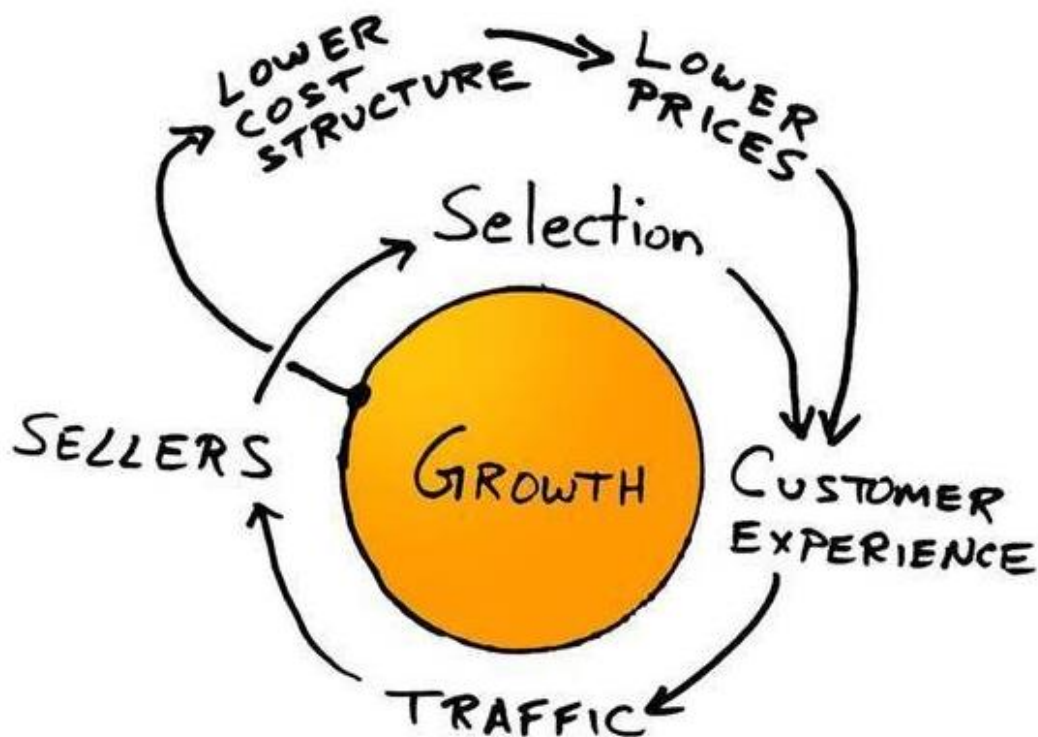


亞馬遜的「飛輪」理論



時富研究部
research@cash.com.hk
6 Aug 2018

張浩銓
Senior Research Analyst
Tel: (+852) 2287-8788
Tony.Cheung@cash.com.hk

資料來源：亞馬遜

從(1)投資到推動流量、(2)吸引賣家、(3)改善選擇的廣度和便利性、(4)提供更好的客戶體驗反過來又增加流量 – 令整個生態系統擴張。隨著這飛輪不斷運轉，亞馬遜能夠降低成本結構，從而降低價格，進一步提升客戶體驗。因此飛輪在旋轉時轉動得更快，而增長本身便是一個加速器。

- 亞馬遜的「飛輪式 (Flywheel) 良性循環」

可以說，就互聯網對社會的影響而言，我們仍處於「第一天」，而其公司仍然處於其商業生命週期的「早期階段」。

- 亞馬遜董事長兼首席執行官傑夫貝索斯

市場地位：亞馬遜(Amazon.com)是世界領先的在線零售商、電子書閱讀器製造商及 Web 服務提供商。最近，亞馬遜通過四方面去擴展其帝國：

(1)Prime 生態系統的擴展以增強客戶黏性；(2)第三方賣家的增長引擎(同時意味可降低滲透至新國家的風險)；(3)通過額外的配送中心加快送貨速度；(4)在滲透率不高的類別(包括服裝、消費品、辦公室)的增長令人留下深刻印象。

能夠建立忠誠客戶群的生態系統：亞馬遜最初於 2005 年推出了 Prime，提供約 100 萬件物品**無限量的兩日內送達服務**。經過超過十年的投資和創新，Prime 擴展並涵蓋各種產品(現在有 2 種付款方式：每月 12.99 美元或每年 99 美元)。今天的 Prime 會員還可使用包括與 Netflix 和 Hulu 相媲美的**串流視頻服務**，與 Spotify 和 Pandora 相媲美的**串流音樂服務**，可與 iCloud 和 Google Photos 相媲美的**照片存儲**等等，上述都大大提高用戶保留率。**這就是為何我們認為 Prime 是亞馬遜飛輪能產生較佳用戶體驗的關鍵驅動因素。**

以 Fulfilment by Amazon(FBA)為後盾完善垂直產業鏈：強大的電子商務物流系統是支持 Prime 的主要關鍵。亞馬遜是一家電子商務平台公司，以不斷發展物流網絡作為後盾，其中倉儲及物流投資就是亞馬遜的主要成本之一。亞馬遜建立物流中心、開發無人機、倉儲機器人、車隊和運輸系統，都旨在加快交付過程，以提高客戶體驗和優化成本效益，及創建 Fulfilment by Amazon。

以大數據為燃料，廣告業務為引擎：亞馬遜利用電子商務的大量交易數據(谷歌為搜索引擎的最大競爭對手)。我們認為沒有任何公司比亞馬遜更能利用消費者搜索行為數據去了解客戶，因此廣告客戶很願意在亞馬遜花費其廣告預算，以更容易將搜索點擊轉換為電子商務平台上的實際銷售。考慮到大數據、人工智能和雲分析的採用，我們預計會有更多的客戶被吸引到亞馬遜上購物，為亞馬遜帶來更多的廣告預算以及上架產品，隨著產品資訊及選擇更多，則反過來刺激更多消費，推動亞馬遜飛輪式「良性循環」。

亞馬遜網絡服務：AWS 佔公司目前總營業利潤近 70%。我們喜歡 AWS 將繼續受益於其先發優勢、最廣泛的雲服務組合及開發人員的創新。

評級「買入」，目標價 1,950 美元：利用分類加總估值法(Sum-of-the-parts analysis)，我們得出目標價為 1,950 美元。我們相信這種方法更合適地對公司旗下龐大、快速增長且盈利的 AWS 業務進行估值。我們利用全球平均零售業同行 1.7 倍的企業價值/銷售(EV/Sales)倍數，乘以 2019 年零售業作估值，為銷售業務估值。再以 SaaS 全球軟件行業平均 21.8 倍的 EV/EBITDA 倍數，乘以 2019E AWS 的 EBITDA，為 AWS 業務估值。

圖：亞馬遜及同行估值及盈利預測(零售)

股票	股票代號	股價(當地貨幣)	TP	上行%	18年EPS增長	19年EPS增長	2018 PE	2019 PE	2018 ROE	2019 ROE	2018 PB	2019 PB	企業價值/銷售
環球零售													
亞馬遜公司	AMZN US Equity	1823.29	1950.00	6.9%	150.60	39.94	71.97	51.43	21.71	23.46	21.23	14.99	3.77
家得寶	HD US Equity	195.64	NA	NA	26.68	8.06	20.70	19.16	869.96	606.55	117.57	115.01	2.30
羅威	LOW US Equity	97.63	NA	NA	24.19	12.07	17.91	15.98	71.62	74.83	12.46	11.60	1.30
目標百貨公司	TGT US Equity	81.45	NA	NA	12.82	3.09	15.33	14.87	24.07	24.39	3.66	3.51	0.73
汽車地帶公司	AZO US Equity	721.38	NA	NA	13.24	12.98	14.46	12.79	-96.28	-110.78	NA	NA	2.11
前進汽車零件	AAP US Equity	144.68	NA	NA	26.93	13.50	21.23	18.70	14.09	14.58	2.77	2.56	1.16
沃爾瑪公司	WMT US Equity	89.60	NA	NA	7.33	3.37	18.89	18.27	17.65	21.39	3.41	3.33	0.60
	平均				37.40	13.29	25.78	21.60	131.83	93.49	26.85	25.17	1.71
	中位數				24.19	12.07	18.89	18.27	21.71	23.46	8.06	7.55	1.30

資料來源：彭博、時富

圖：亞馬遜及同行估值及盈利預測(雲端)

股票	股票代號	股價(當地貨幣)	TP	上行%	18年EPS增長	19年EPS增長	2018 PE	2019 PE	18 EV/EBITDA	19 EV/EBITDA	18EBITDAGth	19EBITDAGth
軟件股												
亞馬遜	AMZN Equity	1823.29	1950.00	6.9%	150.60	39.94	71.97	51.43	28.03	20.85	58.38	33.10
金碟	268 HK Equity	8.79	NA	NA	5.98	34.19	65.60	48.88	30.34	25.41	5.70	17.87
用友網絡	600588 CH Equity	23.80	NA	NA	70.44	34.46	67.46	50.17	39.97	30.86	NA	27.74
遠光軟件	002063 CH Equity	5.75	NA	NA	25.80	27.24	22.30	17.55	NA	NA	NA	NA
東軟集團	600718 CH Equity	12.63	NA	NA	-50.00	14.88	29.21	25.43	NA	NA	-42.37	30.56
暢捷通	1588 HK Equity	11.20	NA	NA	-68.95	67.65	28.63	17.08	NA	NA	NA	9.89
浪潮國際	596 HK Equity	2.78	NA	NA	NA	13.33	18.53	16.35	NA	NA	NA	NA
Sage	SGE LN Equity	660.00	NA	NA	3.49	9.42	20.06	18.33	14.62	13.13	6.16	8.95
SAP	SAP US Equity	115.71	NA	NA	NA	11.78	22.72	20.32	NA	NA	0.58	15.21
甲骨文	ORCL US Equity	48.47	NA	NA	7.95	7.30	14.39	13.41	9.77	9.23	28.98	5.03
Salesforce	CRM US Equity	141.04	NA	NA	71.26	17.30	61.00	52.01	NA	25.20	32.34	25.87
財捷集團	INTU US Equity	205.15	NA	NA	25.33	17.57	37.12	31.57	23.54	20.60	11.36	11.12
Workday	WDAY US Equity	129.16	NA	NA	22.14	31.64	102.67	78.00	51.89	37.90	41.32	34.61
Linx	LINX3 BZ Equity	18.40	NA	NA	-17.83	24.07	29.92	24.12	15.53	13.37	19.16	16.08
	平均				20.52	25.05	42.26	33.19	26.71	21.84	16.16	19.67
	中位數				15.04	20.82	29.56	24.77	25.78	20.85	15.26	16.98

