

亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O)

优于大市

25Q1 财报点评：业绩符合预期，AWS 利润率续创新高

核心观点

整体表现：业绩符合预期，Q2 指引稳健。25Q1 营业收入 1557 亿美元，同比+9%，处公司指引上沿，经营利润 184 亿美元，同比+20%，略超指引上限的 180 亿。费用端整体基本持平。净利润 171 亿美元，同比+64%，主要是投资 Anthropic 带来的其他收入增加。**25Q2 指引方面**，预计实现收入 1590-1640 亿美元（同比+7%-11%），经营利润 130-175 亿美元（24 年同期为 147 亿美元），计算营业利润率约为 8%-11%。

零售：整体表现稳健，关税冲击尚未带来需求减弱。25Q1 亚马逊零售业务整体收入 1264 亿美元，同比+7%，整体表现稳健，公司继续完善商品丰富度、保持低价、降低物流成本。广告业务继续维持亮眼增速，25Q1 同比+18%，包括电商广告的产品持续优化以及流媒体广告的贡献。公司业绩会表示关税影响仍存在较多不确定性，但目前尚未看到需求的减弱，囤货行为导致了部分品类的销量增加，包括亚马逊自身也进行了提前采购。利润端，零售业务 25Q1 OPM 达到 5.4%，同比+0.4pcts，主要得益于入仓网络优化带来的毛利率提升，以及广告收入占比增加对利润率的提振。

云&AI：利润率表现创新高，资本开支维持高增长。25Q1 AWS 业务收入 293 亿美元（同比+17%），积压订单金额为 1890 亿美元，同比+20%，目前 AI 的年化收入达到数十亿美元，并且保持三位数增长，目前供不应求的问题仍未得到缓解，下半年将迎来恢复。AI 应用端，亚马逊在 3 月推出 Alexa+，目前用户数超过 10 万，将于今年晚些时候扩展到其他国家。利润端，25Q1 AWS OPM 创新高达到 39.5%，同比+2pcts，主要由于经营效率的提升，包括优化服务器容量、使用低成本的定制网络设备、提高数据中心能源利用率等，CAPEX 的大幅增加对利润端的影响尚未显现。

投资建议：我们认为，亚马逊零售业务在提升品类丰富度、优化履约成本以及广告的强劲增长等方面势头良好，关税影响暂时可控，但仍存不确定性。AWS 业务则伴随下半年供应恢复，有望实现环比提速。我们基本维持公司经营层面盈利预测不变，预计 25-27 年收入 6991/7746/8514 亿美元，基本维持不变，调整 25-27 年净利润预测至 716/842/1001 亿美元，上调幅度为+6%/+1%/+0%，主要是考虑到 25 年 Anthropic 投资对利润的一次性贡献。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观波动风险；关税风险；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	699,083	774,587	851,435
(+/-%)	12%	11%	10%	11%	10%
归母净利润(百万美元)	30,425	59,248	71,583	84,151	100,128
(+/-%)	-1218%	95%	21%	18%	19%
EPS (美元)	2.87	5.59	6.75	7.93	9.44
EBIT Margin	6.4%	10.8%	11.2%	12.3%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	20.7%	20.0%	19.1%	18.5%
市盈率 (PE)	66	34	28	24	20
EV/EBITDA	30	20	16	13	11
市净率 (PB)	10	7	6	5	4

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

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

190.2 美元

总市值/流通市值

2018/2018 十亿美元

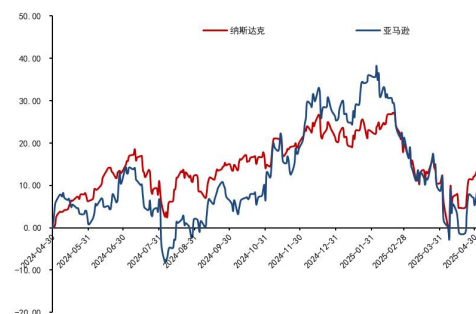
52 周最高价/最低价

243/161 美元

近 3 个月日均成交额

9961 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) - 北美电商与云计算龙头，AI 开启新增长周期》——2025-03-11

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) - 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》——2025-02-09

