

买入

2022年02月11日

电商拐点即将到来，广告业务有望成为第三增长曲线

- 电商业务拐点即将到来，亚马逊市场份额稳固：**2021Q4 公司整体业务保持稳健增长。疫情期间劳动力短缺导致人力成本上涨、供应链等负面影响依然存在，叠加 2020Q4 高基数的影响，电商业务增速持续放缓。我们认为随着疫情的复苏以及仓储物流设施的规模效应，上述问题将有所缓解，2022 年公司电商业务有望迎来拐点。此外，广告业务本季度 YoY+32.2%，第三方卖家占比提升将加速广告业务收入。2021 年以来，云业务持续复苏，我们认为疫情后企业有望加速向云端迁移，公司将持续受益于行业的增长，市场份额稳固。总体来看，我们认为，亚马逊是 FAANG 中成长性及确定性兼顾的标的。电商长期受益于线上化进程的发展，仓储物流进一步巩固公司在行业内的领先地位，竞争优势明显。云计算业务订单规模稳定增长。
- Prime 会员提价，AWS 及广告业务 2021 年增速强劲：**公司提高会员价格，每月提升 2 美元，年度提升 20 美元。我们认为 Prime 具有护城河，提价对会员粘性影响有限，有助于覆盖劳动力短缺以及供应链问题而上涨的运营成本。此外，AWS 业务在 2021 年全年的四个季度收入增速均达到 30%以上。
- 广告有望继 AWS 之后成为公司的第三增长曲线：**本季度，高利润率的广告业务 YoY+32.2%。第三方卖家在本季度总销售额的占比高达 56%，我们认为广告业务的增速将随着第三方卖家销售额占比的提升而上涨。拆分广告业务收入并单独报告，具有标志意义。
- 2022Q1 指引：**劳动力短缺问题将在 2022Q1 得到缓解，但仍受到疫情以及供应链问题的影响，收入指引为 1,120-1,170 亿美元，同比增长 3%-8%。预计运营利润为 30-60 亿美元，去年同期为 89 亿美元。
- 目标价 4200 美元，买入评级：**考虑到 1) 疫情对供应链的影响，2) 线下经济的复苏，3) 云计算业务的强劲增长，我们下调未来三年公司的收入预测至 5530/6404/7312 亿美元，下调未来三年净利润预测至 247/382/584 亿美元。采用分部估值法，下调目标价至 4200 美元，对应现价 32.07% 的上涨空间，买入评级。
- 风险：**1) 如果全球经济陷入严重衰退，将对公司收入造成负面影响。但是考虑到各国政府的财政和货币刺激政策，影响有限。2) 全球供应链的持续恶化导致运营费用大幅增加。3) Shopify 等电商 SAAS 的崛起可能分流部分平台第三方卖家。4) 云计算市场竞争风险。5) 美国和欧洲的反垄断措施可能产生负面影响。

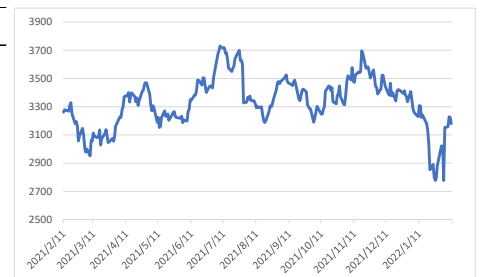
Chuck Li
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	电商/云计算
股价	3180.07 美元
目标价	4200.00 美元 (+32.07%)
股票代码	AMZN
总股本	5.09 亿股
市值	16181.60 亿美元
52 周高/低	3773.08 美元 /2707.04 美元
每股账面值	271.60 美元
主要股东	Bezos Jeffrey: 12.74% Vanguard: 6.54% Blackrock: 5.54%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20财年历史	21财年历史	22财年预测	23财年预测	24财年预测
总营业收入 (美元千元)	386,064	469,822	553,012	640,426	731,234
变动	37.62%	21.70%	43.24%	15.81%	14.18%
净利润	21,331	33,364	24,657	38,203	58,436
变动	799.7%	56.4%	-26.1%	54.9%	53.0%
每股盈利 (美元)	41.8	64.8	47.7	71.7	106.5
变动	81.8%	54.9%	-26.4%	50.4%	48.5%
基于3180.07美元的市盈率 (估)	76.0	49.1	66.7	44.3	29.9
每股派息 (美元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

