

2018.11.19

本周新股发行信息

估值方法简述及其在新经济企业估值中的应用

海容冷链 (603187.SH) 发行 2000 万股募
资 6.5 亿元

宇晶股份 (002943.SZ) 发行 2500 万股募
资 4.4 亿元

	王政之 (分析师)	周天乐 (研究助理)
	021-38674944	021-38032687
	wangzhengzhi@gtjas.com	Zhoutianle@gtjas.com
证书编号	S0880517060002	S0880117090053

本报告导读：本报告简要概述了三大估值方法：内含价值法、相对价值法及资产价值法及其主要定价模型，并对新经济下互联网企业估值常用的梅特卡夫法则和生命周期三阶段下各估值方法进行了详细阐述。

[相关报告](#)

摘要：

- 目前公司价值的评估方法主要分为：**内含价值法、相对价值法及资产价值法**。1) 内含价值法评估的是公司自身能够长期持续创造利润的核心业务的当期价值，主要体现在 DCF 的三种模型上；2) 相对价值法的本质在于借鉴可比公司的价格乘数平均值对公司进行估值，实际应用中有 PE、PB、PEG、PS、EV/EBITDA 等估值模型；3) 资产价值法主要以成本法对公司的各项资产价值和负债进行合理评估，是最保守的估值方法。
- 从近三年港股 IPO 的市场定价可以发现，询价机构对于周期、消费、金融、TMT 四类企业的估值态度很明确：周期、金融类股票其平均首发市盈率较低，部分行业（如商业银行、电力公用事业）贴近净资产发行；消费类股票平均首发市盈率较前两者高，但也在 20-35 倍之间；而 TMT 行业中半导体产品与设备平均市盈率高达 82 倍。我们认为对于传统行业而言，金融类、周期类公司多采用以 PB 为主的相对估值法，消费类公司未来现金流稳定可采用 DCF 进行估值，也可采用 PE、PEG、EV/EBITDA 等相对估值法进行估值。
- 对于以 TMT、生物医药、人工智能为主的商业模式仍在探索之中、预期短期内难以实现盈利的互联网企业，我们主张采用定量估值，主要参考改良后的梅特卡夫法则，定量分估值的本质是采用内涵估值法的估值思维，着眼于企业核心业务未来的盈利能力；而以电子商务为主的相对成熟的互联网企业，根据其核心指标的差异，则更适用于相对估值法衍生而来的 P/GMV 等模型。
- 风险提示：科创板推进不及预期，放开市场定价初期 IPO 估值偏高。

1. 三类估值方法的概述及比较

目前世界范围内评估公司价值的方法通常分为三大类：**内含价值法、相对价值法及资产价值法**。对应标的公司的所处行业、发展阶段的不同，采用的估值方法也各有侧重，接下来我们对这三类估值方法进行简单描述和比较。

1.1. 内含价值法

内含价值法又称为绝对估值法，考量的是公司自身能够长期持续创造利润的这部分资产（核心业务）的当期价值，内含价值法包括现金流量贴现法（DCF）、Ohlson 估值法等，我们将主要针对 DCF 估值模型进行探讨。

1.1.1. DCF 估值法的三种主要模型

DCF估值法以费雪的资本价值论为理论基础，其本质是通过将未来现金流折现来评估上市公司的目前价值及其股票价格。折现率由预期现金流的风险决定，且随着资产预期现金流风险的增大而增大。DCF以企业未来盈利情况为基础，估算的主要是核心业务的价值，即通过经营性资产和业务获得的经营价值是DCF现金流的主要来源。在实际应用中，DCF估值法可分为三种模型：**股利贴现模型（DDM）和股权自由现金流贴现型（FCFF）和权益自由现金流贴现模型（FCFE）**，这些模型建立在DCF的基本公式上：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

