



零售渠道变革系列

买入（首次评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） zhaozhongping@gjzq.com.cn
 分析师：许孟婕（执业 S1130522080003） xumengjie@gjzq.com.cn
 分析师：龚轶之（执业 S1130523050001） gongyizhi@gjzq.com.cn

亚马逊持续进化复盘，构筑市集业务深度护城河

公司简介

亚马逊是全球科技电商龙头，坚持长期主义打造“增长飞轮”，过去 20 年收入增速约 26.4%。公司以零售+AWS 双轮驱动，零售业务以自建物流及平台生态为壁垒，AWS 业务享受云计算及 AI 潮流红利。本文深度复盘公司发展历史，尤其聚焦电商板块，总结成功经验并跟踪最新动态，并提出对中国出海卖家及本土电商平台的发展启示。

核心内容

- **历史复盘：全球电商&云计算龙头，长期主义奠定优势。**公司坚持长期主义，两次成功押注电商、AWS 业务奠定业务框架。①94-04：在线商城模式跑通，搭建“全品类产品矩阵+高效的自建物流+创新性营销手段”。②2005-2015：推出 Prime 会员/FBA 履约/3P 卖家三大升级巩固平台优势；孵化 AWS 第二曲线，拥抱云计算机遇。③2016 至今：持续迭代升级，收购全食超市进军线下，AI 打开 AWS 新增长。
- **零售业务：长期 Capex 构筑壁垒，北美电商绝对龙头。**公司是全球领先的电商平台，23 年市占率约为 37.6%，断崖式领先于其他竞争对手。作为收入支柱，24 年公司零售业务收入占比约 81.9%，营业利润率 6.3%。公司通过长期 Capex 构筑了物流及平台壁垒，现处利润释放阶段。随着 AI 技术突破，公司积极探索 Rufus 等 AI 工具提升用户体验及销售转化率。在低价市场为了应对 Tumu/Tiktok 等中国电商平台竞争，公司亦推出 Amazon Haul 聚焦超低价商品，主打时尚/家居/生活方式/电子产品类目。
- **AWS 业务：IAAS 性能领先，AWS 地位稳固。**随着基础投入完成和规模效应显现，利润率进入上行通道，16-24 年 AWS 营业利润率由 21.7% 上升至 37.0%，成为公司利润支柱。目前 AWS 全球云计算市场占有率稳居第一，24Q3 接近 31%，优势包括：1) 全球数据中心布局；2) 定价性价比；3) 先发优势带来的用户壁垒。
- **海外鉴中：从亚马逊成功实践，展望卖家/平台发展思路。**1) 启示一：中国卖家地位突出，关注跨境电商格局变化。中国卖家是亚马逊 3P 业务扩张重要一环，22 年卖家占比接近 59%。当前 Temu/Shein 等新兴平台挑战亚马逊，尤其在服装等品类，3P 卖家应关注市场格局和合作政策变化，利用平台赋能。2) 启示二：科技赋能零售运营，电商平台两大借鉴思路。积极拥抱科技变革是亚马逊成功关键，两大赋能思路：①履约端：改造供应链，提升经营效率；②用户端：个性化推荐，增强用户心智。

投资建议

- 亚马逊作为全球电商龙头，以用户和科技至上，独创“增长飞轮”理论实现长期增长。在积极拥抱技术变革的同时长期贯彻“长期主义”和对潜力市场的“超前投入”是奠定公司市场领先地位的关键因素。尽管规模效应显现之前折扣摊销会对短期业绩带来压力，但公司现金流状况健康情况下超前投入可以实现快速增长并锁定终局胜利。对于同类型科技龙头，我们认为持续成长是关键，以终局思维积极扩张。
- 基于亚马逊的成功实践，对国内消费出海企业和电商平台提出远期发展启示：①对出海企业：关注跨境电商格局变化，卖家资源是电商平台基础，可以利用市场变局谋求更优合作条款；②对电商平台：科技赋能运营，可以从供给端提升效率和需求端增强用户粘性双管齐下巩固竞争优势。

风险提示

全球宏观经济风险；行业竞争加剧风险；AI 发展不及预期风险。



内容目录

一、历史复盘：全球电商&云计算龙头，长期主义奠定优势.....	5
1.1、全球科技龙头，坚持长期主义.....	5
1.2、1994-2004：在线商城模式跑通，逐步拓展品类&市场.....	6
1.3、2005-2015：零售业务三大升级，孵化 AWS 第二曲线.....	10
1.4、2016 至今：持续迭代升级，AI 打开新增长方向.....	14
二、财务分析：利润释放阶段，企业经营效率优异.....	16
三、前景展望：零售市场地位稳，AWS 受益 AI 浪潮.....	19
3.1、零售业务：长期 Capex 构筑壁垒，北美电商绝对龙头.....	19
3.1.1、发挥物流长板，市场份额提升.....	20
3.1.2、生成式 AI 赋能，增强用户体验.....	22
3.1.3、进军低价市场，推出 Amazon Haul.....	23
3.2、AWS 业务：IAAS 性能领先，AWS 持续增长.....	23
四、海外鉴中：从亚马逊成功实践，展望卖家/平台发展思路.....	25
4.1、启示一：中国卖家地位突出，关注跨境电商格局变化.....	25
4.2、启示二：科技赋能零售运营，电商平台两大借鉴思路.....	26
五、投资建议.....	27
六、风险提示.....	27

图表目录

图表 1：公司营业收入长期保持高速增长.....	5
图表 2：公司近年来利润开始释放.....	5
图表 3：2013 年起 AWS 成为公司第二增长曲线（%）.....	5
图表 4：第三方卖家服务、AWS 收入占比快速提升（%）.....	5
图表 5：公司资本支出投入强度下降.....	6
图表 6：公司营业利润率进入上行通道（%）.....	6
图表 7：亚马逊“增长飞轮（Flywheel）”理论.....	6
图表 8：公司收入快速增长（亿美元）.....	7
图表 9：1999 年经历科网泡沫（美元）.....	7
图表 10：公司 1994 年成立初期的“车库”办公室.....	7
图表 11：公司品类扩张时间线梳理.....	8
图表 12：亚马逊供应链搭建时间线梳理.....	8
图表 13：Logo 更换彰显定位转向全品类.....	9



图表 14:	亚马逊通过丰富的功能创新吸引客户	9
图表 15:	公司用户规模快速增长	10
图表 16:	公司客户粘性持续提升	10
图表 17:	公司在北美击败了众多竞争对手	10
图表 18:	公司 1998 年开始走向海外	10
图表 19:	公司利润先升后降 (亿美元)	11
图表 20:	公司股价处于持续上涨通道 (美元)	11
图表 21:	Prime 会员可享受无限次两日到货服务	11
图表 22:	Prime video 为会员提供大量数字内容	11
图表 23:	公司持续丰富 Prime 会员内容	11
图表 24:	FBA 向卖家开放平台基础设施	12
图表 25:	1999 年开启第三方卖家业务 zShops	13
图表 26:	公司 3P 销售规模快速提升	13
图表 27:	2006 年公司推出 AWS 业务	13
图表 28:	公司利用机器学习提升需求预测准确性	13
图表 29:	2016 年后公司利润持续释放 (亿美元)	14
图表 30:	公共卫生事件短暂影响股价 (美元)	14
图表 31:	公司收购全食超市进军线下市场	14
图表 32:	公司积极探索线下零售业态	14
图表 33:	AWS 业务是公司主要利润支柱	15
图表 34:	AI 突破带动 AWS 资本支出再次提升	15
图表 35:	2021 年 CEO 更换为 Andy Jassy	16
图表 36:	公司国际业务持续扩张	16
图表 37:	公司超前建设的战略使得不同阶段财务特征差别较大	16
图表 38:	公司 ROE 水平与业务发展阶段相关	17
图表 39:	公司净利率变动导致 ROE 波动	17
图表 40:	2015 年起“毛利率-营业费用率”走扩 (%)	17
图表 41:	折旧摊销对公司利润影响较大 (亿美元)	17
图表 42:	公司资产负债率开启下行 (%)	18
图表 43:	公司有息负债率亦同步下行 (%)	18
图表 44:	公司不断投入 Capex 创造业务增长	18
图表 45:	公司运营效率长期维持较高水平	18
图表 46:	公司净现比长期大于 1	19
图表 47:	公司产业链议价能力强	19
图表 48:	公司零售业务版图	19



图表 49: 零售业务是公司收入大头 (%)	20
图表 50: 零售业务以北美为主 (%)	20
图表 51: 零售业务利润率有望回升 (%)	20
图表 52: 公司北美零售利润率更高 (%)	20
图表 53: 美国电商经历长期增长	21
图表 54: 公司已成为美国最大的电商平台 (%)	21
图表 55: 公司营业利润率回升 (%)	21
图表 56: 公司长期进行大额资本开支	21
图表 57: 2023 年公司位列电商份额第一	22
图表 58: 3P 商家规模增长驱动公司份额进一步提升 (%)	22
图表 59: 公司推出 Rufus 助手	22
图表 60: 公司推出赋能卖家的 AI 工具	22
图表 61: Amazon Haul 主打低价市场	23
图表 62: Amazon Haul 聚焦时尚/家居/电子产品等类目	23
图表 63: AWS 已成为公司第二增长曲线 (%)	23
图表 64: AWS 业务长期高速增长	23
图表 65: AWS 利润率显著提升 (%)	24
图表 66: 公司持续投入保持技术优势	24
图表 67: 全球云市场蓬勃发展	24
图表 68: IaaS、PaaS 市场占比持续提升 (%)	24
图表 69: AWS 具备全球布局优势	25
图表 70: 2024Q3 全球云计算市场格局	25
图表 71: 中国跨境电商规模持续增长	25
图表 72: 跨界电商市场竞争加剧	25
图表 73: 公司历史上积极拥抱技术变革	26
图表 74: 公司长期保持技术投入	26
图表 75: 公司采用无人机配送	26
图表 76: AI 指挥 Kiva 配送机器人工作	26
图表 77: AI 生产个性化产品宣传文案	27
图表 78: 公司个性化推荐的实现方式	27



一、历史复盘：全球电商&云计算龙头，长期主义奠定优势

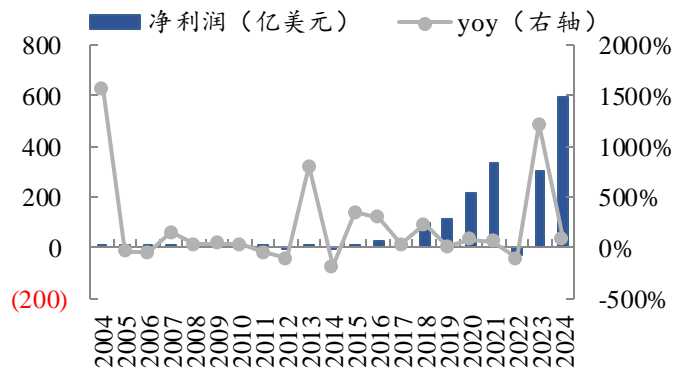
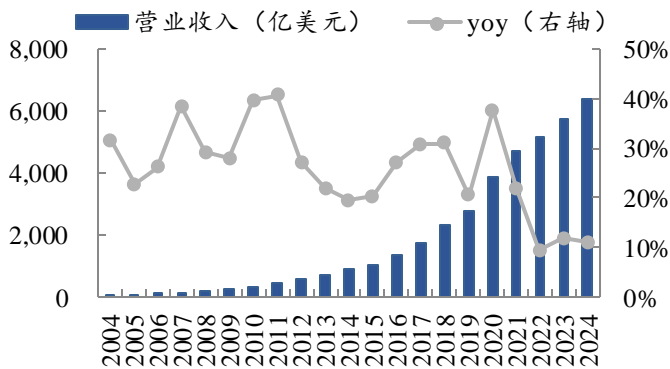
1.1、全球科技龙头，坚持长期主义

亚马逊是美国科技龙头，成立于1994年。从早期的线上图书业务起步，逐步搭建全品类电商平台，后继续延申拓展出硬件设备、线下业态等综合零售业务，并探索出AWS为代表的第二增长曲线。

持续增长是公司最大亮点。过去20年间，公司营业收入从69亿美元上升至6380亿美元，年化增速接近25.4%。随着近年来利润开始释放，尤其是2015年后AWS业务带来的贡献，归母净利润也从2004年的5.9亿美元上升至2024年的593亿美元。

图表1：公司营业收入长期保持高速增长

图表2：公司近年来利润开始释放



来源：ifind，国金证券研究所

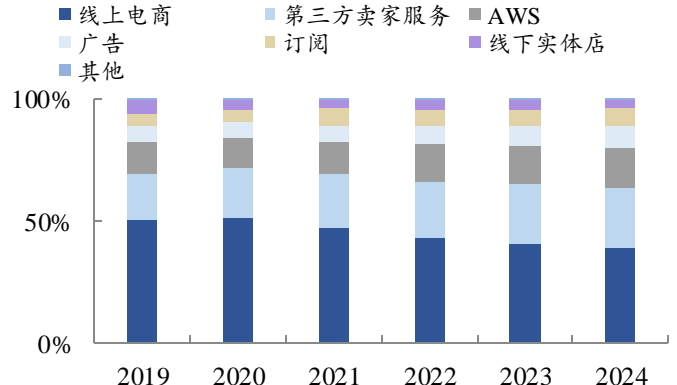
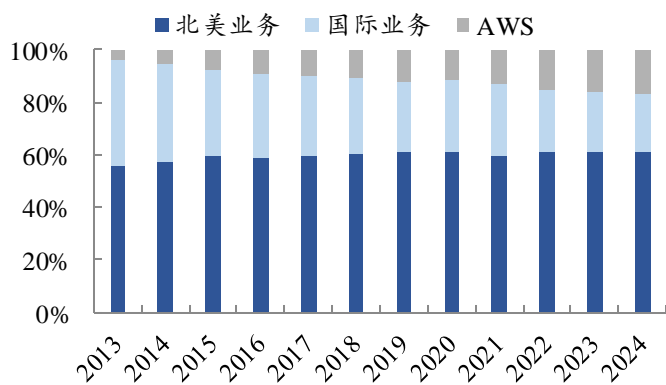
来源：ifind，国金证券研究所

