

公司研究

亚马逊 25Q1 业绩指引不及预期，AI 助力运营效率提升

——亚马逊 (AMZN.O) 2024 年四季报业绩点评

买入（维持）

当前价：238.83 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)：25113
一年最低/最高(美元)：151.61/242.52
近 3 月换手率 (%)：0.58%

股价相对走势



资料来源：Wind

市场数据

%	1M	3M	1Y
相对	4.7	13.3	18.9
绝对	7.5	14.7	40.6

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 2 月 6 日盘后，亚马逊发布 24Q4 及全年业绩。截至北京时间 2 月 7 日上午 9:00，亚马逊盘后股价-4.05%。

点评：

亚马逊 25Q1 净销售额和营业利润率指引不及预期。24Q4 亚马逊实现净销售额 1877.9 亿美元，同比增长 10.5%，高于彭博一致预期（下文简称一致预期）0.25%；净利润 200.4 亿美元，同比增长 88.3%，高于一致预期 26.1%。公司指引 25Q1 净销售额 1510-1555 亿美元（中位数低于一致预期 4.76%）、同比增长 5%-9%；预计 25Q1 营业利润将在 140-180 亿美元（中位数低于一致预期 23.3%）。

AWS 收入增速放缓，第三方卖家服务销售额低于预期。24Q4 亚马逊 AWS 收入 287.9 亿美元（低于一致预期 0.11%），同比增长 18.9%（24Q3 同比增速 19.1%），根据 24Q4 电话会，公司预计未来几年 AWS 收入增速在高基数下会有所波动；24Q4 第三方卖家服务净销售额 474.9 亿美元，同比增长 9.0%（低于一致预期 1.12%）；24Q4 广告收入 172.9 亿美元，同比增长 18%（低于一致预期 0.4%）。

亚马逊仍处于营业利润率扩张周期。24Q4 亚马逊营业利润 212.03 亿美元，同比增长 60.5%，高于一致预期 12.6%；营业利润率 11.3%，同比增长 3.5pcts。

1) AWS 营业利润率从历史新高回落：营业利润 106.3 亿美元，营业利润率 36.9%，环比小幅下滑 1.1pcts。根据 24Q4 电话会，因技术迭代加速，亚马逊重估服务器、网络设备折旧周期，决定在 2025 年将部分设备使用寿命从 6 年缩至 5 年。

2) 北美地区电商业务营业利润率持续扩张：除 AWS 外其他业务中，北美地区营业利润 92.6 亿美元，营业利润率 5.8%，环比上升 1.5pcts；国际营业利润 13.2 亿美元，营业利润率 3.0%，环比小幅下滑 0.6pcts。

3) 物流效率持续提升：物流履约费用率 14.9%，同比和环比持续下行。根据 24Q4 电话会，2024 年当日达站点数量扩大 60%以上，推动 Prime 会员加速增长。

24 年资本支出大幅高于指引，25 年资本支出将继续增长。24Q4 亚马逊资本支出 (TTM) 782 亿美元，同比上涨 61.5%，高于 24Q3 的全年指引 750 亿美元。根据 24Q4 电话会，24Q4 资本支出 263 亿美元，大部分用于技术基础设施、进货网络，以及机器人技术和自动化设备，以提高配送速度并降低服务成本。25 年资本支出约为 1052 亿美元，主要用于支持 AWS 的 AI 基础设施建设。

持续加强 AI 相关基础设施建设和产品开发。根据公司 24Q4 电话会：

1) Amazon Bedrock：新增包含 DeepSeek 在内的 100 多种主流模型，提供提示缓存、智能提示路由和模型蒸馏等新功能，还推出亚马逊自研 Frontier 模型系列 Nova，延迟和成本比其他模型低约 75%。

2) AmazonQ：QTransform 为亚马逊团队节省了 2.6 亿美元和相当于 4500 名开发人员一年的工作量，在实例运用中，其助力超 30000 应用迁移至新版 Java JDK，并将大型机迁移周期缩短超 50%。

3) Trainium2：24M12 在 AWS re:Invent 大会发布，搭载该芯片的 EC2 实例性价比比当前其他基于 GPU 的实例高出 30%-40%。未来亚马逊将推出 Trainium3、Trainium4，打造高效云集群。