其中，n是某项资产的寿命，CF_t是某项资产带来的第t期现金流，r反映该现金流风险的必要报酬率，g表示CF的稳定增长率。

1.1.1.1. 股利折现模型（DDM）

DCF在现实中的应用之一是股利折现模型（DDM）。DDM认为股票价值等于该上市公司在持续经营期间向股东发放的预期现金股利折现得到的现值之和。根据不同上市公司现金股利发放的区别，DDM模型还可细分为零增长模型、固定增长模型和多阶段增长模型。

表 1: DDM 的优劣及适用范围

优点	设定清晰，易于计算和使用
缺点	1) 模型假定股利越高，股票内在价值越高，但大部分具有巨大成长潜力的成长期公司不倾向于多派发股利
	2) 对于多年不派发股利或者股利政策不稳定的上市公司，预测准确性低
适用行业/企业	股利发放较为清晰和稳定的上市公司

数据来源：国泰君安证券研究

1.1.1.2. 企业自由现金流折现模型 (FCFF)

根据拉巴波特对自由现金流的定义，自由现金流是企业产生的、在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供企业资本供应者/各种利益要求人（股东、债权人）分配的现金。FCFF模型以对公司未来一定时期内自由现金流的预测为基础进行折现，对公司而非股权进行估值。因此，公司自由现金流量（FCFF）=（税后净利润+利息费用+非现金支出）-营运资本追加-资本性支出

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

其中，V=公司当前价值，WACC表示加权平均资本成本。

表 2: FCFF 模型的优劣及适用范围

优点	1) 对企业整体层面的价值和现金流分析较为清晰
	2) 不受未来几年预测的债务影响
	3) 适用于大多数行业和公司
缺点	1) 未来自由现金流预测较难
	2) 折现率计算较难
适用行业/企业	经营状况稳定的企业

数据来源：国泰君安证券研究

1.1.1.3. 权益自由现金流贴现模型 (FCFE)

FCFF是指公司股东和债权人共同可分配的景大现金流量金额，而FCFE是指公司股东可分配的最大现金流量金额，即公司履行了各种财务义务（包括债务偿还、营运资本及资本性支出）后所剩的现金流。因此，FCFE要在FCFF的基础上减去税后利息费用，再加上净借入金额， $FCFE=FCFF-利息支出*(1-所得税税率)+净借入金额$ 。

$$V_n = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

这一公式代表了FCFE两阶段模型，其中， V_n 代表了第n年末的终值。

表 3: FCFE 模型的优劣及适用范围

优点	设定清晰未来现金流的预测都是根据自身财务报表中的历史数据推导而出的，并且相比于DDM估值法，用自由现金流取代现金股利进行分析，可避免上市公司股利发放的弊端
缺点	1) 未来自由现金流预测较难
	2) 折现率计算较难

	3) 需要更多假设 (企业负债比例等)
适用行业/企业	银行业 (债务比例大, 利用负债创造价值)

数据来源: 国泰君安证券研究

1.2. 相对价值法

相对价值法的本质在于借鉴可比公司的价格乘数平均值对公司进行估值。通过选取与被估值公司类似的可比公司 (修正异常值), 计算选取的可比公司的价格乘数的平均值, 再将该平均值与被估值公司的相应指标进行计算从而得出估计值。可比公司的选取是相对价值法的关键, 所选可比公司需要与被估公司具有相似的经营状况、主营业务等相关指标, 否则对估计结果的准确性有较大影响。总体而言, 相比于内含价值法, 相对价值法更易于计算, 但容易受到市场波动的影响, 且受制于可比公司的选择。

相对价值法主要包括**市盈率模型 (PE 法)**、**市净率模型 (PB 法)**、**价格收益增长模型 (PEG)**、**市销率模型 (PS 法)**、**EV/EBITDA 估值模型等**。

1.2.1. 市盈率模型 (PE)

市盈率即为每股股价与每股收益的比值, 因此, 利用市盈率倒推股价可得:

$$P = PE * EPS$$

其中, P 为每股股价, PE 为市盈率, EPS 为公司的每股收益。

决定 PE 的要素包括盈利能力 (ROE), 企业预期增长状况, 风险回报率及分红率等。这四者具有关联影响, 只有当 ROE 大于 r, 即稳定增长公司的市盈率大于零增长公司的市盈率时, 高增长率才会带来成长性溢价, 反之可能高增长率反而会损害公司的发展。另外, 分红率也并非越高越好, 过高的分红率会损害成长性。