电商业务拐点即将到来，亚马逊市场份额稳固

2021Q4 公司整体业务保持稳健增长。疫情期间劳动力短缺导致人力成本上涨、供应链等负面影响依然存在，叠加 2020Q4 高基数的影响，电商业务增速持续放缓。我们认为随着疫情的复苏以及仓储物流设施的规模效应，上述问题将有所缓解，2022 年公司电商业务有望迎来拐点。

此外，广告业务本季度 YoY+32.2%，第三方卖家占比提升将提上广告业务收入。2021 年以来，云业务持续复苏，我们认为疫情后企业有望加速向云端迁移，公司将持续受益于行业的增长，市场份额稳固。

总体来看，我们认为，亚马逊是 FAANG 中成长性及确定性兼顾的标的。电商长期受益于线上化进程的发展，仓储物流进一步巩固公司在行业内的领先地位，竞争优势明显。第二曲线云计算业务持续保持高增长，订单规模稳定增长。

2021Q4 总收入同比增长 10%。

2021Q4 总收入为 1374 亿美元，同比增长 10%，其中包含 13 亿美元的汇率影响，符合公司此前 1300-1400 亿美元的指引。2021Q4 运营利润为 34.6 亿美元，去年同期为 68.7 亿美元，公司此前指引为 0-30 亿美元，主要由于 2021 年下半年劳动力短缺以及通胀等因素持续影响公司整体盈利水平。

2021Q4 净利润同比增长 98.3%，主要受益于对 Rivian 的投资。

净利润为 143 亿美元，同比增长 98.3%，环比增长 353.8%，主要受益于公司对 Rivian Automotive 118 亿美元的投资，扣除此笔收益，利润率为 2.5%。摊薄后每股收益 27.75 美元，去年同期为 14.09 美元。

2021Q4 自由现金流为 91 亿美元，去年同期为 310 亿美元，同比下降 71%，主要由于疫情导致相关费用上升。我们认为随着疫情的恢复，自由现金流将得到缓解。

2021 年总收入同比增长 21%。

2021 年总收入为 4698 亿美元，同比增长 21%，其中包含 38 亿美元的汇率影响。2021 年净利润为 334 亿美元，同比增长 56.4%。摊薄后每股收益 64.81 美元，去年同期为 41.83 美元。

展望未来，公司预计劳动力短缺问题将在 2022Q1 得到缓解，但依旧受到疫情以及供应链问题的影响，收入指引为 1,120-1,170 亿美元，同比增长 3%-8%，其中包含 150 个基点的汇率不利影响。预计运营利润为 30-60 亿美元，去年同期为 89 亿美元，其中反映了约 10 亿美元的折旧费用，主要由于服务器的折旧周期从四年延长至五年，网络设备的折旧周期从五年延长至六年。

广告有望继 AWS 之后成为公司的第三增长曲线，Prime 会员提价

本季度北美地区增速同比增长 9.3%，公司为应对年底购物节强大的消费需求，在本季度新增 14 万员工，因此，本季度北美地区人力成本上升导致利润率下降 0.3%。

国际地区增速同比下降 0.5%，利润率为-4.4%，主要受国际供应链及物流影响。

自营收入为 660.8 亿美元，同比下降 0.6%。

第三方卖家在本季度总销售额占比(56%)成为历史上四季度最高占比。

第三方零售收入为 303.2 亿美元，同比增长 11%，值得关注的是第三方卖家在本季度总销售额的占比高达 56%，成为历史上四季度最高占比。此外，美国迎来假期购物节，全球超过 13 万中小型第三方卖家在亚马逊上的销售额超过 10 万美元。

订阅服务收入为 81.2 亿美元，同比增长 15%。公司自 2018 年以来首次提高会员价格，每月会员价格将从 12.99 美元提升至 14.99 美元，年度会员价格将从 119 美元提升至 139 美元，价格变动将于 2 月 18 日生效。我们认为会员提价将一定程度缓解劳动力短缺以及供应链问题而上涨的运营成本。

