

亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O)

优于大市

Q4 利润表现出色，25Q1 云指引受供应紧缺限制，继续加大 AI 投入

核心观点

业绩总览：4Q 利润略超预期，延续此前良好表现。4Q24 营业收入 1878 亿美元（同比+10%），符合指引的 7%-11%，营业利润 212 亿美元（同比+61%，超指引的 160-200 亿美元上限），OPM 为 11%（同比+3pcts，环比持平），净利润 200 亿美元，超彭博预期的 159 亿美元。

零售：丰富品类打造低价，不断优化履约效率，利润率出色。24Q4 亚马逊北美收入 1156 亿美元（同比+10%），国际业务收入 434 亿美元（同比+8%），全球销量则同比+11%，反映出对低价策略的持续关注。同时专注于提升履约效率，单位运输成本同比下降 5%，在 Q4 完成了进货网络的重大架构调整，由此带来北美 OPM 达到 8%，同环比均+2pcts。

云&AI：需求旺盛，供应限制有望于 25H2 缓解，资本开支继续维持高位。AWS 收入同比+19%，保持高增速的同时，当前仍然受英伟达芯片供应速度、Trainium2 芯片生产节奏、电力、供应链中某些组件的短缺限制，预计将在 25H2 开始缓解。24Q4 资本开支 263 亿美元，同比+95%，超出市场预期的 223 亿美元，资本支出受 AI 驱动本季度提升明显。

业绩展望：25Q1 指引略低于市场预期，全年 CAPEX 提至超 1000 亿美元以满足 AI 需求。公司指引预计下季度收入 1510-1555 亿美元（同比+5%-9%），低于市场预期的 1586 亿美元，主要是外汇汇率负面影响 150bps，营运利润 140-180 亿美元，市场预期 182 亿美元，伴随收入预测下调带来，计算营业利润率中位数约 10.4%。预计 2025 年资本开支将达到 1000-1100 亿美元，大部分支出将用于满足与 AWS 相关的技术基础设施需求，支持对人工智能服务的需求。

投资建议：我们认为，25Q1 由于物流投入相对稳健，以及履约效率的提升，零售板块 OPM 或有不错表现。下半年伴随供应恢复，AWS 业务有望重新环比提速。短期指引不及预期带来的股价下跌全年来看或为不错买点。考虑到汇率及 25H1 的供应限制因素，我们小幅下调 25-26 财年收入预测至 6954/7650 亿美元（前值 7043/7748 亿美元），但仍然看好零售业务利润率改善以及高利润的云业务增长对利润率的提振，因此小幅上调 25-26 财年盈利预测至 683/826 亿美元（前值 645/811 亿美元），新增 27 年收入/净利润预测 8376 亿美元/991 亿美元。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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	574,785	637,959	695,441	764,952	837,569
(+/-%)	12%	11%	9%	10%	9%
归母净利润(百万美元)	30,425	59,248	68,276	82,571	99,143
(+/-%)	-1218%	95%	15%	21%	20%
EPS (美元)	2.87	5.59	6.44	7.79	9.36
EBIT Margin	6.5%	10.9%	11.5%	12.7%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	20.7%	19.3%	18.9%	18.5%
市盈率 (PE)	80	41	36	29	24
EV/EBITDA	35	23	19	15	13
市净率 (PB)	12	8	7	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

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

证券分析师：张昊晨

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980521120004

S0980525010001

联系人：刘子谭

liuzitan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	229.15 美元
总市值/流通市值	2428/2428 十亿美元
52 周最高价/最低价	243/216 美元
近 3 个月日均成交额	8245 百万美元

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) 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》——2024-11-01
- 《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) -零售稳健提效，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

财报表现：利润延续出色表现，云业务保持高速增长，25 年 CAPEX 超 1000 亿

◆ 广告保持高增长，丰富品类打造低价，不断优化履约效率

24Q4 亚马逊北美收入 1156 亿美元（同比+10%），国际业务收入 434 亿美元（同比+8%），整体表现稳健，公司专注于扩大商品选择范围、降低价格并提升购物便利性，同时全球销量同比+11%，反映出对低价策略的持续关注，包括 Q4 推出的低价商城 Amazon Haul。广告业务保持着强劲的增长势头，同比+18%，考虑到流媒体广告仍在初期，以及不断优化的算法能力，后续仍会成为零售相关业务的主要增长点。

履约方面公司专注于效率提升和成本降低，连续第二年实现了全球单位服务成本的降低，并在 Q4 完成了进货网络的重大架构调整。未来随着进一步优化库存布局、扩大当日达配送网络，以及在整个网络中加速推进机器人和自动化应用，仍有降低成本的空间。

◆ 云业务延续高利润率，需求旺盛，供应限制有望于 25H2 缓解。

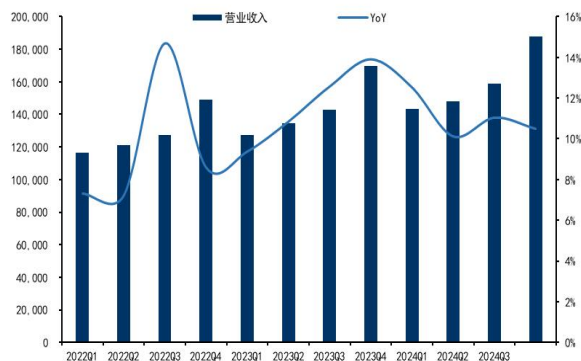
24Q4 AWS 业务收入 288 亿美元（同比+19%），保持高增速的同时，当前仍然受英伟达芯片供应速度、Trainium2 芯片生产节奏、电力、供应链中某些组件的短缺限制，预计将在 25H2 开始缓解。此外，AWS 业务的 OPM 达到 37%（同比+7pcts），依然是 24 年以来提高了服务器的估计使用寿命带来的折旧摊销减少所带动。公司目前围绕 AI 在底层、中间层、应用层均有所布局，在发展早期需要较大投资，长期来看 AWS 的 AI 业务的利润率有望达到与非 AI 业务相当，总体利润率可期。

◆ 资本开支持续增加，25 年预计将超过 1000 亿美元

24Q4 资本开支 263 亿美元，同比+95%，超出市场预期的 223 亿美元，资本支出受 AI 驱动本季度提升明显，公司业绩会表示预计 2025 年资本开支将达到 1000-1100 亿美元，超出此前彭博预期的 850 亿美元，并且这些资本支出绝大部分将用于 AWS 的人工智能领域，此外电商领域也有资本支出，主要用于继续提高配送速度和降低服务成本，包括扩建配送设施数量、投资机器人和自动化等。

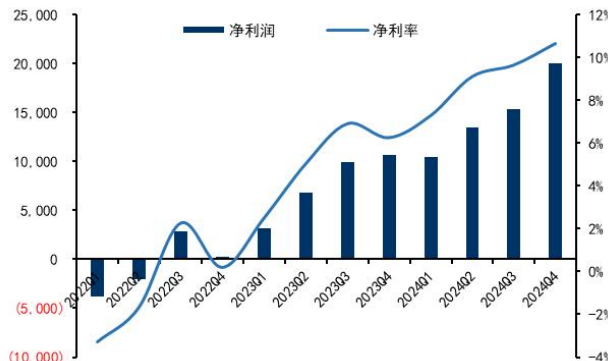
概览：4Q24 营业收入 1878 亿美元（同比+10%），符合上季度业绩指引的 7%-11%，营业利润 212 亿美元（去年同期 132 亿美元，超上季度业绩指引 160-200 亿美元上限），OPM 为 11%（同比+3pcts，环比持平），净利润 200 亿美元，NPM 为 11%（同比+5pcts，环比+1pcts）。

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

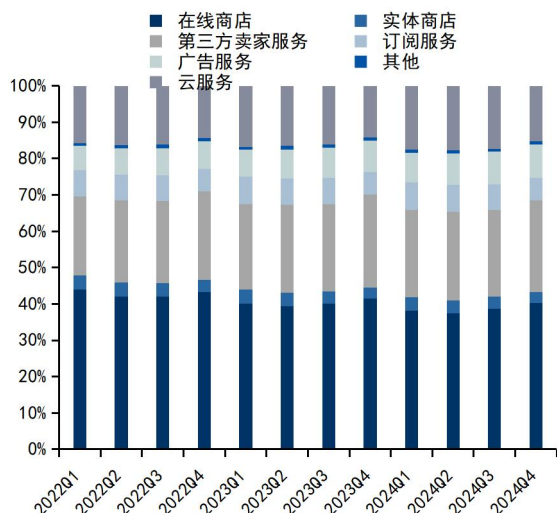
◆ 分地区来看：

- 1) 北美业务收入 1156 亿美元（同比+10%），营业利润 93 亿美元（去年同期 65 亿美元），营业利润率达 8%（同比+2pct，环比+2pcts）。利润表现亮眼，利润率达新高。
- 2) 国际业务收入 434 亿美元（同比+8%），营业利润 13 亿美元（去年同期亏损 4 亿美元），营业利润率 3%（同比+4pcts，环比-1pcts），总体上零售业务利润率在履约效率的提升以及高利润的广告业务占比增加的情况下，延续了 24 年的利润率同比提升势头。
- 3) AWS 业务收入 288 亿美元（同比+19%），营业利润 106 亿美元（去年同期 72 亿美元）。营业利润率 37%（同比+7pcts、环比-1pcts），依旧受益于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：

