

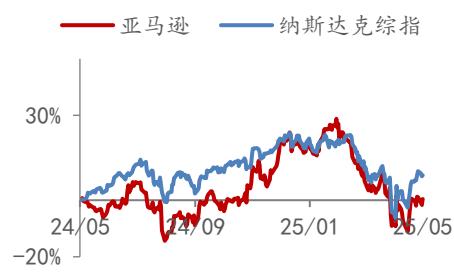
25Q1 点评：利润超预期，AWS 增速略有放缓

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-05-12

收盘价（美元）	193.06
近 12 个月最高/最低（美元）	242.5/118.3
总股本（百万股）	10,616
流通股本（百万股）	10,616
流通股比例 (%)	100.00
总市值（亿美元）	20,496
流通市值（亿美元）	20,496

公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

主要观点：

● 公司业绩

- 1) 整体来看：2025Q1，亚马逊收入录得 1557 亿美元，同比+8.6%，略高于彭博一致预期 0.33%; operating income 录得 184 亿美元，同比+20.2%，高于彭博一致预期 5.08%; GAAP 净利润录得 171 亿美元，同比+64.2%，高于彭博一致预期 16.53%。
- 2) 分业务看：在线商店收入录得 574 亿美元，同比+5.0%，略高于彭博一致预期 0.99%; 实体店业务收入录得 55 亿美元，同比+6.4%，高于彭博一致预期 2.30%; 第三方零售业务收入录得 365 亿美元，同比+5.5%，低于彭博一致预期 1.26%; 订阅业务收入录得 117 亿美元，同比+9.3%，略高于彭博一致预期 0.56%; 广告业务收入录得 139 亿美元，同比+17.7%，高于彭博一致预期 1.17%; AWS 收入录得 293 亿美元，同比+16.9%，略低于彭博一致预期 0.32%。

● AWS 收入增速略有放缓，北美零售 OPM 同比继续提升

- 1) AWS：本季度 AWS 业务收入同比增速+16.9%，较上季度环比下降 2pct，较去年一季度同比下降 0.35pct，生成式 AI 需求强劲但受到供给侧约束，非 AI 相关的传统云需求增长趋于平缓。AWS OPM 创新高，一季度达 39.5%，环比+2.6pct，同比+1.9pct。公司一直在使用低成本的定制网络设备开发更高效的网络，并正在努力最大化现有数据中心的电力使用效率，这也是实现成本优化的关键因素。AI 业务当前 ARR 达数十亿美元，维持三位数增长。API 业务侧，Bedrock 平台最新添加了 Anthropic 的 Cloude 3.7 Sonnet 混合推理模型以及 Meta 的 Llama 4 系列模型。算力侧，下一代 NVIDIA 实例也将在未来几个月内上线，公司也在尽快推出更多的 Trainium 2 和 P5 实例，产能问题有望持续改善。

- 2) 零售端：一季度在关税影响下，北美和国际零售业务收入增速有所放缓，同比分别+8%和+5%。OPM 同比继续增长，北美地区提升 0.5pct 至 6.3%，国际提升 0.2pct 至 3.0%。我们认为北美零售业务仍处于利润改善周期，同时国际零售业务的规模效应已开始显现，海外地区已经进入稳定盈利阶段，后续公司的盈利能力仍具备进一步改善空间，同时建议持续关注中美之间关税协定落地进展。

● 指引低预期，继续加码资本投入

- 1) 25Q2 指引：公司预计 25Q2 实现营收为 1590-1640 亿美元，同比+7%至+11%（指引隐含预计汇率将带来约 10 个基点的不利影响）。预计 25Q2 实现运营利润为 130-175 亿美元，同比-11%~+19%。
- 2) 2025 全年 CAPEX 彭博维持 1000+亿美元预期。

● 投资建议

我们预计亚马逊 2025-2027 年收入为 6946/7687/8635 亿美元（前值 7016/7777/8648 亿美元），同比+8.88%/+10.66%/+12.33%；净利润预

相关报告

1. 亚马逊 24Q3：利润显著超预期，云业务 OPM 创新高 2024-11-06
2. 亚马逊 24Q2：云业务增长亮眼，Q3 指引不及预期 2024-08-07

计录得 656/768/958 亿美元(前值 713 /833/950 亿美元), 同比 +10.65%/+17.08%/+24.78%, 维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动;关税政策扰动;云计算行业竞争加剧等;线上零售需求减弱。

主要财务指标	单位:百万美元			
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	637, 959	694, 612	768, 663	863, 478
收入同比 (%)	10. 99%	8. 88%	10. 66%	12. 33%
净利润	59, 248	65, 556	76, 752	95, 770
同比 (%)	94. 73%	10. 65%	17. 08%	24. 78%
每股收益 EPS(美元)	5. 66	6. 05	7. 05	8. 80
市盈率 (P/E)	34	31	26	21

