

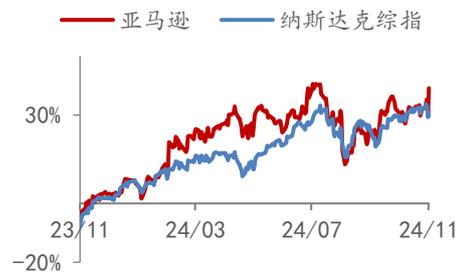
利润显著超预期，云业务 OPM 创新高

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-05

| | |
|------------------|-------------|
| 收盘价（美元） | 195.78 |
| 近 12 个月最高/最低（美元） | 201.2/119.6 |
| 总股本（百万股） | 10,515 |
| 流通股本（百万股） | 10,515 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿美元） | 20,586 |
| 流通市值（亿美元） | 20,586 |

公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. Amazon 深度：壁垒高筑，资本投入下带来业绩展望 2024-04-06
2. Adobe 深度：生态为主 AI 为辅，创意工具厚积薄发 2024-03-04

主要观点：

● 公司业绩

1) 整体来看：2024Q3，亚马逊收入录得 1588.8 亿美元，同比增长 11%，略高于彭博一致预期 1.0%；operating income 录得 174.11 亿美元，同比+55.6%，显著高于彭博一致预期 18.1%，OPM 达 11.0%，同比+2.2pct，环比+1.1pct。GAAP 净利润录得 153.28 亿美元，同比+55.2%，大幅高于彭博一致预期 23.6%。

2) 分业务看：在线商店收入录得 614 亿美元，同比+7.2%；实体店业务收入录得 52 亿美元，同比+5.4%；三方零售业务收入录得 379 亿美元，同比+10.3%；订阅业务收入录得 113 亿美元，同比+10.9%；AWS 收入录得 275 亿美元，同比+19.1%，各条业务线收入侧基本 inline。

● AWS 和国际零售业务 OPM 创历史新高，北美零售 OPM 持续改善

1) AWS：本季度 AWS 业务 OPM 达 38.1%，同比+7.8pct，环比+2.5pct，创下历史新高。云业务 operating profit 达 104.47 亿美元，显著超过彭博一致预期 14.5%。云业务的利润改善主要受延长服务器寿命驱动（为三季度云业务 OPM 同比增长贡献 200bp）。

2) 零售端：零售业务利润率的持续改善主要靠 2 点，首先是广告业务驱动，广告收入占比扩大，带动整体零售 OPM 上行，其次是履约端的优化（区域化改革等），推动成本和费用改善。国际零售 OPM 本季度达 3.6%，创下历史新高，operating profit 录得 13 亿美元，远高于彭博预期的 4 亿美元，我们认为国际零售业务的规模效应已开始显现，海外地区已经进入利润释放阶段。

● 指引超预期，继续加码资本投入

公司预计四季度营业利润在 160 亿美元至 200 亿美元之间，中值高于彭博预期的 170 亿美元。此外，公司继续加码资本投入，预计 24 年全年 Capex 达 750 亿美元，意味 Q4 Capex 达 230 亿美元，高于彭博预期的 190 亿美元。此外预计 25 全年 Capex 超过 750 亿美元，高于彭博预期的 730 亿美元。

● 投资建议

我们预计亚马逊 2024-2026 年收入为 6363/7028/7706 亿美元，同比+10.71%/+10.44%/+9.66%；净利润预计录得 552 /744 /942 亿美元，同比+81.44%/+34.73%/+26.71%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动；云计算行业竞争加剧等；线上零售需求减弱。