广告业务同比增长 32.2% 并单独报告，具有标志意义，可能成为公司的第三增长曲线。

本季度，亚马逊宣布将广告业务从其他业务中分拆，广告收入为 97.2 亿美元，YoY+32.2%，增长稳健。此前提到第三方卖家在本季度总销售额的占比是历史四季度最高，占比高达 56%。我们认为公司在电商行业处于领先地位，卖家在亚马逊上的广告投放力度仍然会继续加大，因此，广告业务的增速将随着第三方卖家销售额占比的提升而上涨。我们认为，拆分出广告业务收入并单独报告，具有标志意义，广告可能继 AWS 之后成为公司的第三增长曲线。

线下门店收入为 46.9 亿美元，同比增长 16.6%。

其他业务收入为 7.1 亿美元，同比增长 17.9%。

AWS 业务 2021 年增速强劲，订单规模持续增长

截至 2021Q4，AWS 年化订单规模达到 710 亿美元。

AWS 在 2021 年全年的四个季度收入增速均达到 30% 以上，强大的产品力及销售能力使得 AWS 将成为公司最重要的增长动力。截至 2021Q4，AWS 年化订单规模达到 710 亿美元，2020 年为 510 亿美元。

AWS 业务同比增长 39.5%。

AWS 业务收入为 177.8 亿美元，同比增长 39.5%，环比增长 10.4%。运营利润为 52.9 亿美元，利润率为 29.8%，上个季度为 30.3%。2021 年全年实现收入 622 亿美元，同比增长 37.1%。

公司持续向全球拓展 AWS 业务，开放 AWS 亚洲（雅加达）区域并计划在 2023 年底或 2024 年初启动 AWS 加拿大西部（卡尔加里）区域。目前，AWS 在全球 26 个地理区域提供 84 个可用区，并宣布推出 24 个可用区和 8 个区域的计划。

此外，第十届 AWS re:Invent 在 2021 年成功举办并宣布 115 项新服务与更新，我们认为公司将持续受益于公司对 AWS 的投资，持续提升公司云计算产品力。

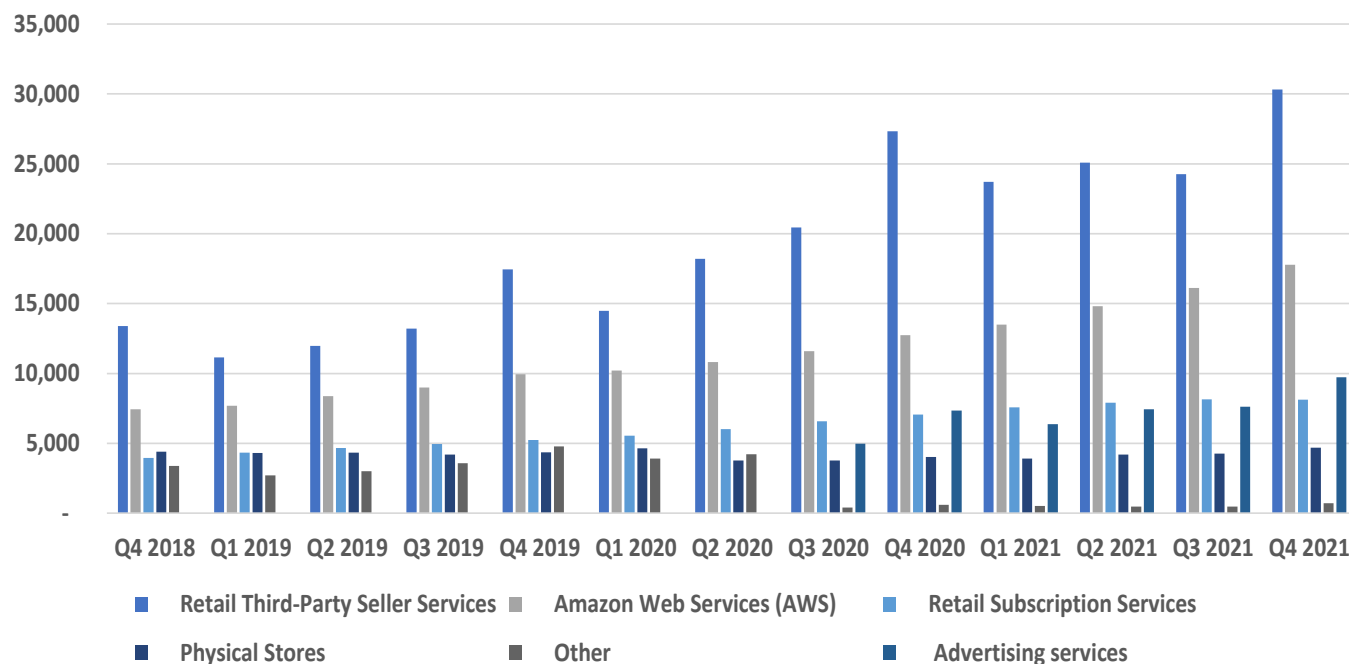
目标价 4200.0 美元，买入评级

我们下调未来三年公司的收入预测至 5530/6404/7312 亿美元，下调未来三年净利润预测至 247/382/584 亿美元。采用分部估值法，下调目标价至 4200 美元，对应现价 32.07% 的上涨空间，买入评级。