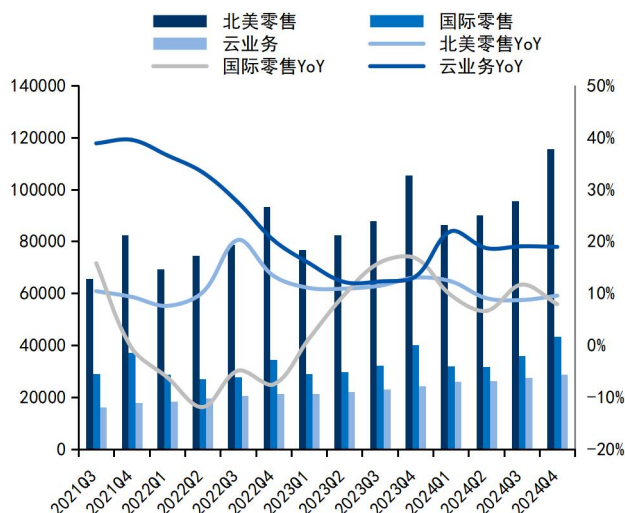
- 1) **零售业务：**网上商店收入 756 亿美元（同比+7%），实体店收入 56 亿美元（同比+8%），第三方卖家服务收入 475 亿美元（同比+9%）。
- 2) **广告与其他收入：**订阅服务收入 115 亿美元（同比+10%），广告服务收入 173 亿美元（同比+18%），其他收入 16 亿美元（同比+17%）。
- 3) **云业务：**AWS 收入 288 亿美元（同比+19%）。当前增速仍然受芯片、电力等供应链限制，预计将在 25H2 开始缓解。

图3：分业务收入变化情况（单位：百万美元、%）



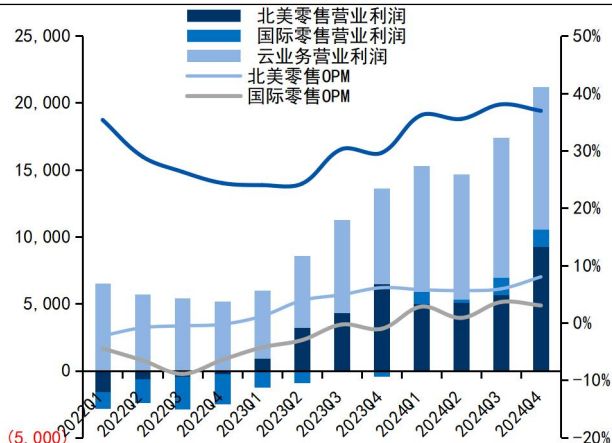
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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

图5：分业务营业利润变化情况（单位：百万美元）



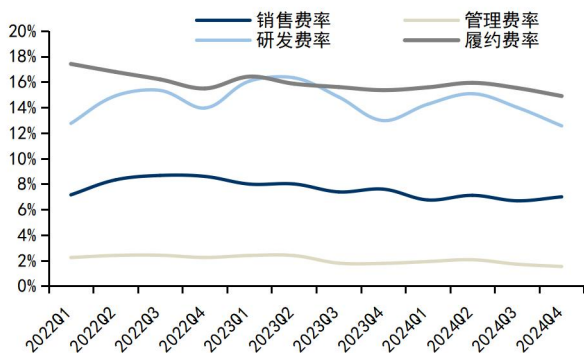
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图6：亚马逊营业利润与 OPM 变化情况（单位：百万美元、%）



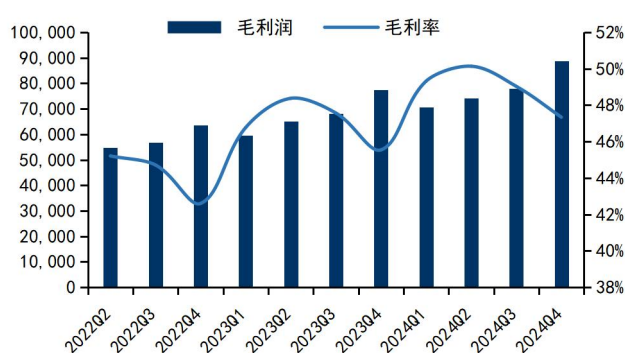
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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：24Q4 资本开支 263 亿美元，同比+95%，超出市场预期的 223 亿美元，资本支出受 AI 驱动本季度提升明显，公司业绩会表示预计 2025 年资本开支将达到 1000-1100 亿美元，超出此前彭博预期的 850 亿美元，绝大部分将用于 AWS 的人工智能领域，此外电商领域也有资本支出。