分业务结构看，公司主要有北美零售、国际零售、AWS三大业务板块，2024年收入占比分别为60.7%、22.4%、16.9%。其中包括北美&国际在内的零售业务又可按照业态分为：线上电商（1P卖家）、第三方服务（3P卖家）、广告、订阅、线下实体店。

目前零售业务中的第三方卖家服务、AWS已成为销售额增长的主要驱动力，鼓励3P卖家增长以及云计算+AI浪潮下的AWS业务增长值得关注，2024年收入增速分别为11.5%、18.5%。

图表3：2013年起AWS成为公司第二增长曲线（%）

图表4：第三方卖家服务、AWS收入占比快速提升（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

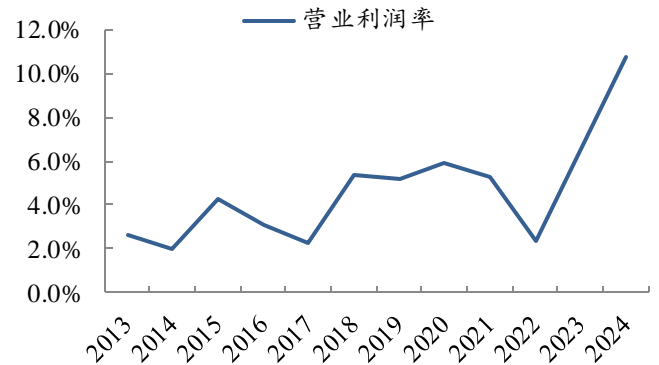
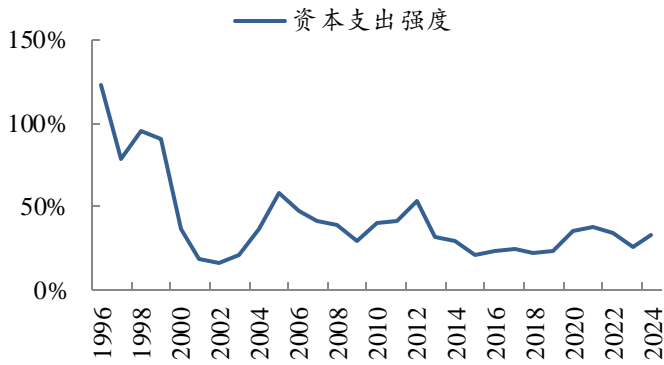
通过持续的Capex投入，公司在技术、物流两方面形成了坚固的护城河，资本支出趋于稳定，规模效应显现使得费用率下降。受疫情影响，2020年以来北美电商渗透率快速提升，全球跨境电商蓬勃发展。2020-2022年公司进行了较为激进的扩张，资本支出大幅增加，费用率也延续了上升的趋势。

但随着2023年降本增效的推进，资本支出、物流履约费用率、销售和营销费用率有所下降，仅研发和基础设施费用率继续上升，公司已逐步走出投入和产出的错配周期，迎来利润释放阶段。2024年公司营业利润率升至10.8%，为历史最高水平。



图表5: 公司资本支出投入强度下降

图表6: 公司营业利润率进入上行通道 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所 (注: 资本开支强度以 Capex 金额/固定资产净额计算)

来源: iFind, 国金证券研究所

回顾公司发展, 贯穿其中的是长期坚持以用户为中心、超前投入、拥抱科技变革的战略思维, 最终成功打造了“增长飞轮 (Flywheel)”, 既收获了持续增长也能提前锁定市场份额。

两次分别成功押注电商、AWS 云计算业务, 奠定了亚马逊当今的业务框架。拆解公司的成功案例, 都是瞄准一个蓝海市场, 超前投入整合大量资源 (直接投入或并购) 并在前期采取低价策略, 尽管初期固定成本较高导致会计亏损, 但随着“低价→获得客户→业务规模→更低成本”正循环不断运转, 最终在规模效应显现后公司往往能实现盈利并通过高额重置成本阻止竞争对手进入。

图表7: 亚马逊“增长飞轮 (Flywheel)”理论



来源: Fedivisor, 国金证券研究所

1.2、1994-2004: 在线商城模式跑通, 逐步拓展品类&市场

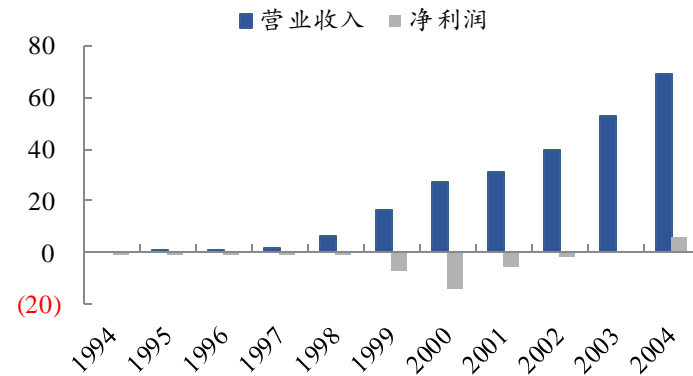
公司创业历程始于 1994 年, 在第一个 10 年中成功捕捉到互联网技术普及带来的时代机遇, 通过搭建“产供销”平台跑通了在线商城模式, 初步建立竞争优势并实现了业务规模快速增长。此外国际市场、第三方卖家、AWS 等未来的增长支柱也在这一阶段埋下种子, 成为日后公司业绩持续增长的重要驱动。

1994-2004 年, 公司营业收入从零开始达到 69.2 亿美元, 净利润也在 2003 年首次转正后在 2004 年达到 5.9 亿美元。若以 1995 年为起点, 期间收入复合增速约为 187.8%, 成长速度惊人。

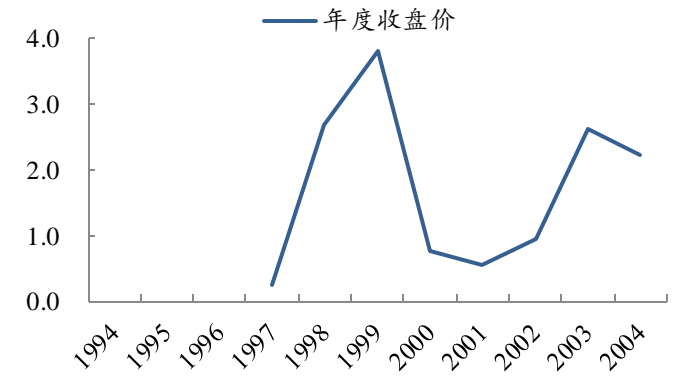
作为在线零售行业龙头标的, 公司股价表现同样突出, 自 1997 年上市后 1999 年四季度曾达到 5.7 美元的区间高位。此后由于公司专注长期发展超前投入及科网泡沫破灭导致股价在 2000-2001 年面临压力, 但随着公司 2001 年四季度首次实现盈利并逐步降低成本提升运营效率再次进入上行通道, 2004 年底回升至 2.2 美元。



图表8: 公司收入快速增长 (亿美元)



图表9: 1999 年经历科网泡沫 (美元)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所 (注: 股价为前复权)

■ 搭建电商平台, 构建“产供销”链路

公司由创始人杰夫·贝索斯 (Jeff Bezos) 于 1994 年 7 月 5 日成立, 公司早期办公室位于其在华盛顿州贝尔维尤家中的车库。此前任职于华尔街对冲基金 DESCO 的贝索斯敏锐的发现了快速迭代的互联网技术在图书零售业应用的潜在可能, 相信在“种类繁多、市场巨大、没有垄断者”的图书市场能打开新市场。从在线销售图书开始, 亚马逊不断迭代经营方式, 最终搭建了“生产-供应-销售”的链路, 探索出今天电商经营的标准范式。

图表10: 公司 1994 年成立初期的“车库”办公室



来源: Official Chai, 国金证券研究所

1) 商品: 从图书到万物, 提供更多选择

公司创业初期以图书品类为主, 在 1994-1998 年上半年专注于扩大各类书籍供应, 包括精装书、绝版书、二手书等产品。相比于传统线下书店, 线上销售不仅能提供一定折扣, 还可以提供更多的选择。公司经营早期以“地球上最大的书店”进行宣传, 以“超过 100 万本书”和“持续低价”作为核心卖点。公司是最早利用互联网低边际成本特性提升效率的企业之一, 一方面给予消费者更多的选择和便利, 另一方面对于出版商而言客户下单后再发货的电商销售模式有助于降低退货率并提升需求预测能力。

公司很快发现在其他品类同样可以应用相同的方法论, 大量创业企业亦不断涌现, 因此采取兼并购或与传统线下品牌合作的方式扩大品类矩阵。1998 年公司试水了音乐、视频、礼品, 1999 年则加速拓展步伐, 先后收购 Drugstore.com、Pets.com、HomeGrocer.com 等垂类电商进入保健药品、宠物和食品杂货等十余个品类。2000-2003 年公司继续保持品类扩张势能, 进入汽车、酒水、计算机等品类。

更多的品类不仅满足了消费者对商品选择的一站式汇总需求, 新品类也带来新增长空间。例如早期公司图书是主要品类, 而后期图书销售增速放缓, 电子产品后来居上成为销售额最大的单一品类。随着品类的丰富, 公司作为电商平台的规模效应也开始进一步显现, 与众多上游卖家建立合作关系。



图表11: 公司品类扩张时间线梳理

时间	品类	举措
1994年	图书	种类繁多、市场巨大、没有垄断者
1998年6月	音乐	艺术家、歌曲、标签搜索
1998年11月	视频和礼品	提供接近60000部剧情片、2000张DVD
1999年2月	保健品和美容药品	收购 Drugstore.com 40%股份
1999年3月	宠物	收购 Pets.com 的54%股份, 包括宠物配件/产品/食品
1999年3月	食品杂货	收购 HomeGrocer.com 35%股份, 主营新鲜农产品/海鲜/肉类
1999年7月	玩具	各品类玩具, 激进订货
1999年7月	电子产品	5%高价购买先锋、松下、JVC等品牌产品, 较高投入让大众接受出售电子产品的事实
1999年7月	体育用品	收购 Gear.com 49%股份
1999年9月	一般性礼品	购买婚礼礼品店 Della&James 20%股份
1999年10月	折扣工具	收购 Tool Crib of the North, 折扣工具网点
1999年11月	家居装修	电气照明、家庭用品、草坪花园等8类产品
1999年11月	软件	图形软件、个人提升软件等
1999年11月	视频游戏	视频游戏和配件
1999年11月	礼物创意	15个类目的礼品, 还提供愿望清单功能
1999年11月	玩具	收购在线玩具商店 Back to basics toys
1999年12月	奢侈品	宝石/手表/太阳镜, 收购 Ashford.com 的16.6%股份, 涉及300个知名品牌
2000年1月	汽车	与网上车上 Greenlight.com 合作, 获得5%股份
2000年1月	有声书	收购 Audible 5%股份
2000年4月	酒水	投资 Wineshopper.com
2000年5月	家居	投资 Living.com
2001年8月	计算机	包括苹果、惠普、IBM、东芝等主要品牌
2002年9月	办公用品	与欧迪办公 (Office Depot) 建立电子商务战略联盟, 提供超5万种商品
2002年9月	旅游	美国国家休闲集团的独家合作, 提供邮轮、旅游书籍、翻译软件等所有必需品
2002年11月	服装配饰	与 GAP、Old Navy、Foot locker 等零售&服装品牌公司合作, 提供400多个品牌服饰
2003年3月	珠宝业	以亚马逊服务公司名义开始珠宝店营业, 秉承低价策略

来源:《亚马逊编年史》, 国金证券研究所

2) 供应链: 系统迭代升级, 构筑效率壁垒

电商链路的另一重点在于供应链, 销售规模、品类的扩张会带来履约难度的成倍数提升。公司1995年成立初期仓库面积仅18.5平方米, 1996年就扩充至8649平方米, 1999年开始进入更多品类后则迅速扩大至69750平方米。此外零售业需求具有显著季节性, 北美市场圣诞节期间的销售高峰对供应链瞬时承载能力是重大考验。

然而电商供应链的复杂性是危机也是转机, 公司遵循一贯的“大胆创新、控制一切”经营思路, 将供应链建设作为主要任务。一方面从沃尔玛等线下零售巨头处引入人才学习先进管理经验, 另一方面也借助科技手段优化供应链效率。1999年开始公司采购大型分拣机设备、应用需求预测算法, 有力支持了销售端的品类扩张。到2002年公司再次优化履约中心代码后, 已经形成相对其他竞争对手的显著供应链优势。

尽管前期自建物流会对利润造成较大压力, 但大规模 Capex 同样有助于公司构建壁垒、拥有领先的效率优势。

图表12: 亚马逊供应链搭建时间线梳理

时间	供应链建设
1995年2月	西雅图 Sodo 城区办公楼地下仓库, 占地面积18.5平方米
1996年	西雅图道森大街仓库, 面积8649平方米
1997年9月	西雅图仓库扩建70%, 在特拉华州纽卡斯尔建立第二个配送中心 (面积18600平方米); 库存达到30万本书, 为原来的6倍