表 4: PE 法的优劣及适用范围

优点	1) 直接反应了股票价格与公司盈利情况的关系和股票的本质
	2) 计算方便简洁
	3) 使用范围较广
缺点	1) 公司盈利水平为负则无意义
	2) 当外部条件引起较大盈利性波动时, PE 法难以分析
	3) 采用可比公司价格乘数平均值估计其他公司时, 只能得到行业平均值水平, 可信度降低
	4) 对于多业务类型的企业, 需要分部估值后加总, 注意协同效应, 较为复杂
适用行业/企业	大部分企业 (多为成熟型)

数据来源: 国泰君安证券研究

1.2.2. 市净率模型 (PB)

市净率即为每股股价与每股账面价格的比值，因此，利用市净率倒推股价可得：

$$P = PB * BPS$$

其中，P 为每股股价，PB 为市净率，BPS 为公司的每股净资产。

影响 PB 的本质因素包括：1.盈利能力，其决定市净率变动的方向；2.股利政策，其影响了市净率变动的幅度；3.投资回报率与资本成本率的大小，只有 ROE 大于 r 的情况下，高增长率才能够创造价值，反之，高增长将毁灭价值。

表 5: PB 法的优劣及适用范围

优点	1) BPS 为累计值，通常为正 2) 对于持流动资产较多的行业，BPS 估值较为适当 3) 对于固定资产较多的企业，特别是一些收益稳定但增长幅度有效的行业如公共事业等，PE 法侧重于公司的增长性使用时误差会较大，PB 法较为适用
缺点	1) 不能反映无形资产经济价值 2) 可能无法及时反映资产规模的较大变化 3) 通胀和技术变化可能导致账面净值和市场价值形成较大差距
适用行业/企业	易调节收入与利润的公司（银行、房地产等）

数据来源：国泰君安证券研究

1.2.3. 价格收益增长模型（PEG）

PEG 估值法以 PE 法为基础，加入公司未来成长性进行评估，弥补了 PE 法无法反映公司未来成长性的缺陷。

$$PEG = \frac{PE}{G_F}$$

其中，PE 为市盈率，G 为公司未来每股收益增长率的预测值，因此 PEG 代表了每一单位（1%）预测增长的 PE 值，其与分红率、风险及成长率有关。

表 6: PEG 法的优劣及适用范围

优点	1) 能够反映公司未来的盈利增长
缺点	1) 延续了 PE 的缺点（盈利为负、可比公司问题等） 2) 未来盈利增长率预测较困难 3) 假设了价值直接与增长有关，过分强调了增长，忽略了增长的真正驱动要素是投资收益率
适用行业/企业	未来增长可期的成长性行业

数据来源：国泰君安证券研究

1.2.4. 市销率模型（PS）

市销率即为每股股价与每股销售额的比值，因此，利用市销率倒推股价可得：

$$P = PS * SPS$$

其中，P 为每股股价，PS 为市销率，SPS 为公司的每股销售额。

表 7: PS 法的优劣及适用范围

优点	1) 销售额永远为正
	2) 当相对于利润和净资产更真实可靠
	3) PS 相对 PB 波动更小
缺点	1) 销售额高不代表利润水平高
	2) 对于受成本波动较大的企业不适用
适用行业/企业	销售收入较大但盈利水平还不明显的企业

数据来源：国泰君安证券研究

1.2.5. EV/EBITDA 模型

EV/EBITDA 反映了投资资本的市场价值和未来一定时期内企业收益之间的比例关系，EV 是投入企业的所有资本的市场价值，包括了股东权益和债权人投入的总和，息税折旧摊销前净利润 EBITDA 则反映了这两类投资人所获得的税前收益水平。这一比率从投资人的角度出发估算股票及公司市值。