資料來源：彭博、時富

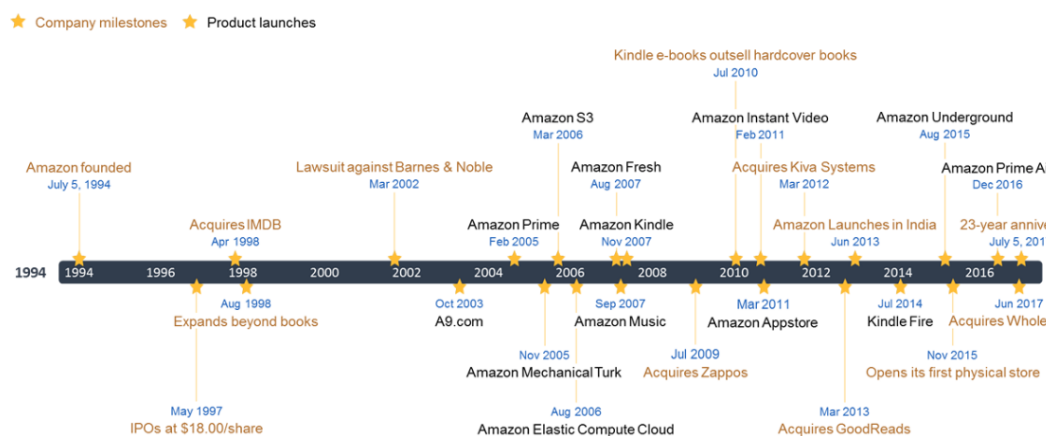
目錄

背景.....	5
近況.....	7
飛輪式增長引擎.....	12
1. 以 Prime 為核心推動力.....	12
2. 電商物流增長.....	16
3. 強大數據庫.....	17
4. 亞馬遜雲服務.....	18
5. 平台+硬件構建閉環生態系統，擴展生活服務新業務.....	19
6. 成本控制.....	20
長遠競爭力 – 價格低、送達快、選擇多.....	21
1. 平台為買家帶來優質體驗，可增加用戶粘性.....	21
2. 完善物流網絡孕育規模經濟(減少新入者威脅，從競爭者脫穎而出).....	21
3. 面向買家及賣家議價能力強.....	24
估值.....	25
風險.....	26

背景

亞馬遜(Amazon.com)是世界領先的在線零售商、電子書閱讀器製造商及 Web 服務提供商。其總部位於華盛頓州西雅圖市，該公司是一家以互聯網為基礎的企業，通過第三方及自有品牌銷售書籍、音樂、電影、家居用品、電子產品、玩具和許多其他品種的商品。其 Web 服務業務包括租用數據存儲及計算資源(雲計算，其用戶包括 Netflix 等)。最近，亞馬遜通過四方面去擴展其帝國：(1)Prime 生態系統的擴展以增強客戶黏性；(2)第三方賣家的增長引擎(同時意味可降低滲透至新國家的風險)；(3)通過額外的配送中心加快送貨速度；(4)在滲透率不高的類別(包括服裝、消費品、辦公室)的增長令人留下深刻印象。考慮到服裝為高度分散的大類，預料亞馬遜較容易進入市場，並利用其在價格和快速交付方面的競爭力。

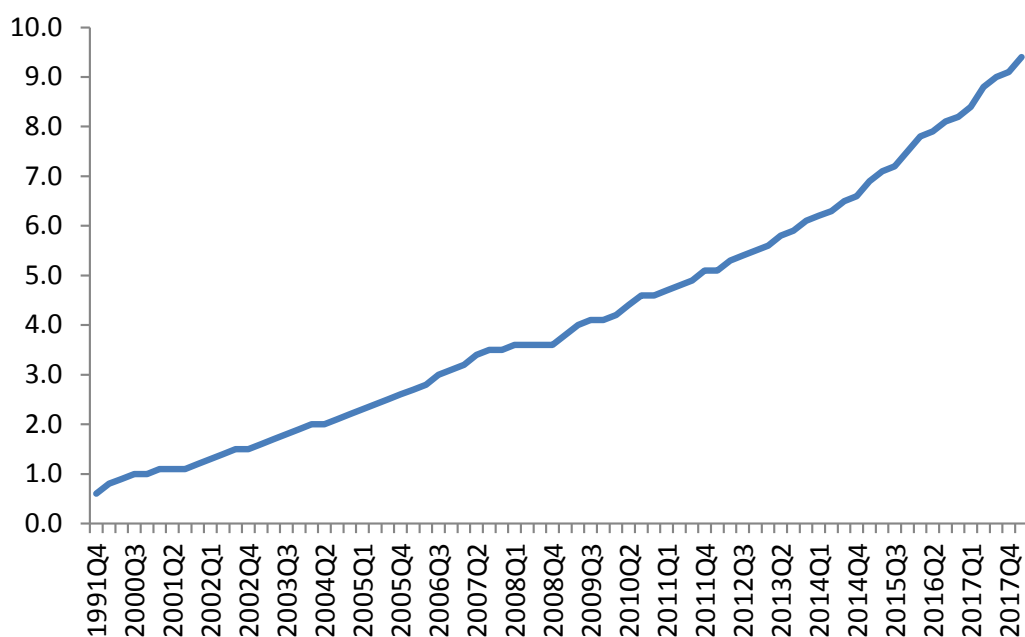
圖：亞馬遜帝國的發展



資料來源：亞馬遜、時富

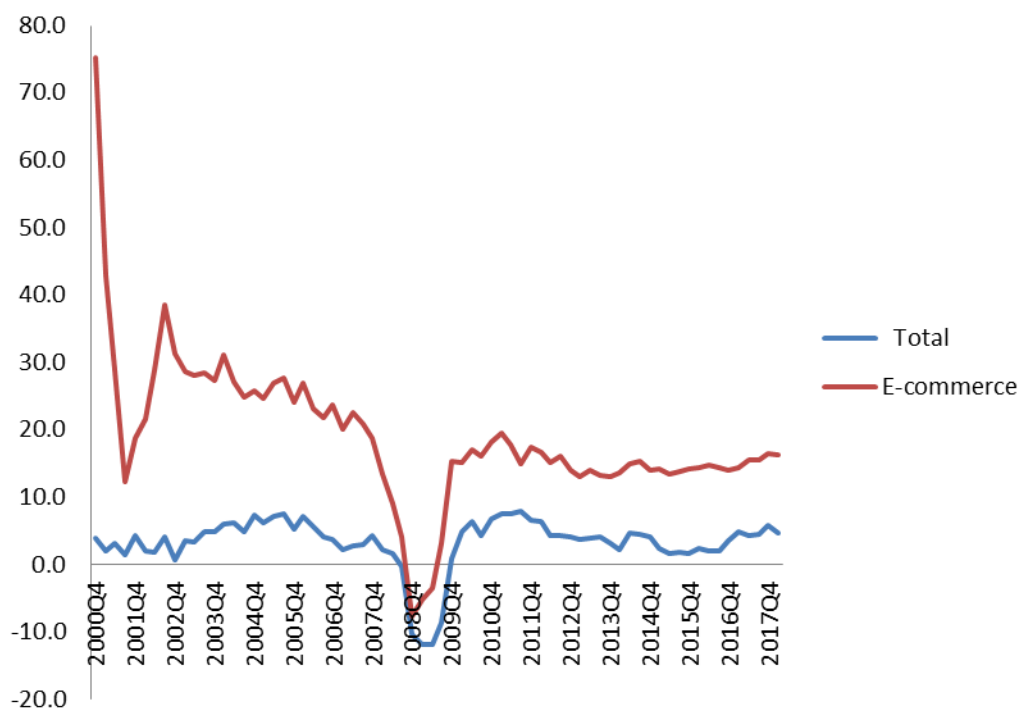
亞馬遜最初是一家在線書店，但現在亞馬遜是電子商務業內各個領域的巨頭，從時尚到雜貨，並由強大的第三方賣家市場網絡所推動。亞馬遜作為最大的電子商務平台，佔美國電子商務市場總量的 49%。在流行類別方面，消費電子和科技(25%)繼續成為主導產品類別，其次是(2)服裝和配飾(2018 年為 15.4%)，(3)健康、個人護理和美容(6.2%)以及(4)食品和飲料(1.8%)。在 2018 年第一季度，零售總額為 1.2 萬億美元，其中 9.3%來自電子商務。數十年來，電子商務的表現一直優於零售總額(2018 年第一季度增長為 16.4%，高於零售增長 4.7%)，鑑於最近的人工智能發展(廣告定位增強)和網絡安全水平提高，我們繼續喜歡電子商務的未來。

