

亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) 24Q3 财报点评

零售稳健，云业务营业利润显著提升，资本开支持续增加

优于大市

核心观点

业绩总览: 1) **整体:** 24Q2 营业收入 1589 亿美元 (同比+11%)，符合上季度业绩指引，营业利润 174 亿美元 (上季度业绩指引 115-150 亿美元)，经营利润率为 11% (同比+3pcts、环比+1pcts)，净利润 153 亿美元 (去年同期净利润为 99 亿美元)。2) **分地区:** ①北美业务收入 955 亿美元 (同比+9%)，营业利润 57 亿美元 (OPM 同比+1pct)；②国际业务收入 359 亿美元 (同比+12%)，营业利润 13 亿美元 (去年同期亏损 1 亿美元)；③AWS 业务收入 275 亿美元 (同比+19%)，营业利润 104 亿美元 (OPM 同比+8pcts、环比+2pcts)。3) **分业务:** ①零售业务：网上商店收入 614 亿美元 (同比+7%)，实体店收入 52 亿美元 (同比+5%)，第三方卖家服务收入 379 亿美元 (同比+10%)。②广告及其他服务：订阅服务收入 113 亿美元 (同比+11%)，广告服务收入 143 亿美元 (同比+19%)，其他收入 13 亿美元 (同比+6%)。③云业务：AWS 收入 275 亿美元 (同比+19%)。

业务重点: ① **零售整体稳健，专注降低履约成本，国际零售利润率提升显著:** 北美业务同比+9%，Prime Day 销售创新高。国际零售同比+12%，营业利润率提升主要是履约成本的降低和广告收入贡献提升，但利润季度波动较大。② **云业务营业利润率持续提升，AI 业务达到翻倍以上同比增长:** 财报会表示 AI 业务数十亿美元的年营收，年增长率达到三位数。AWS 营业利润率 38%，得益于 AI 业务的需求提升、降本增效下的成本降低和服务器折旧摊销周期延长。③ **资本开支提升显著，指引 25 年资本支出继续增加:** 三季度资本支出 213 亿美元，同比+88%，包括 AI 技术设施和履约建设。公司预计 2025 年资本支出将继续增加，主要投资于数据中心和网络设备，同时将继续提高运营利润率。

业绩展望: 预计下季度收入 1815 亿美元至 1885 亿美元 (同比+7%-11%)，包括外汇汇率负面影响 10bps。营运利润 160-200 亿美元 (23 年同期为 132 亿美元)，计算营业利润率中位数约 10%。

投资建议: 零售与云业务增长稳健，我们小幅上调 2024-2025 财年收入预测至 6374/7043/7748 亿美元 (前值 6365/7034/7736 亿美元)，调整幅度 0/1%/1%。本季度云业务与国际零售利润率提升显著，指引后续运营利润率持续提高，上调 2024-2025 财年盈利预测至 573/645/811 亿美元 (前值 535/615/767 亿美元)，调整幅度 6%/5%/5%。目标价为 200-230 美元，对应 2024 年 EV/GAAP EBITDA 22x，维持“优于大市”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	637,449	704,283	774,826
(+/-%)	9%	12%	11%	10%	10%
归母净利润(百万美元)	-2,722	30,425	57,388	63,470	81,103
(+/-%)	—	-1218%	89%	11%	28%
EPS (美元)	-0.26	2.89	5.46	6.04	7.72
EBIT Margin	2.6%	6.4%	10.5%	11.1%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	-1.9%	15.1%	22.1%	19.7%	20.1%
市盈率 (PE)	-720	64	34	31	24
EV/EBITDA	41	27	19	16	13
市净率 (PB)	13	10	8	6	5

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	200.00 - 230.00 美元
收盘价	186 美元
总市值/流通市值	19564 亿美元/19564 亿美元
52 周最高价/最低价	201/144 美元
近 3 个月日均成交额	65 亿美元