投资建议：公司致力于优化配送效率，主营电商业务仍处于盈利释放周期中，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。考虑到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，AWS 业务在高基数下增速有所波动，我们下调亚马逊 25-26 年营业收入预测至 7089.2/7850.9 亿美元（相比上次预测-1.6%/-2.4%），新增 27 年营业收入预测 8688.3 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 25-26 年净利润预测至 670.9/830.4 亿美元（相比上次预测+6.0%/+4.2%），新增 27 年净利润预测 1011.1 亿美元，对应 25-27 年 PE 38x/31x/25x，看好亚马逊的 AI 业绩增量和盈利释放潜力，维持“买入”评级。

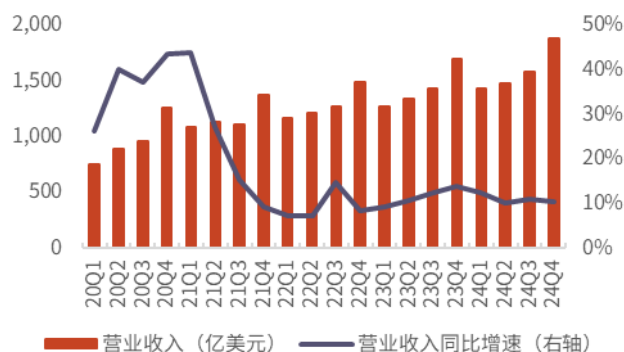
风险提示：宏观经济风险、云服务竞争加剧风险、AI 商业化不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	574,785	637,959	708,921	785,090	868,831
营业收入同比增速	11.83%	10.99%	11.12%	10.74%	10.67%
净利润（百万美元）	30,425	59,248	67,089	83,037	101,108
净利润同比增速	-8.81%	94.73%	13.23%	23.77%	21.76%
EPS（美元）	2.95	5.66	6.26	7.75	9.44
P/E	81	42	38	31	25

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2025-2-6

图 1：20Q1-24Q4 亚马逊营业收入与同比增速



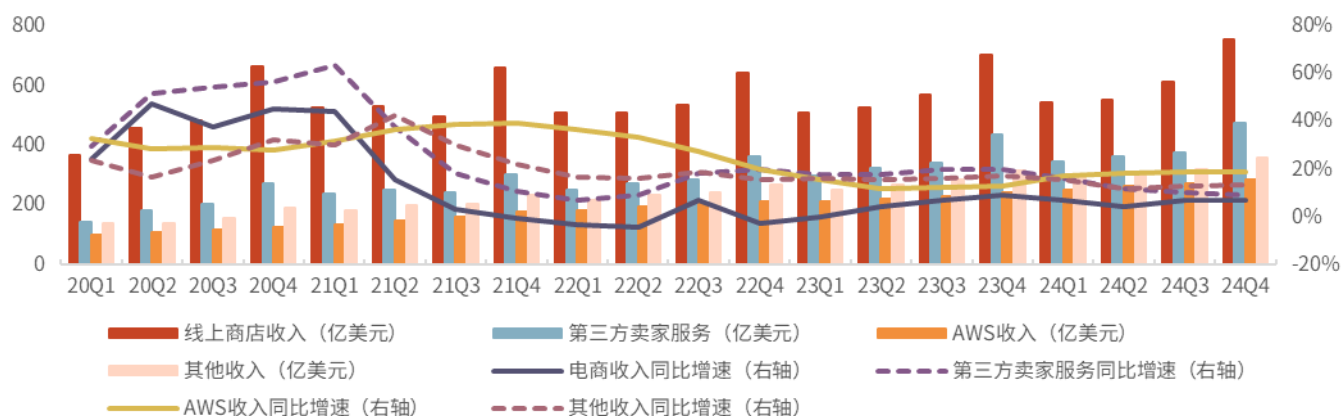
资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 2：20Q1-24Q4 亚马逊净利润与净利率变化趋势



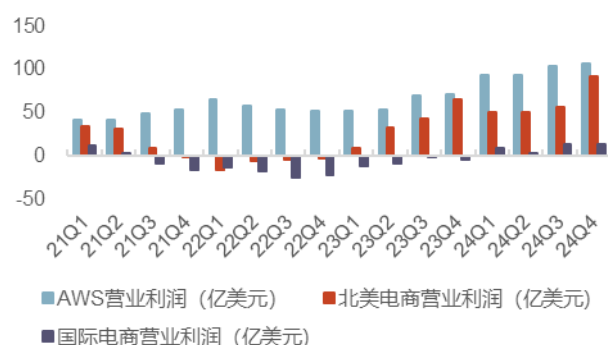
资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 1：20Q1-24Q4 亚马逊部门营业收入与同比增速



