

鹏博士，注册地和总部都在遥远西部的成都，并非在北上广深这些互联网龙头的扎堆地，却在财报自称国内第 11、A 股第 1 的互联网企业。敢在财报里面这么说，自然是有原因的，那么鹏博士的基本面咋样？具体有哪些业务让其有这么足的底气敢牛逼哄哄地对外宣布排名了？

先来看看其上半年业绩吧：

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	本报告期 (1-6月)	上年同期	本报告期比 上年同期增 减(%)
营业收入	3,727,228,627.42	3,358,909,082.81	10.97
归属于上市公司股东的净利润	418,066,982.96	294,431,385.73	41.99
归属于上市公司股东的扣除非经常性 损益的净利润	400,573,245.07	286,565,326.11	39.78
经营活动产生的现金流量净额	2,079,214,441.65	1,496,890,170.35	38.90
	本报告期末	上年度末	本报告期末 比上年度末 增减(%)
归属于上市公司股东的净资产	5,228,268,269.19	4,905,458,138.71	6.58
总资产	16,411,459,399.63	15,347,194,779.95	6.93

各位球友，发现其亮点了吗？营收比上年同期增长 11%，但是净利增长了 40%，这个在 A 股是极为罕见的，这种情况貌似只存在于互联网这种边际成本越来越低的行业！站在做实业的角度看，净利增长是营收增长的 4 倍，说明成本增长远不如营收增长，这是最好的情况！对于增长原因，财报解释为如下：

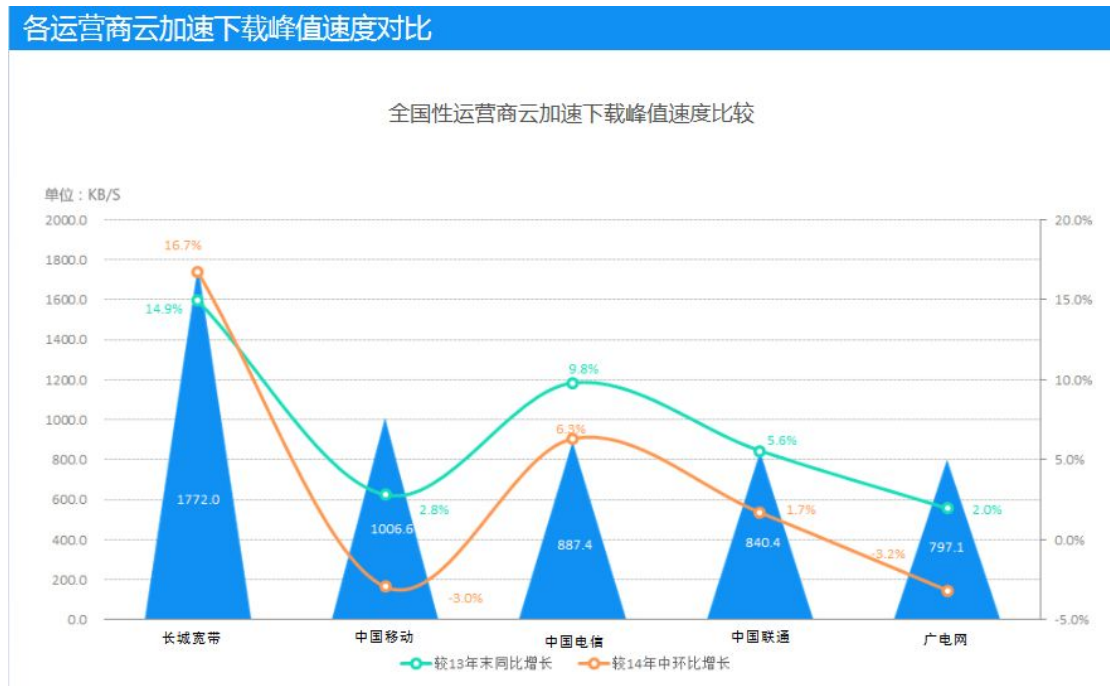
主营业务分行业和分产品情况的说明：互联网业务的快速拓展，特别是个人宽带业务的规模发展及数据中心等互联网增值服务的高速发展，带来了收入的大幅增长；同时通过研发、技术创新等措施有效地控制了成本的增长幅度，提高了毛利率。