时间	供应链建设
1999年1月	在内华达州芬利建设新配送中心，采用Crisplant分拣机实现高度自动化
1999年4月	在堪萨斯州科菲维尔设立配送中心，减少中西部、东南部市场配送时间，面积扩大至69750平方米
1999年5月	在肯塔基州新建2个配送中心（贝尔斯维尔&莱克星顿），减少中西部配送时间
1999年6月	在乔治亚州麦克多诺建设高度机械化配送中心，服务东南部客户
1999年9月	杰夫·威尔克担任运营副总裁，配送中心改名履约中心，发明可以精准预测需求的算法，解决发货滞后问题
1999年10月	华盛顿州塔科马建设第二个客户服务中心；同年新增北达科塔州履约中心
2000年1月	西弗吉尼亚州亨廷顿开设东海岸第一个客户服务中心，至此全球拥有7个客户服务中心
2000年3月	MIT斯蒂芬·格雷夫斯，重写代码迈向持续、可预期的物流配送
2001年12月	设立“流程指挥”岗位，提升履约中心运作效率
2002年12月	亚马逊履约中心软件重写完成，发货最快缩短至4小时，同期其他电商为12小时
2004年5月	英国古罗克，第二个履约中心成立

来源：《亚马逊编年史》，国金证券研究所

3) 销售：创新推广方法，提升成交效率

销售层面的营销推广对电商同样有重要作用，公司在吸引客流、提升成交转换效率方面都有独树一帜的创新。

除了早期以“最大书店”作为宣传卖点，公司积极向消费者传递自身定位和优势，树立品牌形象。例如公司初期经营图书产品时推出了独特的“产品评论”功能，保留消费者的真实褒贬评价供他人参考，营造出平台可靠、客观的形象。2000年公司在转向全品类销售后也更换了logo，以A到Z的笑脸代表公司产品包罗万象并注重客户体验。

公司还开发了众多独特平台功能以促进引流和成交，例如基于相似性算法的“个性化推荐”、旨在快速成交的“一键下单”、有助于快速匹配用户需求的“全站产品搜索”等，类似的功能在之后的电商平台上得到广泛效仿。

图表13: Logo 更换彰显定位转向全品类



图表14: 亚马逊通过丰富的功能创新吸引客户

时间	特色功能	说明
1995年	信用卡支付	输入信用卡后四位即可支付
1995年	产品评论	保留客户产品评价以供讨论
1996年	个性化推荐	根据用户已经阅读的内容、相似购买记录进行推荐
1997年	一键下单	通过预留地址和支付信息快速下单
1997年	电邮礼品券	赠送给亲友进行兑换的礼品券
1999年	产品搜索	全站搜索，从亚马逊网站数百万产品中找到想要的商品
2001年	图书试读功能	浏览图书内部页面，决定是否购买
2002年	比价功能	前期收购Alexa Internet的作用显现，实现跨网站比价
2003年	书内搜索	搜索书中文字内容来发现书籍

来源：《亚马逊编年史》，国金证券研究所

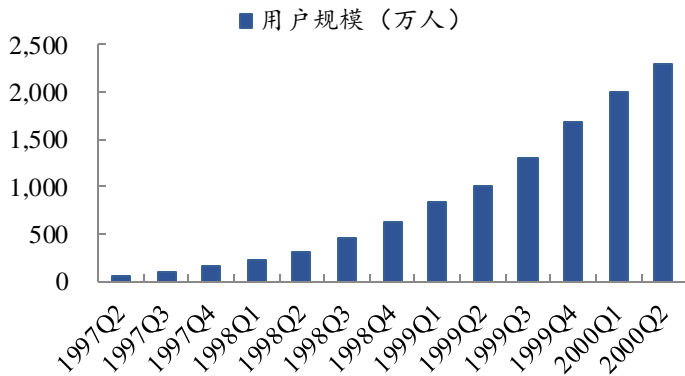
来源：《亚马逊编年史》，国金证券研究所

1997-2000年是公司规模扩张的关键阶段，在跑通产供销链路后，公司遵循贝索斯提出的“快速做大（Get big fast）”企业文化快速扩张。用户数从1997年二季度的61万人迅速增加至2000年二季度的2300万人，3年复合增速约235%。用户粘性也有显著提高，回头客订单占比由50%提升至78%。

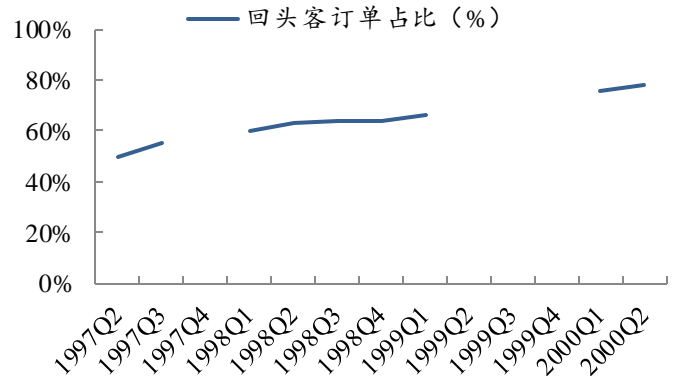
经营数据的快速增长证明电商模式取得成功，但直到2000年美国电商渗透率仍不足1%，线上购物获得越来越多接受，传统线下零售商仍占据相当份额，尤其是在食品杂货等领域。



图表15: 公司用户规模快速增长



图表16: 公司客户粘性持续提升



来源:《亚马逊编年史》, 国金证券研究所

来源:《亚马逊编年史》, 国金证券研究所

■ 决胜线上零售, 走向海外市场

作为电商模式的先行者,“全品类产品矩阵+高效的自建物流+创新性营销手段”让亚马逊在线上市场拥有显著的竞争优势,既包括一流的消费者体验,也包括大额投入带来的天然壁垒。尽管公司在1999年后由于快速做大规模、超前投入导致现金流状况欠佳,市场一度担心各细分行业的竞争对手(例如图书-巴诺书店、音乐-UMG等)可能对公司长期发展构成制约。但事后证明用户体验、价格优势和供应链效率是电商经营的关键,即“多快好省”。贝索斯领导下的公司既有长期投入的决心,也有持续创新的天赋,因而成功实现了领先。

在北美市场占据优势的同时,公司也在扩张全球版图。1998年公司收购了英国、德国最大的线上书店,并以此为基础扩展出地区站点。2000年、2002年、2004年公司继续进入了日本、加拿大和中国,同样复刻在北美市场的经验,导入各品类和创新功能,同时坚持建设供应链体系,为下一阶段的增长做好准备。

图表17: 公司在北美击败了众多竞争对手



来源: logoworld, wikipedia, technically, mg21, 国金证券研究所

图表18: 公司1998年开始走向海外

时间	国家	事件
1998年4月	英国、德国	收购英国最大网上书店Bookpages、德国最大网上书店Telebook
1998年10月	英国、德国	亚马逊英国、德国站点域名正式发布
2000年8月	法国	成为法国第一家7*24营业的零售商
2000年10月	日本	日本站点正式运营
2002年3月	英国、德国	推出市集 (Marketplace) 服务, 第三方售货在欧洲启动
2002年6月	加拿大	加拿大站点上线
2003年11月	法国	法国站点推出市集功能
2004年8月	中国	收购卓越网 (Joyo), 进军中国市场

来源:《亚马逊编年史》, 国金证券研究所

1.3、2005-2015: 零售业务三大升级, 孵化 AWS 第二曲线

2005年起公司基本稳固了在电商领域的地位,从1995年的线上书店转型为全品类综合电商平台,主要竞争对手也从巴诺书店变为线下零售巨头沃尔玛。在第二个10年内公司对零售业务继续进行迭代,通过推出①Prime会员、②FBA履约、③3P卖家三大升级进一步巩固平台优势并提振业绩表现。除此之外,公司AWS板块也在同期进入快速发展阶段,成为公司重要利润支柱。

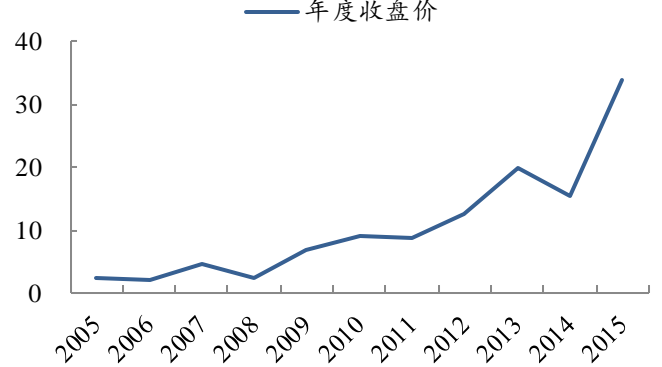
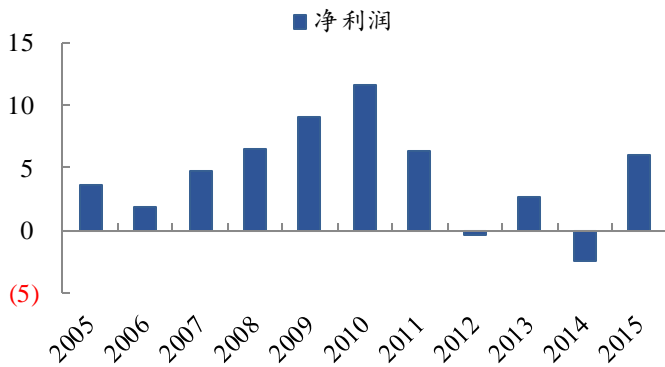
从业绩端看,2005-2010年公司零售业务奠定优势后持续释放利润,净利润由3.6亿美元提升至11.5亿美元,期间复合增速约26.3%。2011年后由于公司再次大力投入Kindle、AWS、Prime会员以及增加履约中心等项目使利润承压,但业务规模保持高速增长,正如公司过去建立零售业务基本盘的历程。



利润的起伏没有影响到股价上涨，2005-2015 年公司作为标志性电商龙头股价持续上扬，从 2.4 美元升至 33.8 美元，期间复合增速约 30.5%。

图表19: 公司利润先升后降 (亿美元)

图表20: 公司股价处于持续上涨通道 (美元)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

零售业务升级，三大模式改造

1) Prime 业务: 构建会员体系，增强用户粘性

电商的核心资产是用户，公司搭建电商平台的规模效应也基于用户规模持续提升带来的规模效应，因此在发展初期大力投入营销费用、推出低价补贴换来流量。随着全美电商渗透率提升，越来越多消费品牌、零售商开启线上化转型，市场竞争日趋激烈。

为了更好的建立客户忠诚度，公司瞄准消费者网购痛点推出了 Prime 会员，提供无限次的两日送达服务并且不设消费门槛。尽管短期内激增的运输费用会对两日造成较大影响，但销售规模也会有大幅提升，一旦新客户和新订单实现规模效应并足以覆盖扩建供应链的成本，则会员体系不仅能贡献利润还可以成为公司牢固的流量壁垒。

图表21: Prime 会员可享受无限次两日到货服务

图表22: Prime video 为会员提供大量数字内容



来源: tinuiti, 国金证券研究所

来源: primevideo, 国金证券研究所

从免快递费入手，公司不断丰富 Prime 会员权益内容，并融合最先进的零售技术，力求以一流消费体验吸引会员。一方面公司不断提升配送效率，从免运费、当日送达到 Prime Now 的 1 小时送达；另一方面公司大手笔购买数字内容资源，通过 Prime 视频、Prime 音乐与哥伦比亚广播公司、福克斯等主流媒体集团合作。

从效果上看公司的会员体系建设十分成功，从 2005 年首次推出 Prime 会员到 2015 年，测算全球会员数量接近 4000 万人，订阅服务收入也已接近 44.7 亿美元。

图表23: 公司持续丰富 Prime 会员内容

时间	举措	内容
2005 年 3 月	推出 Prime 会员	79 美元年费即可享受无门槛限制的两日到货服务
2005 年 11-12 月	用户增长	Prime 会员服务订阅量增长一倍多
2006 年 9 月	推出 Prime 视频	以 Amazon Unbox 形式亮相，提供大量电视、电影等视频内容



时间	举措	内容
2007年11月	全球推广	在英国、德国、日本都推出了 Prime 会员订阅服务
2009年10月	推出当日送达	推出本地快递服务，承诺当日送达，在首批7个城市试点；Prime 会员仅需额外支付 5.99 美元
2011年7-9月	扩充 Prime 视频内容	与哥伦比亚广播公司、美国全国广播公司、福克斯合作，大幅扩充视频内容
2012年8月	订单量增长	Prime 会员送达订单量超越超级省钱免费送货，服务商品数量超过 1500 万
2013年	继续扩充 Prime 视频内容	与 A&E 电视网、美国公共电视网、米高梅等合作，继续扩大了视频内容规模
2013年12月	无人机送货	首次尝试用 Prime Air 无人机为用户送货
2014年3月	首次提价	Prime 会员年费由 79 美元提升至 99 美元
2014年6月	Prime 音乐	Prime 会员可免费、无限制访问超 100 万首歌曲
2014年12月	推出 Prime Now	日常必需品 1 小时送到，在纽约曼哈顿试点
2015年3-6月	扩大 Prime Now 范围	增加服务的商品内容，覆盖地区也扩大到美国 14 个都市
2015年7月	推出 Prime Day	会员日活动，提供比“黑色星期五”更多的优惠商品
2015年8-11月	继续扩大 Prime Now 范围	覆盖范围新增西雅图、洛杉矶、圣安东尼奥、湾区、圣地亚哥等地

来源：《亚马逊编年史》，国金证券研究所

2) FBA 业务：发挥履约长板，开放基础设施

公司搭建电商平台的另一类利器是自建物流，实现远超竞争对手的履约能力。2002 年公司就已推出“超级省钱免费送货服务 (Free Super Saver Shipping)”，为总额 99 美元以上订单提供免费配送。门槛水平在 2002 年 6 月、8 月又继续下降至 49 美元、25 美元。

