

公司研究

亚马逊 25Q2 业绩指引不及预期，AWS 营收增速放缓

——亚马逊 (AMZN.O) 2025 年一季报业绩点评

要点

事件：美国东部时间 5 月 1 日盘后，亚马逊发布 25Q1 业绩公告。截至北京时间 5 月 2 日 8:00，亚马逊盘后股价下跌 2.34%。

25Q2 净销售额和营业利润率指引不及预期。25Q1 亚马逊净销售额 1556.7 亿美元，同比增长 8.6%，高于 Refinitiv 一致预期（下文简称一致预期）0.4%；营业利润 184.05 亿美元，同比增长 20.2%；营业利润率 11.8%，同比增长 1.1pcts，净利润 171.3 亿美元，同比增长 64.2%，高于一致预期 11.5%。25Q2 净销售额指引 1590-1640 亿美元（中位数低于一致预期 1.2%），同比增长 6%-10%；营业利润指引 130-175 亿美元（中位数低于一致预期 26.5%）。

AWS 营收增速放缓，营业利润率回升。25Q1 亚马逊 AWS 收入 292.7 亿美元（低于一致预期 0.5%），同比增长 16.9%（24Q4 同比增速 18.9%），AWS 营业利润率 39.5%，环比回升 2.5pcts。根据 25Q1 电话会，生成式 AI 需求强劲但受容量约束，传统云服务增长趋于平稳，软件流程优化、低成本定制网络设备、Graviton 芯片以及数据中心电源效率提升驱动云成本降低。

北美地区营业利润率下降。除 AWS 外其他业务中，北美地区营业利润 58.4 亿美元，营业利润率 4.6%，环比下降 1.2pcts；国际营业利润 10.2 亿美元，营业利润率 3.0%，环比持平。物流履约费用率 15.8%，同比和环比上升。

25Q1 资本支出保持强劲。25Q1 亚马逊资本支出（TTM）880 亿美元，同比上涨 78.4%。根据 25Q1 电话会，投资集中于 AWS AI 基础设施、履约网络扩展及机器人自动化，以支持生成式 AI 增长和配送效率提升。

加速 AI 基础设施与产品开发。根据公司 25Q1 电话会：**1) Amazon Bedrock：**AI 业务年化收入规模达数十亿美元，及时上线 Claude 3.7 Sonnet、Llama 4、Deepseek r1 等模型，Nova 系列自研模型已有数千客户使用，包括 Slack、Siemens 等企业。**2) Agent AI：**Nova Act 将多步骤代理行动准确率从 30-60%提高到 90%以上。Alexa+作为首个行动导向型代理已向超 10 万用户推出。**3) Trainium2：**自研 AI 芯片开始大规模部署，相比其他 GPU 实例性价比提升 30-40%。Anthropic 选择在 AWS Trainium 2 上构建下一代模型，验证其成本效益。Jassy 强调降低推理成本对 AI 普及至关重要。

盈利预测、估值与评级：公司 AWS 客户基本盘稳固，但在高基数下营收增速有所放缓，AI 云供不应求。考虑到宏观经济和关税政策不确定性对电商供应链的影响，下调 25-27 年营收预测至 6942/7668/8602 亿美元（相比上次预测 -2.1%/-2.3%/-1.0%），考虑到高额资本开支对利润率造成压力，下调 25-27 净利润预测至 657/796/961 亿美元（相比上次预测 -2.0%/-4.1%/-5.0%），现价对应 PE 31x/25x/21x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、关税政策不确定性、AI 商业化进展不及预期。

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	694,238	766,761	860,241
营业收入增长率	11.83%	10.99%	8.82%	10.45%	12.19%
净利润（百万美元）	30,425	59,248	65,745	79,611	96,060
净利润增长率	-8.81%	94.73%	10.97%	21.09%	20.66%
EPS（美元）	2.95	5.66	6.14	7.43	8.96
P/E	64	34	31	25	21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-1

买入（维持）

当前价：190.20 美元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

联系人：宾特丽亚

binteliya@ebsecn.com

市场数据

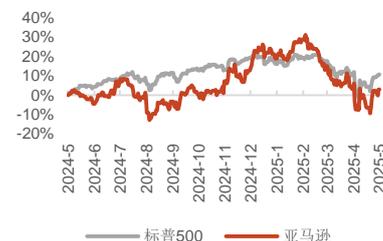
总股本(亿股)：106.08

总市值(亿美元)：20177

一年最低/最高(美元)：151.61/242.52

近 3 月换手率：0.70%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.8	-12.8	-7.7
绝对	-3.0	-20.0	3.0

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 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 (2025-02-07)
亚马逊 24Q3 多部门营业利润率创新高，AWS 核心竞争力稳固——亚马逊 (AMZN.O) 2024 年三季报业绩点评 (2025-11-01)

图 1: 20Q1-25Q1 亚马逊营业收入与同比增速



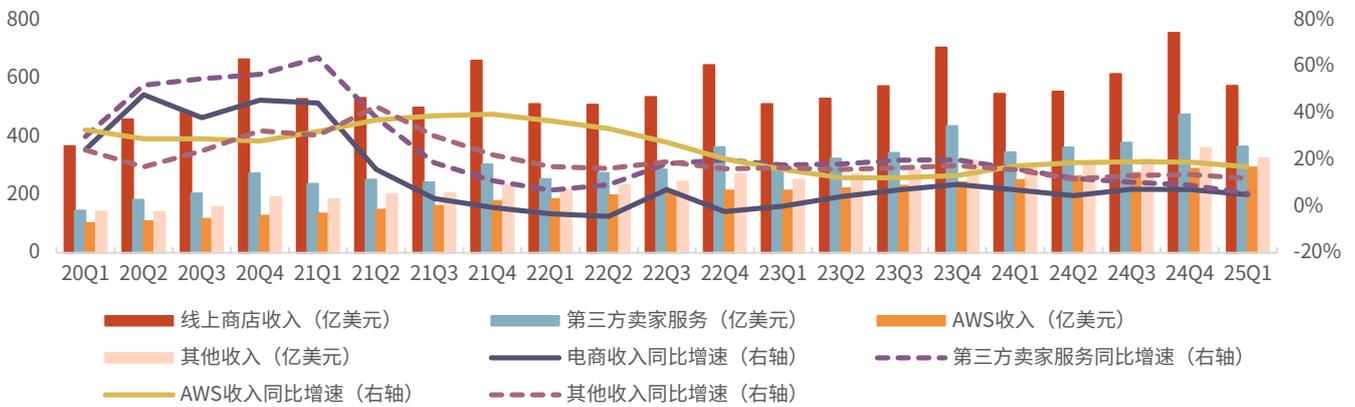
资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

图 2: 20Q1-25Q1 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: 20Q1-25Q1 亚马逊分部门营业收入与同比增速



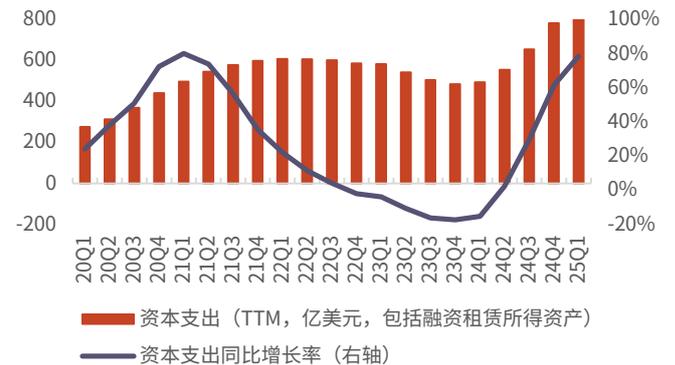
资料来源: 亚马逊公告, 光大证券研究所整理

图 2: 21Q1-25Q1 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: 20Q1-25Q1 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	694,238	766,761	860,241
营业成本	304,739	326,288	356,144	389,515	432,701
销售费用	44,370	43,907	46,514	49,839	55,916
管理费用	11,816	11,359	12,361	13,652	15,317
物流履约费用	90,619	98,505	102,605	109,618	119,488
研发费用	85,622	88,544	99,276	111,180	124,735
营业利润	36,852	68,593	76,508	92,039	111,056
利润总额	37,557	68,614	76,008	92,039	111,056
所得税	7,120	9,265	10,263	12,428	14,996
净利润	30,437	59,349	65,745	79,611	96,060

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	102,449	126,393	147,904
净利润	30,425	59,248	65,745	79,611	96,060
折旧摊销	97,326	105,590	40,265	45,525	51,190
净营运资金增加	6,601	-2,441	15,206	6,873	8,824
其他	-49,406	-46,520	-18,767	-5,616	-8,170
投资活动产生现金流	-49,833	-94,342	-55,002	-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	6,500	0	0	0
融资活动现金流	-15,879	-11,812	115	563	1,729
股本变化	1	2	-5	0	0
债务净变化	-8,936	-5,191	10	10	10
无息负债变化	18,283	18,136	10,174	12,876	16,653
净现金流	19,234	9,723	47,562	66,971	84,648

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	700,823	793,320	906,043
货币资金	73,387	78,779	126,341	193,313	277,960
交易性金融资产	13,393	22,423	22,423	22,423	22,423
应收账款	48,553	51,151	66,070	72,972	81,869
存货	33,318	34,214	37,345	40,845	45,375
流动资产合计	172,351	190,867	257,057	335,074	433,981
长期股权投资	5,700	6,500	6,500	6,500	6,500
固定资产	170,221	252,665	266,015	278,435	289,349
在建工程	28,840	46,636	43,318	45,659	48,830
无形资产	6,540	7,439	7,146	6,865	6,596
商誉	22,789	23,074	23,074	23,074	23,074
其他非流动资产	108,216	81,748	81,748	81,748	81,748
非流动资产合计	355,503	434,027	443,767	458,246	472,062
总负债	325,979	338,924	349,108	361,995	378,658
应付票据	84,981	94,363	107,271	117,322	130,330
预收账款	15,227	18,103	19,700	21,758	24,411
其他流动负债	48,244	53,779	53,779	53,779	53,779
流动负债合计	164,917	179,431	189,605	202,482	219,135
长期借款	58,314	52,623	52,633	52,643	52,653
应付债券	6,600	7,100	7,100	7,100	7,100
其他非流动负债	96,148	99,770	99,770	99,770	99,770
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	351,715	431,326	527,385
股本	109	111	106	106	106
公积金	99,025	120,864	120,922	120,922	120,922
未分配利润	113,618	172,866	238,558	318,169	414,228
归属母公司权益	201,875	285,970	351,715	431,326	527,385

行业及公司评级体系

评级	说明
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