

商贸零售

亚马逊 2019Q1 财报解读

-营收增速放缓，盈利快速提升，重点投资 Prime 一日达物流服务

评级：买入（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039/18516129253

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

研究助理：龙凌波

电话：18800109686

Email: longlb@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	96
行业总市值(百万元)	934,384
行业流通市值(百万元)	373,754

行业-市场走势对比

相关报告

- 1 阿里巴巴 FY2019Q3 财报解读——单季营收首破千亿，战略投资布局未来
- 2 亚马逊 2019Q1 财报解读——电商增速放缓，云计算稳健增长，看好印度市场发展

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
苏宁易购	12.96	1.43	1.90	0.24	0.73	27.16	6.81	53.32	17.8	买入
永辉超市	9.27	0.19	0.21	0.29	0.38	53.20	44.14	31.97	24.3	增持
家家悦	25.60	0.66	0.86	1.06	1.24	30.15	29.77	24.15	20.6	增持
南极电商	11.00	0.54	0.48	0.66	0.90	20.82	22.92	16.67	12.2	增持

备注

投资要点

- **事件：亚马逊 4 月 26 日发布新一季财报，2019Q1 实现营业收入 597 亿美元，同比增长 17%，净利润为 35.61 亿美元，同比增长 119%。同时公布二季度业绩指引，预计 2019Q2 实现净销售收入 595-635 亿美元，同比增长 13%-20%，营业利润预计实现 26-36 亿美元。**
- **零售营收增速持续放缓，云计算保持稳健，国际业务逐渐止血。**2019Q1 北美/国际地区营收达 358/162 亿美元，同比增长 17%/16%，一季度亚马逊针对印度市场监管政策的变化进行了相应的合规调整，市场环境变化对销售的影响在逐步减弱；由于亚马逊在中国 B2C 零售市场占比仅为 0.6%，预计二季度退出中国市场对亚马逊国际营收的影响较小。2019Q1 云计算业务收入达 77 亿美元，同比增长 42%，在去年的大基数前提下仍然保持了稳健增长。2019Q1 云计算业务营业利润达 22.2 亿美元，TTM 营业利润率持续提升至 29.1%，成为公司现金牛；国际市场营业利润为-0.9 亿美元，亏损大幅减少，国际业务拓展逐渐止血。
- **广告收入增速大幅下滑，会员业务回复稳健增长。**2019Q1 线上自营收入/第三方商家服务收入/会员服务收入达 295/111/43 亿美元，同比增长 12%/23%/42%，二季度 Prime 会员免费 2 日达服务升级为一日达，物流时效将显著优化，有望提升用户购买频次，拉动线上销售收入增长。2019Q1 实体店销售收入为 43 亿元，线下门店+线上订单的总销售收入同比增长 6%，环比四季度同口径增速持平。本季度广告收入达 27 亿美元，同比增长 36%，增速显著放缓。
- **成本管控高效，经营效率优化，盈利能力快速提升。**2019Q1 毛利率快速提升至 43%，主要是公司配送成本、员工增长和基建投资放缓等带来营业成本优化。本季度经营费用率为 35.8%，与去年同期 35.9% 相比持平；履约费用率为 14.4%，同比减少 0.9%；营销费用率为 6.1%，同比增加 0.8%；科技内容费用率为 13.3%，同比增加 0.1%；一般及行政费用率为 2.0%，同比减少 0.1%。2019Q1 营业利润达 44.2 亿美元，营业利润率快速提升至 7.4%；同期实现净利润 35.6 亿美元，同比增长 119%，净利率达 6.0%，公司盈利能力显著提升。二季度受到股权激励费用增加以及 8 亿美元 Prime 物流服务升级投资支出，预计利润率环比回落。亚马逊将在二季度末公布全年物流投资预期及其对 2019 年下半年利润的影响。
- **在接下来的几个季度中，我们认为亚马逊的看点主要在四个方面：（1）电商业务营收持续放缓，二季度开始升级 Prime 会员一日达物流服务，有望优化用户体验，拉动电商销售增长，进一步升华 Prime 会员价值；（2）前期投资效益逐渐释放，经营效率持续优化，盈利能力大幅提升，将有效对冲营收增速放缓带来的负面影响；（3）云计算业务是亚马逊的增长引擎、现金牛和估值支柱，前期基础设施建设的规模效应逐步凸显，与知名企业的云服务合作将加速 AWS 业务变现，预计仍将保持稳健增长；（4）广告业务增速显著下滑，目前在开放广告库存和变现上相对保守，未来随着品牌商关注度上升有望实现放量增长。**
- **风险提示事件：（1）电商业务增长持续放缓，市场份额和营收增速下滑；（2）云计算业务创新能力不足，在激烈市场竞争下优势减弱，估值下滑；（3）Prime 会员增长不达预期，规模效应难以凸显，物流费率大幅上升。**

内容目录

零售营收增速持续放缓，云计算保持稳健，国际业务逐渐止血	- 3 -
广告收入增速大幅下滑，会员业务回复稳健增长	- 4 -
成本管控高效，经营效率优化，盈利能力快速提升	- 5 -
风险提示	- 6 -

图表目录

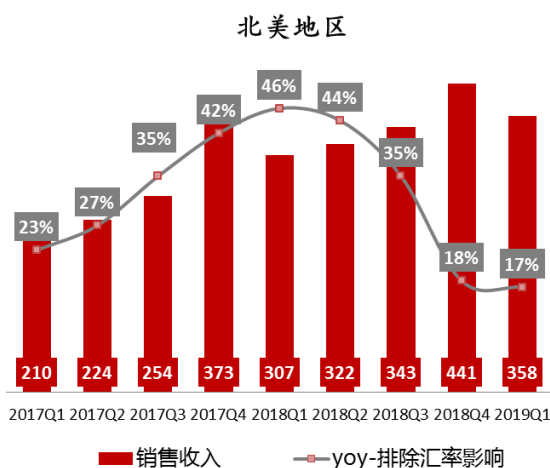
图表 1: 北美地区销售收入增速放缓	- 3 -
图表 2: 国际地区营收增速回落	- 3 -
图表 3: 云计算保持稳健增长	- 3 -
图表 4: 云计算业务成为现金牛	- 4 -
图表 5: 营业利润率稳健提升	- 4 -
图表 6: 分业务销售收入拆分	- 4 -
图表 7: 广告维持强劲增长	- 5 -
图表 8: 成本管控高效，毛利率快速提升	- 6 -
图表 9: 经营效率持续提升	- 6 -
图表 10: 营业利润稳健增长	- 6 -
图表 11: 盈利能力快速提升	- 6 -

财务数据分析

零售营收增速持续放缓，云计算保持稳健，国际业务逐渐止血

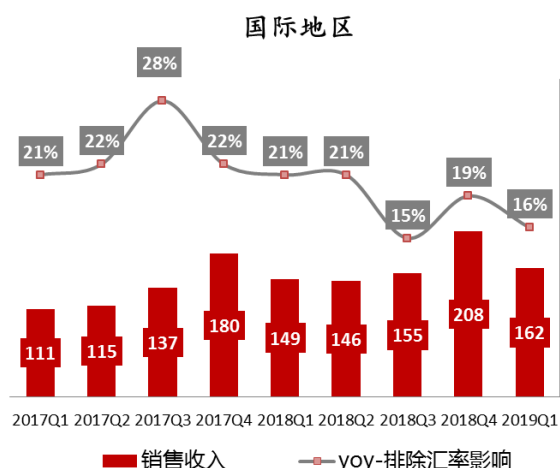
- 北美地区 2019Q1 营收达 358 亿美元，同比增长 17%，增速持续放缓，连续两个季度低于 20%。2019Q1 国际地区营收为 162 亿美元，同比增长 16%，印度市场由于灯节排期变化，2018Q3/Q4 销售出现波动，一季度亚马逊针对印度市场监管政策的变化进行了相应的合规调整，下架了自有品牌产品，市场环境变化对销售的影响在逐步减弱；由于亚马逊在中国 B2C 零售市场占比仅为 0.6%，预计二季度退出中国市场对亚马逊国际营收的影响较小。云计算业务受到销售周期等影响，单季度收入增速会有一定波动；2019Q1 云计算业务收入达 77 亿美元，营收同比增速小幅放缓至 42%，在去年的大基数前提下仍然保持了稳健增长。