● 重要财务指标

单位:百万美元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 574,785 | 636,338 | 702,762 | 770,619 |
| 收入同比 (%) | 11.83% | 10.71% | 10.44% | 9.66% |
| 净利润 | 30,425 | 55,203 | 74,374 | 94,239 |
| 同比 (%) | - | 81.44% | 34.73% | 26.71% |
| 每股收益 EPS(美元) | 2.90 | 5.18 | 6.91 | 8.67 |
| 市盈率 (P/E) | 56 | 38 | 28 | 22 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 单位:百万美元 | | | | | 单位:百万美元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 172,351 | 208,172 | 280,292 | 366,586 | 营业收入 | 574,785 | 636,338 | 702,762 | 770,619 |
| 现金及现金等价物 | 73,387 | 100,788 | 162,409 | 240,184 | 增长率 | 11.83% | 10.71% | 10.44% | 9.66% |
| 有价证券 | 13,393 | 13,393 | 13,393 | 13,393 | 营业成本 | 304,739 | 323,480 | 350,801 | 373,084 |
| 存货 | 33,318 | 37,004 | 39,257 | 41,848 | %销售收入 | 53.02% | 50.83% | 49.92% | 48.41% |
| 应收款项 | 52,253 | 56,987 | 65,232 | 71,161 | 毛利 | 270,046 | 312,858 | 351,961 | 397,535 |
| 非流动资产 | 355,503 | 395,081 | 436,686 | 481,336 | 履约费用 | 90,619 | 99,760 | 109,705 | 117,508 |
| 固定资产 | 204,177 | 232,812 | 263,734 | 296,870 | 研发费用 | 85,622 | 89,175 | 101,900 | 120,217 |
| 经营租赁 | 72,513 | 81,071 | 89,096 | 97,939 | 销售费用 | 44,370 | 45,118 | 48,350 | 50,090 |
| 无形资产 | 22,789 | 25,174 | 27,832 | 30,503 | 一般及行政开支 | 11,816 | 11,475 | 10,541 | 7,706 |
| 其他 | 56,024 | 56,024 | 56,024 | 56,024 | 其他营业费用 | 767 | 959.3426 | 702.762 | 770.6193 |
| 资产总计 | 527,854 | 603,253 | 716,977 | 847,922 | 营业利润 | 36,852 | 66,371 | 80,761 | 101,244 |
| 流动负债 | 164,917 | 169,928 | 184,449 | 190,448 | %销售收入 | 6.41% | 10.43% | 11.49% | 13.14% |
| 应付款项 | 84,981 | 85,053 | 95,493 | 97,528 | 利息收入 | 2,949 | 4,546 | 4,919 | 5,394 |
| 预提费用 | 64,709 | 68,457 | 72,089 | 75,197 | 利息支出 | -3,182 | -2,617 | -2,811 | -3,082 |
| 递延收入 | 15,227 | 16,417 | 16,866 | 17,724 | 其他收入 | 938 | -2,718 | -1,406 | -1,541 |
| 非流动负债 | 161,062 | 144,042 | 136,029 | 132,515 | 除税前利润 | 37,557 | 65,582 | 81,464 | 102,014 |
| 长期租赁负债 | 77,297 | 72,964 | 71,277 | 68,557 | %销售收入 | 6.53% | 10.31% | 11.59% | 13.24% |
| 长期负债 | 58,314 | 45,627 | 39,302 | 38,507 | 所得税 | -7,120 | -10,294 | -7,028 | -7,706 |
| 其他长期负债 | 25,451 | 25,451 | 25,451 | 25,451 | 权益法税后投资收 | -12 | -85.1786 | -62.9373 | -69.0144 |
| 负债合计 | 325,979 | 313,969 | 320,478 | 322,963 | 净利润 | 30,425 | 55,203 | 74,374 | 94,239 |
| 库存股成本 | -7,837 | -7,837 | -7,837 | -7,837 | %销售收入 | 5.29% | 8.68% | 10.58% | 12.23% |
| 额外实收资本 | 99,025 | 126,186 | 156,885 | 191,319 | 归母净利润 | 30,425 | 55,203 | 74,374 | 94,239 |
| 累计其他损失 | -3,040 | -3,040 | -3,040 | -3,040 | %销售收入 | 5.29% | 8.68% | 10.58% | 12.23% |
| 留存收益 | 113,618 | 173,866 | 250,382 | 344,407 | | | | | |
| 权益合计 | 201,875 | 289,284 | 396,499 | 524,958 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 527,854 | 603,253 | 716,977 | 847,922 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万美元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | 30,425 | 55,203 | 74,374 | 94,239 |
| 折旧摊销 | 48,663 | 50,907 | 56,221 | 61,650 |
| 以股份为基础的薪 | 24,023 | 27,161 | 30,699 | 34,434 |
| 其他调整 | -6,624 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 1,449 | -3,686 | -2,254 | -2,590 |
| 应收账款 | -8,348 | -4,734 | -8,245 | -5,929 |
| 应付账款 | 5,473 | 72 | 10,440 | 2,034 |
| 预提费用 | -2,428 | 3,748 | 3,632 | 3,108 |
| 递延收入 | 4,578 | 1,190 | 449 | 858 |
| 其他资产 | -12265 | -10942.6 | -10683.4 | -11513.4 |
| 经营活动净现金流 | 84,946 | 118,919 | 154,633 | 176,290 |
| 购买固定资产和无 | -52,729 | -80,000 | -90,000 | -100,000 |
| 投资活动净现金流 | -49,833 | -75,000 | -85,000 | -95,000 |
| 长期负债变动 | -15,879 | -17,020 | -8,012 | -3,514 |
| 筹资活动净现金流 | -15,879 | -17,020 | -8,012 | -3,514 |
| 汇率变动影响额 | 403 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加值 | 19,637 | 26,898 | 61,621 | 77,775 |

| 主要财务比率 | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 回报率 | | | | |
| 净资产收益率 | 15.07% | 19.08% | 18.76% | 17.95% |
| 总资产收益率 | 5.76% | 9.15% | 10.37% | 11.11% |
| 盈利能力 | | | | |
| 营业总收入增长率 | 11.83% | 10.71% | 10.44% | 9.66% |
| 毛利率 | 46.98% | 49.17% | 50.08% | 51.59% |
| 净利率 | 5.29% | 8.68% | 10.58% | 12.23% |
| 资产管理能力 | | | | |
| 应收款项周转天数 | 33.2 | 32.7 | 33.9 | 33.7 |
| 应付款项周转天数 | 54.0 | 48.8 | 49.6 | 46.2 |
| 存货周转天数 | 21.2 | 21.2 | 20.4 | 19.8 |
| 总资产周转率 | 109% | 105% | 98% | 91% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 61.76% | 52.05% | 44.70% | 38.09% |
| 流动比率 | 1.0 | 1.2 | 1.5 | 1.9 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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;
- 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。