Prime 会员的推出让用户体会到了极大便利，也希望在更多品类上享受同等效率的配送服务。基于满足用户反馈和服务更多卖家的意图，公司 2006 年推出 FBA (Fulfillment By Amazon) 服务，让中小型卖家同样能够获得公司在订单履行、客户服务、客户送货优惠和基础网站技术上的支持。2011 年起公司又开始第二轮供应链建设，包括增加更多履约中心以及在 2012 年收购 Kiva 系统公司以应用先进的 Kiva 机器人和 Robo-Stow 机械臂。

对用户而言，FBA 的推广优化了购物体验，进一步提升了粘性。对第三方卖家而言，尽管 FBA 收取额外费用但公司强大基础设施的开放能有效提升销售表现，因此也愿意接入。截至 2015 年，FBA 发货的销售规模已经占第三方卖家的 50%，完成超过 10 亿件商品的销售。

图表24: FBA 向卖家开放平台基础设施

项目	FBA (Fulfillment By Amazon)	FBM (Fulfillment By Merchant)
发货方式	卖家将产品提前运送到亚马逊仓库，平台负责仓储、包装、配送、售后	卖家自行处理库存管理、包装、配送、售后，使用第三方物流发送给消费者
发货时效	发货速度快	受运输方式、清关速度等影响，相对较慢
营销支持	流量支持，提高搜索排名和曝光率	自然流量，可能处于劣势
产品定价	自由度低，受平台商品&价格限制	自由度高
库存管理	平台负责库存管理，减轻卖家压力	卖家自行管理库存，包括预测需求、补货等
客户服务	平台提供买家咨询、退货等客服，提升买家体验	卖家需自行处理
佣金	较高	较低

来源：国金证券研究所整理

3) 3P 业务：拓展 3P 卖家，丰富产品矩阵

公司成立初期以自营商品为主，从图书扩展至其他品类，通过投资并购扩张了产品矩阵。而以 ebay 为代表的 C2C 平台则以第三方卖家为主，采取了不同的运营模式，并且由于不需要承担存货风险和履约义务，比亚马逊更早实现了盈利。但由于消费者偏好变化，公司的 B2C 模式凭借固定价格和更透明的运费受到青睐。

公司早期第三方卖家业务主要包括 1999 年 3 月发布的亚马逊拍卖 (Amazon Auctions) 和 1999 年 9 月发布的 zShops，2000 年 11 月合并为了市集 (Marketplace)。市场趋势变化让公司重新审视经营模式，在 FBA 履约模式引入后，3P 卖家业务进入快速成长期。



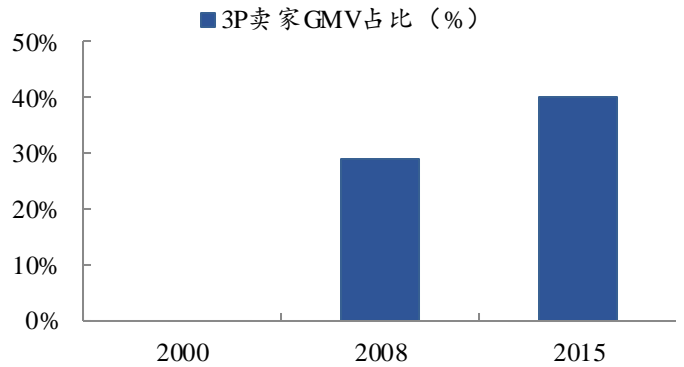
从生意模式上看，3P 卖家采用“寄售”模式因此不需要采购大量库存，同时凭借平台优势公司可以在售出商品后再向卖家付款，实现了负营业资本经营。相比过去 ebay 的 C2C 模式，3P 卖家参与的 B2C 模式既能发挥平台优势又更加有利可图，因此公司开始积极拓展 3P 卖家规模。

从 2000 年底推出市集开始，2008 年 3P 卖家销售额已占到平台总销售额的 29%，并在 2015 年进一步上升至约 40%，贡献了 117.5 亿美元的佣金收入。

图表25: 1999 年开启第三方卖家业务 zShops



图表26: 公司 3P 销售规模快速提升



来源: CNN, 国金证券研究所

来源: 《亚马逊编年史》, 国金证券研究所

■ AWS: 第二增长曲线, 赋能零售进化

公司的另一发展方向在于培育新兴增长曲线, 作为拥抱科技变革起家的企业, 公司长期关注最新技术动态, 并积极探索新兴的产品和业态。

在云计算方面, 公司最初的投入动机在于挖掘平台数据并开放 API 接口为合作商赋能。2002 年第一版 AWS 上线, 开发人员可以通过 API 将独特功能 (例如允许第三方站点搜索和显示亚马逊商品) 接入其它网站, 大幅简化了工作流程, 这构成了今天 AWS 的前身。但很快公司便意识到搭建标准化、自动化架构的必要性, 并且将虚拟服务器访问权进行出售具备可行性。

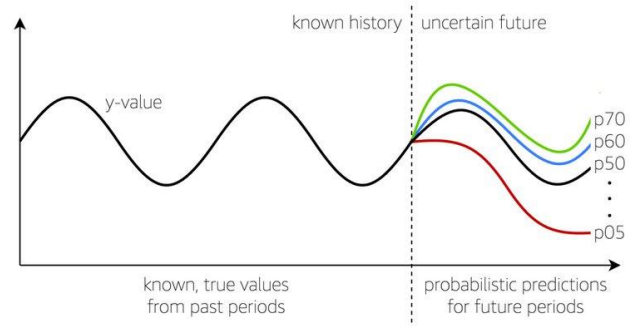
2006 年, 公司正式推出了 Amazon Web Services (AWS), 专门为企业客户提供基于网络的计算能力和数据管理服务。公司陆续推出了 Amazon S3 (Simple Storage Service 简易存储服务) 和 Amazon EC2 (Elastic Compute Cloud 弹性云计算), 标志着云计算时代的来临。一方面公司积极拓展升级新模块以拓展 AWS 业务, 另一方面也将 AWS 服务应用于零售业务的升级, 例如在需求预测上采用了机器学习以预测未来预测。

2013 年公司将业务线拆分为北美、国际、AWS 三个部门, 其中北美&国际部门包括传统零售业务, AWS 则包括云储存、云计算及数据中心等业务, 成为公司重要的第二增长曲线。

图表27: 2006 年公司推出 AWS 业务



图表28: 公司利用机器学习提升需求预测准确性



来源: logos-world, 国金证券研究所

来源: AWS, 国金证券研究所



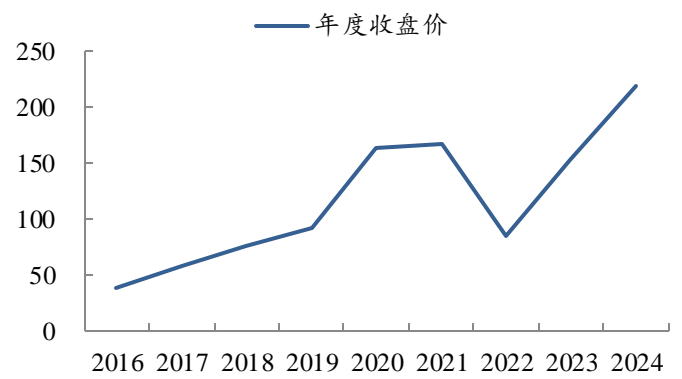
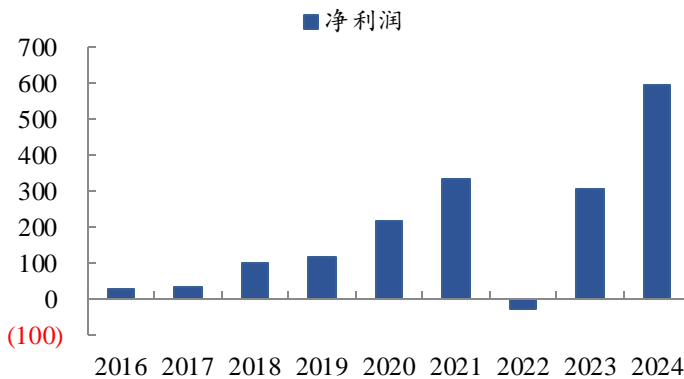
1.4、2016 至今：持续迭代升级，AI 打开新增长方向

2016 年后公司业务版图基本稳定，2017 年首次披露细分产品收入，包括线上零售、3P 卖家服务、订阅服务、AWS 和其他，后续仅新增了线下零售业务。由于主要业务的长期战略投入均有所放缓，报表端利润开始释放，期间受到公共卫生事件的短期影响，而长期变化来自于 2023 年开始的 AI 技术突破，公司或将进入下一轮的技术投入周期。

2016-2024 年，公司净利润由 23.7 亿美元升至 592.5 亿美元，期间复合增速约为 49.5%，主要受到高利润率的 AWS 业务占比及利润率提升推动。由于公司利润规模体量已较大，估值水平有所下降，因此 2016-2024 年股价由 37.5 美元上升至 219.4 美元，2022 年受公共卫生事件影响短暂下跌，复合增速 24.7% 低于利润增长。

图表29：2016 年后公司利润持续释放（亿美元）

图表30：公共卫生事件短暂影响股价（美元）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

■ 探索新型业态，进军线下市场

公司 2016 年后零售业务上的主要变化在于进军线下，在公司成立近 20 年后开始探索线下新业态。

2015 年 11 月公司开设了首家线下实体书店，2016 年 12 月推出了 Amazon Go 无人商店，两次试水线下渠道。2017 年 6 月宣布 137 亿美元现金收购全食超市（Whole Foods Market），标志着公司开始加大力度投入实体业态，合并后公司成为全美第五大杂货零售商。此后在 2018 年、2020 年又推出了 4-Star 商店、生鲜杂货店。

随着美国整体线上渗透率提升，公司作为电商龙头在零售业务同样感受到增长压力。并且在公司不断探索新型履约方式、智能设备等领域过程中，线上&线下零售的边界已经有所模糊。对线下业态的探索既是对新增长空间，也是对新技术应用的尝试，这与公司历史上积极寻求变革和增长的发展战略相一致。

图表31：公司收购全食超市进军线下市场

图表32：公司积极探索线下零售业态



时间	业态	说明
2015年11月	线下书店	亚马逊首家线下实体书店
2016年12月	Amazon Go	充满新技术的无人商店，主打“拿了就走”概念，提供食品杂货等
2017年6月	全食超市	137亿元收购全食超市，合并后成为美国第五大杂货零售商
2017年6月	实体杂货店	在西雅图开设2家实体杂货店，走向线下
2018年9月	4-Star	出售四星以上评分畅销商品，首店位于纽约
2020年9月	生鲜杂货店	首店位于洛杉矶伍德兰希尔斯，接入Alexa音箱等众多智能设备

来源：arkieva，国金证券研究所

来源：《亚马逊编年史》，国金证券研究所



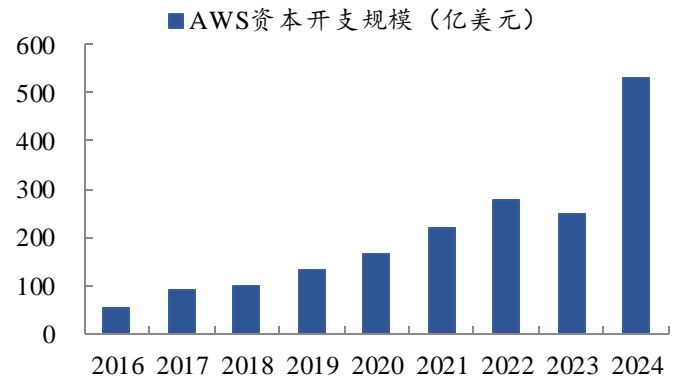
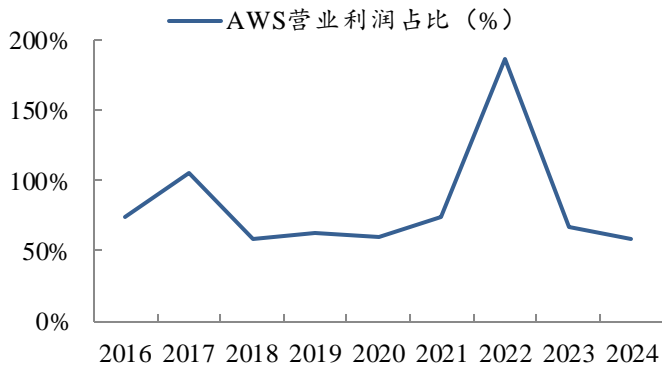
■ AWS 持续发力，AI 时代来临

更值得关注变化发生在 AWS 板块,2016 年后 AWS 业务对公司整体业绩贡献不断提升,收入增速、利润率水平都随着行业景气提升和规模效应显现而保持高位。2016-2024 年,AWS 业务营业收入占比均值 83%,是公司绝对的利润支柱。

2023 年初以 Chatgpt 为代表的 AI 技术的突破为云计算带来新的可能,AWS 也再次继续大力投入机器学习和人工智能等新技术。从 AWS 业务资本支出规模看,2024 年达到 532.7 亿美元的历史最高值,或许开启公司新一轮的增长周期。

图表33: AWS 业务是公司主要利润支柱

图表34: AI 突破带动 AWS 资本支出再次提升



来源:公司公告,国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 管理层更换,业务有序延申

企业治理层面,2021 年前 AWS 首席执行官安迪·贾西 (Andy Jassy) 接替创始人贝索斯担任 CEO,作为 1997 年即加入公司的元老在经营思路上大体延续了过去的风格,更多是在原有业务基础上进行延申。通过一系列举措,公司继续巩固了自身竞争力:

