

亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) 24Q2 财报点评

云业务持续加速，国际零售竞争增加，营收指引低于预期

优于大市

核心观点

业绩总览: 1) **整体:** 24Q2 营业收入 1479.8 亿美元 (同比+10%)，符合上季度业绩指引，不及市场预期，营业利润 146.7 亿美元 (去年同期 76.8 亿美元，上季度业绩指引 100-140 亿美元)，经营利润率为 10% (同比+4.3pcts、环比-1pcts)，净利润 134.8 亿美元 (去年同期净利润为 67.5 亿美元)。2) **分地区:** ①北美业务收入 900 亿美元 (同比+9%)，营业利润 51 亿美元 (去年同期 32 亿美元)；②国际业务收入 317 亿美元 (同比+7%)，营业扭亏为盈 3 亿美元 (去年同期亏损 9 亿美元)；③AWS 业务收入 263 亿美元 (同比+19%)，营业利润 93 亿美元 (去年同期 54 亿美元)。3) **分业务:** ①零售业务: 网上商店收入 554 亿美元 (同比+6%)，实体店收入 52 亿美元 (同比+4%)，第三方卖家服务收入 109 亿美元 (同比+13%)。②广告及其他服务: 订阅服务收入 128 亿美元 (同比+11%)，广告服务收入 128 亿美元 (同比+20%)，其他收入 12.6 亿美元 (同比-6%)。③云业务: AWS 收入 263 亿美元 (同比+19%)。

业务重点: ① **零售整体稳健，国际零售面临低价竞争压力。** 北美业务收入同比+9%，虽面临高基数但 Prime day 整体反馈较为积极。国际业务收入同比+7%低于 11% 的一致性增长预期，受外汇与低价竞争等因素增长承压。公司通过裁员、降低履约成本的降本措施告一段落，后续将继续通过自动化、扩大 prime 会员群体等方法提效。② **云业务收入加速恢复，成长空间巨大，预计显著增加资本支出。** 本季度 AWS 业务收入同比+19%、持续加速增长，也高于市场一致性预期 17%。财报会表示 AI 已经贡献了数十亿美元的营收，并积极看好 AWS 未来成长空间。公司将在 2024 年显著增加资本支出，预计将影响 AWS 的运营利润率，但随着 AWS 的业务增长、规模效应提升、业务效率优化，也将抵消部分影响。

业绩展望: 预计 Q3 收入 1540-1585 亿美元 (同比+8%-11%)，包括外汇汇率负面影响 90bps，营收指引低于市场一致预期 1586 亿美元。营运利润 115-150 亿美元 (23 年同期为 112 亿美元)。

投资建议: 宏观经济弱化，零售业务增长承压，我们下调 2024-2025 财年收入预测至 6365/7034/7736 亿美元 (前值 6418/7178/7986 亿美元)。AI 资本开支增加显著，下调 2024-2025 财年盈利预测至 535/615/767 亿美元 (前值 562/674/825 亿美元)。目标价为 180-200 美元，对应 2024 年 EV/GAAP EBITDA 17x，维持“优大于市”评级。

风险提示: 宏观波动风险；IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；电商竞争加剧；监管风险；订阅业务发展低于预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	513,983	574,785	636,544	703,404	773,593
(+/-%)	9%	12%	11%	11%	10%
归母净利润(百万美元)	-2,722	30,425	53,555	61,479	76,681
(+/-%)	—	-1218%	76%	15%	25%
EPS (美元)	-0.26	2.90	5.11	5.86	7.31
EBIT Margin	2.6%	6.4%	10.4%	11.3%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	-1.9%	15.1%	21.0%	19.4%	19.5%
市盈率 (PE)	-647	58	33	29	23
EV/EBITDA	37	24	17	14	12
市净率 (PB)	12	9	7	6	4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师: 张伦可

联系人: 刘子谭

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn liuzitan@guosen.com.cn

S0980521120004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	180.00 - 200.00 美元
收盘价	168 美元
总市值/流通市值	1761/1761 十亿美元
52 周最高价/最低价	201/144 美元
近 3 个月日均成交额	7797 百万美元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) - 云业务加速增长，预计加大 AI 投入》——2024-05-04

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) - 零售稳健提效，云业务重新加速》——2024-02-03

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) - 营业利润大幅增长，AWS 在 IT 弱周期压力下增速企稳》——2023-10-30

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) - FY2023Q2 点评: 零售业务利润率显著提升，云业务增长有望企稳》——2023-08-14

