

阿里估值 不應小過Amazon

	市值 (億美元)	市盈率 (倍)	市銷率 (倍)	市價對總 營業額(倍)	淨利潤 率(%)
阿里(1300億)	1,300	35	15	0.5	44
阿里(1700億)	1,700	45	20	0.6	44
騰訊	1,527	41	12	n/a	26
Amazon	1,497	852	2	2	0
etsy	655	18	3	0.9	18
Google	4,012	22	7	n/a	22
facebook	1,946	47	14	n/a	19
沃爾瑪	2,449	15	0.5	0.5	3

資料來源：彭博

【明報專訊】市場對阿里的估值有不同聲音，高至2200億美元，低至1000億美元，眾說紛紜。現在最新的市場指引介乎於1300億美元到1700億美元區間。到底什麼估值才算吸引，首先，應和現上市的互聯網巨頭如Amazon，騰訊等作比較。

美國領先的電子商貿商Amazon是一個重要的指標。由於Amazon不斷投資打進新的板塊，同Walmart直接競爭，所以多年來也幾乎沒有盈利。上周五剛公布業績，季度虧損比預期擴大，股價跌近10%。大跌後，Amazon市值仍達1,500億美元。

因為Amazon幾乎沒有盈利，不可用PE來作比較，在這情況下唯有用市銷率(Price/Sales)。Amazon的市銷率近兩倍，阿里的表面市銷率超過十倍，Amazon看似廉宜，但實際一點也不是，其經營模式大部分需要先購入貨物，有如傳統百貨公司，要先買貨，後賣貨，所以其收入包括貨物的整額。這種經營模式是重資產型，需要興建大量先進昂貴貨倉，及大量資金壓在存貨上。

輕資產資金 營運有優勢

反過來，阿里是一家輕資產的虛擬購物市場，它的收入只是總營業額(GMV, Gross Market Value)的佣金部分，所以表面上市銷率超過10倍，其實上市價對GMV應還不到1倍。唯一Amazon比較佔優的是，其國際業務佔銷售額40%，阿里只有低於20%，可能Amazon的TAM(不是我的姓氏，而是Total Addressable Market)會更大，可能達至全球，相比阿里還是以中國市場為主。但總括來說，阿里更有輕資產及營運資金的優勢，相信阿里的估值很難低於Amazon。

在香港上市的騰訊和阿里，一時瑜亮，各有千秋。騰訊的優勢是經過社交平台，壟斷中國互聯網流量，但除了遊戲外，如何將流量貨幣化仍有待發展。阿里接近壟斷電貿市場，但是在於控制流量，尤其是移動端的競賽中，相對落後。所以近來兩巨頭的收購的目標在於各補不足，由阿里收購UC WEB及高德地圖，試圖增加流量，到騰訊入股京東和華南城，在於進一步發展電貿事業。騰訊未來的收入與盈利增速預計超過30%，毛利率54%，非常驕人，但阿里的預期增速亦不遑多讓，未來預計超過50%，毛利率更達75%。現在騰訊的估值今年大概是40倍PE，如用同樣的PE計算，阿里的估值將可達到1700億美元。

定價料稍保守 方便日後再集資

我相信阿里這次上市，公司在定價方面可能相對保守，讓投資者得到一些甜頭，從而改變阿里在投資者心目中的形象，亦有助於他日再大規模集資的可能性。而參與這宗世紀交易的投行，包括保薦facebook的大摩，我亦深信他們不想重蹈

facebook IPO的覆轍。全球大型投資者仍極可能將部分投在Amazon、eBay、京東等大型電子商貿的資金轉移追捧阿里，將對上市後的股價有很大幫助。長遠而言，引用一個「藍天願境」(Blue Sky Scenario)計算，如阿里的市價對GMV率可追上Amazon的兩倍市銷率，阿里的市值就能超過5500億美元市值，直逼蘋果的全球一哥地位！

中環資產投資 行政總裁

[譚新強 中環新譚]