表 8: EV/EBITDA 法的优劣及适用范围

优点	1) 同 PE 相比，EV/EBITDA 能基本排除不同公司、不同股市在税负、财务杠杆和会计政策等方面的不一致
	2) EBITDA 为负的可能性相对较小
	3) 剔除其他收益项目，仅比较主营业务收入情况，企业间比较更为纯粹
缺点	1) 相较于 PE 法计算更为复杂
	2) 仅为单一的年度指标，没有考虑企业未来增长率
适用行业/企业	资本密集型公司（铁路、公路、港口、通信等）的估价

数据来源：国泰君安证券研究

1.2.6. EV/User 模型

目前 EV/User 模型多用于通信运营、互联网等具有网络性质的公司，其中客户数量（User）取自公司公布数据。

表 9: EV/User 法的优劣及适用范围

优点	简单、直观
缺点	客户数量不在同一等级的公司不具有可比性(网络效应理论)
	难以区分有效及非有效客户，没有审计、统计口径较难统一
适用行业/企业	通信运营、有线网、互联网等具有网络性质的公司

数据来源：国泰君安证券研究

1.3. 资产价值法

资产价值法主要以成本法对公司的各项资产价值和负债进行合理评估。通过评估公司资产价值来估其市值是最保守的估计方法，在没有竞争优势的情况下，资产的价值一般是企业价值的最好估计。资产价值法需要对表内和表外的资产和负债进行评估，但需要注意无形资产等软资产的评估、广告费和研究费等被费用化的资产、担保等或有负债的存在等等，这些资产或负债的存在给资产价值法的进行施加了难度。

表 10: 资产价值法的优劣及适用范围

优点	较为保守，不会过高
缺点	1) 过程复杂，需要考虑隐性因素，容易错漏
	2) 以成本法为基础，难以顾及公司未来发展状况
适用行业/企业	资产基础公司（房地产、资源类公司等）

数据来源：国泰君安证券研究

2. 传统行业估值方法

在上一节介绍三类估值方法，在讨论具体的估值模型时，其实对适用行业和企业有所涉及。这一节在讨论对行业或者公司进行估值时，我们需要认识到上述三种估值方法并不是相悖的，只是切入的角度有所区别而已，并且股票价格和公司价值不能划等号，对公司的估值与宏观经济环境、行业所处阶段等因素的预期也有密切相关。

我们姑且先将各行业大致按属性划分为周期、消费、金融、TMT 四大类，选取近三年在港交所上市企业其首发市盈率（剔除异常值），我们可以发现：周期、金融类股票其平均首发市盈率较低，部分行业（如商业银行、电力公用事业）更是贴近净资产发行；消费类股票平均首发市盈率较前两者高，但也在 20-35 倍之间；而 TMT 行业中分歧较大，其中半导体产品与设备平均市盈率高达 82 倍。

表 11: 近三年港股上市企业中 TMT 企业平均市盈率最高

	GICS 三级分类	数量	平均首发市盈率		GICS 三级分类	数量	平均首发市盈率
消费	家庭耐用消费品	15	20.27	周期	机械制造	6	15.01
	纺织品、服装与奢侈品	18	18.78		化学制品	3	20.31
	酒店、餐馆与休闲	16	33.34		航空货运与物流III	6	21.90
	汽车零配件	5	13.76		电力公用事业III	2	7.44
	商业服务与商业用品	23	20.62		建筑材料III	3	22.85
	食品	6	35.30		建筑产品III	5	14.51
	食品与主要用品零售III	8	23.67		建筑与工程III	66	18.34
	医疗保健设备与服务	22	32.58		交通基础设施	5	23.11
	综合消费者服务	26	26.73		金属与采矿	3	15.00
	专营零售	14	26.23		电子设备、仪器和元件	12	27.61
金融	娱乐	7	28.43	TMT	半导体产品与设备III	4	82.62
	房地产管理和开发	17	19.87		软件	4	19.64
	商业银行	9	10.42		信息技术服务	11	25.29