3. 业绩指引：预计 25Q1 收入 1510-1555 亿美元（同比+5%~9%），主要是外汇汇率负面影响 150bps。营运利润 140-180 亿美元（24 年同期为 153 亿美元），市场预期 182 亿美元，计算营业利润率中位数约 10.4%。

4. AI 领域布局：

◆ 底层：

- 1) 发布了 Trainium 2 芯片，搭载 Trainium 2 芯片的 EC2 实例在性价比方面通常比目前其他基于 GPU 的实例高出 30% - 40%
- 2) Sagemaker: re:Invent 大会上推出了在集群层面管理成本的能力，以及在预算达到上限时确定哪些工作负载应优先获得计算资源的能力。

◆ 中间层：

Bedrock：在 re:Invent 大会上，将 Luma AI、Poolside 等 100 多个流行的新兴模型集成到 Bedrock 中，并推出了提示缓存、智能提示路由和模型蒸馏等新功能，有助于客户在推理过程中降低成本和延迟。

◆ 应用层：

Amazon Q：推出了 Q Transform 功能，支持将 Windows.NET 应用程序迁移到 Linux 和 EC2 平台，并加速大型机迁移。早期客户测试表明，Q Transform 可以将原本需要多年时间的大型机迁移工作缩短至几个季度，迁移时间缩短了一半以上。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	78779	86657	143994	228185
应收款项	55451	60447	66489	72801
存货净额	34214	27872	30820	33850
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	190867	198520	266024	360793
固定资产	252665	275259	302606	328362
无形资产及其他	23074	23074	21074	19074
投资性房地产	158288	158288	158288	158288
长期股权投资	0	3662	3875	4933
资产总计	624894	658802	751867	871449
短期借款及交易性金融负债	0	8906	0	0
应付款项	94363	76871	85001	93359
其他流动负债	85068	55164	62312	70272
流动负债合计	179431	140942	147313	163631
长期借款及应付债券	52623	52623	52623	52623
其他长期负债	106870	110992	115114	119236
长期负债合计	159493	163615	167737	171859
负债合计	338924	304557	315050	335490
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	285970	354246	436817	535959
负债和股东权益总计	624894	658802	751867	871449

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整 EPS	5.6	6.4	7.8	9.4
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	26.98	33.43	41.22	50.57
ROIC	34%	34%	36%	39%
ROE	21%	19%	19%	18%
毛利率	49%	49%	50%	50%
EBIT Margin	11%	12%	13%	14%
EBITDA Margin	18%	20%	22%	24%
收入增长	11%	9%	10%	9%
净利润增长率	95%	15%	21%	20%
资产负债率	54%	46%	42%	38%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	41	36	29	24
P/B	8	7	6	5
EV/EBITDA	23	19	15	13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	637959	695441	764952	837569
营业成本	326288	352215	383583	415802
研发费用	(88544)	(96012)	(103705)	(109978)
销售及管理费用	(55266)	(59549)	(64738)	(70047)
营业利润	69356	80286	97104	116598
财务费用	2271	2477	2724	2983
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	(2250)	(2438)	(2686)	(2943)
税前利润	68513	80325	97142	116638
所得税费用	9265	12049	14571	17496
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	59248	68276	82571	99143
经调整归母净利润	59248	68276	82571	99143

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	59248	68276	82571	99143
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(48663)	(60613)	(69990)	(80305)
公允价值变动损失	(2250)	(2438)	(2686)	(2943)
财务费用	(2271)	(2477)	(2724)	(2983)
营运资本变动	(15209)	(41928)	10410	11098
其它	122751	126103	145353	166496
经营活动现金流	115877	89399	165658	193488
资本开支	(97151)	(89307)	(98237)	(108061)
其它投资现金流	(9030)	(1121)	(1177)	(1236)
投资活动现金流	(94342)	(90428)	(99415)	(109297)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(5691)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(430)	8906	(8906)	0
融资活动现金流	(11812)	8906	(8906)	0
现金净变动	5392	7878	57337	84191
货币资金的期初余额	73387	78779	86657	143994
货币资金的期末余额	78779	86657	143994	228185
企业自由现金流	36,813	(2013)	65105	82892
权益自由现金流	12605	8999	58514	85427

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