

亚马逊到底值多少钱？

作者：卖炭翁

亚马逊公司1994年成立，创立时专注于网上图书零售，后来过渡到其它品类的网上零售，国际业务不断扩张，自营和第三方平台共同发展。目前市值为9459亿美元（2020年3月29日数据），以专注于用户为特色（customer obsession）。发展历史如下：

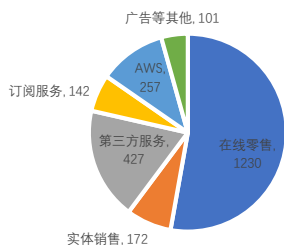
- 1994-1996**：成立亚马逊，公司以网上书店的形式进入消费者视线，以便捷的网上购物体验（24小时在线、足不出户），快速成为“地球上最大的书店”。1996年末，亚马逊网站上有超过250万种不同书籍，其中包括150万在版英文书籍，100万绝版书籍。亚马逊并不拥有大量库存，而是通过在线形式灵活对接订单。截至1997年3月，亚马逊累计销售超过3200万美金的书籍，服务超过34000名客户，遍布100个国家，网站的日点击量超过8万。
- 1997-2002**：电子消费品以及其他商品占比逐渐提高，国际业务逐步拓展。
- 2003-2016**：多媒体业务占比逐渐下降，引入第三方服务、Prime会员、AWS等高毛利服务类业务。
- 2014 至今**：亚马逊的服务类业务占比持续提高，多元布局寻找下一个高增长点。

亚马逊业务分为线上商店，线下商店，第三方服务，订阅服务，AWS以及其他（主要为广告）：

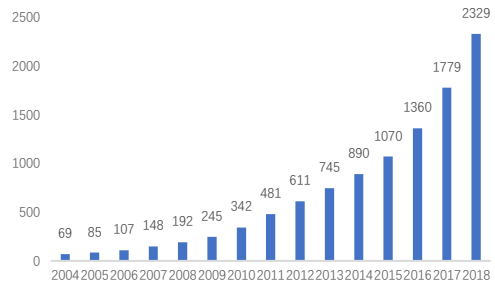
- 线上商店**：包括商品、多媒体产品（数字化或者实体）等的销售
- 线下商店**：主要为全食超市，也包括早期布局的Amazon Go以及Amazon Books等。
- 第三方服务**：主要来源于Marketplace第三方卖家成交佣金及FBA费用。
- 订阅服务**：主要来源于Prime会员费。
- 其他**：主要为广告收入

随着销售额连续高速增长，公司股价于2011-2013年开始腾飞。其竞争对手已经产生稳定的盈利，而与之相比亚马逊盈利低而且不稳定，PE远高于其同类公司。为进一步了解亚马逊前景，通过分析其各个业务板块本文得出亚马逊大致估值，供大家参考。

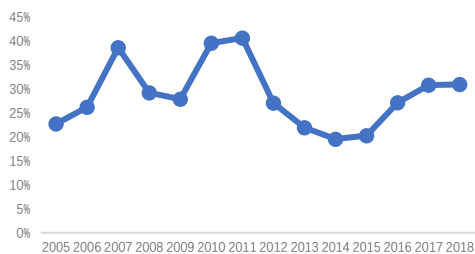
亚马逊2018年销售额
(亿美元)



亚马逊历年销售额



亚马逊销售额增速



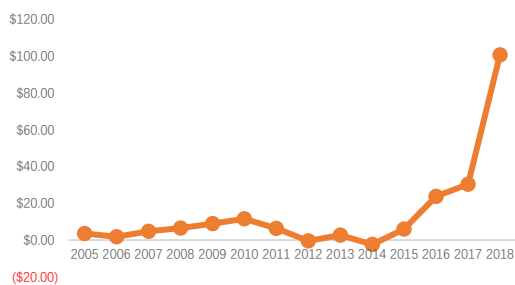
来源：亚马逊历年年报

亚马逊股价走势



来源：yahoo财经

亚马逊历年净利润



来源：亚马逊历年年报，东方财富

亚马逊及其它互联网及零售公司 PE

	PE TM
亚马逊	81.63
Facebook	24.18
苹果	18.84
谷歌	12.53
微软	25.69
沃尔玛	20.86

1. 线上零售

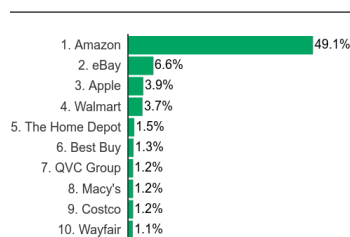
按照电商销售总额计算，中国为第一大电商市场，其次为美国，英国，日本，德国。亚马逊在中国份额较低，小于1%。公司的主要市场为美国，德国，英国，日本，印度，其它所有国家占亚马逊销售额8%。目前亚马逊在美国，德国份额较高，接近50%，英国印度接近30%，日本为15%。假定到2035年电商在主要国家占零售总额比重达到40-45%的成熟状态（部分零售行业较难电商化，如美容，药店，家具，娱乐，餐饮等），增速与零售总额增速持平，即2-3%年均增速。鉴于亚马逊持续投入，假定亚马逊份额在2035年也会有提升，如德国提升至50%，英国45%，日本32%，印度40%，2035年亚马逊GMV有望增长到2.2万亿美元，增速会减缓到4%，与零售市场增速类似。

2018年亚马逊GMV为3,803亿美元，其中约1,230亿美元为亚马逊直销收入，2,573亿美元来自于平台的第三方商家，占比约为68%。因为第三方平台销售额增速较亚马逊直销更快，因此假定2035年直销占26%，第三方平台占74%。到2035年亚马逊直销加上第三方服务的金额增至8,492亿美元，其中直销金额5,691亿美元，第三方服务为2,801亿美元。

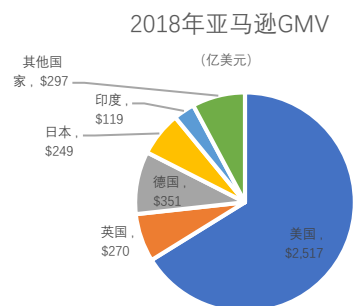
2019 年各国电商市场规模



2018 年美国前十大电商公司，按销售额



来源：Global Ecommerce，eMarketer，2018



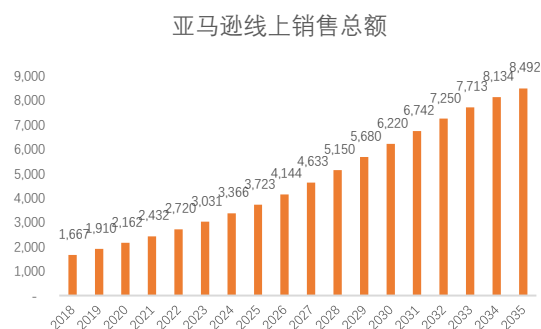
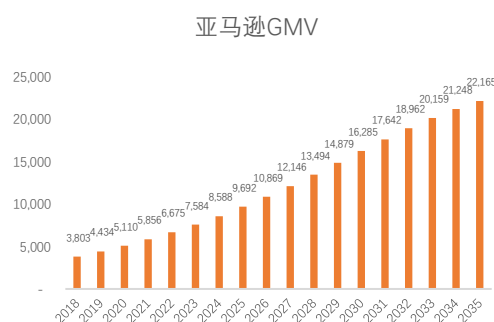
2018 年主要国家电商市场规模及亚马逊市场份额

	单位	电商零售总额	亚马逊市场份额	电商占零售总额比重
美国	亿美元	\$ 5,125.00	49%	16%
英国	亿英镑	£ 685.00	31%	18%
德国	亿欧元	€ 652.70	47%	11%
日本	万亿日元	¥ 17.98	15%	12%
印度	亿美元	\$ 385.00	31%	5%

来源：公开信息整理。

假设：

	2035 年电商零售总额比重	亚马逊 2018 年市场份额	亚马逊 2035 年市场份额	2035 年电商销售总额年增速
美国	45%	49%	50%	3%
英国	45%	31%	45%	2%
德国	45%	47%	50%	2%
日本	33%	15%	32%	2%
印度	19%	31%	40%	12%



来源：根据现有数据预测

2. AWS

云计算分为IAAS, PAAS, SAAS及其他,目前全球云计算市场规模为1863亿美元,其中,IAAS市场较为集中,亚马逊占据明显优势,市场份额达到52%;PAAS市场高度碎片化,微软,谷歌,Sales force及亚马逊处于第一梯队,亚马逊市场份额为19.8%;而PAAS的开拓者Salesforce 市场份额为15.1%;SAAS市场较为分散,前五家厂商微软,Salesforce, Adobe, Oracle, SAP占据一半市场份额。

目前云计算约占整个IT市场8%,未来有望增长至30-40%市场份额。亚马逊约占整个云计算市场14%,仍在不断增加投入,假定2035年亚马逊占据云计算市场20%份额,亚马逊AWS销售额有望增至2,970亿美元,销售额增速降至5-10%。

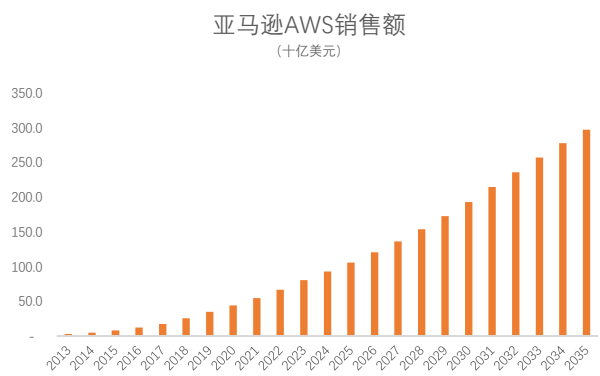
云计算市场规模

(十亿美元)

年份	IAAS	PAAS	SAAS	BPAAS	Others	Total
2017	30.00	11.9	60.2	42.6	8.7	153.40
2018	40.80	15	73.6	46.4	10.5	186.30
2019	52.90	18.6	87.2	50.1	12.3	221.10

2020	67.40	22.7	101.9	54.1	14.1	260.20
2021	83.50	27.3	117.1	58.4	16.1	302.40

来源：Gartner



来源：根据现有数据预测

3. 订阅服务

Prime 发展历程:

2005年，发布 Amazon Prime 服务，会员年费79美元，为会员提供境内任意金额购物两天送达的服务；（这时候亚马逊还是一个以书为主要商品的在线商店）；

2007年，先后在德国、日本和英国发布了Amazon Prime 服务，随后又分别在法国、意大利和加拿大开通了该服务；

2011年，在德国、英国和美国为 Prime 用户提供 Amazon Instant Video 服务，该服务提供免费的在线视频和电视节目；

2011年，Prime 会员可以免费借阅 Kindle 书籍；

2014年，Prime 年费从79美元提高到99美元；2014年，针对 Prime 会员又陆续推出了 Prime Music 和 Prime Photos 服务，会员可以享受免费的在线音乐、存储不限量的照片；

2015年，亚马逊于开始向14个美国大城市的Prime会员提供免费的即日送货服务。

2016年，在印度，墨西哥推出Prime服务。2016年4月，亚马逊宣布将当天发货范围扩大到夏洛特，辛辛那提，弗雷斯诺，路易斯维尔，密尔沃基，纳什维尔，新泽西州中部，罗利，里士满，萨克拉曼多，斯托克顿和图森，从而将总覆盖范围扩大到27个地区都会区。

2018年5月，亚马逊将美国Prime会员年费从99美元提高至119美元。

2019年6月，亚马逊通过Amazon Prime扩展了一日交付服务，并指出美国会员可以免费使用Prime Free Day超过1000万种产品，而没有最低购买量。

据方正证券计算，Prime的实际价值为784美元，远远超过118美元年费。伴随着亚马逊推出一日达以及部分区域的两小时送达，Prime的隐含价值更高，因此亚马逊Prime的主要用途是吸引客户，促进消费而非盈利，Prime业务预计会产生部分亏损。

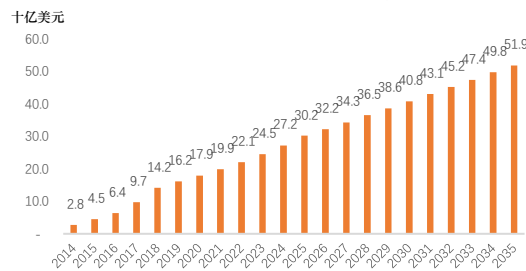
亚马逊 Prime 实际价值



来源：方正证券

根据现有数据推测，2018年Prime会员总数超过1亿，达到1.1亿，其中约7500万来自美国，意味着美国60%家庭是已订阅Prime服务，未来的Prime用户数量增长将主要来自于国际客户。假定2035年Prime用户增至3.21亿，其中美国家庭订阅率由60%增至83%，英德日印订阅用户数由现在的7%增至家庭总数40%（与亚马逊在各国的市场占有率类似），订阅服务销售额有望由2018年的141.7亿美元增至518.8亿美元。