圖. 自 1991 年第 4 季度美國電子商務銷售佔總零售銷售



資料來源：美國人口普查局、時富

圖. 自 1991 年第 4 季度美國零售銷售以及電子商務按年增長



資料來源：美國人口普查局、時富

近況

塑造雜貨行業生態系統：自 2007 年推出 AmazonFresh 以來，亞馬遜推出了一系列旨在滲透到雜貨行業的舉措。亞馬遜目前有五個主要產品：

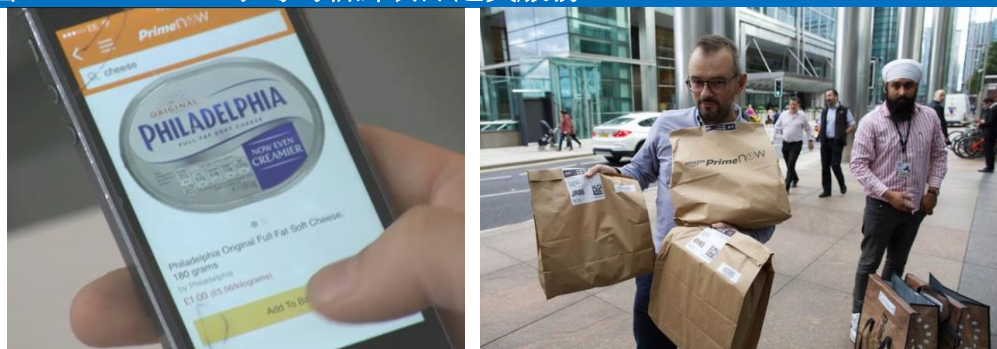
(1)AmazonFresh，在西雅圖、北加州、南加州、紐約和費城超過 50 萬件物品提供雜貨配送服務。 AmazonFresh 會員費用為每月 14.99 美元，僅適用於現有 Prime 會員；(2)Prime Now 則涵蓋更多消費品，並在美國 30 多個城市超過 25,000 件商品可以為金額超過 40 美元的訂單提供 2 小時免費送貨(國際付運則要訂單超過 60 美元)。其中，亞馬遜與部份第三方雜貨店合作；以及(3)Prime Pantry，提供不易變質的雜貨和家用產品；(4)AmazonFresh Pickup，令 Prime 會員可免費選擇什麼時候及地方領取其訂貨；以及(5)Amazon Go，一家部分自動化的雜貨店，客戶可以在不使用收銀台或結賬台的情況下購買產品。

圖. Amazon Fresh



資料來源：亞馬遜、時富

圖. Prime Now 一小時的新鮮食品送貨服務



資料來源：亞馬遜、時富

圖. Prime Pantry



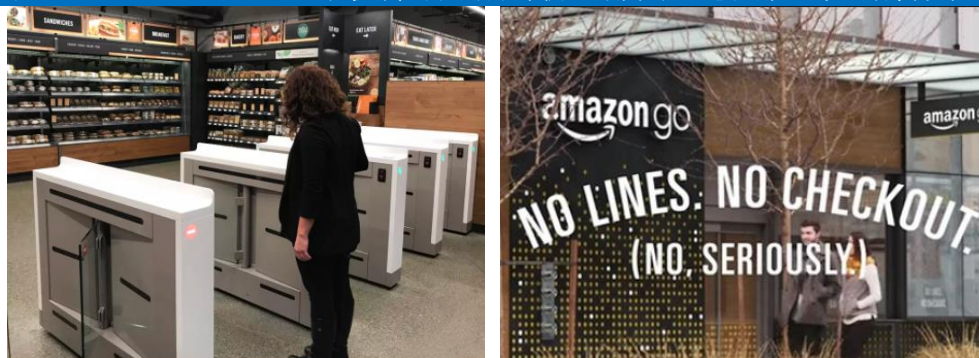
資料來源：亞馬遜、時富

圖. Amazon Fresh pickup



資料來源：亞馬遜、時富

圖. AmazonGo – 進入以手機掃描識別身份、離開以應用程式自動付費



資料來源：亞馬遜、時富

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。

獲全食超市合作夥伴支持：亞馬遜及全食超市(WFM)宣布他們已簽訂的合併協議，其中亞馬遜是收購方。我們認為其可以透過 3 個渠道增加客戶的黏性：**(1)線上分銷快速擴張：**雖然大部份雜貨商品品牌都是區域性的，但我們相信亞馬遜可為全食旗下的 365 Everyday Value 自有品牌(即產品印有零售商即亞馬遜的商標)擴大在線分銷，而後者本身是國家品牌(由製造商生產及分銷，印有製造商的商標品牌)。此外，**(2)利用物流網絡的協同作用：**全食超市的實體店將有助提高 AmazonFresh 的在線訂購及本地交付的密度，其可作為本地樞紐點，改善全食的「最後一英里」及其交付能力(而全食超市是透過 Instacart 在特定城市提供本地交付服務)。**(3)漸向實體零售轉型：**我們發現 Amazon Bookstores 和西雅圖的 Amazon Go 商店為客戶提供「線上+線下」體驗，便利性以及資料充足性是提高購物者購買意願的關鍵。

圖. 全食超市及亞馬遜



資料來源：Seeking Alpha, supermarketnews.com, 時富

潛在打進旅遊業市場，但仍需時：亞馬遜可透過 3 種方法搶佔市場：**(1)**亞馬遜過去以激進手法定價，為提供酒店較低佣金率。此外，**(2)**購買頻率較低且客戶每次旅行的支出較高，因此我們認為性價比對在線旅遊業務來說尤其重要而亞馬遜的龐大規模及使用數據推動變現的能力，我們認為這是亞馬遜平台擅長吸引人群注意。**(3)**我們還看到潛在的合作夥伴關係或收購可以使亞馬遜更快地搶佔市場。

醫療保健新增長領域：近期亞馬遜、伯克希爾哈撒韋公司、摩根大通公司宣佈建立合作夥伴關係，以形成一間旨在降低醫療成本之公司。我們認為這家新公司僅具有概念性，管理團隊依然有待組建，且沒有實際總部和運營細節，或意味尚未建立任何解決方案。最初，新公司將專注於技術而非保險。不過，考慮到參與者都是偉大的公司，坐擁科技、承保和財務方面的專業知識，相信藥品福利管理(PBM)服務將來有潛力。但是，如果沒有醫療保健方面的經驗，我們認為變現亦需要一段時間。我們認為亞馬遜在藥房和藥品分銷(特別是仿製藥)方面有長期機會，考慮到**(1)**其利潤率高於零售業、**(2)**可提供經常性收入，以及**(3)**能充分利用亞馬遜在物流上投資去

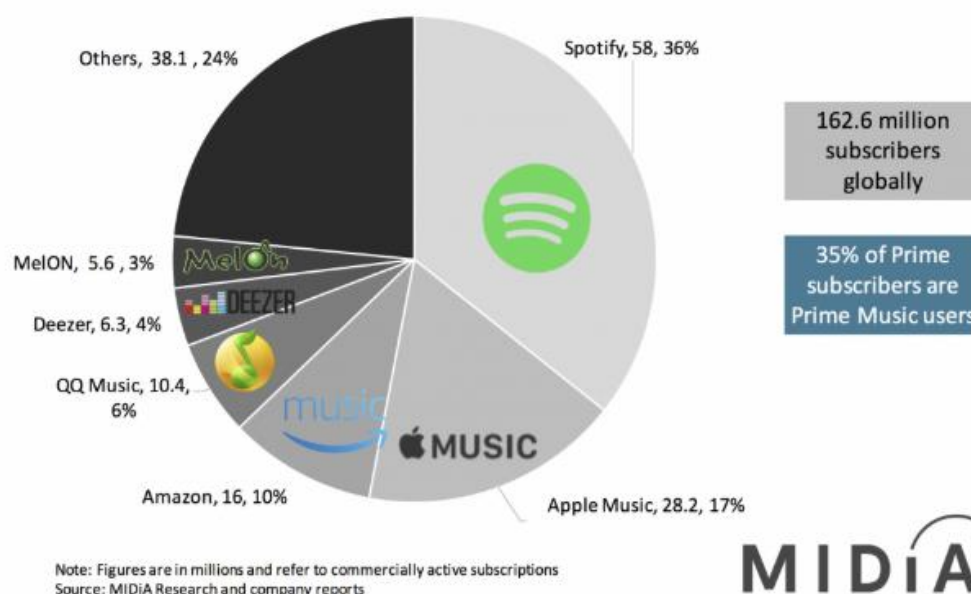
增值。

在音樂生態系統中建立客戶群：據 MIDiA research，2017 年 6 月全球音樂用戶總數增長至 1.626 億，比 2016 年底的 1.326 億增加了 3,000 萬。亞馬遜目前是全球第三大串流媒體音樂服務供應商，截至 2016 年 6 月有 1,600 萬用戶，橫越 Amazon Prime Music 和 Music Unlimited。鑑於亞馬遜僅佔有 4 個市場(美國、英國、德國和日本)，而蘋果佔有 115 個國家(排名第 2，擁有 2,800 萬付費用戶)，以及 Spotify(排名第 1，擁有 5,800 萬付費用戶)佔有 63 個市場，1,600 萬用戶這數字確實令人印象深刻。經過多年悄悄建立客戶群，我們將亞馬遜視為行內「黑馬」。

圖. 亞馬遜目前是全球第三大串流媒體音樂服務供應商

Amazon Has Fast Become The 3rd Largest Music Subscription Service Globally

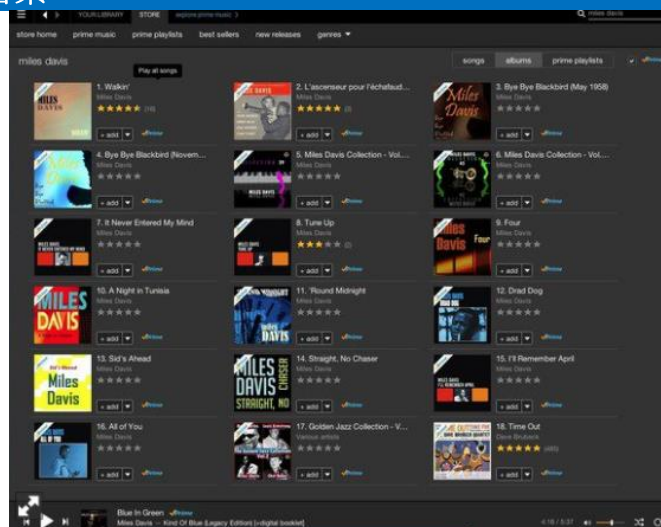
Global Streaming Music Subscribers, June 2017