《亚马逊 (AMZN.O) - 2023Q1 点评: 零售边际好转，云业务关注复苏周期与 AI 云进展》——2023-05-19

财报表现：云业务加速增长，预计加大 AI 投入

◆ 零售整体稳健，国际零售面临低价竞争压力

零售整体稳健，北美业务收入 900 亿美元（同比+9%），7 月初虽面临高基数但 Prime day 整体反馈较为积极。国际业务收入 317 亿美元（同比+7%），低于 11% 的一致性增长预期，二季度亚马逊海外业务受外汇与低价竞争等因素增长承压。

2023 年零售利润率的释放主要通过降低履约支出、裁员，2024 年将继续通过自动化、扩大 prime 会员群体等方法降低服务成本，比如包括扩大自动化和机器人技术的使用、建设一日送达设施网络、提升 prime 会员权益以及优化进货网络。

◆ 云业务收入加速恢复，成长空间巨大，预计资本支出持续增加

本季度 AWS 业务收入 262 亿美元（同比+19%），在 AI 的驱动下持续加速增长，高于市场的一致性预期 17%。财报会表示增长主要受三个宏观趋势推动：企业完成成本优化、基础设施现代化（从本地迁移到云端）、以及对人工智能（AI）的利用。

财报会表示 AI 已经贡献了数十亿美元的营收，并积极看好 AWS 未来成长空间。AWS 与 NVIDIA 有深入的合作，并提供了广泛的 NVIDIA 实例选择。同时，公司也投资定制硅片，如 Trainium 用于训练和 Inferentia 用于推理，其第二代产品在价格性能上综合优势强劲。

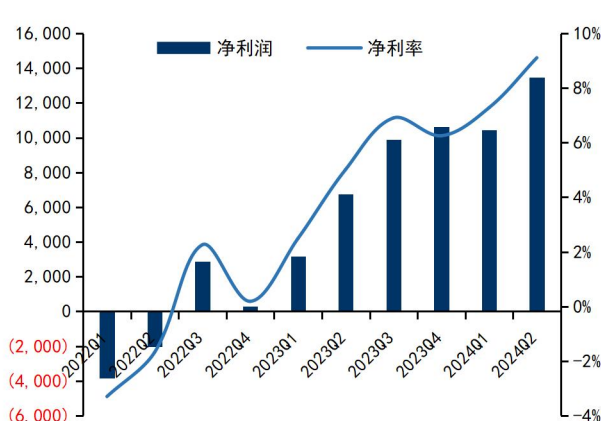
概览：整体来看，24Q2 营业收入 1479.8 亿美元（同比+10%），符合上季度业绩指引，营业利润 146.7 亿美元（去年同期 76.8 亿美元，上季度业绩指引 100-140 亿美元），经营利润率为 10%（同比+4.3pcts、环比-1pcts），净利润 134.8 亿美元（去年同期净利润为 67.5 亿美元）。

图1：亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：亚马逊净利润及变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

1. 业绩表现

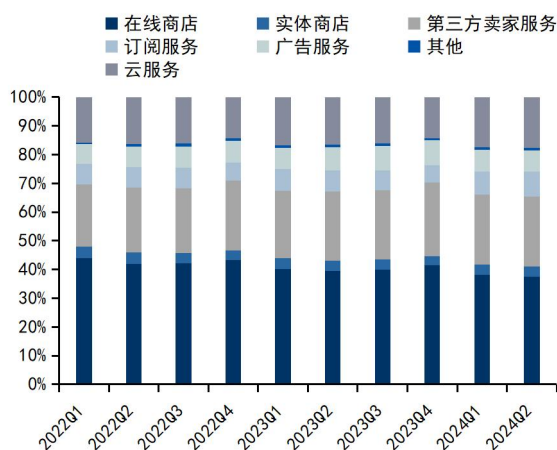
◆ 分地区来看：

- 1) 北美业务收入 900 亿美元（同比+9%），营业利润 51 亿美元（去年同期 32 亿美元），营业利润率达 5.6%（同比+1.7pcts，环比-0.2pcts）。北美营收增速连续两个季度放缓，营业利润率亦呈现缓降趋势，目前平均销售价格较低。
- 2) 国际业务收入 317 亿美元（同比+7%），海外业务受外汇与低价竞争等因素增长承压，营业利润 3 亿美元（去年同期亏损 9 亿美元），本季度延续上季度营业利润同比扭亏为正，营业利润率 0.9%，利润主要是由经营相对成熟国家的规模效应提升贡献，更好的库存布局 and 更集中的货运来改善成本结构。
- 3) AWS 业务收入 263 亿美元（同比+19%），营业利润 93 亿美元（去年同期 54 亿美元）。客户推动创新、工作负载上云需求仍在继续。营业利润率 35.5%（同比 11.3pcts、环比-2.1pcts），体现了服务器折旧摊销周期的变化及当期资本开支的影响。