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) 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》——2024-08-04
- 《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) -零售稳健增效，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

财报表现：零售稳健，云业务营业利润显著提升，资本开支持续增加

◆ 零售整体稳健，专注降低履约成本，国际零售利润率提升显著

零售整体稳健，北美业务收入 955 亿美元（同比+9%），本季度 Prime Day 的销售额和销售数量创下历史新高。国际业务收入 359 亿美元（同比+12%）。财报会表示北美与国际消费者都更加注重价格，带来了 ASP 的下降和日常必需品需求的增长，也带动 Prime 会员销售增长，因其可以提供更优惠的价格、快速的配送以及优质的 Prime 会员服务。

本季度国际零售业务营业利润率 4%（同比+4pcts、环比+3pcts），财报会表示利润率提升主要是履约成本的降低和广告收入贡献提升，但国际零售的利润季度波动较大，履约网络建设任重道远，不同国家处于不同发展阶段。

2024 年将继续通过优化配送网络、提高自动化程度、扩大 Prime 会员群体等方法降低服务成本。比如改变商品入库和分配方式。扩大同日配送设施，本季度超 4000 万客户享受免费同日配送服务，同比增长超 25%。创新机器人技术，第 12 代配送中心采用新机器人技术，降低处理时间、提高配送效率和安全性。

◆ 云业务保持高增速，营业利润率持续提升，AI 业务达到翻倍以上同比增长

本季度 AWS 业务收入 275 亿美元（同比+19%），在 AI 的驱动下保持高增速。财报会表示 AI 业务目前是数十亿美元的营收体量，但增速快、年增长率达到三位数。本季度 AWS 营业利润率 38%（同比+8pcts、环比+2pcts），得益于 AI 业务的需求提升和降本增效下的成本降低，也包括服务器折旧摊销周期延长带来的利润率同比提高约 200bps。

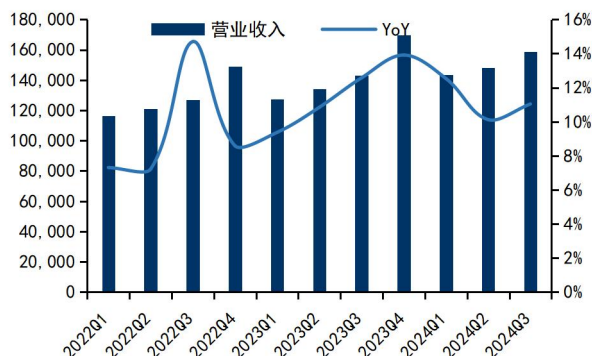
◆ 资本开支提升显著，指引 25 年资本支出继续增加

三季度资本支出 213 亿美元，同比+88%、增长显著。不同于去年缩减履约支出、扩大 AI 投资占比，本季度资本开支既包括 AI 等技术基础设施支持，如公司投资定制硅片 Trainium 用于训练和 Inferentia 用于推理，也包括北美和国际业务板块的履约建设，如对同日配送设施、入站网络以及机器人和自动化的投资。

公司预计 2025 年资本支出将继续增加，主要投资于数据中心和网络设备，以满足人工智能业务的增长需求。同时，预计将继续提高运营利润率。

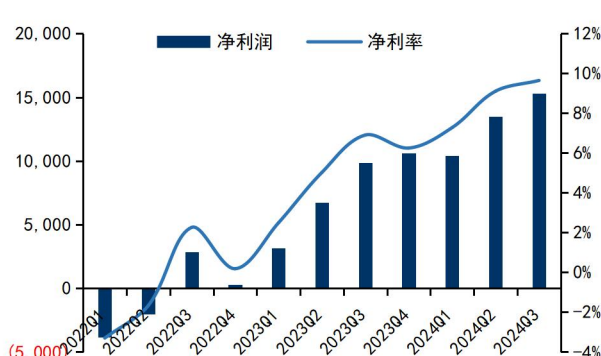
概览：整体来看，24Q3 营业收入 1589 亿美元（同比+11%），符合上季度业绩指引 8-11%，营业利润 174 亿美元（去年同期 112 亿美元，超上季度业绩指引 115-150 亿美元），经营利润率为 11%（同比+3pcts、环比+1pcts），净利润 153 亿美元（去年同期净利润为 99 亿美元）。

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:

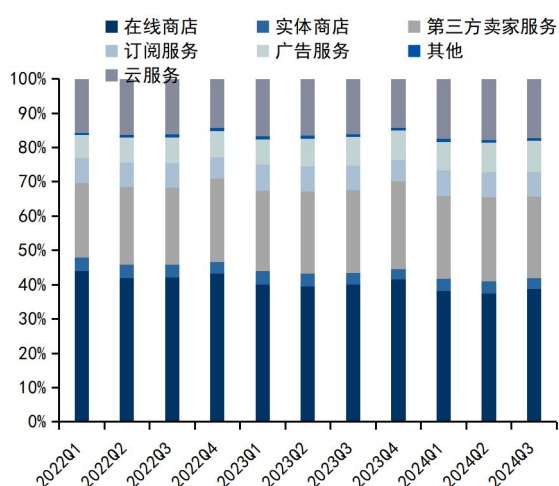
- 1) 北美业务收入 955 亿美元 (同比+9%)，营业利润 57 亿美元 (去年同期 43 亿美元)，营业利润率达 6% (同比+1pct，环比持平)。北美营收增速稳健，营业利润率环比持平。
- 2) 国际业务收入 359 亿美元 (同比+12%)，营业利润 13 亿美元 (去年同期亏损 1 亿美元)，本季度延续上季度营业利润持续增长，营业利润率 4%，利润主要是由履约成本的降低，包括更好的库存布局和更集中的货运来改善成本结构。同时广告收入贡献增加，商品范围和配送速度也有所提高。
- 3) AWS 业务收入 275 亿美元 (同比+19%)，营业利润 104 亿美元 (去年同期 70 亿美元)。客户推动创新、工作负载上云需求仍在继续。营业利润率 38% (同比+8pcts、环比+2pcts)，得益于 AI 业务带来的效率提升和降本增效下的成本控制，也包括服务器折旧摊销周期延长带来的利润率同比提高约 200bps。

◆ 分业务来看:

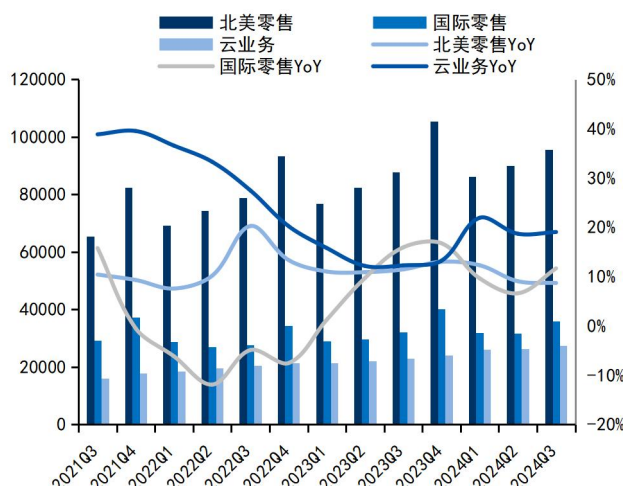
- 1) **零售业务:** 网上商店收入 614 亿美元 (同比+7%)，实体店收入 52 亿美元 (同比+5%)，第三方卖家服务收入 379 亿美元，(同比+10%)。消费者更加注重价格，亚马逊通过提供更多低价商品、更快的配送以及优质的 Prime 会员服务来满足消费者需求。
- 2) **广告与其他收入:** 订阅服务收入 128 亿美元 (同比+11%)，广告服务收入 128 亿美元 (同比+20%)，其他收入 12.6 亿美元 (同比-6%)。
- 3) **云业务:** AWS 收入 275 亿美元 (同比+19%)。云业务增长高于一致预期 17%，AI 服务带来增长动力。

