拒，当时百视达的高管认为观影是冲动型消费，客户应该到了店铺中选中影片立刻拿走观看，而不是等待几天后才收到。但最终收入从 1997 年的 130 万美元跃升至 2001 年的 7500 万美元，并于 2002 年 5 月实现 IPO。

但在 2004 年，百视达也进入了自己曾经不看好的在线 DVD 租赁领域，并且也取消了滞纳金，同时订阅费还低于奈飞，这给百视达带来了不错的线上增长，也给奈飞带来了巨大的冲击，不少奈飞的客户转向了百视达。奈飞股价由 2004 年 1 月份的 5.68 元跌至 2005 年 3 月的 1.27 元，跌幅高达 77.6%。

然而，此时在线业务高奏凯歌的百视达却因为与奈飞的价格战加上滞纳金的取消而成本剧增，导致其股东向首席执行官施压，反对在线战略的继续实施。百视达的在线计划失去了动力，滞纳金被恢复。同诸多传统企业在面对新技术和商业模式的竞争一样，要么看不懂，要么看懂了不屑做，要么做了又不坚定，百视达进入在线业务较晚，因为无法获得股东支持实施在线视频战略，最终导致了它在技术变革面前逐步被市场淘汰。2010 年，百视达发布了破产警报并从纽约证券交易所退市。

奈飞这段时间也未停止对技术的优化。2006 年 10 月，奈飞宣布设立大奖，奖励能够击败现有算法 Cinematch 的视频推荐算法开发者。2009 年 9 月，奈飞将 100 万美元奖金授予“BellKor's Pragmatic Chaos”团队。

## 在线流媒体时代（2007-2012 年）

随着技术的进步，新的挑战诞生了。一个是 2006 年，美国一半的家庭都有了有线宽带，网速较 90 年代末有了很大的提升。另一个是，2005 年 2 月如果 YouTube 的成立没有被重视，但 2006 年 10 月，YouTube 被谷歌以 16.5 亿美元收购则说明巨头已经对于视频流媒体这个领域虎视眈眈了。

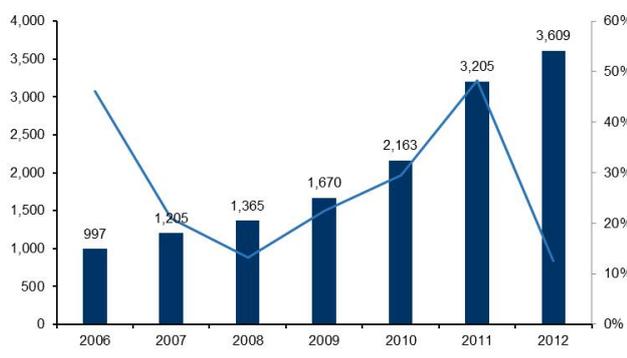
敏锐的奈飞于 2007 年 1 月宣布推出流媒体服务 Watch Now，但此时的网络带宽约束依然会影响客户体验。用户需要有 1M 带宽才能传输电影，而传输 DVD 画质则需要 3M 带宽。于是奈飞没有一次性向所有用户推出服务，而是逐步扩大服务范围，不停优化云、以及视频编解码技术，以做到服务一旦推出，就能保证用户的体验和自身的竞争优势。此外，奈飞使用 DRM 加密来保护其内容，它的 DRM 是优质视频最安全的反盗版解决方案之一。2008 年 8 月，奈飞遭遇了一次严重的数据库损坏，导致其 DVD 三天内无法发货。这促使奈飞选择将其业务迁徙到亚马逊的云服务上，这是科技公司应用云端服务非常领先的。

光是在技术上的努力还不够，公司非常小心地审视自己的合作战略。“谁是我们的敌人，谁又是我们的朋友”，这大概是哈斯汀斯思考最多的问题。例如，2007 年奈飞原本在开发一款“奈飞播放器”，让流媒体内容可以直接在电视上播放，但哈斯汀斯权衡利弊，最终关闭了该项目，把它剥离出去并以一家独立的公司（Roku）存在。因为他意识到，往前一步就是动了索尼、微软 Xbox 的奶酪，会让本来的合作关系变成竞争关系，而此时奈飞对比 Xbox 太过弱小。奈飞与微软合作模式是：奈飞为游戏机 Xbox 360 开发了一款原生应用，Xbox Live 会员可以通过游戏机在电视上访问奈飞。对于奈飞来说，这意味着 1200 万 Xbox Live 会员成了奈飞的目标客户；而对于微软来说，他们可以向 100 万奈飞用户推销 Xbox。随后，奈飞也为索尼的 Play Station 开发蓝光视频解决方案，以及开发工具包（SDK）实现奈飞的集成。

在内容方面，2008 年，奈飞与有线电视频道 Starz 达成协议，每年以 3000 万美元购买其内容播放版权，这样 Starz 的 2500 部电影和电视节目库可在奈飞上播放。当时很多版权方根本没有认识到流媒体版权的价值，甚至都没有认真思考过流媒体版权应该如何定义。当时的 Starz 可能认为流媒体视频行业依然是一个小众市场，因此没有想到这笔交易会蚕食他们自己的付费电视产品。

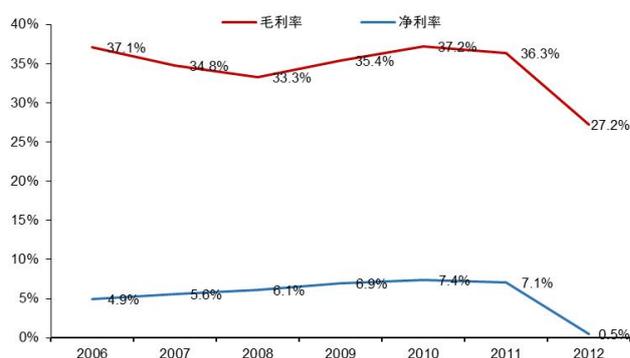
凭借优秀的技术、融洽的渠道、高性价比的版权，奈飞迎来了用户的起飞：订阅用户从 2007 年的 748 万快速增长到了 2011 年的 2353 万。这段时间收入加速增长，毛利率、净利率快速提升，几乎是一个成长股最完美的表现。股价也从 2008 年的最低价 2.55 元，上涨到了 2011 年的 43.54 元，3 年涨幅高达 16 倍！

图 25：奈飞收入与增速（2006-2012 年）



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

图 26：奈飞毛利率与净利率（2006-2011 年）



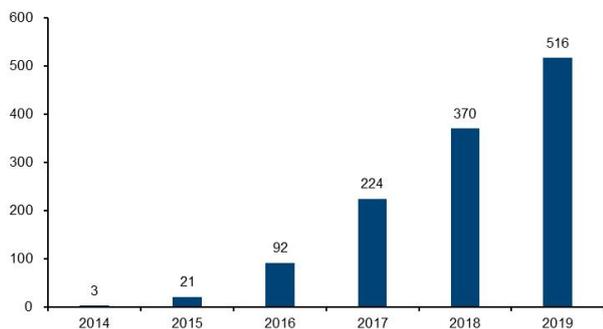
资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

就是在股票翻了十几倍之后的 2011 年，奈飞遭遇了两个危机。其一是，奈飞更加坚信只有流媒体才是未来，因此计划对其商业模式进行了重大调整：将 DVD 租赁和在线流媒体业务的会员资格分开，让用户购买不同的订阅。调整后同时购买两个订阅将使客户每月的费用增加 6 美元。以及计划将 DVD 业务拆分为 Qwikster 的独立公司，但由于这次突然涨价，导致 80 万人取消了服务，2011 年底公司被迫撤销了分拆决定，哈斯汀斯也被《福布斯》评为“年度最差 CEO”。

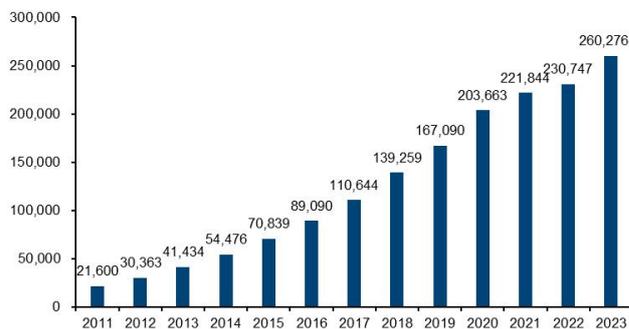
屋漏偏逢连夜雨，第二个危机则是 Starz 终止了与奈飞的内容授权协议，尽管当时奈飞愿意把价格涨到 3 亿美元。但 Starz 依然觉得奈飞的用户量过大，如果继续授权则会影响自己的业务发展。奈飞宣称占用户浏览量的 8% 的内容将会被下架。2011 年奈飞股价从最高点的 43.54 元，一路跌至 2012 年的 7.54 元，跌幅高达 82.7%。这个谈判失败让高速发展中的奈飞意识到，如果不从根本上解决版权问题，那么奈飞的发展永远不掌握在自己手上。但这与几年前同微软、索尼的合作中表现得谦让有加的那个奈飞不同的是，这次它终于把自己变成了影业公司的竞争者。

### 自制内容时代（2012 年以后）

2011 年开始，奈飞开始进军原创内容开发。当年先后投资了《纸牌屋》，《女子监狱》，《发展受阻》的新一季。2012 年 1 月，奈飞又收购了挪威《莉莉哈默》的美国版权。在发布时，奈飞选择在 2 月播出整部《莉莉哈默》第一季，一反传统电视台的每周首播剧集的模式，为用户观看提高了更大的自由度。《纸牌屋》与《女子监狱》在 2013 年获得了巨大的成功，不仅给网站带来了新增用户，同时还为奈飞原创赢得了精品口碑。随后几年，公司加大了自制内容的投入。同时在逐步拓展美国以外的海外市场，到 2016 年 1 月，奈飞宣布将其服务大规模扩展到 130 个国家。12 年底到 16 年初，公司股价再次迎来了 10 几倍的上漲。

**图27：2014年以来奈飞原创电影数量**


资料来源：businessinsider.com，国信证券经济研究所整理

**图28：奈飞付费用户数（千）**


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 小结

奈飞在十余年的发展过程中，经历了三个角色定位：**在线 DVD 租赁服务商、流媒体服务商、流媒体服务商+内容提供商**。每个定位都换一批竞争对手：先是百视达、再是有线电视、最后是影业公司。直到 2023 年，创始人哈斯汀斯才辞去 CEO 职务而任董事长。奈飞取得成功与哈斯汀斯一直执掌公司有关，他计算机出身的基础始终能够在每个关键时间点都做出了正确的预判：订阅制的提出以区别百视达，3000 万美元廉价购入流媒体版权以推动奈飞流媒体服务，还是以大数据为锚巨资砸向《纸牌屋》将自制剧一炮打红，都证实了这一点。

哈斯汀斯一以贯之的战略应归因于他心中始终有个“数据驱动”思考方式，无论是租赁 DVD 时的心愿清单，还是流媒体时期的观影推荐模型（甚至百万美金悬赏），还是自制剧的时期的反向内容选择与定制，都是如此。

我们不难发现，以上每一种角色定位，对于传媒业如此发达的美国都不陌生，而且事实上市场也的确充斥着诸多的竞争对手，光是主流的流媒体服务商就不下 10 个：Amazon Prime、Hulu、Disney+、HBO Max、Apple TV+、YouTube TV、Peacock、Paramount+、Fubo TV、Sling TV... 而奈飞总是比人早一步布局必要资源，制定先发规则，然后为自己赢得几年的先发优势，然后股价就趁着这段先发优势大涨一轮。

对于未来的奈飞，挑战是清晰的：

1、继续走自制内容之路，风险是“巨资拍片博胜率”，可能其未来收益率也将逐步平庸，但如果转型游戏、体育，对手也很强大；

2、YouTube 是不容忽视的对手，UGC 的内容制作伴随着科技进步质量越来越高（比如手机摄像清晰度提高，视频制作工具的 AI 化等），且对平台来说没有版权费用或者仅支付可控的内容费用，YouTube 对 Netflix 相当于是“互联网上人人都可以是导演”PK“好莱坞导演”的差别，前者题材更丰富，数量更多，成本更低，更接地气；

3、Tiktok 等短视频平台具有移动互联网的碎片化特征，这些年不停在蚕食用户的休闲时间。

回答与应对这些挑战可能要求奈飞的继任者依然能有“更早一点看清本质并提前布局”的能力。

## Booking：从自主定价到 OTA 龙头

### 自主定价模式的诞生（1997-2002 年）

Booking (BKNG.O) 也是一个移动互联网时代的百倍股，它成立于互联网泡沫时期的 1997 年，主营业务是在线旅游。当时公司叫 Priceline（2018 年改名为 Booking），创始人发现当时的航空公司的航班上座率通常只有三分之二，有数百万个座位是空的，以及每晚可能有 100 万间酒店客房无人入住。网站想出一个很独特的商业模式，即让顾客自己出价，称为自主定价（Name your own price，或简称 NYOP），再由网站搜集起来不同客户的价格发给航空公司和酒店。

当时的航空公司的顾虑是不想扰乱定价。“Priceline（价格线）”就是这个意思——“价格线”是航空公司不想低于价格出售的点；如果他们在一个地方卖全价，却在其他地方打折，那么没有人会支付全价。Priceline 的解决办法是让消费者竞价，航空公司私下接受竞价，“价格线”就会保持不变。

图29：代言人威廉·夏特纳，扮演谈判者（Negotiator）



资料来源：Priceline，国信证券经济研究所整理

图30：威廉·夏特纳在《星际迷航》中的银幕形象

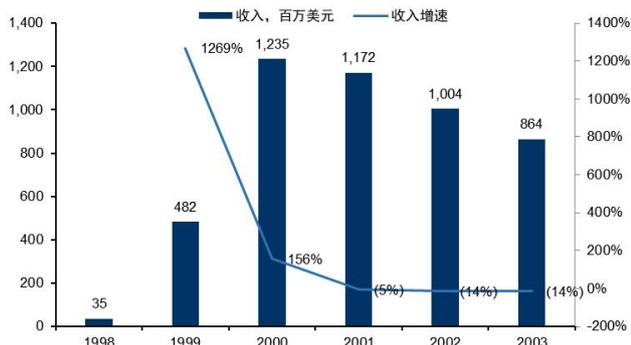


资料来源：知乎，国信证券经济研究所整理

在当时，不用朋友帮忙就可以“砍一刀”的商业模式特别新颖，公司还找到了演员威廉·夏特纳作为现象代言人，扮演替客户讨价还价的谈判者（Negotiator），由于当时公司无法拿出高额代言费，就承诺了以股票支付。网站在 1998 年第一天上线，火爆异常，公司的服务器就因流量过大崩溃了。公司在 1998 年的收入是 3500 万美元（亏损 1 亿美元），到了 1999 年收入就翻了 13 倍达到了 4.82 亿美元（但亏损 10 亿美元），这样的公司太难估值了：一是增速太快，二是亏损太高。但当时处在互联网泡沫阶段，公司 1999 年 4 月上市，4 月 30 日市值高达 231 亿美元，相当于 1999 年近 50 倍的市销率！当时为了给投资人更大的想象空间，Priceline 还将自主定价模式扩展到加油站服务、杂货、保险、抵押贷款、长途电话服务以及汽车销售。

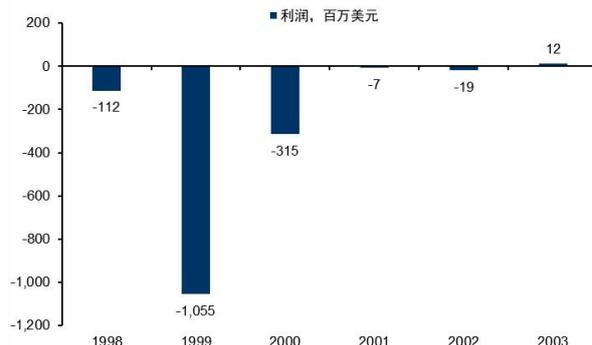
互联网泡沫破裂之后，它的股价一落千丈，最大跌幅 98.6%，相当于每 100 美元的投资还剩 1.4 美元，公司市值缩水至 2.47 亿美元，公司的创始人杰伊·沃克（Jay Scott Walker）也于 2000 年离开了公司，并于股票下跌时大比例减持。加之公司宣布裁员，此时的 Priceline 当真没法给市场信心，多半人已经将它与 Webvan、Pets.com 哪些破产的互联网公司看成一类企业了。

图31: Booking (Priceline) 收入及增速, 1998-2003 年



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

图32: Booking (Priceline) 利润, 1998-2003 年



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

### 聚焦酒旅与全球化 (2002-2009 年)

杰弗里·博伊德 (Jeffery Boyd) 并不是典型 CEO, 他在 2001 年接任公司 CEO 之前是公司的总法律顾问, 并在这个位置上一直到 2014 年退休。

从接任 CEO 开始, 博伊德首先是砍掉那些加油站服务、杂货、汽车销售等与旅游不相关的业务, 将公司业务聚焦到酒旅业务上。同时, 他发现自主“定价模式”的机票业务是流量生意, 赚吆喝但不赚钱, 以及受到了 911 冲击后的航空业, 价格也变得更低廉与透明, 于是公司将重心放到了酒店业务上。此外, 博伊德对“自主定价”模式也做了调整: 他认为大学生愿意使用该业务, 但商旅人士却无法容忍订票前不可预知自己的飞行、中转时间。于是公司开始提供传统的 OTA 报价模式, 即商旅人士可以在网站上直接下单, 而“自主定价”依然可以拼票。回想起来, 博伊德是非常务实的——公司无法抛开目标市场而讨论核心竞争力: 当 Priceline 还是一家创业公司的时候, 它所图不大, “自主定价”从对价格敏感的用户出发, 锁定了这部分群体, 同时也带来公司的早期成功。然而当它试图将服务对象拓展到所有的消费者, 原有的“自主定价”策略反倒成了一种掣肘。

在瘦身与聚焦之后, Priceline 在 2003 年第一次迎来了盈利。同时, 公司在 2004 年到 2005 年, 迎来了重要的两次并购——收购了欧洲的 ActiveHotels.com 以及 Bookings.nl。

相比美国市场, 欧洲人拥有的假期时间几乎是美国人的两倍, 而且欧洲有廉价航空公司如 Easyjet 和 Ryanair, 也让旅行的成本更低。此外, 欧洲单体酒店更多, 不像美国的酒店集团那么大, 这很利于平台的存在。所以不过分的说, 此时在 OTA (在线旅游预订) 市场, “得欧洲者得天下”。

图 33: Booking (Priceline) 在 2002 年之后的收入与增速



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

整合了欧洲市场的 Priceline 很快就呈现了收入加速提升的局面, 从 2005 年-2008 年, 其收入增速分别为 5%、17%、25%、34%, 利润也稳步提升到了 2 亿美元。一些媒体称这是最好的收购交易, 有了欧洲的并购成功案例, 公司在 2007 年又收购了亚洲的 Agoda.com, 至此完成了美国、欧洲、亚洲三大州的业务布局。

这段时期, 公司的股票也表现亮眼, 从 2005 年到 2008 年, 公司股票的最大涨幅达到了 638%。

图 34: Booking (Priceline) 在 2002 年之后的净利润与增速



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

### 布局移动本地业务：租车、搜索、餐饮（2010-2016 年）

随着智能手机的逐渐普及, 旅游 OTA 的需求也迎来了变化。在 PC 时代, 人们倾向于提前很久就规划好自己的旅行线路, 而伴随着移动互联网的出现, 自由行的比例提升, 人们几乎到了目的地附近才搜索、预订周边的酒店。

公司先是在 2010 年收购了英国的跨国汽车租赁服务公司 TravelJigsaw, 后者在 80 个国家的 4,000 个地点提供汽车租赁服务, 在欧洲和亚太地区占有重要地位。

在 2010 年至 2012 年间, 公司推出了适用于 iPad、Android、iPhone、iPod Touch、Windows 8、和 Kindle Fire 的移动应用程序。以及, 公司也加大了 Booking 品牌在美国的推广。

在 2013 年, 公司斥资 21 亿美元收购了 Kayak, Kayak 是一家旅游服务搜索引擎, 提供包括航班、酒店、租车和度假套餐等服务。尽管 Kayak 在发展初期并未得到 Priceline 的 CEO 博伊德的肯定, 但是他最终还是推动收购了 Kayak。收购后的

Priceline 把“OTA”变成了“OTA+搜索”，同时也通过 Kayak 获得新的流量。

2014 年，Priceline 收购了 OpenTable，代价是 26 亿美元，当时公司业务已扩展到覆盖 80 多个国家的 50,000 多家餐厅。

通过这些整合，Priceline 的业务开始变得更加移动化与本地化。在这一时期，公司收入也超过了 Expedia，成为了全球最大的 OTA 集团。

从金融危机的最低点到 2016 年，公司的市值增长超过了 20 倍。

## 小结

与诸多传统科技行业所不同，我们注意到 Booking 的创始人、或者继任的 CEO 博伊德都不算旅游行业背景出身，甚至博伊德也不是科技出身，而是法务出身，但博伊德依旧把公司治理得很好。究其原因：

- 1、公司在科网泡沫后瘦身，重新聚焦到旅游行业，这避免了与很多巨头们的竞争；
- 2、公司抓住了快速发展的欧洲市场，并取得了优秀的市场地位，同时享受了欧洲市场的盈利能力；
- 3、公司的业务处在应用层面，不涉及太多的基础设施挑战；

因此，一路走来，Priceline 在所处的市场格局是很好的，能够保持相对长期的格局稳定。这对支撑其优秀的盈利能力有着巨大的帮助，最近 20 年公司的 ROE 中位数高达 33%。

而一旦涉及到基础设施的挑战，就像云计算，连亚马逊一样的巨头都要不停地烧钱投资，做好多年不赚钱的准备；亦或是像智能硬件，多少初创公司的投入最终都倒在了苹果公司超强的设计能力面前。

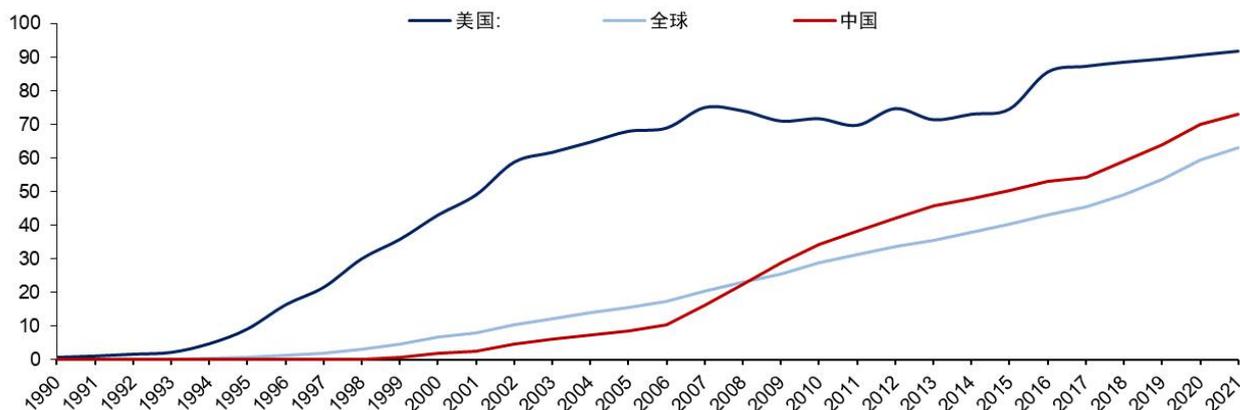
Booking 在互联网界，属于“用互联网的”而不是“做互联网的”，从这个角度说，观察公司所处市场的发展阶段与竞争格局，可能较判断技术发展更为重要。同时，对管理者的要求也不必要像“做互联网的”企业那么高。