图表 1: 北美地区销售收入增速放缓



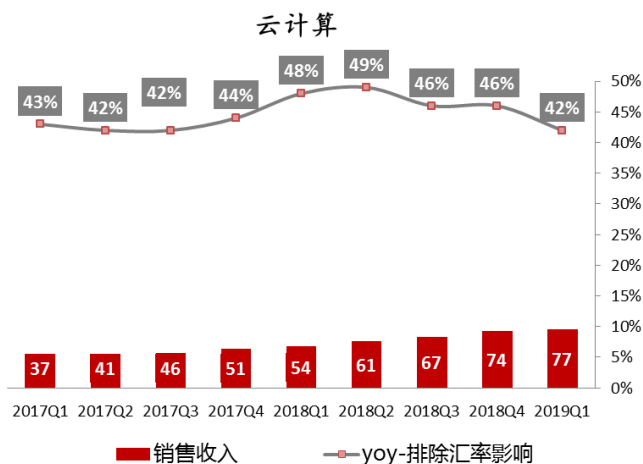
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 国际地区营收增速回落



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 3: 云计算保持稳健增长



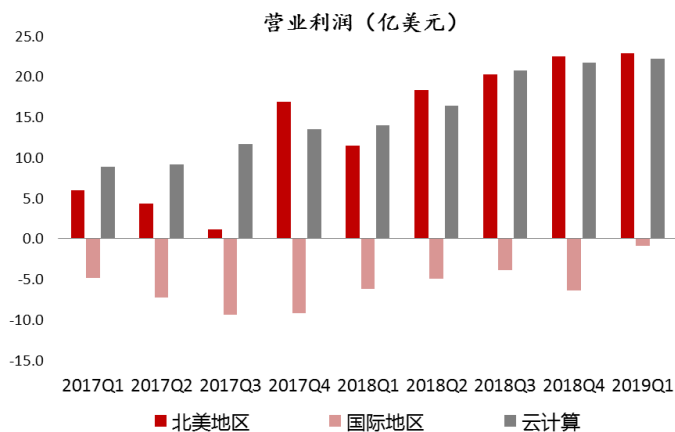
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 2019Q1 北美市场营业利润为 22.9 亿美元；云计算业务贡献营业利润 22.2 亿美元，成为公司主要的利润贡献来源；国际市场营业利润为 -0.9

亿美元，亏损大幅减少，国际业务拓展逐渐止血。

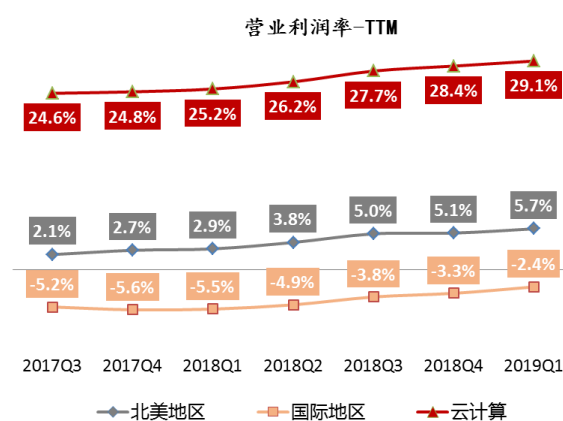
- 2019Q1 北美市场/国际市场 TTM 营业利润率为 5.7%/-2.4%，云计算业务 TTM 营业利润率持续提升至 29.1%，同比增加 3.9%，主要是基础设施改善、效率提高、以及技术和销售团队扩张的影响。亚马逊将继续拓展、深化与国际知名企业之间的合作关系，加速 AWS 业务变现。

