

商贸零售首席分析师 倪华
 执业证书编号: S1220517070003
 TEL:
 E-mail: nihua@foundersc.com
 分析师: 罗贤飞
 执业证书编号: S1220518090003
 TEL:
 E-mail: luoxianfei@foundersc.com

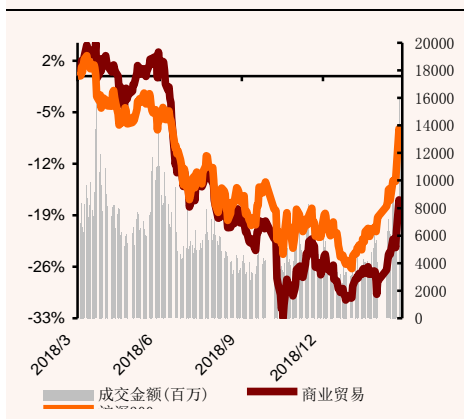
联系人: 吴丛露, 于畅

TEL:
 E-mail: wuconglu@foundersc.com

重要数据:

上市公司总家数	103
总股本(亿股)	1179.18
销售收入(亿元)	11975.12
利润总额(亿元)	490.17
行业平均 PE	51.67
平均股价(元)	9.61

行业相对指数表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《18 年底芒果 TV 会员达 1075 万, 持续深耕“芒果独播+优质精选+精品自制”策略》
2019.02.28

《业绩符合预期, 稳健增长的区域家居商场龙头》2019.02.27

《2019 春节黄金周消费点评: 增速放缓, 呈现品质升级特征, 电商下沉趋势明显》
2019.02.11

请务必阅读最后特别声明与免责条款

亚马逊的发展史就是一部电商对传统商业的冲击史, 回顾它的历史能帮我们很好的理解渠道格局的变迁; 同时亚马逊也是“从优秀公司跨越到卓越公司”的案例之一, 研究亚马逊的特征有助于我们挖掘真正穿越经济牛熊的公司。本篇报告至少能得到以下一些启发:

(1) 传统线下虽然被电商冲击, 但依然可以找到出路。亚马逊对很多行业产生了冲击, 比如图书行业的两家龙头 B&N、Borders, 前者活下来后者破产, 比如家电 3C 连锁行业的百思买、电器城, 前者活下来后者破产。破产的原因如出一辙, 都是不注重线上业务, 把线上业务托管给亚马逊, 最终导致对线上用户的需求没有服务能力, 而活下来的原因也是都找到了差异化于电商的路径。电商在品类上是存在边界的, 中美最早被渗透的品类是家电 3C 及服装, 客单太高和太低早期都不适宜做电商。

(2) 如何寻找从优秀跨越到卓越的公司。吉姆·柯林斯 2001 年完成了一本经典的企业研究书籍《从优秀到卓越》, 试图寻找卓越的企业是如何实现跨越的。从 2001 年至今, 亚马逊股票表现以及各项特征都基本符合吉姆柯林斯对卓越企业的定义。亚马逊极其符合从《从优秀到卓越》里所描述的第 5 级经理人、先人后事、直面残酷的现实、刺猬理念、技术加速器的特征, 在这些理念的基础上, 亚马逊的飞轮通过更多选择—更好的用户体验—流量增加—更多卖家—更多选择这样一个闭环逐步壮大, 进而可以提供更低的成本、拓展自有品牌、推出 Prime 会员体系、搭建更多的基础设施来提升用户体验, 使得亚马逊逐步成为一个集零售基因与科技基因为一体的全球顶尖企业。

(3) 亚马逊的自有产品战略分为两个方向。一是通过创新颠覆行业, 典型代表产品有 Kindle 及 Echo, 二是通过传统快消品提高毛利及复购率。

(4) 亚马逊的 Prime 业务并非赔钱赚吆喝, 其 Prime 用户价值大于非 Prime 用户。

(5) 财务上表现出来的物流费用率上升, 做同口径处理和还原之后其实际物流成本近几年是在逐步下降。另外中美人口收入分布差异决定了亚马逊在美国电商物流能够有巩固的龙头地位, 而中国由于阿里控制商流规模更大, 其物流生态的效率仍有提升空间。

(6) 估值: 传统的亚马逊的估值方法是将公司拆分为三部分, 自营估值、第三方平台估值、AWS 估值, 而由于公司一直处于大幅投资及快速扩张期, 因此经营性净现金流更能反映公司实际盈利能力, 其历史平均 P/CF 估值大约在 20-30 倍之间, 一定程度反映了市场估值的有效性。

风险提示: 垄断企业的政策风险、全球贸易保护主义抬头。

目录

1	序言.....	8
2	全球电商看中美：速度不同、路径相似.....	11
2.1	全球电商市场呈现出典型的寡头垄断.....	11
2.2	中美电商格局对比.....	11
3	亚马逊在中国的败退.....	15
4	亚马逊起家于图书行业，不断搅动行业格局.....	19
4.1	98 年之前线下图书稳步增长.....	19
4.2	亚马逊进军图书业务，冲击实体书店.....	20
4.3	忽视线上业务以及电子阅读器的缺失导致 BORDERS 破产.....	22
5	超级电商的自有品牌战略，在消费电子和快消品领域成绩显著.....	25
5.1	亚马逊的自有品牌战略有两个方向：颠覆行业、提高毛利.....	25
5.2	KINDLE、ECHO 等自有品牌占据市场主流份额.....	27
5.2.1	亚马逊最先推出智能音箱，各巨头纷纷效仿.....	27
5.2.2	智能家居智控终端，更加贴近消费者.....	28
5.2.3	深度绑定品牌商，增强议价力.....	29
6	亚马逊的并购启示：合理的并购金额及巧妙的并购策略.....	30
6.1	亚马逊成为超级电商的过程中伴随着持续的小股并购.....	30
6.2	围绕战略的收购之一：成为“全球最大的书店”.....	32
6.3	围绕战略的收购之二：成为“最大的综合网络零售商”.....	33
6.4	巨头收购的技巧：“边打边谈”.....	35
6.4.1	Zappos：强势收购进军鞋类品类.....	35
6.4.2	Quidsi：母婴电商平台.....	39
6.5	收购 KIVA SYSTEM 提升物流效率.....	41
6.6	收购 WHOLE FOOD MARKET 继续拓展品类，打通最后一公里.....	42
7	贝索斯个人投资.....	48
7.1	多主体进行投资，涉及众多行业.....	48
7.2	贝索斯投资具有前瞻性和持续性.....	48
8	估值与财务分析.....	50
8.1	P/CF 估值基本保持在 20-30 倍之间.....	50
8.2	营收及毛利率均创新高.....	51
8.3	加大高毛利业务领域的费用投入，营业利润突破百亿美元.....	52
8.4	经营和投资活动现金流保持健康.....	53
9	亚马逊物流体系：最坚固的护城河.....	54
9.1	亚马逊仓储物流的全球分布.....	54
9.2	有效物流费用率在不断下降.....	57
9.3	GMV 测算.....	58
9.4	亚马逊的佣金率及货币化率显著高于国内电商.....	59
9.5	亚马逊订单量电商第一，规模优势明显.....	60
10	PRIME：一种划算的营销模式.....	63
10.1	PRIME 全球会员数突破 1 亿，众多权益提升用户粘性.....	63
10.2	无论从边际收入支出比还是单用户价值考量，PRIME 都是一项成功战略.....	64

11	亚马逊 AWS—最主要的利润来源	67
11.1	云计算行业高速发展，巨头纷纷布局	67
11.2	亚马逊 AWS——云计算行业引领者	68
11.3	AWS 已经成为亚马逊利润重要增长点	71
12	竞争对手的生存之道	72
12.1	EBAY—提升用户体验	72
12.1.1	eBay 的发展历程——C2C 电商引领者	72
12.1.2	用户体验是 eBay 未来努力的方向	78
12.2	百思买——五大措施应对危机	80
12.2.1	成长为消费电子行业龙头	80
12.3	巴诺书店：积极调整，应对冲击	89
13	2001 年遇到的危机与转折	92
13.1	分析师预测的对与错	92
13.2	亚马逊实际数据与 SURIA 预测不符的原因分析	94
13.2.1	亚马逊转变扩张优先战略	94
13.2.2	新品类迅速增长	94
13.2.3	缩减开支	95
13.2.4	保持稳定的现金流	96
13.2.5	用户数量稳定增长	96
13.2.6	关键时刻的危机公关能确保各方对公司的信心	97
14	亚马逊：从优秀到卓越	98
14.1	第 5 级经理人	98
14.2	先人后事	98
14.3	直面残酷的现实	98
14.4	刺猬理念——“以客户服务为中心”	99
14.5	技术加速器	101
15	总结：伟大的企业需要时间的沉淀	102
16	风险提示	102

图表目录

图表 1: 亚马逊符合《从优秀到卓越》书中筛选卓越企业的标准	9
图表 2: 全球互联网零售市场规模及增速	11
图表 3: 全球互联网零售的公司份额	11
图表 4: 中美互联网零售市场规模及增速对比	11
图表 5: 2009-2018 年美国互联网零售的公司份额	12
图表 6: 2009-2018 年中国互联网零售的公司份额	12
图表 7: 中美总人口及增速	12
图表 8: 2017 年的中美人口年龄结构对比	12
图表 9: 中美人均可支配收入对比	12
图表 10: 2015-2017 年中美家庭收入结构 (美元)	12
图表 11: 中国互联网零售在零售业中的渗透率遥遥领先美国	13
图表 12: 2018 年中美各品类电商渗透率对比	13
图表 13: 亚马逊对美国线下业态的冲击	14
图表 14: 卓越 (亚马逊中国) 发展概况	15
图表 16: 亚马逊“海外购”与多国站点对接	17
图表 17: AMAZON 亚马逊官方旗舰店已关闭	18
图表 18: 天猫 KINDLE 官方旗舰店	18
图表 19: 亚马逊与腾讯视频推出联合套餐	18
图表 20: 亚马逊与广发推出联名 PRIME 信用卡	18
图表 21: 1992-2002 年美国线下书店的销售额	19
图表 22: 1995 年 B&N 和 BORDERS 书店的市场份额	19
图表 23: B&N 书店简介	19
图表 24: B&N (剔除 GAMESTOP) 的营收及增速	20
图表 25: BORDERS 书店的营收及增速	20
图表 26: 1993-1998 年 B&N 和 BORDERS 的市场份额逐年提升	20
图表 27: 亚马逊成立初期的图书毛利率较低	21
图表 28: 亚马逊围绕图书的并购标的及并购年份	21
图表 29: 亚马逊早期的营收及增速	21
图表 30: B&N.COM 的图书 SKU	22
图表 31: B&N.COM 的年度活跃用户数	22
图表 32: B&N.COM 的销售额及占 B&N 的营收比	22
图表 33: BORDERS.COM 的图书 SKU	23
图表 34: BORDERS.COM 的销售额及净利润	23
图表 35: BORDERS 历年的净利润	23
图表 36: 美国线下书店销售额从 2007 年开始不断下滑	24
图表 37: 亚马逊自有品牌推出时间轴	25
图表 38: 自有品牌的行业分类 (截止 2018.10)	25
图表 39: 自有品牌的品类数量占比 (截止 2018.10)	25
图表 40: 亚马逊主流自有品牌介绍	26
图表 41: 2017H1 亚马逊自有品牌销额 (百万美元)	26
图表 42: 2017H1 自有品牌销售额中品类占比	26
图表 43: 2017H1 自有品牌销售额同比增速	27
图表 44: 2017H1 自有品牌转化率	27
图表 45: 全球智能音箱出货量 (百万) 及份额	27
图表 46: 美国电子书销售额占比 (2017.2)	27
图表 47: 亚马逊 126 实验室项目	28
图表 48: 亚马逊收购两家音乐公司	28

图表 49: 各大厂商推出智能音箱时间及价格.....	28
图表 50: 亚马逊 ECHO 支持的设备.....	29
图表 51: ALEXA 平台技能数量.....	29
图表 52: ECHO 智能音箱的工作流程.....	29
图表 53: 亚马逊的股价上升过程中伴随着持续的小股并购.....	30
图表 54: 1998-2018 亚马逊并购金额 (百万美元).....	30
图表 55: 1998-2017 年亚马逊并购金额占营收比.....	30
图表 56: 主要标的收购金额 (百万美元).....	31
图表 57: 贝佐斯认为“理想的生意”拥有四大特点.....	31
图表 58: 亚马逊的战略目标调整.....	31
图表 59: 亚马逊的并购涵盖多个行业.....	32
图表 62: 亚马逊版图不断扩大.....	35
图表 63: 1997-2017 年美国鞋类零售市场规模.....	36
图表 64: 1999-2005 年 ZAPPOS 发展大事记.....	36
图表 65: ZAPPOS 的销售额及增速.....	37
图表 66: ZAPPOS 在美国鞋类线上销售的份额.....	37
图表 67: ZAPPOS 在注重用户服务与体验.....	37
图表 68: 2001 年 ZAPPOS 由第三方模式转变为自营模式.....	38
图表 69: ZAPPOS 的毛利率.....	38
图表 70: ZAPPOS 的核心价值观强调“用服务给客户创造惊喜”.....	39
图表 72: KIVA 将产品储存在移动窗格中.....	41
图表 73: 工人与 KIVA 协作无需移动.....	41
图表 74: KIVA 机器人负责仓库里的大部分移动.....	42
图表 75: 1991 年至 2007 年全食超市通过一系列并购完成快速扩张.....	43
图表 76: 2009-2017 全食超市全球门店数量不断增长.....	43
图表 77: 2016 年全食超市收入增速骤降.....	44
图表 79: 2018 年美国主要有机零售商对比.....	44
图表 80: 2017H1 美国有机食品分销渠道占比.....	44
图表 81: 美国杂货零售业市场份额 (%).....	44
图表 82: 受收购影响主要零售集团股价下跌.....	45
图表 83: 收购后亚马逊下调全食产品价格.....	45
图表 84: 全食超市在美国全国均有布局.....	45
图表 85: 亚马逊可以为全食带来庞大的消费群体.....	45
图表 86: 食品杂货零售履约中心分类及功能.....	46
图表 87: 全食门店补充了 AMAZON FOODS 设施.....	46
图表 88: 亚马逊在美国的仓储分布 (截止 2018 年 11 月).....	46
图表 89: 全食毛利率在 33%-35% 之间.....	47
图表 90: PRIME 会员享受全食额外 10% 的优惠.....	47
图表 91: 贝佐斯及其相关基金投资涉猎广泛.....	48
图表 92: 贝佐斯的投资涵盖多个行业 (截止 2018 年, 单位: 百万美元).....	49
图表 93: 亚马逊估值.....	50
图表 94: 亚马逊历年的 P/CF 估值.....	50
图表 95: 亚马逊营业收入及增速.....	51
图表 96: 亚马逊的毛利率不断提升.....	51
图表 97: 亚马逊各业务的营收占比.....	51
图表 98: 亚马逊各地区的营收占比.....	51
图表 99: 公司的期间费用率.....	52
图表 100: 亚马逊的研发费用率趋势.....	52

图表 101:	公司的营业利润从 2002 年开始转正.....	52
图表 102:	公司的营业利润主要由北美和 AWS 贡献.....	52
图表 103:	亚马逊净利润在 2018 年创新高.....	53
图表 104:	亚马逊净利率在 2018 年达 4.33%.....	53
图表 105:	经营活动现金流量净额 (百万美元).....	53
图表 106:	投资活动现金流量净额 (百万美元).....	53
图表 107:	亚马逊历年物流仓储面积及增速.....	54
图表 108:	截止 2018 年 11 月亚马逊全球仓储分布图.....	54
图表 109:	亚马逊仓储在全球的分布 (截止 2018.11).....	55
图表 110:	亚马逊各类仓储的面积 (截止 2018.11).....	55
图表 111:	亚马逊各类仓储统计.....	55
图表 112:	截止 2018 年 11 月亚马逊各类仓储在全球的数量及面积分布情况.....	55
图表 113:	亚马逊历年的物流费用率.....	57
图表 114:	2014-2016 年亚马逊有效物流费用率测算.....	58
图表 115:	亚马逊全球 GMV 及增速.....	58
图表 116:	亚马逊 GMV 在自营和第三方中的分布.....	58
图表 117:	亚马逊 GMV 在各国历年的分布.....	58
图表 118:	2018 年亚马逊 GMV 在各国的分布.....	58
图表 119:	亚马逊的各品类在美国电商交易中的占比.....	59
图表 120:	亚马逊 2014-2016 年佣金率测算.....	59
图表 121:	亚马逊与天猫和京东的佣金率、货币化率对比.....	60
图表 122:	亚马逊各品类的佣金率高于天猫和京东.....	60
图表 123:	亚马逊美国会员年订单量测算 (2017 年).....	61
图表 124:	亚马逊订单的配送流程.....	61
图表 125:	中美各快递公司每单收费标准.....	62
图表 126:	2013Q4-2018Q2 美国 PRIME 会员数.....	63
图表 127:	2015Q4-2018Q1 美国 PRIME 用户占比.....	63
图表 128:	各国的 PRIME 价格以及权益对比.....	63
图表 129:	国内各主流电商的会员价格以及权益对比.....	64
图表 130:	2017 年会员费收入占订阅服务的比例测算.....	64
图表 131:	亚马逊订阅服务的拆分.....	65
图表 132:	会员与非会员一年的消费额 (美元).....	65
图表 133:	会员物流亏损率与销售费用率对比.....	65
图表 134:	单 PRIME 会员收入成本分析.....	66
图表 135:	PRIME 的优势.....	66
图表 136:	全球公共云服务市场规模及增速.....	67
图表 137:	AWS 的 IAAS 业务收入和市场份额.....	68
图表 138:	2017Q2 AWS 在 IAAS 和 PAAS 的市场份额.....	68
图表 139:	亚马逊 AWS 服务范围.....	68
图表 140:	亚马逊 AWS 的面积.....	69
图表 141:	AWS 营业收入和增速.....	69
图表 142:	截止到 2018 年底的 AWS 全球分布图.....	69
图表 143:	亚马逊 AWS 推出一系列服务的时间.....	70
图表 144:	亚马逊的一些合作伙伴.....	70
图表 145:	AWS 季度营业利润和营业利润率.....	71
图表 146:	亚马逊营业利润拆分.....	71
图表 147:	亚马逊与美国各传统零售企业市值对比.....	72
图表 148:	2018 年亚马逊市值已远超其他零售企业.....	72

图表 149: EBAY 的活跃用户数及增速.....	73
图表 150: EBAY 的 GMV 及增速.....	73
图表 151: 美国电商零售额.....	73
图表 152: EBAY 通过并购/投资进行全球扩张 (1998-2004)	74
图表 153: 2004 年 EBAY 国际收入占比超过 40%.....	74
图表 154: EBAY 在美国/全球电商市场的市占率.....	75
图表 155: 2005-2014 年 EBAY 的多元化发展战略.....	77
图表 156: 电商平台板块收入及增速.....	77
图表 157: 支付业务板块收入及增速.....	77
图表 158: PAYPAL 对 EBAY 的依赖度降低.....	78
图表 159: PAYPAL 的活跃用户数超过 EBAY	78
图表 160: EBAY 2015 年以来用户增长缓慢.....	78
图表 161: 2017 年 EBAY 的收入构成 (百万美元)	78
图表 162: 在 EBAY 搜索 IPHONE 只有 34%的商品是全新的.....	79
图表 163: EBAY 拍卖模式销售占比下降.....	80
图表 164: EBAY 和亚马逊的货币化率.....	80
图表 165: 美国用户对电商平台的满意指数.....	80
图表 181: B&N.COM 销售额.....	90
图表 182: B&N 线下书店的市场份额	90
图表 183: B&N 书店线下主营网点数量	91
图表 184: B&N 大学书店的分布 (截止 2018 年末)	91
图表 185: 亚马逊营业利润 (除去摊销和并购费用)	92
图表 186: 经营活动产生的现金流 (百万美元)	92
图表 187: 亚马逊营运资本.....	93
图表 188: 亚马逊营运资本占销售收入比率.....	93
图表 189: 实际速动比率和 SURIA 预测比较.....	93
图表 190: 实际流动比率和 SURIA 预测比较.....	93
图表 191: 亚马逊长期资本负债率.....	94
图表 192: 亚马逊的资产负债率.....	94
图表 193: 亚马逊并购金额.....	94
图表 194: 亚马逊并购企业数量.....	94
图表 195: 亚马逊品类销售额占比.....	95
图表 196: 亚马逊品类营业利润 (百万美元)	95
图表 197: 2001 年亚马逊缩减员工数量.....	95
图表 198: 2001 年亚马逊压缩研发费用.....	95
图表 199: 2001 年亚马逊缩减管理费用.....	96
图表 200: 2001 年仓储物流和销售费用率下降.....	96
图表 201: 亚马逊的现金和有价证券.....	96
图表 202: 亚马逊的营业利润 (百万美元)	96
图表 203: 1997-2001 年亚马逊用户数量保持稳定增长.....	97
图表 204: 天猫对 V10 ABSOLUTE 的搜索结果.....	100
图表 205: 京东对 V10 ABSOLUTE 的搜索结果.....	100
图表 206: 京东 V10 页面中的产品比较	101
图表 207: 亚马逊 V10 页面中的产品比较.....	101
图表 208: 买家与亚马逊卖家沟通方式.....	101
图表 209: 买家与天猫卖家沟通方式.....	101

1 序言

亚马逊的发展史就是一部电商对传统商业的冲击史，回顾它的历史能帮我们很好的理解渠道格局的变迁；同时亚马逊也是“从优秀公司跨越到卓越公司”的案例之一，研究亚马逊的特征有助于我们挖掘真正穿越经济牛熊的公司。

亚马逊成立于 1994 年，做线上图书起家，成立 13 年后的 2007 年，线下图书行业营收规模达到顶峰并开始下滑。1999 年开始做 3C 电子品类，对线下两大 3C 连锁巨头产生巨大冲击，2009 年（10 年跨度）电器城破产，2010 年（11 年跨度）百思买达到营收顶峰并开始全渠道转型以对抗亚马逊。2002-2005 年开始做服饰、运动、鞋等百货品类，2015 年（10 年左右跨度）梅西百货营收规模到达顶峰。每当亚马逊开始渗透一个品类的时候，往后数十年恰好是行业巨头面临巨大压力的时点。

其实中国线上线下格局也极其类似，只是由于中国的人口密度更高，基建等基础设施大力发展，电商物流规模经济明显，更适合电商发展。因此中国电商增速更快，对线下的冲击更猛烈，冲击的时间周期更短。中国线下业态的顶峰时点分别是 12 年的家电 3C、百货，15-16 年的商超。

本篇报告也希望对一些终极问题进行探讨：

（1）线上线下终极竞争格局如何？线下一定会消亡？

亚马逊对很多行业产生了冲击，比如图书行业，两家龙头 B&N、Borders，前者活下来后者破产，比如家电 3C 连锁行业的百思买、电器城，前者活下来后者破产。**破产的原因如出一辙，都是不注重线上业务，把线上业务托管给亚马逊，最终导致对线上用户的需求没有服务能力，而活下来的原因也是都找到了差异于电商的路径。**

电商之所以能够产生超级公司是因为线上交易的流程很容易标准化，卖家展示、买家搜索，双方供需匹配，中间就差一个物流交付环节的发展和建设。很多人会说既然电商具有如此强的马太效应，为何被电商冲击的百思买、巴诺书店都活下来了？

如果我们假设商品迭代更新停滞，所有商品信息被消费者充分获取，专业连锁渠道的价值不复存在，也许一家电商能通吃，**但现实情况是商品本身在不断创新迭代，专注某一品类的零售商总能领先一步了解该品类的信息，能更专业的服务消费者。**

我们对未来线上线下格局的判断是，线下企业依旧有生存优势，优势来自两方面：一是单一品类的服务能力更强，二是离消费者更近。

离消费者更近为什么是实体零售的优势？有人会说电商规模越来越大，物流成本越来越低，线下物业会逐渐失去价值，但零售商未来的核心能力并不是物业本身，而是商品经营能力，电商会冲击线下商业物业价值，但物业租金本身也是线下零售商的成本项，未来也会随之下降。举个极端例子，美团饿了么外卖使得线下堂食人数被分流到线上，对于餐馆来讲，缩减门店面积，将多余租金用于补贴线上快递费是最佳的应对方案。对于餐馆来讲，核心竞争力依然是饭菜品质本身。

本文的研究案例中，百思买通过打通“门店、仓库”的信息系统，实现了“店配、仓配、到店取、到仓取”多种物流解决方案，在配送时效上追赶上了亚马逊，也使得它在这一轮电商冲击中活了下来。

(2) 电商的品类边界？

对比中美分品类电商渗透率数据可以发现，适合做电商的品类是客单价分布在中间地带（客单太高和太低都不行）的SKU，客单太低毛利覆盖不了物流成本（商超很低、生鲜很低），客单太高会增加交易的摩擦成本，一次买不到合意商品（奢侈品、珠宝、大家电等）。消费电子、服饰这两个品类在中美电商渗透率都很高，也是最先被电商渗透的两个品类。

那是不是意味着其他品类的线下零售商就安全了？这也不一定，随着社会物流规模和物流能力的不断提升，边际物流成本下降，原本比较难被电商化的品类也开始被渗透，例如大件家具（物流能力提升）、低客单商超（边际成本下降）。

(3) 如何寻找从优秀跨越到卓越的公司？

吉姆·柯林斯 2001 年完成了一本经典的企业研究书籍《从优秀到卓越》，试图寻找卓越的企业是如何实现跨越的。而那时的亚马逊正经历互联网泡沫破灭，亏损扩大，分析师看空。当时的亚马逊仅仅成立 7 年，上市 5 年，并非柯林斯样本中的卓越企业，但从 2001 年至今，亚马逊股票表现以及各项特征都基本符合吉姆柯林斯对卓越企业的定义。

图表1：亚马逊符合《从优秀到卓越》书中筛选卓越企业的标准

标准	亚马逊表现	是否符合
1 “优秀”业绩在转折点之间的 15 年时间，累积股票回报不超过市场的 1.25 倍，转折点后的 15 年内的累积股票回报率和转折点前的 15 年的累积股票回报率相除必须超过 3	亚马逊在 2001 年后的复合增长率高达 30%，是市场的 3 倍以上	符合
2 从优秀到卓越的经营模式必须是一个公司转变，不是一次行业事件，公司所展示的模式与市场 and 行业都无关		符合
3 在转折点上，公司必须是一个已经存在的并继续发展的公司（要有 25 年的经营历史），而不是一个新公司	亚马逊可供研究的历史达 23 年	符合
4 公司必须出现在 1996 年出版的 1995 年《财富》500 强排名里	亚马逊 2009 年首次进入财富 500 强	符合
5 卓越公司的收购行为通常在刺猬理念发展之后和飞轮积累起重大动量之后才发生。他们把收购当做是飞轮积累动量的推动力，而不是飞轮动量的创造者。	亚马逊的收购在 98-99 年较为激进，转折点后基本占营收比在 1% 左右	符合
6 在 11 家实现跨越公司的首席执行官中，有 10 个是从公司内部提拔上来的，其中有 3 个是通过家族继承的	向贝索斯报告的十位高管供职时间平均达到 15 年	符合
7 技术是发展动力的加速器，而不是创造者	Lab126、云计算都是围绕着公司的刺猬理念展开	符合
8 实现跨越的公司也着手追求卓越，但与对照公司不同的是，它们依靠残酷的现实来不断监督它们通向成功的道路。真正的问题不是“如何激励员工”。如果你有合适的人，他们就会自我激励。关键是不要打击他们的积极性。	亚马逊现在实施的新激励计划名叫“中枢”(Pivot)，形式是让低绩效员工和一位领域专家结对子，由这位职业大使在规定的时间内为该员工提供绩效指导和支持。	符合

资料来源：《从优秀到卓越》，方正证券研究所

在读完《一网打尽》之后，我们也从亚马逊身上找到了柯林斯描述卓越企业的许多特征。包括**第5级经理人**、**先人后事**、**直面残酷的现实**、**刺猬理念**和**技术加速器**。

贝佐斯的第5级经理人：坚定的意志，谦逊的性格，依靠崇高标准行事，而不是靠鼓舞人心的个人魅力调动员工积极性。

先人后事：人员决定上严格要求，遵循三个原则，①宁缺毋滥，保持观望态度，②如果发现换人是必要之举，就即刻行动。（早期创始人之一由于性格内向也被迫离开）③将杰出人才用于抓住良机，而不是解决大难题。亚马逊不断提高招聘标准，即使是创始人在后期无法满足公司发展的时候也会被“请”走。

直面残酷的现实：亚马逊在1999年疯狂扩张中收购的标的大部分整合不及预期，再加上2000-2001年的互联网泡沫破灭，以及Suria的看空报告引起投资者以及供货商的恐慌，亚马逊遭遇了前所未有的危机，贝索斯进行了大刀阔斧的改革，把公司的战略从“扩张优先”变成“规范仓库管理”，员工数量不再像之前一样疯狂增长（1998年仅2100人，2000年达到9000人），新品类的上线速度也变慢了，同时也从债券市场进行融资来应付对供应商的欠款。

刺猬理念：亚马逊是典型的刺猬理念践行者，贝索斯从成立之初就一直保持着“以客户服务为中心”的理念，推出了一系列的措施来实施这个理念，包括一键下单、客服的及时性、Similarities推荐、全网比价、更简洁的网购展示页面等。

技术加速器：亚马逊在2007年和2006年分别推出了Kindle和AWS，这两个技术投入完全忠于公司的刺猬理念，并且加速了亚马逊飞轮的转动。

(4) 如何理解飞轮效应，亚马逊是如何践行的？

巨轮的特点是什么，你一次性给他一个很大的力并不会马上快速转动，而不断的朝一个方向小股力量推进，长期积蓄力量之后会越转越快。

亚马逊的并购可以分为两个阶段，2000年以前和2000年以后，其中98年并购金额占比营收30%，99年并购金额占比48%，导致99-01年三年经营性现金流为负，亚马逊的并购史很形象的反映了飞轮效应，公司都还未进入平稳轨道就期望通过大规模并购实现跨越是不太现实的，整合本身也需要企业文化的统一和融合，2000年之前的巨额并购让公司在2001年现金流进一步恶化，叠加2001年分析师Suria连续发布看空亚马逊的报告推波助澜，引发了公司股价的巨幅波动，甚至影响到投资人、供应商、消费者对公司信心，把公司推到了破产的边缘。2001年通过各种努力化解危机之后，公司并购金额基本不超过营收的2%，不断通过小股力量推动公司的巨轮转动。

(5) 亚马逊的并购套路，边打边谈。

亚马逊围绕品类扩张的两个并购，Zappos（鞋类）和Quidsi（母婴类）都采用了同样的套路，当它们逐步成长为细分领域龙头的时候，对亚马逊的品类具有极好的互补性。亚马逊的策略是先抛出橄榄枝，对方不同意就上线同品类频道，利用价格战冲击对方，迫使对方同意收购或压低收购估值，吸收对方的用户流量、供应链资源、管理团队。两起并购案例并非一帆风顺，经过三年时间的价格战以9亿美元收购Zappos，两年时间的价格战以5.45亿美元收购Quidsi。

2 全球电商看中美：速度不同、路径相似

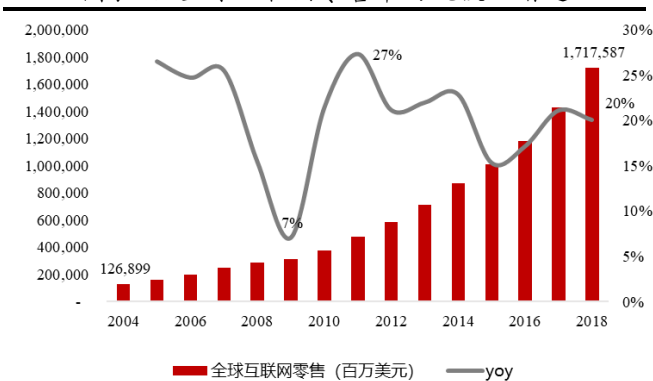
2.1 全球电商市场呈现出典型的寡头垄断

据 Euromonitor 统计，2018 年全球互联网零售的规模达 17176 亿美元，同比增长 20%，除了 2009 年金融危机增速只有 7%，2004-2018 年其他年份基本保持在 15% 以上的增速。

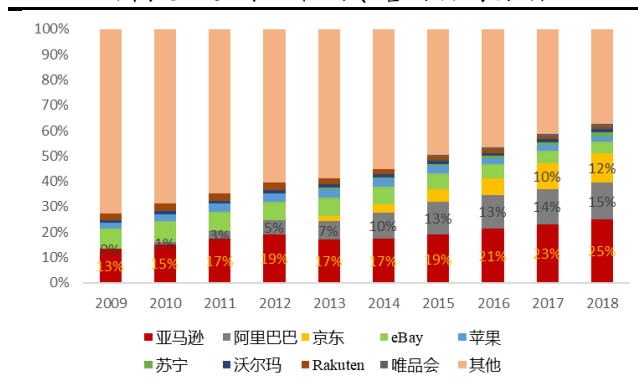
按 Euromonitor 统计数据来看，亚马逊占全球互联网零售的 25%，阿里巴巴占 15%，京东占 12%，前三家占比达 52%，比 2017 年提升 5 个百分点，全球互联网零售呈现高度集中的趋势。

持续高增长的行业，龙头集中度又在不断提升。催生了亚马逊、阿里巴巴这样的超级公司。

图表2：全球互联网零售市场规模及增速



图表3：全球互联网零售的公司份额



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

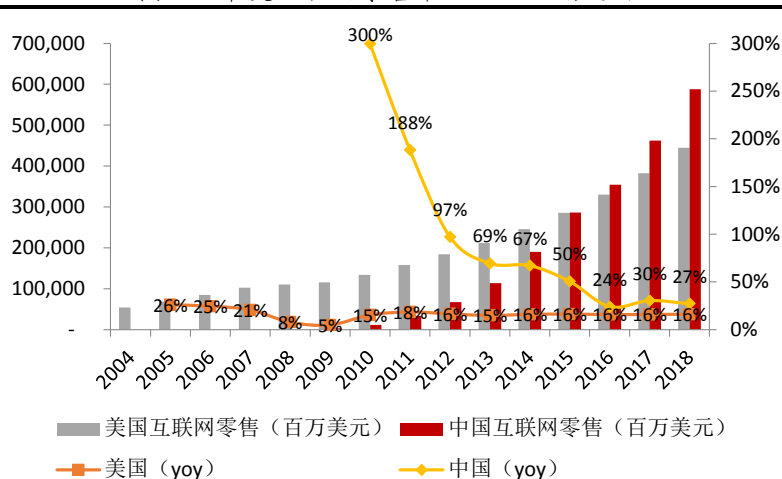
(注：Euromonitor 统计的互联网零售不包括 C2C 和退换货)

2.2 中美电商格局对比

据 Euromonitor 统计，2018 年美国互联网零售的规模达 4443.54 亿美元，同比增长 16%，亚马逊在其中的市场份额达到 53%，较 2017 年的 45% 提升 8 个百分点，第二名的 eBay 仅占 6%。

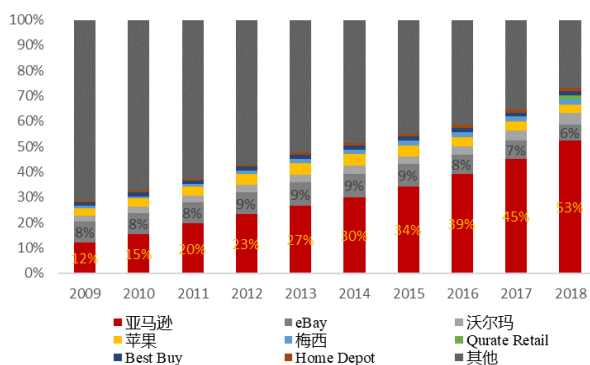
而中国的互联网零售规模在 2018 年达到 5876.17 亿美元，同比增长 27%，体量和增速都超过美国，是全球最大的互联网零售经济体。在市场集中度方面，中国在 2018 年还是典型的双寡头局面，阿里巴巴和京东占据整个互联网零售规模的 75%。

图表4：中美互联网零售市场规模及增速对比



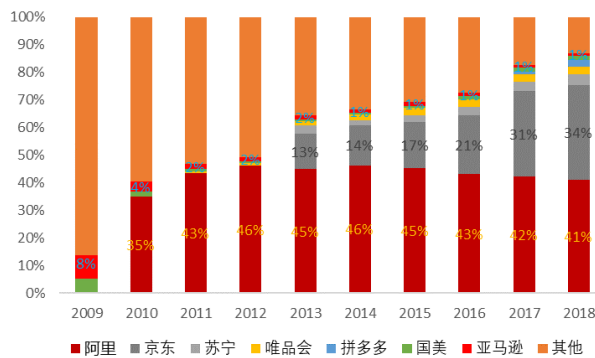
资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

图表5: 2009-2018 年美国互联网零售的公司份额



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

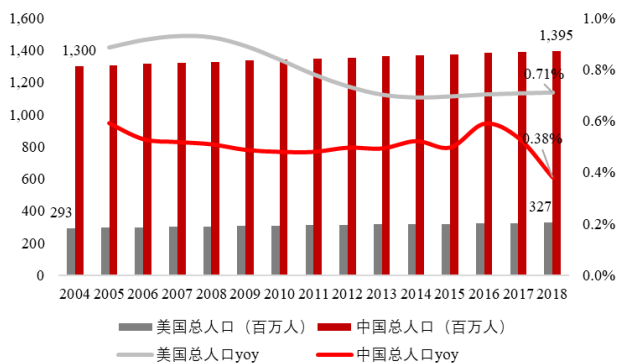
图表6: 2009-2018 年中国互联网零售的公司份额



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

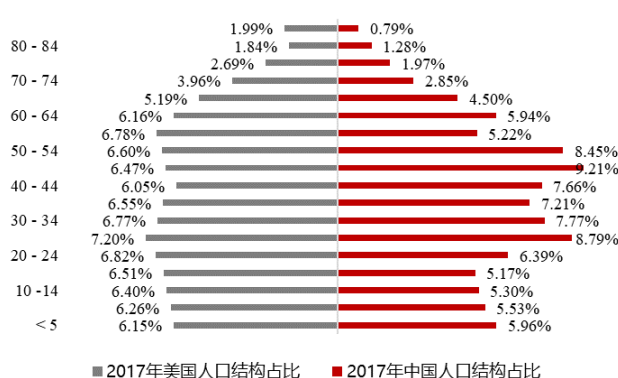
中国庞大的人口总量保障了电商的稳步发展, 且中国 20-50 岁的主流互联网人群占比也高于美国。从中美的人均可支配收入以及家庭收入结构来看 (2017 年美国的人均可支配收入差不多是中国的 11 倍左右, 从家庭收入结构来看, 2017 年美国家庭收入普遍是中国的 7-8 倍), 美国电商未来的增长空间很大, 且美国的人口结构更加均衡, 20 岁以下的人口占比并未像中国一样出现较大的断层, 这也保证了美国电商发展的平稳性。

图表7: 中美总人口及增速



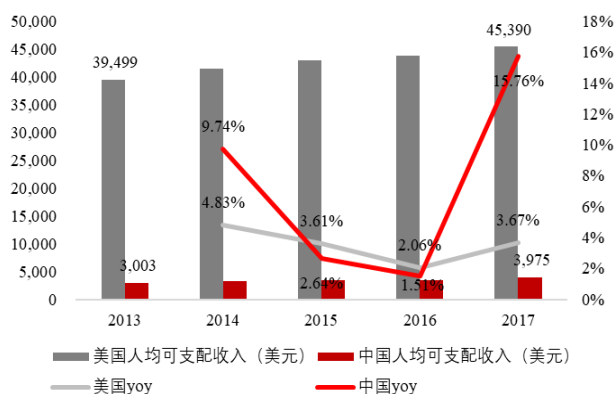
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表8: 2017 年的中美人口年龄结构对比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表9: 中美人均可支配收入对比



资料来源: Wind, 方正证券研究所

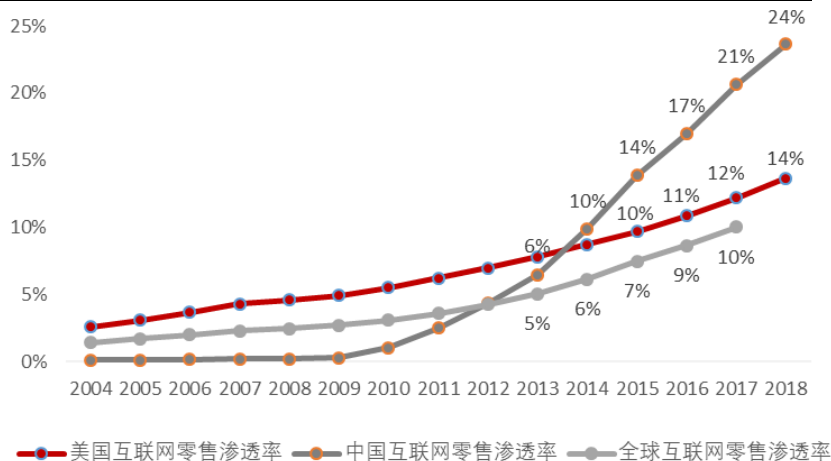
图表10: 2015-2017 年中美家庭收入结构 (美元)

	中国			美国		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
低收入户 (各20%)	2493	2471	2827	22800	24002	24638
中等偏下	5678	5764	6567	43511	45600	47110
中等收入	9223	9351	10672	72001	74869	77552
中等偏上	14053	14296	16390	117002	121018	126855
高收入户 (20%)	26039	26482	30806			
最高 (5%)				214462	225251	237034

资料来源: Wind, 方正证券研究所

从中美互联网零售的渗透率来看，2017年中国的互联网零售渗透率达21%，美国同期的渗透率仅为12%。中国互联网零售的渗透率在2014年超过美国并迅速提升，这也带动全球的互联网零售渗透率从2013年的5%提升到2017年的10%。

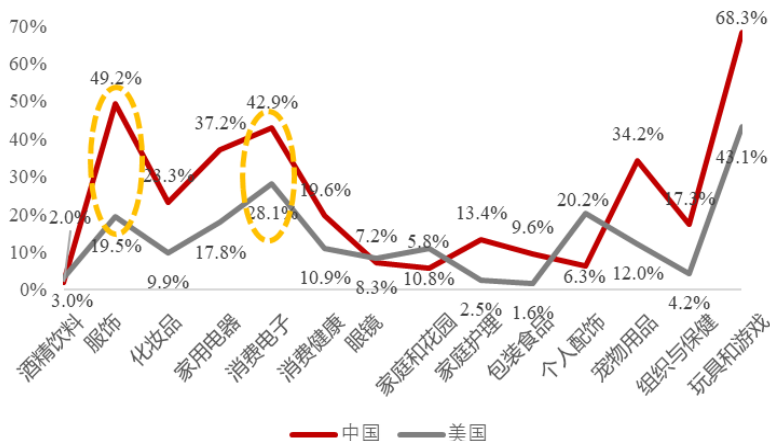
图表11：中国互联网零售在零售业中的渗透率遥遥领先美国



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所（注：Euromonitor的零售业统计不包括汽车及汽车零部件，燃料等专业零售商以及未向税务机关申报的非正规零售业）