資料來源：MIDiA research, 時富

多項舉措旨在建立更多 Prime 會員：我們認為貝索斯的另一主要投資重點為 Prime Media 的訂閱服務，公司投資 Prime Video 之優質原創音頻和視頻內容，與 Netflix 競爭。由亞馬遜工作室(Amazon Studios)製作的《情繫海邊之城》(‘Manchester By the Sea’)贏得了奧斯卡獎，我們認為亞馬遜在音樂和視頻發展方面的意圖是引發更多消費者加入成為 Prime 會員，並提升旗下電子商務銷售。

圖. 亞馬遜音樂



資料來源：techhive.com、時富

飛輪式增長引擎

1. 以 Prime 為核心推動力

能夠建立忠誠客戶群的生態系統：亞馬遜最初於 2005 年推出了 Prime，以每年 79 美元的價格提供約 100 萬件物品**無限量的兩日內送達服務**。經過超過十年的投資和創新，Prime 擴展並涵蓋各種產品(現在有 2 種付款方式：每月 12.99 美元或每年 99 美元)。今天的 Prime 會員還可使用包括與 Netflix 和 Hulu 相媲美的**串流視頻服務**，與 Spotify 和 Pandora 相媲美的**串流音樂服務**，可與 iCloud 和 Google Photos 相媲美的**照片存儲**等等，上述都大大提高用戶保留率。這就是為何我們認為 Prime 是亞馬遜飛輪能產生較佳用戶體驗的關鍵驅動因素。同時，Prime 提供各種功能，我們認為幾乎沒有一家公司可以複製其生態系統。在**增加 Prime 服務在產品及地理上的涵蓋**(擴大兩天免費送貨項目或一天交付服務所涵蓋的產品範圍，以及擴大即日交付服務的地理覆蓋範圍)同時，亞馬遜亦正為**主要會員增加更多新服務**，從而提高用戶粘性及市場准入門檻。

圖. Prime 優惠以及亞馬遜的生態系統

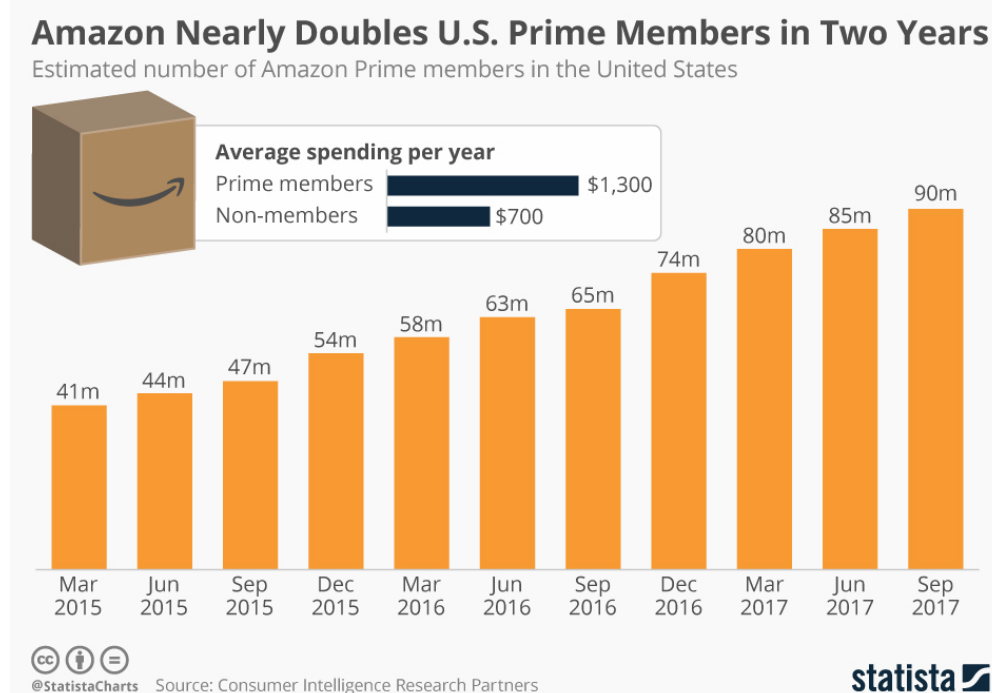
Shipping benefits	
FREE Two-Day Shipping	Delivery on eligible items to addresses in the contiguous U.S. and other shipping benefits
FREE Same-Day Delivery	Delivery in eligible zip codes
Prime Now	Get FREE 2-Hour Delivery on thousands of items
Streaming benefits	
Prime Video	Inlimited streaming of movies and TV episodes for paid or free trial members in the U.S. and Puerto Rico
Amazon Channels	Watch your favorite shows and movies from HBO, SHOWTIME and STARZ channels (USD4.99-14.99/month for Prime members)
Prime Music	Unlimited, ad-free access to hundreds of Prime Playlists and more than a million songs for members in the U.S. and Puerto Rico
Amazon Music Unlimited	Prime members can get discounted Amazon Music Unlimited monthly plans and there are annual plans available exclusively to Prime members
Twitch Prime	Members get exclusive discounts on physical games pre-orders and new releases
Shopping benefits	
Amazon Prime Rewards	Eligible Prime members earn 5% back every day on all Amazon.com purchases with Prime credit Card
Prime Pantry	Prime members in select regions can shop for groceries and household products in everyday sizes and pay an additional delivery fee
Amazon Fresh	Prime members in select regions can pay an additional monthly membership fee to receive FREE shipping on all Amazon Fresh orders of \$50 or more, or pay a flat delivery fee for each order they place under \$50
Prime Early Access	Get 30-minute early access to Lightning Deals on Amazon.com
Amazon Elements	Access to Amazon Elements products, Amazon's own line of everyday essentials
Amazon Family	These include up to 20% off diapers, baby food, and more through Subscribe & Save and 15% off eligible products from your baby registry
Amazon Dash for Prime	Never run out of your favorite products with Amazon Dash Button
Reading benefits	
Prime Reading	You can borrow books, magazines, and more from the Prime Reading catalog
Amazon First Reads:	Early access for members in the U.S. to download a new book for free every month from the Amazon First Reads picks
Audible Channels for Prime	Unlimited listening to original audio series and playlists handcrafted for every interest
Washington Post Free Trial	Enjoy unlimited access to The Washington Post with a six-month free trial
Others	
Prime Photos	Secure unlimited photo storage and enhanced search and organization features in Amazon Drive for you and the members of your Family Vault

資料來源：亞馬遜、時富

每用戶收入：亞馬遜當前電子商務戰略的核心是「Prime」，即吸引消費者加入 Prime 會員，並支付年費，方能以及低價使用更多優質的亞馬遜服務(包括快速抵達免費送貨、Prime 獨家折扣與優惠、音樂和視頻內容訂閱服務等)，這有助於增強消費者體驗及用戶粘性，從而刺激消費者在亞馬遜上花更多錢。事實上，亞馬遜 Prime 會員的消費遠遠超過非 Prime 會員(Prime 會員平均每年花費 1,300 美元，高於非 Prime 會員每年花費 700 美元)。亞馬遜宣布美國 Prime 會員價格從每年 99 美元增加到每年 119 美元，相信將為 2019 年中期的盈利增長帶來動力。

用戶數量：另一方面，Prime 會員的數量在過去快速上升，根據 CIRP 的調查結果，亞馬遜 Prime 在 2017 年 9 月底在美國擁有 9,000 萬會員，高於 2015 年 9 月時約 4,700 萬(2 年複合年增長率 8%)。截至 2017 年 9 月，63% 的亞馬遜在線購物用戶也是亞馬遜 Prime 服務的訂戶，反映出加速滲透。而我們認為會員增長空間依然具大，正如我們所發現，美國 18-34 歲的人中有 88% 的人喜歡在亞馬遜上購物而不是其他在線零售商(高於 50 歲以上則有 67%)。我們相信越來越多的消費者會繼續在未來 10 年轉向至在線零售商並加入 Prime 會員，亞馬遜 Prime 會員數量亦有提升空間。在 Prime 提供的高性價比推動下，Prime 會員的數量增長甚至可能更快，主要是通過國際化(原因在於美國有超過 50% 的家庭為 Prime 會員，反映出當地市場或趨近飽和)。