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	190, 86	212, 489	243, 650	285, 358	营业收入	637, 959	694, 612	768, 663	863, 478
现金及现金等价物	78, 779	91, 172	111, 650	141, 574	增长率	10. 99%	8. 88%	10. 66%	12. 33%
有价证券	22, 423	22, 423	22, 423	22, 423	营业成本	326, 288	349, 109	372, 123	408, 340
存货	34, 214	35, 608	40, 336	42, 999	%销售收入	51. 15%	50. 26%	48. 41%	47. 29%
应收款项	55, 451	63, 286	69, 242	78, 361	毛利	311, 671	345, 503	396, 541	455, 137
非流动资产	434, 02	482, 978	534, 134	597, 418	履约费用	98, 505	106, 897	116, 286	130, 595
固定资产	252, 66	289, 233	330, 468	377, 653	研发费用	88, 544	102, 981	122, 986	142, 474
经营租赁	76, 141	85, 266	93, 049	105, 261	销售费用	43, 907	47, 102	50, 732	51, 809
无形资产	23, 074	26, 331	28, 470	32, 357	一般及行政开支	11, 359	11, 167	11, 530	12, 952
其他	82, 147	82, 147	82, 147	82, 147	其他营业费用	763	890	769	863
资产总计	624, 89	695, 467	777, 784	882, 775	营业利润	68, 593	76, 465	94, 238	116, 444
流动负债	179, 43	179, 116	189, 837	198, 966	%销售收入	10. 75%	11. 01%	12. 26%	13. 49%
应付款项	94, 363	93, 006	99, 159	104, 012	利息收入	4, 677	4, 757	5, 381	6, 044
预提费用	66, 965	69, 439	72, 998	77, 685	利息支出	-2, 406	-2, 461	-3, 075	-3, 454
递延收入	18, 103	16, 671	17, 679	17, 270	其他收入	-2, 250	4, 249	700	700
非流动负债	159, 49	154, 185	161, 230	178, 506	除税前利润	68, 614	83, 010	97, 244	119, 735
长期租赁负债	78, 277	85, 266	93, 049	105, 261	%销售收入	10. 76%	11. 95%	12. 65%	13. 87%
长期负债	52, 623	43, 468	42, 731	47, 793	所得税	-9, 265	-17, 434	-20, 423	-23, 947
其他长期负债	28, 593	25, 451	25, 451	25, 452	权益法税后投资收益	-101	-20	-69	-18
负债合计	338, 92	333, 301	351, 067	377, 472	净利润	59, 248	65, 556	76, 752	95, 770
库存股成本	-7, 837	-7, 837	-7, 837	-7, 837	%销售收入	9. 29%	9. 44%	9. 99%	11. 09%
额外实收资本	120, 86	145, 337	173, 188	205, 337	归母净利润	59, 248	65, 556	76, 752	95, 770
累计其他损失	-34	-34	-34	-34	%销售收入	9. 29%	9. 44%	9. 99%	11. 09%
留存收益	172, 86	224, 591	261, 291	307, 727					
权益合计	285, 97	362, 166	426, 717	505, 303					
负债和股东权益	624, 89	695, 467	777, 784	882, 775					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	59, 248	65, 556	76, 752	95, 770	回报率				
折旧摊销	52, 795	60, 000	70, 000	80, 000	净资产收益率	20. 72%	18. 10%	17. 99%	18. 95%
股份为基础的开支	22, 011	24, 473	27, 851	32, 150	总资产收益率	9. 48%	9. 43%	9. 87%	10. 85%
其他调整	-2, 636	0	0	0	盈利能力				
存货	-1, 884	-1, 394	-4, 728	-2, 664	营业总收入增长率	10. 99%	8. 88%	10. 66%	12. 33%
应收账款	-3, 249	-7, 835	-5, 956	-9, 119	毛利率	48. 85%	49. 74%	51. 59%	52. 71%
应付账款	-14, 48	-1, 357	6, 153	4, 852	净利率	9. 29%	9. 44%	9. 99%	11. 09%
预提费用	2, 972	2, 474	3, 559	4, 687	资产管理能力				
递延收入	-2, 904	-1, 432	1, 009	-410	应收账款周转天数	31. 7	33. 3	32. 9	33. 1
其他资产	4007	-12383	-9921	-16099	应付款项周转天数	54. 0	48. 9	47. 1	44. 0
经营活动净现金流	115, 87	128, 102	164, 719	189, 167	存货周转天数	19. 6	18. 7	19. 2	18. 2
资本开支	-82, 99	-110, 00	-135, 000	-150, 000	总资产周转率	102%	100%	99%	98%
投资活动净现金流	-94, 34	-105, 00	-130, 00	-145, 000	偿债能力				
长期负债变动	0	0	0	0	资产负债率	54. 24%	47. 92%	45. 14%	42. 76%
筹资活动净现金流	-11, 81	-14, 242	-14, 242	-14, 242	流动比率	1. 1	1. 2	1. 3	1. 4
汇率变动影响额	-1, 301	0	0	0					
现金净增加值	8, 422	8, 860	20, 477	29, 925					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新

财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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；

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。