风险

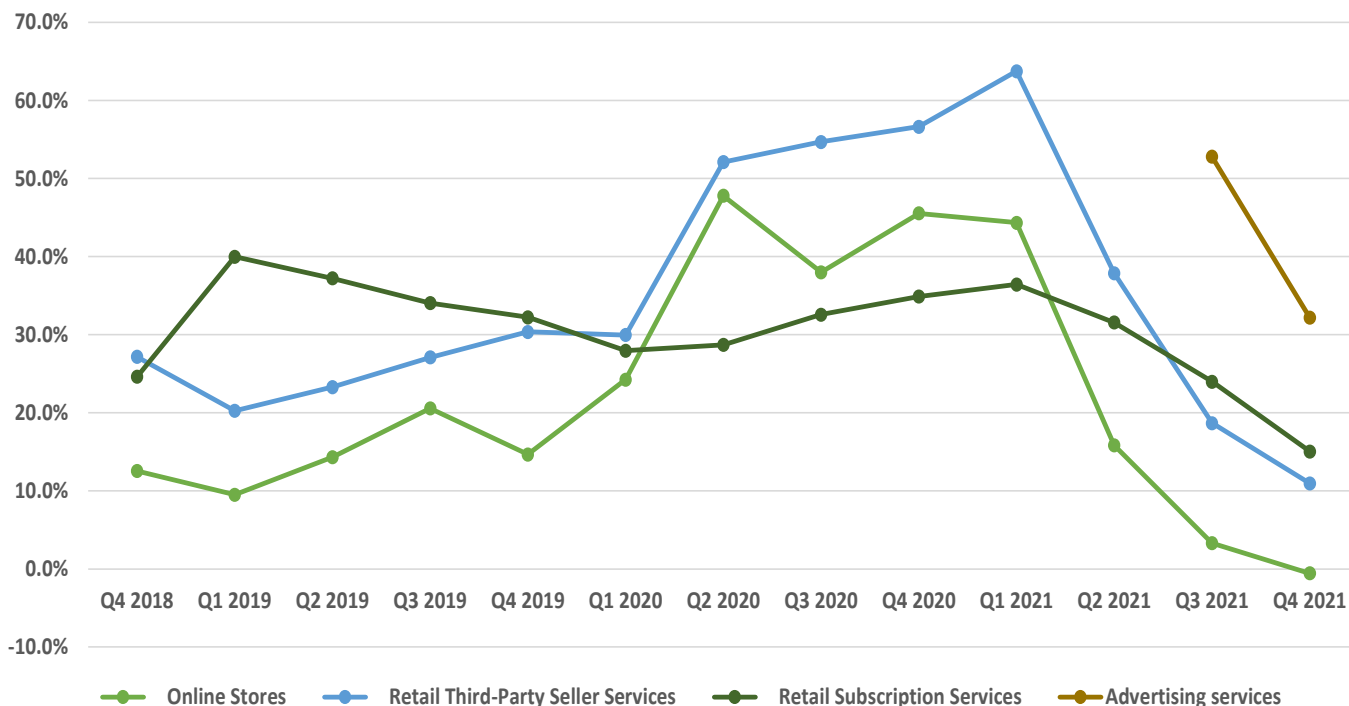
- 1) 如果全球经济陷入严重衰退，将对公司收入造成负面影响。但是考虑到各国政府的财政和货币刺激政策，带来的负面影响有限。
- 2) 全球供应链的持续恶化导致运营费用大幅增加。
- 3) Shopify 等电商 SAAS 的崛起可能分流部分平台第三方卖家。
- 4) 云计算市场竞争加剧。
- 5) 美国和欧洲的反垄断措施可能产生负面影响。

图表 1: 2018Q4-2021Q4 主营业务收入



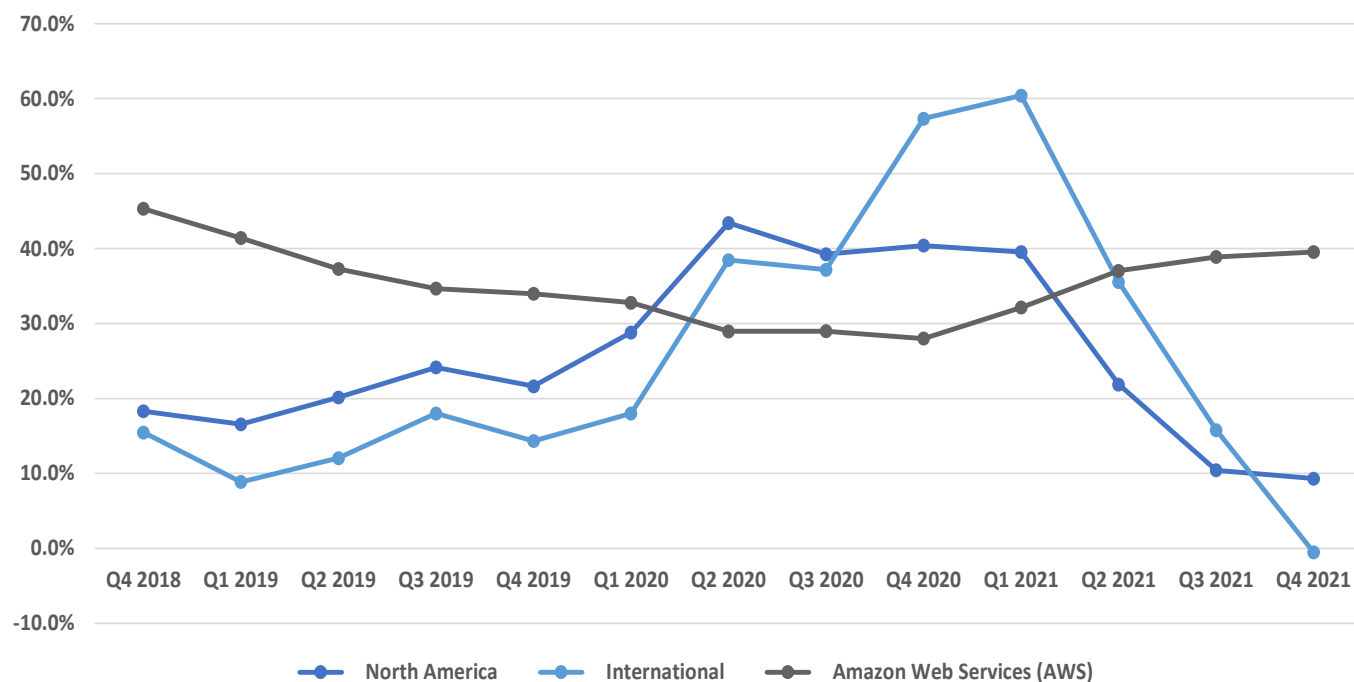
资料来源: 公司披露

图表 2: 2018Q4-2021Q4 电商业务收入增速



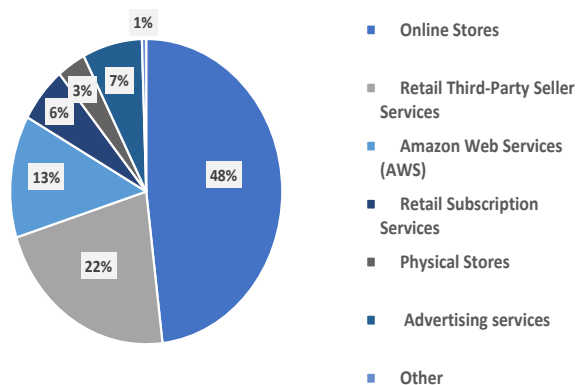
资料来源: 公司披露

图表 3: 2018Q4-2021Q4 业务收入增速(按地区)



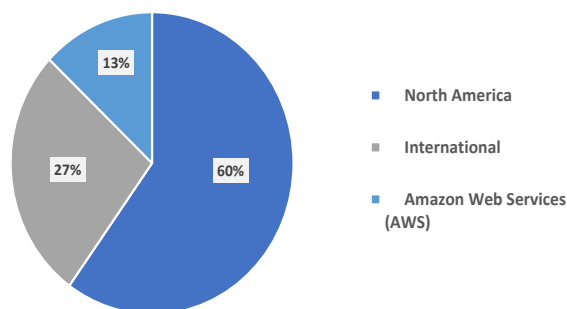
资料来源: 公司披露

图表 4: 2021Q4 主营收入占比(按业务类型)



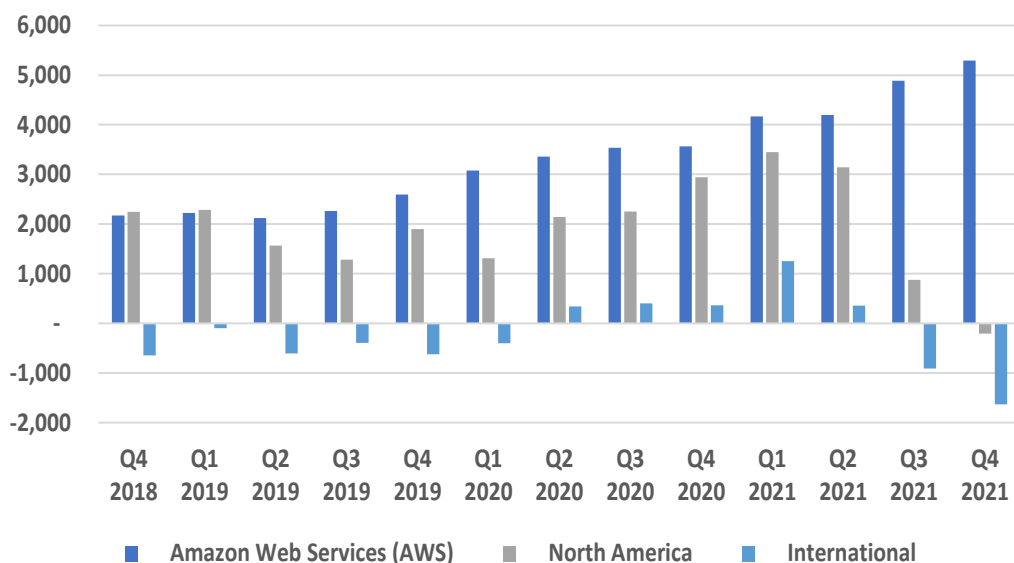
资料来源: 公司披露

图表 5: 2021Q4 主营收入占比(按地区)



