

## “当当网”海外上市案例分析

近年来,越来越多的国内企业选择去海外上市,2010年是中国企业赴海外上市极为活跃的一年。据统计,129家国内企业在海外六个市场上市,合计融资332.95亿美元,与2009年相比,上市企业数量增加了52家。尤其在2010年第四季度,麦考林、优酷、当当等企业陆续在美国市场挂牌,中国企业赴海外上市的集中度和活跃度,一时间达到了很高的水平。

### “当当网”成功登陆纽交所

2010年12月9日,当当网正式在美国纽约交易所上市,开盘价为24.5美元,较16美元发行价大涨53%。截至收盘,当当网较发行价大涨86.94%,上涨13.91美元,收报29.91美元。公司在招股书中披露,公司计划将募集的资金用于扩张和促进运营。

当当网是中国领先的B2C企业,在中国B2C企业知名度、受信任程度和价格竞争力排名中位列第一。自从创立初期,公司就专注于在线图书销售,以营收计当当已经发展成为中国最大的图书零售商,是中国线上和线下中文图书条目最多的单一零售商。当当网一直专注于提升用户在线购物体验,积累了大量的忠实客户,2009年拥有600万活跃消费者,日均独立访客数量从2009年的约91万人增长至2010年前9个月的日均161万人。

良好的口碑进一步增厚公司近几年的经营业绩,推动公司快速成长为国内领先的B2C企业。据招股说明书披露,当当网净营收从2007年的人民币4.469亿元增长到2009年的14.577亿元(约合2.179亿美元),年复合增长率达到80.6%。截至2010年9月30日的前9个月中,净营收增至15.708亿元(2.348亿美元),比2009年前9个月净营收10.096亿元增长55.6%。2007年净亏损为7050万元,2008年净亏损为8180万元。2009年扭亏为盈,获得1690万元净利润,2010年前9个月净利润为1600万元(约合240万美元)。

公司股权结构上,当当网CEO李国庆持股38.9%,联合总裁俞渝持股4.9%,李国庆俞渝夫妇持股总计43.8%。机构投资者中,国内著名出版机构科文公司持股30.9%,Kewen Holding持股8%,美国老虎基金持股23.9%,DCM持股8.7%,IDG持股6.8%。承销商为瑞士信贷、摩根士丹利、Oppenheimer、Piper Jaffray和Cowen and Company。

### “当当网”十年之殇

10年过去了,当当网终于成功上市。只是如今当当早已不再独霸国内B2C市场。人们谈论的更多的是马云的淘宝商城、刘强东的京东商城、徐沛欣的红孩子和顾备春的麦考林。业内流传着当当网“十年熬成老妖怪”的笑谈,这也许是对当当网“一成不变”的揶揄。因为互联网的本质是——变化。连当当网当年的模仿对象亚马逊,这些年来都不断地变化、拓展着自己的商业领域,从云计算到Kindle阅读器,如今亚马逊已经与微软、谷歌等全球互联网巨头同台竞技。

当当网显然也意识到了他们在这方面的迟滞。过去三年,当当网使劲地充实百货,是现实逼迫着当当网必须走百货的道路,图书行业的低利润这一现实不得不让当当网转型为百货电子商务平台,而公司多年做电子商务积累下来的用户数量、品牌效应、物流体系都是他们所拥有的优势。

不过,尽管如此,当当网仍然面临着严峻的考验,而且是在自己最拿手的行业里。与当当网同为国内几大主流B2C网站之一的京东商城,虽然发展时间短于当当网,但有着连续6年实现300%的惊人增长速度。2010年,京东商城将陆续完成老虎基金、私人投资者以及另外一家尚未公布的私募股权的投资,共计1.5亿美元,即使在IT业经历阵痛的2010年,京东的

销售目标也直指80亿元，直逼百亿。

2010年11月1日，延续低价策略的京东商城图书频道正式启动试营业，大举进军在线图书零售市场，直捣当当的命门，甚至挖来前卓越亚马逊分管图书的副总裁石涛担任京东商城图书采销副总裁。石涛表示：“京东商城在3C网购领域的市场份额是第一，图书部分也得做好，目标就是要做到行业排名第一。”

不过，很多业内人士对此持乐观态度。互联网研究专家谢文认为，“京东商城进入图书销售行业会对当当网造成一定影响但不会造成致命打击，因为京东商城主要卖的是畅销书，全面性比不上在图书销售浸润多年的当当网。”虽然看起来当当网优势巨大，但不可否认，当当网已经错过了它快速成长的最佳阶段，也错失了至关重要的主场和先发优势。

大兵压境，当当网需要的是一笔足以与对手硬战一场的资金。显然，上市只是一种手段。京东商城等激进的后来者如果先于当当网上市，将有可能借助从资本市场上获得的“子弹”疯狂扩军，那样的话，无疑会对当当网现有的地盘造成威胁。

于是，当当网于美国时间2010年12月8日在纽约证券交易所正式挂牌上市，成为中国第一家完全基于线上业务、在美国上市的B2C网上商城。但是海外上市是否真如表面上那么美好呢？

## 海外上市的优劣势

互联网企业如当当网选择海外上市，有其历史原因。2009年以前，互联网企业基本都在国外上市，比如百度、盛大、搜狐、新浪等，主要是因为国内主板市场和中小板市场门槛太高，但在国内创业板适时推出之后，为什么中国依然留不住那些优质的互联网企业呢？我们认为，其主要原因有以下几点（以美国为例）：

首先，创业投资涉入互联网企业多数发生在企业成长的较早期或者尚未盈利的阶段，这类早期投资多数是外资创投，以当当网为例，外资创投巨子IDG、老虎基金就先后入股当当网。而国内的创投一般只投资已经有较高盈利并能很快在国内上市的企业，即使是国内领先的创投也较少投资于早期的互联网企业。由于政策不允许合资互联网企业在国内上市，历史原因成为网站奔赴海外上市的最关键因素。

其次，美国金融市场完善。美国证券市场多层次、多元化的服务，可以满足不同投资者的需求，而且信息透明，上市门槛低，监管到位，海外上市的条件相比国内要宽松。互联网企业在纳斯达克上市，公司成立的时间没有限制，盈利要求也较低，对互联网公司具有很强的吸引力，而且不少已经在海外上市的中国互联网公司表现不俗，起到了示范作用。

另一方面，国内上市条件苛刻，对公司是否盈利以及公司的成立时间都进行严格把控。国内A股的市场和美国股市相比还有很多不完善的地方，其中不可控因素过多，隐形成本过高，整个IPO耗时太长，很多企业在等待的过程中苦不堪言。

再次，投资国内的互联网行业大多有国外背景，他们对国外的市场更加熟悉，而且国内对外资持股比例有严格限定。由于外汇管制的原因，外资创投不能方便地将盈利换汇退出，只能通过设立离岸公司、搭建红筹架构来投资，这就决定了这类企业倾向于选择在海外上市。

最后，不得不提到一个潮流的共性，即可以形成集聚效应。互联网企业在美国上市可以起到较大的广告效应，有助于树立企业的国际化形象。毕竟美国拥有全球最大的证券市场，以及最完善的金融市场，在美国上市可以起到一种很好的宣传效果，而且大量优质的国内外互联网企业都在美国上市，引发了投资者对中国概念互联网企业的持续热捧。

然而，狂热之中，我们也应该看到中国企业海外上市的不足之处。

一方面，海外上市成本高，维护成本也高，我国企业在美国通过IPO上市的平均成本达15%（包括请律师、投行、审批机构、会计事务所等），而且每年还有一笔不菲的年费（国内无年费）及上市维护费。因此，收益与付出不成比例将导致巨大的市场压力。

另一方面，由于投资文化差异，国外在政策上非常注重保护中小投资者利益。这就使得中国互联网企业面临着上市后的监管责任与法律风险。海外证券市场有着比我国内地更严格的信息披露要求，并且法律及其执行机制较为完善。除了证券监管部门的严格监督外，还有来自投资者、中介专业机构（会计师事务所、律师事务所）等的积极监督机制，如集体诉讼。内地企业由于不熟悉海外证券市场的制度规则，在操作中时有信息披露上的漏洞，因而极易遭遇诉讼的困扰。从财务方面讲，纳斯达克市场要求上市公司有完备的信息披露制度、完善的公司治理结构和透明的财务制度，对海外上市的互联网公司提出了较高要求。对于习惯于在国内运作的公司来说，在中国资本市场上所积累的经验必然不甚完备，赴海外上市后如不相应地迅速提高管理水平、规范公司运作，财务风险就会如期而至。

最后，纵观中国企业的海外上市总体情况，有一个现象值得深思：在海外上市的中国企业即使具有经营业绩上的优势，也很难获得海外市场本土企业相等的估值溢价。在2010年1月到12月份，在美国首次公开募股的34家中国企业中，有17家占50%的企业首日上市股价下跌，而95家在美国首次公开募股的美国本土公司中，只有44家大约占45%的首日收盘价低于开盘价格。是什么导致中国企业海外上市估值偏低呢？究其原因无外乎首先是海外投资者们对中国经济宏观经济走势缺乏了解；其次是信息不透明，基金经理们需要更多额外的信息，来研究中国公司财报中披露的数据；再次是分析师研究不足，国内的分析师对美国上市的中国企业缺乏兴趣，而美国分析师又不了解中国市场；此外，上市公司经验的欠缺也为投资者评估企业业绩及管理层执行能力制造了障碍。

因此，互联网企业海外上市，也不像想象中那么美！