

## 公司研究

## 亚马逊 24Q3 多部门营业利润率创新高，AWS 核心竞争力稳固

## ——亚马逊 (AMZN.O) 2024 年三季度报业绩点评

## 买入 (维持)

当前价/目标价: 186.40/227.1 美元

## 作者

分析师: 付天姿 CFA FRM

执业证书编号: S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

联系人: 宾特丽亚

binteliya@ebscn.com

021-52523681

## 市场数据

总股本(亿股): 105.15

总市值(亿美元): 19600

一年最低/最高(美元): 137.45/201.20

近3月换手率(%): 0.45%

## 股价相对走势



资料来源: Wind

## 市场数据

%	1M	3M	1Y
相对	-3.6	-7.9	9.1
绝对	0.6	-3.6	44.5

资料来源: Wind

## 相关研报

电商与云的先驱者和守擂者, 如何寻求跨越周期的利润增长? ——亚马逊

(AMZN.O) 投资价值分析报告  
(2024-10-21)

亚马逊 24Q1 净利润超预期, AWS 收入加速增长——美股互联网传媒行业跟踪报告(七)(2024-05-03)

亚马逊 23Q4 主营业务盈利加速修复, AWS 收入增速小幅回暖——美股互联网传媒行业跟踪报告(四)(2024-02-02)

亚马逊 23Q3 净利润超预期, Bedrock 为云业务复苏提供动力——AIGC 行业跟踪报告(三十二)(2023-10-29)

## 要点

## 事件:

美国东部时间 10 月 31 日盘后, 亚马逊发布 24Q3 业绩。截至北京时间 11 月 1 日上午 8:00, 亚马逊盘后股价+7%。

## 点评:

**亚马逊 24Q3 净销售额高于预期, EPS 显著增长。**24Q3 亚马逊实现净销售额 1588.8 亿美元, 高于彭博一致预期(下文简称一致预期) 1%, 同比增长 11.0%; EPS 1.43 美元, 同比增长 52.1%, 高于一致预期 23.7%。公司指引 24Q4 净销售额 1815-1885 亿美元(中位数低于一致预期 0.89%)、同比增长 7%-11%, 且增速放缓; 预计营业利润将在 160-200 亿美元(中位数低于一致预期 0.25%)。

**AWS 收入保持增幅, AI 业务需求强劲。**24Q3 亚马逊 AWS 收入 274.52 亿美元(vs 一致预期-0.13%), 同比增长 19.1%(24Q2 同比增速 18.7%); 3P 净销售额 378.6 亿美元, 同比增长 10%(vs 一致预期-0.93%); 广告收入 143.3 亿美元, 同比增长 19%(vs 一致预期+0.57%)。根据 24Q3 电话会, AWS AI 业务价值数十亿美元, 并以三位数的年增长率增长, AWS 发布的 ML 和 GenAI 功能在过去 18 个月约为其他领先同业总和的 2 倍, 自研 AI 芯片 Inferentia 和 Trainium2 相比英伟达的芯片更具性价比。

**多部门利润放量, AWS 营业利润率创新高。**24Q3 亚马逊 GAAP 净利润 153.3 亿美元, 高于一致预期 23.6%, 同比增长 55.2%; 营业利润 174.1 亿美元, 同比增长 55.6%, 营业利润率达到创纪录的 11.0%。

**1) AWS:** 营业利润 104.5 亿美元, 同比增长 49.8%, 营业利润率 38.1%, 环比上升 2.5pcts, 继 24Q1 的 37.6% 以来再创历史新高。根据 24Q3 电话会, AWS 业务持续降本增效, 将从 2024 年开始延长服务器的预计使用寿命, 为 AWS 的 24Q3 利润率同比增长贡献约 2pcts。

**2) 电商业务:** 除 AWS 外其他业务营业利润 69.6 亿美元, 环比上升 30.5%; 营业利润率 5.3%, 环比上升 0.9pcts。

**3) 分区域业务:** 北美业务 24Q3 营业利润率 5.93%, 国际业务营业利润率大增至 3.6%, 高于市场预期的 1.23%。根据公司 24Q3 业绩电话会, 公司预期国际业务营业利润率将对齐北美业务营业利润率。

**4) 降本增效成果显著,**销售和营销费用同比下降 17.8%、行政费用同比下降 9.9%。

**5) 物流:** 物流履约费用率 15.5%, 同比和环比下行。根据公司业绩电话会, 24Q3 亚马逊物流中心库存分布效率逐年提高 25%, 当日达订单数同比增长 25%, 第 12 代运营中心配送时间减少 25%。

**24 年度资本支出将加速增长, 主要用于 AWS 基础设施建设。**24Q3 亚马逊资本支出(TTM) 655 亿美元, 同比上涨 29.7%。根据 24Q3 电话会, 24 年度资本支出将达 750 亿美元, 25 年资本支出将高于 24 年, 主要用于支持 AWS 基础设施建设。