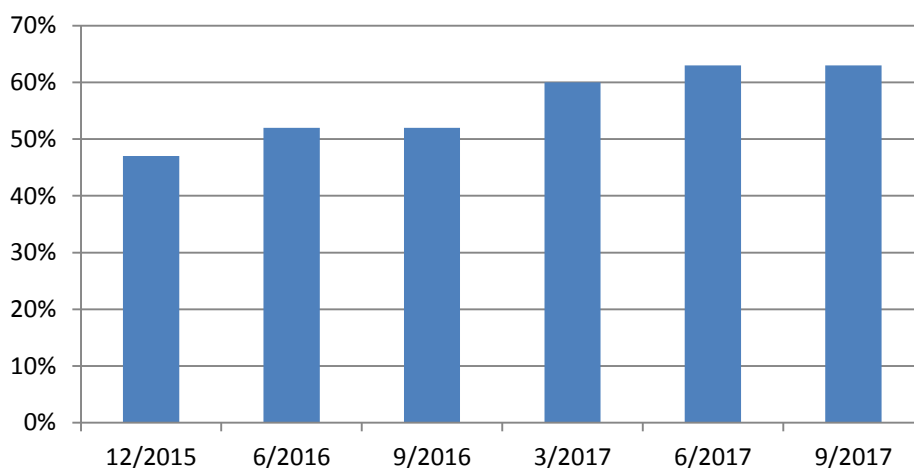
圖. 亞馬遜旗下美國 Prime members 在兩年間近乎增了一倍



資料來源：marketing charts、時富

圖. 亞馬遜 Prime 會員

Share of Prime members



資料來源：Statista、時富

圖：消費者對於亞馬遜及阿里巴巴的喜好

Preference for Shopping on Amazon and Alibaba
(according to US and Chinese consumers, respectively)

marketing charts



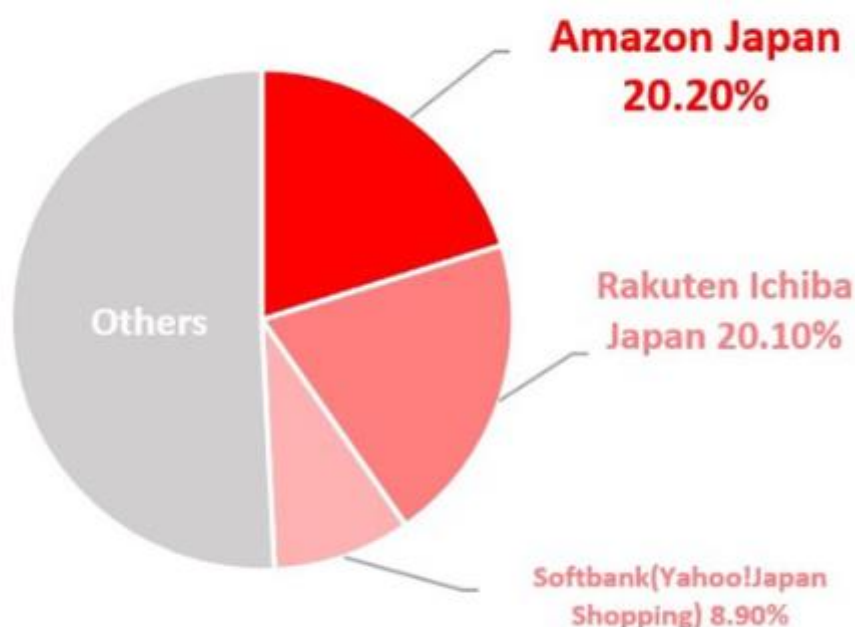
資料來源：marketing charts、時富

全球化推動 Prime 增長：我們認為 Prime 會員增長潛力巨大，特別是在國際市場。亞馬遜在過去一年中在印度、墨西哥和中國推出 Prime，並且還將其 Prime Video 訂閱功能擴展到多於個 200 國家，為接受政府援助的客戶推出了月度 Prime 折扣優惠(每月 5.99 美元)。亞馬遜還在美國、英國、德國和奧地利推出了 Amazon Music Unlimited。雖然不同國家面對不同勞動成本及交付定價結構，但我們相信亞馬遜 Prime 依然具有強勁增長動力。

註：不過，我們認為美國以外的競爭將較為激烈，如亞馬遜很難在中國與阿里巴巴和京東競爭(但同時阿里巴巴並很難在美擴張，因其處理假冒問題需時，另一方面亞馬遜則坐擁龐大的物流網絡，並能迎合監管機構要求)，另一邊視，Snapdeal 和 Flipkart 是亞馬遜在印度的強勁競爭對手。此外，日本亦是繼德國之後亞馬遜的第二大外國市場，亞馬遜在該國的 Prime 用戶滲透率較低，主要是受制雅虎日本及樂天的威脅(NTTCom Research 指，日本亞馬遜用戶中只有 16.6% 為 Prime 會員，大幅低於其在美的滲透率 63%)。Line 的新 Clova 智能揚聲器也與 Amazon Echo 競爭，令亞馬遜在當地難以建立其生態系統。

圖. 2016 年亞馬遜在日本的競爭對手

Shopping Mall Website Share



資料來源：Jetro Data、時富

711 Prime Day 之意義不僅限於為期 1 天的收入飆升：我們認為 Prime Day 的意義或包括(1)更好地理解客戶下半年的需求、(2)視之為促銷日測試，以確保物流中心(貨物貯存及包裝以待運輸的地方)及物流在節日期間順利運行和(3)在假期前引進新 Prime 會員、(4) 提供噱頭以激勵第三方賣家加入電子商務平台、(5)推動亞馬遜自家設備銷售以及(6)假期前捕捉新學年的銷售。

優化 Prime Day：亞馬遜 Prime Day 的活動時間由 30 小時延長至 36 小時，涵蓋範圍由 13 個國家擴大至 17 個國家，公司在很多其他維度上亦達到或

超過預期目標，特別是目前收入佔比較低的廣告和訂閱業務，都是未來增速最高的業務。成效包括了**(1)將更多會員轉化為 Prime**，7 月 16 日新增會員數量創歷史之最，同時預示每用戶價值將得以提升。**(2)全管道發力**，Whole Foods 首次參與 Prime Day，並進行為期一周之促銷。**(3)推廣自家硬件如 Echo/Fire**，將 Alexa 虛擬助手普及至家庭。公司披露指，當日全球最暢銷的單品是 Fire TV Stick with Alexa Voice Remote；Echo Dot/Fire TV 系列銷售數百萬件；推出不久的 Echo Show/Echo Spot 創下單日銷售記錄；剛收購的智能門鈴品牌 Ring 在美國創銷售記錄；剛推出的 Amazon Cloud Cam 成為史上最暢銷的家用安防攝像頭，都令智能家居大類產品銷量超過百萬件。**(4)促進廣告業務**，今年更多第三方廠商品牌參與促銷，包括飛利浦、Bose 等大品牌，也包括 Simply Gum 等中小企業(公司披露中小商戶 Prime Day 營業額超過 10 億美元)，品牌商更積極的投放廣告。**(5)促進訂閱服務**。在美國折扣力度最大之商品為 Amazon Music (首 4 個月內每個月 1 美元，而原價每月 8 美元)和 Kindle Unlimited(首 3 個月內每月 1 美元，而原價每月 10 美元)。

2. 電商物流增長

以 **Fulfilment by Amazon(FBA)為後盾**：強大的電子商務物流系統是支持 Prime 的主要關鍵。亞馬遜是一家電子商務平台公司，以不斷發展物流網絡作為後盾，其中倉儲及物流投資就是亞馬遜的主要成本之一。亞馬遜建立物流中心、開發無人機、倉儲機器人、車隊和運輸系統，都旨在加快交付過程，以提高客戶體驗和優化成本效益，及創建 Fulfilment by Amazon。

圖. Amazon'fulfilment

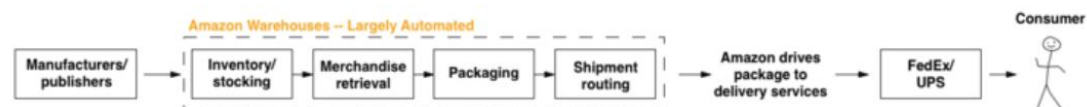


資料來源: Sellbrite, Barnum & Celillo Electric, Inc., 時富

加速履行及數據中心之足跡：亞馬遜物流(亞馬遜代發及數據中心)的平方英尺面積在 2017 年增長 44%至 2.3 億平方英尺，與 2016 年的 33%增長相比顯著加速，高於亞馬遜銷量增速 25%，亞馬遜主要通過全食超市(WFM)，新增了 2,130 萬平方英尺的**實體零售空間**。AWS 方面，有 620 萬和 400 萬租賃及自家擁有的平方英尺面積設施，2017 年按年增長 26%，高於 2016

年按年增長 21%。AWS 在 18 個地區運營 52 個可用區域(2016 年則為 16 個地區，42 個可用區域)。AWS 計劃在 2019 年初之前在 4 個地區增加額外 12 個可用區域。

圖. 亞馬遜供應鏈



資料來源：samseely.com、時富

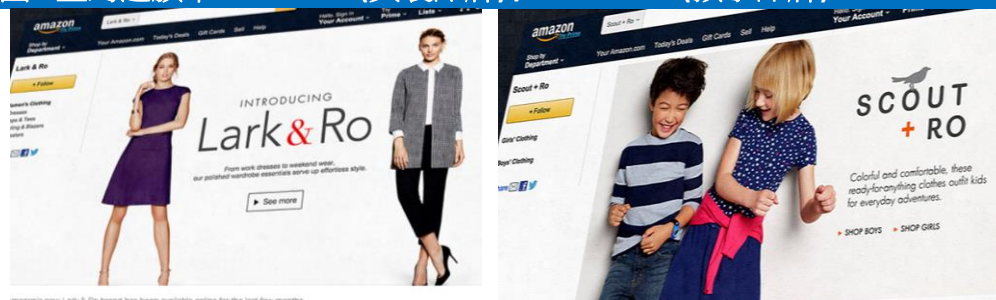
3. 強大數據庫

以大數據為燃料，廣告業務為引擎：亞馬遜利用電子商務的大量交易數據(谷歌為搜索引擎的最大競爭對手)。我們認為沒有任何公司比亞馬遜更能利用消費者搜索行為數據去了解客戶，因此廣告客戶很願意在亞馬遜花費其廣告預算，以更容易將搜索點擊轉換為電子商務平台上的實際銷售。考慮到大數據、人工智能和雲分析的採用，我們預計會有更多的客戶被吸引到亞馬遜上購物，為亞馬遜帶來更多的廣告預算以及上架產品，隨著產品資訊及選擇更多，則反過來刺激更多消費，推動亞馬遜飛輪式「良性循環」。