1) 供应链:推出 FBA Onsite,建立云仓库

2018 年公司推出了 FBA Onsite 作为新的履约方式。由于 Prime 会员订单规模提升而其大多使用 FBA 履约方式,FBA 容量不足或制约 Prime 会员需求扩张。公司派出代表帮助卖家改造其仓库,进行重新布局配置、导入公司仓库管理程序,使其符合 FBA 配送要求,实现 FBA 仓库容量和 SKU 供给的跳跃式增长。

2) Prime 会员:提升配送时效,拓展内容库

便捷的消费体验一直是 Prime 会员服务的特色,公司 2018 年推出了全食超市 Prime Now 两小时送达服务,2019 年公司已经具备为美国 72%人口提供当日、次日达服务的能力。在数字内容方面,2021 年公司收购了曾制作了众多经典电影的米高梅公司 (MGM) 扩展了 Prime Video 内容库,增强了公司与奈飞 (Netflix)、迪士尼 (Disney+) 等流媒体对手竞争的實力。

3) 国际市场:加大投入力度,收入稳健增长

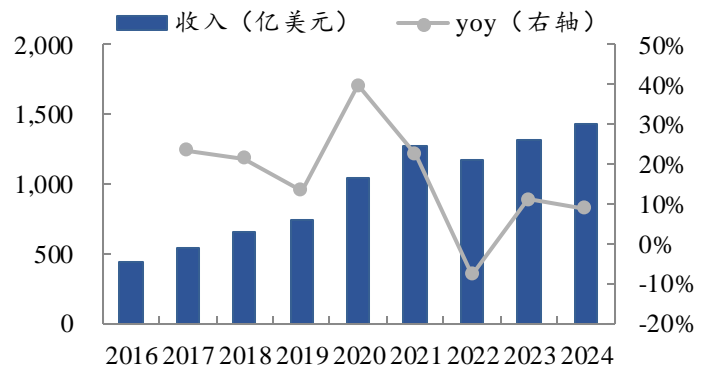
在国际市场,公司仍维持扩张投资的态势,在墨西哥、印度和澳大利亚加速布局。尽管初期投入较大导致亏损,但收入规模实现了较快增长。2016-2024 年,公司国际业务收入由 440 亿美元提升至 1429 亿美元,复合增速约 15.9%。



图表35: 2021年CEO更换为Andy Jassy



图表36: 公司国际业务持续扩张



来源: NBC News, 国金证券研究所

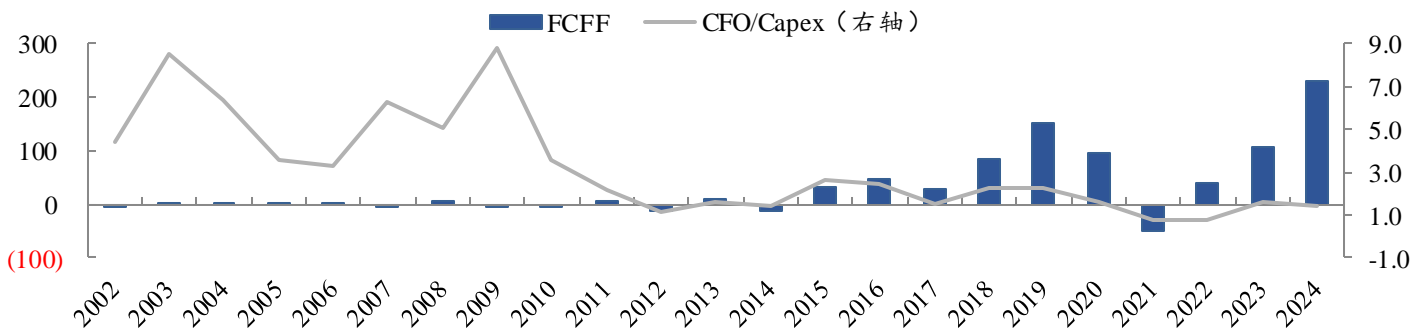
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、财务分析：利润释放阶段，企业经营效率优异

由于公司历史上一一直有超前建设的习惯，无论是在 1990s 搭建电商链路还是 2010s 投入 AWS 业务，短期内都会通过投入留存收益和对外融资大举投入潜在增长业务，这一方面体现出公司的“长期主义”但也会导致公司不同发展阶段财务特征差异巨大，可能“长期”偏离真实运营情况。

若用 CFO/Capex 指标简单刻画公司发展阶段，可以看到 2010 年后超前建设随着两大支柱业务的建成开始收敛，并且 3P 卖家收入模式的占比提升也让营运资本变动更能反映经营水平而非商业模式变化带来的畸变。因此我们更关注 2010 年后的公司财务数据，相对更具有可比性。

图表37: 公司超前建设的战略使得不同阶段财务特征差别较大



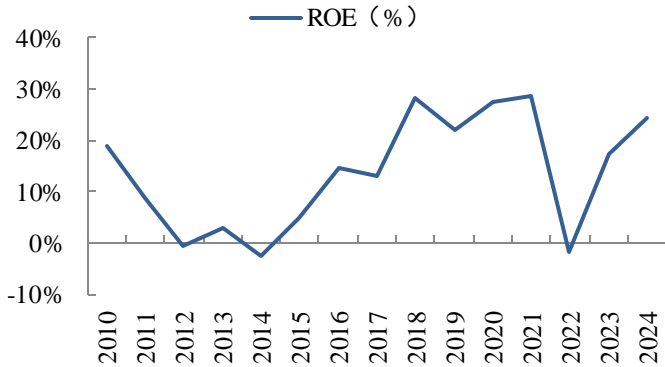
来源: ifind, 国金证券研究所

公司历史 ROE 变动与所处发展阶段高度相关，而不同阶段主要差异在于受基础设施投入所影响的净利率水平。2011-2015 年由于新增长曲线 AWS 业务尚处于前期投入阶段，因而 ROE 水平受大额折旧摊销影响处于较低水平，但 2016 年后随着利润开始释放进入上升阶段，从 2016 年的 14.5% 提升至 2021 年最高峰的 28.8%，尽管 2022 年因公共卫生事件和地缘政治事件影响有所回落，但长期中枢水平仍接近 20%。

拆分来看，2016-2024 年公司总资产周转率、权益乘数、净利率均值分别为 1.4、3.5、4.3%，其中净利率变动较大，杠杆水平在 2015 年前后触顶后开始下行，资产使用效率则相对稳定随着业务规模提升略有下降。

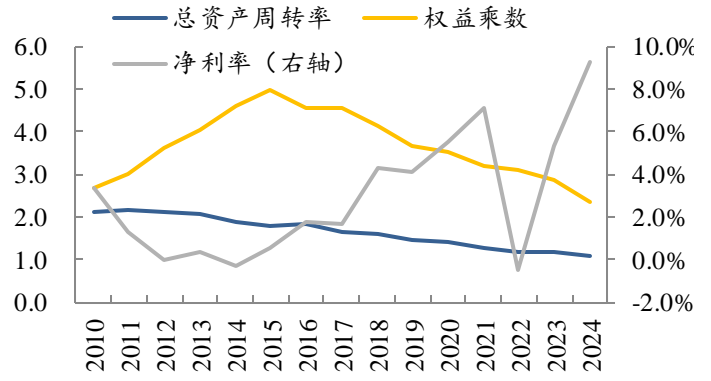


图表38：公司 ROE 水平与业务发展阶段相关



来源：iFind, 国金证券研究所

图表39：公司净利率变动导致 ROE 波动



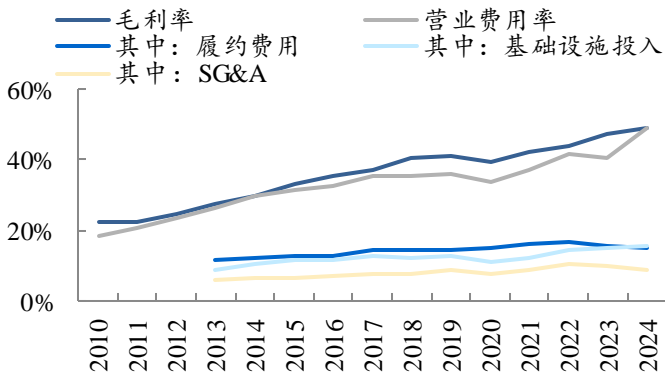
来源：iFind, 国金证券研究所

回看公司净利率变动，①高利润率的 AWS 业务占比提升带来的整体毛利率提升、②规模效应显现使得费用率提升速度放缓 是带动公司利润率提升的关键因素。

公司 2013 年 AWS 业务收入占比仅 4.2%，2023 年已提升至 15.8%，而该业务的营业利润率长期保持在 20%以上，远超零售业务低个位数的营业利润率。

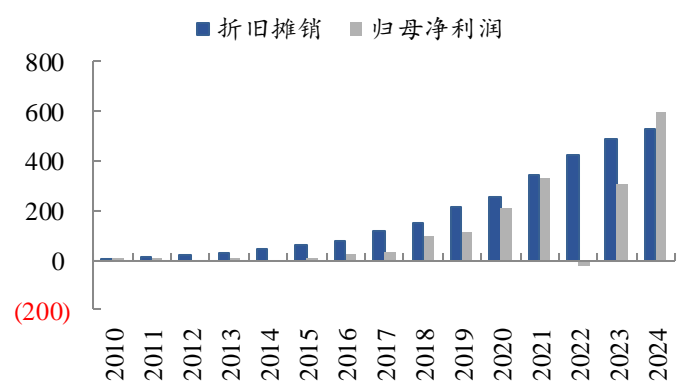
另一方面，公司业务体量提升带来的规模效应亦使得费用率得到有效控制。2016-2023 年公司履约费用、基础设施投入、SG&A 费用占收入比例分别提升 2.2pct、3.7pct、1.9pct，合计提升 7.8pct，低于同期毛利率 13.8pct 的增幅。对比公司历史折旧摊销及归母净利润规模可以发现，大规模基础设施投入后计入营业费用的折旧摊销是导致公司会计利润较低的核心原因。例如 2015 年折旧摊销金额达到归母净利润的 10.5 倍，而 2016 年后这一比例则显著下降。

图表40：2015 年起“毛利率-营业费用率”走扩 (%)



来源：iFind, 国金证券研究所

图表41：折旧摊销对公司利润影响较大 (亿美元)



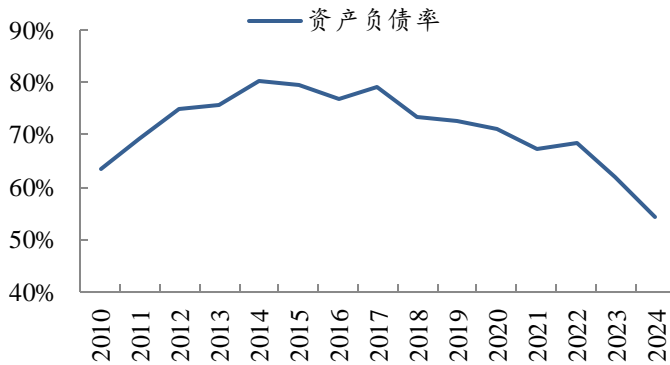
来源：iFind, 国金证券研究所

与公司发展阶段相关的另一指标是公司的杠杆水平，在建设投入高峰期资产负债率较高，长期债务规模亦有所提升，而随着基础设施建设完成则进入稳定偿债阶段。

公司资产负债率历史中枢约 70%，过去 10 年的峰值出现在 2014 年的 80.3%，有息负债率亦在同期首次接近 30%的水平，基本与公司的 AWS 业务投入期同步。而在此后整体负债率已进入下行阶段，2024 年资产负债率、有息负债率分别为 54.2%、25.5%，分别较上年下降 7.5pct、5.5pct。



图表42: 公司资产负债率开启下行 (%)



图表43: 公司有息负债率亦同步下行 (%)



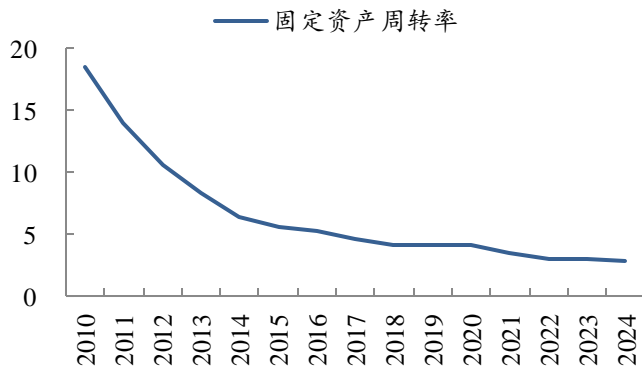
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所 (注: 假设长期负债均为有息负债)

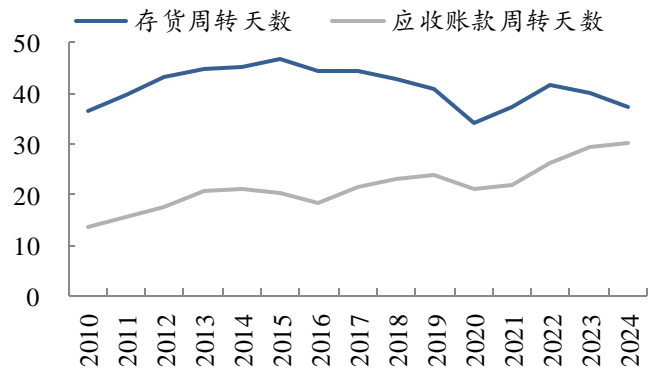
支撑公司长期增长的驱动力在于源源不断的 Capex 投入, 在“增长飞轮”商业逻辑下公司不断扩大体系优势撬动进一步增长并开拓新业务。财务数据上则表现为在公司超前、大规模投入背景下固定资产周转率仍能维持在较高水平, 直至 2020 年后才下降至 4.0 以下。