从品类的电商渗透率来看，美国除了个人饰品（20.2%）、家庭和花园（10.8%）比中国渗透率高之外，其他品类的渗透率都低于中国。中国电商渗透率较高的品类主要包括玩具和游戏（68.3%）、服饰（49.2%）、消费电子（42.9%）、家用电器（37.2%）、宠物用品（34.2%）和化妆品（23.3%）。

图表12：2018年中美各品类电商渗透率对比



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

对比中美分品类电商渗透率数据可以发现一些共性：适合做电商的品类是客单价分布在中间地带（客单太高和太低都不行）的SKU，客单太低毛利覆盖不了物流成本（例如商超品类和生鲜），客单太高会增加交易的摩擦成本（例如奢侈品、珠宝、大家电等）。消费电子、

服饰这两个品类在中美电商渗透率都很高，也是最先被电商渗透的两个品类。

其他品类的线下企业是不是就安全了呢？不一定，随着社会物流规模和物流能力的不断提升，边际物流成本下降，原本比较难被电商化的品类也开始被渗透，例如大件家具（物流能力提升）、低客单商超（边际成本下降）。

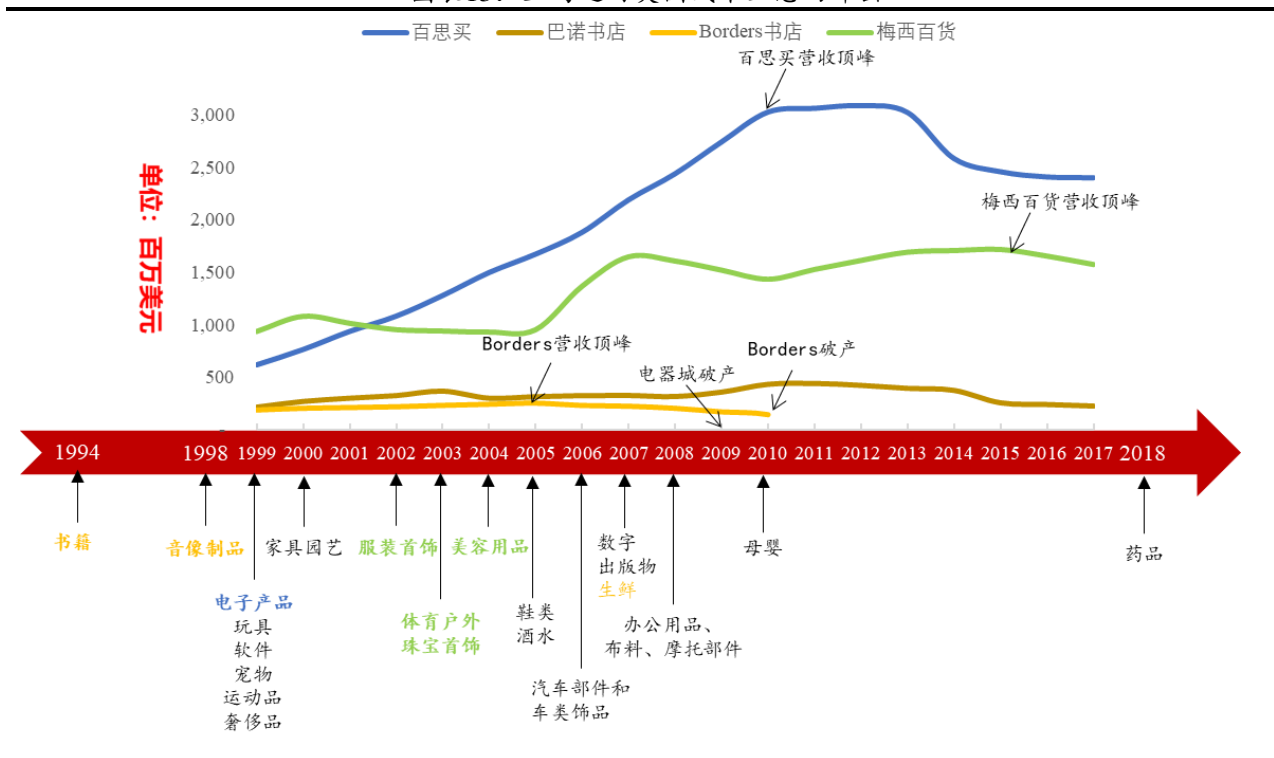
中美零售格局发展极为相似：线上线下此消彼长。我们发现每当亚马逊进入一个品类的时候，第十年该品类线下龙头营收达到顶峰，第十到十五年期间破产一家行业龙头。

图书行业：1994 年亚马逊进入图书行业，2005 年线下书店排名第二的 Borders 达到营收顶峰，2010 年 Borders 破产。

家电 3C：1999 年亚马逊渗透电子产品，2009 年行业第二电器城破产，2010 年百思买达到营收顶峰。

百货行业：2002-2004 年开始渗透服饰、珠宝、美妆品类，2015 年梅西百货达到营收顶峰。

图表13：亚马逊对美国线下业态的冲击



资料来源：公司公告，方正证券研究所

中国线下各业态也同样受到电商冲击，12 年家电 3C 连锁、百货行业盈利能力达到顶峰，15 年商超品类开始被渗透。因为电商增速比美国快很多，所以冲击的进程也比美国快很多。中美两国电商发展速度不同，但对线下业态冲击的路径极为相似。

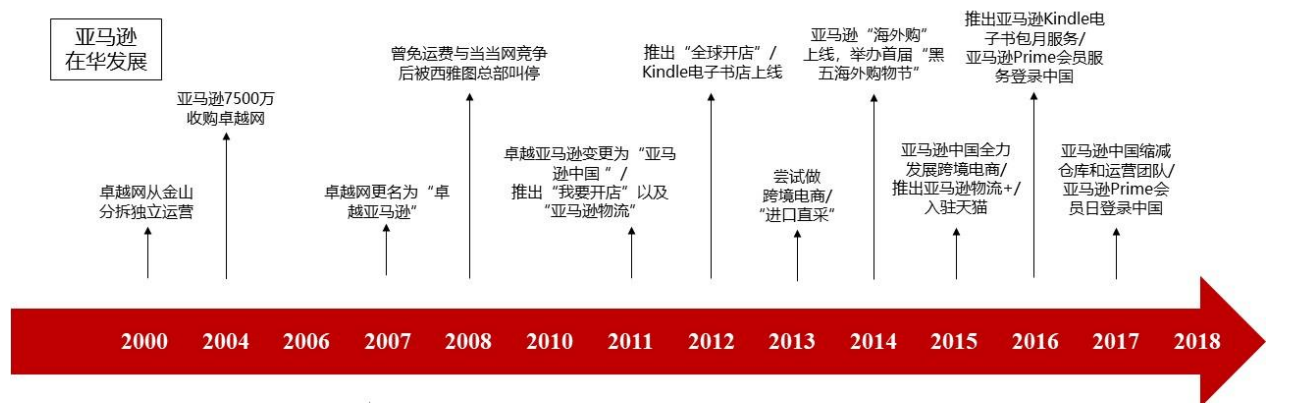
3 亚马逊在中国的败退

2000年卓越网由金山软件有限公司投资组建，随后卓越网从金山分拆并独立运营，2003年9月引入国际著名投资机构老虎基金成为第三大股东。卓越网发布于2000年5月，主营音像、图书、软件、游戏、礼品等流行时尚文化产品。2003年中国电商迎来一定发展，中国消费者的网购理念得到初步普及，消费习惯逐渐形成。2004H1卓越网宣布其营业额达到1.3亿元，B2C销售收入占到96%，毛利率接近30%。

2004年亚马逊计划进军中国市场，亚马逊发展较早，商品种类丰富、价格合理、信誉度和知名度较高，在仓储物流、运营经验方面享有优势。2004年亚马逊在中国B2C领域也鲜有竞争者。2003年阿里巴巴集团投资1亿人民币成立淘宝网，eBay以1.5亿美元收购易趣剩余67%股份完成对易趣的全盘并购，二者当时均专注于C2C，B2C领域主要有当当网和卓越网等。

当当网采用“亚马逊模式”，向消费者提供尽可能多的品类，当亚马逊希望通过并购本地电商打入中国市场时，当当网无疑是最为契合的。与当当网不同，卓越网走“精品打折”路线，提供较少商品品类，折扣在3-5折，并依靠庞大的出货量和供应商拿返点，即“精选品种、全场库存、快捷配送”的“卓越模式”，精选标准化产品、大批量采购并高折扣售出、在北上广三地实现对99%的用户24小时内送达，这种“小而精”的模式成本低、易走量，在发展初期更具优势。

图表14：卓越（亚马逊中国）发展概况



资料来源：亚马逊中国官网，方正证券研究所

亚马逊最初与当当网谈判，希望以1.5亿美元收购当当70%的股份，但李国庆夫妇的底线是出让20%-25%的股权，双方因为股权比例的分歧并未达成合作。亚马逊随后与卓越网接触，2004年8月亚马逊以7500万美元协议收购卓越网，该部分金额涉及约7,200万美元现金以及员工期权。

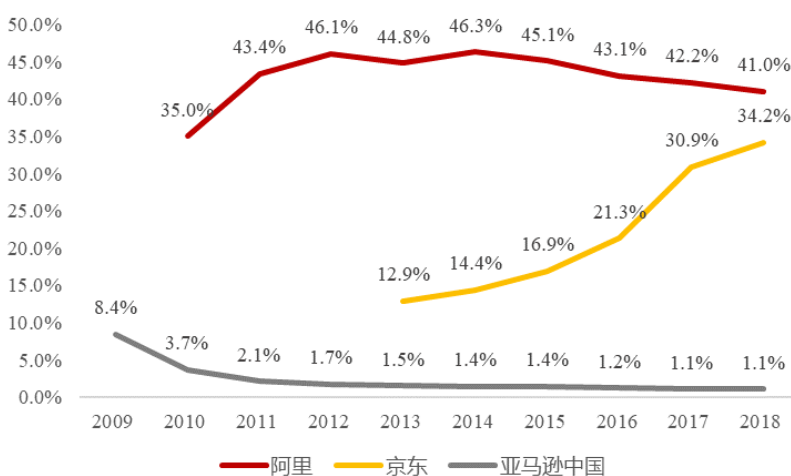
收购完成后亚马逊开始在中国复制美国经验，重点投资仓储物流的基础设施建设。2004年6月，卓越网面积达到了3万平方米的库房正式投入使用，拥有200个坐席的呼叫中心使卓越网的客户电话接通率从30%提升至96%。IT系统的全面升级使卓越网导购系统有明显改善。然而占有优势的亚马逊中国（卓越）却在中国市场节节败退。2007年原摩托罗拉亚太区副总裁王汉华出任卓越总裁，之后成为亚马逊中

国区总裁，王汉华进入亚马逊中国（卓越亚马逊），亚马逊的仓库实现了全自动化管理，拣货员配有电瓶车和扫描枪，电瓶车的路线由电脑设计，当当的仓库内则是纯手工操作，产品按照销售频率从高至低由门口向仓库内摆放，但当当却因为 24 小时两班快递比亚马逊 24 小时直接一次快递获得了半天的优势。

2007 年，亚马逊完成对卓越网的系统改造，将卓越网更名为“卓越亚马逊”。2011 年，卓越亚马逊再次更名为“亚马逊中国”。

2009 年亚马逊在中国互联网零售领域的市场份额为 8.4%，2010 年跌至 3.7%。2012 年淘宝商城更名为“天猫商城”进入 B2C 领域，京东获得融资，本土电商促销节不断。2014 年，阿里巴巴和京东赴美上市，当年二者在中国电商的市占率分别达到 46.3%和 14.4%，而亚马逊仅有 1.4%，可以说亚马逊在中国市场做的并不成功。

图表 15：亚马逊在中国互联网零售领域市占率不断下降



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

我们认为亚马逊在中国遭遇挫折的原因在于：

(1) 亚马逊在中国市场本土化不够充分，路径依赖桎梏发展。1) “合理库存”未充分考虑本土实际情况。2008 年，王汉华和团队以很好的价格拿到了畅销书《明朝那些事儿》的包销资格，但亚马逊总部认为该产品不需要那么多库存，最终取消了该合作，以至于当该产品大卖时，亚马逊甚至还需要从当当网采购。2) 严格的审查制度使其丧失大批供应商。亚马逊将“差评率低于 1%”和“24 小时未回复低于 3 次”作为供应商的考核标准，系统检测到未达标会自动关闭店铺，人工无法修改，而中国本土的电商则设置扣分、罚款和暂时关闭等多级审查制度和申诉渠道保持系统的灵活性，从而吸引了更多供应商。3) 忽视中美消费群体差异，未能有效吸引中国消费者。亚马逊开发的推荐引擎希望给制造“惊喜和发现”，目的是“通过帮助消费者做出更好的购买决策”，重在让消费者发现更多感兴趣但还不了解的商品，促销打折信息针对会员发放，而中国的线上消费者多由线下转化，仍不能摆脱“百货”的购物习惯，希望能直观看到打折促销的信息。中国的消费者也较难适应信用卡的支付方式和邮件的沟通方式。

(2) 亚马逊总部未能给予中国充分授权。中国区总裁王汉华仅有销售方面的权限，虽然为亚马逊中国（卓越亚马逊）引入亚马逊先进的仓储和物流网络，但中国市场的物流和运营事项需要由亚马逊总

部决定，王汉华甚至不能决定更改市场营销预算和产品包装。

2018 年亚马逊在中国互联网零售领域的市场份额仅为 1.1%，而中国的本土电商不断崛起，2018 年阿里巴巴市占率达到 41%，京东则从 2013 年的 12.9% 上升至现在的 34.2%。

同样的，我们可以从另外一个角度看到亚马逊中国的失败。为什么在美国亚马逊模式行业第一，而中国则是阿里最大、京东、拼多多各有市场？

亚马逊模式的特点是自建物流体系，服务贵但体验好，美国的收入水平较高，对“好服务价格贵”接受程度更高，而中国 13 亿人口收入分布严重不均，“京东模式”可以覆盖高端客群，对三四五线甚至农村居民则较难覆盖。这就是中国的消费分层，往后看，中国电商物流的竞争格局也略有差异，美国亚马逊占有电商 50% 以上份额，电商物流环节控制的规模行业第一，而中国是阿里控制着 60-70% 的物流信息。理论上来看，样本越大，一个方程的最优解越好。所以边际上来看阿里物流体系的效率还在提升，京东则需要通过体外融资的方式加杠杆来构建重资产物流的壁垒。

亚马逊中国面对目前中国的竞争格局，应对的策略是：

(1) 发挥国际优势，发展跨境电商

2013 年亚马逊意识到中国市场跨境购买的需求的崛起，于是尝试把海外商品放到中国官网上，甚至翻译出中文界面。2014 年“亚马逊海外购”上线，2015 年 4 月上海海关的数据显示亚马逊中国跨境电商直购进口订单量占到上海关区总量的九成以上。2015 年“海外购”体验升级，完善了统一账户、统一购物车和人民币支付；2016 年“黑五”前，亚马逊将 Prime 会员服务引入中国，在全球首次提供跨境订单全年无限次免费配送服务。

亚马逊在跨境电商业务方面的优势在于其丰富的国际站点、丰富的品牌合作关系以及庞大的跨境物流体系，2015 年亚马逊在全球已经建立 14 大站点，全球运营中心超过 100 个。2019M1 亚马逊海外购已经可以实现美国、英国、日本、德国的站点对接，同时也提供保税仓选项。

图表 16：亚马逊“海外购”与多国站点对接



资料来源：亚马逊中国官网，方正证券研究所

除了“海外购”，亚马逊还开设“海外直采”业务，以便将“海外购”获得的用户购买数据加以利用，将用户最感兴趣的品类列入“海外直

采”的范围进行大宗进口，以提高商品运输效率，解决以往跨境购物时效慢的弊端。同时，亚马逊关注到中国消费者的个性化需求，用“长尾产品”与国内电商形成竞争优势。

(2) 推出中国版 Prime，培养用户习惯

2016 年底，亚马逊在中国推出了 Prime 会员服务。消费者一年花费 388 元的会员费，可享受海外购单笔订单(可跨美国/英国/日本)满 200 元免费配送以及国内订单零门槛免运费的服务。亚马逊每年也在不断完善 Prime 中国会员的服务，截至 2019M1 中国区 Prime 新增服务包括电子书免费阅读、Prime 周三会员日等。

(3) 积极参与中国市场，与本土企业合作

入驻本地化电商平台为官网吸引流量。2015 年“amazon 亚马逊官方旗舰店”在天猫上线，主要销售海外直采“爆款”商品，其中约 1/4 是亚马逊独家销售的商品，品牌主要为亚马逊在国内独家经营的国际品牌，如 Logan、Panama Jack、MocMoc、CALZADOS MARIAN 等。截至 2015 年，亚马逊天猫旗舰店已有 46.3 万粉丝，开店更早的 kindle 官方旗舰店粉丝人数已达 96.9 万。此外，亚马逊还在天猫上推出“亚马逊图书旗舰店”和“kindle 官方旗舰店”，目前仅有“kindle 官方旗舰店”继续运营。

图表17: amazon 亚马逊官方旗舰店已关闭



资料来源: 搜狐, 方正证券研究所

图表18: 天猫 kindle 官方旗舰店



资料来源: 天猫 kindle 官方旗舰店, 方正证券研究所

积极加入“中国玩法”。2019M1 亚马逊与腾讯视频合作推出 299 元/年联合套餐，还与广发银行推出“广发亚马逊 Prime 信用卡”，用户可以享受 1% 返现等活动。Kindle 阅读器也尝试了于“咪咕”和“故宫文化”合作。对比以往“促销节”的高冷态度，现在亚马逊面对中国市场变得更加积极。

图表19: 亚马逊与腾讯视频推出联合套餐



资料来源: 亚马逊中国官网, 方正证券研究所

图表20: 亚马逊与广发推出联名 Prime 信用卡



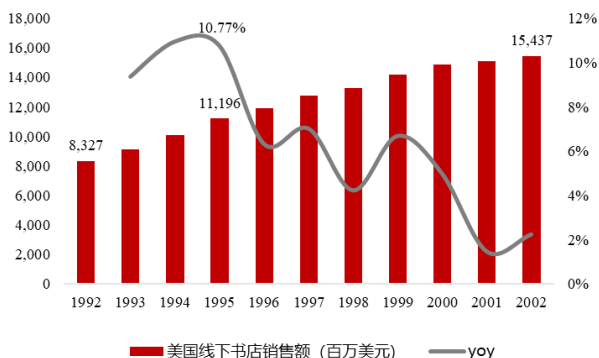
资料来源: 亚马逊中国官网, 方正证券研究所

4 亚马逊起家于图书行业，不断搅动行业格局

4.1 98 年之前线下图书稳步增长

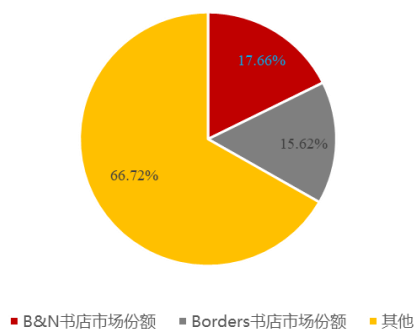
在亚马逊进入图书市场之前，美国图书的整体市场呈现较为高速的发展，线下书店销售额从1992年的83.27亿美元增长到1995年的111.96亿美元，期间复合增长率达10.4%，其中最大的两家线下书店分别是B&N书店和Borders书店，在1995年合计占有图书市场33.28%的份额。

图表21：1992-2002年美国线下书店的销售额



资料来源：US Census，方正证券研究所

图表22：1995年B&N和Borders书店的市场份额



资料来源：US Census，B&N和Borders财报，方正证券研究所

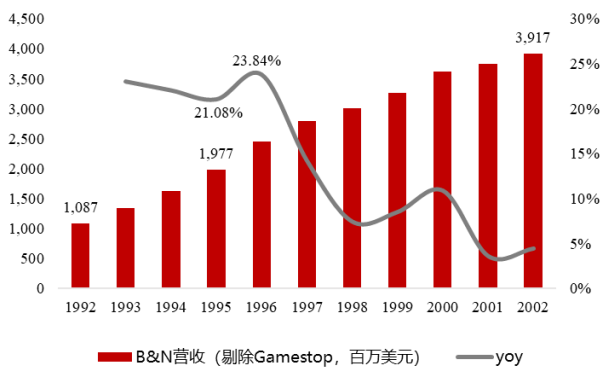
图表23：B&N书店简介



资料来源：B&N官网，B&N财报，方正证券研究所

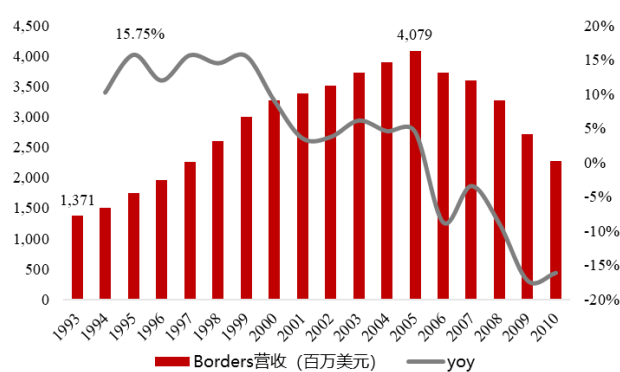
B&N书店的销售额从1992年的10.87亿美元增长到1995年的19.77亿美元，期间复合增长率达22.07%，Borders书店的销售额从1994年的15.11亿美元增长到1995年的17.49亿美元，增速达15.75%，两家书店的增速均快于行业的增速，两家店在线下书店销售额中的占比逐年提升，从1993年的29.73%快速提升到1998年的42.17%。

图表24: B&N (剔除 Gamestop) 的营收及增速



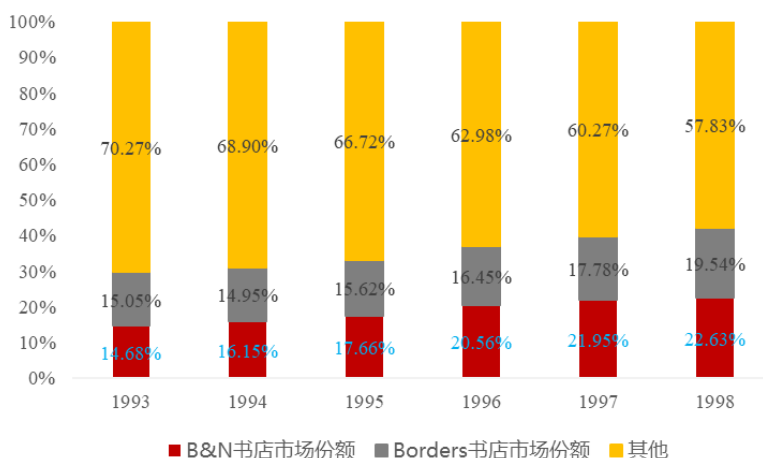
资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

图表25: Borders 书店的营收及增速



资料来源: Borders 财报, 方正证券研究所

图表26: 1993-1998 年 B&N 和 Borders 的市场份额逐年提升



资料来源: B&N 和 Borders 财报, 方正证券研究所

4.2 亚马逊进军图书业务, 冲击实体书店

贝索斯在创办亚马逊之前在华尔街的一家对冲基金萧氏公司工作, 期间接触过几个有关网络的商业计划, 比如向客户提供免费电子邮件服务, 运用互联网在网络上交易股票和债券等, 此外, 一份叫《矩阵新闻》的新闻月刊在 1994 年 2 月刊中统计并罗列了网络成长轨迹的一系列图标, 数据显示从 1993 到 1994 年网络传输速度提升了 2057 个单位, 单位数据传输速度提升了 2560 个单位, 相当于从 1993 年 1 月到 1994 年 1 月网络增长了约 2300%, 这些现象让贝索斯认为网络才是未来最有前景的一个产业, 因此贝索斯从萧氏辞职开始互联网的创业计划。

亚马逊刚开始选择图书作为品类切入互联网市场, 主要是看中图书的以下几个特质:

(1) 图书实物形态上标准化程度相对较高, 运输过程中不易损坏。

(2) 前期投入成本低。在前期订单量不大的情况下, 接到订单时, 可以直接从图书商进货, 然后寄送给顾客。相对光盘、硬件、计算机软件这些品类而言, 销售图书方面的库存成本相对较低。

(3) 图书 SKU 庞大, 需求量大, 但实体店库存有限。1995 年, 世界上正在出版的图书超 300 万种, 远远超越了美国书店的存储量。

同时，由于图书市场顾客需求的差异化，很多人并不能从书店买到自己想要的图书，但是网络渠道可以解决这个问题。

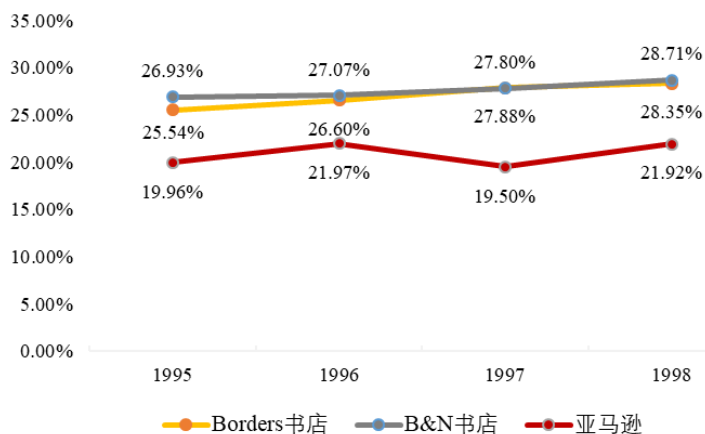
(4) 当时整个图书市场的电商寥寥无几。当时北美的线上书店主要有 Book Stacks Unlimited(1992 年创办的在线书店)、Powell's book (1971 年成立的线下书店,于 1994 年推出了图书网站)、Words Worth、Future Fantasy。

同时，由于美国最高法院于 1992 年规定网零售商异地销售免征消费税，即在本地州没有实体店经营的网络零售商，不需要缴纳额外的消费税，美国的消费税由州消费税和地方消费税组成，1995 年美国各州普遍的消费税在 6%-7%之间，这使得亚马逊的零售价较实体书店有较大的价格竞争力。

综合以上各个因素，使得贝索斯最终锁定图书作为亚马逊经营的第一个品类。

从图书毛利率上来看，亚马逊最初成立的几年基本维持在 20% 左右，这与两大线下书店巨头 B&N 和 Borders 的 25%~28% 左右的毛利率相比，性价比极高。

图表27：亚马逊成立初期的图书毛利率较低



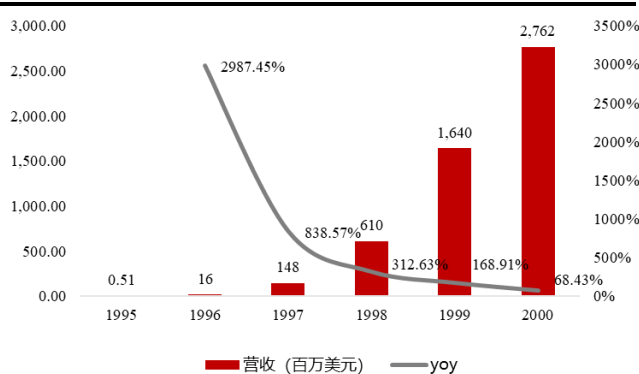
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表28：亚马逊围绕图书的并购标的及并购年份



资料来源：CrunchBase，方正证券研究所

图表29：亚马逊早期的营收及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

随着亚马逊图书品类上价格的优势、邮寄的及时性以及围绕着图书品类做了一系列的兼并收购，使得其图书业务得到了不断的巩固，其自身业务出现爆发式增长，营收从 1995 年的 51 万美元增长到 2000 年的 27.62 亿美元（其中亚马逊图书销售额占线下图书销售额的比例

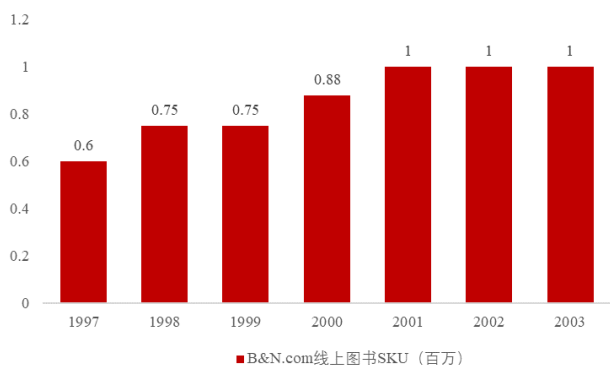
11%)。这也使得传统的线下图书业务受到了不小的冲击，1996 年线下图书的增长率仅为 6.33%，增速较 1995 年下降 4.44 个百分点，从 1995 年到 2002 年，线下书店的销售额从 111.96 亿美元增长到 154.37 亿美元，年均复合增长率仅为 4.7%。

4.3 忽视线上业务以及电子阅读器的缺失导致 Borders 破产

Borders 书店是美国传统的线下书店，成立于 1971 年，市占率在 1995 年排名第二，达 15.62%。但 Borders 书店在应对亚马逊冲击的时候，由于战略上的失误导致公司于 2011 年破产。我们认为 Borders 破产的原因主要有两个：

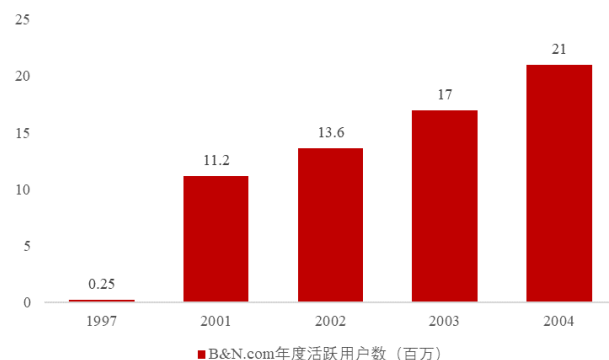
(1) 不重视图书线上业务的发展。亚马逊在 1995 年启动线上图书业务后，虽然刚开始对两大巨头 B&N 和 Borders 的冲击不是很明显，但 1997 年 B&N 的增速从 1996 年的 23.84% 下降到 14.24%，于是 B&N 于 1997 年 3 月推出了线上业务 BarnesandNoble.com，其线上定价的策略是精装书拥有 30-40% 的折扣以及平装书拥有 20% 的折扣，且 B&N 为线上提供图书的 SKU 从 1997 年的 60 万增长到 2001 年的 100 万，年度活跃用户数也从 1997 年的 25 万增长到 2004 年的 2100 万，B&N.com 的销售额也从 1997 年刚成立时的 1500 万美元增长到 2008 年的 4.66 亿美元，占 B&N 整体的营收比达到 9.10%。

图表30: B&N.com 的图书 SKU



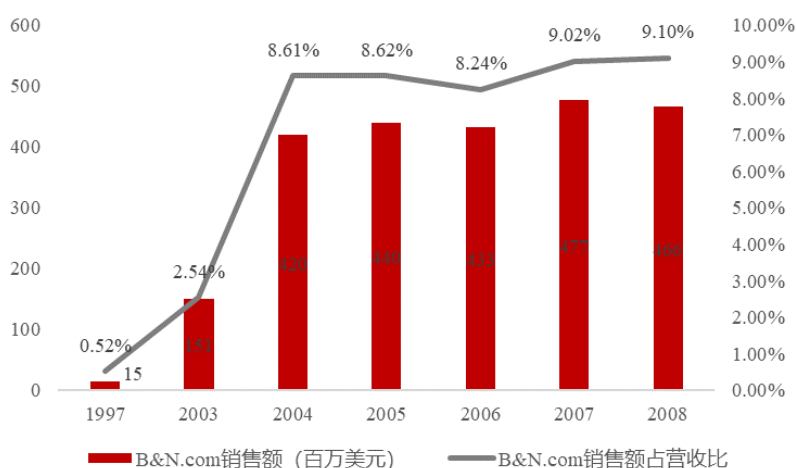
资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

图表31: B&N.com 的年度活跃用户数



资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

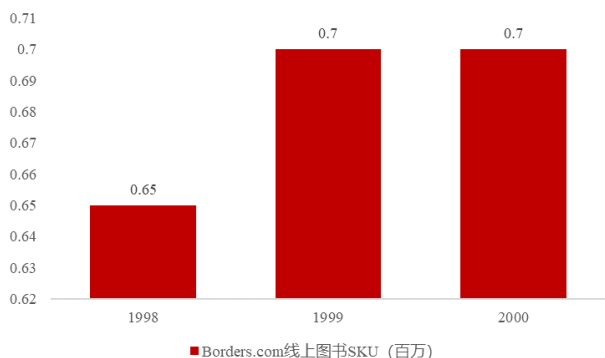
图表32: B&N.com 的销售额及占 B&N 的营收比



资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

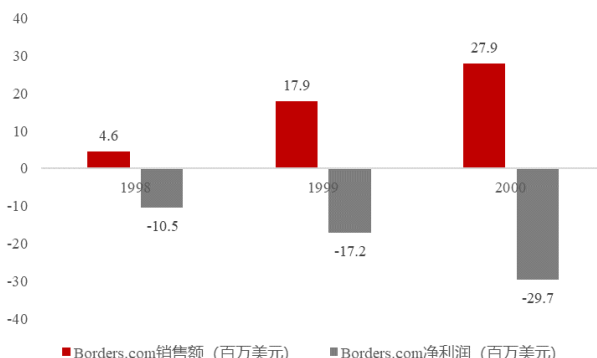
反观 Borders 书店，在 1998 年才推出线上平台 Borders.com，但由于经营了三年连续亏损，亏损额从 1998 年的 1050 万美元扩大到 2000 年的 2970 万美元，对公司的净利润造成较大的影响，净利润从 1998 年的 9210 万美元下滑到 2000 年的 4360 万元，因此 **Borders 于 2001 年与亚马逊签订了协议，将亏损的线上业务全部交给亚马逊管理，而 Borders 则专注于线下门店的运营**，虽然在 2001 年之后 Borders 的净利润显著提升，在 2004 年达到了 1.32 亿美元的历史最高值，后来随着电子阅读器的风靡，没有任何网络运营经验的 Borders 业绩一路下滑，2008 年 Borders 又重启了线上业务，但为时已晚。

图表33: Borders.com 的图书 SKU



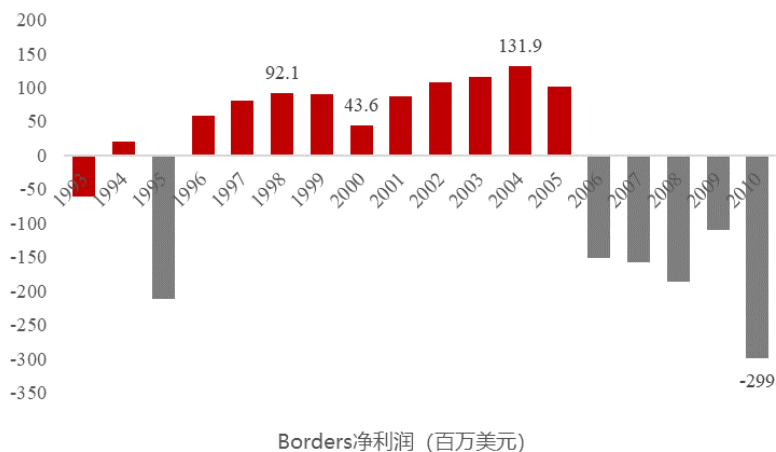
资料来源: Borders 财报, 方正证券研究所

图表34: Borders.com 的销售额及净利润



资料来源: Borders 财报, 方正证券研究所

图表35: Borders 历年的净利润



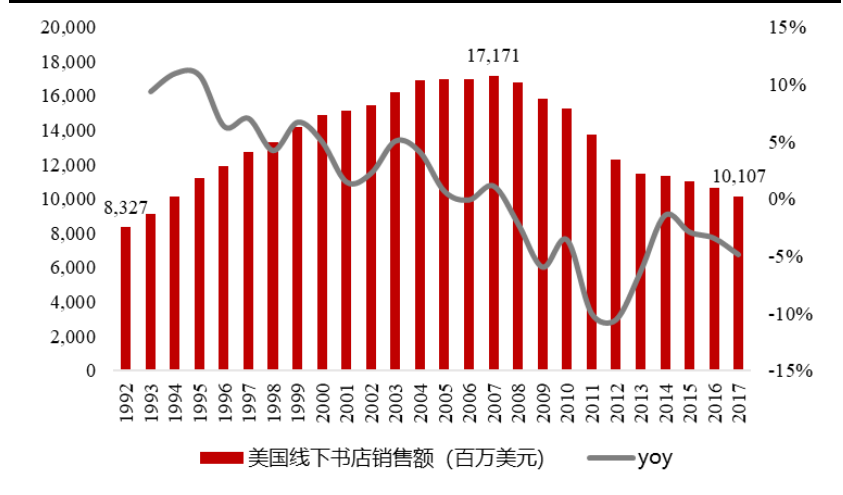
资料来源: Borders 财报, 方正证券研究所

(2) 自身电子阅读器的缺失。亚马逊于 2007 年推出了 Kindle 电子阅读器，对整个图书行业造成了巨大的冲击，使得电子化阅读成为一种趋势，出版社也开始提供电子版图书以供在各类电子阅读器上使用，这使得整个线下图书市场从 2007 年开始不断萎缩，美国线下书店销售额在 2007 年达到 171.17 亿美元的规模，之后一路下滑到 2017 年的 101.07 亿美元。

面对图书数字化的趋势，B&N 于 2009 年推出了 Nook 阅读器，也在 B&N.com 上提供电子图书的销售，Nook 的销售额从 2010 年的

1.05 亿美元增长到 2012 年的 9.33 亿美元。而 Borders 此时也认识到了图书数字化的趋势，但迫于净利润从 2006 年开始的不断下滑以及之前将线上业务交给亚马逊所带来的电子化数据的缺失，很难推出自己的电子阅读器，但还是跟 Kobo 公司于 2010 年 3 月合作推出 Kobo 电子阅读器，Kobo 公司提供终端，Borders 则提供内容。但这根本不足以跟 Kindle 以及 Nook 对抗，最终 Borders 于 2011 年申请破产保护，清算和关闭了最后的 226 家线下门店。

图表36：美国线下书店销售额从 2007 年开始不断下滑



资料来源：US Census，方正证券研究所

占据前两位，分别为 55%和 41%，而数量占比最高的服饰饰品仅占自有品牌销售额的 1%。

从自有品牌的数量来看，服饰饰品占比最大，占据 78%的份额，而其他品类基本在 4%左右。据 1010data 统计，2017 年上半年亚马逊自有品牌占其销售收入（不包括第三方平台以及订阅服务收入）的 2%，在 2017 年的 Prime Day，这一比例达到了 12%。

Kindle 可以算作亚马逊的第一款自有产品，2016 年（2016 年之前仅有 6 个自有品牌）之后大量推出自有品牌，据 BUSINESS INSIDER 统计，截止 2018 年 10 月份差不多有 90 个自有品牌，主要涵盖电子产品、快消品、服饰饰品、个人护理、食品杂货、宠物以及家居类。

亚马逊主流的几大自有品牌分别为 AmazonBasics、Echo、Fire TV、Kindle、Amazon Elements，其主要分布在快消品、电子产品、个人护理等领域。

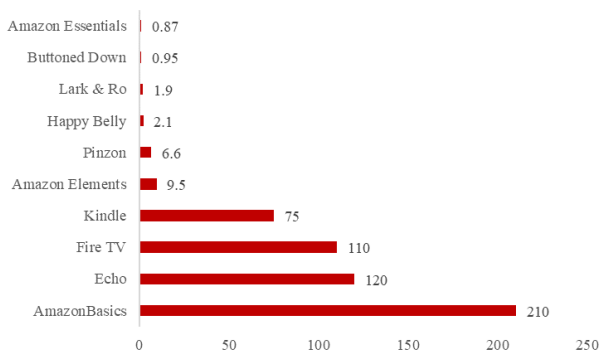
据 1010data 统计，2017 上半年 AmazonBasics、Echo、Fire TV、Kindle、Amazon Elements 的销售额分别为 210、120、110、75、9.5 百万美元。

图表40：亚马逊主流自有品牌介绍

品牌名称	Logo	推出日期	主要定位
AmazonBasics		2009.9	消费电子配件快消品等
Echo		2014.11	智能音箱
Fire TV		2014.1	数字媒体播放器
Kindle		2007.11	E-ink 电子阅读器
Amazon Elements		2014.12	提供婴儿湿巾、尿布、保健品

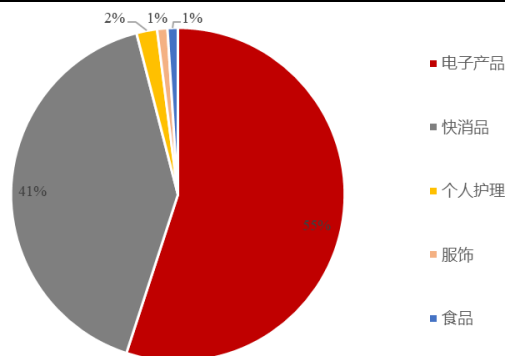
资料来源：亚马逊官网，方正证券研究所

图表41：2017H1 亚马逊自有品牌销额（百万美元）



资料来源：1010data，方正证券研究所

图表42：2017H1 自有品牌销售额中品类占比

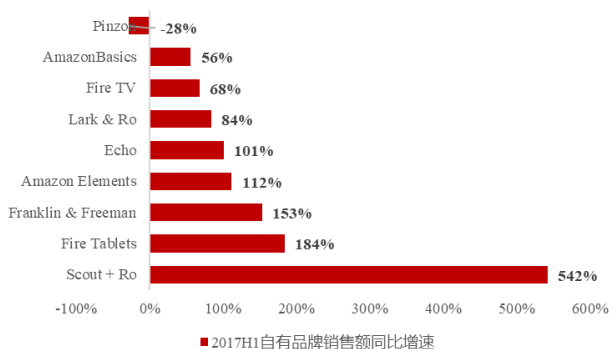


资料来源：1010data，方正证券研究所

据 1010data 统计，2017H1 亚马逊的自有品牌销售额中同比增长最快的是儿童服饰品牌 Scout + Ro (+542%)，其他几个主要自有品牌的增速分别为 Fire Tablets (+184%)、Amazon Elements (+112%)、Echo (+101%)、Fire TV (+68%)、AmazonBasics (+56%)，而主打床上用品及毛巾的自有品牌 Pinzon 同比出现了 28%的下滑（这主要是由于 AmazonBasics 也开始做相同的品类）。从各自有品牌的转化率来看，Amazon Elements 的转化率遥遥领先，达 42%，其他自有品牌的转化