再来看看各业务收入情况：

主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比 上年增减 (%)	营业成本 比上年增 减(%)	毛利率比 上年增减 (%)
互联网接入	3,233,745,903.34	1,120,306,010.50	65.36	13.07%	9.00%	增加 1.29 个百分点
互联网增值	421,223,025.79	282,715,002.14	32.88	8.33%	4.41%	增加 2.52 个百分点
广告传媒	45,057,737.21	38,123,044.01	15.39	-39.18%	-41.42%	增加 3.23 个百分点
其他	3,346,204.37	3,756,978.05	-12.28	-75.07%	-83.58%	增加 58.23 个百分点

上半年 37 亿营收中，有 32 亿居然都是宽带接入，占了 86.5%，单存从这点来看，收入结构比较单一；游戏、教育、语音等增值业务收入 4.2 亿，互联网公司中这个不算高！下面详细分析鹏博士的各项业务基本情况：

1. 互联网接入，就这一项占了鹏博士近 87%的收入！财报披露长城宽带下载速度和其他对比结果如下：



说一下我个人直观感受（纯属个人体验，不代表大多数用户的感受，仅供参考）：同样的带宽，用迅雷下载电影，长城的明显比电信和广电的快很多，看片很爽！不过偶尔会断几秒，这是最大的问题！价格也比电信、联通便宜点，但是便宜的不算多，对屌丝比较有吸引力；对于高富帅，估计还是愿意多花点钱买更稳定的网络！大伙可以自己去百度一下长城宽带的评价吧，毁誉参半.....

长城宽带最新用户数据如下：

截至 2015 年 6 月底，公司网络建设速度再创历史新高，开展互联网接入业务地级以上城市达 123 个，宽带网络覆盖达到 7616 万，同比增长 45%，在网用户超过 902 万，同比增长 28%。宽带覆盖 7616 万，但是在网用户 902 万，才 1/8，增长空间还有很大！（鹏博士官网数据已经更新为覆盖 8000 万，在网用户 942 万，链接在这里：<http://drpeng.com.cn/drpengweb/xwzx/gsdtd/2015/0827/1412.html>）

从各产品营收表来看，互联网接入毛利最高，达到了 65%，我个人觉得这是净利润增速是营收增速 4 倍的主要原因！具体分析如下：

- （1）真正的互联网产品/服务，有个很大的有点就是边际成本低；比如一台服务器能承载 100 万用户的业务，一旦这代服务器投入运营，其成本几乎是固定的；如果用户越多，分摊到每个用户的服务器成本就越低，每个用户产生的边际利润就越高！再比如电信有国内的骨干网，其建设和运营成本几乎是固定的，接入的用户越多，每用户平摊的成本越低；所以长城这种二级接入商从电信、联通买了带宽后，转卖的用户越多边际成本越低，边际利润增速远超营收增速！
- （2）长城宽带上半年在网用户 902 万，同比增 28%；
- （3）公司自己的 CDN 承担了 90% 的流量调度，网间结算费用大幅降低

2. 互联网增值：财报并未解释具体的业务内容，我这里挨个分析一下财报中提到的所有的业务（互联网接入除外），这些业务姑且看成是互联网增值服务吧！

2.1 全球 OTT 平台

2.1.1 在国内，推出了大麦电视，同类的主要竞争对手有乐视、小米，以及传统的电视机厂家如长虹、TCL、康佳、创维等；电视这东西吧，本身同质化现象比较严重了，就靠丰富的内容取胜，而内容方面相比之下显然是靠视频网站起家的乐视最强！由于广电总局的禁令，这些电视机厂家都不敢直接内置优土、腾讯、爱奇艺等互联网视频网站的 APP 或网址，大麦的用户无法在电视上直接看丰富的互联网视频，只能看央广 TV、江苏网络电视台的内容，我就只能呵呵了！就我个人而言，一般在手机或电脑看视频，电视已经很久没看了，根本原因就是内容…… 这块业务的受众估计老年人居多……

除了内容之外，电视硬件销售还涉及到问题：

（1）传统电商家有丰富的线下渠道和网店，可以起到宣传、体验和售后服务的作用；

（2）大麦电视 2 月份才推出，目前主要还是官网在售，京东、天猫、苏宁易购、国美商城都没看到大麦电视销售，只有大麦盒子在卖，主要的销售渠道还没建立好！售后服务可以通过长城宽带线下营业点来做，甚至外包也行，这个倒不是什么问题！

