

买入

2024年12月16日

AI 发展前景乐观，贝索斯回归亚马逊

- AWS 的 AI 业务已达到数十亿美元的规模，增速达到三位数，是 AWS 增速的 3 倍以上。在 2024 年的 AWS 大会上，公司发布了由 Trainium2 驱动的 Amazon EC2 Trn2 实例，比当前基于 GPU 的 EC2 实例的性价比高出 30-40%，同时发布了首款采用 3nm 工艺的 Trainium3。苹果公司表示，当前运用 AWS 芯片在推理工作负载方面已提效 40% 以上，预计在 Trainium 2 上预训练模型的效率将提高 50%。近期贝索斯表示回归亚马逊的管理团队，专注于推动公司在 AI 领域的进一步突破。
- **电商业务受益于行业扩张，持续创新与成本管控：**据 eMarketer 测算，2024 年全球电商销售额将同比增长 8.4% 至 6.09 万亿美元，未来五年将保持高单位数增长。亚马逊作为中国以外电商市场的最大玩家，将持续受益于电商行业的增长。近期美国消费需求具备韧性，Adobe 预计黑五期间电商销售额达到 108 亿美元，同比增长 10.2%。由于亚马逊的自建物流成本较高，公司持续注重成本管控和提效。公司正在优化包裹入站网络的流程，在配送中心使用机器人和自动化设备，能够有效替代海外高昂的人力成本。
- **2024Q3 业绩摘要：**总收入为 1,589 亿美元 (YoY+11%)。运营利润为 174 亿美元，净利润为 153 亿美元，摊薄后每股盈利为 1.43 美元，同比增长 52%。运营现金流 TTM 同比增长 57% 至 1,127 亿美元，自由现金流 TTM 同比增长 123% 至 477 亿美元。**指引：**预计 2023Q4 收入为 1,815-1,885 亿美元，同比增长 7-12%，运营利润为 160-200 亿美元，同比增长 21-52%。预计 2024 年资本开支约为 750 亿美元，前三个季度的资本开支为 519 亿美元，已超过 2023 年。
- **目标价 269.40 美元，买入评级：**预计 2024-2026 年总收入为 6,403、7,089、7,810 亿美元，YoY+11%/11%/10%，预计经营利润为 653、808、976 亿美元，摊薄后每股盈利为 5.29、6.45、7.71 美元，YoY+82%/22%/20%。采用分部估值法，求得目标价 269.40 美元，对应现价 18% 的上涨空间，买入评级。
- **风险因素：**1) 宏观经济衰退致使云计算支出放缓，收入增速放缓；2) AI 业务进展不及预期，竞争力下降；3) 来自独立站和新晋玩家的竞争加剧，市场份额下降；4) 美国 FTC 起诉亚马逊，部分业务面临拆分重组风险。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	电商/云计算	
股价	228.97 美元	
目标价	269.40 美元 (+18%)	
股票代码	AMZN US	
总股数	105 亿股	
市值	2.4 万亿美元	
52 周高/低	231.20 美元/144.05 美元	
每股账面值	24.66 美元	
主要股东	Jeff Bezos	8.65%
	Vanguard	7.66%
	Blackrock	6.35%

盈利摘要

截至12月31日止财年年度	22财年历史	23财年历史	24财年预测	25财年预测	26财年预测
总营业收入 (美元, 百万)	513,983	574,785	640,348	708,858	780,972
变动	9%	12%	11%	11%	10%
经营利润	12,248	36,852	65,307	80,800	97,611
变动	-51%	201%	77%	24%	21%
经营利润率	2.4%	6.4%	10.2%	11.4%	12.5%
每股盈利 (美元)	-0.27	2.90	5.29	6.45	7.71
变动	-108%	1186%	82%	22%	20%
基于228.97美元的市盈率 (估)	N/A	79	43	36	30