以大數據為燃料，自家品牌為引擎：亞馬遜擁有銷售好、利潤佳、消費頻率高的產品數據。當涉及發現產品有利可圖時，亞馬遜或可直接建立自家品牌來向製造商下訂單，然後可通過自家平台進行大肆推廣來提高其成功率。例如，對於像電池這樣的日常必需品，亞馬遜建立了自己的 Amazon Basics 品牌來銷售這些常用產品。另一方面，公司亦在 Amazon Fashion 推出了幾個自己的子品牌進入時尚領域，甚至創造了亞馬遜獨家時裝秀「Style Code Live」。這意味著亞馬遜正試圖通過使用自己的大數據來切入任何未知領域，長遠富有很大的想像空間，尤其是公司通過互聯網論壇、客戶反饋、搜索引擎、讀者推薦等了解客戶偏好。其自家設備，包括 Echo、Fire TV、Kindles 等亦是亮點。

註：亞馬遜推出兩款自有品牌牛仔褲系列，Hale 和 Denim Crush。但目前，(1)亞馬遜尚未被消費者視為時尚權威，同時未獲足夠客戶認可。(2)同時亞馬遜的自有品牌產品銷量依然很少。

圖. 亞馬遜旗下 Lark & Ro (女裝品牌) / Scout + Ro (孩子品牌)



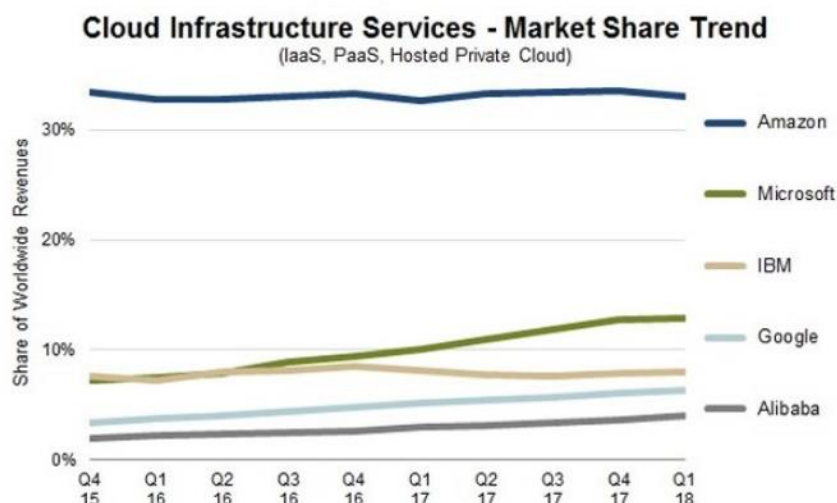
資料來源：money.cnn.com、時富

4. 亞馬遜雲服務

亞馬遜網絡服務：AWS 佔公司目前總營業利潤近 70%。我們喜歡 AWS 將繼續受益於其先發優勢、最廣泛的雲服務組合及開發人員的創新。AWS 努力降低企業使用機器學習和人工智能服務的入場門檻，以致活躍用戶在過去一年中增加了 250%。根據託管雲服務提供商以及 AWS 合作夥伴 2nd Watch，2017 年客戶使用增長最快的 AWS 產品包括數據處理工具 Amazon Elastic MapReduce、網絡監控產品 CloudWatch 及無伺服器運算服務 AWS Lambda。更有 100% 的受訪者都有用 Amazon Simple Storage、AWS Data Transfer 及 Amazon Virtual Private Cloud。另外，re：Invent 2017 推出的新產品包括 Amazon SageMaker，這項服務旨在幫助開發人員構建、培訓和部署機器學習模型。

亞馬遜在雲基礎架構表現強勁：雖然微軟是 SaaS(軟件即服務)雲市場的領導者並擁有高利潤率，這受惠於(1)龐大企業安裝基礎、(2)與其 Office 產品組合的兼容性、(3)混合雲增強解決方案，但是 AWS 在 PaaS(平台即服務)和 IaaS(基礎架構即服務)方面非常出色，根據 Synergy Research Group 的數據，AWS 在雲基礎設施服務(不包括 SaaS)中的市場份額在過去 12 個季度中徘徊在 33%，而整體市場規模幾乎增長了兩倍(相比 Microsoft Azure：13%；IBM：8%；Google Cloud Service：6%；及阿里雲：4%)。微軟、谷歌和阿里巴巴亦在努力實現雲支出增長，隨著越來越多工作被推向至雲端，所有科網巨頭料可以從中受益。

圖. 亞馬遜供應鏈



資料來源：Synergy Research Group、時富

5. 平台+硬件構建閉環生態系統，擴展生活服務新業務

亞馬遜 Echo 刺激消費：亞馬遜不僅是一個電子商務平台，也是一個硬件製造商，Kindle 電子書閱讀器是亞馬遜最具影響力的產品之一，並對書籍市場造成顛覆性的影響，令美國電子書銷售超過實體書籍。同時，其智能語音家庭助手 Echo 系列產品佔據絕對優勢地位。根據消費者情報研究合作夥伴的消息，目前大約 70% 的家庭語音助理設備來自亞馬遜，Google Home 則佔有餘下的市場份額。亞馬遜可通過 Echo 系列產品收集更多有價值的用戶信息，這有助了解客戶的習慣並推斷其偏好和需求，從而令消費者更方便、更習慣於使用亞馬遜通過語音進行線上購物。例如，Echo 內置的 Alexa 語音助手更可連接到第三方服務，其稱之為「Alexa Skills」，如可以叫車、訂購比薩餅、詢問天氣、收聽新聞以及控制家庭物聯網設備。我們相信智能語音家庭設備將成為未來家庭不可或缺的核心設備，亞馬遜和谷歌作為早期推動者可從中受益，滲透生活服務市場。

圖. 亞馬遜 Echo



資料來源：亞馬遜、時富

6. 成本控制

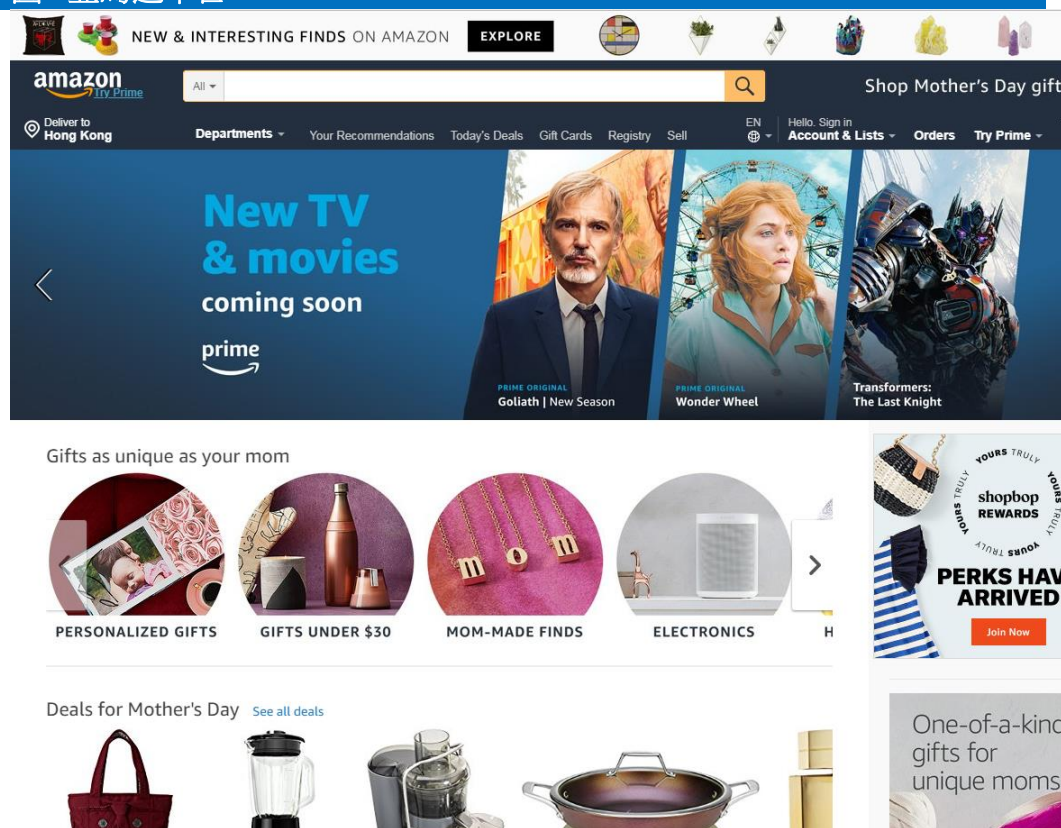
通過自動化控制成本：如前所述，亞馬遜盈利能力的秘訣在於為客戶提供大量折扣優惠以及免費送貨服務，以搶佔市場份額和獲取客戶忠誠度。為了支持這一點，亞馬遜的方法就是盡一切努力降低財務管理成本：減少開支、減少員工數量、使用先進便捷的訂單處理系統來降低錯誤率，以及集成交付並節省庫存成本。

長遠競爭力 – 價格低、送達快、選擇多

1. 平台為買家帶來優質體驗，可增加用戶粘性

在短時間內選擇最佳產品：數以百萬計的第三方商家利用亞馬遜平台在多於 100 個不同國家內銷售其產品。我們認為根據以前買家的記錄，客戶能以最低價錢及最佳評級功能去篩選出他們最喜歡的商品。Prime 會員商業模式可利用平台的力量，為客戶提供更便宜、更快捷的電子商貿服務，另外再通過銷售其「生態系統包」，為買家帶來優質體驗，提高客戶粘性，並帶來收入流。

圖. 亞馬遜平台



資料來源：亞馬遜、時富

低貨品退貨率：儘管亞馬遜擁有多種產品，但由於產品價格合理、質量高、交付能力強，可以滿足客戶的需求，從而降低退貨率。據我們了解，亞馬遜旗下書本退貨率不到 1%。

2. 完善物流網絡孕育規模經濟(減少新入者威脅，從競爭者脫穎而出)

免費送貨增強消費：亞馬遜為 Prime 會員提供免費送貨服務，並繼續加快送貨服務速度，降低免費送貨的門檻。到目前為止，亞馬遜已經三次進行

促銷活動，前兩項免費送貨服務的門檻分別為產品買滿 99 美元和 49 美元。到 2002 年 8 月，亞馬遜將免費送貨門檻再降低一半，並開始為總購物價格超過 25 美元的客戶實施免費送貨服務，以促進銷售增長，免費送貨極大地刺激人群的消費意慾。與實體店相比，我們相信送貨上門更能夠達至低價格、高質量，因此亞馬遜的 Prime 會員目前已超過 1 億。

自動化支持交付效率：亞馬遜倉庫廣泛使用條形碼掃描器和機器人，幾乎能日以繼夜地處理訂單、篩選物品和出貨。目前，該系統已發展成為一個全數字化的倉庫、配送和物流網絡，有助於高效地在不同地點之間移動貨物。此外，亞馬遜的物流中心只儲起少量庫存以降低成本，每當收到客戶訂單時，它都會檢查物流中心的庫存。如果物流中心沒有足夠庫存，則必須從供應商訂購，這可能會延長交貨時間。為節省客戶的等待時間和運輸效率，亞馬遜建議客戶在訂購時不要將需要等待的貨物與庫存有的商品放在一起(組合包裝)。

圖. 亞馬遜的數碼化科技



資料來源：rfggen.com, qstockinventory, 時富

圖. 亞馬遜利用機器人出貨



資料來源：ARIRANG NEWS、時富

通過外包進一步降低成本：亞馬遜目前將部分國內分銷業務委託給美國郵政服務(USPS)和 UPS 以及其他專業物流公司，我們認為這有助亞馬遜進一步節約物流成本。值得注意的是，亞馬遜使用自己的卡車或獨立運營商將貨物從亞馬遜的倉庫運送到當地郵局的倉庫，然後郵局將貨物交付給客戶，這樣，節省的成本相當於一等郵件普通價格的 5%到 17%，這令人非常印象深刻。

圖. 美國郵政服務以及亞馬遜合作



資料來源：mailsmartlogisticsO2、時富

出貨條款選擇多、交付方式靈活以及準確合理的費用標準，顯示出亞馬遜物流管理能力強大：客戶可以在亞馬遜網站上收到以下信息：買下商品的

出貨條件、交貨時間估計(客戶可以選擇標準、1日及2日交貨)、店內取件、特殊處理(標準交付即以海陸運輸，特殊處理則是航空運輸)、包裹回收、運費(基於不同的產品有不用的交付期限和方法，同時亦有據固定、數量、重量等標準去定價)、出貨限制、訂單追蹤等。

3. 面向買家及賣家議價能力強

據 360 pi，亞馬遜在市場上銷售超過 3.4 億種產品(由超過 185,000 個獨立銷售商提供)，不包括書籍、媒體、酒及服務，2016 年達到超過 3.1 億個活躍用戶。

估值

利用分類加總估值法(Sum-of-the-parts analysis)，我們得出目標價為 1,950 美元。我們相信這種方法更合適地對公司旗下龐大、快速增長且盈利的 AWS 業務進行估值。我們利用全球平均零售業同行 1.7 倍的企業價值/銷售 (EV/Sales) 倍數，乘以 2019 年零售業作估值，為銷售業務估值。再以 SaaS 全球軟件行業平均 21.8 倍的 EV/EBITDA 倍數，乘以 2019E AWS 的 EBITDA，為 AWS 業務估值。

圖. 估值

分類加總估值法

	年份	銷售	經調整EBITDA	企業價值/銷售	企業價值/EBITDA	總值
零售	2019	276,065		2		472,214
AWS	2019		21,158		22	462,088
企業價值						934,302
減：債務						24,743
加：現金						34,126
						943,685
已發行股份						484
每股價值						1,950

資料來源：時富

風險

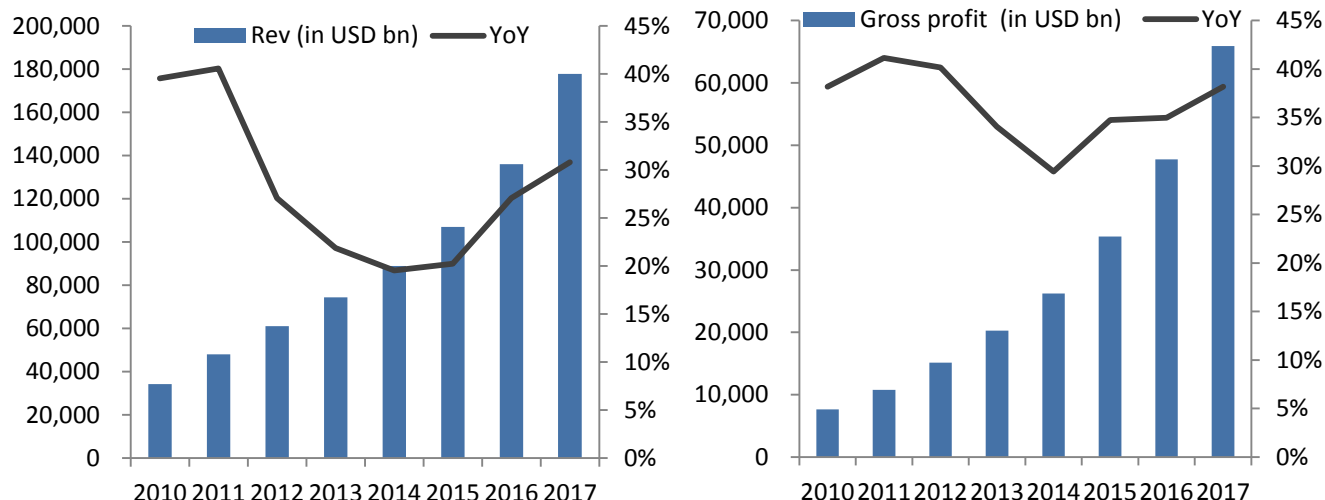
1. 來自美國政府的逆風

據「紐約時報」報導，特朗普總統於 2018 年 4 月發布行政命令，運用其辦公室的權力要求對美國郵政局的財務狀況進行評估，事件發生在指責在線零售業巨頭亞馬遜未能公平支付郵費的數週之後。我們認為美國政府可能會執行的懲罰措施包括：(1)向所有第三方賣家收取銷售稅或其他稅收計劃(暫時沒有)。亞馬遜目前旗下自家產品亦要上繳銷售稅，但這法例變化實際上會對較小的賣家產生更大的傷害。(2)提高美國郵政服務運費。我們認為這風險可以通過將部份出貨轉移給其他托運人來緩解，或者加速旗下物流建設(亞馬遜亦正在做)。我們認為對亞馬遜的長期影響有限。(3)亞馬遜收取部份賣方在亞馬遜上的銷售額，美國政府可以規範這種賣方佣金結構，但如果是這樣，亞馬遜可轉移擴大自家物品的銷售佔比。由於對亞馬遜在電子商務領域的領導地位來說，長期影響有限，我們認為投資者可候低吸納。

2. 來自零售同行激烈競爭

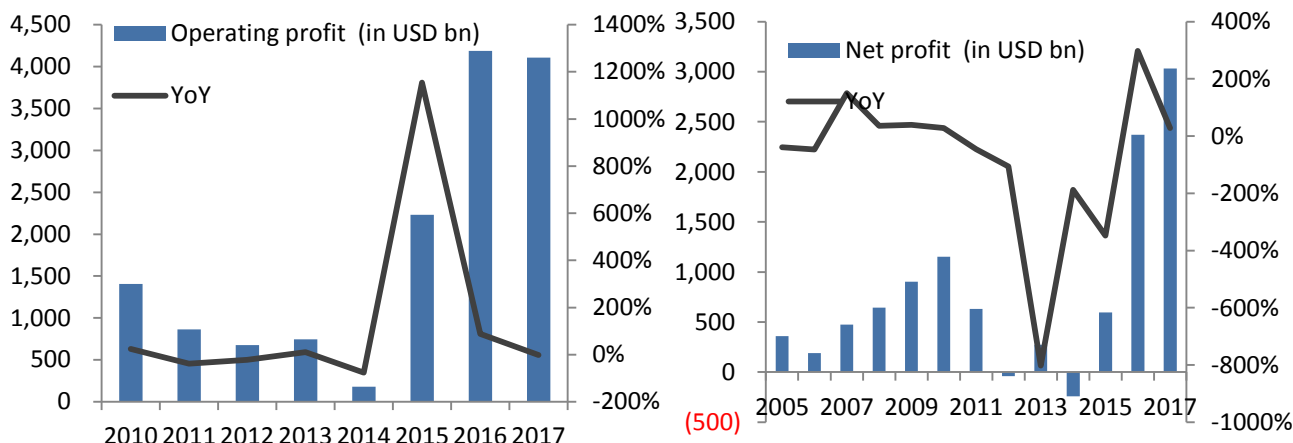
在國內，Target、Macy's 和沃爾瑪也提供了「七月黑色星期五」之優惠(含非會員折扣)。Ebay 並是亞馬遜在線最大的競爭對手之一，也提供「成千上萬的獨家優惠」，更宣傳無需會員資格。