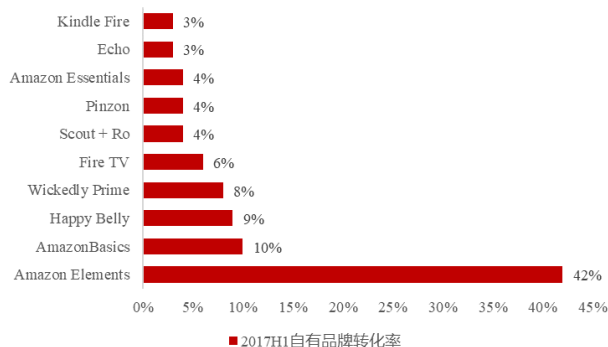
率都在 10% 以内。

图表43: 2017H1 自有品牌销售额同比增速



资料来源: 1010data, 方正证券研究所

图表44: 2017H1 自有品牌转化率

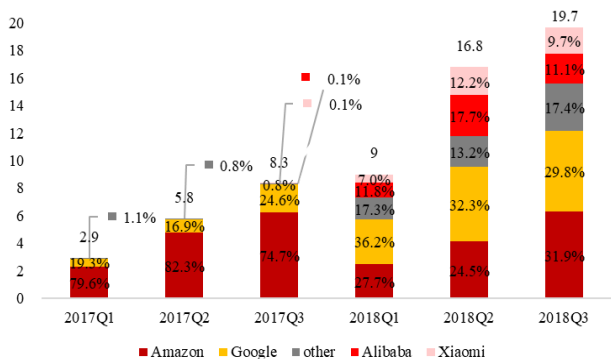


资料来源: 1010data, 方正证券研究所

5.2 Kindle、Echo 等自有品牌占据市场主流份额

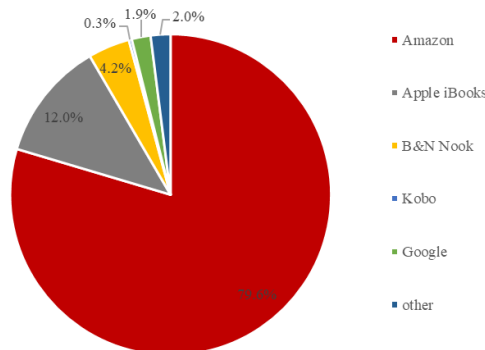
在亚马逊推动创新的产品当中，Kindle 和智能音箱 Echo 都拥有较高的市占率。Kindle 所在的电子书领域，亚马逊占据绝对主导地位，据 author earning 统计，2017 年 2 月，亚马逊占据美国电子书销售额的 79.6%。智能音箱领域，2018 第三季度亚马逊在全球的市场份额达 31.9%。

图表45: 全球智能音箱出货量 (百万) 及份额



资料来源: voicebot.ai, 方正证券研究所

图表46: 美国电子书销售额占比 (2017.2)



资料来源: author earning, 方正证券研究所

5.2.1 亚马逊最先推出智能音箱，各巨头纷纷效仿

亚马逊 Echo 是由 126 实验室研究开发的。126 实验室创建于 2004 年，实验室取名 126 的意义为包含了 1 (A) 到 26 (Z)，建立之初主要用来研发 Kindle 电子阅读器。而后开始了对 Fire Phone、Fire TV 等一系列硬件设备的研究。根据 Bloomberg 对 126 实验室的采访，内部人员将 Kindle 称为项目 A，Fire Phone 为项目 B，AR 为项目 C，而将 Echo 作为项目 D。Echo 的最初想法是来自于项目 C 的一个分支，而一开始主要的研究人员也大多来自于项目 C。为了提高对 Echo 语音智能程度的开发和完善，亚马逊从语音识别公司 Nuance 聘请了很多工程师，并在 2011 和 2013 年分别收购了两家语音初创公司 Yap 和 Fvi。亚马逊的这此挖人和收购措施使得 Echo 的智能语音程度大幅提

高。经过三年的开发，亚马逊 Echo 于 2014 年 11 月首次发布。

图表47：亚马逊 126 实验室项目



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表48：亚马逊收购两家语音公司



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

在 2014 年 11 月推出 Echo 智能音箱以来，亚马逊一直在智能音箱市场占据主导地位。随着智能音箱市场的不断扩大，谷歌、苹果、微软、小米等各大巨头也相继推出了各自的智能音箱产品，目前市场上销量较好的分别为亚马逊、谷歌、阿里巴巴、小米的产品。

图表49：各大厂商推出智能音箱时间及价格



资料来源：各公司官网，方正证券研究所

5.2.2 智能家居智控终端，更加贴近消费者

Echo 目前已经支持空调、电视、风扇等一系列家用电器和窗帘、电灯、插座等一系列家居设备。并且 Echo 音箱也可以提供语音购物、语音唤醒、生活场景计时、计算器、控制灯泡等很多智能操作。人们可以越过手机、电脑，直接通过语音来进行控制操作。

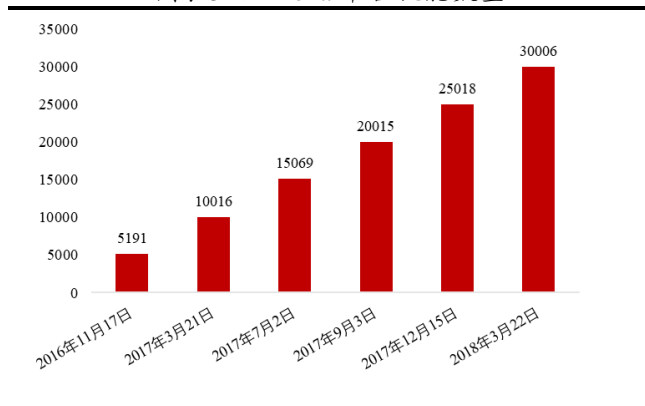
2015 年 6 月，亚马逊正式宣布开放 Alexa 平台，并提供了 ASK 和 AVS 工具包，让第三方开发者们更好的开发 Alexa 平台。Alexa 平台的开放使得 Echo 的技能迅速增长。在 2014 年刚发布时 Echo 智能音箱只拥有大约 20 项技能，而到了 2017 年 Echo 的技能已经超过了 7000 项。另外根据 Voicebot.ai 统计，Alexa 平台的技能数量从 2016 年 11 月 17 日的 5191 个上升到 2018 年 3 月 22 日的 3 万个。Alexa 的开放式平台的飞速发展使得 Echo 拥有更多和更成熟的技能。并且伴随着交互式智能语音技术的不断发展和提高，未来会有更多的家用电器和家居设备更广泛的功能来支持智能音箱。

图表50: 亚马逊 Echo 支持的设备



资料来源：亚马逊官网，方正证券研究所

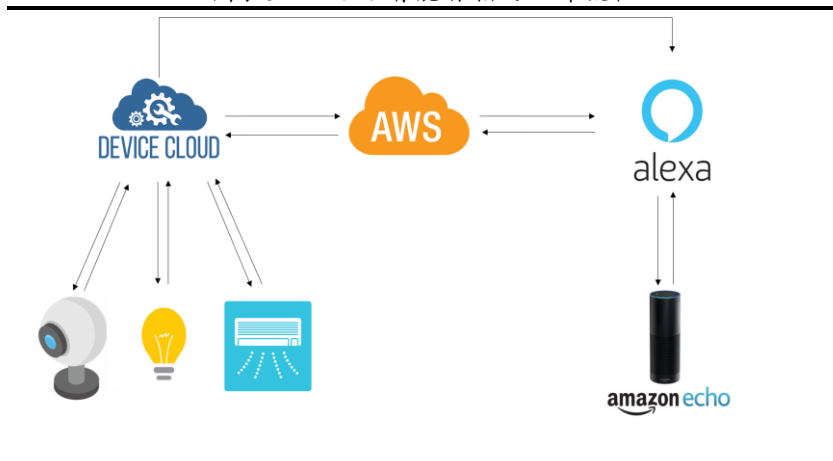
图表51: Alexa 平台技能数量



资料来源：Voicebot.ai，方正证券研究所

Echo 智能音箱的具体工作流程如下：当 Echo 接收到用户的语音指令之后，会通过网络把声音信号传输到 Alexa 云端中，之后声音信号会通过网络传输到 AWS 云中。AWS 云会收集并处理这些信息，然后给予相应的反馈或者特定的指令给用户的智能终端（如开关电灯），同时通过 Alexa 传输信息和数据给 Echo 智能音箱。

图表52: Echo 智能音箱的工作流程



资料来源：亚马逊官网，方正证券研究所

5.2.3 深度绑定品牌商，增强议价力

亚马逊 Echo 和飞利浦、wemo、tp-link 等许多品牌商都有合作。这些品牌商推出可以通过 Echo 控制和使用的产品。随着 Echo 销售量的不断上升（2018 年 Echo 的出货量近千万台）、交互式智能语音系统的成熟和完善、以及用户粘性提高，各大品牌商在智能家居产品方面对亚马逊的依赖更大，同时也会尽可能的满足亚马逊的需求，针对 Echo 的特性生产相应的产品。

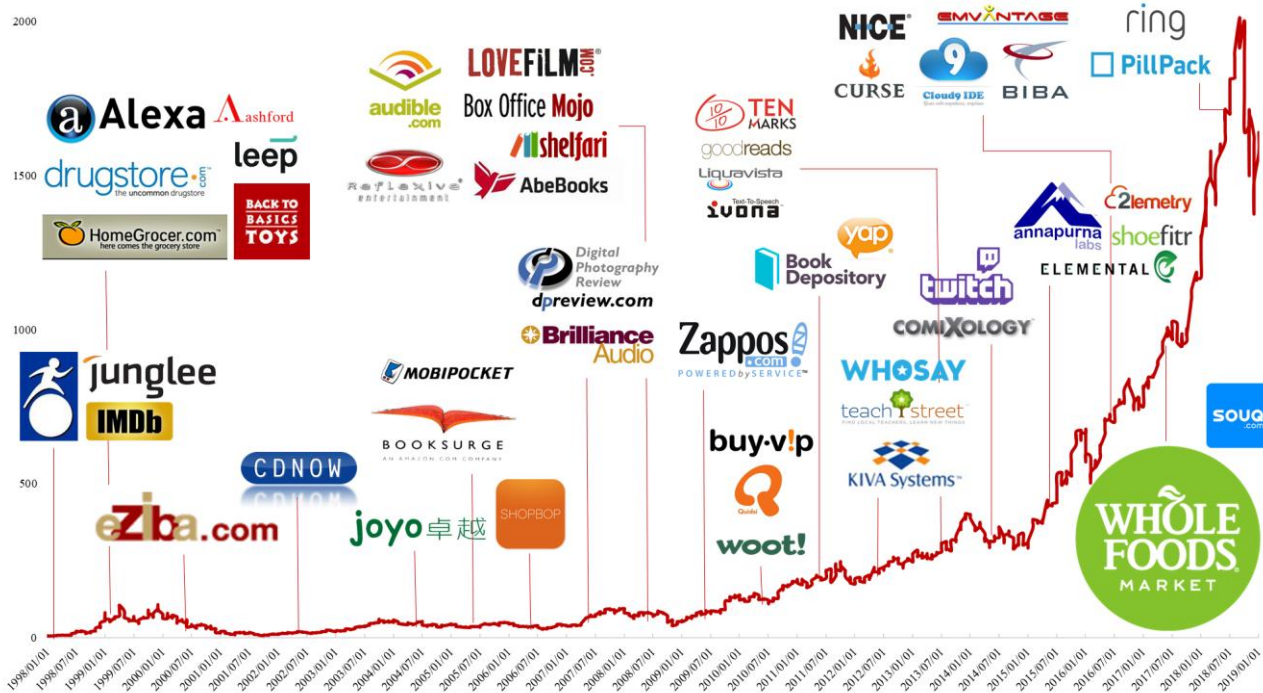
随着亚马逊 Echo 的成熟，亚马逊也降低了 Echo 的价格，从刚发布的 Echo 定价达到了 179.99 美元，到第二代 Echo 的定价下降到了 99.99 美元。Echo 的降价会让更多人购买并拥有 Echo，Echo 用户也会优先购买支持 Echo 的智能产品，从而提高品牌商产品的销量，亚马逊则可以通过 Echo 来更加深度绑定消费者以及品牌商。

6 亚马逊的并购启示：合理的并购金额及巧妙的并购策略

6.1 亚马逊成为超级电商的过程中伴随着持续的小股并购

据 CrunchBase 的数据显示,从 1998 年到 2018 年底亚马逊总共进行了 80 笔收购, 73 笔投资。亚马逊的股价也伴随着并购不断上涨, 但是否说明并购是公司股价上涨的核心推动力呢? 我们认为并非简单的因果关系。

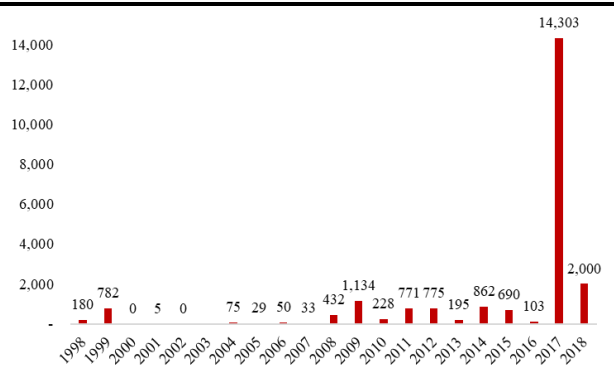
图表53: 亚马逊的股价上升过程中伴随着持续的小股并购



资料来源: Bloomberg, CrunchBase, 方正证券研究所整理

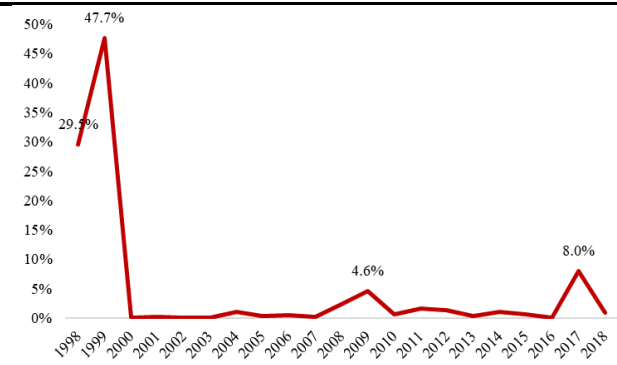
贝佐斯从商业圣经《从优秀到卓越》中汲取了教训, 该书的作者吉姆·柯林斯建议只有当公司完全进入良性循环的时候才能收购其他公司, 然后“成为一个飞轮动量加速器, 而不是去创造加速器”。纵观亚马逊 20 多年的发展史, 其并购的策略始终服务于企业的战略目标。

图表54: 1998-2018 亚马逊并购金额 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, Crunchbase, 方正证券研究所

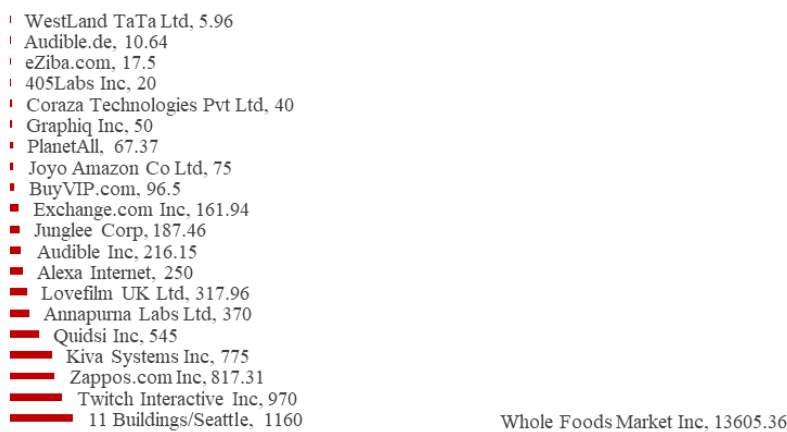
图表55: 1998-2017 年亚马逊并购金额占营收比



资料来源: Bloomberg, Crunchbase, 方正证券研究所

从亚马逊历年的收购金额来看，1998年、1999年、2009年、2011年、2012年、2014年、2015年、2017年以及2018年是收购大年，其中2017年以137亿美元收购全食超市，成为收购金额最大的一个年份。亚马逊的并购战略以2000年为分水岭，这之前的1998年、1999年收购金额占营收比达30%、48%，企图创造加速器推动公司增长，却导致公司2001年面临严重的财务危机。2000年之后的年份并购金额占比营收基本维持在1%左右的水平，而并购的目的也是围绕着公司战略执行。

图表56：主要标的收购金额（百万美元）



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

在2015年致股东信中，贝佐斯阐述了自己对“理想企业”的看法，他认为“理想的企业”应该具有以下四个特点：1、受到客户的喜爱；2、有潜力发展到非常大的规模；3、具有较高的资本回报率；4、能够存续很长时间。

图表57：贝佐斯认为“理想的生意”拥有四大特点

Four characteristics of a dreamy Business	“理想生意”的四大特点
Customers love it	受到客户的喜爱
Can grow to very large size	有潜力发展到非常大的规模
Has strong returns on capital	具有较高的资本回报率
Durable in time	能够存续很长时间

资料来源：致股东信，方正证券研究所

围绕着理想生意的目标，公司不断调整战略目标，94年提出成为全球最大书店、97年提出成为最大综合网络零售商、01年提出以客户为中心提供更好体验。

图表58：亚马逊的战略目标调整

年份	战略目标	实现途径
1994	“成为全球最大的书店”	1、收购出版发行公司 2、图书数字化发展
1997	“成为最大的综合网络零售商”	1、提供更多选择（品类拓展&地域扩张） 2、降低成本
2001	“成为最以客户为中心的公司”	提供更好的体验

资料来源：方正证券研究所整理

亚马逊的并购涵盖众多领域并呈现出以下特点：

(1) **建立零售帝国，产品一网打尽。**不断在食品杂货、服装饰品等方面拓展商品品类，稳固欧美市场后发力于印度、中东等新兴海外市场。

(2) **拓展社交属性，维持客户粘性。**收购社区网站吸引客户流量，收购媒体娱乐公司打造影音数据库服务于 Prime 会员。

(3) **打造科技公司，数据驱动发展。**重金投资云、人工智能和软硬件领域的开发，用数据和技术驱动公司发展。

图表59：亚马逊的并购涵盖多个行业



资料来源：Crunchbase，方正证券研究所整理

6.2 围绕战略的收购之一：成为“全球最大的书店”

贝佐斯选择图书作为起点是主要是看中了：①图书标准化程度相对较高，易于运输，②前期投入成本低，③图书需求量大，但实体店存储有限，④当时整个图书市场的电商寥寥无几。

为了给客户提供更多选择并做出自己的特色，公司先后收购了一系列图书类零售商。1999年亚马逊收购了稀有书籍和音乐电商网站 Exchange.com，2008年收购了绝版和稀有的书籍平台 AbeBooks 和 Chrislands，2011年收购英国最大的专业在线书商 The Book Depository。

此外，亚马逊重视版权的获取和图书的数字化发展，收购了不少出版发行公司。

2005年亚马逊通过收购的按需印刷和电子书软件公司 BookSurge 和 Mobipocket.com 预示着其在电子书方面的布局，Mobipocket.com 也可视为亚马逊为 2007 年 Kindle 电子阅读器的推出所做的准备；

2007年收购美国最大的有声读物独立出版商 Brilliance Audio；

2008年通过以 3 亿美元收购领先的在线有声读物零售商 Audible.com 继续加强其数字发行，Audible 上的内容相当丰富，不仅

拥有书籍、报纸和杂志的数字音频版本，还有数量丰富的电视和广播节目以及原创节目，2008 年图书发行的另一笔收购是读者社区网站 Shelfari；

2009 年收购适用于 iPhone 和 iPod 的电子书阅读应用程序 Lexcycle；

2012 年亚马逊收购美国出版商 Avalon Books，以推动奇幻浪漫、神秘探险和西部主题书籍的数字化；

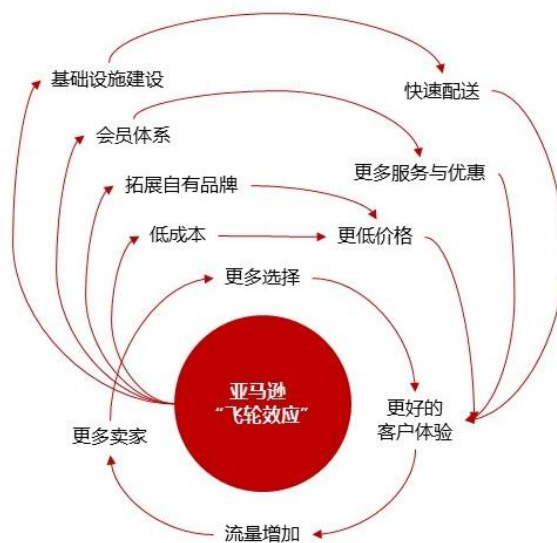
2013 年收购全球最大的读者和书籍推荐网站 Goodreads；

2016 年收购印度出版商 Westland，以实现在该地区实体和数字图书业务的发展。

6.3 围绕战略的收购之二：成为“最大的综合网络零售商”

亚马逊在零售领域的“飞轮效应”依赖于两条路径：一是向客户提供更多样化的选择，二是通过一定的方法降低产品价格。这两条途径都能提升客户的体验，从而吸引到更多客户流量，卖家追逐流量也会陆续来到平台提供更多元化的产品和服务，至此第一条路径完成“飞轮”的闭环，而第二条路径则更多源于内生改变。

图表60：亚马逊在零售领域的“飞轮效应”



资料来源：方正证券研究所

(1) 更低价格

2005 年，受到 eBay 和 Overstock.com 等网上零售商的压力，为了减少库存，亚马逊收购了按需印刷、零库存的图书出版商 BookSurge；2012 年，亚马逊斥资 7.75 亿美元收购仓库机器人公司 Kiva Systems，库存保存在机架上，由机器人拾取和移动，通过自动化降低分拣成本来降低价格。

(2) 更多选择

亚马逊不断进行品类拓展以满足不同地区、不同消费者的不同需求。

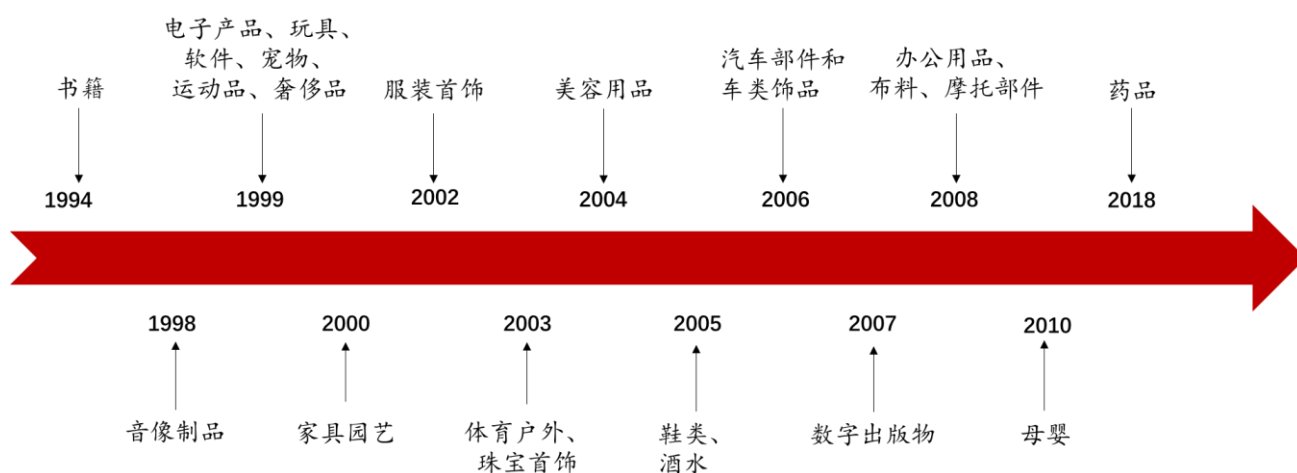
亚马逊在 1994 年创立之初仅是一家在线书店，之后通过自身发

展和一系列并购活动逐渐成为“无所不有”的超级电商。随后，亚马逊拓展到邻近品类**图书音像**，1998年，亚马逊收购了IMDb以助推其书籍和影音产品的销售。

1999年是亚马逊的收购大年，公司收购了一系列公司以实现品类的拓展，包括**玩具、消费电子、家居装饰**等，例如收购了保健美容产品在线零售商Drugstore、宠物用品在线零售商Pets.com、玩具产品目录零售公司Back to Basics、奢侈品零售商Ashford.com等。

2000-2001年时，网络发展不景气，亚马逊结合自身网络销售的复杂特征，把业务拓展至其他领域，如软件、珠宝、服装、运动产品及汽车零部件等。2000年收购了24/7汽车在线零售商Greenlight.com。2001年，亚马逊收购可以提供专业在线咨询的硬件产品零售商OurHouse和破产的电子在线零售商Egghead Software。2005年收购WineShopper.com拓展酒水品类。2006年收购妇女服装，鞋子和配件的零售商Shopbop。2007年收购数码相机评论网站dpreview、音乐类社交商务网站Amie Street。2008年收购在线纺织品商店Fabric.com。2009年，亚马逊以9亿美元的历史最高收购价买下由华人谢家华创办的网上鞋店Zappos。2010年，收购专卖纸尿裤和肥皂的电商Quidsi，开拓母婴品类。2017年，亚马逊完成上市以来的最大规模收购，收购了专门销售天然和有机产品的美国连锁品牌全食超市（Whole Foods Market）。2018年6月，亚马逊收购智能药房PillPack。

图表61：亚马逊商品品类不断增加，逐步实现“一网打尽”



资料来源：公司财报，方正证券研究所

截至2018年底，亚马逊的商品品类涵盖图书、数码产品、电子配件和智能生活、家居家装、电脑办公、家用电器、美妆个护、饮食生鲜、玩具母婴、运动户外、汽车用品、服装及配饰、钟表首饰、游戏影音以及电纸书等。

(3) 更多区域

1998年，亚马逊收购了英国的在线图书零售商Bookpages和德国的Telebook，成功打入两国图书市场。2004年，在与当当网沟通无果后，亚马逊斥资7500万美元收购当时在中国发展如火如荼的卓越网，

获得进军中国市场的跳板。2017年，亚马逊将触角伸向中东和北非地区，收购该地区第三方卖家平台 Souq，2017年5月 Souq 开始作为亚马逊的子公司运营。贝佐斯曾承诺在印度投资高达 50 亿美元与沃尔玛、阿里巴巴等展开竞争，2016年亚马逊以 140 万美元收购外包商塔塔集团旗下的印度图书出版商 Westland，2018年收购印度食品零售连锁店 More。

图表62：亚马逊版图不断扩大

大洲	国家和地区	网站域名	创立日期
北美洲	美国	amazon.com	1995/07/01
	加拿大	amazon.ca	2002/06/01
	墨西哥	amazon.com.mx	2013/08/01
欧洲	英国	amazon.co.uk	1998/10/01
	德国	amazon.de	1998/10/01
	法国	amazon.fr	2000/08/01
	意大利	amazon.it	2010/11/01
	西班牙	amazon.es	2011/09/01
	荷兰	amazon.nl	2014/11/01
	日本	amazon.co.jp	2000/11/01
亚洲	中国大陆	amazon.cn	2004/09/01
	印度	amazon.in	2013/06/01
	新加坡	amazon.com.sg	2017/07/01
南美洲	巴西	amazon.com.br	2012/12/01
大洋洲	澳大利亚	amazon.com.au	2013/11/01

资料来源：方正证券研究所整理

6.4 巨头收购的技巧：“边打边谈”

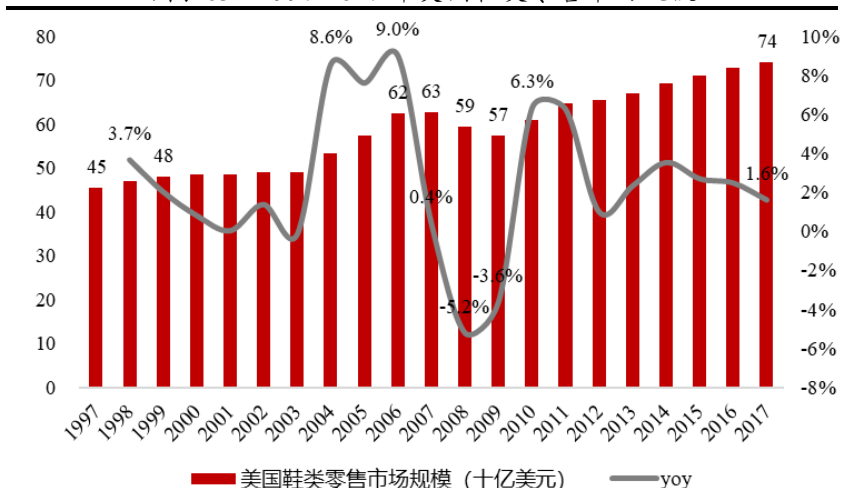
亚马逊的企业文化中始终带有改造和颠覆行业的狼性，即使公司 2001 年之后收购金额占营收比大幅下降，但其收购策略也极具破坏性。围绕品类扩张的两个并购，Zappos（鞋类）和 Quidsi（母婴类）都采用了同样的套路：当它们逐步成长为细分领域龙头的时候，且对亚马逊的品类具备极好的互补性，亚马逊就先抛出橄榄枝，对方不同意就上线同品类频道，利用价格战冲击对方，迫使对方同意收购或压低收购估值，并保持原管理团队的独立运营。最终经过三年时间的价格战以 9 亿美元收购 Zappos，两年时间的价格战以 5.45 亿美元收购 Quidsi。

6.4.1 Zappos：强势收购进军鞋类品类

Zappos 成立于 1999 年，最开始是一个域名为 Shoesite.com 的线上鞋店，不久后创世人 Swinmurn 将网站名称改成 Zappos.com (Zappos 源于西班牙语的“zapatots”，意为“鞋子”)，最初网站拥有 100 个品牌的男士、女士和儿童鞋类产品，后来 Swinmurn 还与 AOL (美国在线，美国的互联网服务提供商) 等购物网站达成合作，形成特色链接。当时 Swinmurn 创办 Zappos 的主要原因是因为线下鞋店的品类满足不了客户多样化的需求，当时整个美国鞋类零售的市场规模近 480 亿美元，

线上渠道几乎没有。

图表63: 1997-2017年美国鞋类零售市场规模



资料来源: Euromonitor, US Census, 方正证券研究所

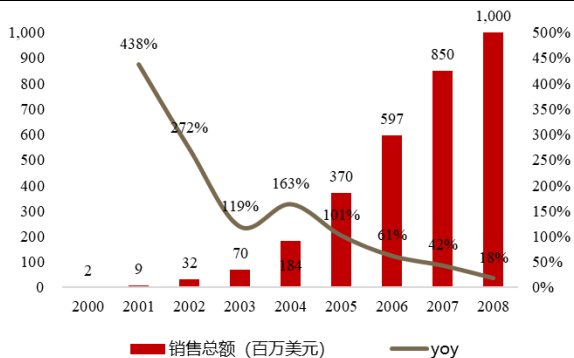
成立之初, Zappos 主要以平台运营模式为主, 但这很难保证用户的体验, 因此公司在 2001 年全面转为自营, 同时公司引进了两位关键的高管 CEO 谢家华 (Tony Hsieh, 其创办的风投公司 Venture Frog 投资了 Zappos, 他曾在甲骨文工作期间创办了在线广告公司 LinkExchange 并以 2.65 亿美元的价格出售给微软)、高级副总裁 Fred Mossler (Nordstorm 的资深鞋类采购), 这一系列举措带来公司业绩的爆发性增长, 销售额从 2000 年的 200 万美元增长到 2008 年的 10 亿美元, 在鞋类线上渠道的市占率从 2003 年的 6.5% 提升到 2008 年的 26.3%。

图表64: 1999-2005年 Zappos 发展大事记



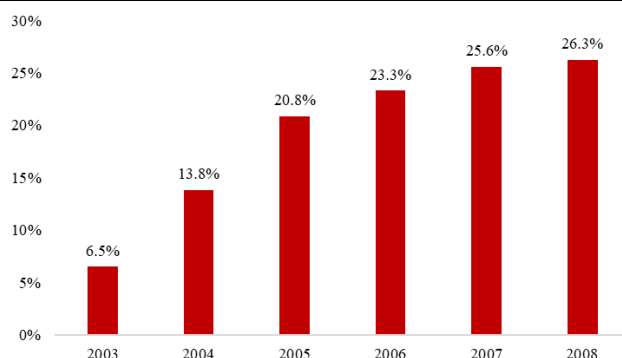
资料来源: Zappos 官网, 方正证券研究所

图表65: Zappos 的销售额及增速



资料来源: Zappos 官网, 方正证券研究所

图表66: Zappos 在美国鞋类线上销售的份额

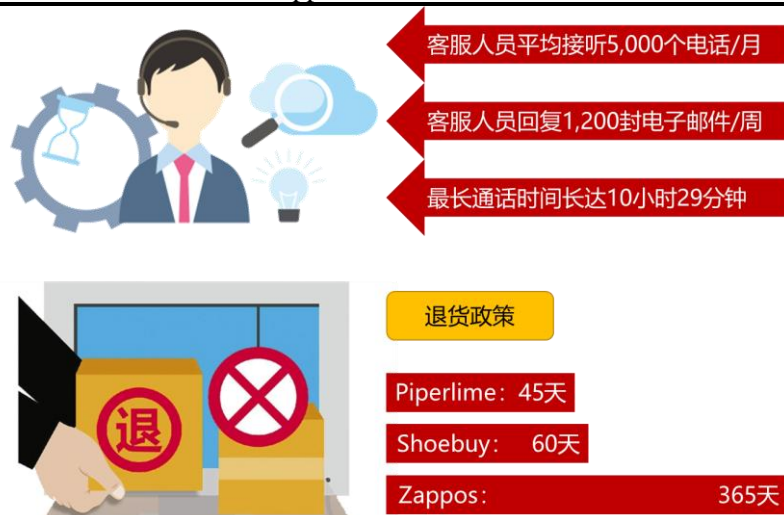


资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

Zappos 能够成为当时鞋类垂直电商的龙头, 我们认为主要有以下三个因素:

(1) 在客户服务方面做到了极致。Zappos 呼叫中心的客服人员每月平均接听 5,000 个电话, 每周回复 1,200 封电子邮件 (节假日除外, 电话频率显著增加), 呼叫时间没有限制, 最长通话时间长达 10 小时 29 分钟。呼叫中心不设置回复的标准模板, **Zappos 鼓励客服人员尽可能向顾客提供便利, 他们甚至会在特定产品缺货时将顾客引导到竞争对手的网站。Zappos 提供“买货退货双向免邮 (客户甚至可以一次订购 4 双鞋, 试过一遍后再返回 3 双)”**, 其“**365 天无条件退货**”服务更是远远优于竞争对手 Piperlime.com 的 45 天和 Shoebuy.com 的 60 天政策。Zappos 也非常注重营销手段, 其主要卖点全天候 24/7 客户服务和 365 天退货政策都印在公司的包装上, 在 Twitter 上与数百名员工一起积极参与有关企业品牌的对话为公司造势。

图表67: Zappos 在注重用户服务与体验



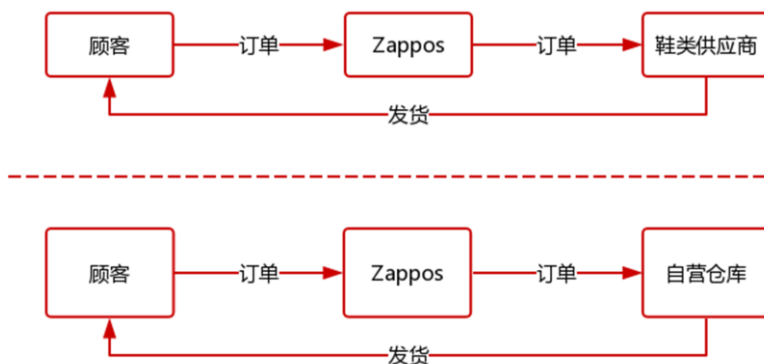
资料来源: Zappos 官网, 方正证券研究所

(2) Zappos 采用“自我管理 (Holacracy)”的管理理念。Zappos 采用“自我管理”的管理理念, 管理层与员工和与客户之间的层级较少, 因而可以更快、更有创意地进行决策。在“提高客户满意度”这个目标的指引下 所有员工 (无论层级) 都努力找到他们热衷并且擅长的领

域，在理解公司对自己的期望的情况下自主做出他们认为最好的选择。自我管理在 Zappos 之所以非常有效还依赖于 Zappos 明确的目标（“提高客户满意度”）和高效的员工沟通机制。

(3) 主打自营模式。成立之初，公司主要用第三方平台的模式来运营，但这对用户体验方面有所欠缺，因此从 2001 年开始全部转为自营模式，大幅提升了用户的体验。

图表68：2001 年 Zappos 由第三方模式转变为自营模式



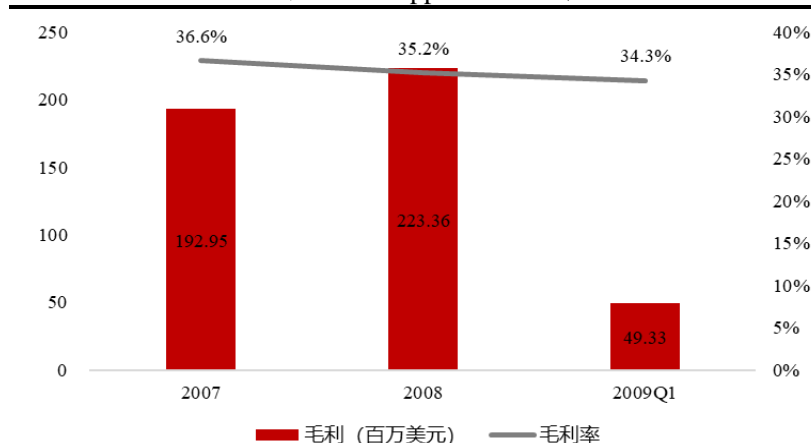
资料来源：方正证券研究所

亚马逊对 Zappos 的收购主要经历了三个阶段：

(1) 2005 年贝索斯抛出橄榄枝欲收购 Zappos。2005 年贝佐斯的团队曾与 Zappos 的高管进行了会谈，表达了收购的意向，但是发展良好的 Zappos 并没有同意。

(2) 2006 年亚马逊上线 Endless，主攻鞋类和手提包。在 2005 年未能收购 Zappos 后，贝佐斯决定从头开始建立一个完全独立的专门卖各种鞋子和手提包的网站，2006 年，Endless 商店上线，不惜巨额亏损来提供比 Zappos 更好的客户服务体验，包括免费的隔天送货和免费退货，赠送奖励金等。这一系列举措使得 Zappos 感受到了巨大的压力，销售额的增速出现显著下降，毛利率和净利润也都出现了下滑，被迫收回了免费隔天送货的服务保证并裁员 8%，再加上 2008 年的金融危机，Zappos 原本的 IPO 道路也增加了更多的不确定性。

图表69：Zappos 的毛利率



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

(3) 亚马逊以约 1000 万股的普通股收购 Zappos 全部股份，约 9 亿美元。亚马逊最终于 2009 年 7 月 Zappos 和亚马逊达成协议，亚马逊以约 1000 万普通股收购 Zappos，总价约合 9 亿美元，Zappos 仍可以独立运行，管理层保持不变，尽管 9 亿的收购价格高于贝佐斯的预期，而且 Zappos 的董事聪明地要求亚马逊用股权支付而不是现金，但贝索斯还是得到了心仪的标的，Zappos 在亚马逊拓展零售业务和创建自有服装品牌方面发挥了至关重要的作用。

贝索斯之所以如此不惜代价也要收购 Zappos，我们认为主要有以下几个原因：

(1) Zappos 在鞋类线上渠道占据优势，而这是亚马逊所欠缺的。根据 Euromonitor 和 US CESUS 以及我们的测算，2005 年 Zappos 在美国鞋类线上零售领域市占率超过 20%，2007 年超过 25%。收购 Zappos 后，亚马逊自营在美国的互联网零售中的市场份额从 2009 年的 8.3% 增至 10.2%。美国互联网跟踪网站 comScore 的数据显示，2009 年 6 月亚马逊创立的 Endless.com 仅有 77.7 万名独立访问者，而 Zappos 则为 450 万，收购后亚马逊可以获取 Zappos 客户流量。此外，Zappos 与其供应商也建立了良好的合作关系，Zappos 向供应商开放其网站所有库存、销售和盈利数据的访问权限，在这种基于信任的合作模式下，鞋类制造商的产品利润率和生产率得以提高，Zappos 也得以从鞋类制造商处获取品牌全系列的热门单品和特定畅销款所有最常见尺码。

(2) Zappos 管理思维先进，企业文化符合亚马逊的价值观。Zappos 的核心价值观首先强调的就是“用服务给客户创造惊喜”，这与贝佐斯在亚马逊的致股东信中反复提及的“以客户为中心”的理念不谋而合。

图表 70: Zappos 的核心价值观强调“用服务给客户创造惊喜”

10 Core Values	十大核心价值观
Deliver WOW Through Service	提供“惊喜”的服务以感动客户
Embrace and Drive Change	拥抱变化，推动变革
Create Fun and A Little Weirdness	创造乐趣和一些不可思议
Be Adventurous, Creative, and Open-Minded	勇于冒险、富有创意、思维开放
Pursue Growth and Learning	追求成长与学习
Build Open and Honest Relationships With Communication	通过沟通建立开放坦诚的关系
Build a Positive Team and Family Spirit	建立积极的团队和家庭精神
Do More With Less	利用更少的资源做更多的事
Be Passionate and Determined	富有激情和决心
Be Humble	谦卑

资料来源: Zappos 官网, 方正证券研究所

6.4.2 Quidsi: 母婴电商平台

2005 年 Marc Lore 和 Vinit Bharara 在美国新泽西州创立了 Quidsi 的前身 Diapers.com，提供婴儿护理必需品的在线销售。Diapers.com 开展业务的一年后，亚马逊才开始进入婴儿用品领域，而且实体零售商无论塔吉特 (Target) 还是沃尔玛 (Walmart) 都没有对母婴品类进行投资，因为他们认为体积大、SKU 多且利润薄的母婴品类根本无法

赚钱。然而 Diapers.com 却通过以下办法使母婴品类变得有利可图：

(1) 从主要制造商进行批量订购，包括 Proctor & Gamble, Kimberly Clark, Ross Laboratories, Mead Johnson, Nestle, Johnson & Johnson 和 Playtex 等。