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

AI 发展前景乐观，贝索斯回归亚马逊

AI 业务三位数增长

AWS 的 AI 业务已达到数十亿美元的规模，增速达到三位数，是 AWS 增速的 3 倍以上。亚马逊将 AI 服务分为三层，**最底层**主要针对模型构建者，公司与英伟达建立了深厚的合作伙伴关系，同时随着客户开始对 AI 工作负载的性价比有更多需求，公司持续投资定制芯片 Trainium，从成本角度对客户具备吸引力。在**中间层**，Amazon Bedrock 为开发者提供了不同基础模型的选择，包括近期添加的 Anthropic Claude 3.5 Sonnet、Meta 的 Llama 3.2 以及 Mistral Large 2，用于部署 AI 应用。在**应用层**，软件开发助手 Amazon Q 近期为亚马逊团队节省了 2.6 亿美元和 4,500 名开发人员的时间。

定制芯片提升性价比

在 2024 年的 AWS 大会上，公司发布了由 Trainium2 驱动的 Amazon EC2 Trn2 实例，比当前基于 GPU 的 EC2 实例的性价比高出 30-40%，同时发布了首款采用 3nm 工艺的 Trainium3。苹果公司表示，当前运用 AWS 芯片在推理工作负载方面已提效 40% 以上，预计在 Trainium 2 上预训练模型的效率将提高 50%。同时，Anthropic 与亚马逊芯片部门 Annapurna 保持密切合作，当前正在共同构建 Project Rainier，计划在数十万颗 Trainium2 芯片上扩展分布式模型训练。

与 Anthropic 深度合作

贝索斯回归，领导 AI 业务

近期贝索斯表示回归亚马逊的管理团队，专注于推动公司在 AI 领域的进一步突破，AI 技术将对亚马逊的业务模式和未来战略产生重大的影响。

电商业务受益于行业扩张，持续创新与成本管控

黑五线上数据强劲

据 eMarketer 测算，2024 年全球电商销售额将同比增长 8.4% 至 6.09 万亿美元，预计 2025 年将增长 7.8%，未来五年将保持高单位数增长。其中，中美两国的电商销售额合计超过 2.32 万亿美元。亚马逊作为中国以外电商市场的最大玩家，将持续受益于电商行业的增长。CNBC/NRF 数据显示，美国消费需求具备韧性，在 10 月强劲增长的基础上，11 月销售额将继续增长，部分感恩节的假期数据将计入 12 月。Adobe 预计黑五期间电商销售额达到 108 亿美元，同比增长 10.2%。

自建物流创新增效，提升电商经营杠杆

由于亚马逊的自建物流成本较高，公司持续注重成本管控和提效。公司正在优化包裹入站网络的流程，已将配送中心的库存管理能力提高 25%，包括增加每箱的商品件数以及降低配送时间和运输成本。另一方面体现在当日达设施，公司在配送中心使用机器人和自动化设备，能够有效替代海外高昂的人力成本。

2024Q3 业绩摘要及指引

2024Q3 业绩摘要

2024Q3 总收入为 1,589 亿美元 (YoY+11%)。运营利润为 174 亿美元，运营利润率为 7.8% (YoY+3.1 pp, QoQ+1.0 pp)。净利润为 153 亿美元，摊薄后每股盈利为 1.43 美元，同比增长 52%。运营现金流 TTM 同比增长 57% 至 1,127 亿美元，自由现金流 TTM 同比增长 123% 至 477 亿美元。

电商业务

北美电商收入同比增长 9% 至 955 亿美元，增速连续三个季度放缓；北美运营利润率为 5.9%，与上半年基本持平。**国际电商**收入同比增长 12% 至 359 亿美元，增速快于上半年；国际运营利润率为 3.6%，盈利水平稳步提升。**电商细分业务**中，自营收入同比增长 7% 至 614 亿美元，增速与去年同期相当。第三方卖家收入同比增长 10% 至 379 亿美元，增速连续三个季度放缓；Prime 会员订阅收入同比增长 11% 至 113 亿美元；线下门店收入同比增长 5% 至 52 亿美元；广告收入同比增长 19% 至 143 亿美元。据 Magna 测算，2024 年全球广告收入将同比增长 10% 至 9,330 亿美元，数

字媒体广告收入将同比增长 13%至 6,590 亿美元，主要得益于搜索/商业广告 (+12%)、短视频 (+12%) 和社交媒体 (+18%)。谷歌、Meta 和亚马逊占全球广告总销售额的 51%，占中国以外广告销售额的 61%，头部效应持续扩大。

AWS 业务

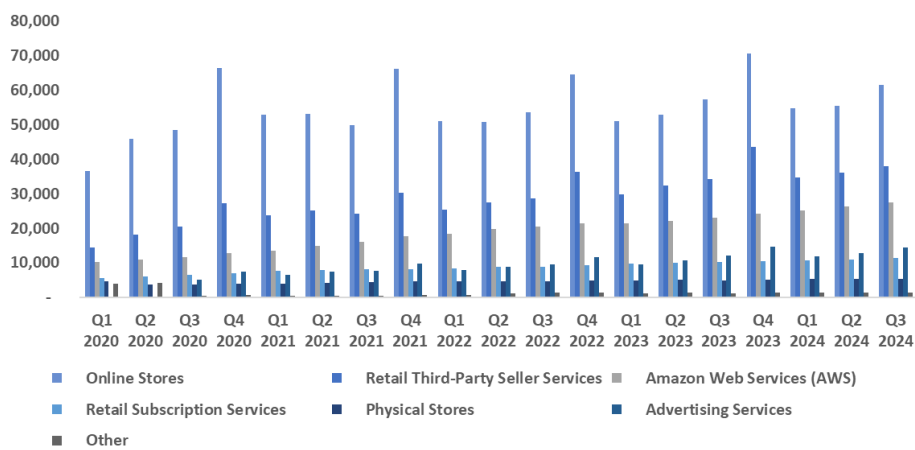
AWS 收入同比增长 19%至 275 亿美元，同期 Azure 收入同比增长 33%至 168 亿美元，Google Cloud 收入同比增长 35%至 113 亿美元。运营利润率为 38.1%，达到新高。公司在 2024 年将服务器的折旧周期由 5 年延长至 6 年，为利润端贡献了约 200 个基点。据 Canalys 测算，Q3 全球云计算支出同比增长 21%，达到 820 亿美元，客户对超大规模企业 AI 产品的需求推动了增长，促使云厂商加大对 AI 的投资。在三大云厂商中，AWS 的市场份额为 33%，Azure 为 20%，Google Cloud 为 10%。

2024Q4 业绩指引

全年 Capex 750 亿美元

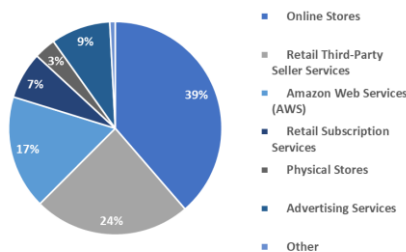
2024Q4 业绩指引：预计 2023Q4 收入为 1,815-1,885 亿美元，同比增长 7-12%，运营利润为 160-200 亿美元，同比增长 21-52%。预计 2024 年资本开支约为 750 亿美元，前三个季度的资本开支为 519 亿美元，已超过 2023 年（481 亿美元）。资本开支将主要用于 AWS 及电商的技术基础设施，并继续投入履行和运输网络，包括当日达设施、入站网络以及机器人和自动化设备。

图表 1：2019Q1-2024Q3 主营收入（按业务类型）



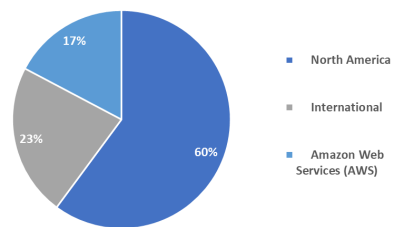
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：2024Q3 主营收入占比（按类型）



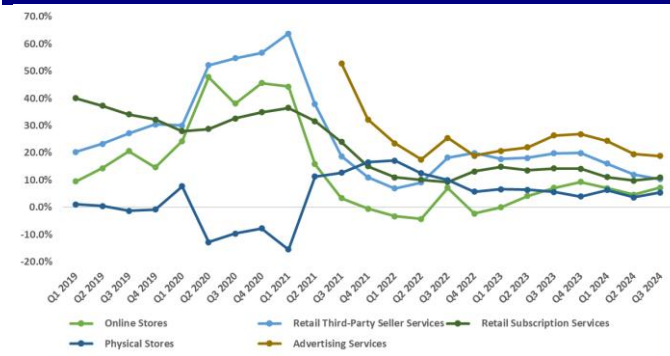
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：2024Q3 主营收入占比（按地区）



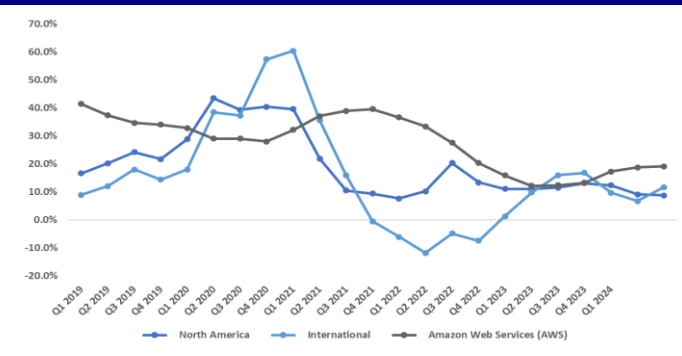
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：2019Q1-2024Q3 电商细分业务收入增速



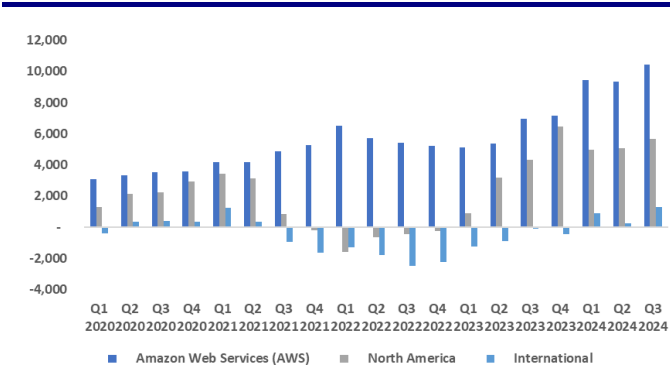
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：2019Q1-2024Q3 业务收入增速（按地区）



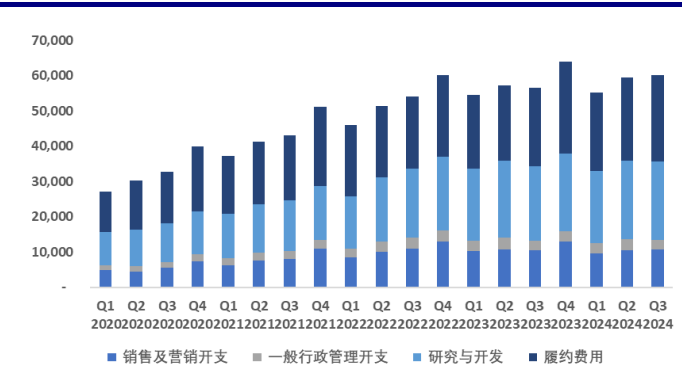
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：2019Q1-2024Q3 运营利润拆分



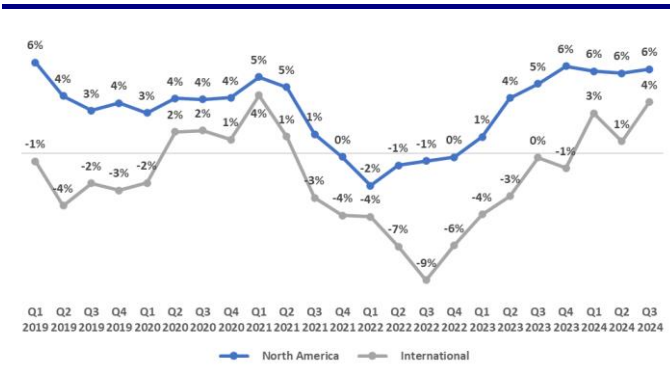
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 7：2019Q1-2024Q3 运营费用拆分



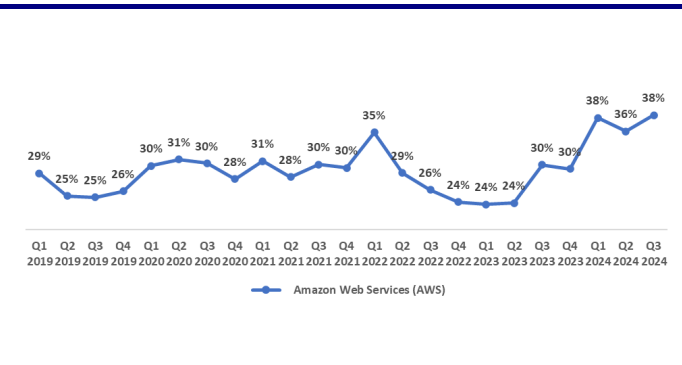
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8：2019Q1-2024Q3 电商运营利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 9：2019Q1-2024Q3 AWS 运营利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

目标价 269.40 美元，买入评级

预计 2024-2026 年总收入为 6,403、7,089、7,810 亿美元，YoY+11%/11%/10%，预计经营利润为 653、808、976 亿美元，摊薄后每股盈利为 5.29、6.45、7.71 美元，YoY+82%/22%/20%。采用分部估值法，求得目标价 269.40 美元，对应现价 18% 的上涨空间，买入评级。

图表 10：估值模型

FY2025E	收入 (百万美元)	EBITDA (百万美元)	估值乘数	EV (百万美元)
直销业务	262,156		1.0	262,156
第三方业务	174,945		2.0	349,890
广告		41,202	20.0	824,045
会员	49,537		2.0	99,075
AWS		62,650	20.0	1,252,991
线下零售		1,099	10.0	10,989
EV				2,799,146
+ 现金和现金等价物				161,765
- 债务				58,314
市值				2,902,597
股本数量 (百万)				10,773
目标价格 (美元)				269.40

资料来源：第一上海预测

风险因素

1) 宏观经济衰退致使云计算支出放缓，收入增速放缓；2) AI 业务进展不及预期，竞争力下降；3) 来自独立站和新晋玩家的竞争加剧，市场份额下降；4) 美国 FTC 起诉亚马逊，部分业务面临拆分重组风险。