在运营层面, 公司始终保持较高的运营效率。2016-2024 年, 存货周转天数、应收账款周转天数均值分别为 40.3 天、24.1 天, 2020 年后略有提升但整体接近长期中枢水平, 显示出公司卓越的管理水平。

图表44: 公司不断投入 Capex 创造业务增长



图表45: 公司运营效率长期维持较高水平



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

最后从收益质量上看, 由于公司的体系优势和全球化布局, 占用上游资金放大了经营杠杆, 资金也极其充裕。

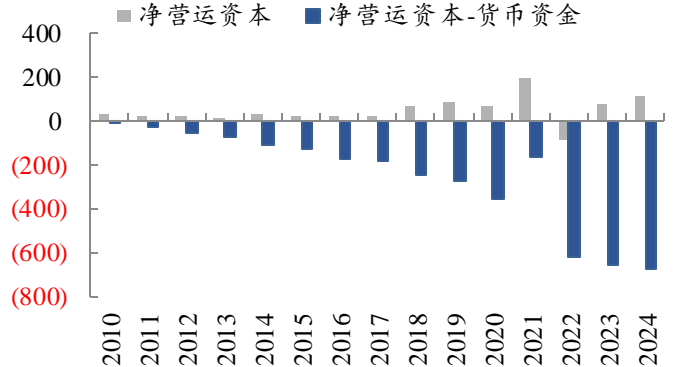
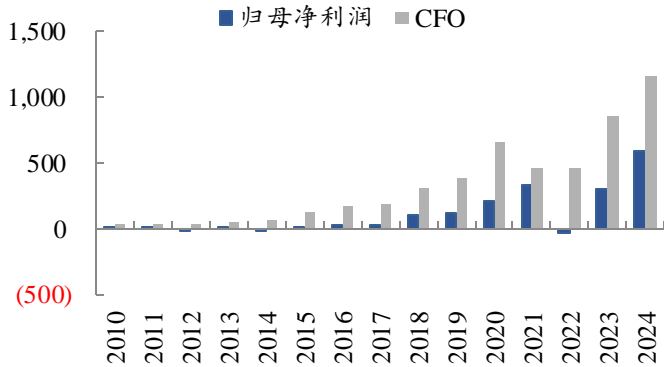
公司净现比长期大于 1, 2016-2024 年公司累计经营性现金流净额为累计净利润的 2.8 倍, 超额部分主要来自于对供应商的应付款项、费用的占用。

计算净营运资本也可以看到, 尽管公司收入规模 2015 年即突破千亿美元, 但净营运资本规模则在百亿美元以下。“净营运资本-货币资金”则为负值并不断扩大, 可以更好的体现出公司“借鸡生蛋”的议价能力。



图表46: 公司净现比长期大于1

图表47: 公司产业链议价能力强



来源: iFind, 国金证券研究所

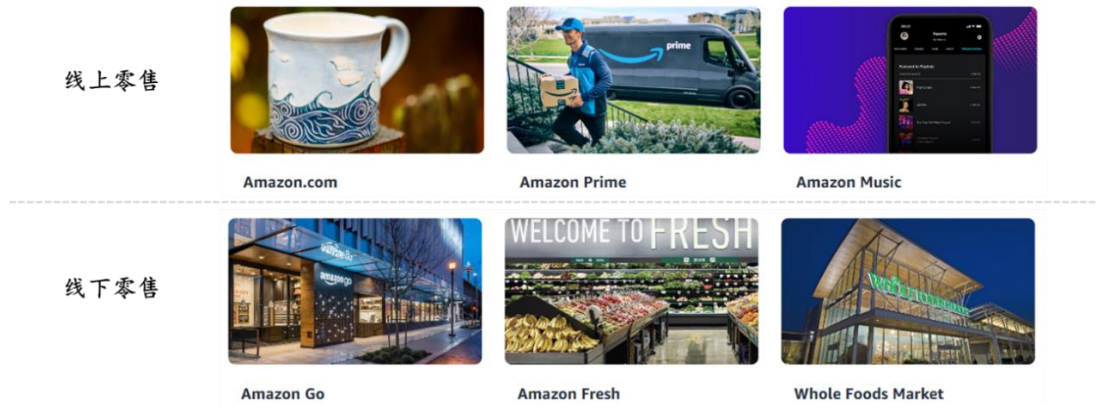
来源: iFind, 国金证券研究所

三、前景展望：零售市场地位稳，AWS 受益 AI 浪潮

3.1、零售业务：长期 Capex 构筑壁垒，北美电商绝对龙头

作为飞轮效应的忠实践行者以及受益者，自成立以来公司借助品类扩展、物流等基础设施的不断投入建设，Prime 会员体系构建等一系列动作，最终成长为全球领先的电商平台。同时以电商业务为起点，目前公司零售相关业务已经涵盖电商业务（1P、3P）、线下零售业务（whole food 等）、互联网订阅服务（音乐、视频、电子图书等）、在线广告业务（电商、twitch）等。

图表48: 公司零售业务版图

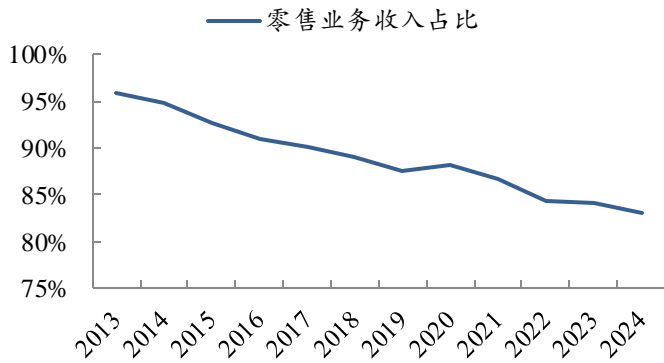


来源: 公司官网, 国金证券研究所

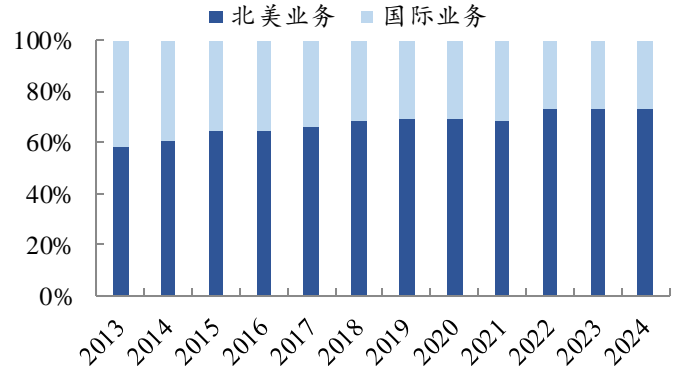
作为公司起家的支柱性业务，零售业务整体收入占比一直维持在高位，近年来随着 AWS 第二增长曲线规模提升有所下滑但依然保持在 80% 以上。截至 2024 财年公司零售业务收入占比约 83.1%，其中包括北美市场 60.7%、国际市场 22.4%，国际市场零售业务占公司整体零售业务的 20% 左右。



图表49: 零售业务是公司收入大头 (%)



图表50: 零售业务以北美为主 (%)

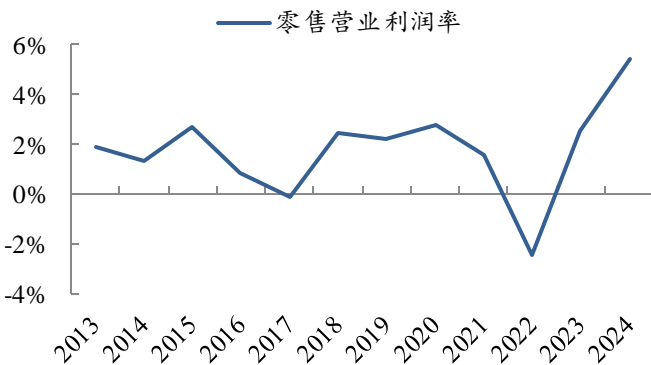


来源: 公司公告, 国金证券研究所

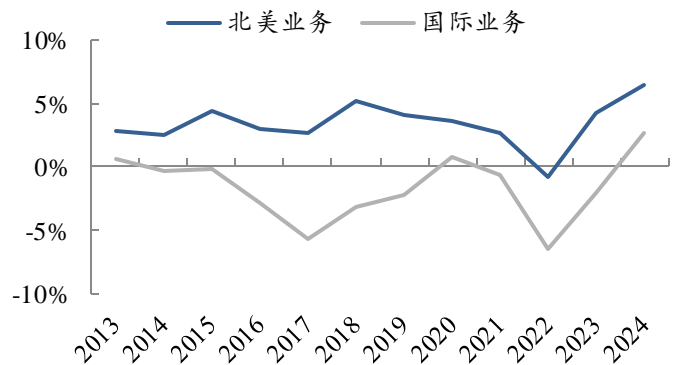
来源: 公司公告, 国金证券研究所

从利润率表现看, 过去公司营业利润率有波动但长期中枢维持在 2%左右, 一方面受制于公司持续的基础设施(物流配送体系等)带来的折旧摊销压力, 另一方面国际市场拓展期公司采取了低利润率扩张的策略, 对整体公司利润表现带来影响。但是随着全球基础设施投入接近尾声, 零售业务即将进入到利润释放阶段, 2024 年北美、国际业务营业利润率分别为 6.4%、2.7%, 各上升 2.2pct、4.7pct。

图表51: 零售业务利润率有望回升 (%)



图表52: 公司北美零售利润率更高 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

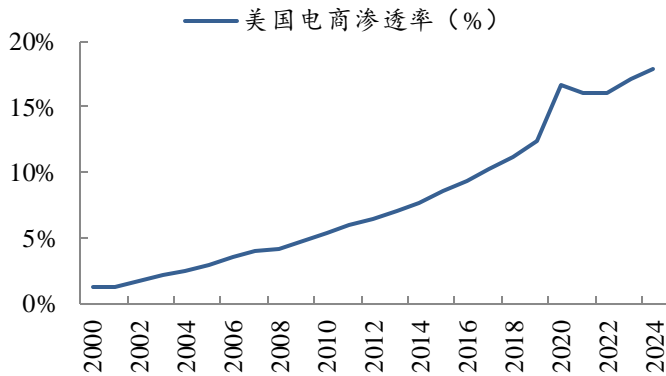
3.1.1、发挥物流长板, 市场份额提升

公司的成功一方面受益于美国电商整体扩容的时代红利, 另一方面则在于立足长远坚定投入平台基础设施构建了坚实壁垒。2000-2024 年, 美国电商渗透率由不足 1% 上升至 17% 左右, 创造出万亿美元以上规模的庞大市场。

公司作为长期专注电商业态的互联网先锋, 瞄准电商扩容机遇长期投入, 超前建设了物流体系作为核心竞争力。目前公司已成为美国最大的电商平台, 2023 年仅自营电商 GMV 规模已占美国线上市场的 21%。

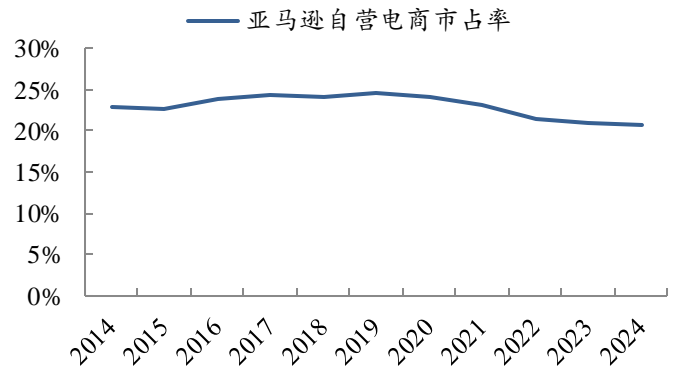


图表53: 美国电商经历长期增长



来源: iFind, 国金证券研究所

图表54: 公司已成为美国最大的电商平台 (%)



来源: iFind, 公司财报, 国金证券研究所

电商业态的核心壁垒在于供应链, 需要有充足的优质商品以及快速、准时的物流履约能力, 二者均需要前期较大规模的投入, 但随着 GMV 提升带来的规模效应显现固定成本摊薄, 公司利润率将逐步抬升, 并且规模巨大的重置成本将有效压制新进入对手的竞争压力。

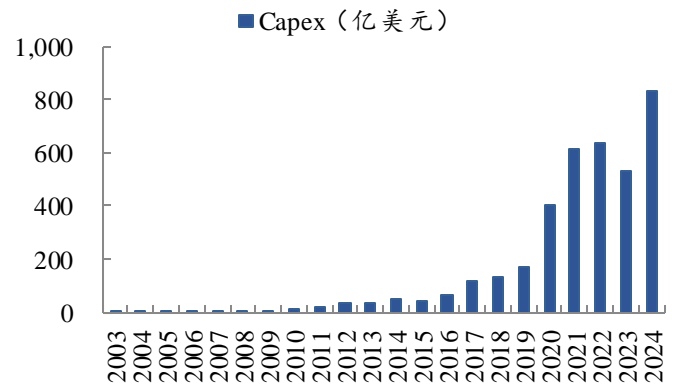
公司自成立之初就致力于构建自己的物流系统。通过持续的长线投入, 在技术、物流两方面形成了坚固的护城河, 资本支出趋于稳定, 物流履约费用率有望下降。

图表55: 公司营业利润率回升 (%)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表56: 公司长期进行大额资本开支