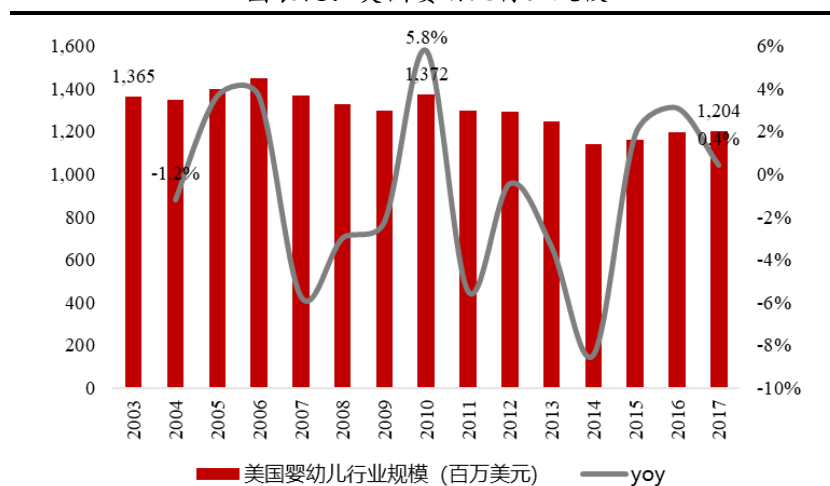
(2) 提供传统的实体店无法提供的散装包装尺寸，传统的实体店受制于货架空间，无法提供散装。而 Quidsi 可以做到每个尿布或每盎司的购买体验，散装尺寸的利润率更高。

(3) 拥有先进的订单履行系统。仓储方面，Diapers.com 把仓库建在人口集中的主要城市外围，方便利用廉价的地面运输，此举还能保证全国三分之二的城市实现免费两日送达。配送方面，前波音运营主管设计的软件系统保证每笔订单的运输箱都尽可能小（共 23 中尺寸可供选择），从而减小重量，降低运输成本。使用 Kiva 机器人进行仓库自动化以及 UPS Ground 和 FedEx 交付的组合。

(4) 随着运单量的增长，与国家航运公司商定了大幅折扣。

随着 Diapers.com 的用户数和销量不断增加，亚马逊内部的竞争情报部门开始跟踪这个竞争对手。竞争情报部门的主要任务就是大量购买竞争对手的产品以检测其产品质量和服务速度，并与亚马逊自身的数据进行比较。2008 年，Diapers.com 的业务扩大到销售所有新生儿父母需要的产品，包括婴儿湿巾、婴儿配方奶粉、婴儿服饰和婴儿车等。2009 年，Diapers.com 更名为 Quidsi（拉丁语中意为“如果”）以整合旗下的众多网站，当年在线销售额为 1.82 亿美元。2009 年亚马逊的并购主管开始与 Quidsi 的高管进行接触，告诉他们亚马逊准备投资该品类，并认为他们应该考虑把公司出售给亚马逊，但 Quidsi 方面表示希望公司继续保持私有化和独立性。受到拒绝的亚马逊很快将纸尿裤和其他婴儿用品的价格下调了 30%，并使用定价机器人程序钉住 Diapers.com 的销售价格。

图表 71：美国婴幼儿行业规模



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所（注：主要包括玩具）

起初 Quidsi 还能利用品牌号召力和良好的口碑留住顾客，并在 2010 年利用客户基础和运营经验设立了 Soap.com 和 BeautyBar.com 两个网站继续扩展品类，然而好景不长，最终 Quidsi 还是未能留住顾客的忠诚度和投资者的信心。Quidsi 也曾与希望重整线上业务的沃尔玛展开谈判，但亚马逊方面进一步施加压力，2010 年 9 月亚马逊引入

“亚马逊妈妈 (Amazon Mom)” 的新业务，向新生儿父母提供长达一年的免费 Prime 会员服务，根据 Quidsi 的测算，亚马逊仅在纸尿裤产品上就会损失 1 亿美元，无底线的价格战最终打垮了 Quidsi。2010 年 11 月，亚马逊宣布以 5.45 亿美元的价格收购 Quidsi。

被收购后的 Quidsi 继续保持独立运营并继续建立网站扩展品类，如 Diapers.com (婴儿护理)、Soap.com (健康、美容及家居用品)、Wag.com (宠物用品)、BeautyBar.com (美容精品店)、Yoyo.com (玩具游戏)、Casa.com (装饰和家居用品)、VineMarket.com (天然食品和有机食品)、AfterSchool.com (儿童运动和娱乐)、Bookworm.com (儿童书籍) 和 Look.com (儿童服饰) 等 10 个网站，上述网站均使用同一个购物车和结账系统。

然而 2017 年 4 月亚马逊宣布将 Quidsi 关闭，关闭后 Quidsi 的产品将挂在亚马逊网站上。2017 年 4 月 20 日，Diapers.com, Soap.com, Wag.com, BeautyBar.com, Casa.com 和 YoYo.com 被重新安置到 Amazon.com 上的新网站，Quidsi.com 重新定向到 Amazon.com。此时，Quidsi 供应链及流量整合已经完成。

2015 年亚马逊通过“早期客户反馈”尝试推出尿布系列产品，但仅向 Prime 会员提供。2017 年关闭了 Quidsi 后，亚马逊开始以“熊妈妈 (Mama Bear)”自有品牌销售纸尿裤，此后还推出了独家销售的“Earth + Eden”品牌可再生尿布。根据 One Click Retail 的数据，亚马逊自营产品中除了 Amazon Basics 电子产品线，最畅销的是 Amazon Element 婴儿湿巾产品“Sensitive 480 count”，2018 年前 7 个月该产品已获得 250 万美元的销售额。

6.5 收购 Kiva System 提升物流效率

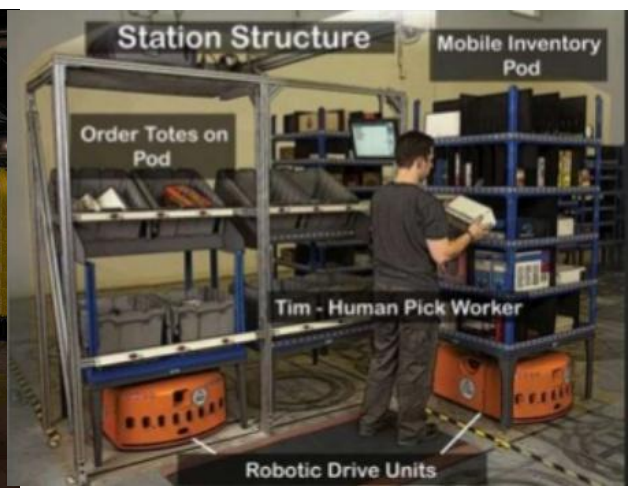
Kiva 开发了机器人订单拣选和分配系统，该系统由机器人驱动单元 (机器人)，移动库存货架 (吊舱) 和软件组成。产品存储在移动库存窗格中。Kiva 机器人负责搬运货架，工人仅需站在指定的库存站，从货架上的从纸箱或托盘中识别并挑选订单物品。

图表 72: Kiva 将产品储存在移动窗格中



资料来源: Business Insider, 方正证券研究所

图表 73: 工人与 Kiva 协作无需移动



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表74: Kiva 机器人负责仓库里的大部分移动



资料来源: RoboticsTomorrow, 方正证券研究所

2012 年亚马逊以 7.75 亿美元收购 Kiva Systems 以为其大型仓库提供自动化拣选和包装服务。亚马逊长期关注订单履行中心的自动化，Kiva 的技术可以使亚马逊提高仓库效率的同时节省履约成本，获得竞争优势。根据德意志银行的报告，Kiva 机器人将亚马逊仓储中心内的调货周期从 60-70 分钟缩短至 15 分钟，同时库存空间增加了 50%。截至 2016 年底，亚马逊在 20 个配送中心拥有 45,000 台机器人，同比增加 50%。Kiva Systems 的机器人为每个仓储中心平均节约了 2200 万美元的成本，若在尚未拥有它们的 110 个履行中心部署更多 Kiva 机器人可以再次节省 8 亿美元的一次性成本。亚马逊目前仅在其 13 个履行中心使用 Kiva 机器人。随着 Kiva 机器人在亚洲等地区的广泛使用，其在降低成本方面有望为亚马逊带来更大优势。

2015 年 4 月，亚马逊将 Kiva 重新命名为“亚马逊机器人”，并停止向 Kiva 的现有客户提供服务，客户可以通过亚马逊机器人获得在亚马逊仓库中的服务。

6.6 收购 Whole Food Market 继续拓展品类，打通最后一公里

全食超市(Whole Foods Market)是美国的食品超级市场连锁店，致力于提供优质的天然和有机食品，1980 年 9 月在德克萨斯州创立，创立之初店面面积 12,500 平方英尺(合 1,160 平方米)。20 世纪 80 年代，美国消费者开始重视食品安全，全食超市相应制定了一系列有机食品的质量标准，并形成外部认证+内部评级体系，逐渐树立起安全有机和高品质的品牌形象。1984 年开始，全食超市通过开设门店和并购进行有计划地扩张，重点收购集中于 20 世纪 90 年代。

图表75：1991年至2007年全食超市通过一系列并购完成快速扩张

年份	收购标的	业务简介
1991年	Wellspring Grocery	贩卖鱼类、家禽、肉类和蔬菜
1992年	Bread & Circus	出售天然食品和木制玩具
1993年	Mrs. Gooch's	天然食品市场
1996年	Fresh Fields	天然食品超市
1997年	Bread of Life	提供全方位服务的餐厅和厨房
1997年	Amrion	出售对应客户群体所需的营养素
1997年	Merchant of Vino	主要经营葡萄酒零售
1997年	Allegro Coffee	提供特种和有机咖啡，茶和酿造设备
1999年	WholePeople.com (e-commerce subsidiary)	电子商务公司
1999年	Nature's Heartland	提供经济有效的方式来获取天然产品
2000年	Food for Thought	首批天然食品市场
2001年	Harry's Farmers Market	贩卖新鲜美味的食品，农产品和美食
2004年	Fresh & Wild	素食天然食品店
2007年	Wild Oats© Markets	天然食品零售

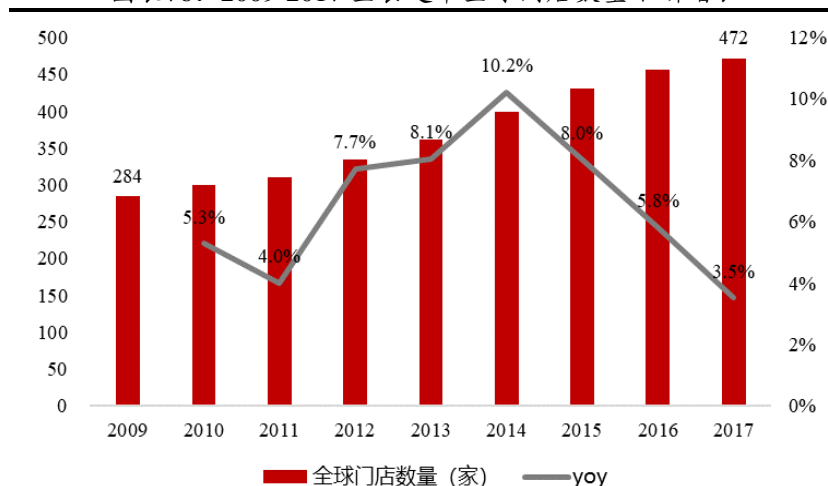
资料来源：全食超市官网，方正证券研究所

2002年全食超市开始国际扩张，2002年进入加拿大，2004年通过收购7家 Fresh & Wild 商店进入英国。截至2018年底，全食超市在加拿大共有14家门店，在英国7家门店。

2013年开始，高定价的全食超市收入增速开始下降。2015年6月，其宣布开设“全食超市365门店（365 By Whole Foods Market）”，365门店相当于全食超市的缩小版和平价版，2016年5月第一家365门店正式开业。365门店使用数字价格标签并通过手机APP进行店内通讯。

截至2017年底，全食超市总共开设了472家门店，门店增速从2014年达到10.2%后逐年下降，2017年全食超市的开店增速仅为3.5%。全食超市的门店大多集中在美国地区，2017年全食超市在美门店数量为443家，占比93.9%。

图表76：2009-2017全食超市全球门店数量不断增长

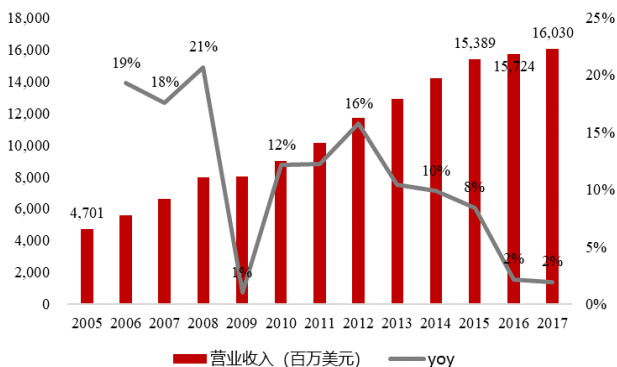


资料来源：全食财报，方正证券研究所

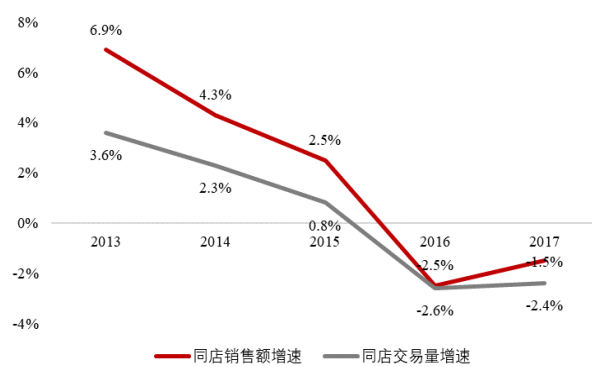
2016年，全食超市营业收入为157.24亿，收入增速从2015年的

8.4%降至 2.2%，同店销售额增速和同店交易量增速分别为-2.5%和-2.6%。

图表 77：2016 年全食超市收入增速骤降



图表 78：2016 年全食超市同店销售额恶化



资料来源：全食财报，方正证券研究所

资料来源：全食财报，方正证券研究所

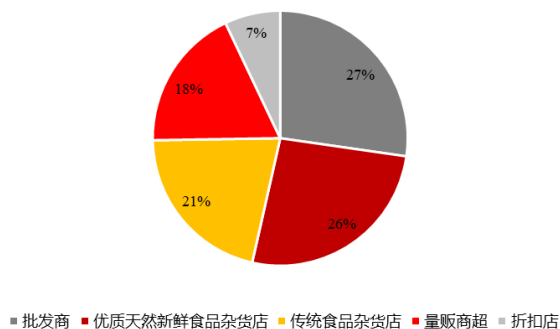
根据有机贸易协会 (Organic Trade Association) 的数据，2017 年美国有机食品和有机非食品产品的销售总额为 494 亿美元，较 2016 年增加了 6.4%，美国消费者对有机产品的兴趣仍在增长。

图表 79：2018 年美国主要有机零售商对比

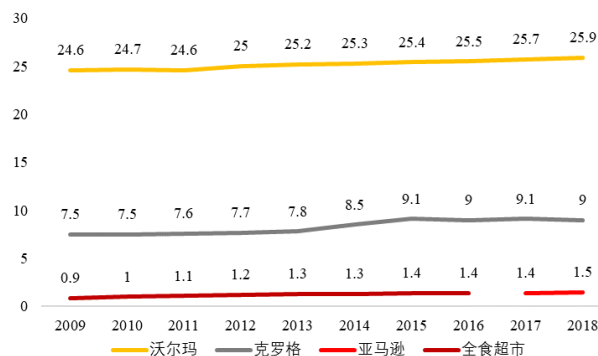
有机零售商	门店/规模	有机产品	优势	劣势
沃尔玛 (Walmart)	27 个国家 11,718 家门店	种类丰富，涵盖有机食品、有机服装和其他有机产品	有机产品价格较低，与当地有机农场建立合作	有机产品质量受到质疑
好事多 (Costco)	美国和其他国家 762 家门店	数量有所增长但难满足需求	消费群体庞大，俱乐部式商店受到追捧	新鲜有机产品选择较少
克罗格 (Kroger)	全美 2,782 家门店	自有品牌 Simple Truth，主流品牌 Organic Valley 等	产品种类丰富，有机加工设施受到认证	有机产品没有标准化
塔吉特 (Target)	美国，加拿大和印度 美国 1,822 家门店	自有品牌 Simply Balanced 和其他品牌有机产品	2017 年大量扩充产品，甚至增加了有机身体护理和婴儿用品；价格合理	有机产品库存不足，产品质量受到质疑
西夫韦 (Safeway)	美国约 1,300 家门店	数量丰富，每排货架都摆放自有和其他品牌的有机产品	价格较低	知名度较低，有机产品质量受到质疑
全食超市 (Whole Foods)	北美和英国 近 480 家门店	有机产品种类最全，拥有自有品牌 365 Everyday Value 等有机产品	服务周到，有机食品得到认证	价格较高

资料来源：Statista，方正证券研究所

图表 80：2017H1 美国有机食品分销渠道占比



图表 81：美国杂货零售业市场份额 (%)



资料来源：Nielsen，方正证券研究所

资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

2017年8月28日，亚马逊正式完成对全食超市137亿美元的收购。收购当日，沃尔玛、塔吉特、超价商店(Supervalu)和克罗格等零售集团股价应声下跌。收购完成后，亚马逊对有机食物、全食自有品牌如“365 Everyday Value”的产品价格均有所下调。

图表82：受收购影响主要零售集团股价下跌

股票及代码	当日涨跌幅
沃尔玛 (WMT.N)	-6.22%
克罗格 (KR.N)	-14.03%
塔吉特 (TGT.N)	-10.20%

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表83：收购后亚马逊下调全食产品价格



资料来源：Euromonitor，方正证券研究所

我们认为亚马逊收购全食超市可能存在以下几个方面的考虑：
获取用户数据、共享物流体系、拓展商超品类。

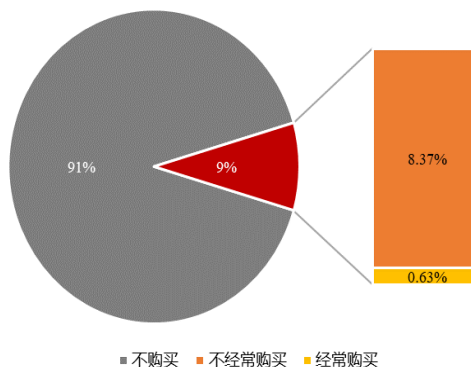
(1) 用户数据共享。全食超市在全美各大州均有门店分布，加利福尼亚甚至有84家门店(2017H1)，根据Kantar Retail的数据，每月只有不到9%的美国家庭会在全食购物，这其中的7%为常客(即0.63%的美国家庭)，76%的全食顾客同时也在亚马逊上购物，而亚马逊的顾客中只有12%会在全食购物，流量整合的空间较广。

图表84：全食超市在美国全国均有布局



资料来源：Fortune，方正证券研究所(截至2017H1)

图表85：亚马逊可以为全食带来庞大的消费群体



资料来源：Kantar Retail，方正证券研究所

(2) 全食门店与亚马逊物流体系进行协同。以往亚马逊会在大都市附近建一个庞大的履约中心，而其新的分销策略要求美国所有主要城市的订单周转时间小于48小时，并为至少一半的美国客户提供单日交付，但高额的成本一直是新分销策略的障碍。亚马逊投资Prime Now Hub网络的建设，意在使亚马逊在接受订单后的1-2小时内为美国主要城市提供交付服务。收购全食可以迅速拓展Prime Now Hub的覆盖范围，有效推进2小时送达服务，在使亚马逊节省新建物流的高额成本同时，让其客户享受到订购新鲜食品和干货杂货的快速配送。

图表86: 食品杂货零售履约中心分类及功能

履约中心类别	功能
Amazon Fresh	服务于易腐货物和冷冻商品
Amazon Pantry	服务于干货
Prime Now Hubs	设施较小, 服务于库存有限的高需求产品, 便于人口众多、规模较大的城市客户订单在 1-2 小时内交付

资料来源: MWPVL, 方正证券研究所

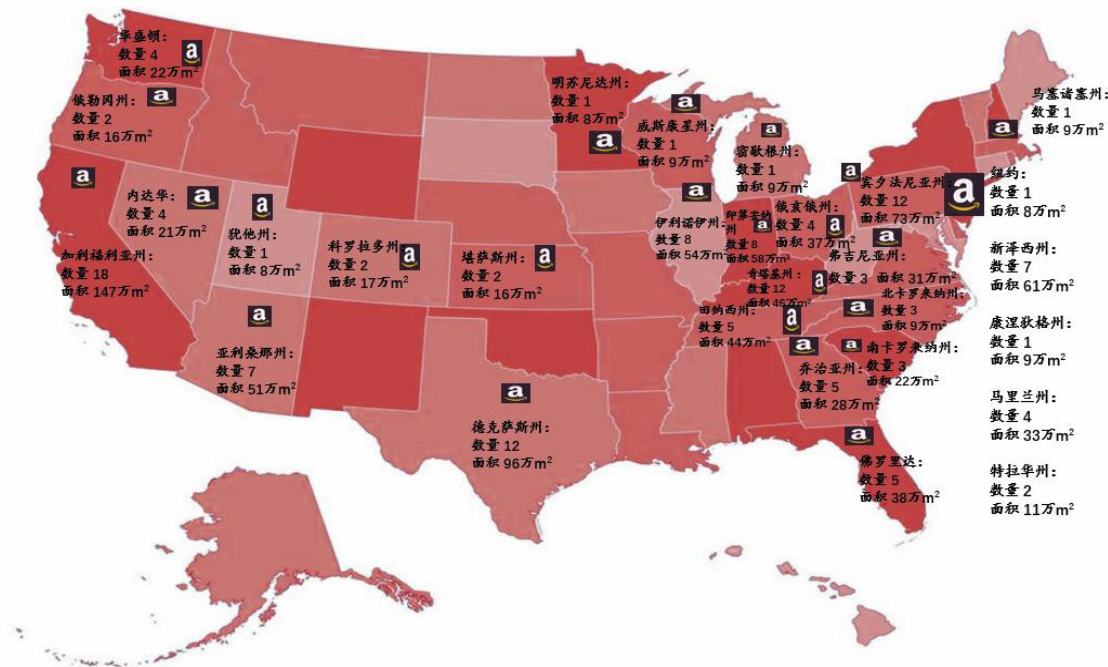
图表87: 全食门店补充了 Amazon Foods 设施



资料来源: MWPVL, 方正证券研究所

截至 2019 年 1 月, 全食超市共有 12 个配送中心, 仓储面积 9.7 万平方米。全食仓储纳入亚马逊体系后可使亚马逊配送中心数量增长 8.6%, 仓储面积增加 1%, 实现前店后仓的协同。

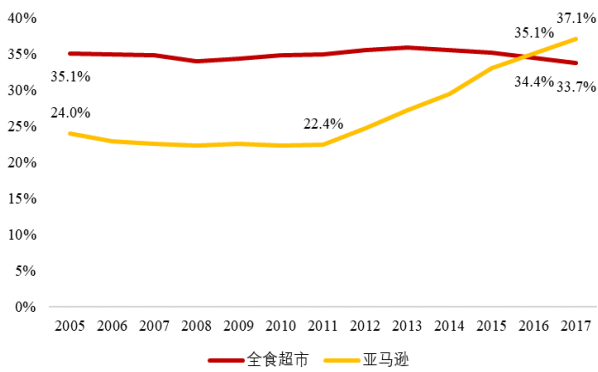
图表88: 亚马逊在美国的仓储分布 (截止 2018 年 11 月)



资料来源: MWPVL, 方正证券研究所

(3) 拓展生鲜食品和日用杂货品类, 提升公司毛利率和 Prime 会员体验。零售商克罗格、塔吉特等都建立了自有品牌, 自有品牌不仅能树立口碑, 更能大幅压缩成本空间, 提升利润率, 利用全食 365 和亚马逊已建立的 Happy Belly (新鲜食物) 和 Single Cow Burger (冷冻食物) 等自有品牌, 未来亚马逊的利润会有进一步提升。全食超市也为 Prime 会员带来新的价值, 进一步提升顾客体验。90% 的 Prime 会员在十英里范围内就会有一家全食超市门店, Prime 会员可以享受全食在销产品 10% 的额外折扣 (扫描 APP 或在结账时输入电话号码即可使用), 以及数十个城市的 Prime Now 一小时送货服务。

图表89: 全食毛利率在 33%-35%之间



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表90: Prime 会员享受全食额外 10% 的优惠



优惠待遇
Prime 会员每天
可以享受百余件产品
10%的额外折扣。

Sweet Deals

And Prime members get an extra 10% off hundreds of items on sale every day.



资料来源: 全食超市官网, 方正证券研究所

7 贝索斯个人投资

7.1 多主体进行投资，涉及众多行业

据 Forbes 统计，截至 2018 年 12 月 19 日贝佐斯的资产净值高达 1262 亿美元，贝佐斯的“庞大帝国”不只亚马逊，他个人及其相关基金也拥有着丰富的投资。

相较于亚马逊稳健的投资风格，贝佐斯个人的投资则走在科技前沿，涉猎范围也相当广泛。贝索斯的投资主要通过贝索斯个人投资、贝索斯探险、纳什控股、第一天基金和贝索斯家庭基金这五个主体进行。据 CrunchBase 统计，截至 2018M11，贝佐斯个人总共进行了 25 笔投资，贝索斯探险 (Bezos Expeditions) 是贝佐斯个人的风投公司，总共进行了 62 笔投资，其中 12 笔作为主要投资方，贝索斯探险的投资范围涉及搜索、医疗、云服务、社交、机器人、金融、短租、打车、能源、货运等多个行业。

纳什控股 (Nash Holdings) 是贝佐斯拥有的私人公司，曾于 2013 年以 2.5 亿美元收购华盛顿邮报。被收购的次年，华盛顿邮报开始向订阅者提供在线服务，2016 年随着网络读者的增加，华盛顿邮报实现被收购以来的首次盈利。

贝索斯及其家人还拥有 2 家非盈利的基金，第一天基金 (Day One Fund) 和贝索斯家庭基金 (Bezos Family Foundation)。第一天基金体现了贝索斯强调的对“始终如一 (Day One)”的坚持，由贝佐斯和前妻麦肯齐 (MacKenzie) 投资 20 亿美元创立，该基金总共进行了 24 笔投资。第一天基金分为两个部分，即“第一天家庭基金”和“第一天学术基金”，前者致力于帮助无家可归的人们，后者则致力于帮助低收入社区建立非营利性的幼儿园。贝索斯家庭基金则由贝佐斯的父母经营，并通过出售亚马逊股票获得资助，专注于早期教育，该基金目前仅进行过 1 笔投资，即对 LightSail Education (该公司向中小儿童提供个性化的阅读辅导) 的 1100 万美元 B 轮融资。

图表91：贝索斯及其相关基金投资涉猎广泛

投资主体	简介	投资情况
贝索斯	贝索斯的个人投资	总共投资 25 笔，退出 7 笔，最喜欢投资科技公司
贝索斯探险	管理贝索斯的风险投资	投资标的多元化，涉及众多行业， 总共 62 笔投资，其中 12 笔作为主要投资方
纳什控股	贝索斯的私人公司	仅投资 1 笔，2013 年收购华盛顿邮报
第一天基金	由贝索斯及其前妻投资	第一天家庭基金专门帮助无家可归的人， 第一天学术基金专门资助学前教育， 总共投资 24 笔
贝索斯家庭基金	由贝索斯的父母经营	专注于早教，仅 1 笔投资

资料来源：CrunchBase，方正证券研究所

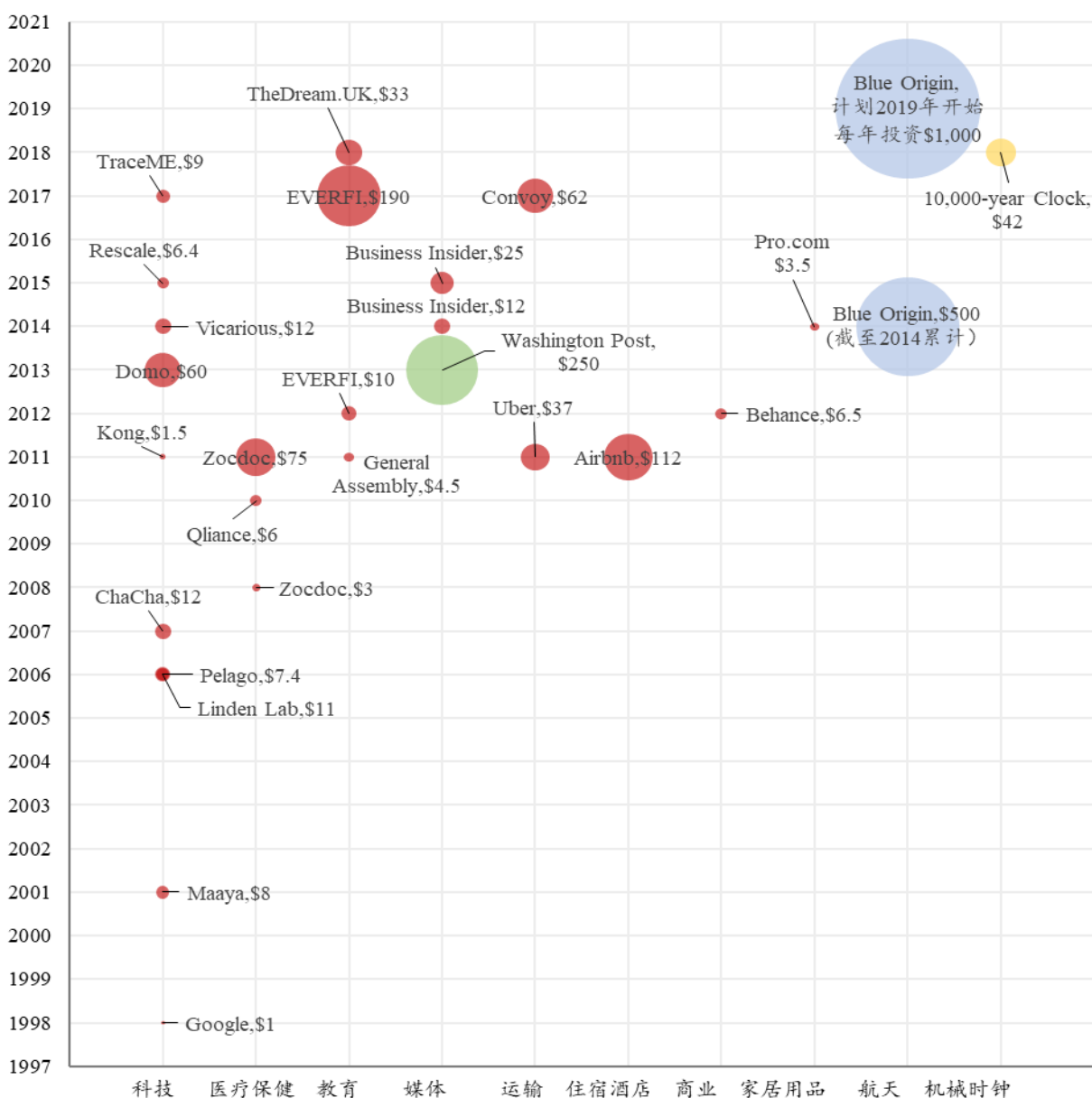
7.2 贝索斯投资具有前瞻性和持续性

贝索斯及其风投公司的投资具有一定的前瞻性。不少当前看来十分成功的企业都在其投资名单当中，1998 年贝索斯作为天使投资人向谷歌投资 100 万美元；2000 年 9 月，贝索斯甚至“不务正业”创建了航天公司 Blue Origin (蓝色起源)。这家公司在 2015 年还成为了全球首

家成功发射和回收火箭的公司，贝索斯决定从 2019 年开始每年投资 10 亿美元在 Blue Origin；曾在 2011 年参与短租民宿网站 Airbnb 和打车软件 Uber 的投资，涉足共享经济，2017 年 Airbnb 的估值达 300 亿美元，Uber 拟 2019 年 IPO，估值达 1200 亿美元；云端人力资源服务公司 Workday 在获得贝佐斯探险投资之后很快就实现了 IPO。

此外其投资也具有一定的持续性。贝佐斯非常重视医疗领域的投资，自 2007 年对医疗企业 Qliance 的投资，贝佐斯探险先后投资了在线医生预约平台 Zocdoc、医疗服务创业企业 Mashape、抗癌生物科技 Juno Therapeutics、早期癌症诊疗公司 GRAIL、研究延缓衰老的 UNITY Biotechnology 以及精神疾病诊断创业企业 Mindstrong Health；创新视频平台 Vessel、清洁能源公司 General Fusion 和移动支付公司 Remitly 获得了贝佐斯探险的多次注资；教育软件 Everfi 在 2016 年和 2017 年分别获得贝佐斯探险和贝佐斯个人的投资；机器人创新企业 Rethink Robotics 更是在 2008 年到 2017 年之间获得贝佐斯探险多达 7 次的注资。

图表 92：贝佐斯的投资涵盖多个行业（截止 2018 年，单位：百万美元）



资料来源：RS Components，方正证券研究所

8 估值与财务分析

8.1 P/CF 估值基本保持在 20-30 倍之间

我们将亚马逊的估值拆分为三部分，自营估值，第三方平台估值以及 AWS 估值。

eBay 主要以 C2C 业务为主，其 2018 年的 GMV 为 950 亿美元，对应 2018 年末的市值为 257 亿美元，因此 eBay 对应的 C2C 业务估值倍数为 0.27x。

阿里巴巴 2018 财年的 GMV 为 48200 亿元，其中淘宝为 26890 亿元，天猫为 21310 亿元，我们假设阿里的估值由淘宝和天猫构成，我们给与淘宝与 eBay 一样的估值系数 0.27x，则天猫所代表的 B2C 平台业务的估值系数为 1.01x。

云计算的对标公司我们选取了 Oracle、SAP SE、CISCO、salesforce 这四家公司，根据彭博上的一致预期，2019 年 2 月 15 日对应的市值/EBITDA 的估值倍数差不多在 21x 左右，我们预计 AWS 在 2019 年的 EBITDA 为 120 亿美元。

考虑到亚马逊的全球布局更加完善，我们给与第三方平台业务 1.3x 的估值，给与自营业务 0.7x 的估值，AWS 给与 21x 的估值。

图表93：亚马逊估值

单位：亿美元	年份	GMV	EBITDA	估值倍数	估值
第三方	2019	4376		1.3x	5689
自营	2019	1266		0.7x	886
AWS	2019		120	21x	2520
亚马逊 EV					9095
减去负债					-235
加上现金					+412
亚马逊估值					9272

资料来源：方正证券研究所测算

从亚马逊历年 P/CF（市值与经营活动现金流量净额的比值）的估值来看，基本保持在 30 以内，2018 年该值为 24。

图表94：亚马逊历年的 P/CF 估值



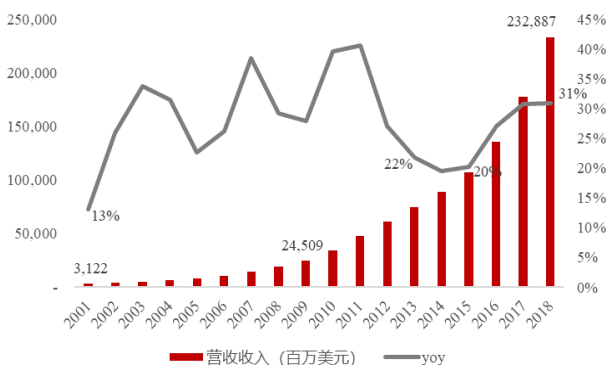
资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

8.2 营收及毛利率均创新高

亚马逊的营收从1996年的1600万美元上升到2018年的2328.87亿美元，年均复合增长率达54.61%。虽然公司自营电商占比的下降会对营收的增速有较大冲击，但公司零售第三方卖家、实体商店、订阅服务以及AWS的营收有效缓解了这一趋势，营收增速从2014年开始不断回升，2016年达27%，2018年的增速达到31%。

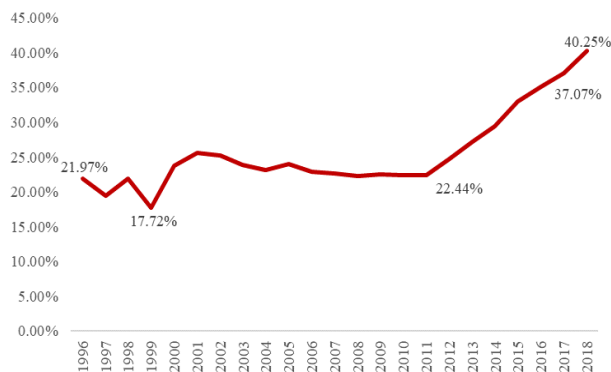
从毛利率的角度来看，公司的毛利率水平从上市之初的21.97%稳步提升，在2018年首次超过40%，达到40.25%，这主要得益于高毛利率的业务占比不断提升，包括第三方卖家服务、订阅服务以及AWS。

图表95：亚马逊营业收入及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表96：亚马逊的毛利率不断提升

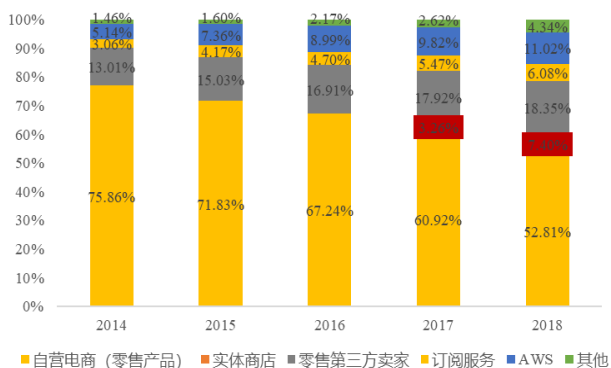


资料来源：公司财报，方正证券研究所

从公司的业务营收占比来看，自营电商的占比从2014年的75.86%下降到2018年的52.81%，2017年收购全食超市，使得公司的实体零售占比在2018年达到了7.40%的占比，同时随着第三方卖家交易量的提升，零售第三方卖家收入（主要包括向第三方卖家收取的佣金和FBA服务费）占比从2014年的13.01%提升到2018年的18.35%。而订阅服务（主要包含会员费收入）占比在2018年也首次突破了6%。

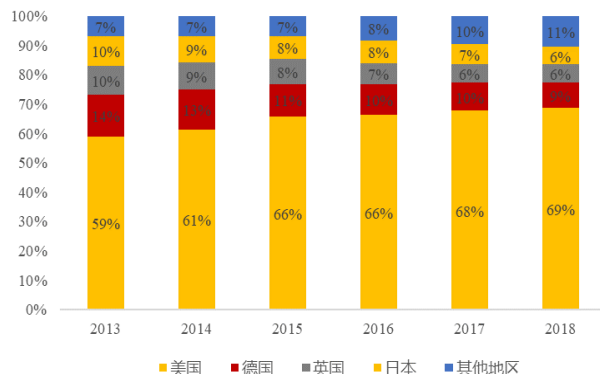
从公司的区域营收占比来看，公司在美国地区的营收占比近些年显著提升，从2013年的59%提升到2018年的69%，德国、英国和日本是公司在国际上最主要的三个市场，在2018年的营收占比分别为9%/6%/6%，而其他区域的占比合计为11%。

图表97：亚马逊各业务的营收占比



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表98：亚马逊各地区的营收占比

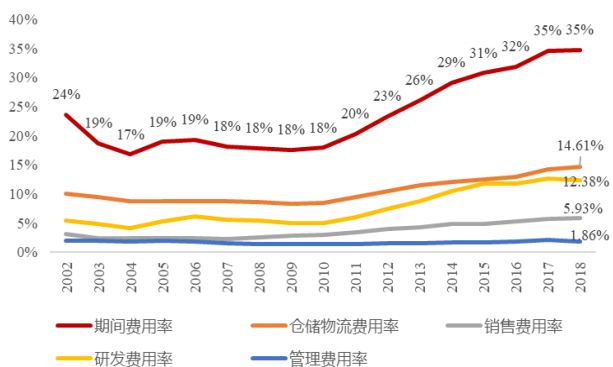


资料来源：公司财报，方正证券研究所

8.3 加大高毛利业务领域的费用投入，营业利润突破百亿美元

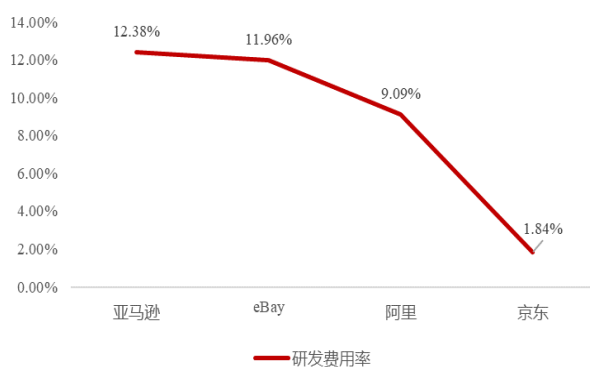
从费用率的角度来看，公司的期间费用率从 2010 年开始稳步提升，在 2018 年达到了 35% 的水平，这主要是仓储物流费用率以及研发费用率的提升，仓储物流费用率的提升主要是公司为第三方卖家提供更大比例的 FBA 业务，而研发费用率的提升主要是公司为自有品牌以及云计算两块业务所进行的投入，公司的研发费用率显著高于阿里的 9.09% 以及京东的 1.84%。这几类业务都是高毛利的业务，因此从 2010 年开始，公司的毛利率也显著提升，2010 年的毛利率仅为 22.35%，2018 年则达到了 40.25%。

图表99：公司的期间费用率



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表100：亚马逊的研发费用率较高

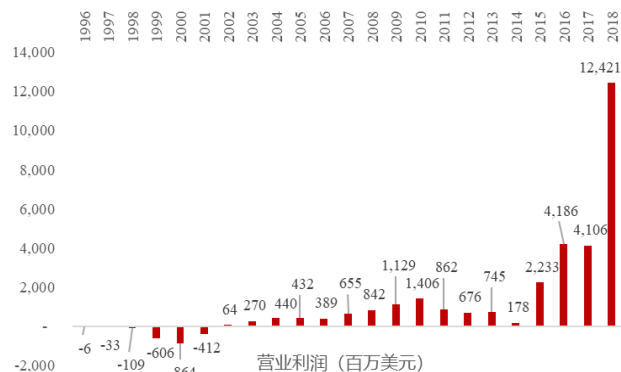


资料来源：公司财报，方正证券研究所（注：亚马逊 eBay、阿里为 2018 年财报，京东为 2017 年财报）

从营业利润的角度来看，公司从 1994 年成立，到 2001Q4 首次实现营业利润为正，用时 7 年左右，在 2018 年首次突破 100 亿美元。而公司的营业利润主要由北美业务以及 AWS 业务贡献，在 2018 年分别为 72.96 亿美元和 72.67 亿美元。国际业务的营业利润在 2018 年还亏损 21.42 亿美元。