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											
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
主营业务收入	513,983	574,785	640,348	708,858	780,972	盈利能力					
- 主营业务收入成本	288,831	304,739	329,894	358,100	390,626	毛利率 (%)	43.8%	47.0%	48.5%	49.5%	
毛利	225,152	270,046	310,454	350,758	390,346	经营利润率 (%)	2.4%	6.4%	10.2%	11.4%	
营业开支						净利率 (%)	-0.5%	5.3%	8.9%	10.0%	
- 履约费用	(84,299)	(90,619)	(98,614)	(107,746)	(117,146)	营运表现					
- 行政管理费用	(11,891)	(11,816)	(11,846)	(13,114)	(14,448)	行政管理费用/收入 (%)	2.3%	2.1%	1.9%	1.9%	
- 研发费用	(73,213)	(85,622)	(89,649)	(99,240)	(106,212)	- 研发费用/收入 (%)	14.2%	14.9%	14.0%	14.0%	
- 市场营销费用	(42,238)	(44,370)	(44,184)	(48,911)	(53,887)	市场营销费用/收入 (%)	8.2%	7.7%	6.9%	6.9%	
- 其他费用	(1,263)	(767)	(854)	(946)	(1,042)	实际税率 (%)	-0.6%	1.2%	1.2%	1.2%	
营业利润	12,248	36,852	65,307	80,800	97,611	库存周转天数	24	27	29	30	
- 利息收入	989	2,949	2,949	2,949	2,949	应付账款天数	96	98	89	87	
- 利息支出	(2,367)	(3,182)	(3,446)	(4,238)	(5,069)	财务状况					
- 其他收入	(16,806)	938	0	0	0	总负债/总资产	68.4%	61.8%	52.4%	46.3%	
税前利润	(5,936)	37,557	64,810	79,512	95,491	收入/净资产	351.9%	284.7%	226.2%	187.1%	
- 所得税支出	3,217	(7,120)	(7,932)	(8,781)	(9,674)	经营性现金流/收入	9.1%	14.8%	17.7%	19.7%	
净利润	(2,722)	30,425	56,878	70,731	85,817	税前盈利对利息倍数	-4.3	161.2	130.4	61.7	
Non-GAAP净利润	16,899	54,448	80,659	95,731	111,645						
折旧与摊销	41,921	48,663	40,835	47,041	54,298						
主营业务增长 (%)	9%	12%	11%	11%	10%						
净利润增长 (%)	-108%	1218%	87%	24%	21%						
资产负债表						现金流量表					
	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
+ 现金与现金等同	53,888	73,387	110,445	161,765	215,016	+ 净利润	(2,722)	30,425	56,878	70,731	
+ 短期投资	16,138	13,393	13,393	13,393	13,393	+ 折旧、摊销	41,921	48,663	40,835	47,041	
+ 库存	34,405	33,318	34,405	39,108	41,082	+ 其他调整	28,439	17,399	23,781	25,000	
+ 其他流动资产	42,360	52,253	50,203	67,940	74,055	+ 非现金运营资本变动	(23,102)	(16,119)	(8,423)	(3,466)	
总计流动资产	146,791	172,351	208,445	282,207	343,546	经营活动现金流量	46,752	84,946	113,071	139,305	
+ 经营性租赁	66,123	72,513	72,513	72,513	72,513	+ 固定资产	(58,321)	(48,133)	(71,861)	(83,330)	
+ 净固定资产	186,715	204,177	235,203	271,492	309,316	+ 收购	(8,316)	(5,839)	0	0	
+ 商誉	20,288	22,789	22,789	22,789	22,789	+ 短期证券	29,036	4,139	0	0	
+ 其他长期资产	42,758	56,024	56,024	56,024	56,024	投资活动现金	(37,601)	(49,833)	(71,861)	(83,330)	
总计长期资产	315,884	355,503	386,529	422,818	460,642	+ 股份回购	(6,000)	0	0	0	
总资产	462,675	527,854	594,974	705,024	804,188	+ 长期债务和其他债务的	62,719	18,129	0	0	
+ 应付账款	79,600	84,981	75,595	94,569	86,742	+ 偿还长期债务和其他债	(38,812)	(29,353)	0	0	
+ 短期递延收入	13,227	15,227	15,227	15,227	15,227	+ 其他融资活动	(8,189)	(4,655)	(4,655)	(4,655)	
+ 其他短期负债	62,566	64,709	64,709	64,709	64,709	融资所得现金	9,718	(15,879)	(4,655)	(4,655)	
总计流动负债	155,393	164,917	155,531	174,505	166,678	现金净增减	17,776	19,637	36,555	51,320	
+ 长期借款	67,150	58,314	58,314	58,314	58,314	现金剩余	54,253	73,890	110,445	161,765	
+ 其他长期负债	94,089	102,748	98,093	93,438	88,783						
总长期负债	161,239	161,062	156,407	151,752	147,097						
总负债	316,632	325,979	311,938	326,257	313,775						
总股东权益	146,043	201,875	283,037	378,767	490,412						

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，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

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。此档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。