数据来源：国泰君安证券研究、Wind

2.1. 周期、金融类企业更适合 PB 估值

金融类企业所处的行业成熟、商业模式稳定、技术迭代可能性低，且可以预期未来成长性低，适宜采用低 PE 或者 PB 的方法进行估值，而在目前 A 股和港股的实际操作中也多采用 PB 对银行进行估值；而尽管周期类企业的周期性波动很强，但中长期而言却可以预测到该公司的平均增长率，同时周期类企业固定投资较大，采用 PE 估值可能会出现周期底部、盈利能力较弱时，PE 较高，而在周期景气时 PE 较低，所以周期类企业更适合 PB 估值。

2.2. 消费类企业更适合 DCF 模型或相对估值法

消费类企业属于非周期行业，增长较为稳定，支撑消费类企业增长的基础是品牌、渠道和顾客这些需要长期积累的无形资产和竞争优势，在较长一段时间内都很难被颠覆，同时消费类企业的自由现金流稳定，适合采用 DCF 进行估值，对于现金流当期不稳定的消费类公司，也可采用 PE、PEG、EV/EBITDA 等相对估值法进行估值。

3. 新经济行业估值方法分析

近年来，以互联网、电子商务及生物医药为主导的新经济已经成为各大交易争相追逐的热门行业。与传统行业不同，这些新经济行业在融资或价值评估前不一定能够盈利，部分企业甚至在较长一段时间内难以预测收入。在这种情况下，传统的估值方法需要改进，同时也需要加入一些独特指标：如活跃用户数量（MAU、DAU）、每用户平均收入（ARPU）、电商行业里的网站总成交金额（GMV）等来辅助互联网企业进行估值。

对于以 TMT、生物医药、人工智能为主的商业模式仍在探索之中、预期短期内难以实现盈利的互联网企业，我们主张采用定量估值，定量估值的本质是采用内涵估值法的估值思维，主要考量企业核心业务未来的盈利能力；而以电子商务为主的相对成熟的互联网企业，则更适用于相对估值法。

3.1. 梅特卡夫法则下的定量估值

对于互联网企业的估值也经历了一个较长的过程，但总体而言都是基于梅特卡夫法则的演变，我们接下来对这一演变过程做简单介绍。

3.1.1. 梅特卡夫法则

梅特卡夫法则的核心观点是认为网络价值以用户数量的平方的速度增长，他指出互联网的价值在于节点之间的相互连接，每 N 个节点可能与 N-1 个其他节点发生联系，潜在的关联为 N(N-1)，即 N^2 个数量级，因此互联网公司价值为：

$$V = N^2$$

其中 V 是互联网价值，N 为用户数量。

同时梅特卡夫认为互联网企业的成本最多以线性上升，在互联网企业初

创期时用户很少，此时成本高于企业价值；而企业发展中后期用户增多，超过价值与成本唯一交点后，企业价值将逐渐超过成本，这一法则解释了一些负利润的互联网企业拥有高价值的现象。

表 12: 梅特卡夫法则的优劣及适用范围

优点	1) 利用行业指标解决估值问题 2) 解释了互联网负利润高估值的情况
缺点	1) K 值的选取随行业变动，随机性太大 2) 为所有节点的连接赋予同样的值
适用行业/企业	靠积累核心用户数量为目标的互联网企业

数据来源：国泰君安证券研究

3.1.2. DEVA 及修正 DEVA 估值法

DEVA 估值法由 Mary Meeker 提出，重点突出了用户价值在互联网企业估值中的地位。

$$E = MC^2$$

其中，E 为项目的经济价值，M 为单体投入的初始资本，C 为用户数量。

DEVA 估值法以梅特卡夫法则为基础，并指出了用户价值在互联网公司估值上的重要性，根据**曾李青定律：客户间互动将再次创造价值**，修正的 DEVA 估值法在此基础上加入了活跃用户概念、修正后的互联网价值与用户贡献关系 $n \cdot \ln(n)$ 、市占率指标 P、单位用户平均贡献值 ARPU 等指标，在一定程度上修正了 DEVA 模型易导致企业价值高估的问题。