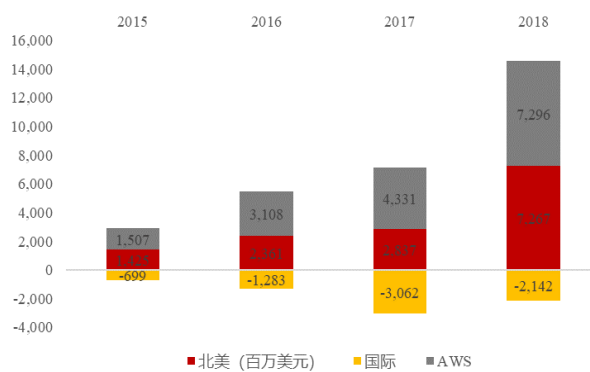
从净利润以及净利率的角度来看，公司的净利润在 2018 年首次超过 100 亿美元，净利率也在 2018 年达到了 4.33%。

图表101：公司的营业利润从 2002 年开始转正



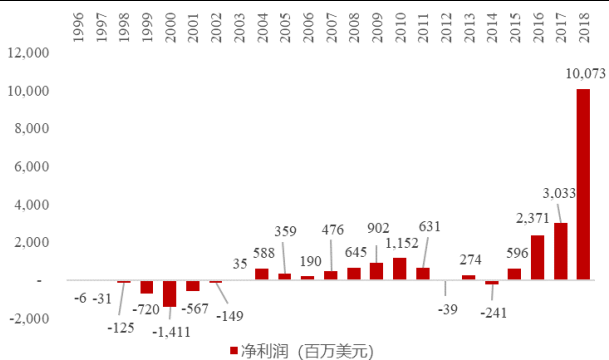
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表102：公司的营业利润主要由北美和 AWS 贡献



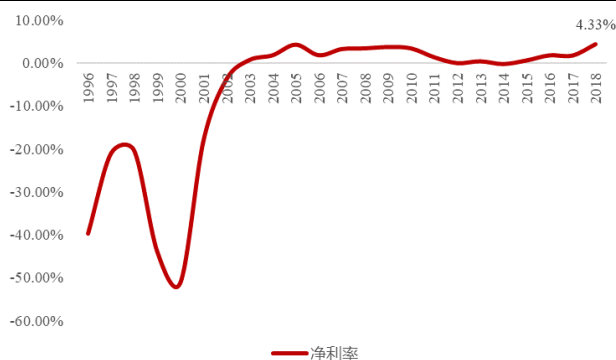
资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表103: 亚马逊净利润在 2018 年创新高



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表104: 亚马逊净利率在 2018 年达 4.33%

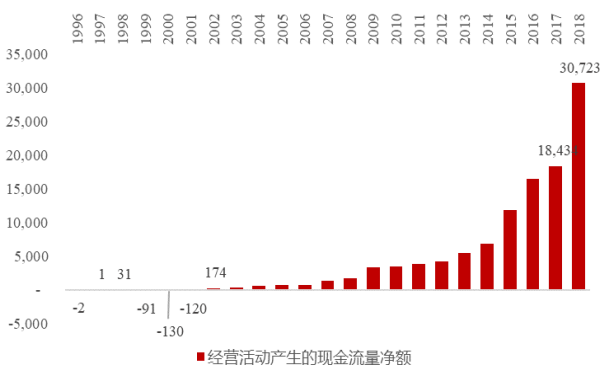


资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

8.4 经营和投资活动现金流保持健康

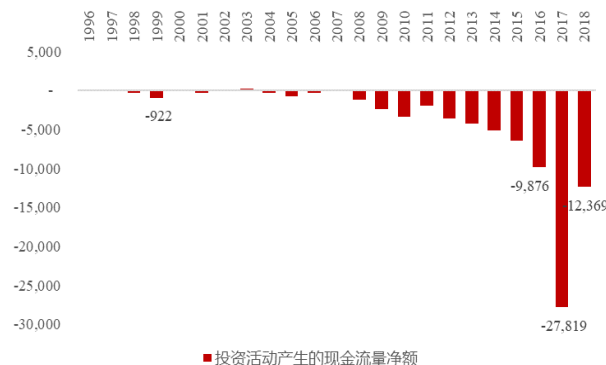
现金流方面, 公司的经营活动现金流量净额从 2002 年转正后稳步增长, 在 2018 年达到了 307.23 亿元。公司一直坚持在多行业的收购以及购建固定资产, 以使亚马逊的飞轮更快飞转, 因此公司的投资活动现金流量净额不断提升, 2017 年达到了-278.19 亿美元的高点。

图表105: 经营活动现金流量净额 (百万美元)



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表106: 投资活动现金流量净额 (百万美元)



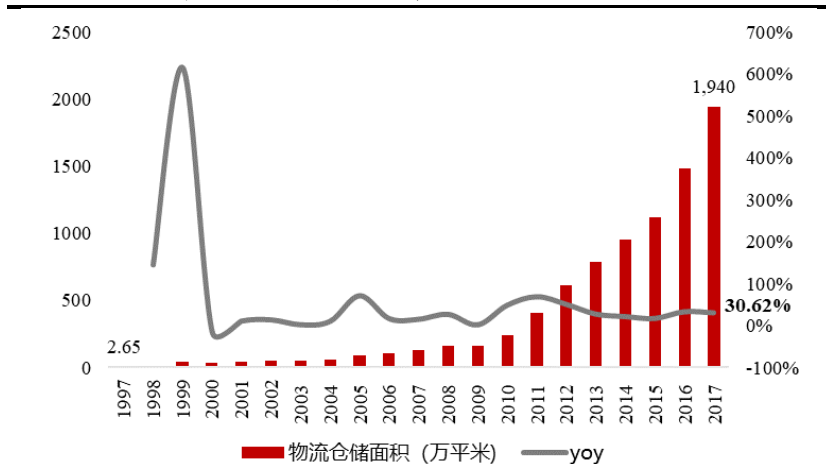
资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

9 亚马逊物流体系：最坚固的护城河

9.1 亚马逊仓储物流的全球分布

亚马逊自成立以来一直注重仓储物流体系的建设和发展，仓储面积从1997年的2.65万平方米增长到2017年末的1940万平方米，年均复合增长率达39.1%，超过国内京东仓储面积（1000万平）和苏宁仓储面积（686万平）的总和，并随着业务在全球的不断扩展，仓储物流的点也遍布全球。

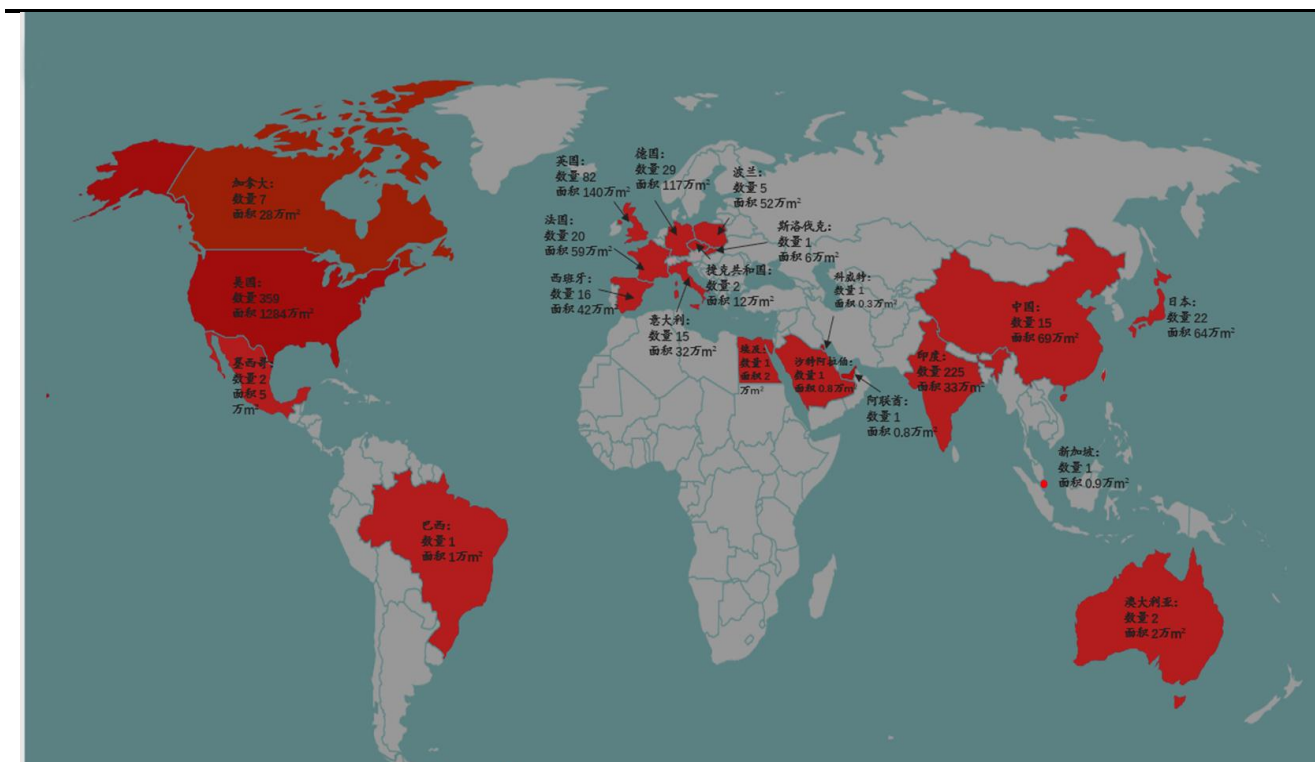
图表107：亚马逊历年物流仓储面积及增速



资料来源：公司财报，方正证券研究所

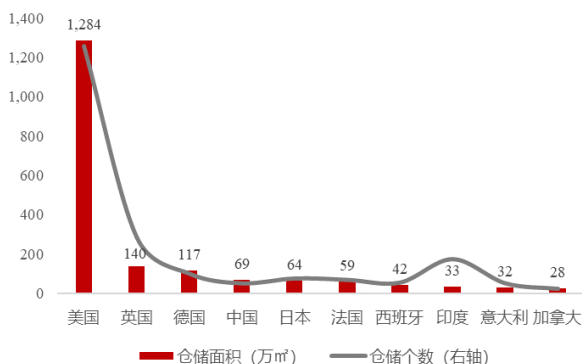
从亚马逊仓储面积以及仓储个数的全球分布来看，目前亚马逊已经进入全球21个国家，其中美国是最主要的一个市场，2017年美国的仓储面积为1284万平方米，占全球的比例为66%，仓储数量为359个，占全球的比例为57%。

图表108：截止2018年11月亚马逊全球仓储分布图



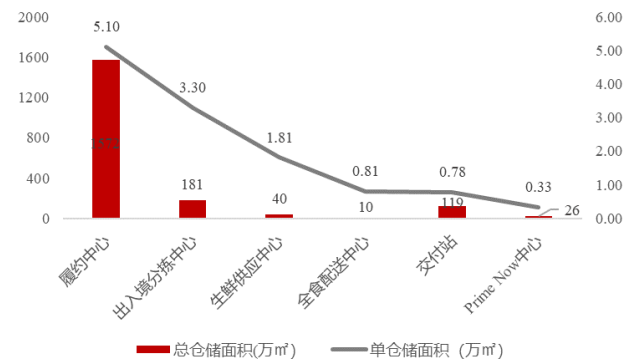
资料来源：MWPVL，方正证券研究所

图表109: 亚马逊仓储在全球的分布(截止 2018.11)



资料来源: MWPVL, 方正证券研究所

图表110: 亚马逊各类仓储的面积(截止 2018.11)



资料来源: MWPVL, 方正证券研究所

亚马逊的仓储类型主要包括履约中心、生鲜供应中心、全食配送中心、Prime Now 中心、出入境分拣中心以及交付站。

从各类仓储的面积来看: 履约中心全球共计 1572 万平米, 出入境分拣中心 181 万平米, 生鲜供应中心 40 万平米, 全食配送中心 10 万平米, 交付站 119 万平米, Prime Now 中心 26 万平米。从单仓储面积来看, 履约中心为 5.10 万平米, 出入境分拣中心为 3.30 万平米, 生鲜供应中心为 1.81 万平米, 全食配送中心为 0.81 万平米, 交付站为 0.78 万平米, Prime Now 中心为 0.33 万平米。

从仓储的区位分布来看, 生鲜供应中心、全食配送中心则分布在人均可支配收入较高的大都市(类似于国内的一线城市)附近, 而 Prime Now 则分布在大都市的中心。

图表111: 亚马逊各类仓储统计

仓储类型	数量	面积 (万㎡)	单仓面积 (万㎡)	区位分布
履约中心	308	1572	5.10	大城市附近
生鲜供应中心	22	40	1.81	大都市附近
全食配送中心	12	10	0.81	大都市附近
Prime Now 中心	80	26	0.33	大都市中心
出入境分拣中心	55	181	3.30	大城市机场附近
交付站	152	119	0.78	大城市机场附近

资料来源: MWPVL, 方正证券研究所

图表112: 截止 2018 年 11 月亚马逊各类仓储在全球的数量及面积分布情况

国家	设施类型	目前设施数量	预计增加数量	设施面积(㎡)	预计增加面积(㎡)
美国	履约中心	139	34	9,993,789	2,517,612
	生鲜供应中心	21	0	370,261	-
	全食配送中心	12	0	96,977	-
	Prime Now 中心	53	0	174,708	-
	入境分拣中心	8	2	435,080	114,352
	出境分拣中心	39	4	1,114,245	105,795
	交付站	87	7	658,289	69,922
	机场枢纽	0	1	-	311,225

	总计	359	48	12,843,349	3,118,908
加拿大	履约中心	7	3	279,472	229,765
墨西哥	履约中心	2	0	46,435	-
巴西	履约中心	1	1	11,840	49,982
英国	履约中心	22	5	945,165	178,547
	入境分拣中心	1	0	-	-
	出境分拣中心	3	0	51,649	-
	交付站	43	1	377,281	9,290
	Prime Now 中心	13	0	29,355	-
	总计	82	6	1,403,450	187,838
德国	履约中心	20	2	918,916	149,946
	入境分拣中心	3	0	212,923	-
	出境分拣中心	0	1	-	33,988
	交付站	2	2	22,022	15,689
	Prime Now 中心	4	0	15,677	-
	总计	29	5	1,169,538	199,622
法国	履约中心	10	0	483,562	-
	分拣中心	2	0	42,984	-
	交付站	7	0	58,471	-
	Prime Now 中心	1	0	3,999	-
	总计	20	0	589,016	-
意大利	履约中心	5	0	307,888	-
	Prime Now 中心	2	0	1,499	-
	分拣中心	1	1	-	33,988
	交付站	7	0	15,294	-
	总计	15	1	324,682	33,988
西班牙	履约中心	7	2	334,837	149,946
	生鲜供应中心	1	0	27,990	-
	Prime Now 中心	2	0	-	-
	交付站	6	0	54,610	-
	总计	16	2	417,437	149,946
捷克共和国	履约中心	2	0	119,956	-
波兰	履约中心	5	0	519,054	-
斯洛伐克	履约中心	1	0	59,978	-
中国	履约中心	15	0	691,520	-
新加坡	履约中心	1	0	9,290	-
日本	履约中心	15	0	613,096	-
	Prime Now 中心	7	0	28,444	-
	总计	22	0	641,540	-
印度	履约中心	50	0	329,260	-
	分拣中心	25	0	-	-
	中转中心	150	0	-	-
	总计	225	0	329,260	-
澳大利亚	履约中心	2	1	23,991	-
阿联酋	履约中心	1	0	8,296	-
埃及	履约中心	1	0	18,205	-

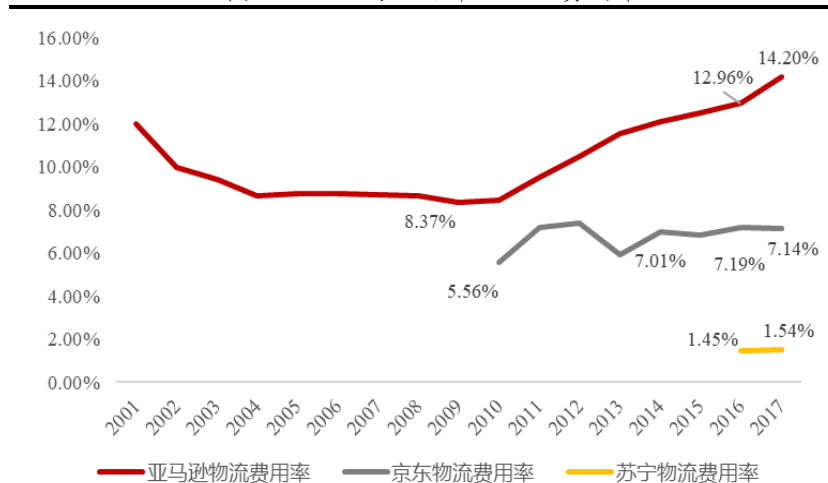
科威特	履约中心	1	0	2,671	-
沙特阿拉伯	履约中心	1	1	8,486	9,290
除美国以外其他地方总计		270	20	6,674,118	860,430
全球总计		629	68	19,517,467	3,979,338

资料来源：MWPVL，方正证券研究所

9.2 有效物流费用率在不断下降

初期得益于亚马逊仓储的规模效应，亚马逊的物流费用率持续下降，在 2009 年的时候达到最低点 8.37%，之后随着亚马逊生鲜（2007 年推出）、FBA（2007 年推出）、Prime Now（2014 年推出）、亚马逊从 2014 年开始大规模做干线运输部分以及 2015 年布局最后一公里配送业务的推进，使得公司表现上的物流费用率持续上升，到 2017 年达到了 14.20%。亚马逊的物流费用率比国内的京东和苏宁高不少，主要是由于第三方平台卖家中使用 FBA 的比例逐年提高（亚马逊的 FBA 比例大概在 50% 左右，京东的则在 20% 左右），我们在计算物流费用率时分子增长，但分母并非同比例增加。通过口径统一后测算的实际物流成本其实是在下降的。

图表113：亚马逊历年的物流费用率



资料来源：公司财报，方正证券研究所（注：苏宁的物流费用率仅包括物流外租仓储及配送费用）

据 channeladvisor 统计，亚马逊第三方平台业务中使用 FBA 的比例在 2014-2016 年分别为 30%、37%、48%。

我们这里定义了一个有效 GMV 的概念，“有效 GMV=自营 GMV+第三方 GMV*第三方平台商户中使用 FBA 的比例”，有效 GMV 在 2014-2016 年分别为 924、1177、1674 亿美元。

有效物流费用率=仓储物流费用/有效 GMV，这样测算下来的有效物流费用率从 2014 年的 11.65% 下降到 2016 年的 10.53%，从物流面积/有效 GMV 的数据来看，也是呈现下降状态，这说明亚马逊的物流效率在显著提升。

图表114: 2014-2016 年亚马逊有效物流费用率测算

单位: 百万美元	2014	2015	2016
全球 GMV	151,173	189,466	251,495
自营	67,285	75,585	89,735
第三方	83,888	113,881	161,759
第三方使用 FBA 的比例	30%	37%	48%
有效 GMV	92,451	117,721	167,380
仓储物流费用	10,766	13,410	17,619
有效物流费用率	11.65%	11.39%	10.53%
物流面积 (千平方英尺)	102,874	120,301	159,884
物流面积/有效 GMV	1.11	1.02	0.96

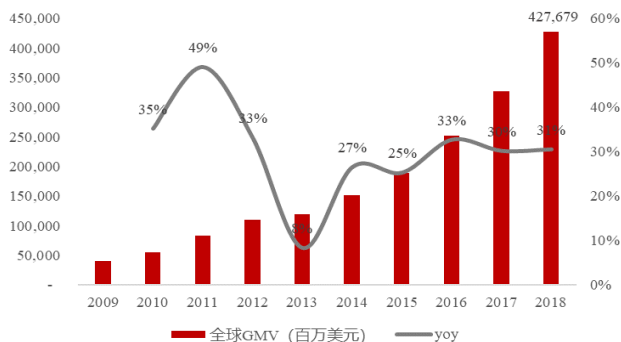
资料来源: Euromonitor, 亚马逊财报, channeladvisor, 方正证券研究所

9.3 GMV 测算

亚马逊财报本身不披露 GMV 数据, 结合财报自营收入及平台收入倒算, 第三方 Euromonitor 统计的 GMV 数据相对准确, 因此我们可以基于 Euromonitor 的数据进行进一步分析。

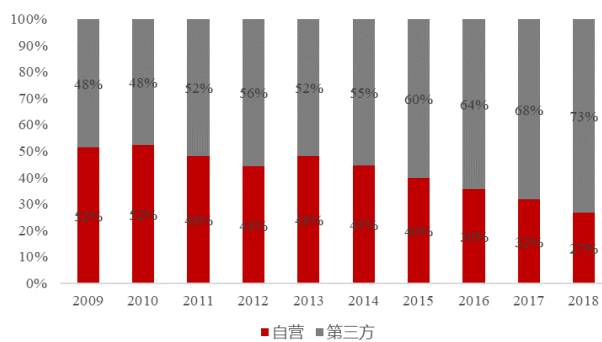
2018 年亚马逊在全球的 GMV 为 4277 亿美元, 其中自营为 1151 亿美元, 第三方平台为 3126 亿美元, 第三方平台的 GMV 占比逐年提升, 从 2009 年的 48% 提升到 2018 年的 73%。从 GMV 的地区分布来看, 2018 年美国占据了亚马逊全球 GMV 近 55% 的份额, 占自营 GMV 近 60% 的份额, 德国、英国和日本分别占亚马逊全球 GMV 的 7%、6% 和 5%。

图表115: 亚马逊全球 GMV 及增速



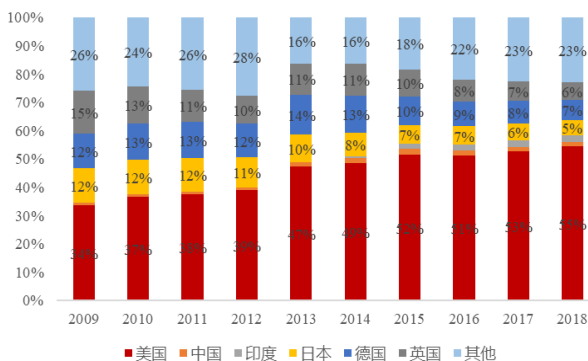
资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表116: 亚马逊 GMV 在自营和第三方中的分布



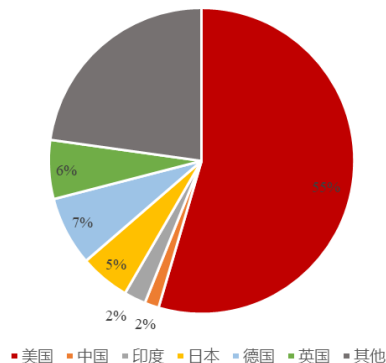
资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

图表117: 亚马逊 GMV 在各国历年的分布



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

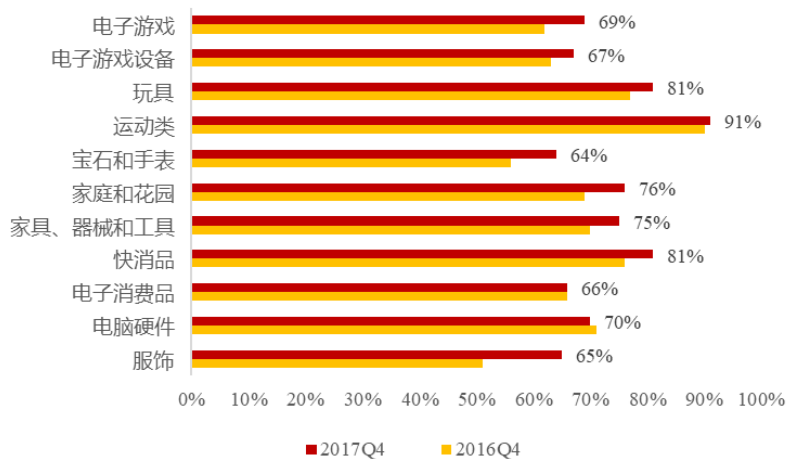
图表118: 2018 年亚马逊 GMV 在各地的分布



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

从美国各品类的线上 GMV 占比来看，亚马逊在众多品类中都占据了绝对的优势，根据 comScore 的数据统计，2017Q4 亚马逊在电商交易中，电子游戏的市场份额为 69%、电子游戏设备的占比为 67%、玩具占比为 81%、运动类为 91%、宝石和手表为 64%、家庭和花园为 76%、家具器械工具类为 75%、快消品为 81%、电子消费品为 66%、电脑硬件为 70%、服饰为 65%，基本都在 2016Q4 的基础上提升了 3-15 个百分点，这也印证了亚马逊在美国互联网零售中的市场份额从 2016 年的 39% 提升到了 2017 年的 45%。

图表119：亚马逊的各品类在美国电商交易中的占比



资料来源：comScore，方正证券研究所

9.4 亚马逊的佣金率及货币化率显著高于国内电商

亚马逊的零售第三方卖家收入里面主要包括佣金收入和 FBA 物流收入，而亚马逊的物流收入主要来自买家和卖家，体现在 prime 会员费和 FBA 收入上，根据我们在 Prime 部分的测算，亚马逊的 Prime 会员费收入占订阅服务的占比在 84.82%，而 Prime 会员最主要的一个权益就是免费配送，因此我们假设会员费里面的 90% 作为亚马逊的物流收入，依次推算出来亚马逊的佣金率从 2014 年的 11.17% 提升到 2016 年的 11.68%。

图表120：亚马逊 2014-2016 年佣金率测算

(单位：百万美元)	2014	2015	2016
订阅服务	2762	4467	6394
Prime 会员费占比	84.82%	84.82%	84.82%
Prime 会员费	2343	3789	5424
Prime 中物流收入的比例	90%	90%	90%
物流收入	4486	6520	8976
来自 Prime	2108	3410	4881
来自 FBA	2378	3110	4095
第三方佣金收入	9369	12976	18898
佣金率	11.17%	11.39%	11.68%

资料来源：公司财报，方正证券研究所测算

亚马逊的佣金率显著高于国内的天猫以及京东，2016年亚马逊的佣金率为11.68%，而天猫仅为2.13%（天猫广告费率约4%），京东为7.10%。在货币化率方面，亚马逊也显著高于天猫和京东。美国电商佣金率之所以高很重要的一个原因是美国物流成本要远远高于中国，上面我们测算的亚马逊有效物流费用率大约10%，而中国电商平均物流费用率仅仅5%，因此均衡状态下美国电商佣金率必然比中国高出5个百分点左右，对比中美线下百货的毛利率也能得出同样的结论。

图表121：亚马逊与天猫和京东的佣金率、货币化率对比

佣金率对比				
	2014	2015	2016	2017
亚马逊	11.17%	11.39%	11.68%	——
天猫	2.38%	2.50%	2.13%	2.18%
京东	——	7.76%	7.10%	7.84%
货币化率对比				
亚马逊	12.74%	12.90%	13.51%	——
天猫	5.27%	5.10%	4.85%	5.38%
京东	9.46%	8.66%	8.90%	8.47%

资料来源：亚马逊、阿里巴巴、京东财报，方正证券研究所测算

图表122：亚马逊各品类的佣金率高于天猫和京东

	天猫	京东	亚马逊
服装	5%	6%-8%	17%
珠宝	5%	5%-10%	20%
化妆品	4%	6%	15%
家居建材	5%	8%	15%
母婴	2%-5%	2%-8%	15%
玩具	5%	5%	15%
食品饮料	2%	3%-5%	15%
图书	2%	6%	15%
3C 数码	2%	2%-8%	8%-15%
大家电	2%	5%-8%	8%-15%
个人护理	5%	4%-6%	15%

资料来源：亚马逊、阿里巴巴、京东官网，方正证券研究所

9.5 亚马逊订单量电商第一，规模优势明显

根据 CIRP 的数据，美国 Prime 会员 2017 年的消费额为 1300 美元，非 Prime 会员的消费额为 700 美元，会员的占比为 63%，非会员年的占比为 37%。

据 eMarketer 的数据，美国 Prime 会员每月平均订单 3.5 个，非 Prime 会员每月平均订单 2.2 个，年化后美国 Prime 会员的订单为 42 单，非 Prime 会员的订单为 26.4 单，则 Prime 会员的每单消费额为 30.95 美元，非 Prime 会员每单的消费额为 26.52 美元，亚马逊用户的每个订单金额为 29.3 美元，假设亚马逊 2017 年第三方中使用 FBA 的比例与 2016 年保持一致，均为 48%，则亚马逊 2017 年的订单总数为 38.6

亿单，由于亚马逊在美国电商中的市场份额为 45.1%，因此美国 2017 年整体的电商件为 85 亿单左右。2017 年美国的快递件数大概为 151 亿件（USPS/UPS/Fedex 占比 91%的市场份额），美国的电商件占比大概在 56%，中国的快递件数为 400 亿件，电商件占比在 70%左右。

图表123：亚马逊美国会员年订单量测算（2017年）

	消费额	人数占比	客单	月订单	年订单
Prime	1300	63%	30.95	3.5	42
非 Prime	600	37%	26.52	2.2	26.4
整体	1041	100%	29.3	2.96	35.5

资料来源：CIRP, eMarketer, 方正证券研究所

我们曾经在一篇电商物流深度报告中提出过一个值得思考的问题，京东模式和菜鸟模式哪个更好？

为什么在美国亚马逊的 GMV 规模超越了 eBay，而中国是阿里超过京东？这个问题能回答清楚也一定程度上能解释亚马逊在中国失败的原因。我们认为这和中美人口收入结构有一定关系。

亚马逊模式代表了品质高、服务好、价格贵。

eBay 模式代表了品质略低，但选择丰富、性价比高。

美国中产体量较大，收入分布相对均匀，收入水平相对较高。亚马逊模式恰好满足了美国更大群体的需求，因此增速更快，一旦收入达到一定规模，流量和物流的效率优势就非常明显。反观中国，13 亿人口，地域广阔收入分布不均，且人均收入也远低于美国，京东模式服务的人群占比有限，所以中国能够出现阿里、拼多多、京东这样多层次的电商分庭抗礼的现象。互联网的协同效应其实可以进一步降低企业之间的交易成本，未来菜鸟如果能很好的变成类似淘宝一样的物流订单供需撮合平台，整个阿里系的物流成本或许还能下降。

由此可见，一个行业的竞争格局跟很多因素有关，不能简单的做海外映射，人口结构差异、企业先发优势不同等因素都会导致竞争格局的不同。

亚马逊的订单在配送方面，干线物流主要由亚马逊自己配送，而在终端配送方面，亚马逊主要由第三方配送，据 ZDNET 统计，USPS 的终端配送占亚马逊订单量的 62%，UPS 占 21%，Fedex 占 8%，剩余 9%则由亚马逊自己以及一些小的区域性快递公司配送。

图表124：亚马逊订单的配送流程



资料来源：华尔街日报，方正证券研究所

其中 UPS 和 Fedex 主要负责为亚马逊配送一些大件、价值高或者时效性要求高的品类，而 USPS 则负责配送普通的一些电商件。在收费方面，国外的快递公司收费高出国内不少，USPS 每单的收费标准是 6.95 美元，而京东仅为 6 元，而国内外电商件的订单金额是比较接近的（亚马逊 2017 年美国 GMV/订单量=44.71 美元≈301 元，而京东 2016 年 GMV/订单量=303 元），这也就导致亚马逊的物流费用率会比国内的电商企业高很多。

图表125：中美各快递公司每单收费标准

快递公司	送达时间	收费标准(起)
UPS	次工作日早上 8:30/9:30 之前	\$59.37
	次工作日早上 10:00~12:00	\$29.37
	次工作日结束之前	\$27.21
	第二个工作日 10/12 点之前	\$20.29
	第二个工作日结束之前	\$18.57
	第三个工作日结束之前	\$11.69
	1-5 个工作日	\$9.90
FedEx	次工作日早上 8:30/8:30 之前	\$59.18
	次工作日早上 10:30 之前	\$29.18
	次工作日下午 3 点之前	\$27.18
	第二个工作日 10:30 之前	\$19.71
	第二个工作日 16:30 之前	\$18.22
	第三个工作日 16:30 之前	\$16.07
	1-5 个工作日	\$7.85
USPS 普通用户	1-3 个工作日	\$25.60
	2-3 个工作日	\$7.35
	5-7 个工作日	\$7.35
USPS 商业用户	1-3 个工作日	\$22.74
	2-3 个工作日	\$6.95
	5-7 个工作日	\$6.85
京东	当日或次日	¥ 6
苏宁	当日或次日	¥ 5
顺丰	次日	¥ 12

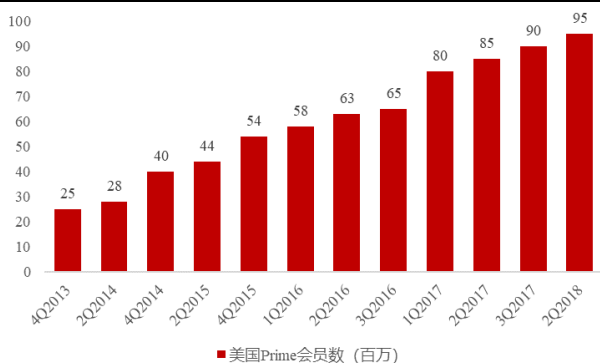
资料来源：各公司官网，方正证券研究所

10 Prime: 一种划算的营销模式

10.1 Prime 全球会员数突破 1 亿，众多权益提升用户粘性

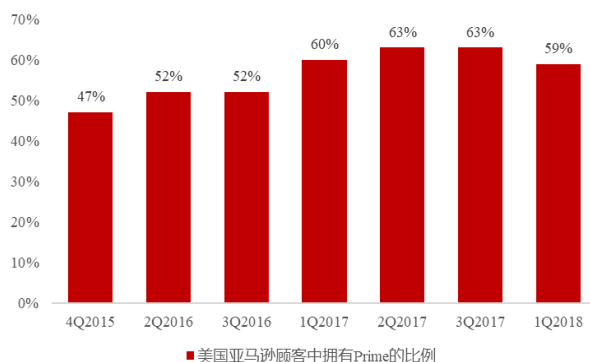
2005 年亚马逊在美国推出 Prime 会员服务，当时的年费为 79 美元（后经过两次提价，2014 年 3 月份提高到 99 美元/年，2018 年 5 月份提高到 119 美元/年），后陆续在德国、日本、英国、意大利、加拿大等其他区域推出 Prime 会员服务，并于 2016 年 10 月进入中国。据贝索斯在 2017 年度股东信中透露，全球 Prime 付费会员突破了 1 亿人，据 CIRP 统计，美国 Prime 会员的数量在 2018Q2 达到了 9500 万，在美国亚马逊顾客中的比例在 2018Q1 达 59%。

图表 126: 2013Q4-2018Q2 美国 Prime 会员数



资料来源: CIRP, 方正证券研究所

图表 127: 2015Q4-2018Q1 美国 Prime 用户占比



资料来源: CIRP, 方正证券研究所

从 Prime 在各地的权益来看，美国、英国和日本的权益相对最全，可以享受免费送货，特定地区还能享受单日达或者两小时送达的服务，同时还能享有 Prime 音乐、阅读、照片、原创、视频、Twitch Prime 等服务，中国则主要侧重于海外购这一块。从定价来看，美国、英国的会员费最贵，日本的性价比相对最高。

Prime 业务推出初期公司内部高管均极力反对，无论如何算账，免物流费都是一笔亏本买卖，但贝佐斯依然坚持推出。

图表 128: 各国的 Prime 价格以及权益对比

	价格 (月度/年度)	Prime 会员权益	非 Prime 会员每单运费
美国	美元 12.99/119	无限次的两日达服务，对特定地区、特定产品提供一日达、两小时达服务，同时享有 Prime 音乐、阅读、照片、原创、视频、Twitch Prime、Audible channels 服务。	5.99 美元 (满 35 美元免)
中国	人民币 79 (季)/288	国内订单免邮，海外购订单满 200 元跨境免邮，同时享有 Prime 阅读服务。	5 元 (满 99 元免)
英国	英镑 7.99/79	无限次的两日达服务，对特定地区、特定产品提供一日达、两小时达服务，同时享有 Prime 音乐、阅读、照片、原创、视频、Twitch Prime 服务。	4.49 英镑 (满 20 英镑免)
日本	日元 0.4k/3.9k	免费送货，最短两小时送达，同时享有 Prime 音乐、阅读、照片、原创、视频、Twitch Prime 服务。	360 日元 (满 2000 日元免)
法国	欧元 5.99/49.99	免费送货，同时享有 Prime 音乐、原创、视频	2.79 欧元 (满 25 欧元免)
德国	欧元 7.99/69.99	免费送货，同时享有 Prime 音乐、阅读、视频、Twitch Prime	2.99 欧元 (满 29 欧元免)

资料来源: 亚马逊官网, 方正证券研究所

近些年国内的主流电商也推出了自己的会员体系，主要有京东的 PLUS 会员、阿里巴巴 88VIP、苏宁易购的 SUPER 会员，从会员权益来看，阿里的会员更加注重折扣（因为阿里不运营物流环节），而其他几个电商更加注重免运费这个维度，但跟亚马逊美国的 Prime 会员权益相比，还有较大的完善空间。

图表129：国内各主流电商的会员价格以及权益对比

价格	各会员权益	非会员每单运费
亚马逊 79/季或 288/年	国内订单免邮，海外购订单满 200 元跨境免邮，同时享有 Prime 阅读服务。	5 元（满 99 元免）
京东 299/年	全年 60 张运费券、100 元/月全品类优惠券，同时享有免费上门退换货、24 小时专属服务、购物返 10 倍京豆、爱奇艺 VIP 会员	6 元起（满 99 元免）
苏宁易购 V3 以下等级 149/年 V3/V4 等级 109/年	24 张自营运费券、12 张海外购运费券，同时享有 2% 云钻返利、清洗保养 7-8 折、免费上门退换货、24 小时专属服务、372 天 PP 影视会员、31 天 PP 体育会员、5000 本免费电子书、购书优惠 5 折起、3 张体育观赛券	自营 5 元/单（满 86 元免） 海外购 10 元/单（满 86 元免）
阿里巴巴 超级会员 88 元/年 普通会员 888 元/年	精选品牌 9.5 折、天猫超市 9.5 折、国际直营 9.5 折、数码家电专享购物券，同时享有优酷 VIP 会员、饿了么超级会员、淘票票全国卡、虾米超级 VIP	50 元以内运费 20 元，50 元到 88 元运费 5 元（满 88 元免）

资料来源：各公司官网，方正证券研究所

10.2 无论从边际收入支出比还是单用户价值考量，Prime 都是一项成功战略

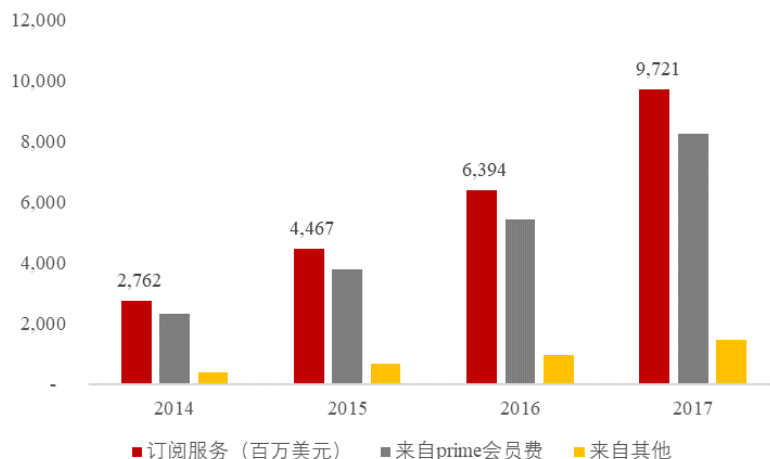
亚马逊的 Prime 会员服务收入主要体现在报表中的订阅服务收入这一块，订阅服务包括 Prime 会员费以及对有声读物、电子书、视频、音乐等内容的订阅收入。2017 年度订阅服务收入为 97.21 亿美元，截止到 2017 年底，全球的亚马逊会员数超过 1 亿，根据 CIRP 的数据，2017 年底美国的会员数差不多在 9200 万左右（当时会员费 10.99 美元/月或 99 美元/年），其中有 28% 左右是月度付费会员，我们假设美国月度付费会员以及国际会员的年会员费均值在 50 美元/年，这样我们测算下来订阅服务里面，接近 85% 是 Prime 会员费收入，假设前面年份订阅服务中来自 Prime 会员费的比例跟 2017 年保持一致。

图表130：2017 年会员费收入占订阅服务的比例测算

国家	会员数 (万)	会员费 (美元/年)	会员费总收入 (亿美元)	占订阅服务的比例
美国	9200			
年度	6624	99	65.57	67.46%
月度	2576	50	12.88	13.25%
国际	800	50	4	4.11%
合计	10000		82.45	84.82%

资料来源：CIRP，亚马逊年报，方正证券研究所测算

图表131：亚马逊订阅服务的拆分



资料来源：公司财报，方正证券研究所

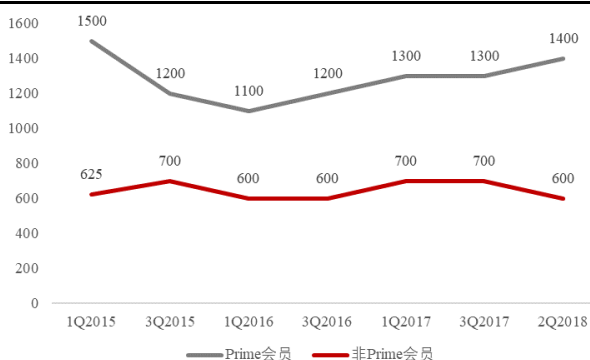
两个维度考量 Prime 业务是否划算：

(1) 从边际“收入/支出”比值

据 CIRP 在 2018Q2 统计的数据显示，Prime 会员一年的消费金额近 1400 美元，而非 Prime 会员一年的消费金额仅为 600 美元。假设 2018 年的物流费用率（物流费用/有效 GMV）跟 2016 年的保持一致，为 10.53%，则平均每个 Prime 会员的物流支出为 147.42 美元，如果扣除会员费 99 美元，因此单个 Prime 会员差不多亏损 48.42 美元的物流费用，但带来额外的 800 美元销售额。

单个 Prime 物流亏损额/(单个 Prime 消费额-单个非 Prime 消费额)≈销售费用率，(48.42 美元/800 美元=6.05%)，Prime 会员增加客户的下单量，虽然单个客户物流核算是亏钱的，但额外增加了销售额，可以将亏的物流费理解成营销费用。