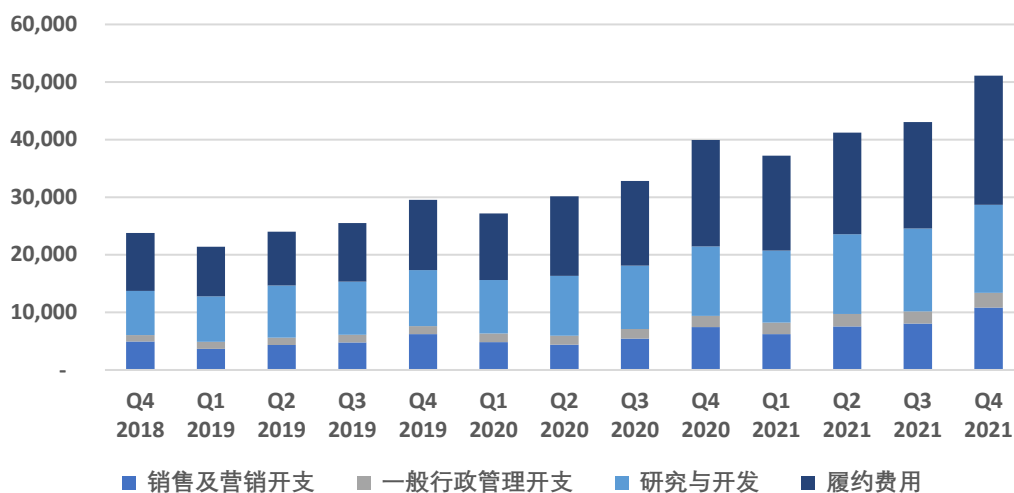
资料来源: 公司披露

图表 6：2018Q4-2021Q4 运营利润拆分



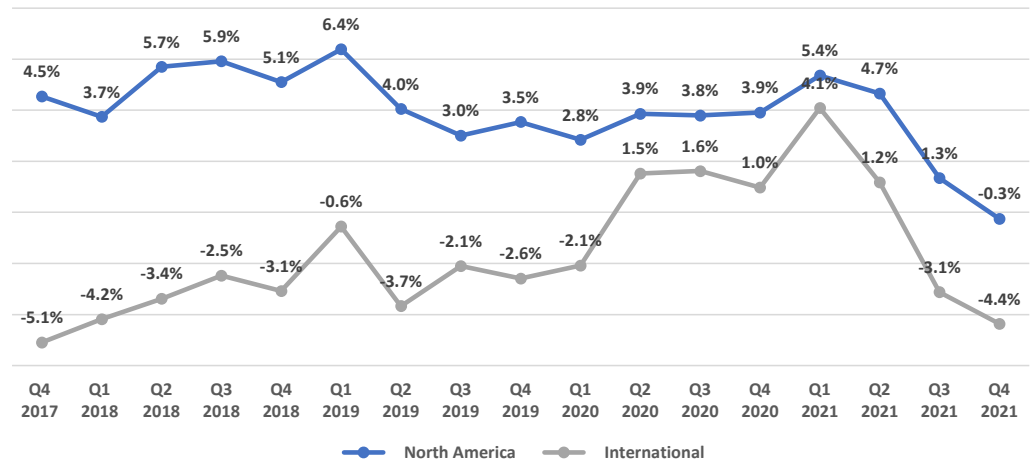
资料来源：公司披露

图表 7：2018Q4-2021Q4 运营费用拆分



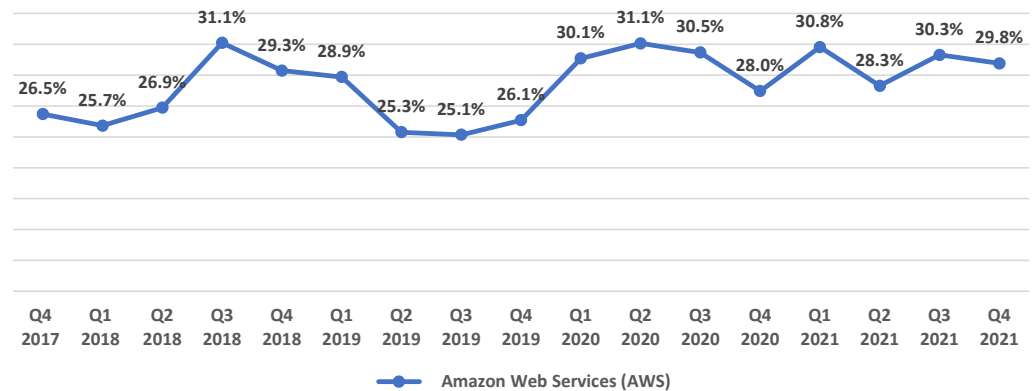
资料来源：公司披露

图表 8：电商业务运营利润率



资料来源：公司披露

图表 9：AWS 运营利润率



资料来源：Bloomberg

图表 10：SOTP 法估值

FY2023E	收入 (百万美元)	EBITDA (百万美元)	估值乘数	EV (百万美元)
直销业务	271,888		1.2	326,266
第三方业务	145,646		2.6	378,679
广告		20,410	15	298,420
会员	45,011		3	135,034
AWS		43,097	24	1,034,333
线下零售		1,097	10	10,972
整体EV				2,183,704
+ 现金和现金等价物				103,641
- 债务				48,744
市值				2,238,601
股本数量 (预期, 百万)				533
对应价格 (美元)				4,200.00