图3: 分业务收入变化情况 (单位: 百万美元、%)

图4: 亚马逊分地区收入占比变化情况 (单位: 百万美元)

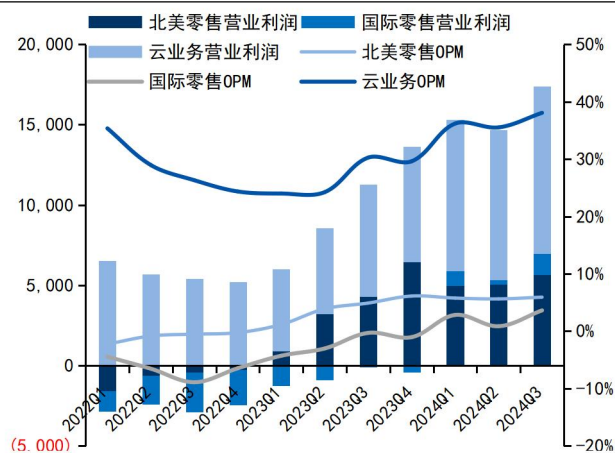


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理



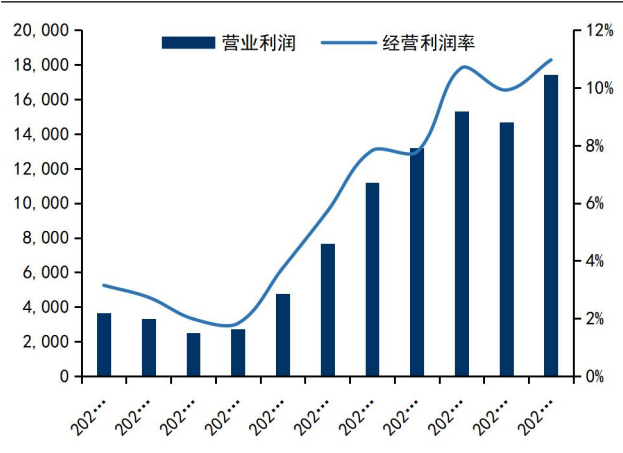
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图5: 分业务营业利润变化情况 (单位: 百万美元)



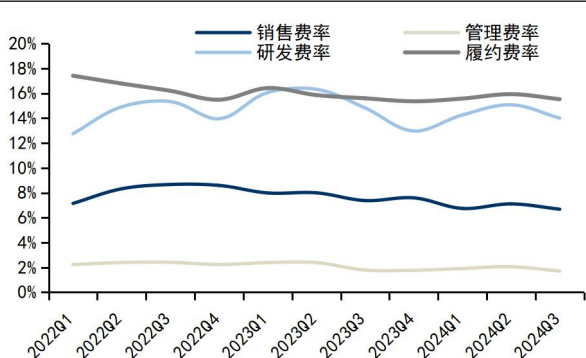
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图6: 亚马逊营业利润与 OPM 变化情况 (单位: 百万美元、%)



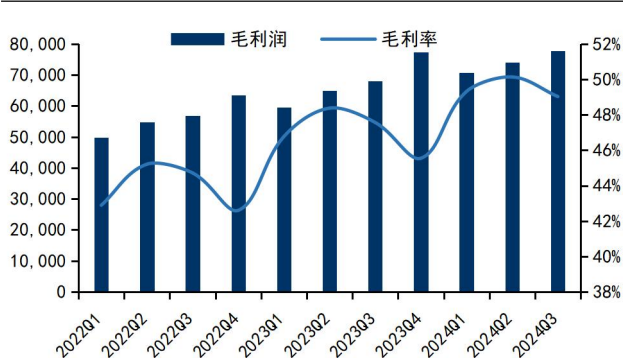
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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: 亚马逊毛利润与毛利率情况 (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：三季度资本支出（含融资租赁）213 亿美元，同比+88%。预计 25 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：预计下季度收入 1815 亿美元至 1885 亿美元（同比+7%-11%），包括外汇汇率负面影响 10bps。营运利润 160-200 亿美元（23 年同期为 132 亿美元），计算营业利润率中位数约 10%。

4. AI 领域布局：

◆ 算力端：

- 1) 推出了最新一代 Graviton4 处理器的新的内存优化、计算优化和通用 Amazon EC2 实例，该处理器比上一代芯片提升了 75% 的内存带宽和 30% 的计算性能；
- 2) 推出 Oracle Database，客户无需更改数据库或应用程序将 Oracle 工作负载迁移到 AWS 上的专用基础设施。

◆ 模型端：

- 1) 在 Amazon Bedrock 和 Amazon SageMaker 中推出了新的基础模型，包括 AI21 Labs 的 Jamba 15 系列、Anthropic 的升级版 Claude 3.5 Sonnet、Meta 的 Llama 3.2、Mistral Large 2 和多种 Stability AI 模型。
- 2) 与 Databricks 达成战略合作，以加速在 AWS 上使用 Databricks 人工智能构建的定制模型的开发。

◆ 应用端：

- 1) Amazon Q：作为一款强大的生成式 AI 编程助手，具有较高的代码接受率，例如在应用迁移中为亚马逊团队节省大量成本和时间。
- 2) Rufus：推出了生成式人工智能购物助理，通过人工智能导购 AI 的信息，从而加速客户信息的匹配；
- 3) Project Amella：为卖家提供个人定制的商业分析；
- 4) 对 Alexa 的大脑进行重新架构，在设备中增加更多 AI 功能，如新款 Kindle Scribe 的笔记功能；

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	81159	157799	249434
应收款项	52253	57950	64025	70438
存货净额	33318	25630	28825	32057
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	172351	178802	265415	367433
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	541106	629229	736245
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	84981	65373	73522	81764
其他流动负债	79936	46749	54594	63606
流动负债合计	164917	112122	128116	145370
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	281843	306496	332409
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	201875	259263	322733	403836
负债和股东权益总计	527854	541106	629229	736245

关键财务与估值指标

	2023	2024E	2025E	2026E
经调整 EPS	2.9	5.5	6.0	7.7
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	19.21	24.67	30.70	38.42
ROIC	29%	37%	41%	45%
ROE	15%	22%	20%	20%
毛利率	47%	49%	49%	49%
EBIT Margin	6%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	15%	18%	19%	20%
收入增长	12%	11%	10%	10%
净利润增长率	-1218%	89%	11%	28%
资产负债率	62%	52%	49%	45%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	64	34	31	24
P/B	10	8	6	5
EV/EBITDA	26	19	16	13

利润表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	574785	637449	704283	774826
营业成本	304739	322909	358362	395161
研发费用	(85622)	(93065)	(102710)	(108476)
销售及管理费用	(56186)	(55050)	(58524)	(63180)
营业利润	36852	67237	78120	92526
财务费用	(233)	689	1976	4522
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	67515	74670	95415
所得税费用	7120	10127	11201	14312
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	30425	57388	63470	81103
经调整归母净利润	30425	57388	63470	81103

现金流量表 (百万美元)

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	30425	57388	63470	81103
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	(689)	(1976)	(4522)
营运资本变动	(10279)	(42145)	15383	16268
其它	112525	97104	118758	123958
经营活动现金流	84946	63795	138231	159351
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	0	0	0
融资活动现金流	(15879)	0	0	0
现金净变动	19499	7772	76640	91635
货币资金的期初余额	53888	73387	81159	157799
货币资金的期末余额	73387	81159	157799	249434
企业自由现金流	36,813	7856	75664	88530
权益自由现金流	11778	8442	77343	92373

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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