图表132：会员与非会员一年的消费额（美元）



资料来源：CIRP，方正证券研究所（注：美国地区）

图表133：会员物流亏损率与销售费用率对比

会员支出	1400 美元
非会员支出	600 美元
差额	800 美元
单会员物流支出	147.42 美元
单会员亏损	48.42 美元
单会员亏损/差额	6.05%
销售费用率（2017年）	5.66%
单会员亏损/差额 > 销售费用率	

资料来源：CIRP，公司财报，方正证券研究所

(2) 单用户价值的角度来看，Prime 比非 Prime 用户贡献更高

如果从单 Prime 会员的收入及成本来看，Prime 也是一个相对划算的生意。

Prime 用户一年消费 1400 美元，假设毛利率 13%，销售毛利额 182 美元，会员费收入 119 美元，支出项为 1400 美元*11%（物流费率）=154 美元，单个 prime 用户价值 147 美元。

非 Prime 用户一年消费 600 美元，销售毛利额 78 美元，由于非 prime 用户满一定金额才能免邮，按照中性乐观假设能受到 90 美元物流收入，而物流支出为 66 美元，单个非 prime 用户价值 102 美元(小于 Prime 用户的 147 美元)。

图表134：单 Prime 会员收入成本分析（单位：美元）

用户类型	消费额	毛利（假设毛利率 13%）	会员费	物流费收入	物流支出（假设物流费率 11%）	单会员价值
		收入项	收入项	收入项	支出项	收入项-支出项
Prime	1400	182	119	0	154	147
非 Prime	600	78	0	90	66	102

资料来源：CIRP，方正证券研究所测算

备注：非 Prime 用户不免邮，满一定金额才免邮

如果从亚马逊的 Prime 会员权益的价值来计算，所有权益的年价值大概是 Prime 会员费的 5.53 倍，月价值是 Prime 会员费的 4.37 倍。

图表136：Prime 的优势

亚马逊 Prime	类似服务比较	参考价格	年度	月度
Prime Delivery	Google express	10 美元/月 95 美元/年	95	10
	ShopRunner	79 美元/年		
Prime Now	Postmates Plus Unlimited	9.9 美元/月	119.88	9.9
	Uber Rush	14.99 美元/月		
Prime Video	Prime Video	8.99 美元/月	107.88	8.99
	YouTube Red	9.99 美元/月		
Prime Reading	Kindle Unlimited	9.99 美元/月	107.88	8.99
	Scribd	8.99 美元/月		
Prime Photos	Prime Photos	11.99 美元/年 100GB 59.99 美元/年 30TB	23.88	1.99
	iCloud	0.99 美元/月 50GB 1.99 美元/月 200GB 9.99 美元/月 1TB		
	Google Photos	1.99 美元/月 100GB 10.99 美元/月 1TB		
	Google Drive	1.99 美元/月 100GB 10.99 美元/月 1TB		
Prime Music	非 Prime 会员 Prime Music unlimited	9.99 美元/月	83.88	6.99
	Prime 会员 Prime Music unlimited	7.99 美元		
	Google Play Music	9.99 美元/月		
	Apple Music	9.99 美元/月		
Audible Channels	Audible Channels	4.95 美元/月	59.4	4.95
Twitch	Twitch	4.99 美元/月	59.88	4.99
估算 Prime 价值（美元）			657.68	56.8
实际 Prime 花费（美元）			119	12.99
Prime 价值倍数			5.53	4.37

资料来源：亚马逊官网，方正证券研究所

11 亚马逊 AWS—最主要的利润来源

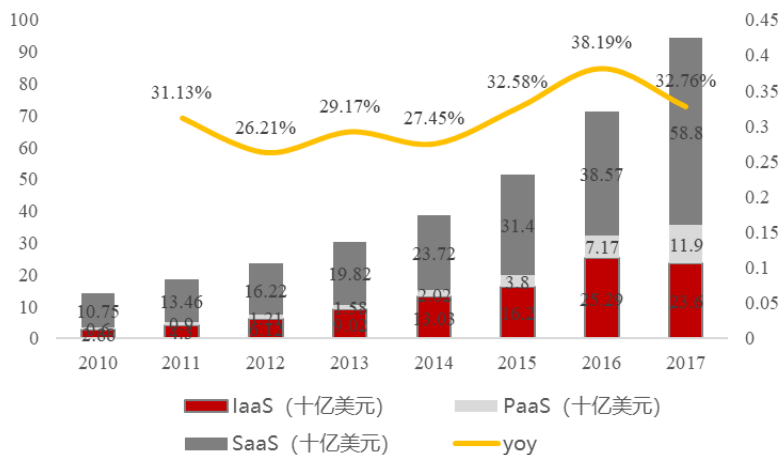
11.1 云计算行业高速发展，巨头纷纷布局

自 2006 年亚马逊推出 AWS 以来，各大科技公司也紧跟着亚马逊的步伐相继推出云计算服务，2010 年微软发布了云计划 Azure，2012 年谷歌也推出了 Computer Engine 云计划，2013 年 IBM 通过收购 SoftLayer 进入云计算市场。全球云计算服务市场进入快速发展阶段，IaaS、PaaS、SaaS 服务的市场规模从 2010 年的 142.3 亿美元增长到 2017 年的 943 亿美元，年平均复合增长率为 31.02%。

不同于传统的 IT 服务，云计算服务降低了用户对硬件设备的要求，简化了系统的维护难度。同时用户可以按自己需求购买云计算服务，在提高利用资源率的同时降低了成本。但是云计算在前期建立基础设施的投入相对较大，对技术科研投入也有较高的要求。

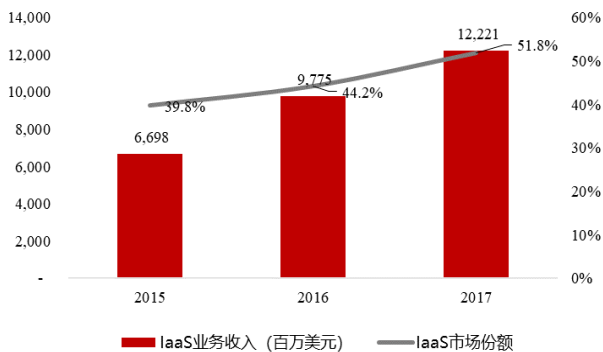
亚马逊作为最早开设云计算服务的企业，AWS 一直是云计算服务行业的龙头，服务业务涵盖至 IaaS、PaaS、SaaS 三层。2017 年亚马逊 AWS 的营业收入为 174.59 亿美元。根据 Synergy Research Group 统计，截止到 2017Q2 亚马逊 AWS 云计算服务中 IaaS 和 PaaS 的全球市场份额占 34%，远超微软、IBM、谷歌的 11%、8%、6%。另外根据 Statista 统计，亚马逊 AWS 中 IaaS 业务的市场份额从 2015 年的 39.8% 增长到 2017 年的 51.8%。

图表 137：全球公共云服务市场规模及增速



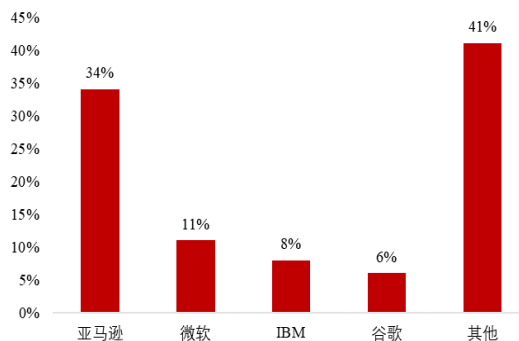
资料来源：wind，方正证券研究所

图表138: AWS 的 IaaS 业务收入和市场份额



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表139: 2017Q2 AWS 在 IaaS 和 PaaS 的市场份额

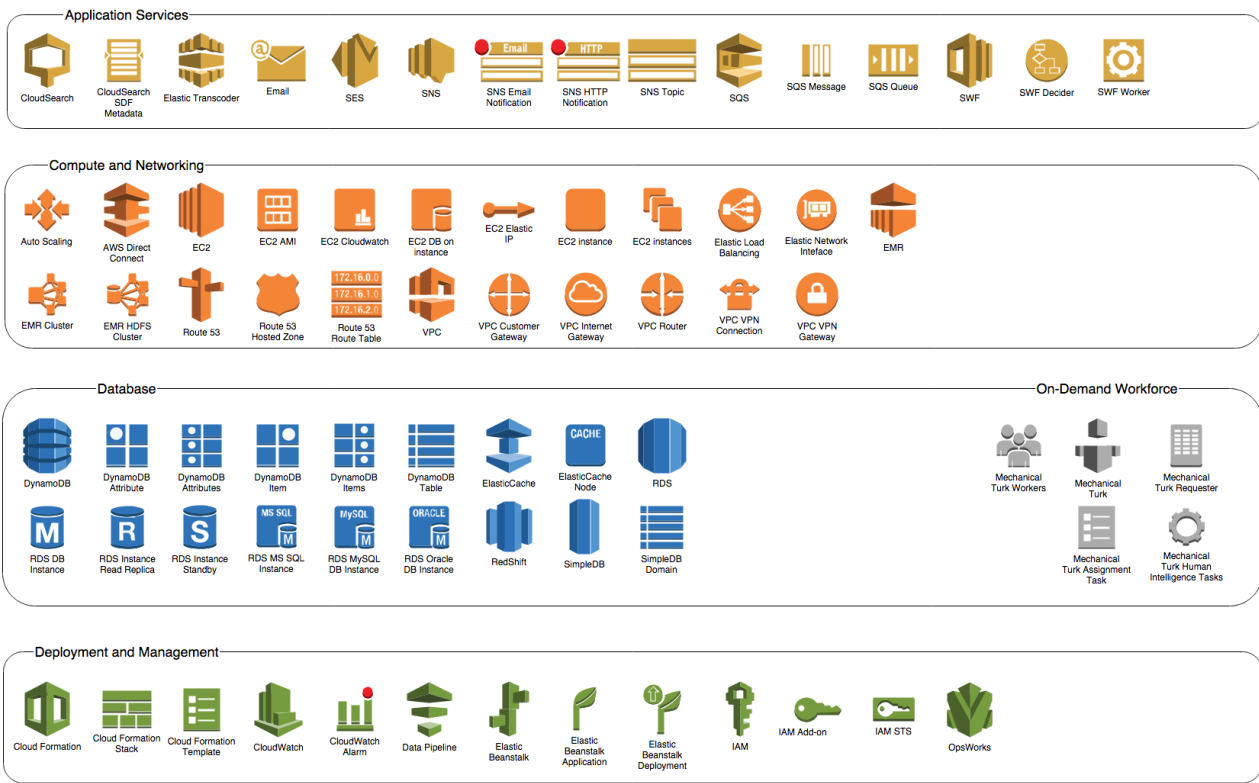


资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

11.2 亚马逊 AWS——云计算行业引领者

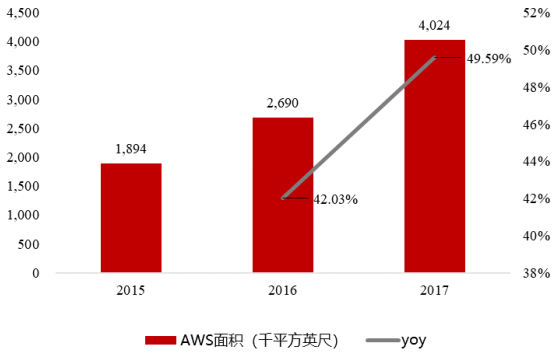
自 2006 年亚马逊成立 AWS 以来, 随着云计算服务市场的不断扩大和成熟, AWS 业务增长迅速, 亚马逊也推出了应用程序服务、数据库、计算机网络、开发管理等一系列云计算服务来满足用户的需求。营业收入从 2013 年的 31.08 亿美元增长到 2017 年的 174.59 亿美元, 年增长率保持在 40% 以上。在营业收入增长的同时, 亚马逊 AWS 的营业利润也迅速提高, 从 2015 年的 15.07 亿美元增长到 2017 年的 43.31 亿美元。另外, 随着亚马逊 AWS 基础设施不断完善和云计算服务的全球化布局, AWS 的面积从 2015 年的 189.4 万平方英尺增长到 2017 年的 402.4 万平方英尺, 年增长率在 40% 以上。

图表140: 亚马逊 AWS 服务范围

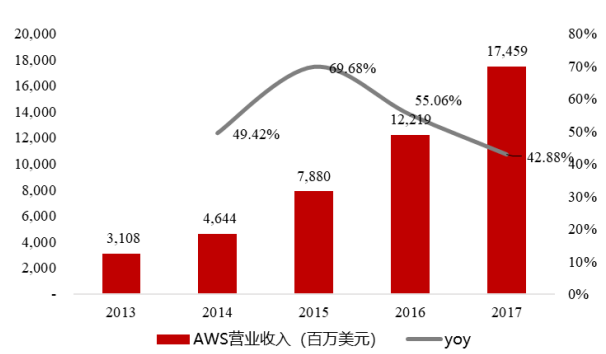


资料来源: 美国东北大学官网, 方正证券研究所

图表141: 亚马逊 AWS 的面积



图表142: AWS 营业收入和增速



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

亚马逊 AWS 作为全球云计算服务的龙头企业, 其优势主要体现在以下 4 个方面:

(1) **市场份额大:** 根据 Synergy Research Group 统计, 2017Q2 亚马逊 AWS 的 IaaS 和 PaaS 的全球市场份额为 34%, 远超微软、IBM、谷歌的云服务。

(2) **用户资源丰富:** 2015 年亚马逊披露 AWS 在全球 190 个国家和地区拥有超过 100 万的活跃用户, 其中包括了 5000 家教育机构、2000 家政府机构、17500 家非营利机构。

(3) **基础设施完善:** AWS 的数据中心遍布全球, 在全球 17 个地区建立 AWS 基础设施。截止到 2017 年底, 亚马逊 AWS 的面积达 402.4 万平方英尺。

(4) **服务种类多:** 截止到 2017 年, 亚马逊 AWS 提供超过 90 项的服务, 涉及计算、管理、存储、网络、部署、开发、物联网等多个方面。

图表143: 截止到 2018 年底的 AWS 全球分布图



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表144：亚马逊 AWS 推出一系列服务的时间

时间	事件
2006年3月19日	通过发布 Simple Storage Service (S3) 正式推出 AWS
2006年7月13日	推出 Simple Queue Service (SQS) 服务
2006年8月25日	发布 Amazon Elastic Compute Cloud (EC2), 允许用户在电脑上运行租用的虚拟计算机
2007年12月13日	推出 Amazon SimpleDB, 允许企业、研究员、分析师、开发人员等简单的处理数据
2008年8月20日	发布 Amazon Elastic Block Store (EBS), 提供 Block-level Storage 可以直接导入到 EC2
2009年4月1日	推出 Amazon Elastic MapReduce (EMR), 允许企业、分析师、开发人员等处理数据
2009年10月22日	发布支持 MySQL 数据库 Amazon Relational Database Service (RDS) 云端 Web 服务
2010年5月15日	推出帮助用户定义整合 AWS 数据资源的 AWS CloudFormation,
2011年1月9日	发布用于基础构架的流程服务的 AWS Elastic Beanstalk
2011年1月25日	推出大规模电子邮件服务 Amazon Simple Email Service (SES)
2012年1月18日	发布专门用于 NoSQL 数据库服务的 Amazon DynamoDB
2012年8月21日	推出在线文件储存服务 Amazon Glacier, 可同时为数据进行备份和储存
2012年11月1日	发布基于云计算服务数据仓库的 Amazon Redshift,
2013年12月17日	推出提供实时数据处理的服务的 Amazon Kinesis,
2014年11月12日	更新 Amazon Aurora, 可兼容 MySQL 的数据库
2014年11月13日	发布在无专用服务器下提供服务的 AWS Lambda,
2015年12月21日	推出 Amazon Elastic Container Registry (ECR)
2016年11月30日	发布高速安全的数据卡车 AWS Snowmobile
2017年10月24日	更新 Amazon Aurora 提供快速数据克隆功能
2017年12月14日	提供适用于 Windows 和 Linux 的 CloudWatch 代理

资料来源：公司官网，方正证券研究所

随着云计算市场的不断成熟，Dropbox、Netflix、Zynga 等许多企业放弃了原有高维护成本的物理数据库，开始使用亚马逊的 AWS 云服务，将所有数据转移到更加灵活、维护成本、更新费用更低的亚马逊 AWS 中。

图表145：亚马逊的一些合作伙伴

时间	事件
2007年6月	Dropbox 成立，并成为 AWS S3 服务最大客户之一
2008年8月	Netflix 宣布将数据转移到亚马逊 AWS
2009年6月	Zynga 宣布将数据转移到 AWS
2009年11月	Reddit 宣布将数据转移至 AWS
2011年8月	亚马逊推出提供美国政府机构使用的 GovCloud
2011年6月	Zynga 宣布将数据从 AWS 转移到自己的 zCloud 中
2015年5月	Zynga 将所有数据重新转移回 AWS
2016年12月	Salesforce 宣布将在加拿大使用 AWS 基础设施
2017年4月	DXC Technology 宣布提高与 AWS 的数据整合

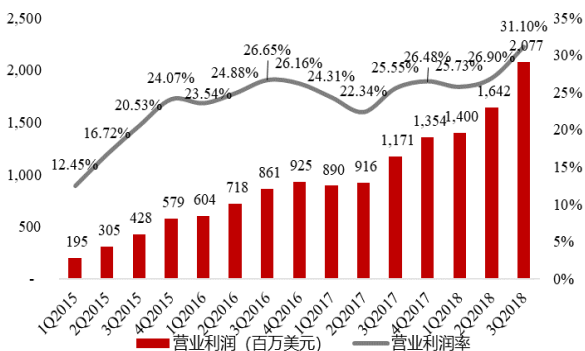
资料来源：公司官网，方正证券研究所

11.3 AWS 已经成为亚马逊利润重要增长点

亚马逊在 2006 年 AWS 成立之初投入了大量的资金和技术来铺设 AWS 的基础设施。为了在云计算服务市场形成垄断地位，亚马逊有意压低云计算服务的价格，低利润率使得许多类似 IBM、微软、谷歌的科技公司在短期内没有进入云计算服务市场。

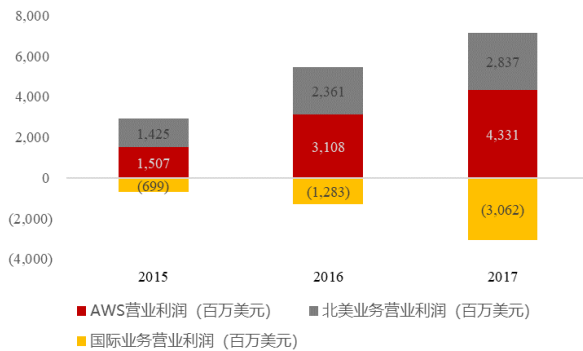
虽然压低价格使得 AWS 在前几年一直处于亏损的状态，但是随着亚马逊 AWS 的基础设施的完善和营业收入的增长，AWS 的规模效应开始呈现。营业利润率迅速上升，从 2015Q1 的 12.45% 增长到 2018Q3 的 31.10%。同时营业利润也迅速增长，从 2015Q1 的 1.95 亿美元增长到 2017Q4 的 20.77 亿美元。截止到 2017 年，虽然 AWS 的营业收入只占了总营业利润的 9.82%，但是 AWS 的营业利润达到了 43.31 亿美元，占亚马逊总营业利润的 105%，超亚马逊北美业务的营业利润 14.94 亿美元。亚马逊 AWS 已经逐步成为亚马逊营业利润的重要来源。

图表 146: AWS 季度营业利润和营业利润率



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表 147: 亚马逊营业利润拆分



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

12 竞争对手的生存之道

纵观亚马逊 20 多年的发展历史，其一步步往综合类电商的迈进过程中，冲击了一批批线下企业以及垂直类的电商，各个企业的营收都在亚马逊推出类似品类后的 10 年左右时间达到最高值，15 年左右时间开始出现倒闭潮，而亚马逊的营收则不断创新高。

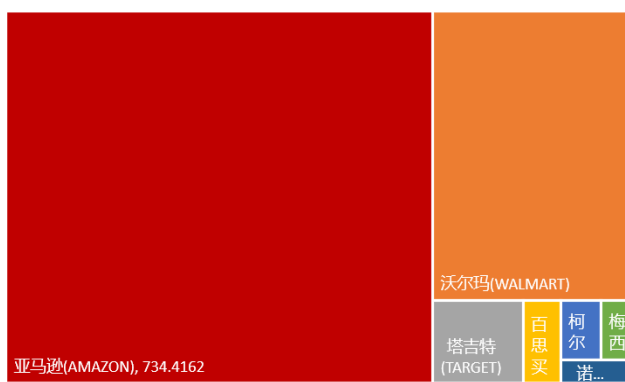
从市值的角度来看，截止 2018 年末，亚马逊的市值（7344 亿美元）已经超过了美国主流传统零售企业的市值总和（3476 亿美元）。亚马逊的发展确实冲击了很多业态，也致使很多公司倒闭，但是我们发现依然有一些竞争对手在亚马逊的冲击下活下来。eBay、巴诺书店、百思买分别是电商、图书连锁、家电 3C 连锁行业的幸存者。电商巨头虽然强大，但依旧没法全盘通吃，依旧给传统企业留下生存之道。

图表148：亚马逊与美国各传统零售企业市值对比



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表149：2018年亚马逊市值已远超其他零售企业



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

12.1 eBay—提升用户体验

12.1.1 eBay 的发展历程——C2C 电商引领者

成立初期定位为个人物品拍卖网站。1995 年公司成立，创始人为 Pierre Omidyar，成立时名称是“Auction Web”，1997 年更名为“eBay”。网站成立的初衷是提供一个线上社区，让人们以拍卖的形式交易个人物品 (person-to-person trading community on the Internet)，网站成交的第一样商品是一个坏掉的激光笔。

成立初期，eBay 交易的多为个人二手物品，如古董、硬币、邮票、其他收藏品等。成立的头两年，eBay 主要是通过用户间的口碑传播来扩散，1997 年开始通过广告的形式来吸引新用户，公司的用户数和成交量飞速增加：注册用户数由 1996 年的 4.1 万人增长到 1998 年的 218 万人；拍卖成交笔数由 1997 年的 20 万笔增长到 1998 年的超过 100 万笔，成交额 (GMV) 也从 1996 年的 700 万美元增长到 1998 年的 7.45 亿美元。

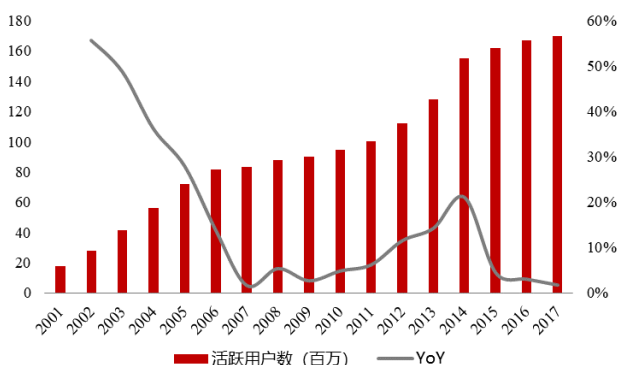
1998 年公司在纳斯达克上市。上市后，eBay 的业务板块也经历了一系列变化，可以总结为三个阶段：享受电商红利的高速扩张期、靠支付业务支撑、回归电商平台的瓶颈期。

第一阶段：享受电商红利的全球化高速扩张期（1998-2004）

1998-2004 年是 eBay 的高速扩张期，收入增长驱动力来源于美国电商红利及公司的全球扩张战略。上市后的前几年是公司电商平台业

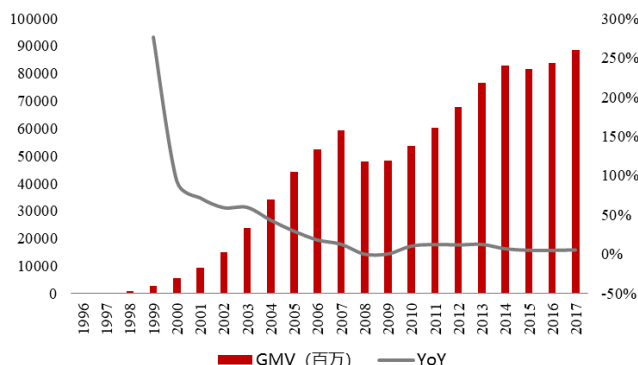
务的高速发展期:eBay 电商平台的活跃用户数由 2001 年的 1780 万增长到 2006 年的 8180 万; 1998-2004 年的 GMV 和收入的年复合增速均在 80% 以上, 至 2004 年分别达 342 亿、32.7 亿美元。

图表150: eBay 的活跃用户数及增速



资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表151: eBay 的 GMV 及增速



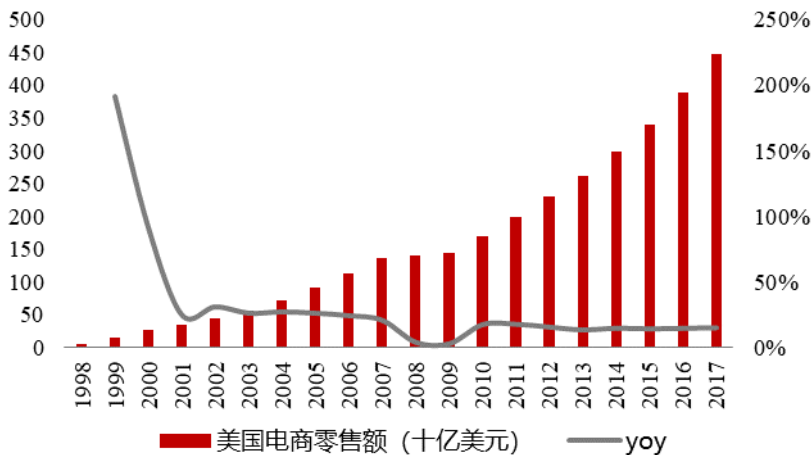
资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

这段时期公司的高速成长主要受益于 2 个方面:

(1) 美国线上零售市场的高速成长, 这段时期随着亚马逊和 eBay 的出现, 消费者逐步接纳新的商品交易方式, 美国线上零售市场经历了一个从无到有的爆发式成长过程, 零售额由 1998 年的 50 亿美元增长到 2004 年的 720 亿美元, 年复合增速达 56%。

(2) eBay 的轻资产模式使其能进行快速的全球扩张, eBay 只提供电商交易平台, 不承担商品库存, 这种轻资产的商业模式有较强的扩张性, 因此这期间, eBay 将该模式复制到各个国家, 在英国、德国等文化与美国有相似之处的国家取得较好收益。eBay 还通过收购的方式来加快全球扩张步伐, 收购的公司包括韩国的 Internet Auction、中国的易趣和印度的 Baazee.com 等, 截至 2004 年底 eBay 及其子公司在 23 个国家/地区拥有本地电商网站, 并通过股权投资将电商业务范围延伸到另外 9 个国家。eBay 来自美国以外地区的收入占比也从 1999 年的 1.2% 提升到 2004 年 42.2%。

图表152: 美国电商零售额



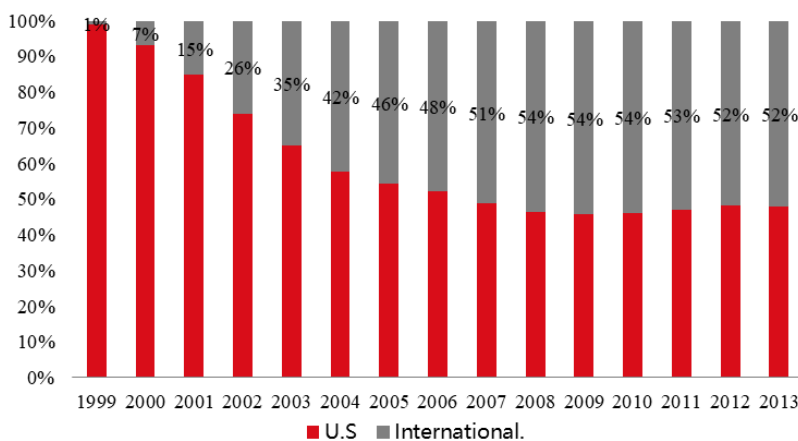
资料来源: US Census Bureau, 方正证券研究所

图表153: eBay 通过并购/投资进行全球扩张 (1998-2004)

时间	事件
1999	收购一家德国电商平台 alando.de.ag
2001	收购韩国拍卖电商平台 Internet Auction
2001	收购 iBazar S.A, 该公司在法国、荷兰、葡萄牙等多个欧洲国家有电商平台
2002-2003	收购易趣进入中国市场
2004	收购德国分类信息网站 mobile.de
2004	收购印度电商平台 Baazee.com
2004	收购荷兰分类信息网站 Marktplaats.nl
2004	投资巴西电商平台 MercadoLibre

资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表154: 2004 年 eBay 国际收入占比超过 40%



资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

这段时期公司的核心业务仍然是电商交易平台 (Marketplace), 80% 以上的收入由电商平台板块构成, 这部分收入主要来源于卖家在 eBay 的平台上展示产品所需缴纳的上架费和商品成交后需缴纳的交易佣金。

eBay 在此期间做的许多努力都是为买家和卖家提供更多样化的交易形式和更便捷的服务, 例如:

- 1999 年, 公司收购了 2 家线下拍卖公司 Butterfield & Butterfield (当时是全球第四大艺术品拍卖公司) 和 Kruse International, 2002 年将这两家公司卖出;
- 1999 年, 收购线上支付公司 Billpoint 和商家服务提供商 Blackthorne;
- 2000 年, 收购 Half.com, 一家以固定价格交易二手书籍、CD、录像带等商品的电商平台, 并在 eBay 自己的平台上推出“Buy it now”功能, 使用户除了拍卖以外, 还可以通过固定价格的形式交易商品;
- 2000 年, 发起房地产交易平台 eBay Real Estate;
- 2000 年, 将电子支票 (Electronic Checks) 作为新的支付方式;
- 2001 年, 推出 eBay Stores 功能, 使卖家能用店铺的形式展示自己的产品。

- 2002 年，14.9 亿美元收购线上支付公司 PayPal，致力于为用户提供更便捷的支付方式。
- 2004 年，投资信息分类网站 Craigslist;

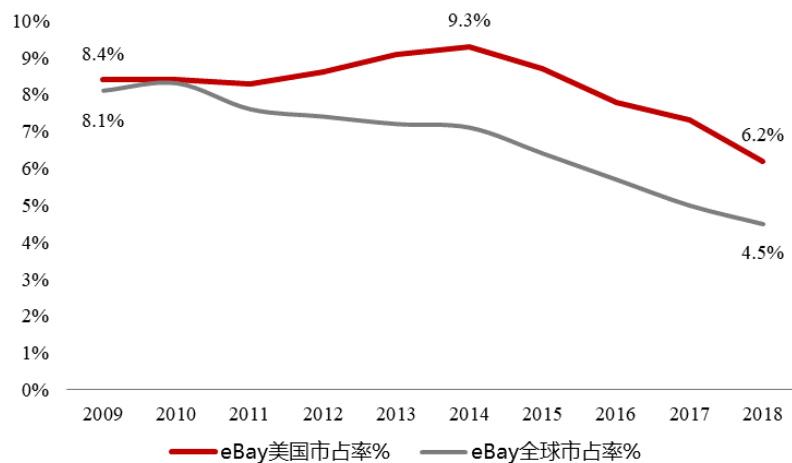
第二阶段：电商平台增长遇瓶颈，采取多元化发展战略，PayPal 成为业绩的驱动引擎（2005-2014）

行业整体增速放缓，用户体验欠佳使 eBay 的用户/GMV 增长陷入瓶颈。2007 年之后，eBay 的活跃用户数增速放缓，不到 10%；GMV 的增长同样遇到瓶颈，除了 2011-2013 年移动端流量快速增长带来的红利外，GMV 的增速均不超过 10%。

2006 年之后，美国线上零售市场度过了最初的高速发展期，增速逐渐趋于平稳，且在 2008、2009 年全球金融危机时，电商零售额增速掉到了 5% 以下，之后几年的行业增速也不超过 20%。此外，eBay 的定位是平台型电商，只提供交易的场所，而不参与供应链管理、物流配送和质量管控等环节，因此对卖家商品和服务的管控能力较弱，用户的购物体验不够好；而 eBay 在美国最大的竞争对手亚马逊的自营商品占比较大，且对第三方卖家入驻审查更严格，并分别在 2005、2007 年推出了 Amazon Prime 和 FBA 项目，使卖家和买家都有更好的商品交易体验。2009-2015 年，eBay 在美国的市场份额始终保持在 8-9% 之间，而亚马逊的份额则稳步提升。

全球电商平台涌现，eBay 面临竞争加剧。eBay 的商业模式虽然在英国等西方国家取得了初步成功，但是在进入文化环境、商业基础设施和美国不一样的国家时也遇到困难，例如 eBay 在 2002 年退出了日本市场，通过收购进入印度市场也不成功。各国本土电商也纷纷涌现，相对 eBay 他们对自己国家的商户和消费者更熟悉，例如 eBay 通过收购易趣进入中国，初期通过大量资金投入垄断流量入口取得了极高的市占率，但是阿里通过免佣金和强大的地推团队吸引了大量商户入驻，支付宝和阿里旺旺的功能也更符合买家的消费习惯，eBay 最终不敌阿里，在 2006 年及之后陆续出售易趣股权退出中国市场。2010 年之后，eBay 在全球的市占率处于持续下滑态势。

图表155: eBay 在美国/全球电商市场的市占率



资料来源: Euromonitor, 方正证券研究所

eBay 通过收购 PayPal、Skype 和 GSI 等业务改善交易体验、增加流量入口、拓展收入来源。在用户数和 GMV 增速放缓的情况下，

为了寻求新的流量来源和新的收入驱动引擎，2005~2014 年公司进行了大量的收购，一方面不断增加在线交易的类型来巩固主业，同时切入并深化了在支付、通讯、企业服务板块的布局。

- **Marketplace 部门**：除了继续推行电商平台的全球化扩张以外，eBay 通过收购不断丰富交易中介服务的种类，因此在 2004 年之后的数年内，eBay 的 Marketplace 部门收入增速是快于 GMV 增速的：1) 继 2004 年通过收购德国和荷兰网站切入在线信息分类 (classifieds websites) 领域后，eBay 通过自建和收购的方式深化布局，在多个国家建立了信息分类网站，截至目前，信息分类业务仍是 eBay 的重要业务构成；2) 收购 Rent.com 切入在线租房市场；3) 收购比价网站 Shopping.com 以增加 eBay 电商平台的流量来源；4) 收购票务交易平台 StubHub；5) 推动线上和线下的结合：收购本地购物信息搜索引擎 Milo.com 和基于地理位置的广告服务公司 WHERE.com。

- **Payment 部门**：支付是网购必不可少的环节，因此继 2002 年收购 PayPal 之后，支付板块成为了 eBay 的核心业务部门之一，在 2005~2014 年间 eBay 持续进行收购来丰富支付服务的种类，例如收购的 Bill Me Later 给用户先消费后付款的选项；同时 eBay 也收购了一些风险控制公司来加强在线支付的安全性；2010 年当流量由 PC 向移动端转移时，公司又整合了移动支付公司 Zong 和 Braintree。早期 PayPal 的交易金额主要来自 eBay 的电商平台，但随着 PayPal 不断新增支付服务的种类，并把业务向全球扩展，其对 eBay 的依赖度不断下降，由 eBay 产生的交易额占 PayPal 经手的交易额的比例由 2005 年的 67% 下降到 2014 年 26%，PayPal 的活跃账户数也在 2011 年超过了 eBay 电商平台的活跃用户数，因此在 eBay 的 GMV 放缓的情况下，PayPal 仍能维持较高的业绩增速(2004-2014 年收入年复合增速为 27.5%)，带动了 eBay 整体业绩的增长，2014 年支付业务的收入占比达到 44%。

- **Communication 部门**：eBay 在 2005 年花费 26 亿美元收购在线通讯软件 Skype，新增通讯业务部门。收购 Skype 的初衷之一是以 Skype 作为通讯工具以提升电商平台上买家和卖家沟通的便捷性，这也可以为 Skype 带来大量新增用户；同时 Skype 可以将 PayPal 作为用户的支付方式，利于 PayPal 收入的增长。但是 Skype 和公司的整合并不成功，2009 年新 CEO John Donahoe 上任次年，eBay 就出售了 Skype 70% 的股权。

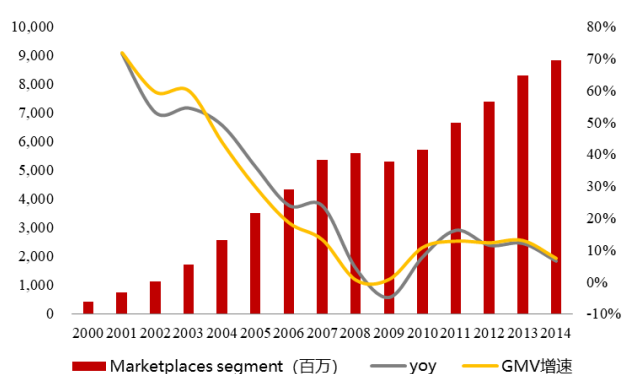
- **Enterprise 部门**：2011 年，eBay 收购了电商解决方案及服务公司 GSI 和电商网站架构系统公司 Magento，新增企业服务业务部门。GSI 是一家电商代运营公司，提供的服务包括：电商技术和支付系统的支持、履单配送服务和客户服务等。企业服务部门的收入规模较小，占公司总收入不到 10%。

图表156: 2005-2014年 eBay 的多元化发展战略

时间	事件
在线交易平台业务板块 (Marketplace)	
2005	收购在线租房平台 Rent.com
2005	发起信息分类网站 Kijiji; 收购三个国际信息分类网站 Gumtree.com, LoQUo, and opusforum
2005	收购比价网站 Shopping.com
2006	收购瑞典拍卖电商 Tradera.com
2007	收购在线票务交易平台 StubHub
2008	收购丹麦信息分类网站 Den Bla Avis 和 BilBasen
2009	收购韩国电商平台 Gmarket
2010	收购德国时尚电商网站 brands4friends; 收购购物信息 APP RedLaser; 收购本地购物信息搜索引擎 Milo.com
2011	收购基于地理位置的 (LBS) 本地广告公司 WHERE.com
支付业务板块 (Payment)	
2005	收购在线支付平台 VeriSign
2008	收购在线支付公司 Bill Me Later, 在付款时给客户id提供消费信贷选项
2011	收购移动支付公司 Zong
2013	收购移动支付公司 Braintree
通讯业务板块 (Communication)	
2005	收购在线通讯软件公司 Skype Technologies S.A.; 2009年卖出70%股权, 2011年卖出剩余30%股权
企业服务业务板块 (Enterprise)	
2011	收购电商解决方案及服务公司 GSI
2011	收购电商网站架构系统公司 Magento, 成立 X.commerce 新部门, 鼓励开发者为 eBay 商家开发应用

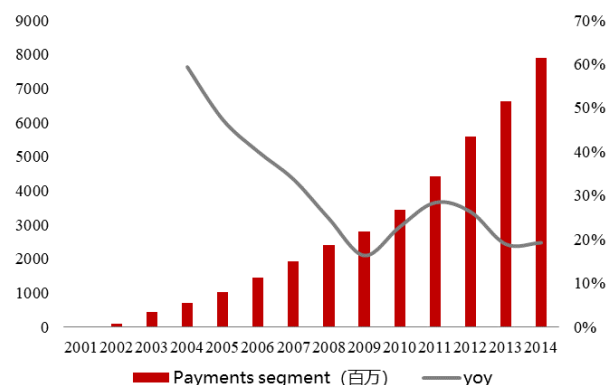
资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表157: 电商平台板块收入及增速



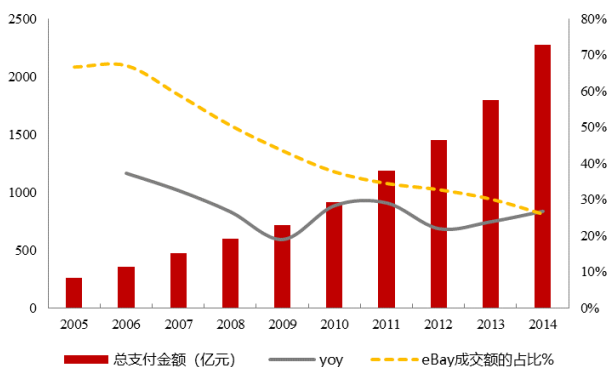
资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表158: 支付业务板块收入及增速



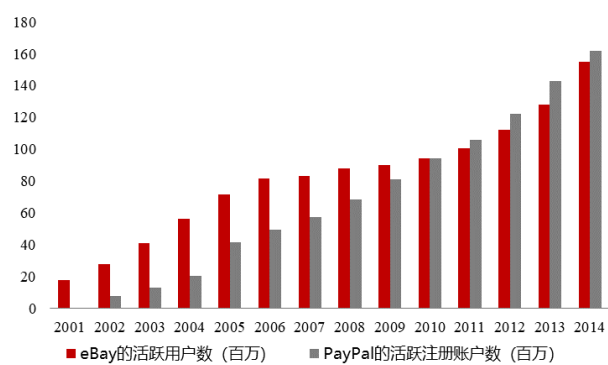
资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表159: PayPal 对 eBay 的依赖度降低



资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表160: PayPal 的活跃用户数超过 eBay



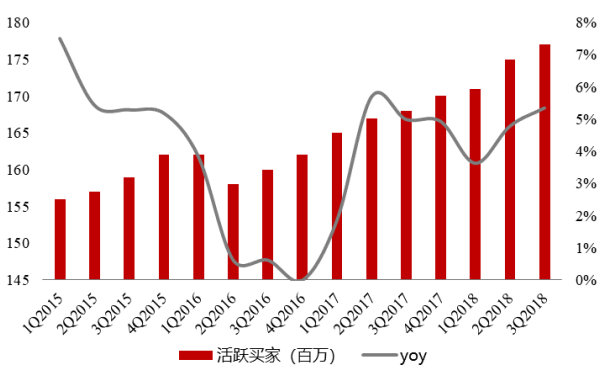
资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

2005~2014 年期间, eBay 虽然开展了多元化的业务, 但仍还是以电商平台业务为核心的, 不管是支付、通讯还是企业服务, 都是给电商平台的买家和卖家提供更多服务来赚取收入。从结果来看, 通讯和企业服务板块的整合并不成功, 且 eBay 的电商平台的购物界面、物流服务和售前售后服务相较亚马逊等其他电商仍不具备优势。

第三阶段: 精简业务, 回归在线交易平台, 增长趋缓 (2015 以后)