## 谷歌：信息的整合者

### 搜索引擎时代（1998-2007年）

尽管在 90 年代末期随着互联网泡沫的兴起，美国与西方国家的网络用户得到了长足的发展，但是这一时期的全球分化依然非常严重。全球互联网的普及率在 2002 年仅为 10%（美国 58.8%），2007 年达到 20%（美国 75%），所以在 2002 年开始的新周期中，比较重要的行业变化先在西方出现。

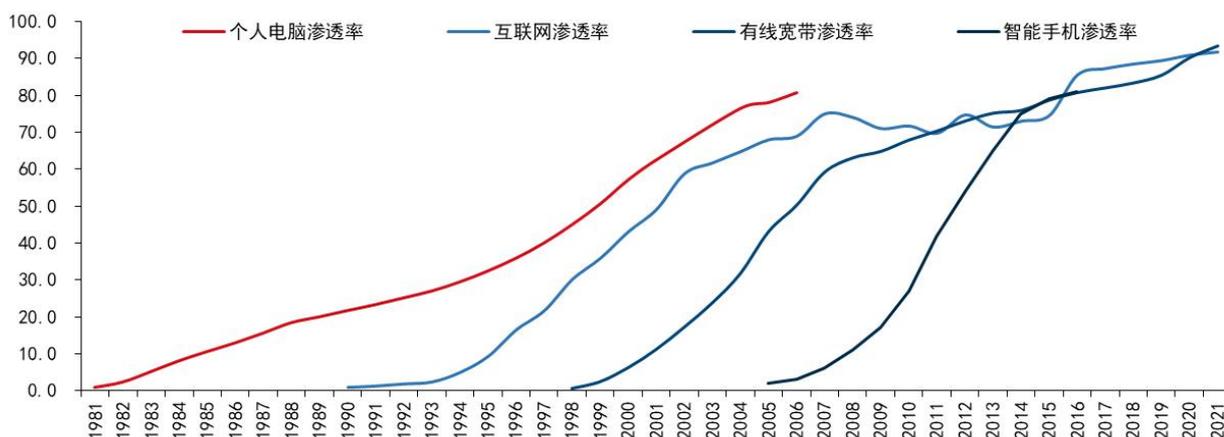
图 35：互联网个人用户数占总人口的比重



资料来源：世界银行，国信证券经济研究所整理和测算

从积极的角度来看，互联网泡沫加速了网络建设。随着 DSL 技术的成熟和成本的下降，DSL 逐步替代 Modem，有线宽带渗透率开始快速提升。在美国，2002 年有线宽带的渗透率还只有 17.2%（每百人订阅\*2.5 人/户），到了 2005 年就快速上升到了 43.1%，2010 年达到了 67.9%。

图 36：美国个人电脑、互联网、有线宽带、智能手机渗透率



注：个人电脑渗透率——美国每 100 人拥有的个人电脑；互联网渗透率——美国个人互联网用户占人口比；移动电话渗透率——美国移动蜂窝网络订阅数（每百人）；有线宽带渗透率——美国有线宽带订阅数（每百人）乘以 2.5（美国户均人数）；智能手机渗透率——美国 12 岁以上人口拥有智能手机占比

资料来源：世界银行、eMarketer、Comscore, The Infinite Dial, 国信证券经济研究所整理和测算

这个变化极大改善了上网的体验——原来用户只能在 BBS 论坛上打几个字，浏览

网页，慢慢这时候可以传图片，写文章，甚至上传音乐、视频了。行业将这一时期称为用户创造内容（UGC）时期。实际上自从有了互联网开始，用户就一直在创造内容，发 email 也是创造内容，BBS 也是创造内容... 只不过宽带的出现，使得用户创造内容的形式变得更加丰富，同时互动内容也大量增加。

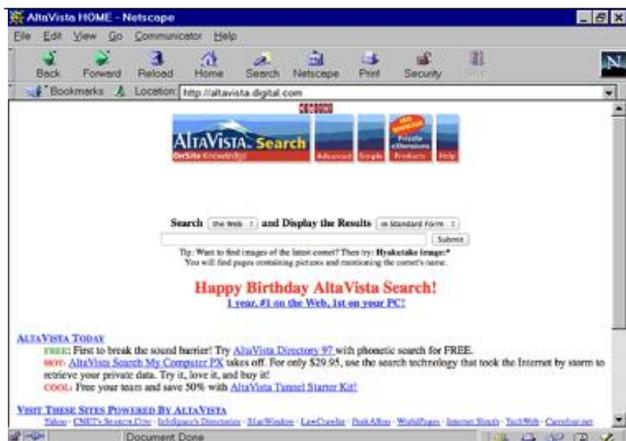
另一个变化是，在内容从无到有的过程中，以美国在线为代表的 ISP 同时也扮演了 ICP 的角色，它们获得了巨大的成功，因为当时的用户刚接入互联网，选择不多，要求也不高。但随着网站与网站之间内容的竞争，越来越多的内容呈现在用户面前的时候，用户需求开始变化：他们不想迷失在信息的海洋里，而是希望快速定位到自己需要的内容，这时搜索引擎变得更加重要。

AltaVista 是第一个可搜索的全文数据库，成立于 1995 年，1996 年，AltaVista 成为雅虎搜索结果的独家提供商。在 1998 年 2 月的“Internet Search-Off”调研中，AltaVista 是专业研究人员最喜欢使用的搜索引擎，45% 的研究人员选择了它，位居第二的是 HotBot，占 20%。据 Media Metrix 统计，2000 年 17.7% 的互联网用户使用 AltaVista，而只有 7% 的互联网用户使用谷歌。

但是 AltaVista 命途多舛，1998 年，它的母公司 Digital Equipment Corporation 被康柏收购；1999 年康柏将 AltaVista 设计成门户网站，希望可以跟雅虎竞争，同年 6 月，康柏又将其出售给互联网投资公司 CMGI，CMGI 于 2000 年 4 月为 AltaVista 申请 IPO 但恰逢互联网泡沫破裂的开始，IPO 没能成功。经过了一系列的裁员与整合，最终公司没能在搜索业务上竞争过谷歌。

谷歌曾在 1999 年想以 100 万美元的价格卖给 Excite（或者也考虑过 AltaVista，总之是卖给同行），当时雅虎也有收购谷歌的可能，但两者均没有把握住机会。原因是当时的搜索引擎并没有成型的商业模式，此外，雅虎当时的想法是：如果用户搜索太过于方便的话，他们就会走向站外，这不利于自己的广告业务！

图37: AltaVista 的界面



资料来源: www.altavista.com, 国信证券经济研究所整理

图38: 谷歌早期的页面



资料来源: 谷歌, 国信证券经济研究所整理

Inktomi 是另一个红极一时的搜索公司，2000 年 3 月，它的市值一度摸到过 250 亿美元，因此称它几乎已经成功了也不为过。Inktomi 的商业模式是 B2B，它不针对最终用户，而是作为诸多门户网站的搜索引擎，它成功地使 HotBot 成为最受好评的搜索引擎，从而催生了微软、雅虎和迪士尼都与 Inktomi 合作，并于 1998 年 6 月就实现了 IPO。如果没有后来的谷歌，Inktomi 的商业模式看起来也是很好的：它根据服务客户销售额百分比和/或按点击付费模型获得收入。但 Inktomi 为何会输给谷歌呢？它的前员工 Diego Basch 在回忆中表示：1、Inktomi 不控制

C 端用户，由于公司通过 API 向 2B 客户提供结果，这样就导致了延迟，而相比之下，谷歌控制了其结果的呈现速度；2、Inktomi 没有缓存，由于当时 Inktomi 的抓取周期比谷歌短得多，这某种意义上是一种领先，但是公司没有网页摘要，这样用户必须得点击进入每个链接自己去发现内容是否相关。换句话说，公司技术领先，但客户体验差。最后的结果是，Inktomi 公司内部的工程师使用搜索引擎时都优先选用谷歌，但高管们还是拒绝改变。最终它在网络泡沫破裂之后股价下跌了 99.9%。

让我们回到谷歌。1996 年，佩奇和布林创建了 Page Rank 算法，根据链接行为对搜索结果进行排名，这个算法先开始在斯坦福校园内流传，两人在 1998 年以 10 的 100 次方“googol”重新命名，并创办了谷歌公司。前文说过，1999 年佩奇和布林曾想过以 100 万美元的价格将公司卖掉，然后完成在斯坦福的学业，无奈当时互联网搜索的商业模式并不成型，导致了很多人并不看好它的未来，但 1999 年 6 月，包括凯鹏华盈与红杉资本还是很有眼光地为谷歌投资了 2500 万美元。

图 39: 车库创业的佩奇与布林



资料来源：谷歌，国信证券经济研究所整理

图 40: 谷歌的第一台服务器，就像乐高积木一样 DIY 出来



资料来源：网易，国信证券经济研究所整理

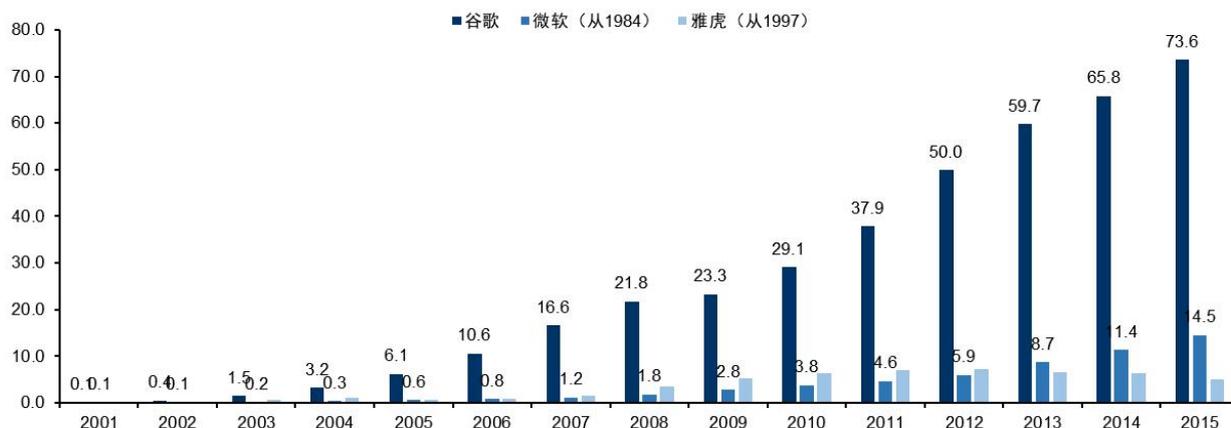
由于谷歌于竞争对手相比，它的商业模式是 B2C，用户数上升得很快。1998 年底，谷歌的索引约有 6000 万页，Salon.com 上的一篇文章已经指出，谷歌的搜索结果比 Hotbot 或 Excite 等竞争对手的搜索结果更好。2000 年，谷歌终于找到了商业模式，即销售与搜索关键词相关的广告，但由于这种销售关键词的广告是 goto.com 公司首创的，因此它起诉谷歌涉嫌侵犯该公司的按点击付费和竞价专利。后来 goto.com 被雅虎收购，此案随后在庭外和解，谷歌同意向雅虎发行普通股以换取雅虎的永久许可，至此，谷歌扫平了通往商业化的障碍。

三家公司，微软成立最早，雅虎其次，谷歌最晚，它们都是软件或者互联网公司，都是高速成长性的企业，但区别是时代不同、技术基础不同。微软成立之初互联网的基础设施还没有搭建完毕，微软花了很长的时间在等待 PC 的渗透率的提升（当然它也是最大的受益者之一）；但雅虎出世后，网络业的基础设施已经基本完备，它的流量汇集速度就要快得多。谷歌相当于是优化了的雅虎，搜索的匹配度比页面广告更高。例如，群发 1000 封电子邮件推送广告，点击率仅为千分之一左右（hotmail 早期广告模式）；页面广告由于所处的频道代表了兴趣的划分，其点击率约为百分之一左右（雅虎的广告模式）；搜索引擎由于是关键词匹配，点击率可达百分之三到五（谷歌的广告模式）。

我们将谷歌于微软、雅虎的收入做个比较，三者初始都是 1 亿美元的收入，但时间不同。谷歌在 2001 年收入达到了 1 亿美元，微软则在 1984 年，雅虎 1997 年。将三者的时间序列对齐谷歌，我们发现谷歌的成长性简直逆天！它从 1 亿美元发展到 100 亿美元，仅用了 5 年时间，而微软用了 13 年时间，雅虎则是始终没有到

过这个水平。

图41: 谷歌、微软、雅虎的成长性比较 (单位: 十亿美元)

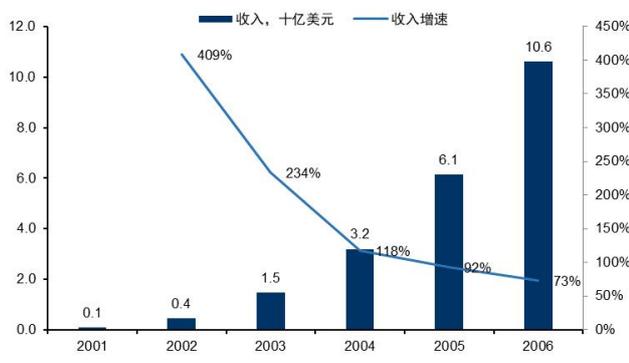


资料来源: 谷歌, 微软, 国信证券经济研究所整理

附: 图中时间坐标是谷歌, 微软数据起源 1984 年, 雅虎数据起源 1997 年, 目的是比较三者从 1 亿美元收入开始后的增速

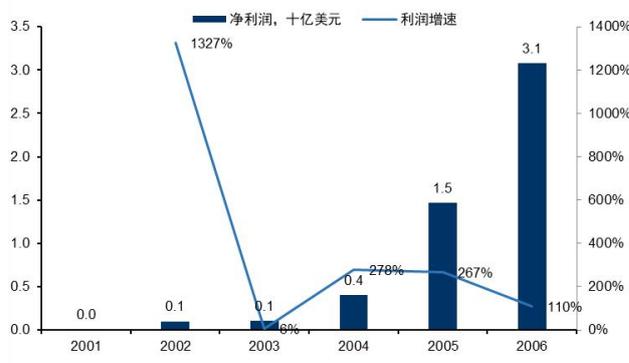
当时公司的成长指标过于亮眼, 2002-2004 年, 收入增速分别高达 409%、234%、118%; 利润增速分别为 1327%、6%、278%, 这导致了其定价并不便宜: 2004 年 8 月 19 日 IPO 市值已经高达 231 亿美元, 这相当于 2003 年 16 倍 PS 或者 219 倍 PE, 或者 2024 年 7.2 倍 PS 或者 58 倍 PE。我们在上一篇报告提及过, 很多优秀的公司不能取得更高的投资回报, 其原因不是说公司不优秀, 而是这些优秀的公司在二级市场上市时已经是万众瞩目了, 好公司纵然也被市场赋予了好价格。

图42: 谷歌上市前后的收入表现



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

图43: 谷歌上市前后的利润表现



资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

但谷歌还是没有辜负市场。在 2 年的不到的时间股价就翻了四倍, 并于 2006 年 3 月进入到了标普 500 指数。在资金充裕之后, 谷歌进行了一系列的收购和产品整合:

2003 年谷歌发布了 AdSense (最初叫“内容定位广告”, 后来 Applied Semantics 采用了该名称), 同年谷歌收购了 Blogger.com, 增加了其整合博客内容的能力;

尽管 2004 年雅虎终止了与谷歌的合作导致谷歌份额短暂下行, 但谷歌已经在消费者中深入人心, 此时的“to google (谷歌一下)”成了俚语动词。2004 年谷歌推出桌面搜索, 以及与 Hotmail 抗衡的 Gmail, 谷歌图书馆, 以及社交网络 Orkut。

2005 年谷歌收购了安卓, 2006 年, 谷歌看到了广告收入出现了放缓的迹象, 同年

其收购了 YouTube 将业务延展到了视频方向；

2007 年收购了 DoubleClick 公司，这标志着谷歌开始使用基于 cookie 的跟踪；

2008 年谷歌除了发布了 Chrome 浏览器，至此谷歌与微软在多个服务领域形成了针尖对麦芒的竞争关系。

### 安卓时代（2008-2016 年）

在 PC 时代，卡住 Windows 操作系统的微软享尽了红利，而在移动互联网时代，操作系统最终于微软无缘而花落谷歌与苹果。

在上一篇报告《科技周期探索之五：移动互联网大时代》，我们已经回顾了操作系统之争，这里仅是站在谷歌立场上简单回顾。2007 年 11 月，谷歌发起了开放手机联盟（Open Handset Alliance），这意味着任何人都可以免费访问、下载和修改安卓的源代码，以帮助开发应用程序、移动设备，甚至是竞争操作系统。这比起当时诸多封闭或者半封闭的系统，是典型的“掀桌子”式的规则变革。同时期，诺基亚主导的塞班无法开源，因为那样会蚕食自己份额最大的市场，而微软的 Windows Mobile 也习惯了多年的收取许可费，也没有意愿改变。

2008 年 9 月安卓手机操作系统诞生。2008 年 11 月微软当时 CEO 鲍尔默如此评价：“我不太理解他们的策略……如果我在股东大会和分析师会议上说，‘嘿，我们刚刚推出了一款没有盈利模式的新产品——是的，为我加油吧’，我不确定我的投资者是否会接受，但这就是谷歌向他们的投资者介绍安卓的方式……谷歌在移动领域尚未成为我们面临的最大的竞争对手。也许有一天他们会成为最大的竞争对手，但我认为目前他们还不是。”

当时的微软看不懂谷歌的免费战略，但若干年后，安卓系统下载量超过 100 亿次的 9 个应用，都是谷歌公司的。因此，**微软用“操作系统收费、浏览器（应用）免费”的方式打败了网景公司，而谷歌则用了“操作系统免费、应用收费”打败了微软（这里的应用收费既可以指的是应用收取少量的授权使用费，也可以指广告收费）。**

表2：安卓系统下载量超过 100 亿次的应用

应用程序	开发商	到达日期	发布日期	类别	预装
谷歌应用商店	谷歌	2020/08/01	2012/09/26	工具	是
YouTube	谷歌	2021/08/04	2010/10/20	视频编辑器和社交媒体	是
谷歌地图	谷歌	2021/11/16	2012/12/12	测绘	是
谷歌浏览器	谷歌	2021/12/04	2012/02/07	网页浏览器	是
邮箱	谷歌	2022/01/16	2010/09/21	电子邮件	是
Google 语音服务	谷歌	2021/11/18	2013/10/10	辅助工具	是
谷歌搜索	谷歌	2021/11/19	2010/08/12	搜索工具	是
安卓辅助功能套件	谷歌	2022/12/18	未知	辅助工具	是
谷歌云端硬盘	谷歌	2024/01/01	2011/04/27	云储存	是

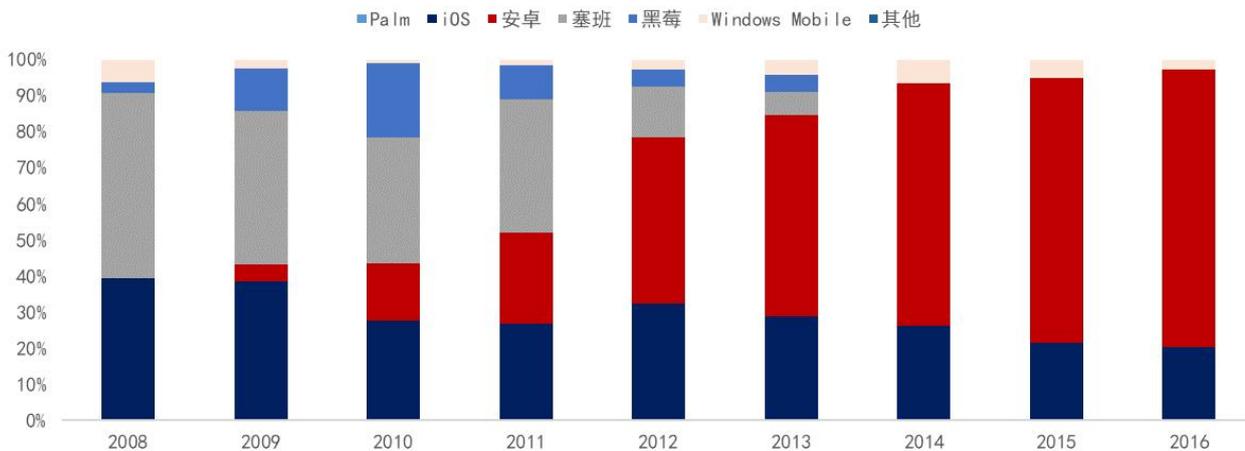
资料来源：维基百科，国信证券经济研究所整理

但是在巨大的机会面前，高手过招仅仅是一念之差就高下立判。

在智能手机发展火热的时间里，全球的开发者能够使用开源系统的诱惑力太大了，这使得制造商能够削减开发成本，从而帮助降低全球智能手机的价格。例如，2011 年至 2013 年间，全球智能手机平均价格下降了 25%。安卓的市场份额几乎是坐火箭式的往上走，到了 2012 年就占据了智能手机系统份额的半壁江山。Windows Phone 的失败源于安卓抢占了市场先机。等到微软花了很长时间才推出一款能与

iPhone 抗衡的产品时，已经到了 2010 年。那时安卓已经问世两年，生态已经丰满。

图44: 全球智能手机操作系统市场份额（2008-2016）



资料来源: [https://www.reddit.com/r/dataisbeautiful/comments/nig4gv/oc\\_mobile\\_operating\\_system\\_market\\_share\\_2000\\_2021/](https://www.reddit.com/r/dataisbeautiful/comments/nig4gv/oc_mobile_operating_system_market_share_2000_2021/), 国信证券经济研究所整理

2011 年 8 月，谷歌宣布以总额 125 亿美元收购摩托罗拉移动，并在 2012 年 5 月完成了收购。这笔交易主要是为了摩托罗拉移动的专利，谷歌想借此保护安卓社区、及应对苹果等公司的专利诉讼。通过这项交易，谷歌可在全球范围内获得 1.7 万项专利，此外还有 7000 项专利正在审批中。尽管微软公司试图翻盘，在 2014 年 4 月斥资 75 亿美元收购诺基亚手机业务，期望通过诺基亚品牌来销售 Windows Mobile 的设备（Lumia 智能手机），但这一努力最终失败了，因为它诞生过晚。

除了在安卓上的成功，谷歌做了几件对未来影响较大的探索。一个是 Waymo，于 2009 年 1 月开启的一项自动驾驶汽车计划。2015 年 6 月，Waymo 宣布其车辆已行驶超过 1,000,000 英里，并于 2016 年 12 月，作为 Alphabet 的一部分从谷歌分拆出来。

图45: 谷歌无人驾驶



资料来源: 商业新知, 国信证券经济研究所整理

图46: 带着谷歌眼镜的布林



资料来源: cdstm.cn, 国信证券经济研究所整理

二是 2013 年 4 月，谷歌开始在美国向符合条件的“Glass Explorers”销售谷歌眼镜的原型，限时售价 1,500 美元，之后于 2014 年 5 月向公众发售。

三是 2014 年 1 月，谷歌宣布收购伦敦的人工智能公司 DeepMind。2015 年，DeepMind

的 AlphaGo 成为第一个在围棋比赛中击败人类顶级职业选手的计算机程序。

2015 年 8 月，谷歌宣布计划重组其各项业务，成立 Alphabet 控股公司，并将谷歌并入 Alphabet 成为其子公司。重组完成后，桑达尔·皮查伊成为谷歌首席执行官，取代拉里·佩奇，后者成为 Alphabet 首席执行官。自 2015 年以来，佩奇没有参加过任何新闻发布会，自 2013 年以来也没有出席过产品发布会或财报电话会议。《彭博商业周刊》称，重组为 Alphabet 可以看成是退休计划，让佩奇可以保留对谷歌的控制权，同时放弃对谷歌的所有责任。

在 2008-2016 这段时间里，谷歌的收入增速与利润增速分别降至 21% 与 19%，股价从 2008 年最低点计算上涨了 4 倍左右，平均估值为 26 倍。

## 小结

在移动互联网时代，谷歌做了正确选择：它以开源战胜了微软的收费模式。而开源后谷歌各种应用得以被广泛安装，因此谷歌是把“软件免费，应用赚钱”的互联网商业模式参透了。

此外，大多数公司并没有清晰的“愿景和使命”，即便有，也容易成为标语、口号而并没有与具体业务相结合。但谷歌的发展轨迹却始终没有偏离它的使命：“整合全球信息，供大众使用，使人人受益。（To organize the world's information and make it universally accessible and useful）”

用这一点，可以理解谷歌做的很多短期不赚钱的项目，例如数字图书馆、谷歌气球、Google 光纤、……这一切都没有脱离“整合信息”的初衷。在这个初衷下，谷歌并没有走电子商务、游戏、O2O 等看起来用流量可以变现的典型商业模式。以此观之，在 AI 方向，谷歌依然不可能缺席，因为 AI 非常符合“整合全球信息，供大众使用，使人人受益”使命。

随着佩奇在 2015 年卸任谷歌的 CEO，在 2019 年卸任 Alphabet 的 CEO，代表了创始人时代的过去。去创始人化是诸多大公司的挑战，如苹果、奈飞，以及更早期的 PC 时代的公司英特尔等等，继任者有多大程度上像创始人那样坚持公司的使命、曾经的产品/技术路线、以何种方式去迎接新的挑战，是需要时间去验证的。

## 脸书：社交网络领导者

### 如何识别定价过高

Facebook（如今的 Meta）是社交网络的领导者，我们在上一篇报告里已经分析了它的发展历程——先是抓住了与 Myspace 竞争的时机脱颖而出，再于移动互联网时代斥巨资收购了 WhatsApp，继续维持社交网络的领导地位。这里不再赘述类似的内容，仅从投资的角度讨论关于买卖的问题。

Facebook 在 2012 年上市的时候已经太耀眼了。它在 2 月提交的招股说明书提及，当时每月拥有 8.45 亿活跃用户，网站每天有 27 亿个赞和评论。5 月初，公司的目标是每股 28 至 35 美元（770 亿美元至 960 亿美元），到了 5 月 14 日，公司将目标价从每股 34 美元上调至 38 美元。当时很多散户们都使用了 Facebook，因此对 IPO 的热情极高。Facebook 的 IPO 不可避免地引起了人们将其与其他科技公司上市进行比较。一些投资者对 Facebook 表现出浓厚的兴趣，因为他们觉得自己错过了谷歌在 IPO 后获得的巨大收益。最终，承销商将发行价定为每股 38 美元的目标区间的上限。这一价格使该公司的估值达到 1040 亿美元，创了有史以来新上市公司的最高估值记录。

1040 亿美元是对应了 2011 年的 155 倍 PE 或者 28 倍 PS。如果当时对 Facebook 的预期是未来每年增长 30-50%，那么这个估值也要 3-5 年才能消化完毕。要知道，我们是事后看，已经预设了前提股票上涨的确定性是不容怀疑的，但是也有不少 IPO 公司最后再也回不到发行价的案例（就像科网泡沫期间 IPO 的大量公司），因此投资人往往是需要一些折扣来对冲这种不确定性的。美国前华尔街证券分析师玛丽·米克尔 (Mary Meeker) 评价 Facebook 的 IPO 定价表示：“PE 市场的估值将使上市变得困难”。此外，新股的目标价相差很大。6 月 4 日，FactSet Research 调查的 15 位分析师中有 7 位建议股价高于股票价格，评级为“买入”；有 4 位评级“持有”，而另外有 4 位评级为“卖出”。Facebook 在 5 月 18 日的 IPO 价格是 38 元，其中 Sanford Bernstein 的评级最低，将目标价定为 25 美元。

以下的估值表是事后看，Facebook 的市盈率到了 2014 年降到 35 倍，2015 年降到 28 倍，这个估值水平基本符合它 30%-50% 的增速，因此可以说，由于公司的基本面还是非常不错，Facebook 的 IPO 定价最终透支了 3 年左右。

表 3: Facebook 的 IPO 价格对于不同年份的估值

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PE	155.7	3250.0	69.8	35.6	28.3	10.2
PS	28.0	20.4	13.2	8.3	5.8	3.8

资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

对于 IPO 定价透支了 3 年（或者事前看 3-5 年）的公司，我们的看法是应该等待更合理的价格。道理是：因为一个经济的短周期（基钦周期）是 3 到 4 年，也就是说，如果公司定价透支的时间大于基钦周期的长度，那么在 IPO 买入的投资人要经历基钦周期的收缩期，届时必然要承受整个市场估值下降以及有可能的 EPS 增速调低（在 Facebook 的案例里所幸没有调低业绩，但大多数的公司会受到宏观经济基本面的影响，在经济不景气时 EPS 可能低于预期）。

那么，倘若当时我们选择了等待，没有参与 IPO 的话，可以考虑在什么价格买入 Facebook 呢？在 2011 年初，高盛曾经以 500 亿美元估值（每股 20.85 美元）买入 Facebook，这是在 IPO 前最后一次机构投资者的定价。因此，考虑到时间已经

到了 2012 年，价格如果再回到最后一轮的机构投资者价格，对于散户或者 IPO 之后买入，可以是不错的参考价格。而此后的走势证明，当时伴随着减持套现的预期，Facebook 的股价也仅有 44 个交易日低于 20.85 元。之后伴随着业绩的超预期，就再也没有回到过这个价格。

需要说明的是，对基本面的判断还是要放在第一位，尽管以上市前机构投资价格作为买入的参考，但这仅是对那些基本面好的公司适用。有一些基本面不达标的公司，IPO 之后甚至能跌去 90%，那么即便与上市前的投资者买在了一个价格，也可能被套牢。

## 关于人均指标

Facebook 还有一个指标特别的亮眼，就是人均创收能力。例如，我们可以比较在 2023 年美国大型科技公司的人均创收能力（毛利/员工数），结果 Facebook 排名第一，人均收入指标 200 万美元，人均毛利指标 162 万美元。

表 4: Facebook 的人均收入、人均毛利在美国公司名列前茅（2023 年）

代码	公司	收入, 亿美元	毛利, 亿美元	员工	收入/员工 万美元	毛利/员工 万美元
META.O	脸书 (META PLATFORMS)	1,349	1,089	67317	200	162
AVGO.O	博通 (BROADCOM)	358	247	20000	179	123
ABNB.O	爱彼迎 (AIRBNB)	99	82	6907	144	119
NFLX.O	奈飞 (NETFLIX)	337	140	13000	259	108
AAPL.O	苹果 (APPLE)	3,833	1,691	161000	238	105
TMUS.O	T-MOBILE US	786	669	67000	117	100
GOOGL.O	谷歌 (ALPHABET)-A	3,074	1,741	182502	168	95
MSFT.O	微软 (MICROSOFT)	2,119	1,461	221000	96	66
INTU.O	财捷 (INTUIT)	144	112	18200	79	62
NVDA.O	英伟达 (NVIDIA)	270	154	26196	103	59
ADBE.O	奥多比 (ADOBE)	194	171	29945	65	57
ASML.O	阿斯麦	306	157	28073	109	56
WBD.O	WARNER BROS. DISCOVERY	413	168	35300	117	48
LRGX.O	拉姆研究 (LAM RESEARCH)	174	78	17200	101	45
CSCO.O	思科 (CISCO)	570	358	84900	67	42
EA.O	艺电 (ELECTRONIC ARTS)	74	56	13400	55	42
KLAG.O	科天半导体 (KLA)	105	63	15000	70	42
AMD.O	超威半导体 (AMD)	227	105	26000	87	40
MRVL.O	迈威尔科技	59	30	7448	79	40

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

这是什么意思呢？即如果把 Facebook 看成是一个“黑匣子”，那么它在的组织效率非常高。它用不了多少人，但是能创造出的收入和利润却很高。

这是横向比较，如果我们把这个思路纵向比较的话，也是一个不错的买卖策略。我们如下思考：如果一个公司，它的人均收入一直在提升（但前提是不能裁员），那么说明这家公司的效率一直在提升。在实践中，往往说明：这家公司的市场依然很大，收入还没到天花板，也急着转型去布局新业务，因为往往布局新业务要投入人手而暂时无法获得收入，这样就存在着转型风险或者效率下降的情形。所以，我们可以买入并持有在人均收入上升的时间。

Facebook 在 2012 年上市，然后其人均收入就一直提升，到了 2017 年开始出现了第一次下降。我们假定后边开始存在不确定性，就选择在 2017 年年报披露时间卖出。

图47: Facebook 的人均收入 (万美元)

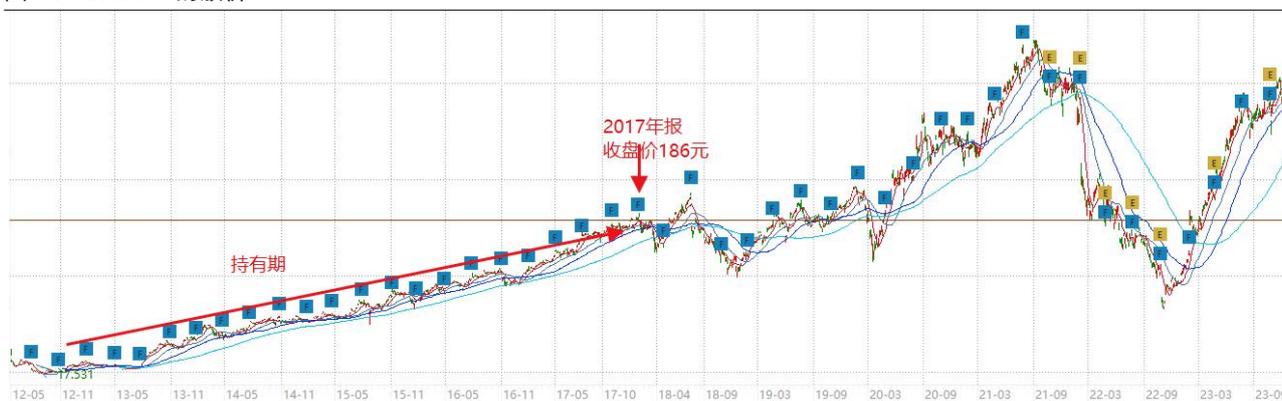


资料来源: Factset, 国信证券经济研究所整理

或许你会说, 这没有卖到最高点, 后边股价依然在上涨! 这没错, 我们没法用一个逻辑去解释股票的所有特征。但 2017 年年报披露时, 如果你以 186 元卖出, 会发现在此后股价有无数次回到了这个价格以下! 而且假定我们是 2012 年在 20 元附近买入的公司股票, 5 年多的时间获得了 9 倍的投资回报, 不也可以算作不错的投资吗?

这个策略可以称为“效率策略”, 即审视一家科技公司的组织效率的变化, 买在并持有效率提升时, 而效率下降时则持币观望。对于大多数科技企业都适用, 如果是硬件公司, 则需要换算到毛利上可能效果更好。

图48: Facebook 的股价



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 小结

还记得苹果、亚马逊、奈飞、Booking 这些公司在 2002 年的估值从几亿到几十亿不等吗? Facebook 在移动互联网时代的股价表现一般, 主要是 IPO 定价较高, 起步已经超过了 1000 亿美元。因此, 投资与实业最大的鸿沟就是定价。再好的企业, 如果想获得不错的投资回报, 也要尽可能买的便宜。借着 Facebook 的案例, 我们试着总结如何能够尽量买在一个合理价格, 以及有无可能卖在一个不错的位置, 而这个位置不用估值高低去定义, 而用组织效率去定义。

## Salesforce: SaaS 模式的开创者

### SaaS 时代（1999-2007 年）

马克·贝尼奥夫（Marc Benioff）出生于 1964 年，15 岁就创立了一家软件公司，为雅达利 8 位电脑开发和销售游戏，并用赚来的钱支付了大学学费。在南加州大学就读期间，贝尼奥夫在苹果公司实习，为 Macintosh 编写汇编程序。毕业后，他加入甲骨文公司，在那里工作了 13 年，担任过各种销售、营销和产品开发职务。23 岁时，他被评为甲骨文年度最佳新秀。三年后，他成为公司历史上最年轻的副总裁。

在科网泡沫期间，贝尼奥夫深受以亚马逊为代表的互联网模式的启发，他认为互联网也必然改变软件业，软件业未来应该是不需要复杂的安装、维护，也不需要经常升级。客户可以按人头和月数来购买所使用的服务，这些服务布置在云端，通过互联网即可使用。这些特点的关键词是：按需服务（On demand）、软件即服务（SaaS）、多重租赁（multitenant）或者云计算。

当时，西贝尔系统上市了。贝尼奥夫与汤姆·西贝尔（Tom Siebel）在甲骨文共事过，他看好这个销售自动化的软件产品并成了公司的天使投资人，同时西贝尔公司的上市，让贝尼奥夫获得了丰厚的回报。但是贝尼奥夫清楚该产品的缺陷，于是他考虑将 CRM 软件变成服务，并于 1999 年创立了 Salesforce。甲骨文的老板埃里森也很大气，做了贝尼奥夫的天使投资人，并承诺如果创业失败，他可以随时回甲骨文工作。埃里森给予贝尼奥夫的工作还不仅于此，他还从甲骨文公司找了三个得力干将（埃里森也不希望贝尼奥夫挖走太多的人，当时双方的约定是 3 个人），分别负责人力资源、数据库、应用开发。因此，Salesforce 的成立是站在软件巨人甲骨文的肩膀上，从资金到人才到对行业的认知，贝尼奥夫都有了充分的准备。

Salesforce 初创后，它贩卖的不是软件，而是变软件为服务的商业模式。因此公司把自己形象打造成“NO software”，并设计出一个醒目的 LOGO，这让行业内的客户很容易记住它。除了 LOGO，Salesforce 很重视营销，尤其是组织各种行业峰会，他们坚信在 B2B 市场，最有效率的销售不是由销售团队来做的，而是通过那些你并不认识的人，他们在你不在场的时候会为你宣传产品。而 Salesforce 做的是组织这样的场合让客户畅所欲言。同时，公司也谙习互联网的免费策略，给新客户一定时间的试用时间。

图 49: Salesforce 的标志“NO software”



资料来源：搜狐，国信证券经济研究所整理

图 50: Salesforce 早期的收入与增速



资料来源：cdstm.cn，国信证券经济研究所整理

在这段时间里，公司的产品比较单一，专注于做好 Salesforce CRM。2003 年收入

实现了近 1 亿美元，2004 年 6 月成功上市，市值 11 亿美元。

在 B2B 市场上，最大的问题莫过于时间。客户决策需要时间，改变需要时间，实施需要时间……因此，早期发展时 Salesforce 一直在亏损。但管理层对于亏损是这么看的：“一个成长性 SaaS 企业，应该用营收而不是利润来衡量一个快速增长的公司。原因如下：如果你太早转到通过利润指标来考核员工，在高速增长的压力下，他们会开始考虑如何对其他功能或者部门（办公面积、电脑、人员）进行交叉收费，以便他们能够得到季度奖金。他们会这样做，而不是专注于在公司之外提高营收指标。此外，考核利润指标会让部门主管不愿意向其他部门分享他们的才干，因为他们认为这就好象是在“付钱给他们”，在承担开支压力。这将导致不好的行为和文化，对于公司的发展来说，这不是一个好方式。”（贝尼奥夫自传《云攻略》）。

因此，公司在收入的基础上，与投资人解释订阅服务的三个重要概念：客户流失率（Churn Rate）、客户获取成本（CAC）以及客户生命周期价值（CLTV）。在此后的很长时间，市场接受了这个概念，并以市销率作为公司估值的基础。

以市销率估值，依然会有比较大的波动：因为在金融危机或者经济不景气时，市场对不盈利企业的信仰总会打个折扣。此外，上市之后的 Salesforce 市销率平均在 7.8 倍，是因为市场可以参照：如果未来公司稳定后，可以做到甲骨文的净利率（例如 20-30% 之间，中间数 25% 的话），那么 7.8 倍市销率相当于 31.2 倍的换算市盈率水平。

图51: Salesforce 上市以来的估值（市销率）



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

客户需求无限的，满足客户的开发人员是有限的，用有限的开发能力去适配无限的客户需求，总会有个瓶颈。贝尼奥夫的心中早就有了建立平台的打算。2005 年公司推出了 AppExchange，这是为第三方开发人员提供的一个自主开发应用程序的平台，允许用户销售第三方应用程序和咨询服务。《商业周刊》把它称为“企业软件的 eBay 版”，《福布斯》称为“企业软件的 iTunes 模式”。这个时候的第三方平台还不具备强大的 PaaS 能力，但是公司的开放理念已经彰显。

在这段时间，公司收入增长很快，上市后年化收入增速超过 60%，股价到 2008 年高点涨了 4 倍。

### PaaS 时代（2008-2015 年）

2008 年上线的 Force.com（后来改名叫 Salesforce.com）是真正的 PaaS 平台，

平台允许开发人员在 Salesforce 平台上构建应用程序,同时这些应用程序托管在 Salesforce.com 的基础架构上。

由于平台的能力不是一天建成的,因此为了夯实平台能力,公司收购了不少技术型公司。2006 年收购了移动网络服务公司 Sendia, 以及在线广告公司 Kieden。2007 年收购了内容管理服务公司 Koral。2008 年收购了 Intranet。2010 年收购了多家公司,包括云端数据服务提供商 Jigsaw, Ruby 应用平台即服务 Heroku, 以及实时聊天软件提供商 Acliva Live Chat。2011 年收购了网络会议平台 Dimdim, 社交媒体追踪公司 Radian6。2012 年收购了社交媒体营销商 Buddy Media, 浏览器协作初创公司 GoInstant。2013 年收购了电子邮件营销公司 ExactTarget (25 亿美元,是最大的一笔收购)。2014 年收购了数据公司 RelateIQ。

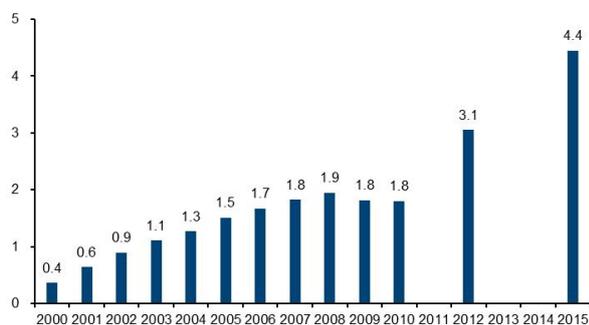
在这段时间里,公司也拥抱了社交网络。在 2011 年推出了 Chatter 作为企业社交协作服务;第一年就有超过 80,000 名客户采用 Chatter。

到了 2014 年,公司拥有 150 万注册开发人员、150,000 名客户和 16,000 名员工。

下图显示,在 2008 年之后,因 PaaS 平台的出现,单个客户可以订阅更多的服务,因此单客户的收入贡献有了质的提升。2012 年达到了 3.1 万美元,2015 年更是达到了 4.4 万美元,这大约是 2000 年公司初创时的 10 倍。

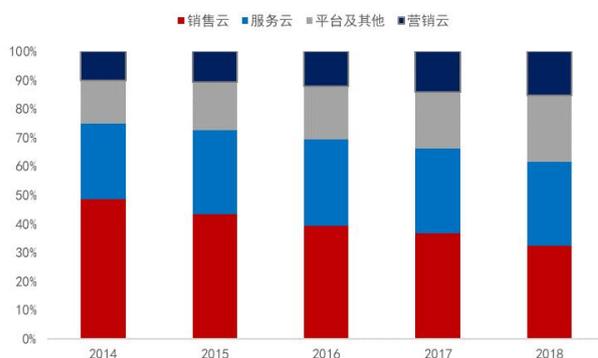
而且这段时间,公司业务更加均衡,最早的销售云在总收入占比由 1/2 逐渐下降到 30%左右,服务云、平台及服务、营销云的比重逐步提升。

图52: Salesforce 的客户 ARPU (万美元/年)



资料来源: Salesforce, 国信证券经济研究所整理

图53: 四大核心业务



资料来源: Salesforce, 国信证券经济研究所整理

从 2008 年低点到 2016 年,公司股价翻了 10 倍,收入翻了 8 倍,年化收入增长率为 31%,股价与收入相匹配,估值基本保持相对稳定。

### AI 时代 (2016 年之后)

2015 年,收购了多家公司,包括移动身份验证公司 Toopher、AI 日历应用 Tempo 和 AI 平台 MinHash。还以 3.6 亿美元收购了软件公司 SteelBrick。公司也于 2016 年推出了第一款用于 CRM 的综合人工智能技术 Einstein,让每个公司和商业用户都能使用 AI,至此公司开始了人工智能时代,限于篇幅,我们不再展开。

### 小结

虽然我们非常简短的回顾了 Salesforce 的历史,但是可以感觉到它与大多数的 B2C 公司都不一样:

其一，这是个 B2B 的市场。B2B 无论在产品、营销、服务模式上都有非常明显的专业特征，贝尼奥夫能够取得成功，很大程度上与他在甲骨文十三年的经历有关。设想一下，乔布斯、比尔盖茨、杨致远、佩奇与布林、扎克伯格这些 B2C 的创业者，都是从学生时代做起，但这对 B2B 的公司创始人似乎很难，因为有太多的行业 know-how 需要积累；

其二，贝尼奥夫一直提及亚马逊给他很多启发。其实两者的思路何其相似：都是从应用出发（一个是网上书店，一个是营销自动化），然后快速做大，再然后向下成为基础设施（一个是通用电商，一个是 PaaS），然后开放平台给别人（一个是第三方卖家，一个是其他开发者），这或许是我们观察科技公司的范式——公司在初创时期，只能像锥子那样锋利，把一个点（这里指的是应用）做得最好。但如果不安于做个几十亿几百亿市值的公司，就必须向着更底层的平台去变革自己；

其三，B2B 市场可能转盈利的时间更长。2016 年 Salesforce 才转盈利，这已经是它上市 12 年之后的事了。因为它早期需要开拓市场，无论是营销活动，行业峰会，还是客户免费试用，这都是必要的成本；而等到 2008 年 Force.com 平台发布，公司又要加大投入夯实平台功能。直到 2015 年前后客户稳定在 15 万左右，才逐渐开始盈利。因此投资这类公司，可能股票的波动更大（但凡 PS 估值的公司，波动率都会更高一些）。

## 中国移动：大象起舞背后是中国的崛起

### 中移动的崛起是在电信分拆之后

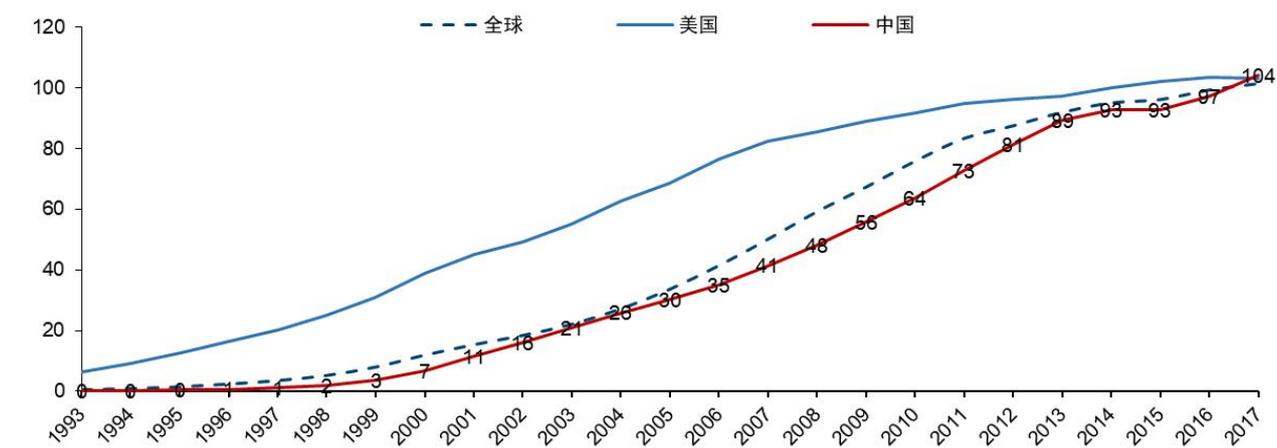
科网泡沫之后，尽管 PC 硬件还是在稳健发展着，但是从渗透率的角度，它已经过去了最快发展的时期，我们前文提到，台式机、笔记本无论是从速度，还是从轻薄度，在 2000 年之后的边际变化明显变小了。但此时，随着手机用户的渗透率的快速提升，IT 界开始将注意力转移到了移动网络上。

此时全球的移动网络，地区发展的不平衡还非常显著。2002 年，美国每百人拥有手机 49 部，而中国仅为 16 部。但是，从另一个角度，这正是中国移动电话渗透率曲线即将进入加速期的标志。

1994 年 7 月，中国颁发了 2G 牌照。1995 年，中国电信移动通讯邮电总局（一般称之为“电信局”）进行企业法人登记，从此逐步实行政企分开。1997 年 09 月，中国电信（香港）有限公司在香港注册成立，后改名为中国移动（香港）有限公司，再改名为中国移动有限公司，是中国移动在海外上市的主体。1998 年，邮政、电信分营，中国电信开始专注于电信运营。1999 年，中国电信的寻呼、卫星和移动业务被剥离出去。按照国家电信体制改革的总体部署，中国移动于 2000 年组建成立，它独家继承了原中国电信的移动网络资源，是当时中国最大的移动运营商。

2000 年 11 月，中国移动（香港）有限公司完成收购北京移动、上海移动、天津移动、河北移动、辽宁移动、山东移动和广西移动的权益，标志着中移动的上市主体血肉逐步丰满；2002 年 07 月，中国移动（香港）有限公司完成收购安徽移动、江西移动、重庆移动、四川移动、湖北移动、湖南移动、陕西移动和山西移动的权益，此时大部分资产完成了注入。最后一笔注入是在 2004 年 07 月，中国移动（香港）完成收购内蒙古移动、吉林移动、黑龙江移动、贵州移动、云南移动、西藏移动、甘肃移动、青海移动、宁夏移动、新疆移动，成为第一家在中国所有三十一省经营电信业务的海外上市运营商。

图 54：移动电话渗透率比较



资料来源：世界银行，wind，国信证券经济研究所整理

### 股价与渗透率的关系

我们曾经演算过，渗透率曲线在 16% 的位置行业开始加速，在 50% 的位置达到顶峰，

但在投资实践中，由于有预期的影响，往往在 40-45%时股价见高点。因此，最佳投资期是在渗透率 16%的年份买入，在 40-45%的年份卖出，这样往往能够获得收益率的最大化。

中国移动（0941.HK）的股价走势完美的诠释了 this 观察。它的价格在 2002 年时达到低点的 16 元（年末价格），市盈率 13.2 倍，那时之所以如此便宜，是以内回顾其前几年的增长，可能市场依然不够兴奋，当年中国手机的渗透率为 16%；而到了 2007 年，中国手机渗透率达到了 41%，而此时中国移动经历了几年的高速增长，估值来到了 33.7 倍，股价达到了高点的 64 元（年末价格，当年最高点是 2007 年 10 月的 74.35 元）。

如果我们 2002 年底买入中国移动，并在 2007 年卖出它，其年化收入增速为 22.3%，年化利润增速为 21.6%，而年化股价收益为 53.1%，其中对收益率的贡献中，利润驱动只占到 41%，而估值驱动占到 59%。

图 55：中国移动股价与渗透率的关系



资料来源：世界银行，wind，国信证券经济研究所整理

由于在事中，我们很难定义什么叫做“贵了”，假定：2007 年，由于中国移动亮眼的股价涨幅与数据表现，我们买入了中国移动，并打算长期持有，到了 2017 年，在持有期的收入年化增速为 7.6%，利润年化增速为 2.8%，而股价的年化损失是 1.6%；如果我们决定把这个持有期拉长，截至 2023 年底（从 2007 年开始），年化收入增速为 6.7%，年化利润增速为 2.6%，股价年化回报为 0.1%（未考虑分红）。也就是说，在不考虑分红的情况下，中移动用了 16 年的时间用业绩来消化其在 2007 年的估值泡沫。

表 5：三种不同持股期限的投资回报

	2002-2007 年	2007-2017 年	2007-2023 年
收入年化	22.3%	7.6%	6.7%
利润年化	21.6%	2.8%	2.6%
股价年化	53.1%	(1.6%)	0.1%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

因此，当我们被某个行业的高速增长所吸引，如果事中判断不了估值的高低，那么至少我们应该试图搞清楚这个行业的渗透率处在什么水平。倘若在 20%以下，则可以大胆买入；反之倘若渗透率超过了 40%，这个时候应该非常小心，因为它的股价里肯定包含了很多高速增长预期在里边，这种美好的预期形成了估值的

上行，而一旦预期不被实现，其反向的估值杀伤力可能会很大，有的时候大到要用十年以上的时间去消化估值。

无疑，2002-2007年，中国移动是中国最核心的资产之一，它给持有人带来了不菲的回报，在2007年10月，中国移动市值的巅峰达到了4100亿美元。它是中国手机渗透率快速提升，并拉动了全球手机渗透率提升的一个资本市场缩影。中国有全球五分之一的人口，且异常重视信息技术的推广，可以说没有中国手机的快速普及，那么后续的全球移动互联网的大浪潮必然会推迟。从这个意义上讲，中国移动的崛起具备了鲜明的时代意义。

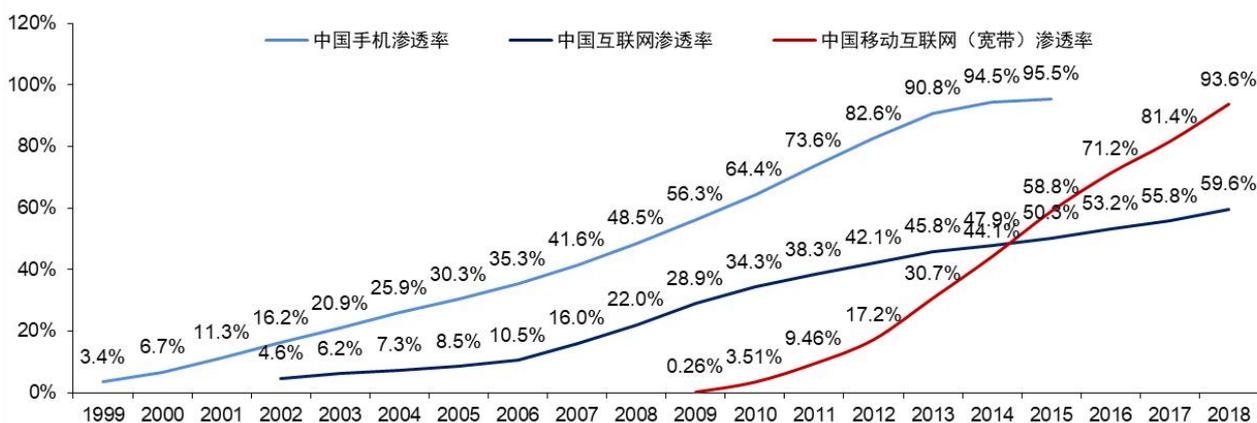
## 腾讯控股：中国社交网络之王

中国由于互联网起步稍晚，在科网泡沫时期互联网的渗透率还较低，因此大多数互联网企业在 2000 年之前才刚刚起步，不具备较大的体量，上市公司也较少。腾讯的发展历史也客观地反映了中国互联网从发展到壮大的全过程。

### QQ 时代（1999-2007 年）

1998 年 11 月腾讯公司成立，1999 年 2 月 QQ（当时叫 OICQ）发布。当时 ICQ 已经被美国在线收购，2000 年考虑到知识产权，OICQ 正式更名为 QQ。科网泡沫之后，QQ 也有过困难，主要有流量但没有商业模式。2000 年底，中国移动为了扩展新业务，推出了“移动梦网”计划，互联网企业可以作为其增值业务的合作方，分成比例是增值服务商 85%，中国移动 15%。由于当时手机的渗透率显著高于互联网，因此手机作为为数不多且便捷的支付渠道，成为互联网早期的必要的基础设施。