图表 4: 云计算业务成为现金牛



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 营业利润率稳健提升

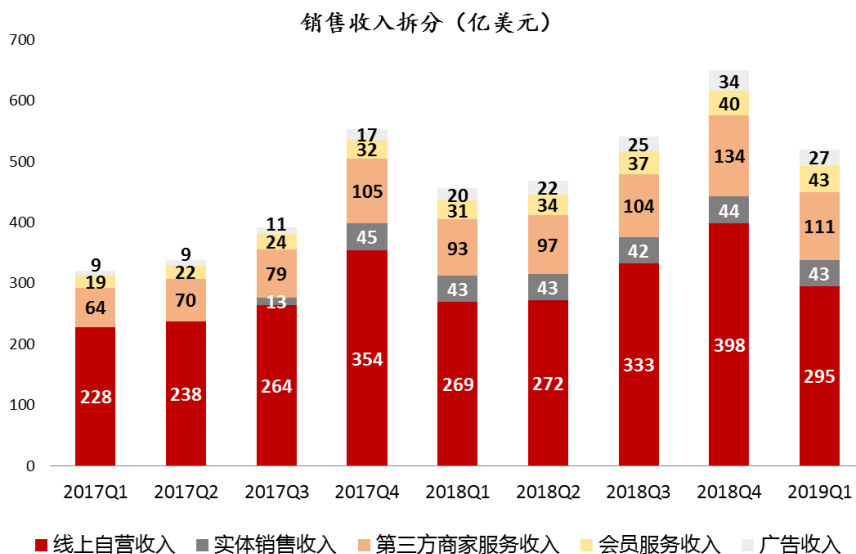


来源: 公司公告 中泰证券研究所

广告收入增速大幅下滑，会员业务回复稳健增长

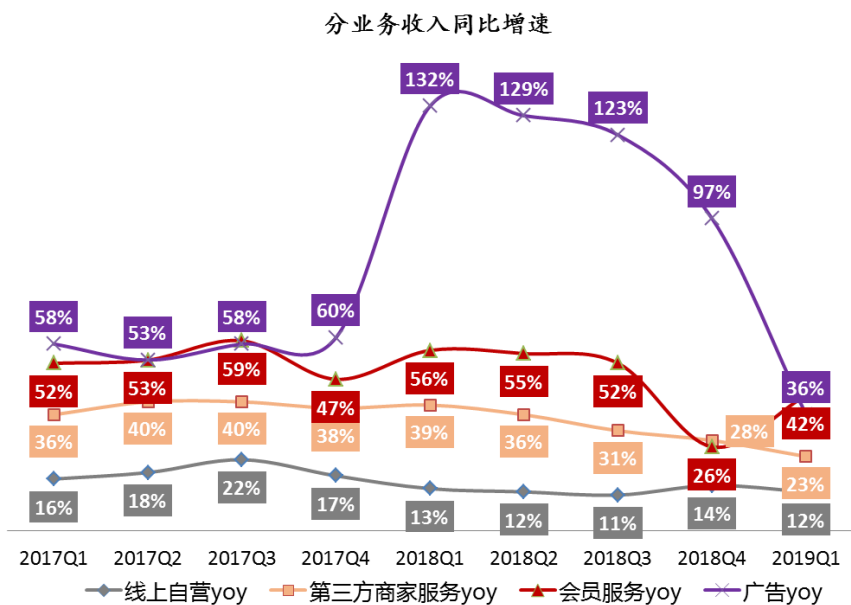
- 业务拆分来看，线上自营销销售和平台服务仍是主要的收入来源，本季度线上自营收入/第三方商家服务收入达 295/111 亿美元，同比增长 12%/23%，增速均有所下滑，第三方平台的销量占比仍在提升。二季度亚马逊开始将 Prime 会员免费 2 日达服务升级为一日达，物流时效将显著优化，有望提升用户购买频次，拉动线上销售收入增长。
- 2019Q1 会员服务收入达 43 亿美元，同比增长 42%，上个季度的会计准则和收入确认规则变动的的影响显著减弱，新增 Prime 会员数量创下新高，用户参与度也显著提升。预计 Prime 一日达服务升级完成后，Prime 会员价值将进一步释放。
- 2019Q1 其他收入（主要为广告收入）达 27 亿美元，同比增长 36%，增速显著放缓，广告目前的关注点是相关性和精准度的提升，正在进行运营方面的改进，在开放广告库存和变现上相对保守，未来随着品牌商关注度上升有望实现放量增长。
- 2019Q1 实体门店销售收入为 43 亿元，同比增长 1%。实体门店销售收入主要来源于全食超市的线下销售，通过 Prime Now APP 进行手机下单的订单计入线上收入，如果将手机/线上订单合并，2019Q1 全食超市销售收入同比增长 6%，环比四季度同口径增速持平。全食超市自 2017 年夏天以来已经展开了三次大规模降价活动，未来将通过 Prime Now APP 持续拓展配送范围。

图表 6: 分业务销售收入拆分



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 广告维持强劲增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