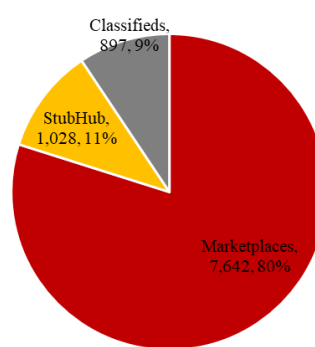
2014 年 Devin Wenig 接任 eBay CEO; 2015 年 PayPal 独立拆分上市, 同年 eBay 以 9.25 亿美元卖掉了企业服务部门。公司的业务回归线上交易平台, 目前公司的业务主要由三类构成, 一是各类电商平台 (Marketplace) 产生的产品上架费和交易佣金, 另外还有少量的广告收入 (Marketplace 收入占比 80%), 二是在线票务平台 StubHub 的交易佣金收入 (占比 11%), 三是分类信息网站的广告收入 (占比 9%)。2015 年以来, 公司的 GMV 和收入增速维持在 5~7% 之间, 在全球电商市场的市占率持续下滑。

图表161: eBay 2015 年以来用户增长缓慢



资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

图表162: 2017 年 eBay 的收入构成 (百万美元)



资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

12.1.2 用户体验是 eBay 未来努力的方向

用户体验欠佳是 eBay 的痛点, 是其市占率下滑的重要原因。eBay 作在线交易平台, 只提供交易场所, 没有商品库存也没有自建物流体系, 这种轻资产的运营模式虽然使其在发展初期有快速扩张能力, 但由于进驻的卖家数量众多, 平台管控能力有限, 客户的用户体验欠佳,

且由于卖家售卖冒牌产品，eBay 经常受到品牌方的诉讼。从美国消费者满意指数（ACSI）可以看出，美国用户对亚马逊的满意程度远高于行业均值，而 eBay 在大部分年份，客户满意度是低于行业均值的。

为了应对亚马逊的冲击，eBay 也通过多种方式尝试改善用户体验：

- (1) 邀请 IBM、戴尔、迪士尼等品牌入驻；
- (2) 收购 Skype 以增加买家卖家沟通的便捷性；
- (3) 成立企业服务部门，致力于为平台商户提供支付、物流配送、客户等系列服务

(4) 在 2012 年时，eBay 为了应对亚马逊推出的当日达服务，在美国旧金山、纽约等地区推出了“eBay Now”当日达服务，用户只需额外支付 5 美元即可享受到该服务。

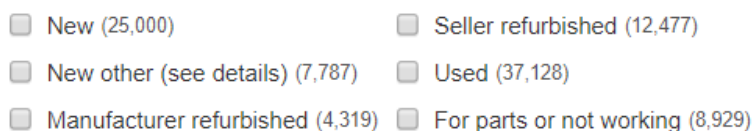
但是 eBay 的这些尝试成功率都不高：由于业务整合不成功，eBay 最终卖掉了 Skype 和企业服务部门；对于当日达服务，亚马逊有强大的自建物流体系，在全国有丰富的仓库布点，推行当日达的难度和成本相对较低，而对于没有物流体系的 eBay，推行该服务的成本过高，eBay 最终在 2015 年停止了当日达的服务。

eBay 仍是全球领先的 C2C 拍卖电商平台、二手物品交易平台。

目前 eBay 电商平台有两种交易方式，一种是拍卖式的，卖家设置起拍价，买家竞价，价高者得；另一种是固定一口价成交的模式，此外 eBay 还有 Best Offer 功能，买家可以和卖家询价，如果双方达成一致则可以低于网站标价更低的价格成交；拍卖的模式和询价的模式是 eBay 相对其他 B2C 电商平台的特色，且这两种模式更适合小 C 商户和个人商户进行商品销售，从用户数（1.7 亿）和 GMV 的角度来看，eBay 仍是 C2C 领域的全球领先电商平台。

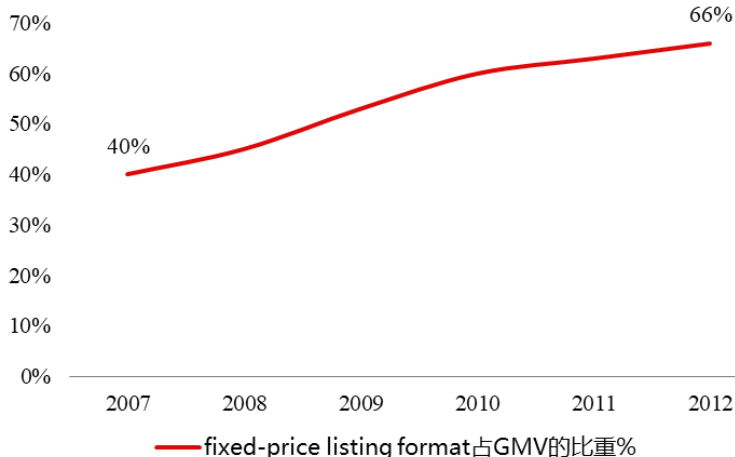
此外，eBay 仍然是重要的二手商品交易平台，例如在 eBay 搜索“iPhone”，全新产品的占比只有 34%，搜索“豆豆娃（Beanie Baby）”二手商品的比例达 43%。虽然以拍卖模式成交的 GMV 占比持续下降（占比由 2007 年的 60% 下降到 2012 年的 34%），但是对于某些特定的品类（如收藏品、稀有物品和个人二手物品等），拍卖仍旧是一种较好的销售模式，长期来看并不会完全没落。

图表163：在 eBay 搜索 iPhone 只有 34%的商品是全新的



资料来源：eBay 网站，方正证券研究所

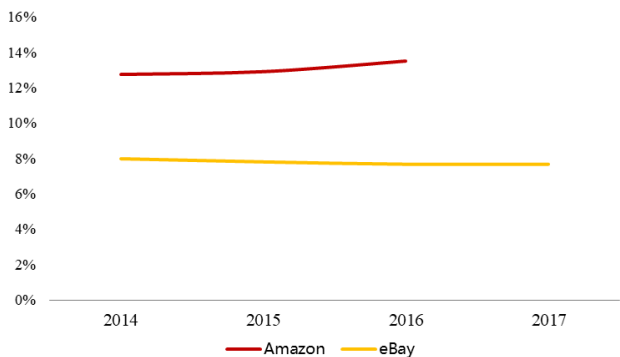
图表164: eBay 非拍卖模式销售占比逐年提升



资料来源: eBay 公告, 方正证券研究所

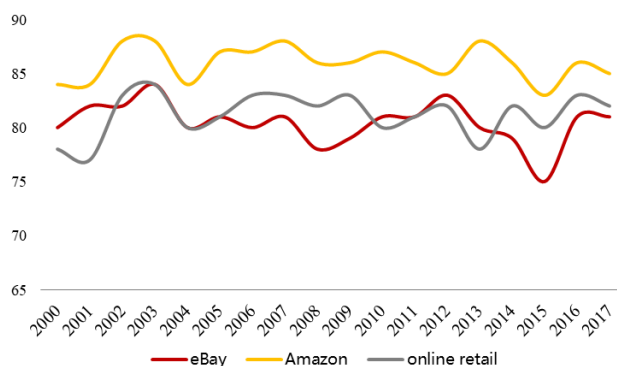
相比亚马逊, eBay 的佣金率较低, 对卖家审查较为宽松, 依旧能吸引一部分对性价比要求较高的客户。由于亚马逊对用户体验重视度很高其对卖家的审核机制更为严格, 且在买卖双方出现纠纷时, 处理方式往往更有利于买家; 相比亚马逊, eBay 商户的入驻条件相对宽松, 且 eBay 平台的货币化率更低: 2014-2016 年, 亚马逊平台的货币化率接近 13%且逐年上升, 而 eBay 电商平台板块的货币化率不超过 8%且逐年下降。

图表165: eBay 和亚马逊的货币化率



资料来源: eBay、亚马逊公告, 方正证券研究所

图表166: 美国用户对电商平台的满意指数



资料来源: ACSI, 方正证券研究所

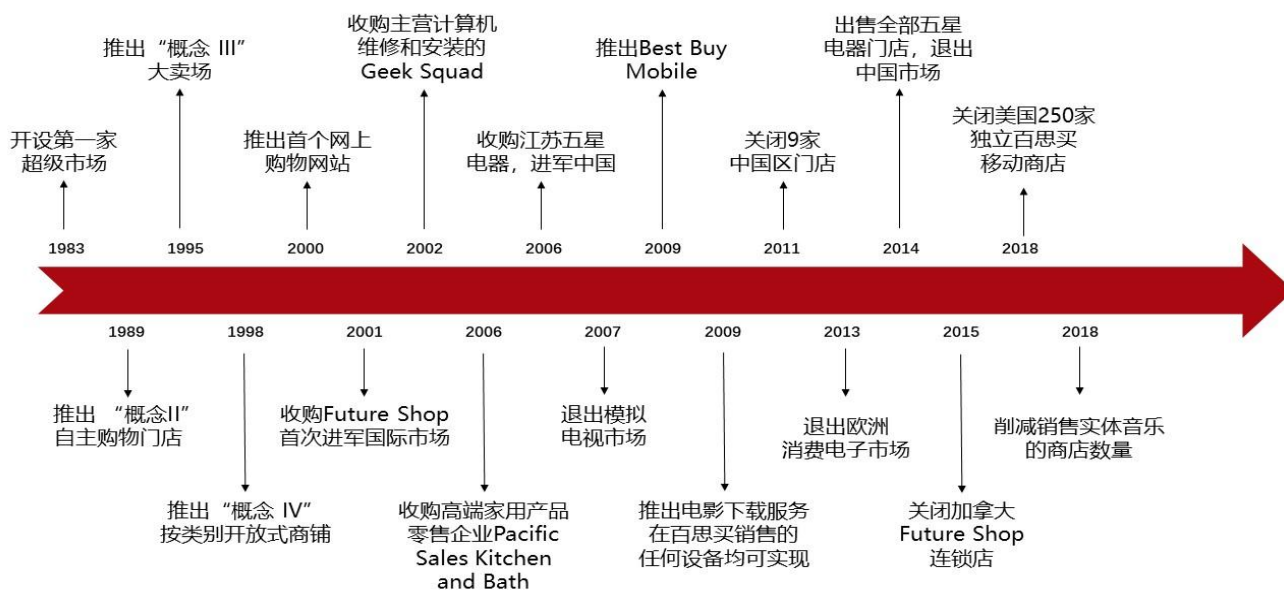
12.2 百思买——五大措施应对危机

12.2.1 成长为消费电子行业龙头

百思买 (Best Buy) 是美国消费电子零售行业最大的专业零售商。Best Buy 企业集团包括 Best Buy 零售、Musicland、Magnolia Hi-Fi、Future Shop、五星电器, Geek Squad、Magnolia Audio Video、Pacific Sales 等。其海外市场主要囊括了加拿大、墨西哥、欧洲和中国等。

百思买前身为一家名为“音乐之声”的音响器材专卖店, 由理查德·舒尔茨于 1966 年在美国明尼苏达创立。1983 年, 音乐之声拓展至 7 家连锁店, 以折扣为主打优势, 承诺所有商品的价格都是最优购买选择 (Best Buy), 经营品类已不再局限于音频配件, 而是扩展到了家电领域, 并于当年营收突破千万规模, 至此音乐之声正式更名百思买。

图表167：百思买扩张和并购大事记



资料来源：百思买年报，方正证券研究所

百思买从一家音配小店逐渐成长为一家连锁巨头，主要经历了三个发展阶段：

第一阶段，抢占市场期（1983-1999）：从传统商铺模式到新概念店铺

产业大背景变换下的美国人口西移和城市化加速，中产阶级规模扩张、居民购买能力提升，零售行业取得快速发展，成为百思买成长初期的良好的发展土壤。**1983年下半年，百思买开设了第一家超级市场，实现由传统商铺向超级市场模式的转型。**相比当时流行的连锁店模式，超级市场利用坐落于郊区的大型店铺面向更广泛的消费人群，流量更高、毛利更低，且易于建立全国性品牌。这家超级市场在开设第一年的营收，就超越当地其他所有连锁店这一年的营收总和。1984年，百思买在当地的市场份额占比接近42%。

1987年百思买在纽约证券交易所首次亮相。公司延续之前的低价销售策略，将较小的电子连锁企业挤出，快速抢占市场份额。**1989年公司推出了一项名为“Concept II（概念II）”的新店概念，概念II取代了商店原先灯光昏暗的工业风格，采用更明亮，更时尚的店铺风格。**同时进行了彻底的销售改革，**将所有库存放在销售区而不是库房，**客户实现自主购物，店内的销售人员大幅减少并取消佣金，摒弃了强迫性推销，推广自助全品类卖场，创造轻松的购物环境，极大的改善了购物体验。

1995年公司推出了“Concept III”商铺即大卖场，引入更大的消费者体验区并丰富了音响、游戏等品类，并于1996年取代了电器城公司(Circuit City)成为美国最大的电子产品零售商。

1998年公司进军美国东北部新英格兰市场，推出了“Concept IV”商铺，面积比“Concept III”商铺稍小，**选择按类别而不是品牌排列的开放式布局。**对比当时还局限于图书销售的亚马逊，百思买领先将重心转向高利润的高科技产品，采用大面积区域展示家庭影院系统和计算机软件等产品。

图表168：百思买概念门店

年份	店铺概念	特点
1983-1988	Concept I (概念 I) 超级市场	坐落于郊区，面积广阔 流量较高、毛利较低
1989-1994	Concept II (概念 II) 自主购物	明亮时尚，店内少推销， 库存直接放在销售区而非库房
1995-1997	Concept III (概念 III) 大卖场	拓展消费体验区 合理化库存
1998-	Concept IV (概念 IV) 开放式布局	按照品类排列 开放式布局

资料来源：百思买官网，方正证券研究所

新概念商铺的升级发展实质上为后来百思买线下商店重要的展厅模式打下基础，并将百思买引入了高速发展期。1999年，百思买正式成为标准普尔 500 指数的成分股之一。

第二阶段，持续发展期（2000-2009）：自建和并购双向扩张

2000年之前，百思买主要以自建门店扩张为主。在形成初步规模以后，以收购当地同类企业的方式进行国际化扩张。

（1）收购本土品牌进行国家扩张

2001年，百思买收购了加拿大最大的电子类消费品零售商 Future Shop，迈开其全球化战略的第一步，并采用双品牌战略进行复制性扩张——即在加拿大境内保留 Future Shop 品牌的同时，开设百思买品牌连锁店。通过和收购的本土品牌的磨合，百思买逐渐摸清当地市场的消费者需求、竞争格局、当地营销渠道等多方面内容，实现本土化经营。之后，百思买以同样的战略分别进军墨西哥，土耳其，欧洲和中国市场。

（2）并购聚焦于消费电子零售领域

百思买以技术领域为核心，实现消费类电子产业的横向扩张，围绕客户中心，完善技术服务，深入目标市场。

2002年，百思买完成对 Geek Squad 的收购。Geek Squad 原是美国明尼苏达州一家提供民用和商用电脑支持服务的公司，随着百思买业务的不断拓展，Geek Squad 的服务也不再局限于电脑支持。2007年，百思买整合了旗下的技术支持服务部门，Geek Squad 正式将 Magnolia 家庭影院和百思买移动（Best Buy Mobile）纳入旗下，在集中所有客户服务信息的同时保持各小组的独立运作，形成了百思买的“全方位服务”。如今，Geek Squad 代表了百思买集团的客户信息中心、服务中心、技术中心，是百思买最重要的部门之一。

百思买收购的其他企业包括音响、高端家具用品、住宅及商务系统整合、网络等许多领域。另外，百思买注重消费电子零售行业的聚焦性，斩去不合时宜的旁枝业务（如出售 Musicland），实现资金的集中化经营。而同时期的电器城（Circuit City）却对市场做出了错误判断，过分发展旁枝末节的业务，不仅分散了企业经营的重心，造成连锁零售业务份额下降，还掠夺了本该用在主业消费零售领域的资金，间接导致了电器城最后因为资金链断裂而倒闭。

（3）区别化开店，优化产品结构

百思买在这一阶段主要为复制型扩张，战略上强调因地制宜，在

不同时期，针对不同城市、不同地段、不同消费群体，采用区别化的连锁店模式。比如，在城市的远郊地区，由于租金便宜，百思买会铺设大型连锁店，面积甚至可以达到 1.5 万平方米；而在城市密度较高的地区比如城市中心区，则会铺设小型门店。同时，百思买根据客户资料对其商店进行细分，专注于特定的客户群而不是产品类别本身，会在铺设小型门店之前对店面周围的环境和消费人群进行考察，以确定卖场是以高科技产品还是家电产品或是电子娱乐产品为主。

此外，公司注重产品结构优化，并强化内部管理。为了进行业务的自我扩充和扩大市场份额，百思买创立了多个自主品牌，包括 Dynex、Init、Insignia、Rocketfish, Geek Squad, Platinum, Modal 等。这些品牌涉及了电脑、视听、娱乐等多个方面的整机和配件产品。2009 财年百思买自有产品销售业绩增长超过 40%。

图表169：百思买的自有品牌



资料来源：谷歌图片，方正证券研究所整理

第三阶段，改革调整期（2010 至今）

进入 21 世纪，以亚马逊、新蛋网为代表的电商进入消费电子产品和家电零售市场，对百思买等专业连锁市场形成挤压。同时，受次贷危机等事件影响，美国消费需求阶段遇冷，百思买门店销售收入受到严重影响。

2008 年后百思买同店出现负增长，2010-2013 年持续负增长，公司净利润增速放缓，2011 年和 2012 年公司扣非经营性净利润率开始出现较大幅度下降。

在 2010 年假期购物季到来之际，亚马逊发布了价格查询应用，这对购物者来说是一个福音，对百思买来说是一场灾难。同样的产品，亚马逊几乎总是有较低的价格、更好的库存管理和更快的送货速度，百思买遭到重创。

对此，百思买采取了一系列调整措施来走出困境。

12.2.2 百思买的涅槃之路

百思买的危机调整之路可总结为五大方面：

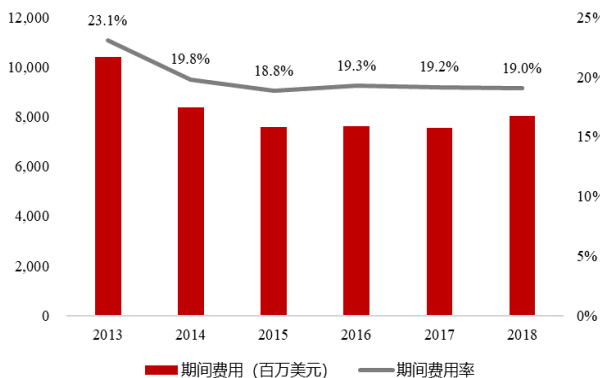
（1）精简管理人员，减少成本开支

2012 年 12 月，CEO 乔利力邀已经退休的 Williams-Sonoma 公司元老级人物莎伦·麦科勒姆(Sharon McCollam)出任财务总监和首席行政官。麦科勒姆严格执行财务预算，大刀阔斧地整顿了百思买的信息技术、供应链和物流部门，包括大幅裁减公务飞机，取消对赛车运动

的赞助，以及减少在超级碗上的广告投放，百思买的办公室里甚至找不到一台彩色打印机。公司的期间费用率从2013年的23.06%下降到2014年的19.79%，并在接下来几年均控制在19%左右。

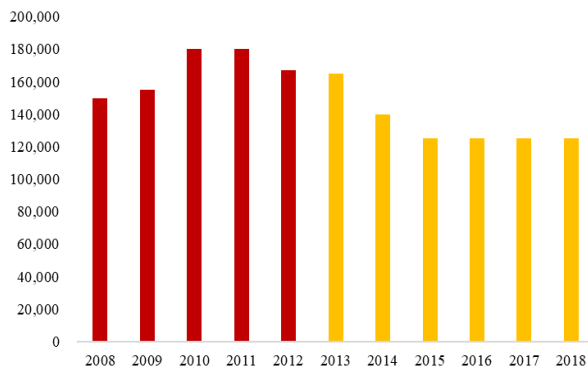
人事上，公司从管理层里削减了一些冗余的管理人员，精简了管理层级。公司的员工总数从黄金时期的18万人减少到约12.5万人，同时，员工们开始更关注每小时的营业额，极大的提高了工作效率。

图表170：期间费用率下降



资料来源：百思买年报，方正证券研究所

图表171：精简员工数量 (人)



资料来源：百思买年报，方正证券研究所

(2) 进行价格匹配，对标亚马逊

为了避免顾客从别处消费的展厅现象，百思买做出了最重大的决定，实行价格匹配战略，按照亚马逊的价格来定价。

百思买的策略是无论线上还是线下都提供低价保障：当消费者在其他实体店或电商网站发现更低价格时，可以“举报”给百思买客服，一旦核实，百思买就会调整自己的价格至最低；同时，消费者在百思买购物后的两周内，如果发现此商品价格下降，就可以直接来到实体店补回差价。通过这两个“低价策略”，消费者不必因为价格而转向其他竞争对手，有效的缓解了展厅现象——消费者仅仅到店了解、体验、挑选产品，然后再到更具价格优势的网上商城订购产品，甚至有效打击了形如亚马逊的电商企业，百思买在多个产品门类领域里收复了市场份额。

图表172：亚马逊、百思买产品价格对比

产品类别	品牌型号	亚马逊	百思买	对比
高压锅	Insignia™ - 6-Quart Multi-Function Pressure Cooker	\$63.52	\$49.99	百思买便宜 21.3%
智能电视	TCL 65R617 65-Inch 4K Ultra HD Roku Smart LED TV	\$849.5	\$799.99	百思买便宜 5.83%
平板电脑	Apple iPad Pro (12.9-inch, Wi-Fi, 256GB)	\$1149	\$1149.99	价格接近
一体机电脑	Dell Inspiron Premium Business 23.8" Full HD Touch Screen All In One (AIO) Computer	\$1049	\$1029.99	百思买便宜 1.81%
家庭影院	Yamaha YHT-4930UBL 5.1-Channel Home Theater in a Box System with Bluetooth	\$399.95	\$399.95	价格基本相等
CD 播放器	Onkyo - 6-Disc CD Player	\$179	\$179.99	价格接近

资料来源：亚马逊官网，百思买官网，方正证券研究所

(3) 店中店模式，形成一站式服务

尽管亚马逊等电商的规模效应带来了低成本扩张和精细化互联网优化技术上的优势，但是差异化体验是实体店在电商蚕食份额下存活的重要突破口。百思买有一点是亚马逊所不具备的——超过 1000 家大型商店。其管理层看到了将它们作为展厅的好处。

2012 年 11 月，百思买转变发展思路，推出了名为“Renew Blue”的转型战略，并做了一系列的调整，如裁减雇员、关闭亏损门店、缩小店面规模以及和三星、微软、苹果等诸多大品牌达成合作，实现“店中店”等一整套削减支出、增加利润的计划。

在产品结构上，公司提升高端产品占比，避免与亚马逊等电商巨头的直接竞争，比如扩大家电销售区域，缩小平板电脑、电脑、视频游戏、影音电子产品等低毛利率且线上渗透率较高的商品品类销售区域，开设折扣特卖区代替原来的乐器销售区域用于出售开箱退货、滞销和尾款产品，减少损耗和库存。

在商店布局上，百思买关闭了大型的 best buy 商店，由大店转向小店，增加用户体验。过去百思买的业态偏向于大店，现在开设更多的以 Best Buy Mobile 命名的小店。百思买传统门店大小基本都在 2800-4200 平方米之间，而这种小店的面积一般仅有 185 平方米，类似于便利店业态，产品出样比较少，但可作为线上购物体验的据点，同时也提供维修服务。为了方便取货和配送，这些小店一般靠近生活社区。

店中店模式实现了品牌和店铺的共赢。大品牌将百思买作为一个重要的渠道，增强自身品牌知名度，同时节省自身的开店成本。而百思买通过店铺的精细化管理吸引大品牌入驻，不仅缓解了百思买在一般管理费用上的压力，而且还巩固了其在电子产品领域里的规模最大的展厅地位，使其站稳高端产品销售市场。2011 年苹果入驻门店约为 740 家（百思买也是最早推出苹果专卖店的连锁店之一），2013 年三星入驻门店数量达到 1400 家，2014 年微软入驻门店 600 家，索尼入驻门店数量 350 家。这几家也连续几年成为百思买位列前五的供应商。

(4) 线上线下融合，调整物流及配送模式

在改变店铺模式的同时，百思买开启了线上线下结合的店配模式。百思买突破了传统零售商线下领导线上的管理模式，将线下门店销售部门合并到在线业务销售部门进行统一管理，实现线下业务和线上业务的高度相关：用线上来促进线下销售，用线下来服务线上需求。

① 加快线上建设，重塑用户体验

百思买的线上体验首先来自于其会员项目“我的百思买（My Best Buy）”，对于其 5000 万名会员，百思买通过邮件和移动体验来重塑其线上体验，其口号就是“更多奖励，更多独家，更多移动体验（More Reward, More Exclusives, and More Mobile）”。

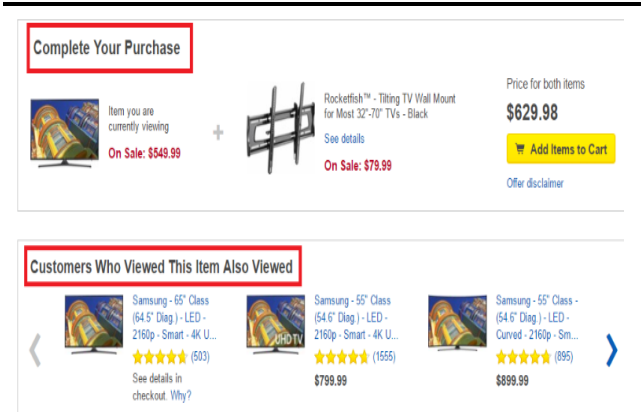
一方面，百思买在购物季中会对消费者发送感谢邮件，并在邮件中附赠一个移动端、PC 端的滑雪游戏的链接。通过这些，顾客不仅知道了自己目前的会员积分，也更了解了会员免费配送服务，为之后的“店配”奠定了基础；当顾客玩完游戏后，还可以将结果分享到社交网络上，间接为网站推广。

另一方面，2014 年，百思买建立了“雅典娜项目”大数据系统，根据个人浏览记录和购买记录对消费者进行个性化推荐，并提供实时热销商品和点击量最多商品的信息推送。这个项目主要针对于礼物赠送、节日活动（例如送礼）和刚刚搬家的顾客，并将东西二者由继续

深入。

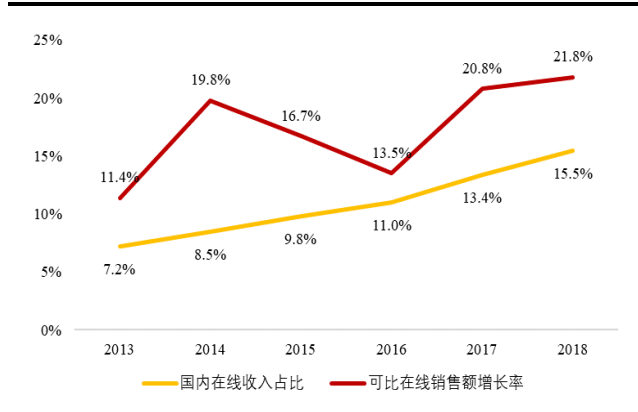
鉴于消费者通常使用多种设备登陆网站，百思买不仅提供 PC 端的用户体验，也完善了移动端的服务，顾客甚至可以通过短信来了解商品的特点和评价等信息。自 2013 年以来，百思买的在线收入所占的比例增加了一倍多，从美国销售总额的 7% 增加到 15% 以上，远远高于其他大型零售商。

图表173：百思买商品推荐



资料来源：百思买官网，方正证券研究所

图表174：百思买在线收入占比呈上升趋势



资料来源：百思买年报，方正证券研究所

②构建线下物流配送体系，提高配送时效

2013 年 8 月，百思买从塔吉特（Target）公司招聘了罗布·巴斯，帮助执行乔利的价格匹配战略。

Renew Blue 计划推出之前，百思买在全美的 23 个物流中心主要作用在为门店铺货，只有少数直接为网上订单服务。百思买线上与实体门店的库存系统相互分离，存货周转效率缓慢，线上订单配货效率大幅落后于亚马逊。相较亚马逊的 Prime 服务可以让顾客在最短 2 日内拿到商品的高时效性，实体配送效率远远落后于电商。百思买物流的劣势在于配送中心通常在周末或节假日不营业，仓库管理软件陈旧，至少有二十年的历史。

然而百思买的门店可以覆盖 70% 的美国居住地十五英里以内的地方，百思买决定采取鼓励顾客到店来取订单的方式，利用店铺作为店配中心，实现店配模式。2013 年百思买全面改革线上订单配送模式，推出“Ship-from-Store”，整合线上线下库存数据系统，同时将门店的位置安排在商城附近，消费者在网上订货后，可以根据商品的库存情况以及自己的需求偏好，选择三种配送方式：门店或仓库发货、到店提货以及仓库提货。在具体的配送上百思买也提供了多种选择，包括当日达、次日达、两日达、标准配送，区域覆盖需要考虑公司门店以及配送的范围。物流改革效果显著，2013 年 400 余家百思买实体店成为店配中心，2014 年底“店配中心”已经达到 1400 余家，占其店铺总数的 97%。

图表175：百思买物流配送中心概况

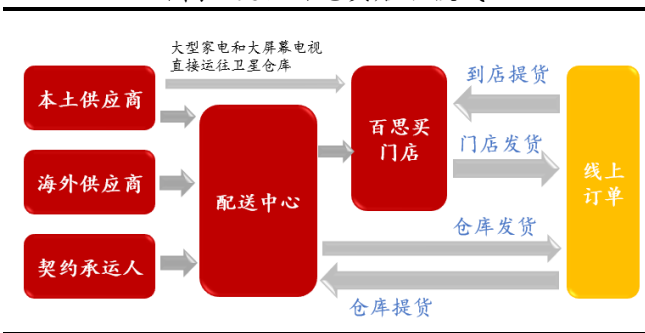
年份	分布州	个数	租赁面积(千平方英尺)	自有店铺面积(千平方英尺)
2009	17	22	7000	3182
2010	17	23	7170	3182
2011	17	24	7932	3182
2012	18	24	7427	3882
2013	17	23	7360	3183
2014	17	23	7480	3183
2015	17	23	7489	3168
2016	17	23	7489	3168

资料来源：百思买年报，方正证券研究所

这种店铺模式使得百思买的每一个实体店都可成为配送中心，线上用户订单依靠门店担当物流分销中心。与亚马逊纯电商平台相比，这种多元化的全渠道模式优势在于：

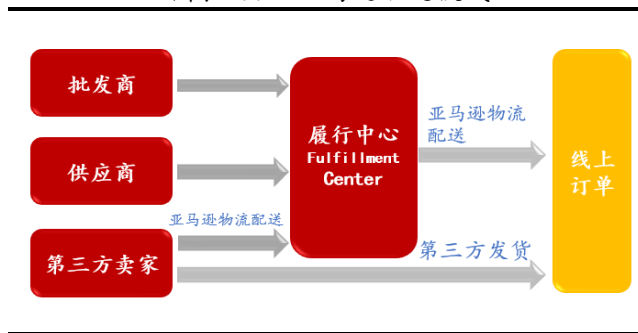
a) **节约物流成本，提升客户体验。**相较于亚马逊 Prime 会员费 99 美元/年且直接采用第三方物流配送的模式，直接到店取货可以节约消费者的物流支出；同时，多元配送模式给予消费者更多的选择空间，门店自取的方式大大节省了顾客等待的时间，也充分发挥了百思买的门店展厅优势。根据百思买自身统计，其 40% 的网络消费者都选择从网上下订单，然后到实体店取货，店配的销售额占整个在线销售额的一半以上。

图表176：百思买店配模式



资料来源：百思买年报，方正证券研究所

图表177：亚马逊配送模式

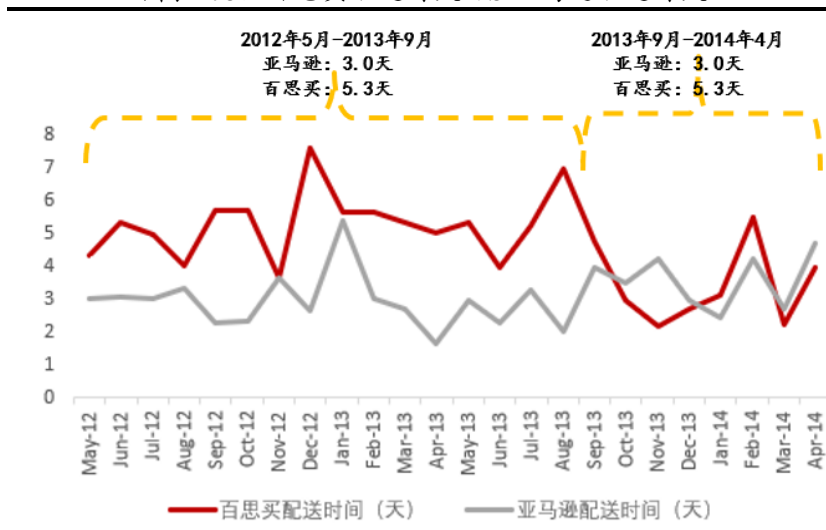


资料来源：百思买年报，方正证券研究所

b) **盘活线上线下库存，带来业务增长。**百思买 CEO 表示，“店配”解放出来的库存占到整个库存量的三分之二，且百思买在线业务的提升中有 29% 是“店配”带来的。

c) **提升物流效率，提高配送时效。**线下物流模式的改革使百思买的物流效率大幅提升，逐渐缩小和亚马逊之间的差距。从 2012 年 5 月到 2013 年 9 月，亚马逊的平均送货时间是 3 天，百思买为 5.3 天，而在 2013 年 10 月到 2014 年 4 月，百思买已经缩短到了 3.3 天。2016 年 4 月，百思买宣布将在几个城市提供免费的当天送达服务，并在过去的假日购物季中，将当天送达服务扩展到了 40 个城市。

图表178: 百思买配送时效 VS 亚马逊配送时效



资料来源: StellaService, 方正证券研究所

③引入运营商

由于百思买美国本土的计算和手机类产品占到了40%以上,百思买充分利用了移动端的建设来挖掘流量潜能。2014年百思买引入了Sprint和Verizon两家运营商;在第二季度,百思买又引入了T-Mobile,至此美国三大主流电信运营商已悉数入住百思买,百思买也成为美国首个“集齐”三大运营商的零售商。同时,百思买对用户界面进行了升级,在为消费者提供更多商品信息以供“研究”外,还提供实时的咨询服务。2015年百思买网站的总访问量在主要的电子消费网站中位列第四,其中手机端的访问量占到了总访问量的50%。

图表179: 5家零售商手机APP对比

网站	安装率	日活跃用户率	美国使用排名
Amazon.com	31.56%	5.14%	117
eBay.com	22.72%	10.39%	66
Walmart.com	5.81%	10.45%	80
BestBuy.com	1.26%	5.45%	643
Target.com	1.98%	4.67%	1062

资料来源: SimilarWeb, 方正证券研究所

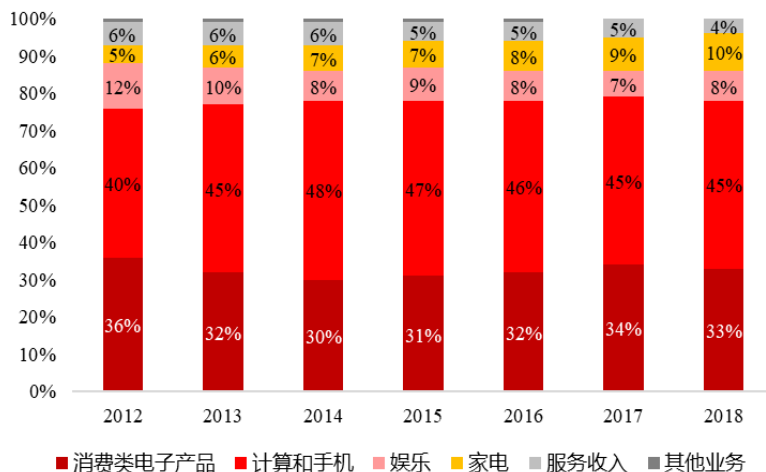
图表180: 2015年百思买手机端访问量占一半

网站	电脑访问量(万)	手机端访问量(万)	手机端访问量占比
Amazon.com	65850	63400	49%
eBay.com	45600	39700	47%
Walmart.com	12400	14550	54%
BestBuy.com	1540	1540	50%
Target.com	1320	1870	59%

资料来源: SimilarWeb, 方正证券研究所

同时,百思买巧妙的利用了自己的一站式服务,用高度标准化的手机等低毛利产品,为配套的服务和手机配件等高毛利产品引流。消费者除了购机、购卡以外,更会在店内购买手机配饰,而这类商品正是超高的毛利来源——百思买甚至和各类时尚设计师合作,推出了百思买的手机配饰自有品牌,进一步扩展了盈利点。

图表181：百思买计算和手机品类占比最高



资料来源：百思买年报，方正证券研究所

(5) 完善到家及售后服务

当亚马逊宣布开始提供免费的智能家居咨询和安装服务时，极大的冲击了百思买，百思买的股票下跌了6.3%。但对比亚马逊以电商为主的运营模式，一连串大型连锁商店成为百思买独到的服务优势。

之前，百思买想着让顾客进入百思买的商店和网站；未来，百思买将把商品送进顾客家里。百思买提供大量的家庭顾问。这些家庭顾问将会充当顾客的个人首席技术官，提供一系列把家变得智能或更实用的相关指导，包括 Geek Squad 部门的工作人员和其他零售人员。优质的售后服务保证了百思买的消费者粘性。

12.3 巴诺书店：积极调整，应对冲击

面对亚马逊线上图书对实体书店的冲击，B&N 书店做出了相应的调整 and 变化，其主要调整可总结为 4 个方面：

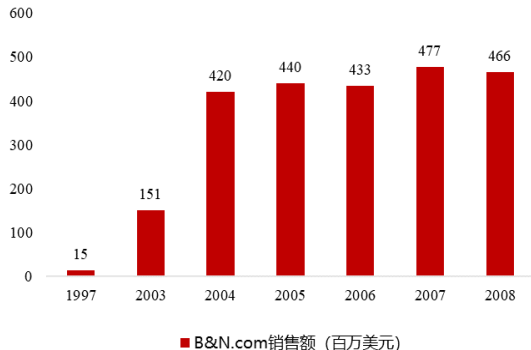
(1) 迅速推出线上业务，整合线上线下的图书业务。1996 年，时任 B&N 书店的 CEO 李吉奥从亚马逊等线上书店的发展中认识到了互联网渠道对图书市场的重要性。他专程来到西雅图同贝索斯会面，间接地表达了 B&N 希望收购亚马逊，在遭到贝索斯的婉拒之后，B&N 开始着手建立自己的网上书店，在 1997 年 5 月，B&N 正式上线了自己的图书网站 BarnesandNobles.com，并开始通过网络销售图书。B&N 希望利用自身图书品牌知名度和大量线下顾客来迅速打开线上图书市场，与亚马逊线上业务相抗衡，1997 年 B&N 网上书店的销售额达到了 0.15 亿美元。

在建立网上书店后，B&N 书店开始逐步将线上线下业务整合，实现图书仓储库存信息共享。2000 年 10 月，B&N 在所有线下实体书店都配备了网络服务台，让顾客在任何一家 B&N 实体书店可以通过互联网购买图书，包括一些目前书店里已经断货的图书。当顾客下单后，通过网络购买的图书会通过快递寄到当地 B&N 书店或者顾客住址，当顾客对所购买的图书不满意时，顾客也可以在任意一家线下实体书店进行退货。同年，B&N 书店又推出了 B&N 会员服务，顾客只要支付 25 美元的年费就可以得到 B&N 书店在现有折扣上的额外折扣（线上书店额外 5%，线下书店额外 10%），B&N 还给用户面上的

图书折扣的同时，也提升了 B&N 用户的忠诚度。

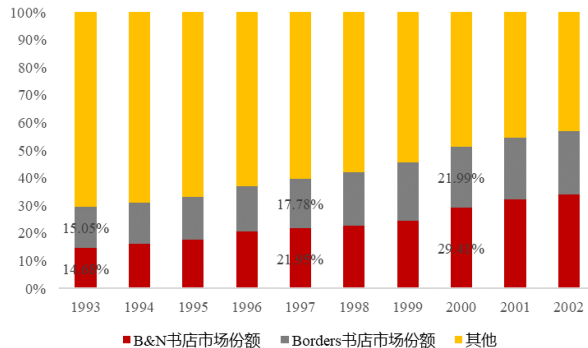
随着 B&N 对线上线下业务的整合，B&N 在线上书店高速发展的同时线下书店的市场份额也不断增长，市场份额从 1997 年的 21.95% 增长到 2000 年的 29.41%，远高于同期的 Borders 书店。

图表182: B&N.com 销售额



资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

图表183: B&N 线下书店的市场份额



资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

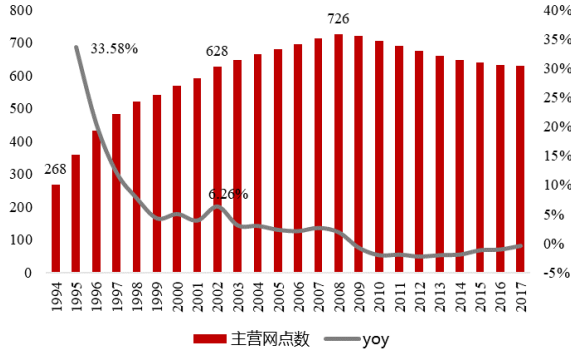
(2) 完善服务模式。2002 年，亚马逊和 B&N 书店对 3 到 7 天送达的运费标准是 3.95 美元，为了与亚马逊线上业务竞争，提高用户满意度，B&N 书店在维持相同运费的基础上，对部分地区提供了 24 小时内送达的服务。同时，由于网上退货步骤繁琐、速度慢，使得一些原本想要退货的顾客因此接受了不适合自己的图书，从而降低了顾客的在线购物体验，B&N 书店完善了其退货制度，允许客户将线上购买的图书在任意一家线下书店退货，B&N 的实体店退货政策为很多顾客提供了便利，省去了网上退货的繁琐，直接提高了顾客的购物体验，让更多顾客在购买图书时优先选择 B&N 书店。2004 年 B&N 开始在特定的书店提供 WiFi 网络，到 2006 年所有 B&N 书店都覆盖了 WiFi 网络。另外，B&N 也跟随亚马逊推出一些为用户提供便利的服务，比如仿照亚马逊在 B&N 网站上设置一键下单，后因专利侵权问题改为两键下单。这一系列的服务措施都为用户提供了便捷，提高了购物体验。