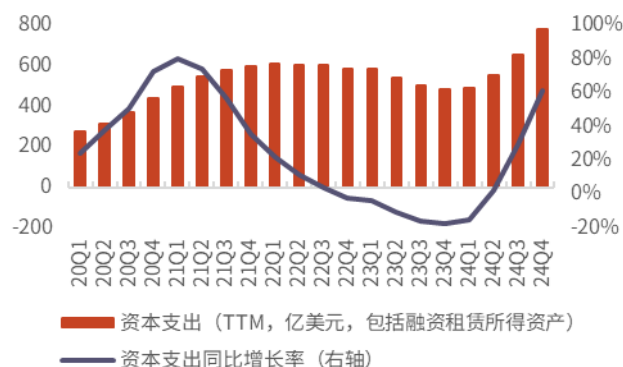
资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 2：21Q1-24Q4 亚马逊北美、国际与 AWS 业务营业利润



资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 3：20Q1-24Q4 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	574,785	637,959	708,921	785,090	868,831
营业成本	304,739	326,288	363,677	398,826	437,022
折旧和摊销	97,326	105,590	32,232	35,843	40,688
销售费用	44,370	43,907	47,498	51,031	56,474
管理费用	11,816	11,359	12,622	13,979	15,470
物流履约费用	90,619	98,505	104,839	110,478	115,954
研发费用	85,622	88,544	101,376	113,838	125,980
营业利润	36,852	68,593	78,062	96,000	116,892
利润总额	37,557	68,614	77,562	96,000	116,892
所得税	7,120	9,265	10,473	12,963	15,784
净利润	30,437	59,349	67,089	83,037	101,108

现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	84,946	115,877	97,970	120,850	142,167
净利润	30,425	59,248	67,089	83,037	101,108
折旧摊销	97,326	105,590	32,232	35,843	40,688
净营运资金增加	6,601	-2,441	12,042	7,841	8,708
其他	-49,406	-46,520	-13,393	-5,870	-8,337
投资活动产生现金流	-49,833	-94,342	-49,985	-59,985	-64,985
净资本支出	-48,133	-77,658	-50,005	-60,005	-65,005
长期投资变化	5,700	0	0	0	0
其他资产变化	-7,400	-16,684	20	20	20
融资活动现金流	-15,879	-11,812	-2,185	-681	959
股本变化	1	2	-4	0	0
债务净变化	-8,936	-12,291	10	10	10
无息负债变化	18,283	25,236	17,191	12,748	13,881
净现金流	19,234	9,723	45,800	60,184	78,141

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	527,854	624,894	709,184	804,979	919,978
货币资金	73,387	78,779	124,579	184,763	262,905
交易性金融资产	13,393	22,423	22,423	22,423	22,423
应收账款	48,553	55,451	72,247	80,009	88,543
存货	33,318	34,214	38,135	41,822	45,828
其他流动资产	-1,700	0	0	0	0
流动资产合计	172,351	190,867	257,384	329,017	419,699
长期股权投资	5,700	0	0	0	0
固定资产	170,221	252,665	250,433	260,590	275,903
在建工程	28,840	0	20,000	34,000	43,000
无形资产	6,540	0	5	10	14
商誉	22,789	23,074	23,074	23,074	23,074
其他非流动资产	108,216	158,288	158,288	158,288	158,288
非流动资产合计	355,503	434,027	451,800	475,962	500,279
总负债	325,979	338,924	356,125	368,883	382,774
应付票据	84,981	94,363	109,540	120,127	131,632
预收账款	15,227	18,103	20,117	22,278	24,654
其他流动负债	48,244	66,296	66,296	66,296	66,296
流动负债合计	164,917	179,431	196,622	209,370	223,251
长期借款	58,314	52,623	52,633	52,643	52,653
应付债券	6,600	0	0	0	0
其他非流动负债	96,148	106,870	106,870	106,870	106,870
非流动负债合计	161,062	159,493	159,503	159,513	159,523
股东权益	201,875	285,970	353,059	436,096	537,204
股本	109	111	107	107	107
公积金	99,025	120,864	120,921	120,921	120,921
未分配利润	113,618	172,866	239,901	322,939	424,046
归属母公司权益	201,875	285,970	353,059	436,096	537,204

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。
基准指数说明：		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