（3）电视这种硬件的毛利不高，如果大规模销售铺开，营收增长肯定很快，但是会极大降低整体的毛利，使得净利增速是营收增速 4 倍的大好时光一去不复返，直到电视存量基本稳定(比如上千万台)，而后通过各种应用分发、其他增值服务赚钱为止，又才可能出现净利增速大幅高于营收增速的美好时光……

（4）这有两篇“黑”大麦电视的报道：<http://www.tvhome.com/article/15516.html>
<http://guba.eastmoney.com/news,600804,187663997.html>

从报道和用户讨论来看，主要有两个问题：一是质量，因为才出来不久，供应链管理没经验，交学费是必须的！二是商业模式，和某些电视台有利益冲突

最后，公司财报并未单独披露上半年电视销量（全球范围内大麦电视+大麦盒子总共是 200 万），估计没多少，自己都没脸说出来……

2.1.2 海外业务，财报描述如下：

OTT 海外业务方面，公司美国子公司与 NYBB 结成战略伙伴，双方合作使用美国无线广播电视网的 UHF 频谱为用户提供 OTT 多媒体内容，将汇集全美最受欢迎的华语电视频道。该电视网络覆盖美国二十大电视市场中的八个城市，包括纽约、洛杉矶、三藩市、达拉斯、休斯顿、亚特兰大、迈阿密和坦帕，覆盖超过三分之一美国电视家庭。公司还通过海外视频云平台的搭建，透过互联网建立了一个与数字电视广播通道的外交互业务，实现了可以由被动接收电视到个性化互动的新型电视体验。

在管端，除了在国内主推 100M 以上的超宽带接入服务，公司还收购美国本地宽带运营商 Vertex (擎天电讯)，借机进入海外华人这个细分市场，提供宽带、互联网电视、语音、智慧家庭、在线教育和移动转售六合一的统一通信云平台，移植国内超宽带 OTT 捆绑业务模式，建立直营营业厅示范中心；另外，还通过和国外电信及有线运营商合作的形式，借管出海，辅以如 ATSC 地面信号直播等，可谓多管齐下落地海外。美国没有宣传部，也没有广电总局，媒体播出的内容不会像国内一样受到严格审查，这是在

美国做媒体的一大优势！从上面的描述来看，受众主要是华人（在美华人数逾 450 万，链接在这：<http://world.people.com.cn/n/2015/0502/c1002-26937084.html>）；覆盖面也比较广，超过 1/3 的美国家庭！

2.2 统一通信平台，包括宽带、互联网电视、语音、智慧家庭、在线教育和移动转售：宽带和互联网电视已经解释过了；语音应该是转售业务，后续分析；

2.2.1 智慧家庭：这是一个非常大的概念，我个人觉得目前仍处于概念炒作阶段，真正能大规模商用的产品目前市面上还真没听说过，结合鹏博士目前的业务来看，目前应该更倾向于家庭娱乐，主要由电视或盒子落地！目前一般的家庭有小孩，中年和老年 3 个年龄段组成，各自都有自己的手机和电脑，大家都各用各的，没啥交集，唯独客厅里面的那块电视屏是一家人公用的，能聚合家里所有的人，所以电视的内容尤为重要！2.1 提到了国内电视内容受管控，老人可能接受，但是中青年还有几个人看传统电视节目的？目前来看能聚合一家人的内容有轻度游戏（适合电视屏幕及遥控板、手机操作方式和多人一起互动玩）、教育、医疗健康、生活、社交等应用，这些都需要根据电视屏和操作方式、应用场景定制开发！

另外，国人由于长期养成了免费的习惯，对于应用内的服务或道具，深度“脑残”粉才愿意花钱购买，普通人有多少愿意花钱买了？通过应用的预装和分发能带来些收入，边际成本低，毛利会很高，但是需要硬件上量！雷军当年说小米不靠硬件赚钱，主要靠内容和服务，这话都说了好几年了，结果了？小米主要还是靠硬件赚钱.....