**持续加强 AI 相关基础设施建设和产品开发。**1) **Amazon Bedrock:** 上线 Claude 3.5 Sonnet、Llama 3.2 等多个性能强大的开源模型。2) **Amazon Q:** 根据公司电话会, Amazon Q 在多行代码建议方面具有业内最高的代码接受率, Q Transform 为亚马逊团队节省 2.6 亿美元和 4500 年的开发人员时间。3) **AI+购物:** Rufus 向更多国家推出并完善个性化功能, 面向消费者推出 AI 购物指南, 面向卖家推出 Project Amelia 助手。

**投资建议：**当前公司核心电商业务面临消费环境的不确定性和竞争压力，但 24Q3 降本增效举措大超预期，验证了公司逐渐走出投入和产出的错配周期，迎来盈利放量周期。AWS 业务的客户基本盘和核心竞争力稳固，AI 服务和产品持续迭代并加速扩张，维持亚马逊 24-26 年营业收入预测 6438.6/7203.9/8044.7 亿美元。考虑到亚马逊物流履约费用率处于下行通道中，随着亚马逊在物流系统集成更先进的 AI 技术和人形机器人，电商业务仍有成本优化的空间，我们上调亚马逊 24-26 年净利润预测至 510.8/633.2/796.7 亿美元（相比上次预测+5.9%/+1.5%/+2.8%），对应 PE 38x/31x/25x，看好亚马逊的长期盈利增长潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济风险、云服务竞争加剧风险、AI 商业化不及预期风险。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万美元）	513,983	574,785	643,856	720,391	804,473
营业收入同比增速	9.39%	11.83%	12.02%	11.89%	11.67%
净利润（百万美元）	-2,722	30,425	51,077	63,323	79,674
净利润同比增速	-	-	67.88%	23.98%	25.82%
EPS（美元）	-0.27	2.95	4.86	6.02	7.58
P/E	-	63	38	31	25

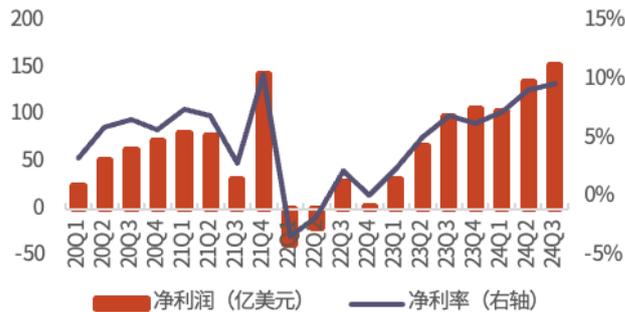
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2024-10-31

图 1: 20Q1-24Q3 亚马逊营业收入与同比增速



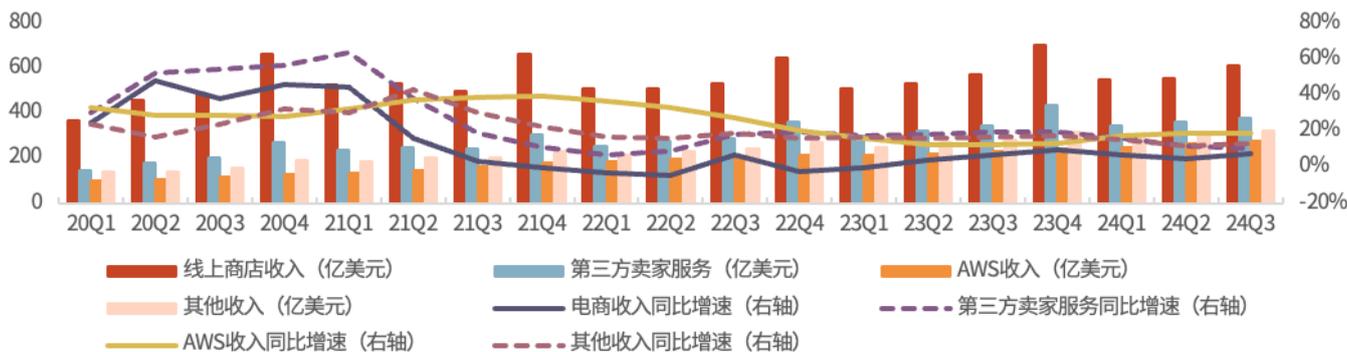
资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