图 56：中国手机、互联网、移动互联网渗透率



资料来源：wind，工信部，国信证券经济研究所整理

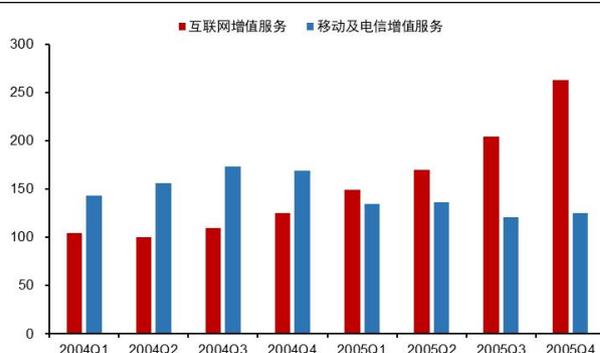
在试过付费注册、QQ 会员，腾讯终于在 2003 年初的 QQ 秀推出后找到了赢利点，年轻人非常喜欢这些卡通形象，QQ 秀推出半年内，就有 500 万人购买了这项服务，平均花费 5 元。2003 年 8 月，腾讯又推出了 QQ 游戏，尽管当时的联众游戏更早，但由于 QQ 的注册用户太多，用户不离开平台就能游戏，这成了腾讯又一赢利点。

图 57：2003 年 QQ 秀推出



资料来源：全天候科技，国信证券经济研究所整理

图 58：早期腾讯的收入结构（百万元人民币）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2004年下半年，移动梦网调整分成比例，从原来的15：85调整至5：5分账，腾讯短期业务受到较大影响。公司占收比较高的移动及电信增值业务于2004年Q4开始下滑，但由于QQ的用户增速较快，在2005年Q1，互联网增值服务就开始首度超过了移动及电信增值业务，公司很快就从过渡依赖电信运营商的模式中走出来，到了2005年Q4，公司的互联网增值业务占收比已接近了70%。

此外，由于各种原因，虽然在2004年-2005年，诸多国内 SNS 网站如校内网、51.com 等在“Facebook”模式的吸引下如雨后春笋般成立，但始终没有能够复刻 Facebook 的成功。因为已经有了 QQ，这几乎成为了互联网人的共识。

我们的解释是：这可能与当时国内的网络环境有关：其一，2005年中国的网民比例仅为8.5%，假设你本来是上网找熟人（Facebook 是一种熟人社交），结果有90%以上的熟人都不在网上，这个主意的吸引力就变得可有可无；其二，当时 DSL 技术网速还比较慢，而 QQ 的客户端形式较网页版的 SNS 网站无论是沟通及时性、传递文件的速度都要有明显的优势。无论如何，QQ 的地位没有被撼动，到了2007年，中国互联网渗透率跃入16%的加速期，下图能明显感受到 QQ 的月活跃用户数也随之加速，龙头地位被进一步夯实。

图59：QQ 月活用户，百万户



资料来源：腾讯控股，国信证券经济研究所整理

到了2007年，腾讯收入股价较上市时期已经翻了12倍。由于公司依然在高速增长，因此市盈率高达60多倍，遭遇了2008年金融危机时，公司的收入并没有减速，收入增速还超过了2007年，达到了惊人的87%。因此，尽管2007-2008年公司股价最大回撤达到了53%，但仅是杀估值，在2008年3月股价即触底，下跌时间5个月，远短于港股大盘12个月的下跌时间。

### 网游时代（2008-2011年）

当时盛大凭借代理《传奇》、网易自研《大话西游 Online》和《大话西游 2》都取得了丰厚的回报，是游戏行业的龙头。2003年，腾讯也推出代理游戏《凯旋》，但并未获得成功，这与当时公司缺乏大型游戏的运营经验有关。但 QQ 平台的匹配度高的休闲游戏却顺风顺水，除了棋牌游戏，2004年 QQ 堂一发布就吸引了众多女性玩家，而游戏火爆的背后也催生了各种外挂的诞生。随后的 QQ 宠物（2005）、QQ 幻想（2005）、QQ 音速（2006）、QQ 飞行岛（2007）、QQ 三国（2007）都取得了不俗的成绩，其中《QQ 宠物》2006年最高同时在线人数突破100万，成为全球最大的网络虚拟宠物社区。

图60: QQ堂 (2004)



资料来源: QQ 游戏, 国信证券经济研究所整理

图61: QQ 宠物 (2005)



资料来源: 百度百科, 国信证券经济研究所整理

2008 年, 公司陆续推出《QQ 飞车》、《QQ 自由幻想》、《QQ 炫舞》、《穿越火线》、《寻仙》、《地下城与勇士》; 同时还收购 Riot Games, 签约 DOTA 类即时战略网游《英雄联盟》; 且工作室制度建立, 量子工作室、极光工作室、波士顿工作室相继成立。并且举办了首届腾讯游戏嘉年华, 开启全民游戏时代。当年, 腾讯游戏收入达到 23 亿元, 超过网易, 直逼盛大, 位列第二。

到了 2009 年, MMOG 及中型休闲游戏 (包括地下城与勇士、穿越火线、QQ 炫舞及 QQ 飞车) 大受市场欢迎, 公司游戏收入增长率高达 131%, 达到了 54 亿元, 位居国内第一。且这个趋势随后被继续扩大, 2013 年 3 月, 《英雄联盟》最高同时在线人数超过 500 万, 成为全球最大的在线游戏社区。2013 年 Q1, 腾讯网游营收超过了排名其后的网易、盛大、畅游、完美世界、巨人五家公司营收总和。

图62: 腾讯游戏收入与占收比



资料来源: 腾讯控股, 国信证券经济研究所整理

从 2008 年低点到 2011 年高点, 公司股价涨幅超过了 400%。

### 微信时代 (2011 年之后)

2011 年 1 月, 微信发布针对 iPhone 用户的 1.0 测试版。在随后三个测试版中, 微信逐渐增加了对手机通讯录的读取、与腾讯微博私信的互通以及多人会话功能的支持, 截至 2011 年 4 月底, 微信获得了四五百万注册用户。2011 年 5 月, 微信发布了 2.0 版本, 该版本新增了语音对讲功能, 使得微信的用户群第一次有了显著增长。2011 年 8 月, 微信添加了“查看附近的人”的陌生人交友功能, 用户

达到 1500 万。到 2011 年底，微信用户已超过 5000 万，2012 年 9 月，微信注册用户已破 2 亿，2013 年 1 月，用户突破 3 亿。等到 2013 年网易的易信与阿里巴巴的来往发布，此时微信无论是功能，市场占有率都已经到了不可撼动的底部，腾讯公司再度成为移动互联网社交领域的霸主。

当然，不能说 2012-2016 年股票的上涨都是由微信贡献的，这一时期的网络游戏还在增长，但是一个成长股的样子就是这样：现有业务保持不错的增长，同时新业务高速增长的早期。

这一时期的股价，从 2011 年低点计算到 2016 年的高点，上涨幅度超过了 670%，市盈率也从 2011 年的 23 倍，上涨到了 2013-2016 年的平均 40 倍。

图 63: 微信月活用户，百万户



资料来源：腾讯控股，国信证券经济研究所整理

## 小结

腾讯作为一家中国企业，其在移动互联网期间的投资回报率远高于大部分的美国公司，成了百倍股。这与其上市市值不大有很大的关系，2004 年 6 月腾讯 IPO 市值不到 9 亿美元，而同样在 2004 年 8 月，谷歌 IPO 市值 230 亿美元，两者相差 25 倍，所以二级市场留给腾讯的空间很大。这也是我们在本轮移动互联网案例篇中反复看到的一个朴素的道理：如果一级市场定价过高，二级市场的投资回报率就有限。

腾讯的成长颇有代表性。从公司上市到 2016 年，公司的一百多倍的投资回报是由三段组成的，第一段是在 PC 互联网时代 QQ 的成功，第二段是网络游戏的成功，第三段是移动互联网时代微信的成功。虽然，一上市后就长期持有公司股票的投资人很有眼光，但从实践的角度，可能分阶段讨论公司的发展更有实质意义。例如，如果微信不出现在腾讯，股价是否还能一如既往的优秀？这是不得而知的。之所以提到分阶段，是帮助我们排除在时代上的不确定性，因为公司的成功必然是时代所赋予的，抛开时代环境而去讨论公司的成功往往只能事后总结，事前是无法预料的。

## 总结

在本文的九个案例中，我们会发现一些共性的东西：

1、一家能够上涨几十倍、上百倍的公司，必然要将其目标市场定位到“普适”。即公司的产品或者服务应该以“地球”为目标的，这样它在能在移动互联网时代的推动下，沿着渗透率曲线获得从开始到最后的成功；当然，我们反对空口说大话的公司，这些公司也不是一开始就能够想到整个时代（十几年）的发展路径，大体上都会分几段（假如每段 3-5 年）去度过。往往在 3-5 年的时间里，公司是有相对清晰的规划，而讨论长期时，可能这种发展思路也仅是模模糊糊的正确；为了达到这种“普适”，路径可以是：

- (1) 无与伦比的产品创新（产品）：如苹果，不停的定义新产品，每个产品都能引领几年风骚，这种独特的创新使得公司很难陷入价格战而一直保持丰厚的利润。
- (2) 更早定义基础设施（速度）：如亚马逊、Salesforce，早人三五年去投资基础设施，虽然此间不可避免会有价格战，但公司一直在引领行业方向；
- (3) 让用户本身成为门槛（用户）：如社交网络脸书、腾讯，一旦形成了客户之间的圈子，就帮助公司完成了核心竞争力的构建；中移动也是如此，用户体量大了之后形成中国最大的移动通信网络，无论在网络质量、渠道、产品促销等方面都形成了长期的优势；
- (4) 免费商业模式（商业模式）：如谷歌安卓，以开放平台、低门槛吸引更多广泛的产业链生态打败老牌竞争对手；
- (5) 超强的管理能力（管理）：如奈飞，十几年里竞争对手就换了三拨，管理层闪转腾挪的本事可谓发挥到极致；
- (6) 独到的投资能力（投资）：如 Booking，非常独到的发现了欧洲市场的价值并合并了欧洲的龙头企业，从而成为“得欧洲者得天下”的那个人。

2、创始人的产品能力至关重要。除了 Booking，其他几家公司都是创始人（或者创始人回归）执掌，且他们中大多数都是“产品出身”（如果我们可以区别“技术出身”的话），乔布斯是优秀的产品经理，贝佐斯对产品高度关注，奈飞的哈斯汀斯是技术出身但设计了多款产品，马化腾是“首席产品经理”，扎克伯格编程是请别人而自己专注于产品，Salesforce 的贝尼奥夫是技术出身但也是营销大师，佩奇和布林是技术出身但都深爱产品。这说明一个好的技术公司的领导者，他在技术上要理解行业发展趋势与实现路径，但更重要的是要站在客户与市场的角度思考产品本身。这种“可左可右”的整合能力是精妙的，可谓是差之毫厘而谬以千里。

3、它们都需要时代去成就。虽然很多时候我们说它们创造了时代。但如果仔细观察体会，我们都会发现它们在渗透率曲线加速前，必须要做好布局，所谓的做好机会面前“有准备的人”：一旦时代的渗透率曲线加速，很快纷繁的市场竞争格局、模糊的商业模式便尘埃落定，其竞争对手很难在同时代去翻盘，公司也就获得了投资上确定性很高的“甜蜜时光”；

4、最后作为投资人的我们，要甄别“好公司”还是“好股票”，即要买得便宜。往往透支 3 年以上估值的公司或者 IPO 市值太高的公司不是好股票，我们的案例已经反复的说明了这一点。

## 风险提示

地缘政治的不确定性，美联储降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032