现在电视的竞争已经白热化了，乐视 9.19 电视和手机统统降 500 促销，后续可以通过会员把电视硬件亏的钱赚回来，大麦电视只能靠绑定宽带弥补硬件亏钱了~~~~~

2.2.2 在线教育，财报描述如下：

公司 O2O 智慧教育平台致力于创新教育的互联网+新形态，开创 O2O 教育新模式，通过整合全球优质的教育资源，让学生成为学习的中心，让教师成为创业者；平台内容包括学前教育、K12 教育、职业技能教育、语言学习、高等教育等多种内容，利用全国各地分子公司 3000 多个营业厅开辟社区云课堂，创建社区学习体验中心，同时利用大麦盒子将教室搬进客厅，客户通过家里的电视就能实现传统的在线教育。“云课堂”第一大特点是主播教室：名师用多媒体进行的教学全程同步到云端提供实时高清直播。第二大特点是 O2O 教室：在远程教室的学生不但能通过 OTT 盒子实时收看主讲教室的极清直播，还能随时与主讲老师进行实时互动。第三大特点是私塾一对一：学生与老师可以一对一视频交互，满足个人辅导、答疑等需求。第四大特点是多屏网校：通过电脑、手机、平板、电视均可以随时随地收看实时直播或历史课程点播。全程互动传播课堂气氛，直播教室与远程教室之间，老师和学生之间不是割裂的关系，而是实时高清视频互动，学生参与感强。极清直播保障用户体验，全程全高清直播，远程教室真人大屏呈现，沉浸感强。|

说白了就是把传统线下的课堂搬到网上，没啥新鲜的；和普通的视频网站比，增加了和老师互动功能，学生可以实时提问；核心还是在于名师的资源是否丰富！财报并未透露业务的盈利模式，我个人猜测可能是收费上课吧，毕竟公司请名师讲课是要给钱的！

2.2.3 移动转售

国内：鹏博士去年底拿到了转售牌照，国内共有 42 家虚拟运营商，以 170 号段为主。主要

问题有：（1）42家虚拟运营商，竞争相当激烈（2）基础网络服务都是3大运营商提供的，虚拟运营商要看这3大运营商脸色（核心的定价权在3大运营商手上）（3）自己要建销售渠道、客服、计费等业务支撑系统，投入不小！2013年底开始发展的虚拟运营商业务，到现在接近2年了，大伙周围有多少人用170号段的？反正我周围的亲朋、同事、同学一个都没有.....

盈利方面，上面提到：（1）核心定价权在3大运营商手上（2）自己要建销售渠道、客服、计费等业务运营支撑系统，销售渠道长城宽带倒是有现成的，但客服、计费系统还需根据业务情况定制；所以目前虚拟运营商光靠放号挣钱的可能性很小，应该会像固网接入那样捆绑其他的服务如游戏、电商、教育、金融等赚钱！

财报并未透露移动转售的用户数量，估计是去年底刚拿到牌照，还需要时间建各种业务系统，上半年没来得及正式运营；从公司官网看，鹏博士拿到了50万号，并且从8月底确立了<http://drpeng.com.cn/drpengweb/xwzx/gsd/2015/0827/1412.html>

品牌名称：长城移动！正式对外放号应该是9月开始；鉴于虚拟运营商在国内还没啥名气，普通用户几乎都没听说过，买手机号还是倾向于直接向3大运营商购买，公司需要大力宣传推广，下半年平均每月卖5000个号就很不错了（单独卖号很困难，毕竟现在几乎人人都已经有手机，渗透率相当高了，和固网宽带、电视、盒子甚至手机等捆绑卖更适合），乐观估计能放2万号出去！

3. 最后来预测一下下半年业绩

3.1 互联网接入：截止8月底，公司覆盖8000万，在网用户942万，在网用户比6月底多了40万，平均每月新增20万；下半年任然计划扩展带宽，这里特别提一下CDN：

他语种内容。值得一提的是，公司云CDN最重要的两个特征是“本网接入”和“就近覆盖”，这就要求把CDN加速节点下沉到离用户最近的智能终端，公司CDN团队承担了90%以上的流量调度，全网TOP10000内容在公司网内均有服务器或CDN节点，能够把全网内容放到自己IDC里面的运营商，更证明了公司在提升用户访问体验上的持续努力。