图 2: 20Q1-24Q3 亚马逊净利润与净利率变化趋势



资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

图 1: 20Q1-24Q3 亚马逊部门营业收入与同比增速



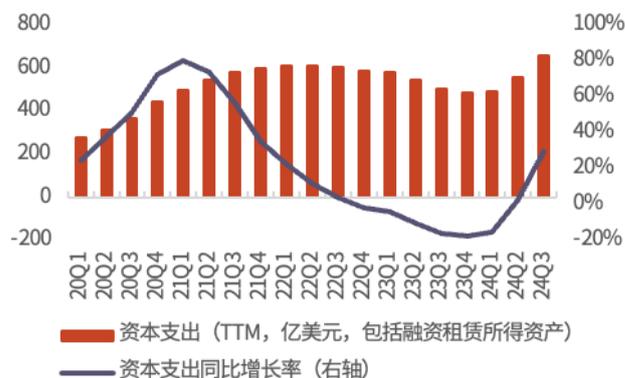
资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

图 2: 20Q1-24Q3 亚马逊主营业务与 AWS 营业利润



资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

图 3: 20Q1-24Q3 亚马逊资本支出 (TTM) 与同比增速



资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	513,983	574,785	643,856	720,391	804,473
营业成本	288,831	304,739	331,701	369,561	408,672
折旧和摊销	83,842	97,326	33,179	37,806	43,155
销售费用	42,238	44,370	44,426	48,266	52,291
管理费用	11,891	11,816	13,408	15,001	16,752
物流履约费用	84,299	90,619	93,376	98,986	104,310
研发费用	73,213	85,622	96,578	109,499	123,084
营业利润	12,248	36,852	63,525	78,135	98,312
利润总额	-5,936	37,557	63,025	78,135	98,312
所得税	-3,217	7,120	11,948	14,813	18,638
净利润	-2,722	30,425	51,077	63,323	79,674

现金流量表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	46,752	84,946	80,550	103,419	123,765
净利润	-2,722	30,425	51,077	63,323	79,674
折旧摊销	83,842	97,326	33,179	37,806	43,155
净营运资金增加	2,485	6,601	21,752	7,703	8,950
其他	-36,853	-49,406	-25,458	-5,412	-8,015
投资活动产生现金流	-37,601	-49,833	-58,479	-59,985	-64,985
净资本支出	-58,321	-48,133	-50,005	-60,005	-65,005
长期投资变化	2,900	5,700	0	0	0
其他资产变化	17,820	-7,400	-8,474	20	20
融资活动现金流	9,718	-15,879	-1,273	-819	194
股本变化	103	1	0	0	0
债务净变化	18,906	-8,936	10	10	10
无息负债变化	15,422	18,283	5,516	13,996	14,592
净现金流	18,869	19,234	20,798	42,615	58,973

资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	462,675	527,854	584,457	661,786	756,061
货币资金	53,888	73,387	94,312	137,084	196,250
交易性金融资产	16,138	13,393	13,393	13,393	13,393
应收账款	39,260	48,056	63,482	71,028	79,318
存货	34,405	33,318	36,267	40,407	44,684
其他流动资产	-1,400	-1,203	-1,203	-1,203	-1,203
流动资产合计	146,791	172,351	212,128	267,258	339,684
长期股权投资	2,900	5,700	5,700	5,700	5,700
固定资产	152,039	170,221	181,724	197,379	214,071
在建工程	30,020	28,840	34,420	41,210	46,605
无形资产	4,950	6,540	6,283	6,037	5,800
商誉	20,288	22,789	22,789	22,789	22,789
其他非流动资产	98,174	108,216	108,216	108,216	108,216
非流动资产合计	315,884	355,503	372,329	394,528	416,378
总负债	316,632	325,979	331,505	345,511	360,113
应付票据	79,600	84,981	96,480	107,492	118,868
预收账款	13,227	15,227	17,057	19,084	21,312
其他流动负债	51,619	48,244	48,244	48,244	48,244
流动负债合计	155,393	164,917	170,433	184,429	199,021
长期借款	67,150	58,314	58,324	58,334	58,344
应付债券	6,700	6,600	6,600	6,600	6,600
其他非流动负债	87,389	96,148	96,148	96,148	96,148
非流动负债合计	161,239	161,062	161,072	161,082	161,092
股东权益	146,043	201,875	252,952	316,274	395,948
股本	108	109	105	105	105
公积金	75,066	99,025	99,081	99,081	99,081
未分配利润	83,193	113,618	164,642	227,965	307,639
归属母公司权益	146,043	201,875	252,952	316,274	395,948

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP