



## 行业专题研究

证券研究报告  
批发和零售贸易

增持 维持

电商企业估值分析

2012年4月5日

## 对亚马逊 PS 等估值指标的历史回顾以及与当当、麦考林和唯品会比较和思考

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖  
SAC 执业证书编号：S0850511010009  
luying@htsec.com  
021-23219403

批发和零售贸易行业高级分析师：潘鹤  
SAC 执业证书编号：S0850511010038  
panh@htsec.com  
021-23219423

批发和零售贸易行业高级分析师：汪立亭  
SAC 执业证书编号：S0850511040005  
wanglt@htsec.com  
021-23219399

联系人：李宏科  
lhk6064@htsec.com  
021-23219671

**事项。**3月23日，唯品会在美国纽交所上市，发行价6.5美元，较8.5-10.5美元的发行价格区间折价23.5%以上，首日下降15.38%，至30日收盘于4.35美元，较发行价下跌33%，由此引发了市场对电商企业估值的新一轮讨论和担忧。

我们以亚马逊为主要参照标准，结合当当和麦考林的估值情况，尝试分析电商企业的合理估值方法及水平。本分析未对国内其他有竞争力的电商估值做深入探讨，只提供历史数据和思考的资料。

### 1. 估值对比：1倍左右动态PS是合理水平，成熟电商估值较高

表1列示了亚马逊、当当、麦考林和唯品会的基本发行和PS估值情况（因目前仅亚马逊实现持续盈利，故未对比PE），整体而言，1倍左右PS是电商企业的合理估值水平，亚马逊最高。

四家电商发行PS在1-4倍区间，其中当当最高，亚马逊和麦考林较接近，唯品会最低；目前PS（2012E）除亚马逊近1.5倍以外，其他三家均在1倍以下；动态看，亚马逊历史PS波动较大，最高约48倍，而当当和麦考林虽然上市时间较接近，但当当的各项PS指标均约2倍于麦考林；唯品会因交易时间较短，历史PS区间参考意义不大。

以市值/毛利额考察，我们测算亚马逊、当当和麦考林的比值（2011）分别为8.6倍、7.8倍和1.0倍，而动态比值（2012E）分别为6.7倍、5.5倍和1.1倍；唯品会以2011年数据计为4.9倍（2012年暂无预测数据）。这组数据与PS估值的差异主要在于是否考虑毛利率水平，我们认为其更适合毛利率稳定的电商企业。因亚马逊和当当的毛利率在20%左右且相对稳定，两者无论以哪组估值指标衡量，差异不大；但麦考林毛利率为30%-45%，市值/毛利额较当当的差距更加明显；唯品会2011年毛利率为19%，但2009-10年均在10%以下，对该指标适应性有限。

表1 四家电商企业估值对比（2012/3/30）

代码	简称	发行日期	发行价格 (美元)	市值 (百万美元)	股价 (美元)	动态PS					
						最大值	最小值	平均值	中值	当前值(2012E)	发行PS
AMXN	亚马逊	1997/5/16	1.96	93112	204.61	47.89	0.74	5.19	2.30	1.48	2.76
MCXO	麦考林	2010/10/26	11.00	73	1.28	4.41	0.28	1.07	0.74	0.39	2.77
DANG	当当	2010/12/8	16.00	618	7.51	8.62	0.62	2.89	1.94	0.67	3.61
VIPS	唯品会	2012/3/23	6.50	212	4.35	1.18	0.93	1.01	0.99	0.93	1.18
平均						15.53	0.64	2.54	1.49	0.87	2.58

注：预测值取Bloomberg一致预期，唯品会因尚无预测数据而取2011年销售收入计算PS，若简单以200%收入增速计，对应PS约0.3倍。

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

## 2. 亚马逊：PS 稳定区间为 1.0-2.5 倍，PE 区间参考意义有限

亚马逊的成长轨迹显示了电商从成立初期的侧重规模扩张到逐渐关注盈利的日渐成熟的发展模式，随之而来的是PS估值区间日趋稳定，即 1.0-2.5 倍区间。

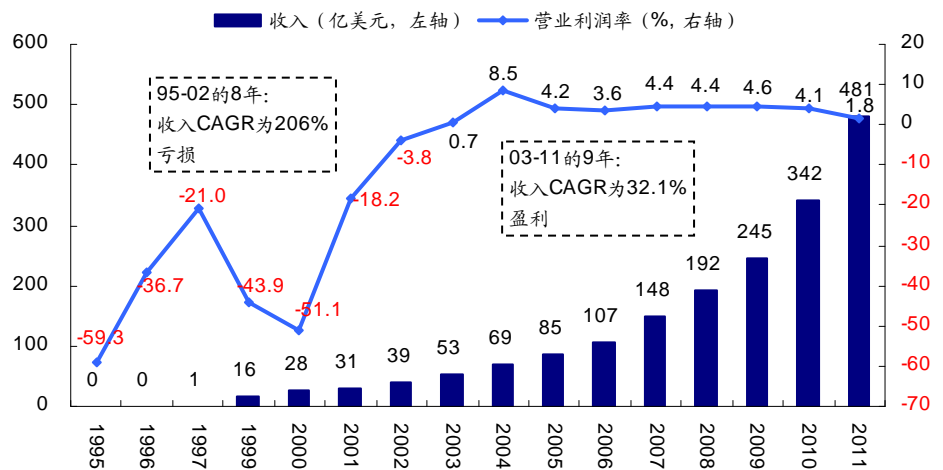
自 1995 年成立至 2002 年，亚马逊收入年均复合增长 206%，而营业利润一直亏损（参见图 1）；2003 年至今收入年均复合增长 32% 左右，利润率也基本保持在 4-5% 区间（2011 年因加大物流及云计算投入而下降至 1.8%）。

从估值水平看，PS 估值水平与收入成长的稳定性在时间轴上表现出一致性（参见图 2）。亚马逊在 2000 年前后 PS 最高曾接近 50 倍，但随着互联网泡沫破灭迅速降至 2 倍以下；**2002 年至今，除 03 年及 08 年前后达 3 倍以上、09 年前后短期低于 1 倍以外，其余时间 PS 一直在 1-2.5 倍区间波动；2009 年以后，估值水平随着大盘回升而逐渐提升至 2 倍以上。**

PE 方面，我们取归属净利润盈利期间（2002 年开始）回顾其历史估值情况（参见图 3）：**最高值 177 倍，最低值 23 倍，均值 66 倍，中值 54 倍。**2002-04 年的盈利初期，PE 从 50 倍左右攀升至近 100 倍，此后回落至 30-70 倍区间波动，2011 年以来一直维持在 125 倍以上，并于 2011 年 10 月 14 日创 177 倍的历史新高。

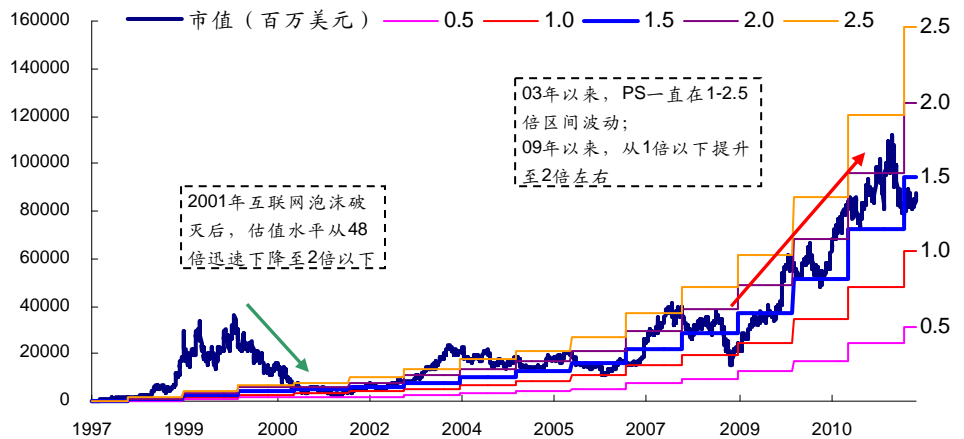
亚马逊较高的 PE 水平，一方面源自市场对其成长、盈利及业务模式创新（如 2007 年推出 Kindle）的肯定，另一方面也与其短期费用投入较大而拉低盈利水平有关。我们认为，**诸如亚马逊的电商企业即使盈利，也波动较大，从而导致 PE 估值水平的稳定性较弱；而以更稳定的财务数据（如收入与毛利额）为基准的估值指标（如 PS 和市值/毛利额），更适合对电商企业进行纵、横向估值分析。**

图 1 亚马逊历年收入规模及营业利润率



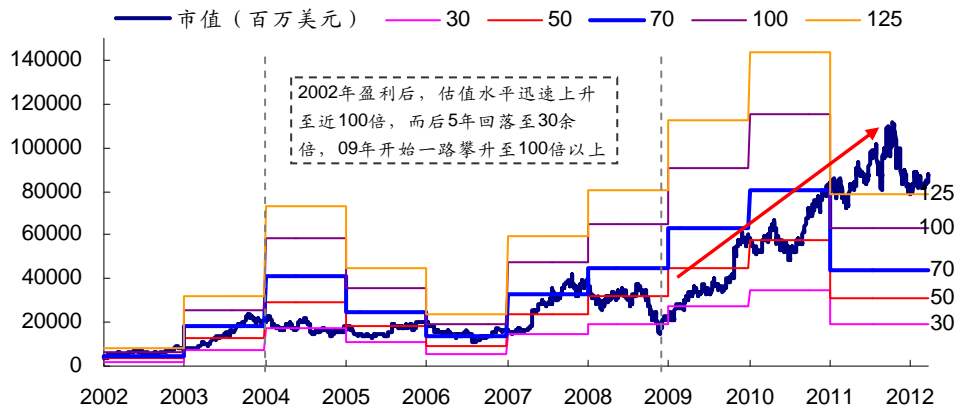
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 2 亚马逊上市以来的 PS BAND



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图3 亚马逊上市以来的动态 PE BAND



注：时间区间取归属净利润盈利期  
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

此外，我们提供亚马逊 2000 年以来 ROE 及资本开支情况，供参考（参见表 2 和表 3）。ROE 自 2007 年以来逐年下降，至 2011 年仅 8.63%；从分拆数据看，杠杆水平、总资产周转率以及净利润率在不同时期导致了 ROE 下降，其中 2011 年大幅下滑 10 个百分点主要是净利润率减少 2 个百分点所致。

净利润率的下滑主要受费用率增加拖累，其中 2011 年研发开支和折旧费用分别同比大幅增长 67.76%和 96.20%，两者合计费用率同比增加 1.5 个百分点，是亚马逊 2011 年费用率增量（2.5 个百分点）的主要来源之一（另外 1 个百分点的增量主要来自物流投入）；资本支出自 09 年以来以 2-3 倍速度增加，导致自由现金流量自 09 年近 30 亿美元的高点减少至 2011 年的 20 亿左右。

表 2 亚马逊 2000 年以来 ROE 及拆分经营指标

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROE (%)							56.13	58.48	33.34	22.75	19.01	8.63
总资产/权益			-1.47	-2.09	-14.30	15.02	10.12	5.42	3.11	2.63	2.74	3.26
总资产周转率	5.69	7.02	1.98	2.43	2.13	2.30	2.45	2.29	2.31	1.77	1.82	1.90
净利润率 (%)	-15.10	-5.03	1.69	4.86	8.50	4.23	1.77	3.21	3.37	3.68	3.37	1.31

注：（1）2005 年以前股东权益为负值；（2）ROE 不等于以下三项指标乘积，主要是因为此处以平均净资产余额计算  
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

表 3 亚马逊 2000 年以来研发费用及资本开支情况

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
研发开支 (百万美元)					251	451	662	818	1033	1240	1734	2909
yoy (%)						79.54	46.78	23.56	26.28	20.04	39.84	67.76
费用率 (%)					3.63	5.31	6.18	5.51	5.39	5.06	5.07	6.05
折旧费用 (百万美元)					75.724	113	200	246	287	384	552	1083
yoy (%)						49.23	76.99	23.00	16.67	33.80	43.75	96.20
费用率 (%)					1.09	1.33	1.87	1.66	1.50	1.57	1.61	2.25
经营活动所得现金 (百万美元)	-130	-120	174	392	567	733	702	1405	1697	3293	3495	3903
资本支出 (百万美元)	-135	-50	-39	-46	-89	-204	-216	-224	-333	-373	-979	-1811
自由现金流量 (百万美元)	-265	-170	135	346	477	529	486	1181	1364	2920	2516	2092

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

### 3. 中国目前上市电商：经营品类相对狭窄，1倍或以下PS可能较为合理？

作为登录美国资本市场的中国电商概念股先锋，**麦考林**与**当当网**均经历了发行初期高估值，其后股价与估值双双回落，再后估值水平趋向稳定的阶段。

麦考林与当当网先后于2010年10月和12月上市，发行PS分别为2.77倍和3.61倍（均高于亚马逊的2.76倍），此后估值水平一路走低，2011年8月以来分别稳定在0.5倍以下和0.5-1.0倍左右（均低于亚马逊的1.5倍以上）。截至2012年3月30日，麦考林与当当网PS（2012E）分别为0.39倍和0.67倍（参见图4和图5），目前股价分别较发行价下跌88%和53%。