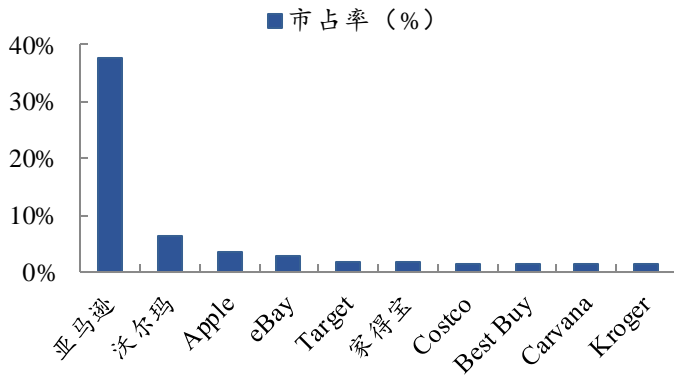
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司长期投入基础设施的另一成效就是对北美电商市场的绝对领先地位, 2023 年市占率约为 37.6%, 断崖式领先于其他竞争对手。其余竞争对手包括沃尔玛(6.4%)、Apple(3.6%)、eBay (3.0%)、Target (1.9%), 但大多聚焦于少数品类或规模无法与亚马逊相匹。

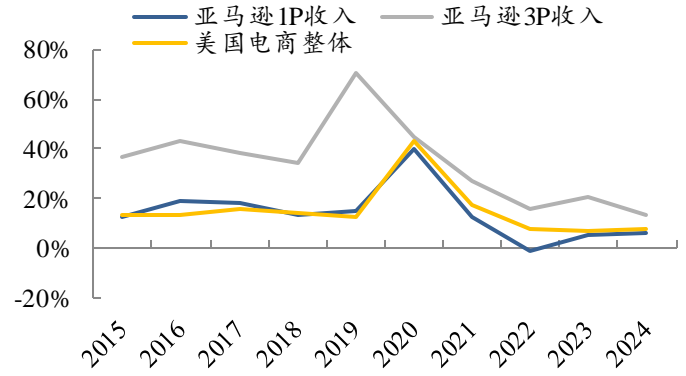
除此之外, 公司凭借着突出的规模优势, 在北美市场的市场优势还在持续增长。公司近年自营的 1P 零售业务 GMV 增速与北美电商大盘相近, 但 3P 卖家收入高增长预示着公司 3P 零售 GMV 同样保持高增长并且远超市场平均增速, 平台综合市占率持续提升。



图表57: 2023 年公司位列电商份额第一



图表58: 3P 商家规模增长驱动公司份额进一步提升 (%)



来源: Statistics, 国金证券研究所

来源: 公司公告, iFind, 国金证券研究所

3.1.2、生成式 AI 赋能，增强用户体验

2023 年初 AI 技术的突破让电商模式出现再次进化的可能，正如公司历史上数次抓住技术变革机会提升，现已大力引入 AI 工具，从用户和卖家两端提升运营效率：

■ 用户端：推出 Rufus 助手，提升用户体验

2024 年 2 月公司推出 AI 购物助手 Rufus 进行小范围测试，可通过生成式 AI 技术以问答形式帮助用户选购商品。2024 年 7 月正式向所有美国用户推送，目前已经在加拿大、法国、德国、印度、意大利、西班牙、英国等市场上线。

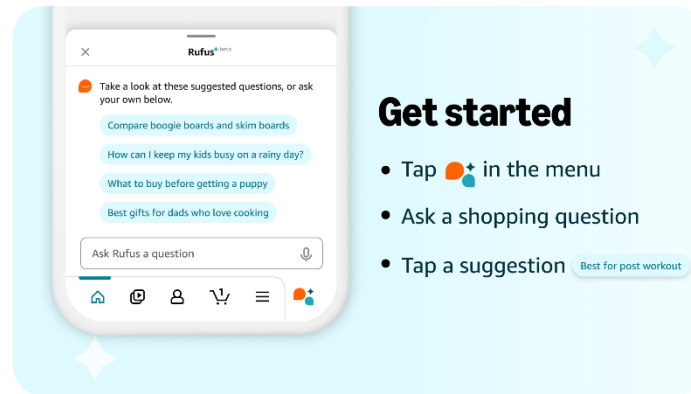
Rufus 可以帮助用户从公司平台庞大的商品库中搜索、发现和筛选商品，并引导其进行购买。经过大量数据训练，Rufus 可以提供详细的产品技术参数、流行趋势回应客户需求，并根据历史浏览和购买记录提供个性化的推荐。此外 Rufus 还综合了比价、包裹追踪等功能，更好的满足客户需求。

■ 卖家端：综合 AI 工具，赋能运营效率

在不断提升用户体验的同时，公司也开发了大量 AI 工具为卖家赋能。其中代表性的产品包括 AI 助手 Project Amelia，作为卖家销售专家提供个性化业务洞察和经营建议，优化销售策略和业绩表现。

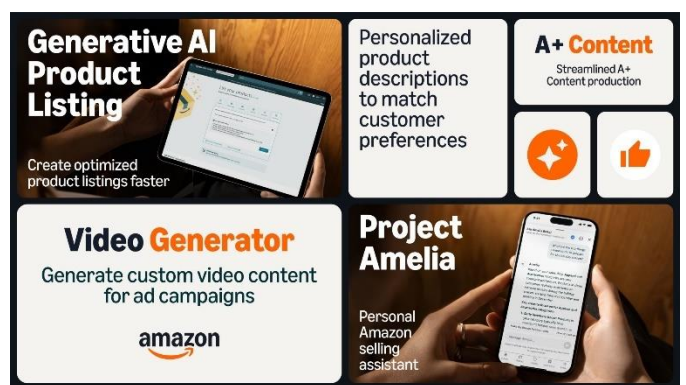
除此之外公司还推出了包括：①AI 产品列表；②A+ 产品介绍生成器；③AI 视频广告 等工具，有效简化了卖家工作流程提高效率。

图表59: 公司推出 Rufus 助手



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表60: 公司推出赋能卖家的 AI 工具



来源: 公司官网, 国金证券研究所



3.1.3、进军低价市场，推出 Amazon Haul

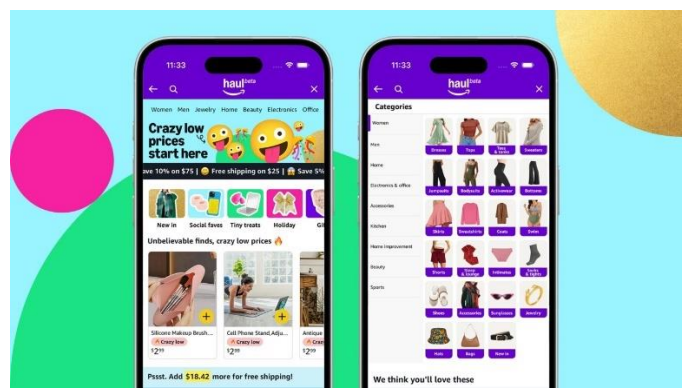
2024 年 11 月，Amazon Haul 在移动端正式上线，标志着公司正式进军低价商品市场。其特色在于聚焦超低价格（20 美元及以下）商品，主要分布在时尚、家居、生活方式、电子产品类目，对超过 25 美元的订单免配送费。

公司推出 Amazon Haul 的主要目的或许在于应对 Shein、Temu 等低价平台的冲击，因此在定价策略上也较为激进，所有商品价格均低于 20 美元、多数商品在 10 美元以下，并且订单超过 10 美元以上还可享受 75% 的折扣。

图表61: Amazon Haul 主打低价市场



图表62: Amazon Haul 聚焦时尚/家居/电子产品等类目



来源：公司官网，国金证券研究所

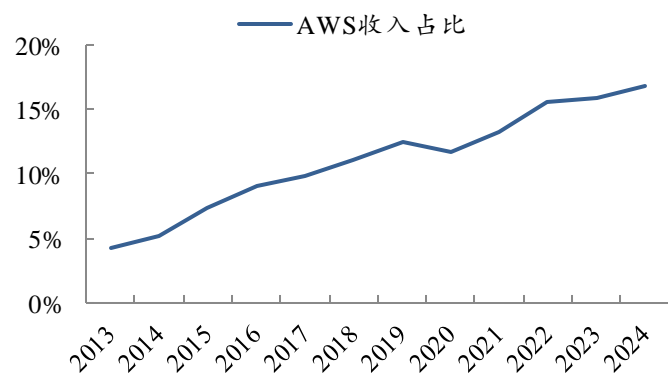
来源：公司官网，国金证券研究所

3.2、AWS 业务：IAAS 性能领先，AWS 持续增长

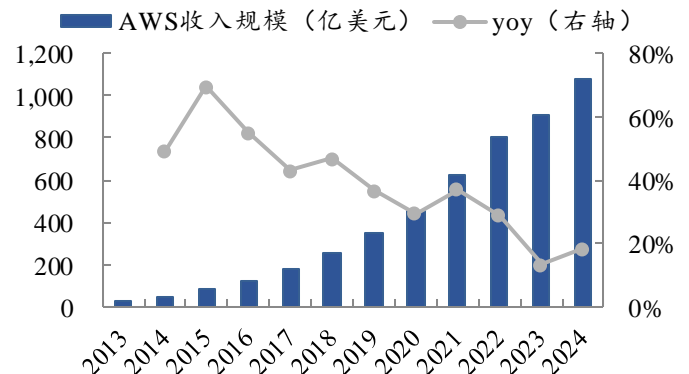
作为以科技立身的互联网公司，公司也在持续探索新兴增长点，AWS 即为公司成功开拓的第二增长曲线。随着全球化的拓展和企业对降本增效的广泛需求，云服务所具有的节约运营成本、灵活的团队合作和简化工作流程的能力得到了更多企业的认可。公司采取与发展零售业务类似的打法，前瞻性的通过大量基础投入和技术研发构建核心竞争力，在蓝海市场提前占据有利生态位后再追求盈利。

从公司 2013 年首次公开云计算业务表现至 2024 年，AWS 业务收入占比从 4.2% 上升至 16.9%，对公司整体业绩拉动作用显著。业务规模由 31 亿美元上升至 1076 亿美元，期间复合增速约为 38.0%。

图表63: AWS 已成为公司第二增长曲线 (%)



图表64: AWS 业务长期高速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

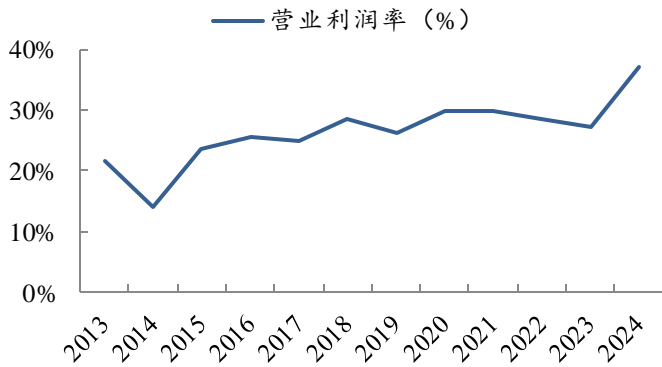
来源：公司公告，国金证券研究所

自 2016 年起随着前期基础投入完成和规模效应显现，AWS 业务利润率也进入上行通道。2016-2024 年，AWS 营业利润率由 21.7% 上升至 37.0%，对公司整体利润贡献显著提升，营业利润占比在 2024 年达到 58.1% 是主要利润支柱。

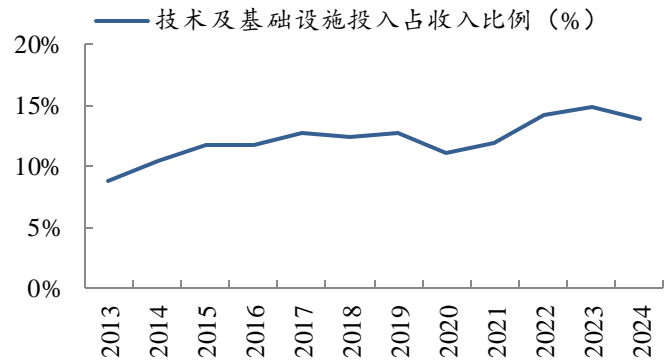
同时公司一直保持较高的技术研发投入，保证技术领先，相关费用占收入比例从 2013 年的 8.8% 上升至 2024 年的 13.9%。



图表65: AWS 利润率显著提升 (%)



图表66: 公司持续投入保持技术优势



来源: 公司公告, 国金证券研究所

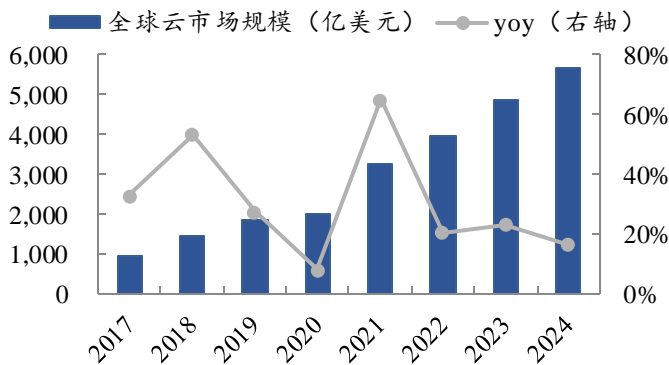
来源: 公司公告, 国金证券研究所

AWS 业务的高增长离不开全球云计算市场的持续扩容, 2017-2024 年市场整体规模由 943 亿美元上升至 5631 亿美元, 期间复合增速约为 29.1%。