$$V = T * M * \frac{C^2}{R^2}$$

其中 V 为企业价值，T 为创业团队价值，M 为单体投入的初始资本，C 为用户数量，R 为网络节点之间的距离（客户间互动因子）。

3.1.3. 国泰君安研究所对梅特卡夫法则的延申及完善

梅特卡夫法则的“用户至上”只考虑到用户（节点）的数量，但是缺陷在于对每个节点都赋予了相同的值，因此，要解决这个问题，需要在节点数量之外考虑节点之间的距离。

表 13: 梅特卡夫法则节点距离影响因素

外生因素	网络速度提升	基础硬件设施完善；宽带网络、4G 网络普及
	用户体验改善	智能手机普及
内生因素	内容数量提升	多媒体技术应用
	网络连通度提升	网络核心节点加入

数据来源：国泰君安证券研究

国泰君安研究所策略团队 2015 年在对梅特卡夫法则进行了延伸，认为互联网企业的价值由**变现因子、溢价率、用户数量或潜在用户数量、高质量的网络节点**四大核心要素构成。

$$V = K * P * \frac{N^2}{R^2}$$

其中，V 是互联网企业价值，K 是变现因子，P 是溢价率系数（取决于企业在行业中的地位），N 是网络的用户，R 是网络节点之间的距离（客户间互动因子）。

这一模型即回答了为什么投资者愿意给予互联网企业这么高的估值。第一就是对于未来投资收益能够变现的预期；第二从 N 的角度来看，不仅有用户数量，还有潜在用户数量；第三是网络上的质量可能较高或具有较多的高质量节点（名人、大型企业的规模和外部效应）；第四是从行业角度而言，企业目前处于细分领域前端（或者宣称将要、愿意通过并购成为行业领先者），而互联网中马太效应和赢者通吃的经验将加大对企业的预期。

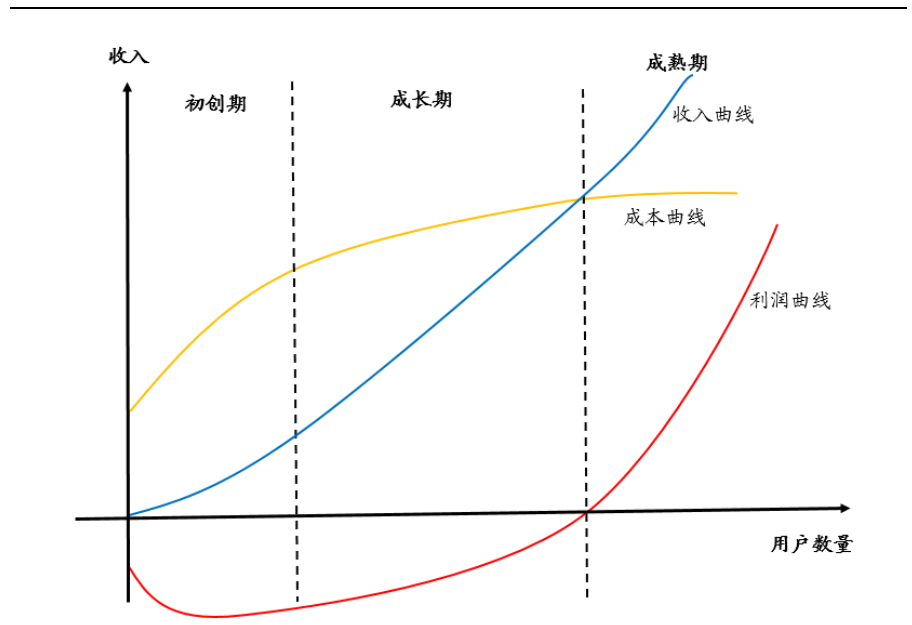
3.2. 基于生命周期三阶段对新经济企业估值

目前针对以互联网企业为主的新经济企业还未有一个绝对量化的估值标准，但互联网企业有着特殊的生命周期，一个标准意义的互联网公司大约会经历三个阶段，针对处于不同生命周期的互联网企业，可给予不同的估值方法。