2012年3月23日刚上市的**唯品会**，在发行价下调23.5%至6.5美元的基础上，上市一周股价又下跌33%至4.35美元，体现了市场对于其盈利能力及现金流等方面的诸多担忧；目前股价对应2011年PS为0.93倍，若以200%收入增速计，对应2012年PS为0.31倍，处于四家电商企业最低水平。

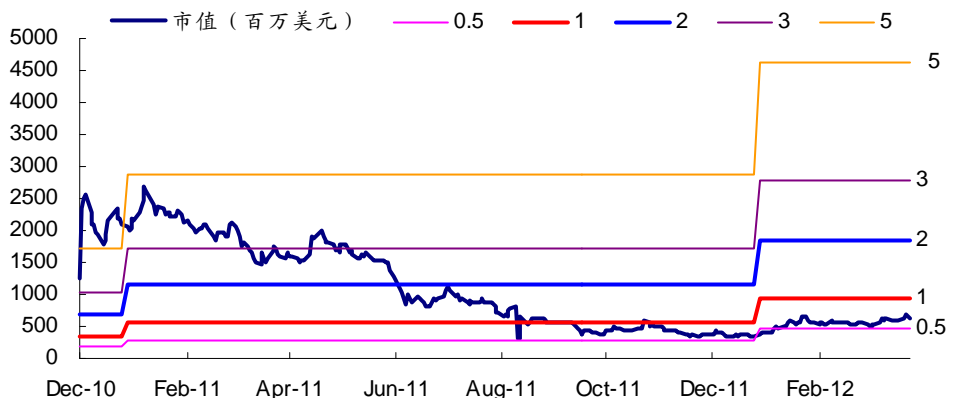
我们认为，相对于亚马逊的估值水平（1.0-2.5倍PS），中国电商企业1倍甚至以下的PS（2012E）较为合理；而估值底线、提升速度及空间则取决于公司未来在业务经营上的成长空间，以及能否由此转化为持续的盈利能力。

图4 麦考林上市以来的动态PS BAND



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图5 当当网上市以来的动态PS BAND



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

4. 我们认为，中国最有可能造就大市值、高成长电商的零售子行业可能是脱胎于家电 3C 数码产品的综合品牌电商。这与国内消费者偏好、家电 3C 数码产品的同质性以及高单价（相比较书和碟片单价高，且不受知识产权保护不力的负面影响）、不受保质期约束（相比较生鲜食品而言）、配送流程简单等有关。当然，由于国内电商企业面对的消费者主要还是追求“价格便宜”而非“便利”，不盈利可能也是投资者长时间面对的“痛”。

对于有能力做大销售规模的电商企业，其 PS 估值，亚马逊的历史可以提供一定参考。

**风险与不确定性。** 市场系统风险，行业政策风险，新兴消费业态对传统零售业态带来的渠道竞争风险。

#### 相关报告：

- 批发与零售贸易行业跟踪报告：政策利好行业，但需关注落实执行的速度和效率，维持增持 20120209
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：16.19%同比增速与历史比仍居高位，金银珠宝和服装增速较快，二线省市增速更快 20120130
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：三季扣非净利润增 30%，创年内季度新高，维持增持 20111031
- 批发与零售贸易行业深度研究：11 年中报业绩表现优良，行业仍有估值提升机会，维持增持 20110831
- 超市行业专题研究：主要 A、H 股上市公司经营指标分析 20110809
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：中西部东北部二三线城市增速居前、金银珠宝家电数码应季服装热销 20110505
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：零售行业 10 年报 11 一季报总结分析 20110503
- 批发与零售贸易行业深度研究：基本面、估值与收益的历史回顾，及对零售行业投资的一些思考 20110419
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：三季度相对平淡四季度增速环比有望回升 20101101
- 批发与零售贸易行业专题研究：行业繁荣局面符合预期，长期看好重点推荐的龙头区域龙头企业 20101011
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：行业向好明显 估值处于合理范畴内高位 20100830
- 批发与零售贸易行业跟踪报告：对商业零售板块估值溢价波动、抗跌性历史特征的分析及目前投资策略思考 20100511
- 批发与零售贸易行业跟踪报告（09 年四季度 10 年一季度收入利润大幅增长，投资关注低估值和增长有望大幅超越行业的公司）20100504
- 批发与零售贸易行业跟踪报告（三季度增长环比提速，四季度将更明显，维持增持）20091102
- 批发与零售贸易行业跟踪报告（二季行业明显回暖，下半年趋势将延续，增持，维持）200908031
- 零售商业板块股价异动点评及投资建议（选择基本面稳定低估值的品种，增持，维持）20090806



## 信息披露

### 分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大东方（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。