圖. 2010-2017 亞馬遜收入（左圖）及盈利（右圖）



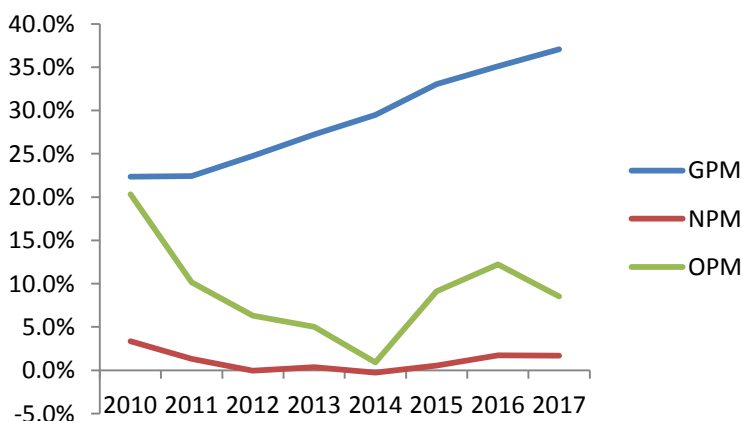
資料來源：公司資料、時富

圖. 2010-2017 亞馬遜營運溢利（左圖）以及純利（右圖）



資料來源：公司資料、時富

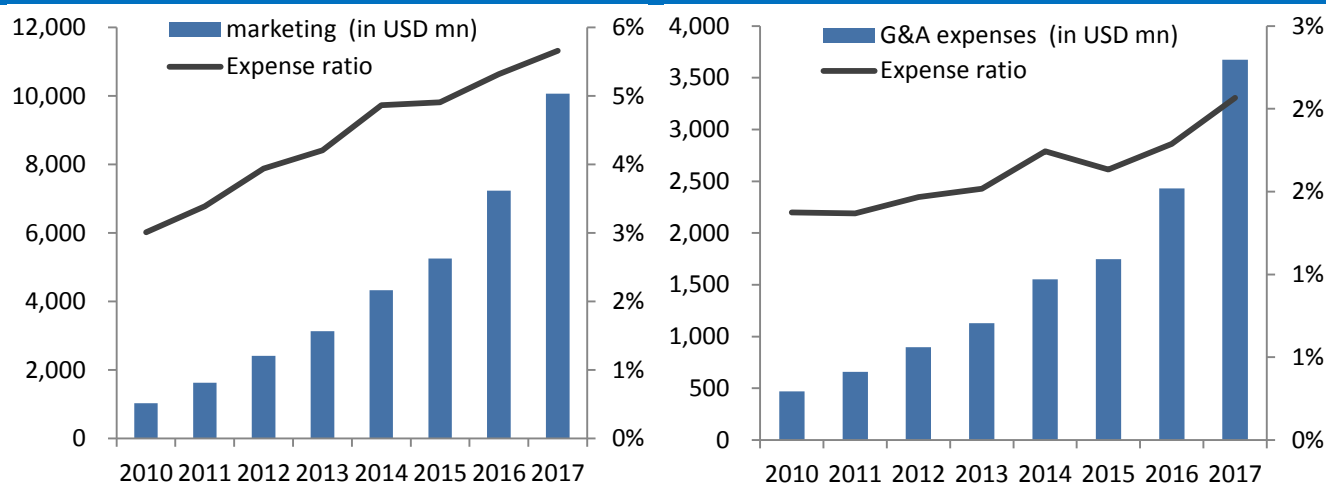
圖. 2010-2017 亞馬遜毛利率、營運利潤率以及純利率



資料來源：公司資料、時富

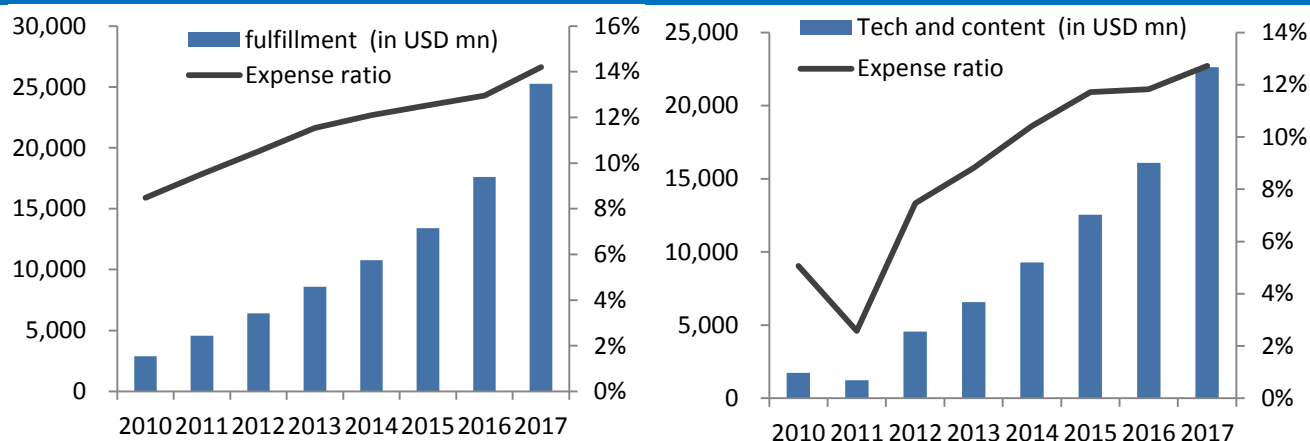
上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源，但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失，概不負責。此述資料如有任何更改，恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可，客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。

圖. 亞馬遜市場推廣（左圖）及一般行政支出（右圖）



資料來源：公司資料、時富

圖. 亞馬遜物流（左圖）以及技術內容支出（右圖）



資料來源：公司資料、時富

亞馬遜

損益表(百萬美元)				
截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	177,866	246,644	318,157	410,405
銷售成本	-111,934	-149,787	-185,899	-230,360
毛利	65,932	96,857	132,258	180,045
行政、銷售及推廣費用	-36,577	-54,870	-75,458	-103,390
研究及開發成本	-22,620	-34,826	-48,233	-66,486
其他支出	-214	-214	-214	-214
經營盈利	4,106	5,409	7,263	9,718
EBITDA	15,584	20,728	27,022	35,207
折舊	-11,112	-14,804	-19,097	-24,634
攤銷	-366	-514	-663	-855
EBIT	4,106	5,409	7,263	9,718
淨利息支出	-646	-896	-1,156	-1,491
聯營投資虧損	-4	-4	-4	-4
其他收益	346	346	346	346
扣除所得稅前利潤	3,802	4,856	6,449	8,569
所得稅	-769	-982	-1,304	-1,733
扣除所得稅後利潤	3,033	3,874	5,145	6,836
非控制性權益	0	0	0	0
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	3,033	3,874	5,145	6,836
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	3,033	3,874	5,145	6,836
股息	0	0	0	0
儲備	3,033	3,874	5,145	6,836
每股盈利	6.27	8.00	10.63	14.12
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00

現金流量表(百萬美元)

截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
淨利潤	3,033	3,874	5,145	6,836
折舊	11,112	14,804	19,097	24,634
攤銷	366	514	663	855
淨營運資金變動	839	10,281	8,583	10,285
經營活動的現金流量	18,434	29,472	33,487	42,610
資本開支	-11,955	-15,366	-19,821	-25,569
其他非流動資產	-11,223	0	0	0
其他非流動負債	8,368	0	0	0
投資活動的現金流量	-27,819	-15,366	-19,821	-25,569
經營及投資活動的現金流量	-9,385	14,106	13,666	17,042
股份發行所得款	4,704	-501	501	0
債券發行所得款	17,049	0	0	0
可換股債券發行所得款	0	-1	0	0
股息	0	0	0	0
融資活動的現金流量	9,860	-502	501	0
淨現金流量	475	13,604	14,167	17,042
年初現金及現金等價物	19,334	20,522	34,126	48,293
調整	713	0	0	0
年終現金及現金等價物	20,522	34,126	48,293	65,335
年終淨負債	4,221	-9,383	-23,550	-40,592

資料來源：公司資料、時富

AMZN.US, 買入, 目標價: 1950

資產負債表(百萬美元)				
截至年底	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	20,522	34,126	48,293	65,335
可轉讓證券	10,464	10,464	10,464	10,464
應收賬款	13,164	16,543	21,339	27,526
存貨	16,047	20,411	25,333	31,391
其他非流動資產	0	0	0	0
總流動資產	60,197	81,545	105,429	134,717
長期投資	0	0	0	0
固定資產	48,866	49,428	50,153	51,087
商譽	13,350	13,350	13,350	13,350
其他無形資產	3,371	2,857	2,194	1,339
其他長期資產	5,526	5,526	5,526	5,526
總資產	131,310	152,705	176,652	206,019
短期債務	0	0	0	0
應收賬款及其他應收款	34,616	44,636	55,397	68,646
其他流動債務	23,267	31,271	38,810	48,092
總流動債務	57,883	75,907	94,207	116,739
長期債務	24,743	24,743	24,743	24,743
可換股債務	0	0	0	0
其他長期債務	20,975	20,975	20,975	20,975
總負債	103,601	121,625	139,925	162,457
非控制性權益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
股本	19,557	19,557	19,557	19,557
留存收益	8,636	12,510	17,654	24,490
股息	0	0	0	0
其他權益及儲備	-484	-985	-484	-484
總權益	27,709	31,082	36,727	43,563
總權益及負債	131,310	152,706	176,653	206,020

重要比率

	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
增速(%)				
收入	30.8%	38.7%	29.0%	29.0%
每股盈利	26.1%	27.7%	32.8%	32.9%
盈利能力(%)				
毛利率	37.1%	39.3%	41.6%	43.9%
EBITDA 利潤率	8.8%	8.4%	8.5%	8.6%
EBIT 利潤率	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%
淨利潤率	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%
有效稅率	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%
派息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本回報率	10.9%	12.5%	14.0%	15.7%
資產回報率	2.3%	2.5%	2.9%	3.3%
流動比率(x)				
流動比率	1.04	1.07	1.12	1.15
利息覆蓋率	6.36	6.04	6.29	6.52
槓桿比率				
淨負債/EBITDA(x)	0.27	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益(%)	0.15	淨現金	淨現金	淨現金
經營活動(日)				
應收賬款周轉天數	27.0	24.5	24.5	24.5
庫存周轉天數	32.9	30.2	29.1	27.9
應付帳款周轉天數	71.0	66.1	63.6	61.1
現金周轉期	-11.1	-11.4	-10.0	-8.7

資料來源：公司資料、時富