3.2.1. 互联网企业成长的三个阶段

对于互联网企业的生命周期而言，一是初创阶段，需要大量的研发投入，而与之相对应的是极少的收入（生物医药企业尤为明显）；二是成长阶段，用户的快速增长，商业模式的不断成熟，这个阶段仍需要不断投入，将利润用于补贴市场和终端用户，获取用户规模增长且粘性提升，加速自身的马太效应；三是成熟阶段，公司护城河已经建立，终端用户粘性加大，其轻资产的特性使得成熟期获客成本等逐渐下降，平均成本递减，用户增速放缓但收入增速较快，利润快速释放。

图 1: 互联网企业成长的三个阶段



数据来源：国泰君安证券研究

我们习惯的估值方法大多只适用于第三阶段的公司，其实互联网企业发展的三个阶段本身是符合 DCF 三阶段模型（显性期、半显性期、延续期）的特征，但在企业未盈利前对未来现金流较难预测的前提下，市场更愿意采用更多元的方法来评估各个阶段的公司。

3.2.2. 初创期企业偏向于定性估值

对于在初创期的企业，这个时候对企业未来的商业模式和技术路线不甚清晰，这个阶段各行业估值差异较大，尤其是高科技公司及生物医药企业，需要专业人员对技术或者专利进行评估，这一阶段较为主观的定性（商业模式、变现模式、未来技术发展前景）估值居多，对于互联网平台类、消费类这种依赖于核心用户数的企业则适用于改良后梅特卡夫法则。

3.2.3. 成长期企业采用相对估值法或其衍生模型

目前新经济企业中属于成长期的企业居多，在达到盈亏平衡点，或者商业模式相对成型的企业，目前采用最多的是参考核心指标下的相对估值法。具体原因如下：1）以中美为主的互联网经济发展速度一直在更新大众的认知，一级市场采用内涵估值法很难找到一个或几个长期有效的核心指标作为评估标准，相对估值法更容易被投资者所接受；2）互联网行业的头部企业均已在资本市场登陆，二级市场估值相对客观且具有可比性。

从腾讯音乐为例来看，今年 3 月瑞典流媒体音乐服务商 Spotify（SPOT. NYSE）在美国上市，其 IPO 文件显示，Spotify 持有大约 9% 的腾讯音乐股份，价值 9.1 亿欧元，根据股份计算，腾讯音乐的整体估值为 101.1 亿欧元左右（约合 123 亿美元）。10 月 2 日晚间，腾讯音乐娱乐集团正式向美国证券交易委员会（SEC）提交上市申请书，募集 20 亿美元，上市估值 290-310 亿美元，直接对标全球最大流媒体公司 Spotify。可以看出，腾讯音乐的估值从 3 月份的 123 亿美元上到目前 290 亿美元的预估值，已在美上市的 Spotify 的可比效应非常明显。

表 14: 腾讯音乐对标全球最大流媒体公司 Spotify 估值 290 亿美元

公司	活跃用户	付费用户	市值/估值
Spotify	1.4 亿	6000 万	242 亿
腾讯音乐	7 亿	1500 万	290 亿

数据来源：国泰君安证券研究、腾讯音乐上市申请书

而在未达到盈亏平衡点时，市场对于收入的敏感型明显强于利润的敏感型，此时相对估值法更方便，市销率模型（P/S）是比较比较常用，例如电商领域衍生出来的 P/GMV 模型在当前环境下较为流行。

GMV 是互联网公司的网站成交总金额， $GMV = \text{销售额} + \text{取消订单金额} + \text{拒收订单金额} + \text{退货订单金额}$ 。与市销率模型（PS）相类似，P/GMV 模型属于相对价值法，通过计算可比公司的这一价格乘数的平均数，乘以被估互联网公司的 GMV 得到公司价值。

表 15: P/GMV 模型的优劣及适用范围

优点	使得不同运营模式的电商业绩比较成为可能
缺点	可能隐含的虚假交易问题
适用行业/企业	网络电商

数据来源：国泰君安证券研究

3.2.4. 成熟期企业以传统的相对估值法为主

由于新经济企业很少有处于成熟期的企业，我们不做过多探讨，成熟期企业的行业地位、商业模式稳定，多数属于金融、周期等行业，一般采用 PE、PB 等传统的相对估值法。

3.3. 以拼多多为例的 P/GMV 估值模型解析

2018 年 7 月 26 日拼多多在美上市，由于拼多多还处于 GMV 核心驱动的初期亏损阶段（PE 法不适用，PS 法估值无法体现初期的高速增长优势），且并非社交平台（社交平台多用 ARPU 值法估值），所以用 P/GMV 的相对估值法较为合适。

在阿里赴美上市之初，其上市首日市值 2314.39 亿美元，2014 年 GMV 为 2.44 万亿人民币，由此得出上市时 $P/GMV=0.59$ （汇率按当时 6.25 计算）；在京东 2014 年上市之时，市值为 260 亿美元，2014 年京东 GMV 为 2602 亿人民币，对应 $P/GMV=0.62$ （汇率按当时 6.22 计算）。二者在上市之初的均 P/GMV 处于较高水平。

在拼多多上市之时，对于阿里巴巴电商业务的估值：阿里巴巴旗下业务较为庞杂，主要分为核心电商业务、阿里云以及战略投资三部分，其中阿里云估值 175 亿美元，其余战略投资业务估值 1020 亿美元，拼多多上市当天阿里巴巴总市值近 5000 亿美元，扣除以上估值后，其核心电商业务估值为 3805 亿美元。

表 16: 阿里除电商业务外各业务估值

阿里旗下业务	估值（美金）	可比来源
阿里云	175 亿	按海外投行对亚马逊网络服务（AWS）10 倍 PS 的估值。
蚂蚁金服	500 亿	最新一期融资估值 1500 亿美元，阿里持股 33%。
数字媒体业务（优酷、阿里音乐、阿里体育等）	240 亿	数字媒体娱乐业务 2018 财年收入 196 亿元，参考爱奇艺上个财年 PS。
滴滴	30 亿（较为保守）	滴滴合并优步前估值 280 亿美金，阿里占比滴滴的股权在 11% 左右（未合并优步前）。
菜鸟物流	100 亿	菜鸟上一轮融资估值 1350 亿人民币，阿里持股 51%。

新零售	150 亿	一级市场估值简单估算。
-----	-------	-------------

数据来源：国泰君安证券研究

2018 财年(阿里财年并非自然年)总体 GMV 为 4.8 万亿, 市场预测 2019 财年 GMV 将达到 6 万亿, 此时预计 $P/GMV=0.43$ (汇率按 6.8 计算)。

在拼多多上市之时, 对于京东的估值: 当时京东市值 529 亿美元, 2017 年 GMV 为 1.3 万亿人民币, 市场预计 2018 年全年将增长至 1.8 万亿, 则对应 $P/GMV=0.2$ 。

而拼多多 2017 年 GMV 为 1412 亿元, 2018H1 平台实现 GMV 2621 亿元, 市场预测 2018 全年拼多多的 GMV 有望突破 4500 亿人民币。

表 17: 拼多多按 P/GMV 的对应估值范围

可比公司	P/GMV	拼多多对应估值
阿里巴巴(自身上市时)	0.59	389 亿美元
京东(自身上市时)	0.62	409 亿美元
阿里巴巴(拼多多上市时)	0.43	284 亿美元
京东(拼多多上市时)	0.21	138 亿美元

数据来源：国泰君安证券研究

根据上表可得拼多多的估值范围应在 138 亿美元-409 亿美元之间, 当然拼多多还不能够按照阿里和京东上市时给予如此高的估值, 但考虑到 2017 年阿里巴巴的 ARPU 为 8731 元人民币, 京东的 ARPU 为 4444 元人民币, 而拼多多二季度财报显示其 ARPU 仅为 762.8 元人民币, 相较于当前阿里和京东上升潜力大, 叠加其规模较小、增速较快的估值溢价, 最终拼多多在美上市定价 19 美元, 对应估值 210 亿美元。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		