亚马逊订阅服务销售额



来源：根据现有数据预测

4. 实体零售

亚马逊的实体零售由收购的全食超市以及之前布局的也包括早期布局的Amazon Go以及Amazon Books等，主要销售额来自于全食超市。实体零售销售增速相对较慢，据亚马逊2019年财报，实体商店销售额与2018年相比下降0.2%。在此我们假定未来15年实体商店零售增速为3%，与整个美国零售额增速一致，到2035年亚马逊实体零售额达到285亿美元。

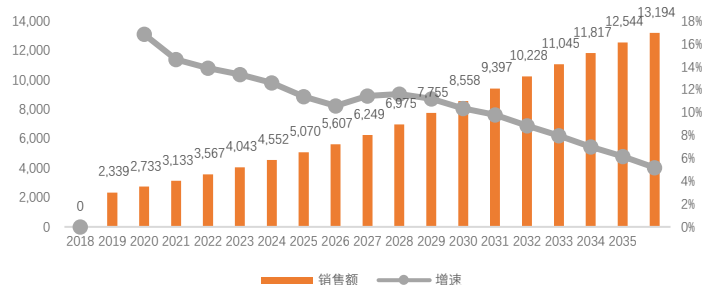
5. 其他

亚马逊的其他部分主要为广告收入，约占整个其他类收入的66%。2018年广告收入约为67亿美元，在美国的线上零售广告市场中，亚马逊仅占24%市场份额，与其49%线上零售份额不匹配，因此预期亚马逊广告收入会持续增长。假定在2035年亚马逊在线上零售广告份额与其销售份额类似，广告收入将增长至563亿美元。

综合以上五项，得到亚马逊未来整体年销售额及增速为：

年销售额由2018年2,339亿美元增至2035年13,194亿美元。增速由17%逐渐降至5.2%。

亚马逊未来年销售额预估及增速



来源：根据现有数据预测

在计算其盈利时，使用如下假设：

- 1) 销售成本占销售额比重在60%，与2018年数字相同。因美国零售行业非常发达，竞争激烈，消费者有多种选择。同样商品的价格亚马逊与沃尔玛类似，略高于Costco，因此未来售价难以提升，而采购成本方面，因为亚马逊，沃尔玛与Costco同样采购量较大，因此其采购价预计相近，这就意味着亚马逊线上直销难以得到较高的毛利率，可能与Walmart的25%相近。
- 2) Fulfillment成本2016年，2017年，2018年占销售额比重在13.0%，14.2%，14.6%，随着亚马逊推出一日达，预计fulfillment成本继续维持在高位，假定维持在2018年数据14.6%上。
- 3) 市场推广费用占销售额比例在2016，2017，2018年分别在5.3%，5.7%，5.9%，假定未来维持在销售额5.9%。
- 4) 技术及内容占销售额比例在2016，2017，2018年分别为11.8%，12.7%，12.4%，大部分技术投入在AWS以维持领先地位，其他投入在亚马逊物流以及新产品如Echo等；内容主要投入在自制和购买音乐，影视节目内容上。假定未来技术及内容占销售额比例维持在销售额的12.4%，2031年之后降至11.4%。
- 5) 公司于2026年开始分红，分红额为净利润50%，2031年增加至净利润75%。

得出亚马逊利润将从2018年的100.7亿美元增长至762亿美元。采用DDM模型以不同的长期增长率及折现率可以得到亚马逊估值在4000-6700亿美元之间，现有估值高估30-60%。