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美金, 财务年度: 12月31日											
	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
主营业务收入	386,064	469,822	553,012	640,426	731,234	盈利能力					
- 主营业务收入成本	233,307	272,344	320,747	365,043	409,491	毛利率 (%)	39.6%	42.0%	42.0%	43.0%	44.0%
毛利	152,757	197,478	232,265	275,383	321,743	经营利润率 (%)	5.9%	5.3%	5.5%	7.2%	9.5%
营业开支						净利率 (%)	5.5%	7.1%	4.5%	6.0%	8.0%
- 履约费用	-58,517	-75,111	-92,906	-103,749	-111,879	营运表现					
- 行政管理费用	-6,668	-8,823	-9,699	-11,232	-12,825	行政管理费用/收入 (%)	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
- 研发费用	-42,740	-56,052	-63,596	-73,009	-80,436	- 研发费用/收入 (%)	11.1%	11.9%	11.5%	11.4%	11.0%
- 市场营销费用	-22,008	-32,551	-35,393	-40,987	-46,799	市场营销费用/收入 (%)	5.7%	6.9%	6.4%	6.4%	6.4%
- 其他费用	75	-62	-415	-442	-461	实际税率 (%)	11.8%	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%
营业利润	22,899	24,879	30,256	45,964	69,344	库存周转天数	21	19	20	21	20
- 利息收入	555	448	440	440	440	应付账款天数	94	86	88	91	91
- 利息支出	-1,647	-1,809	-2,355	-2,492	-2,616	财务状况					
- 其他收入	2,371	14,633	0	0	0	总负债/总资产	70.9%	0.0%	61.7%	56.7%	49.9%
税前利润	24,178	38,151	28,341	43,912	67,168	收入/净资产	413.3%	339.8%	311.7%	275.7%	236.5%
- 所得税支出	-2,863	-4,791	-3,684	-5,709	-8,732	经营性现金流/收入	17.1%	9.9%	11.7%	16.4%	15.8%
净利润	21,331	33,364	24,657	38,203	58,436	税前盈利对利息倍数	22.1	28.0	14.8	21.4	30.9
Non-GAAP净利润	30,539	0	39,194	54,850	76,912	现金流量表					
折旧与摊销	25,251	34,296	32,056	35,800	38,951						
主营业务增长 (%)	38%	22%	43%	16%	14%						
净利润增长 (%)	84%	56%	16%	55%	53%						
资产负债表						现金流量表					
	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测		2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
+ 现金与现金等同	42,122	36,220	50,397	103,641	166,793	+ 净利润	21,331	33,364	24,657	38,203	58,436
+ 短期投资	42,274	59,829	59,829	59,829	59,829	+ 折旧、摊销	25,251	34,296	32,056	35,800	38,951
+ 库存	23,795	32,640	38,637	40,720	41,178	+ 其他调整	6,001	-1,722	14,537	16,647	18,476
+ 其他流动资产	24,542	32,891	36,236	39,109	42,140	+ 非现金运营资本变动	12,216	-21,925	-6,296	14,146	-367
总计流动资产	132,733	161,580	185,098	243,299	309,940	经营活动现金流量	66,064	46,327	64,954	104,797	115,496
+ 经营性租赁	37,553	56,082	56,082	56,082	56,082	+ 固定资产	-35,044	-55,396	-38,777	-39,553	-40,344
+ 净固定资产	113,114	160,281	179,002	194,754	208,147	+ 收购	-2,325	-1,985	0	0	0
+ 商誉	15,017	15,371	15,371	15,371	15,371	+ 短期证券	-22,242	-773	0	0	0
+ 其他长期资产	22,778	27,235	27,235	27,235	27,235	投资活动现金	-59,611	-58,154	-38,777	-39,553	-40,344
总计长期资产	188,462	258,969	277,690	293,442	306,835	+ 股份回购	0	0	0	0	0
总资产	321,195	420,549	462,788	536,741	616,775	+ 长期债务和其他债务的收	17,321	26,959	0	0	0
+ 应付账款	72,539	78,664	81,710	100,812	103,934	+ 偿还长期债务和其他债务	-7,730	-9,343	0	0	0
+ 短期递延收入	9,708	11,827	11,827	11,827	11,827	+ 其他融资活动	-10,695	-11,325	-12,257	-12,000	-12,000
+ 其他短期负债	44,138	51,775	51,775	51,775	51,775	融资所得现金	-1,104	6,291	-12,257	-12,000	-12,000
总计流动负债	126,385	142,266	145,312	164,414	167,536	现金净增减	5,967	-5,900	13,920	53,244	63,152
+ 长期借款	31,816	48,744	48,744	48,744	48,744	现金剩余	42,377	36,477	50,397	103,641	166,793
+ 其他长期负债	69,590	91,294	91,294	91,294	91,294						
总长期负债	101,406	140,038	140,038	140,038	140,038						
总负债	227,791	282,304	285,350	304,452	307,574						
总股东权益	93,404	138,245	177,439	232,289	309,201						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。