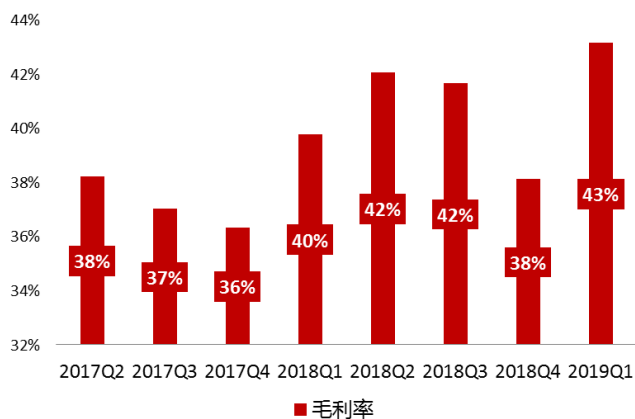
来源: 公司公告 中泰证券研究所

成本管控高效, 经营效率优化, 盈利能力快速提升

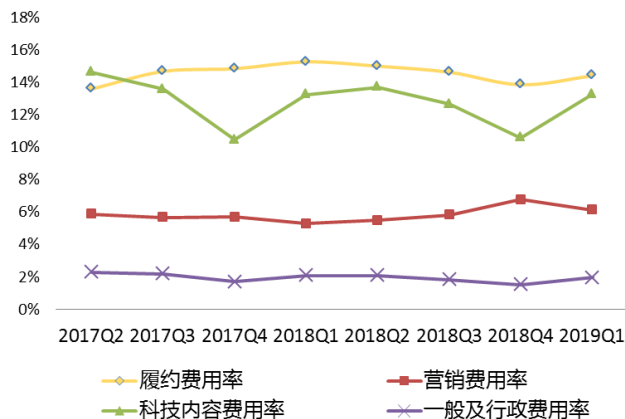
- 2019Q1 毛利率快速提升至 43%, 主要是公司营业成本优化的影响: (1) 配送成本 2016/2017 年增长超过 30%, 2018 年仅增长 15%; (2) 员工数 2016/2017 年增长 48%/38% (不包括全食超市和 Souq), 2018 年仅增长 14%; (3) 基建投资 2017 年增长 69%, 2018 年仅增长 10%; (4) 过去 12 个月的招聘增速也放缓至 12%。
- 本季度经营费用率为 35.8%, 与去年同期 35.9% 相比持平: 履约费用率为 14.4%, 同比减少 0.9%; 营销费用率为 6.1%, 同比增加 0.8%; 科

技内容费用率为 13.3%，同比增加 0.1%；一般及行政费用率为 2.0%，同比减少 0.1%。

- 2019Q1 营业利润达 44.2 亿美元，营业利润率快速提升至 7.4%；同期实现净利润 35.6 亿美元，同比增长 119%，净利率达 6.0%，公司盈利能力显著提升。二季度受到股权激励费用增加以及 8 亿美元 Prime 物流服务升级投资支出，预计利润率环比回落。亚马逊将在二季度末公布全年物流投资预期及其对 2019 年下半年利润的影响。

图表 8: 成本管控高效, 毛利率快速提升


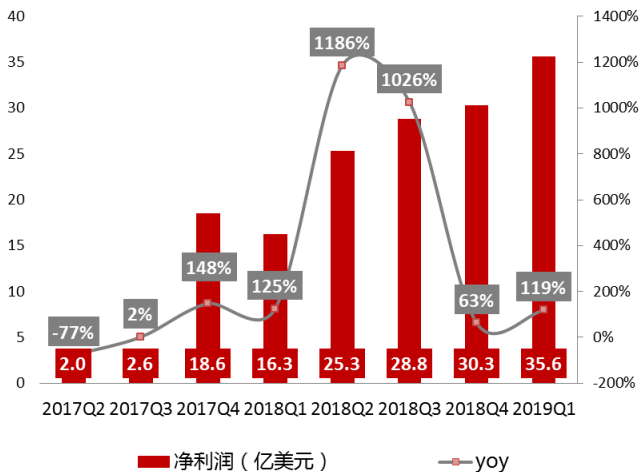
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 9: 经营效率持续提升


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 10: 营业利润稳健增长


来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 11: 盈利能力快速提升


来源: 公司公告 中泰证券研究所

风险提示

- (1) 电商业务增长持续放缓, 市场份额和营收增速下滑;
- (2) 云计算业务创新能力不足, 在激烈市场竞争下优势减弱, 估值下滑;
- (3) Prime 会员增长不达预期, 规模效应难以凸显, 物流费率大幅上升。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。