从字面描述来看，公司做的事情和网宿的“社区云”类似，都是把CDN节点建在城域网中，距离用户更近，用户下载的电影可能在同一个城域网的CDN节点上就有，没必要跨越骨干网去其他的节点下载，速度杠杠滴，我个人觉得这是用迅雷下载电影速度快的原因之一！（另一个原因可能是小区内别的用户没用，把部分空闲带宽让出）；如果按照7、8月每月增长20万计算，预计下半年新增120万，同上半年比增加13.3%；为了计算这新增120万用户能贡献多少收入，这里要看看收入确认的方式，公司对于宽带收入确认描述如下：

①互联网接入与互联网增值服务：公司根据与客户签订的服务合同约定，对于宽带安装调试的一次性服务费在开通当期一次性确认收入；对于按服务周期结算的项目，根据服务期限分期确认收入；对于按流量结算的项目，根据实际使用流量及合同单价确认收入。|

比如我3月份开通长城宽带，为期1年，共计500元，那么这500元在3月分就全部确认收入，直到明年3月都不会继续贡献收入！财务上这么处理可能没啥问题，但业务上我个人总觉得有点寅吃卯粮~~~~

上半年在网用户902万，比去年同期增长28%，那么今年上半年同比新增 $902-902/1.28=197$ 万，也就是说这197万户加上在网但是上半年已经到期又再续费的用户（具体数量不详，但是去年全年在网705万用户，平均来算半年约350万）贡献了32亿的互联网接入收入，那

么 $ARPU=32 \text{ 亿} / (197+350) = 585$ ！下半年新增 120 万用户，加上在网但是到期又续费用户 $355 + (805-705) \text{ 万} = 455 \text{ 万}$ （805 万是去年年底在网用户，705 万是上半年在网用户，差额 100 万就是去年下半年新增入网用户；用户一般都签一年，所以这些用户今年下半年需要续费），那么下半年预计宽带接入收入 $(120+455) * 585 = 33.6 \text{ 亿}$

至于 vertex，公司财报并未透露经营情况，貌似上半年也没并表，有知道原因的球友还请多多指教！

3.2 增值服务

3.2.1 全球 OTT 平台：电视本身供应链管理需要加强，而且内容是个死结，目前来看还解不开！国内电视的竞争对手又多，短期（至少 1 年之内）拼不过乐视、小米，主要是内容不够多；质量上又比不过传统的电视机厂家，所以电视这块我不看好！盒子也一样，主要还是内容受限！不过由于传统电视节目都是包月，按月收费，所以收入确认也是按月的，上半年在网用户如果有包月看电视节目，只要合同期限没到，下半年每月都会贡献收入，不会像宽带接入一样一次性确认所有收入！

国外收购 vertex，但是公司财报并未透露 vertex 经营情况，上半年财报好像也没包括 vertex 的营收，不过美国这种发达国家 ARPU 比国内高是肯定的；美国华人 450 万，约 100 万家庭；假设 10% 的家庭使用 vertex 的 OTT 服务，那么有 10 万家庭！每月费用 20USD，10 万家庭一年贡献收入 2400 万 USD，约 1.5 亿 RMB！

上半年增值业务总收入 4.2 亿，在网用户 902 万，那么 $ARPU=46 \text{ 元}$ （每月 8 块都不到，惨不忍睹）；下半年预计在网用户 $902+6*20=1022 \text{ 万}$ ，那么贡献增值收入 $1022 \text{ 万} * 46 = 4.7 \text{ 亿}$ ；

综合分析：下半年总收入 33.6 宽带接入+1.5 美国华人 OTT 增值服务+4.7 国内 OTT 增值服务+0.5 广告传媒=40 亿 RMB；净利润率 11%，那么净利润约 $35 * 11\% = 4.4 \text{ 亿}$ ；所以鹏博士预计全年收入 77 亿，净利润 8.4 亿；按照 9.18 收盘 304 亿市值计算，TTM 约 36 倍，在互联网里面算较低的；

说明：鹏博士去年收入 69 亿，如果按我的预测，增长率 11.5%，所以预测结果偏谨慎；宽带接入、OTT 增值服务有边际成本低的特点，所以全年净利 8.4 亿偏保守，TTM 应该比 36 还低一些！

总的来说，鹏博士业务最大的亮点还是宽带接入，一是价格便宜，二是到处都有 IDC 和 CDN，CDN 承担了 90% 的流量调度，所以用户感觉下载电影速度快；OTT 业务 ARPU 很低，还有增长空间，不过这部分不是公司强项，增速可能会很慢！海外业务收入并未并表，这部分还有增长空间；