◆ 分业务来看：

- 1) **零售业务：**网上商店收入 554 亿美元（同比+6%），实体店收入 52 亿美元（同比+4%），第三方卖家服务收入 109 亿美元（同比+13%）。
- 2) **广告与其他收入：**订阅服务收入 128 亿美元（同比+11%），广告服务收入 128 亿美元（同比+20%），其他收入 12.6 亿美元（同比-6%）。
- 3) **云业务：**AWS 收入 263 亿美元（同比+19%）。AWS 增速提升（上季度为 17%），AI 服务带来增长动力。

图3: 分业务收入变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

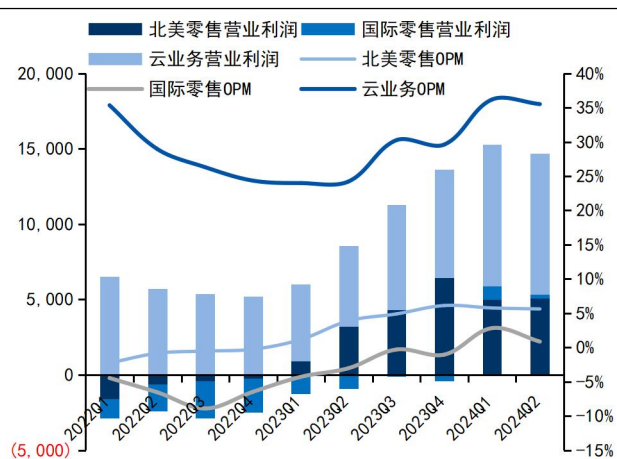
图5: 分业务营业利润变化情况（单位：百万美元）

图4: 亚马逊分地区收入占比变化情况（单位：百万美元）

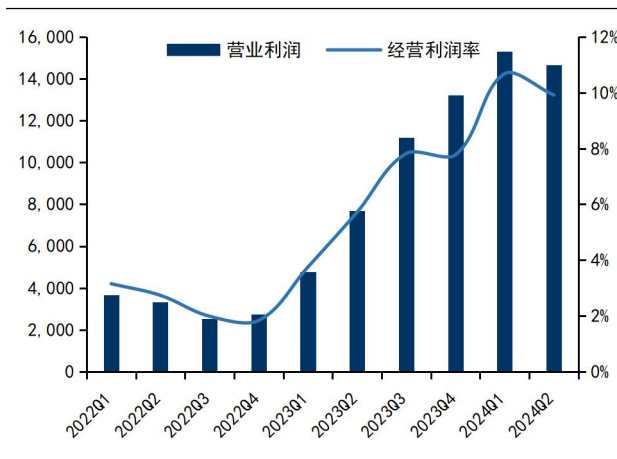


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 亚马逊营业利润与 OPM 变化情况（单位：百万美元、%）

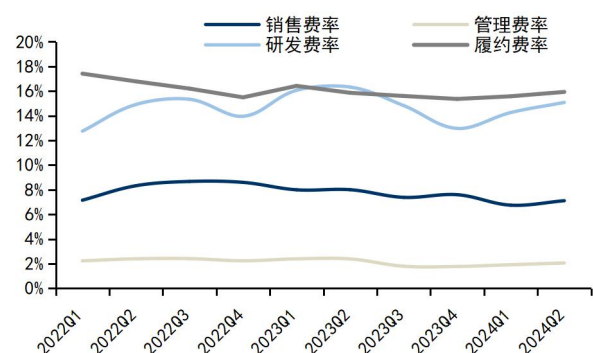


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理



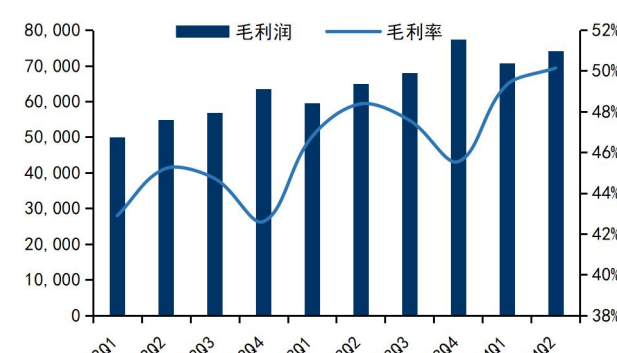
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图7: 亚马逊各项费率变化情况 (单位: %)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图8: 亚马逊毛利与毛利率情况 (单位: 百万美元、%)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