(3) 扩大经营业务范围。在亚马逊线上业务不断发展的同时，B&N 书店也在不断利用自身品牌来扩大经营范围。除了 1997 年 B&N 紧跟亚马逊推出 BarnesandNobles.com 线上书店外，1999 年 B&N 书店以 1.6 亿美元收购 GameStop，将品类扩展至消费电子产品、电子游戏等方面，2003 年 B&N 收购 Sterling 出版商，主要发行出版一些经济实惠的图书，2008 年 B&N 在一些校园开设大学书店，主要服务群体为在校师生，为在校师生提供教材和服务。在 2007 年亚马逊推出 Kindle 电子书之后，B&N 也在 2010 年推出自己的电子阅读器 Nook，与亚马逊在电子图书市场进行竞争。

(4) 减缓线下书店扩张速度，针对不同群体建立专业书店。B&N 对书店的定位不仅仅是顾客购买图书的商场，更是让顾客阅读、休闲、放松的社区店。B&N 书店总是在社区集中地建立线下实体书店，并设有咖啡厅、杂志新闻、儿童区等休闲区域。面对亚马逊线上业务的快速发展，以及整体线下图书业务的增速放缓，B&N 书店减缓了线下实体店的扩张速度，增速从 1995 年的 33.58% 下降到 2002 年 6.26%。在逐步关闭一些表现不佳的实体书店的同时，B&N 也在图书购买量

较大的地区开设一些小型的 B&N 书店，并有针对性的推出一些专业书店，比如为在校师生提供教材的 B&N 大学书店，截止到 2018 年末 B&N 已经在 760 个校园建立 B&N 大学书店，服务于超过 6 百万的学生和教师。

图表184: B&N 书店线下主营网点数量



资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

图表185: B&N 大学书店的分布 (截止 2018 年末)



资料来源: B&N 财报, 方正证券研究所

13 2001 年遇到的危机与转折

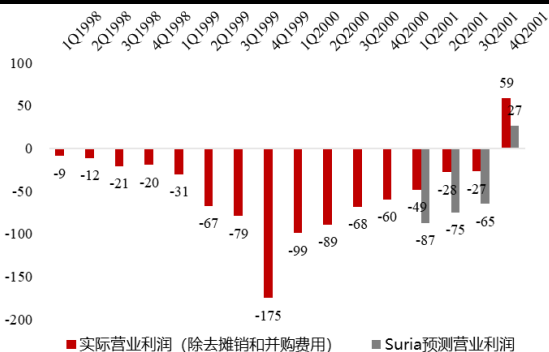
13.1 分析师预测的对与错

由于 2000 年互联网泡沫破裂和股市下跌，加上 98、99 年的巨额并购不及预期。同时，亚马逊在 1999 年开始销售电子、工具、厨房用品和玩具等一系列新品类，2000 年新品类的营业利润为-2.7 亿美元。

综合这些因素的影响，2001 年 Suria 预测亚马逊的营业利润（除去摊销和并购费用）在 2001 年 4 个季度将分别达到-0.87 亿、-0.75 亿、-0.65 亿、0.27 亿美元。但是亚马逊实际营业利润则高于 Suria 的预测。在 2001 年 4 个季度亚马逊实际营业利润（除去摊销和并购费用）分别达到了-0.49 亿、-0.28 亿、-0.27 亿、0.59 亿美元。

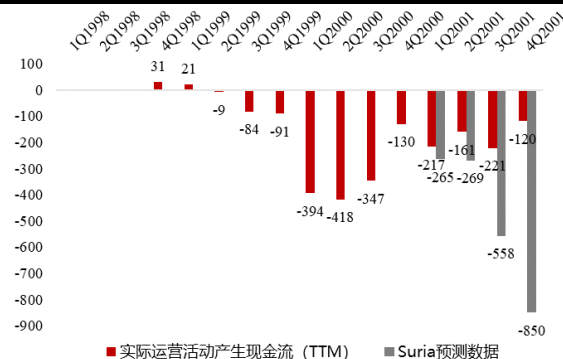
Suria 预测亚马逊营业利润和净利润会在 2001 年巨额亏损，加上 Suria 同时预测 2001 年亚马逊经营活动产生的现金流将持续流出，其预测亚马逊经营活动产生的现金流净额（TTM）为-2.65 亿、-2.69 亿、-5.58 亿、-8.5 亿美元。但是实际亚马逊经营活动产生的现金流净额（TTM）为-2.17 亿、-1.61 亿、-2.21 亿、-1.2 亿美元，显著好于 Suria 的预测。

图表 186: 亚马逊营业利润（除去摊销和并购费用）



资料来源: Suria 研报《Revisiting Amazon's Liquidity Issues》, 公司财报, 方正证券研究所

图表 187: 经营活动产生的现金流（百万美元）

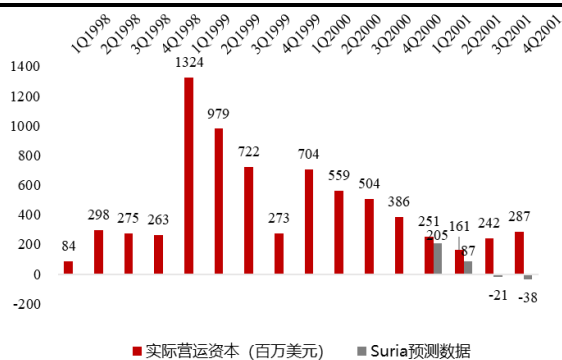


资料来源: Suria 研报《Revisiting Amazon's Liquidity Issues》, 公司财报, 方正证券研究所

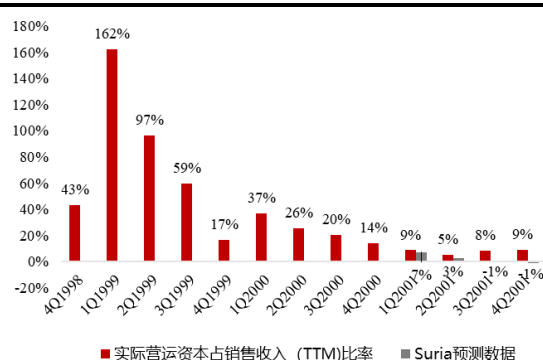
营运资本反映了亚马逊能迅速转换为现金的资产的能力，营运资本是由流动资产减去流动负债。由于亚马逊在 1999 和 2000 年通过债权融资分别筹集 12.5 亿和 6.9 亿美元，因此 1999Q1 和 2000Q1 的营运资本都有显著增长。在 2001 年互联网泡沫破裂后市场持续低迷的情况下，Suria 认为亚马逊不可能再通过债权融资来筹集资金，因此预测 2001 年亚马逊的营运资本将持续降低，并从 2001Q3 开始营运资本由正转负。但实际上亚马逊的营运资本从 2001Q3 开始止跌回升，截止到 2001 年底亚马逊的营运资本为 2.87 亿美元，远远高于 Suria 预测的-0.38 亿美元。

营运资本占销售收入的比率反映出亚马逊每单位销售额所对应的营运资本，该值越高则表明经营越稳定。亚马逊的实际营运资本占销售收入的比率从 2001Q3 开始增长，到 2001 年底为 9%，高于 Ravi Suria 预测的-1%。

图表188: 亚马逊营运资本



图表189: 亚马逊营运资本占销售收入比率

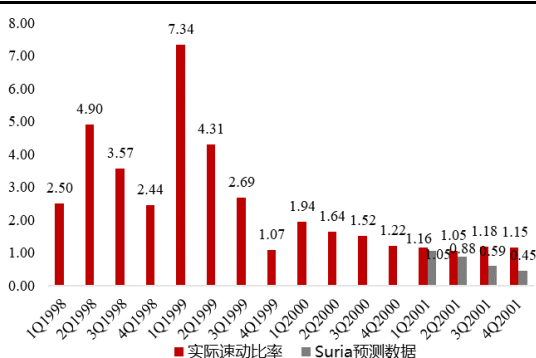


资料来源: Suria 研报, Revisiting Amazon's Liquidity Issues, 公司财报, 方正证券研究所 Issues, 公司财报, 方正证券研究所

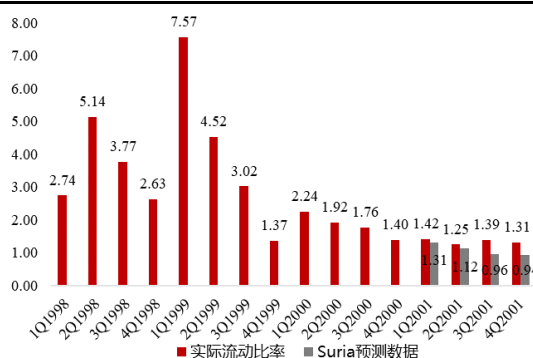
资料来源: Suria 研报, Revisiting Amazon's Liquidity Issues, 公司财报, 方正证券研究所 Issues, 公司财报, 方正证券研究所

流动比率和速动比率反映出亚马逊的短期偿债能力。Suria 预测 2001 年亚马逊的流动比率和速动比率将继续降低, 到 2001 年底分别为 0.94 和 0.45。但是实际亚马逊在 2001 年的流动比率和速动比率则都保持在 1 以上, 到 2001 年底分别为 1.31 和 1.15。

图表190: 实际速动比率和 Suria 预测比较



图表191: 实际流动比率和 Suria 预测比较

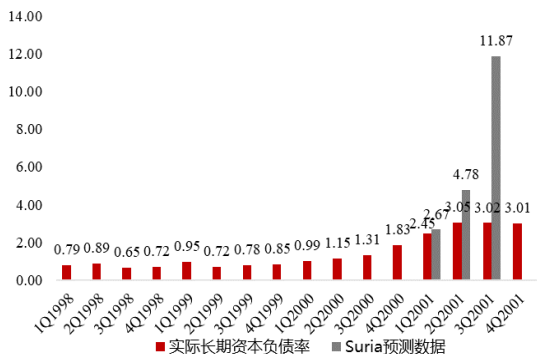


资料来源: Suria 研报, Revisiting Amazon's Liquidity Issues, 公司财报, 方正证券研究所 Issues, 公司财报, 方正证券研究所

资料来源: Suria 研报, Revisiting Amazon's Liquidity Issues, 公司财报, 方正证券研究所 Issues, 公司财报, 方正证券研究所

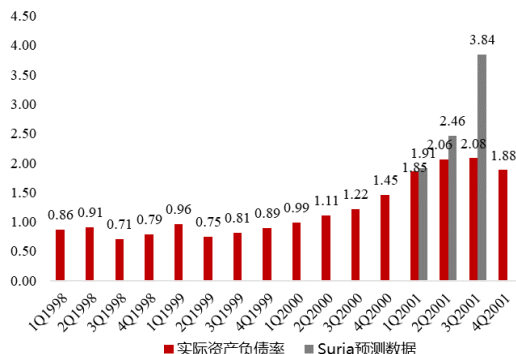
在分析亚马逊杠杆率的时候, Suria 用了长期资本负债率(长期债务/(长期债务+所有者权益))和资产负债率两个指标来衡量。Suria 预测 2001 年亚马逊的长期资本负债率和资产负债率将持续上升, 到 2001Q3 分别为 11.87 和 3.84。但是实际亚马逊的长期资本负债率和资产负债率在 2001 年保持稳定, 并在 2001Q3 以后有一定的下降, 到 2001 年底分别为 3.01 和 1.88。

图表192: 亚马逊长期资本负债率



资料来源: Suria 研报, *Revisiting Amazon's Liquidity Issues*, 公司财报, 方正证券研究所

图表193: 亚马逊的资产负债率



资料来源: Suria 研报, *Revisiting Amazon's Liquidity Issues*, 公司财报, 方正证券研究所

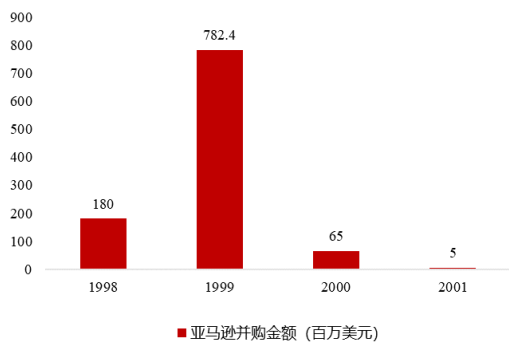
13.2 亚马逊实际数据与 Suria 预测不符的原因分析

13.2.1 亚马逊转变扩张优先战略

1999 年亚马逊利用发行债券共融资 12.5 亿美元,并将其中约 7.82 亿的资金用于并购不同类型的公司,亚马逊希望通过收购这些企业来帮助亚马逊拓展自身品类和提高顾客购物体验。但这些收购使得亚马逊在短期内的成本大幅上升,且新收购的企业在短时间内不能为亚马逊创造利润。

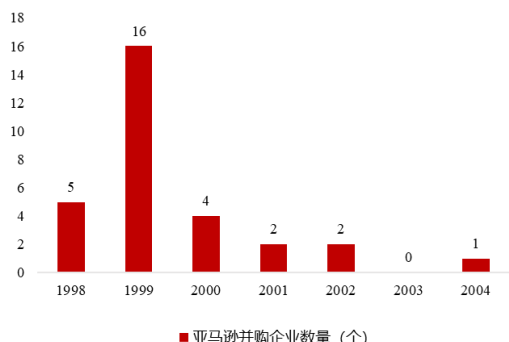
在 2000 年自身经营亏损严重、互联网泡沫破裂、股价下跌的影响下,亚马逊将扩张优先的战略转变为规范仓库管理,减缓新品类的上线速度。同时亚马逊减少企业的并购数量和金额,并购数量从 1999 年的并购 16 家企业下降到 2001 年的 2 家,并购金额从 7.82 亿美元下降到 500 万美元,亚马逊将主要精力致力于完善自身业务结构和提升自身经营效率上。

图表194: 亚马逊并购金额



资料来源: CrunchBase, 方正证券研究所

图表195: 亚马逊并购企业数量



资料来源: CrunchBase, 方正证券研究所

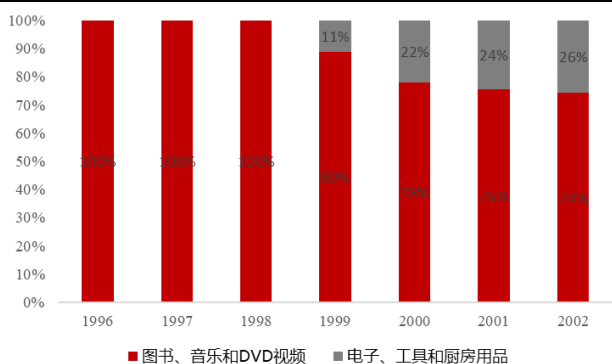
13.2.2 新品类快速增长

1999 年亚马逊扩大了自身类别的线上销售,在销售图书、音乐和 DVD 视频的同时,开始销售电子、工具、厨房用品和玩具等一系列新品类。由于刚开展新业务,亚马逊的议价能力弱,进货成本相对较高,同时为了保证销量亚马逊也提供了有竞争力的价格,因此 1999

年亚马逊电子、工具、厨房用品和玩具等一系列新业务销售额虽然为1.64亿美元,但是有些品类例如玩具因为库存积压问题而损失了3900万美元,新业务整体毛利为-800万美元,营业利润为-2.42亿美元。1999年亚马逊总营业利润为-2.73亿美元,销售额为14.72亿美元,电子、工具、厨房用品和玩具等一系列新业务的营收占比仅为11.14%,但营业利润中的亏损有88.64%来自新业务。

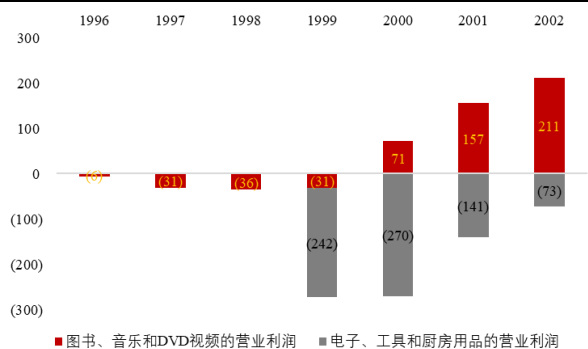
随着亚马逊新品类业务的不断发展和成熟,新品类议价和定价能力都得到了一定程度的提高,新品类的营业利润从1999年的亏损2.42亿美元缩减到2001年的亏损1.41亿美元。同时亚马逊图书、音乐和DVD视频等原有品类的营业利润也有所增加,使得亚马逊总营业利润在2001年达到了0.16亿美元,比2000的营业利润增长了2.14亿美元。

图表196: 亚马逊品类销售额占比



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表197: 亚马逊品类营业利润 (百万美元)

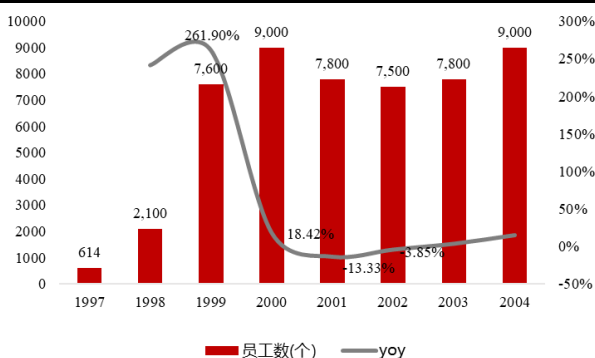


资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

13.2.3 缩减开支

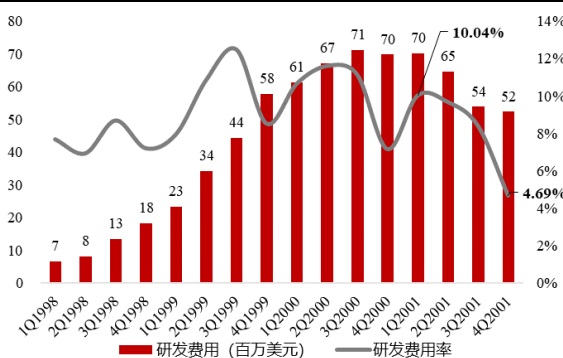
为了应对危机,从2001年开始大幅压缩自身运营支出。亚马逊员工、管理费用、仓储物流和销售费用、技术和内容费用都进行了相应的裁减。

图表198: 2001年亚马逊缩减员工数量



资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

图表199: 2001年亚马逊压缩研发费用

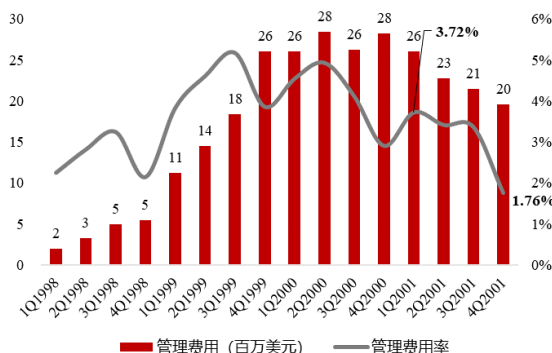


资料来源: 公司财报, 方正证券研究所

亚马逊员工的数量从2000年的9000人减少到2001年的7800人,下降13.33%。同时从2001Q1到2001Q4,管理费用从0.26亿美元下降到0.2亿美元,管理费用率从3.72%下降到1.76%。亚马逊仓储物流和销售费用也相应的进行了缩减,仓储物流和销售费用率从2001Q1的10.26%下降到2001Q4的10.87%。亚马逊一直致力提高用户购物体验

物体验，因此在研发支出方面投入很大，但这段时间亚马逊也缩减了研发支出，研发支出费用从 2001Q1 的 0.7 亿美元下降到 2001Q4 的 0.52 亿美元，占营收比从 10.04% 下降到 4.69%。

图表200：2001年亚马逊缩减管理费用



图表201：2001年仓储物流和销售费用率下降



资料来源：公司财报，方正证券研究所

资料来源：公司财报，方正证券研究所

13.2.4 保持稳定的现金流

稳定的现金流是公司跨过行业低谷的保障。1999 到 2001 年亚马逊的现金和有价证券一直保持在 6 亿美元以上，稳定的现金流使得亚马逊在严重经营亏损的情况下销售额依然快速增长

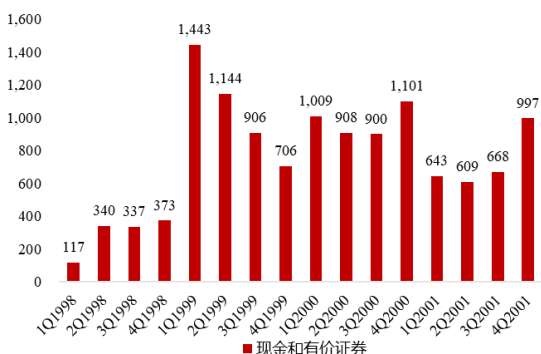
亚马逊保持稳定现金流的原因：

1、亚马逊在 1999 和 2000 年通过发行可转换债券分别筹集了 12.5 亿和 6.9 亿美元的现金。这两笔资金有效保证了亚马逊的整体现金流。

2、2001 年由于缩减自身各项开支，同时商品定价和议价能力提高，亚马逊的营业利润开始提升，从 2000Q4 的亏损 3.22 亿美元增长到 2001Q4 的盈利 0.15 亿美元。

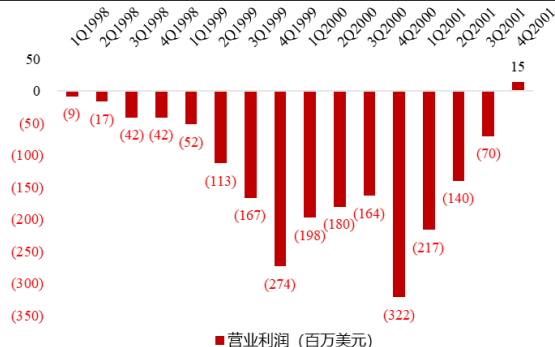
3、亚马逊在 2000 年转变了扩张优先的战略，减少了并购企业的数量和金额，减缓新品类的上线速度。使得投资活动产生的现金流流失减少，总现金流增加。

图表202：亚马逊的现金和有价证券



资料来源：公司财报，方正证券研究所

图表203：亚马逊的营业利润 (百万美元)



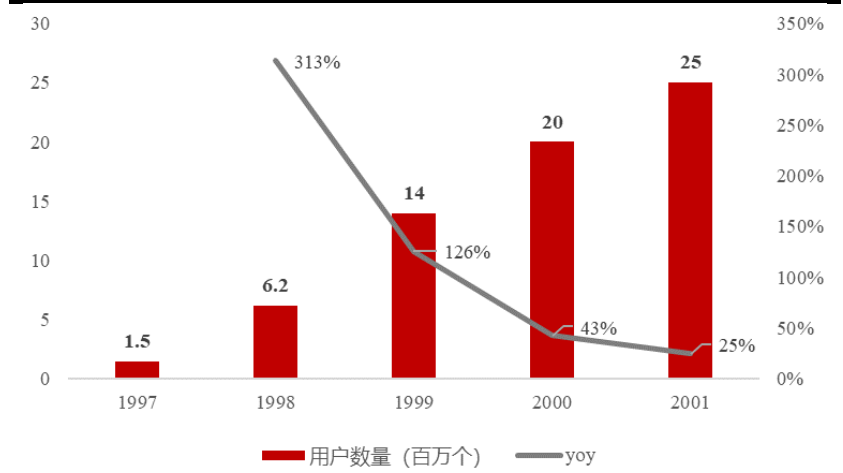
资料来源：公司财报，方正证券研究所

13.2.5 用户数量稳定增长

稳定的现金支持，保证了业务的平稳增长，用户数量从 1999 年的 1400 万增长到 2001 年的 2500 万用户，年复合增长率为 33.63%，

亚马逊用户数量保持稳定增长也让亚马逊在各种内外部负面因素的影响下销售额继续快速增长。

图表204：1997-2001年亚马逊用户数量保持稳定增长



资料来源：公司财报，方正证券研究所

13.2.6 关键时刻的危机公关能确保各方对公司的信心

Suria 分别在 2000 年 6 月和 2001 年 2 月写了 2 篇报告,认为亚马逊未来可能存在债务危机,未来现金流将不足以支付其负债。Suria 对亚马逊的看空预测还是引发了投资者的恐慌,许多投资者开始抛售亚马逊的股票,一时间亚马逊股价下跌了约 20%。面对突如其来的危机,亚马逊迅速应对。

为保证投资者和供货商的信心,维护亚马逊的声誉和形象,一方面亚马逊不断与供货商接触,展示其良好的财务状况。另一方面贝索斯开始频繁接受记者采访,自信坚称 Suria 的分析预测是错误的,亚马逊当前的经营财务运营状况都非常良好。

亚马逊凭借对危机的快速调整和应对,让亚马逊迅速从市场恐慌中挣脱出来,让投资者、供货商、顾客没有因为 Suria 的看空报告而对亚马逊产生信任危机和过度的恐慌。有效及时的危机公关能避免一篇看空报告的蝴蝶效应,一定程度也帮助公司度过了难关。

14 亚马逊：从优秀到卓越

《从优秀到卓越》是美国管理学大师吉姆·柯林斯继《基业长青》后的又一力作，它描绘了优秀公司实现向卓越公司跨越的宏伟蓝图。从第 5 级经理人、先人后事、直面残酷的现实、刺猬理念、训练有素的文化、技术加速器等维度来描述卓越公司的共性，我们从亚马逊的分析中看到亚马逊是完全符合卓越公司的这些特点。

2001 年亚马逊邀请了柯林斯给公司高管分享《从优秀到卓越》的研究内容，从而制定了公司自己的飞轮战略。

14.1 第 5 级经理人

第 5 级经理人是指将个人的谦逊品质和职业化的坚定意志相结合，建立持续的卓越业绩。贝索斯完美展现了第 5 级经理人的特点。

(1) 严谨且自律。在创办亚马逊之前，贝索斯在华尔街对冲基金萧氏工作，是该公司最年轻的副总裁之一。他经常随身携带笔记本，时刻记下新的想法，当有新的方案呈现的时候，会立刻抛弃旧观点。

(2) 做事认真分析、具有远见。当贝索斯推断出网络运行速度在 1993 年上升了 2300% 之后，他认为当时组建“万货商店”不太务实，因此他列了 20 个品类，最后选择了书这个品类作为切入点，后毅然放弃了华尔街高薪工作投身到互联网浪潮中。

(3) 效率优先。贝索斯的开会奉行“两个披萨原则”，即参加他会议的人数，绝对不能超过两个披萨能管够的人数。同时，他要求员工给他的提案必需控制在 6 页纸以内，且不能使用幻灯片。

14.2 先人后事

先人后事是指“让合适的人上车，组建卓越的管理团队。一旦有了合适的人选，自然能找到通向卓越的最佳途径”。

(1) 贝索斯一直认为雇佣最优秀和最聪明的员工是公司走向成功的保证。他亲自面试所有有潜力的应聘者，同时也会问一些奇怪的问题来让应聘者展示其创新能力以及找寻解决问题的最佳方案。

(2) 任人唯贤，即使合伙人也不例外。谢尔·卡芬 (Shel Kaphan) 是亚马逊初期的技术主管，由贝索斯之前在萧氏的老板戴维·萧推荐的。卡芬在加州大学获得数学学士学位，曾先后在 Lucid 公司、Frox 公司和 Kaleida 实验室工作，从事的工作从人工智能软件的编程到家庭影音娱乐系统的研发。而当时卡芬则在全球概览公司的运输部工作，这是一个自动借书的图书馆，他每天负责收银、订阅，还为顾客的货物进行包装以及产品目录分发。卡芬在亚马逊的初期起到了至关重要的作用，但在亚马逊上市后随着零售品类的不断扩张，以及卡芬内向的性格和领导才能的缺乏，因此贝索斯决定去找寻新的首席信息官，最后把曾任职于沃尔玛信息系统部的瑞克·达尔泽尔 (Rick Dalzell) 收归麾下。

14.3 直面残酷的现实

亚马逊在 1999 年疯狂扩张中收购的标的大部分整合不及预期，再加上 2000-2001 年的互联网泡沫破灭，以及 Suria 的看空报告引起

投资者以及供货商的恐慌，亚马逊遭遇了前所未有的危机，贝索斯进行了大刀阔斧的改革，把公司的战略从“扩张优先”变成“规范仓库管理”，员工数量不再像之前一样疯狂增长（1998 年仅 2100 人，2000 年达到 9000 人），新品类的上线速度也变慢了，同时也从债券市场进行融资来应付对供应商的欠款。

14.4 刺猬理念——“以客户服务为中心”

刺猬理念是指刺猬把复杂的世界简化成单个有组织的观点，一条基本原则或一个基本理念，发挥统帅和指导作用。不管世界多么复杂，刺猬都会把所有的挑战和进退维谷的局面压缩为简单的“刺猬理念”。

亚马逊是典型的刺猬理念践行者，贝索斯从成立之初就一直保持着“以客户服务为中心”的理念。

(1) 一键下单。1997 年，贝索斯提出了一键下单的想法，即让顾客在网上尽可能轻松的购物，后来华盛顿大学计算机系的毕业生哈特曼设计了一个系统，可以预先把顾客的信用卡信息以及收货地点输进去，当顾客订货时只需敲一下按键即可。

(2) 客服的及时性。2000 年，贝索斯要求客服部的主管普莱斯降低两个指标：一是平均谈话时间；二是每一笔订单与顾客的接触频次。贝索斯希望顾客所有的问题都能通过自助服务来解决。在当年的圣诞节期间，贝索斯亲自拨通亚马逊的客服电话，结果等待的时间近 5 分钟，远远超过普莱斯所说的 1 分钟以内，普莱斯受到了严厉的斥责并于 10 个月后离开了公司。

(3) Similarities 推荐。1996 年，贝索斯建议个性化定制团队开发一款程序，可以凭借顾客购买的书籍来对其进行书单推荐，这个项目就是“Similarities”，为顾客带来了极大的便利性，同时也促使了亚马逊销售额的暴涨。

(4) 全网比价。1998 年亚马逊斥资 1.7 亿美元收购了第一家比较购物网站 Junglee，Junglee 在各网络零售商那里收集信息，可以让顾客轻松比较一些产品的价格。贝索斯把 Junglee 公司的榜单放到亚马逊网站上，当亚马逊没有某些商品的库存时，顾客也可以搜索到该产品的信息。

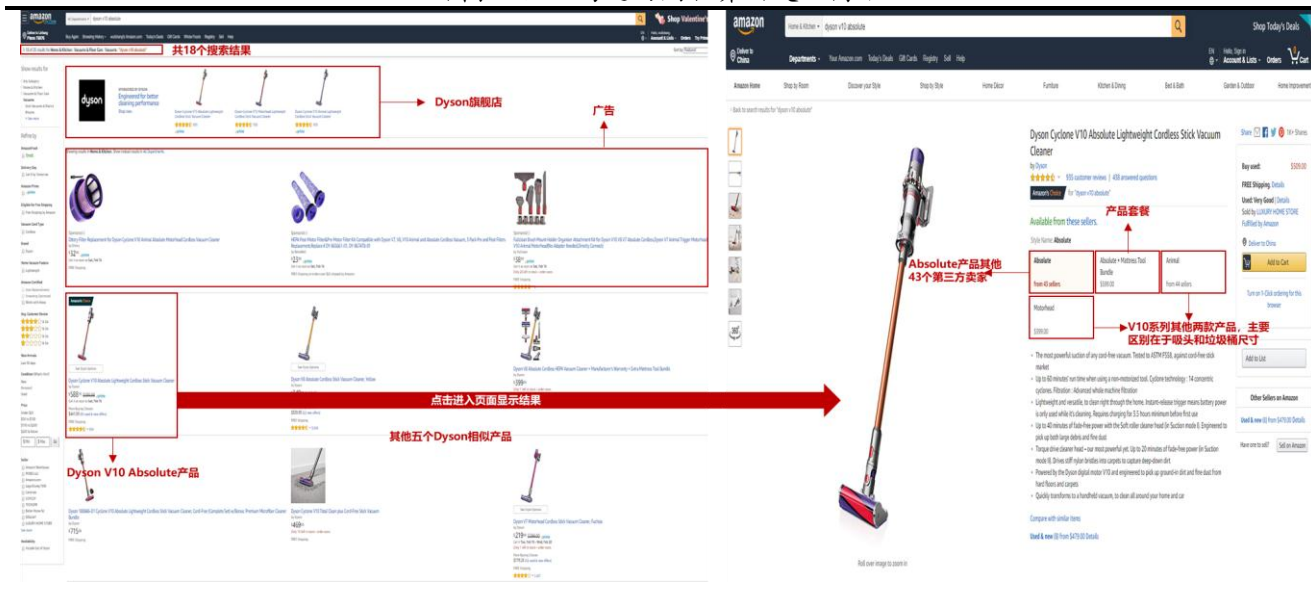
(5) 更简洁的展示页面。

亚马逊和天猫、京东等国内电商在实际的购物体验上也有一些区别。通过分别在亚马逊和天猫、京东的网站上搜索和浏览同一款吸尘器产品 Dyson V10 absolute，来分析和说明亚马逊和国内电商的具体不同点。

① 亚马逊网站产品重合度较低

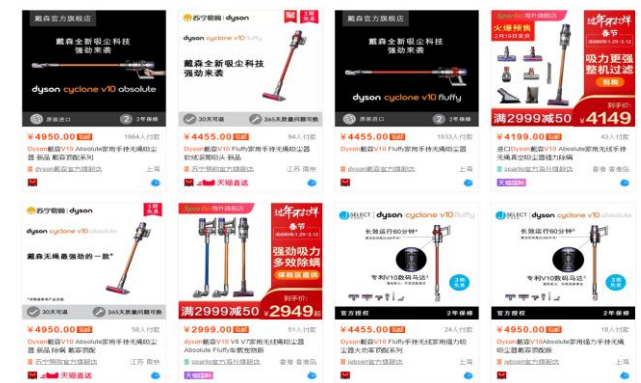
比较亚马逊和天猫、京东网站的 Dyson V10 absolute 吸尘器，可以发现这些网站的搜索结果中，亚马逊网站上完全相同型号的 V10 吸尘器比较少。反观天猫、京东的搜索结果，有许多不同卖家在国内电商平台上出售完全相同的 V10 吸尘器产品，产品重合度相对较高。

图表 1: 亚马逊的购物界面更加简洁



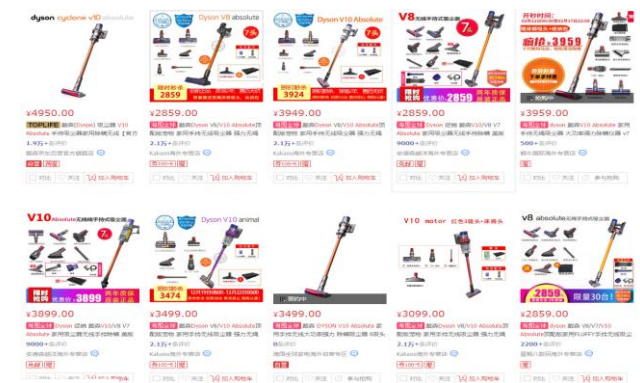
资料来源: 亚马逊官网, 方正证券研究所

图表 205: 天猫对 V10 absolute 的搜索结果



资料来源: 天猫官网, 方正证券研究所

图表 206: 京东对 V10 absolute 的搜索结果



资料来源: 京东官网, 方正证券研究所

②国内电商对产品的介绍和对比更为详尽

亚马逊网站的产品展示相对简单, 通常只有 1 到 2 页。只是简单说明一下产品规格数据以及同类产品之间的数据比较。而国内电商则大不相同, 除了产品的规格数据以及同类产品比较, 天猫、京东等国内电商对商品有着更为直观详细的介绍和描述, 让顾客可以更深入的了解商品。

在对比亚马逊和京东中 Dyson V10 absolute 产品页面, 京东通过许多的图片包括动态图直观的呈现 V10 absolute 的功能特点以及说明商品包装内附的 12 件产品, 让顾客收到货后可以从中进行对比有没有遗漏, 而亚马逊则内容明显较少, 仅有 6 张简单的图片对其进行描述。

同时, 在两个网站的 V10 产品页面都对同类型产品进行了比较。亚马逊网站上只是简单对比了 V10 型号中三款吸尘器包括 Motorhead、Animal 和 Absolute, 京东则更全面的通过在标准模式下的运行时间、强效模式下的最大吸力、地面清洁面积、吸头数量、清洁模式和充满电时间等比较了 Dyson 中从 V7 到 V10 的所有吸尘器。

图表207: 京东 V10 页面中的产品比较

寻找适合的戴森无线吸尘器

	V7 Pro	V7 Fluffy	V8 Fluffy	V8 Absolute	Cyclone V10 Fluffy	Cyclone V10 Absolute
地板吸头	直立式吸头	软绒滚刷吸头	软绒滚刷吸头	软绒滚刷吸头	软绒滚刷吸头	软绒滚刷吸头
运行时间 (标准模式)	30 分钟 ¹⁾	30 分钟 ¹⁾	40 分钟 ¹⁾	40 分钟 ¹⁾	60 分钟 ²⁾	60 分钟 ²⁾
电机功率 (强吸模式)	100 AW	100 AW	115 AW	115 AW	130 AW	130 AW

资料来源: 京东官网, 方正证券研究所

图表208: 亚马逊 V10 页面中的产品比较

Compare Dyson Cyclone V10 Vacuums

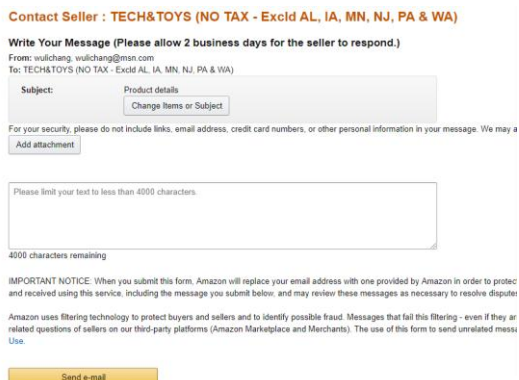
Cyclone V10 Motorhead	Cyclone V10 Animal	Cyclone V10 Absolute
Run Time Up to 60 minutes ¹⁾ run time when using a non-motorized tool	Run Time Up to 60 minutes ¹⁾ run time when using a non-motorized tool	Run Time Up to 60 minutes ¹⁾ run time when using a non-motorized tool
Motor Technology V10 digital motor	Motor Technology V10 digital motor	Motor Technology V10 digital motor
Cleaner Head Direct drive cleaner head	Cleaner Head Tangle-free cleaner head	Cleaner Head Tangle-free cleaner head, Soft roller cleaner head
Tools Included Combination tool, crevice tool	Tools Included Combination tool, crevice tool, mini soft dusting brush, mini-motorized tool	Tools Included Combination tool, crevice tool, mini soft dusting brush, mini-motorized tool
Bin Size 54 Liters	Bin Size 77 Liters	Bin Size 77 Liters

资料来源: 亚马逊官网, 方正证券研究所

③国内电商与卖家沟通交流更为方便

在亚马逊网站购物时, 如果买家对产品有任何的问题, 买家必须通过亚马逊向卖家发送邮件。而卖家通常会在 2 个工作日内进行回复, 时效性相对较低, 卖家不能及时解答买家的问题。而在天猫、京东等国内电商购物时, 买家可以第一时间联系卖家客服来解决购物过程中产生疑问。以天猫为例, 买家可以通过旺旺软件对购物过程中的任何疑问向卖家寻求帮助, 卖家也会在第一时间进行答复。在与卖家沟通方面, 国内电商的购物体验远高于亚马逊。

图表209: 买家与亚马逊卖家沟通方式



资料来源: 亚马逊官网, 方正证券研究所

图表210: 买家与天猫卖家沟通方式



资料来源: 天猫官网, 方正证券研究所

14.5 技术加速器

对于任何技术, 最关键的问题是这种技术是否直接服务于该公司的刺猬理念, 如果答案是肯定的, 那么需要率先使用这种技术。如果答案是否定的, 则可以完全不采用这种技术。一个卓越的企业应该把技术视为飞轮的推动力, 而非创造者。

(1)、2007 年推出 Kindle。其实在 1997 年 Martin Eberhard 和 Marc Tarpenning 创办的 NuvoMedia 公司就开发出世界上第一台便捷式电子阅读器——Rocket e-Book, 并于 1997 年末带着 Rocket e-Book 的原型机来到西雅图与贝索斯进行了三周的谈判, 虽然贝索斯对该电子阅读器表现出极高的兴趣, 但由于当时的电子书各项技术都远未成熟, 且亚马逊的飞轮还未成形, 最终未谈判成功。2004 年, 亚马逊在线上图书市场已经占据绝对的领先, 当年成立了 126 实验室, 并把

Kindle 的研发作为其头号工程，Kindle 在此时不但可以为亚马逊的线上用户提供更加便捷的服务，也可以当做其自有品牌带来更高的毛利，从而加速飞轮的运转，最终于 2007 年亚马逊推出了自身的电子阅读器 Kindle。

(2) 2006 年推出 AWS。随着亚马逊自营以及第三方平台上的商家快速增长，亚马逊看到了可以为商家提供云计算服务这块市场，商家可以按照自身的需求购买云计算的服务。虽然云计算在建立前期基础设施的投入相对较大，且对技术研发投入也有较高的要求，但这有利于亚马逊吸引更多的商家，进而为消费者提供更多的服务，从而促进飞轮的转动。

15 总结：伟大的企业需要时间的沉淀

从亚马逊的发展历史来看，伟大的公司都不是一蹴而就的，亚马逊成立初期刚好赶上互联网泡沫膨胀时期，亚马逊的市值在 1999 年 12 月 9 日达到 555 亿美元，贝索斯的个人身价亦接近 200 亿美元，似乎有一种互联网只需讲故事即可充分得到资本市场的高估值的错觉，因此亚马逊在 98 和 99 年进行大规模的收购，但由于电商基础设施以及消费者培养还未成熟，致使公司遭遇了严重的财务危机，之后公司所有的并购以及业务拓展都始终围绕着“以客户服务为中心”这一刺猬理念展开，不断加大飞轮的初始动量，最终成为一个卓越的企业。

亚马逊的商业史给我们哪些启示，又该如何看待中国的零售巨头们？我们试图给出以下一些总结：

(1) 阿里的淘宝、天猫战略很好的抓住了中国不同层级用户的需求，GMV 做到行业第一之后，支付、云的发展也成了顺水推舟的事情。

(2) 京东的物流战略毋庸置疑是对的，构建了良好的服务壁垒，但错失了社交电商（与腾讯较早建立了股权关系）和智能家居（与亚马逊一样都在家电 3C 领域有优势）的发展先机。

(3) 苏宁大力发展电商虽然失血多年，也走了一些弯路，但不做电商就会像 Borders 书店和电器城一样被时代淘汰，不得不佩服张近东的战略魄力。

(4) 小米坚定不移的在走物联网战略，按照手机、手机周边、智能家居、生活易耗品的品类逐步渗透，是最有可能成为消费级物联网行业龙头的公司之一。

16 风险提示

垄断企业的政策风险、全球贸易保护主义抬头

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com