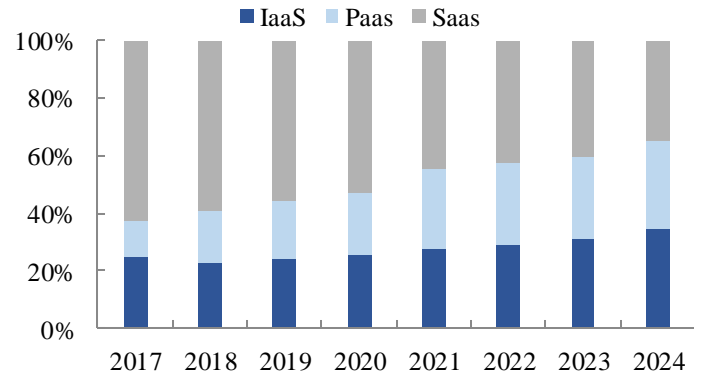
从技术路线上看, 云计算按照自由度和便捷性主要分三类。近年来 IaaS、PaaS 市场的扩容最为显著, 也是公司具有技术壁垒和先发优势的领域:

1. 基础设施即服务 (IaaS): 包含云 IT 的基本构建块。通常提供对网络功能、计算机和数据存储空间的访问。提供最高级别的灵活性, 并可以对 IT 资源进行管理控制, 和开发人员熟悉的现有 IT 资源最为相似。
2. 平台即服务 (PaaS): 无需管理底层基础设施, 从而可以将更多精力放在应用程序的部署和管理上面, 有助于提高效率。
3. 软件即服务 (SaaS): 提供了一种完善的产品, 其运行和管理皆由服务提供商负责, 只需要考虑如何使用该特定软件。

图表67: 全球云市场蓬勃发展



图表68: IaaS、PaaS 市场占比持续提升 (%)



来源: Gartner, 国金证券研究所

来源: Gartner, 国金证券研究所

公司 AWS 业务的优势突出, 在全球云计算市场占有率稳居第一, 2024Q3 接近 31%。尽管面临 Azure (20%) 和 Google (12%) 的差异化竞争, 例如前者在混合云解决方案和与 Windows 的兼容上表现较好, 后者则更擅长提供更高级的数据分析产品并且提供广泛的开源工具, 但公司在云计算领域的长期深耕和规模优势依然稳固。

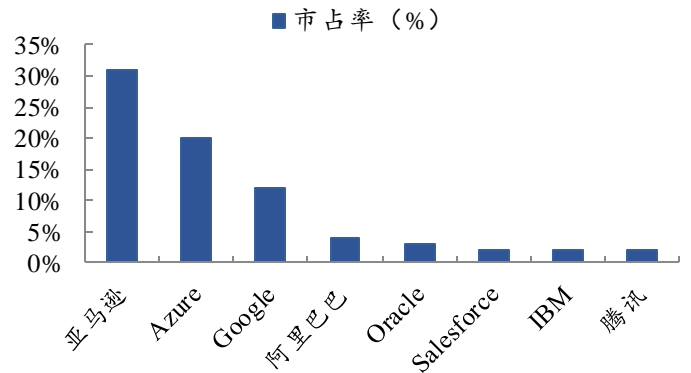
AWS 的优势主要体现在: 1) 全球化数据中心布局, 覆盖主要国家和地区, 在数据传输速度和稳定性上优势明显, 这有赖于公司长期的基础设施投入。2) 定价更具性价比, AWS 拥有包括计算、存储、数据库等支持各类业务需求的产品线, 按照使用量计费, 更多的产品+更灵活的收费方式形成了性价比优势。3) 先发优势带来的用户壁垒, 由于公司较早进入云计算领域并联合合作伙伴、开发者社区打造了产品生态, 存量客户的转换成本较高, 对 AWS 产品的粘性构成了天然的壁垒。



图表69: AWS 具备全球布局优势



图表70: 2024Q3 全球云计算市场格局



来源: AWS 官网, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

四、海外鉴中：从亚马逊成功实践，展望卖家/平台发展思路

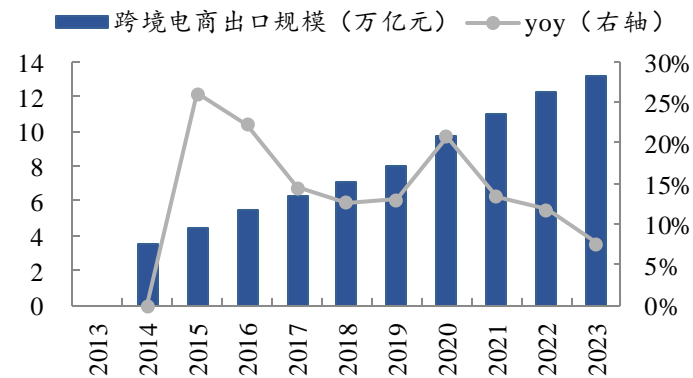
4.1、启示一：中国卖家地位突出，关注跨境电商格局变化

3P 业务是公司零售板块未来持续增长的核心，通过接纳第三方卖家扩充产品矩阵，公司可以更好的发挥自身平台基础设施优势，扩大流量和消费者认知。

中国作为“世界工厂”，在商品生产成本和供应链灵活度上具有突出优势，因此在全球跨境电商市场也具有重要地位。2013-2023 年，中国跨境电商出口规模由 2.7 万亿元上升至 13.2 万亿元，年化复合增速约 17.2%。中国卖家在亚马逊体系中同样重要，据测算 2022 年 3P 卖家中 59% 来自中国，贡献了接近 2000 亿美元 GMV。因此对于中国本土消费企业而言，跟踪各跨境平台运营策略具有重要意义。尤其是在当前全球贸易环境和供应链扰动加剧背景下，平台政策的变更可能对相关企业经营表现产生重大影响。

近年来全球跨境电商行业的一大变化是新兴平台尤其是有中国背景的电商平台崛起，同样背靠中国制造优势拓展海外市场，对公司构成一定冲击，例如奉行低价策略的 Temu、利用短视频引流的 Tiktok、吸引年轻消费群体的 Shein 等。相比竞争对手，公司的竞争优势依然较显著，包括：①高效的自建物流；②平台流量赋能；③全托管模式和灵活的定价策略。短期内亚马逊的“护城河”依然存在，但依然在竞争较为激烈的品类例如低价服装降低了卖家服务费以应对市场竞争。对于 3P 卖家而言，也应及时关注市场格局和合作条款变化，充分利用平台赋能。

图表71: 中国跨境电商规模持续增长



图表72: 跨界电商市场竞争加剧



来源: iFind, 国金证券研究所

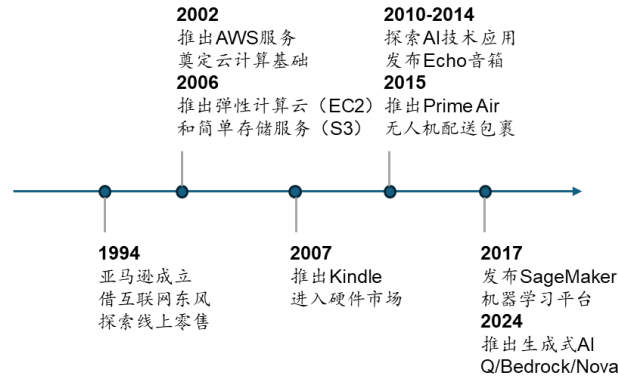
来源: 国金证券研究所整理



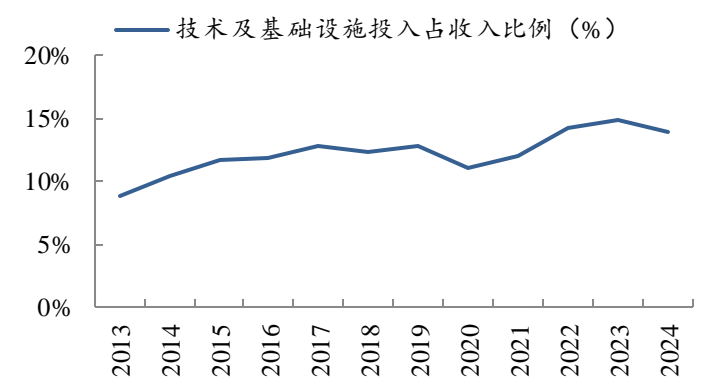
4.2、启示二：科技赋能零售运营，电商平台两大借鉴思路

公司作为全球电商龙头，自成立之处起即借互联网普及的趋势实现快速成长，具有科技企业基因。加上北美是全球科技创新重要地区，因此在先进技术的落地应用上也具有较为明显的先发优势。公司研发投入占收入比例长期维持在 10% 以上，2024 年随着 AWS 业务规模提升这一比例已来到 14.9%。

图表73：公司历史上积极拥抱技术变革



图表74：公司长期保持技术投入



来源：《亚马逊编年史》，国金证券研究所整理

来源：公司公告，国金证券研究所

总结公司对技术的使用尤其是在传统零售业务板块的实践，主要可以分为两大思路，值得国内电商平台借鉴学习：

■ 履约端：改造供应链，提升经营效率

零售业务始终是公司基本盘，而零售的关键在于效率。因此其对新技术的一个应用方向即不断提升供应链效率，在路径规划、库存管理和配送上精益求精。

由于每日处理的包裹量级巨大，因此公司在物流中心广泛使用 AI 驱动的机器人和自动化系统，以优化货物的运输和分拣流程。其中 Kiva 机器人是公司物流中心的标志性技术，它们可以自动导航，将货物从货架运输到包装区，并与 AI 系统协同工作，实时监控库存水平和订单趋势。不仅提高了物流效率还减少了人为错误，确保了更快的配送速度和更高的客户满意度。

图表75：公司采用无人机配送



来源：Drivingeco，国金证券研究所

图表76：AI 指挥 Kiva 配送机器人工作



来源：CNBC，国金证券研究所

■ 用户端：个性化推荐，增强用户心智

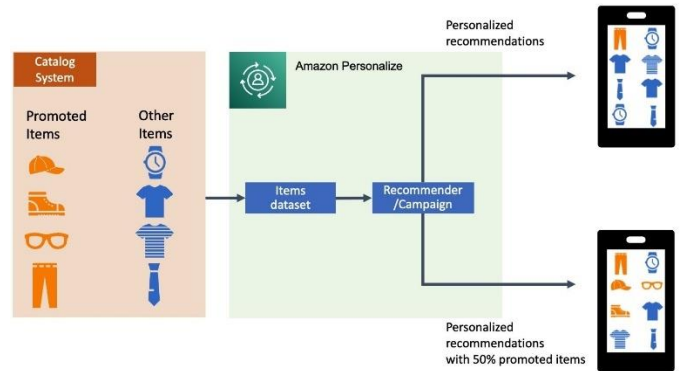
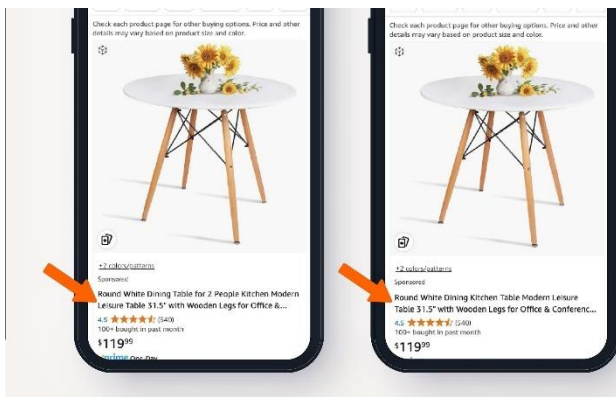
除了强大的供应链，公司另一优势体现在海量商品和高粘性客户。为了对接好产品和用户需求，公司通过 AI 驱动推荐引擎分析海量用户行为数据，为每位用户提供个性化的商品推荐。经过长期应用，公司的搜索引擎已有显著进步，例如采用自然语言处理 (NLP) 技术增强对用户评论和搜索查询的理解能力、根据相似用户行为模式推荐类似商品等。

随着生成式 AI 的突破，公司的个性化推荐同步进化。通过最新的算法升级，可以在用户端根据客户需求自动生成个性化文案以达到最佳转化目的，相较过去更加智能化。



图表77: AI 生产个性化产品宣传文案

图表78: 公司个性化推荐的实现方式



来源: Amazon, 国金证券研究所

来源: AWS, 国金证券研究所

五、投资建议

亚马逊作为全球电商龙头，以用户和科技至上，独创“增长飞轮”理论实现长期增长。本文复盘了公司发展历史，认为其在积极拥抱技术变革的同时，长期贯彻“长期主义”和对潜力市场的“超前投入”是奠定公司市场领先地位的关键因素。尽管规模效应显现之前折扣摊销会对短期业绩带来压力，但公司现金流状况健康情况下超前投入可以实现快速增长并锁定终局胜利。对于同类型科技龙头，我们认为持续成长是关键，以终局思维积极扩张。

此外基于亚马逊的成功实践，对国内消费出海企业和电商平台提出远期发展启示：①对出海企业：关注跨境电商格局变化，卖家资源是电商平台基础，可以利用市场变局谋求更优合作条款；②对电商平台：科技赋能运营，可以从供给端提升效率和需求端增强用户粘性双管齐下巩固竞争优势。

六、风险提示

- 全球宏观经济风险：公司主营业务电商、广告均具备较强的顺周期属性，与北美和全球宏观经济指标高度相关，需注意宏观经济波动风险。
- 行业竞争加剧风险：公司在电商领域面临跨境电商 Temu、Tiktok 的竞争，在云服务行业面临微软、谷歌的竞争。
- AI 发展不及预期风险：美股科技巨头的估值抬升受益于生成式 AI 的投资主题，若 AI 商业化进展不及预期，可能打击市场投资情绪。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究