2. 资本支出：二季度资本支出（含融资租赁）164 亿美元，同比+57%。预计下半年资本开支将会更高。主要的支出将用于支持 AWS 基础设施的增长需求，在生成性 AI（Generative AI）和非生成性 AI 工作负载方面需求强劲。

3. 业绩指引：预计 Q3 收入 1540-1585 亿美元（同比+8%-11%），包括外汇率率负面影响 90bps，营收指引低于市场一致预期 1586 亿美元。营运利润 115-150 亿美元（23 年同期为 112 亿美元），计算营业利润率中位数约 8%。营收指引偏弱除了宏观经济承压之外，零售也受外汇与低价竞争等因素影响。

4. AI 领域布局：

- ◆ **算力端：**最新一代的 Trainium 2 将在 2024 年下半年投入使用，这款芯片性价比较高。
- ◆ **模型端：**Bedrock 最近增加了 Anthropic Claude 3.5 模型、Meta 的 Llama 3.1 模型和 Mistral 的新 Large 2 模型，这些模型以其出色的性能基准和开放性吸引了客户；SageMaker 最近推出了一个名为 HyperPods 的新功能，改变了大型模型的范式和网络性能，使得模型构建者越来越倾向于使用 SageMaker。
- ◆ **应用端：**

1) **Amazon Q 编码伴侣**：能够编写代码、调试代码、测试代码以及完成代码版本的转换等。Amazon Q 拥有已知最高的代码建议接受率，其代码建议被开发者采纳的比例很高。

亚马逊对 AI 的长期影响持乐观态度，并在多个业务领域进行投资，包括购物助手 Rufus、模拟试穿服装的 AI 功能以及 Alexa 智能助手。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	73387	80726	146421	229877
应收款项	52253	57867	63946	70326
存货净额	33318	25283	27952	30690
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	172351	177938	253084	346398
固定资产	204177	210890	214326	221457
无形资产及其他	22789	22789	20789	18789
投资性房地产	128537	128537	128537	128537
长期股权投资	0	88	162	28
资产总计	527854	540242	616898	715209
短期借款及交易性金融负债	0	6292	0	0
应付款项	84981	64486	71293	78278
其他流动负债	79936	44313	50315	56301
流动负债合计	164917	115091	121608	134579
长期借款及应付债券	58314	58314	58314	58314
其他长期负债	102748	111407	120066	128725
长期负债合计	161062	169721	178380	187039
负债合计	325979	284812	299988	321618
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	201875	255430	316910	393591
负债和股东权益总计	527854	540242	616898	715209

关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
经调整 EPS	2.9	5.1	5.9	7.3
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	19.24	24.35	30.21	37.52
ROIC	29%	35%	40%	44%
ROE	15%	21%	19%	19%
毛利率	47%	50%	50%	50%
EBIT Margin	6%	10%	11%	12%
EBITDA Margin	15%	18%	19%	20%
收入增长	12%	11%	11%	10%
净利润增长率	-1218%	76%	15%	25%
资产负债率	62%	53%	49%	45%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	58	33	29	23
P/B	9	7	6	4
EV/EBITDA	23	17	14	12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	574785	636544	703404	773593
营业成本	304739	319834	351492	385018
研发费用	(85622)	(95305)	(104481)	(113360)
销售及管理费用	(56186)	(55569)	(58815)	(63136)
营业利润	36852	66035	79653	92242
财务费用	(233)	494	1673	4058
权益性投资损益	2	1	1	1
其他损益净额	938	(412)	(5427)	(1633)
税前利润	37545	66118	75900	94668
所得税费用	7120	12562	14421	17987
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	30425	53555	61479	76681
经调整归母净利润	30425	53555	61479	76681

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	30425	53555	61479	76681
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(48663)	(48140)	(53952)	(60346)
公允价值变动损失	938	(412)	(5427)	(1633)
财务费用	233	(494)	(1673)	(4058)
营运资本变动	(10279)	(45038)	12721	12511
其它	112525	97104	118758	123958
经营活动现金流	84946	57069	133579	151171
资本开支	(66125)	(55353)	(60888)	(66977)
其它投资现金流	2745	(670)	(703)	(738)
投资活动现金流	(49833)	(56023)	(61591)	(67715)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(8836)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	1793	6292	(6292)	0
融资活动现金流	(15879)	6292	(6292)	0
现金净变动	19499	7339	65696	83456
货币资金的期初余额	53888	73387	80726	146421
货币资金的期末余额	73387	80726	146421	229877
企业自由现金流	36,813	1316	71336	80907
权益自由现金流	11778	8008	66399	84194

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032