亚马逊估值敏感性分析

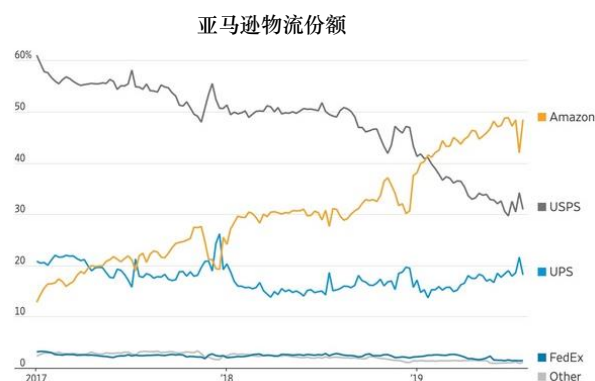
敏感性测试结果		长期增长率(g)				
WACC	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
8.0%	4,767	5,168	5,668	6,312	7,170	8,372
8.5%	4,159	4,465	4,839	5,306	5,906	6,707
9.0%	3,660	3,898	4,183	4,532	4,968	5,529
9.5%	3,245	3,433	3,655	3,921	4,247	4,654
10.0%	2,894	3,045	3,220	3,428	3,676	3,981

来源：根据现有数据预测

有关几个要点的说明：

- 1) 亚马逊现金流。亚马逊的应付账款天数为95天，而其存货周转天数和应收账款周转天数分别为43.6和23.4天，意味着亚马逊可以每年免费使用其供应商及客户的款项28天，其营运资本在2016，2017，2018年分别为-240亿美元，-286亿美元，-345.3亿美元，意味着亚马逊2018年营运现金流中有345.3亿美元是来自客户和供应商，只要亚马逊线上及线下销售额快速增长，其经营现金流也会快速增长，亚马逊可以使用这笔资金进行研发，投资等其他产生长期价值的活动。但是到2035年随着销售额增速趋缓，未来的经营现金流增长也会放缓，亚马逊需要寻找其它增长点来维持高估值。
- 2) 亚马逊物流及配送。亚马逊持续投资于物流领域，目前亚马逊配送约有50%是自己完成的，其余50%分配给UPS及USPS。目前亚马逊力推一日达，这会提升用户粘性但是大幅增加物流成本。2019年第四季度全球运输成本从

2018年第四季度的90.4亿美元增至128.8亿美元。投资者关系总监戴夫（Dave）菲尔德斯指出，一日送货是主要原因，随着一日达在其他国家普及，物流成本会继续上升。在无人机及自动驾驶汽车成熟前，最后一公里成本高居不下。而当无人机与自动驾驶汽车投入使用以后，亚马逊的竞争对手如沃尔玛也可以采取同样的技术加快包裹运送，意味着亚马逊可能难以与其竞争对手拉开差距。



来源：Rakuten Intelligence

- 3) 医疗。亚马逊可能进入的领域包括医疗设备销售，非处方药，处方药销售，规模分别为1560亿，280亿，5600亿美元，考虑到处方药销售门槛极高，由PBM，医保机构及药店垄断，并且呈现行业纵向整合的趋势，亚马逊进入该领域难度较大。医疗设备销售专业性较强，亚马逊比较容易渗透的领域为非处方药销售，如果想要进入PBM等行业，需要进行大规模并购，目前主要PBM公司如CVS市值达到770亿美元，保险机构如Anthem市值581亿美元，规模大大超过公司之前的并购案例，并且目前来看缺少协同效应。
- 3) 融资租赁。亚马逊使用了大量的融资租赁，在固定资产投资中，融资租赁使用率越来越高，公司总的融资租赁额也由2012年13.42亿美元增至263.28亿美元，大量使用融资租赁会导致现金流失真，也导致净利润存在更大调节空间。

公司历年固定资产投资中现金与融资租赁金额

(亿美元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
融资租赁	8.31	27.44	49.28	52.61	69.13	131.78	142.56
现金投入	38	34	49	46	67	101	140.2

来源：历年财报

公司历年融资租赁总额

(亿美元)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
融资租赁	13.42	32.2	68.11	98.42	126.39	210.76	263.28

来源：历年财报

- 6) 增长。目前电商销售额分别占各国零售总额的比例如下，目前各国电商市场增速在10-24%之间，即便亚马逊市场份额不变，其销售额也会以两位数增长，随着电商占总零售额比重增加，其增速会减缓，最终达到约4-5%。

	电商占零售总额比重	2018年电商市场增速
美国	16%	14%
英国	18%	15%
德国	11%	13%
日本	12%	9%

印度	5%	25%
----	----	-----

来源：公开信息整理

风险提示：

- 1. 长期预测中难以对科技的因素做出准确预估，如无人驾驶汽车，无人机等，因此会差生偏差；
- 2. 本文未考虑亚马逊通过并购方式进入新的领域，如医疗。