《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

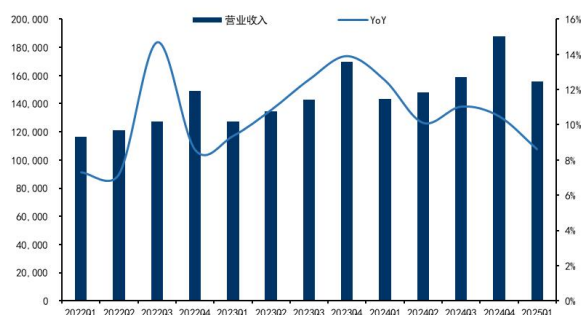
《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) - 云业务加速增长，预计加大 AI 投入》——2024-05-04

整体表现：业绩符合预期，Q2 指引稳健

25Q1 营业收入 1557 亿美元，同比+9%，处公司指引上沿，经营利润 184 亿美元，同比+20%，略超指引上限的 180 亿。毛利率同比+1.3pcts，重新设计入库网络继续带来单位商品运输成本的下降。费用端整体基本持平。净利润 171 亿美元，同比+64%，主要是投资 Anthropic 带来的其他收入增加。

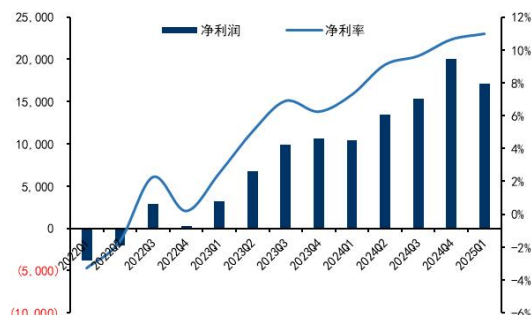
业绩指引：预计 25Q2 收入 1590-1640 亿美元（同比+7%-11%），经营利润 130-175 亿美元（24 年同期为 147 亿美元），计算营业利润率约为 8%-11%。

图1：亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



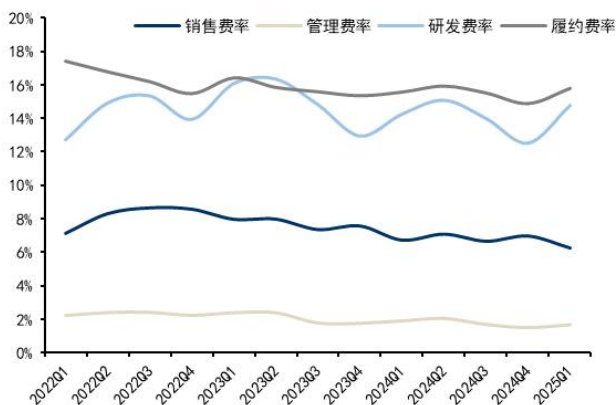
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：亚马逊净利润及变化情况（单位：百万美元、%）



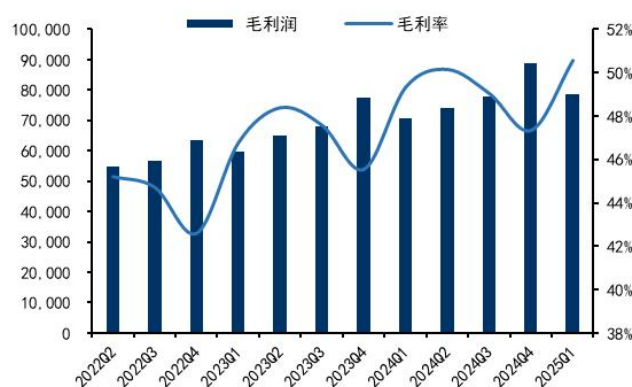
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：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4：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

零售业务：整体表现稳健，关税冲击尚未带来需求减弱

25Q1 亚马逊零售业务整体收入 1264 亿美元，同比+7%，整体表现稳健，公司继续完善商品丰富度（包括引入更多品牌商家，尤其是美妆等品类）、保持低价（开放低价商城 Haul 商家入驻）、降低物流成本（优化入仓网络，单位商品物流成本继续下降）。广告业务继续维持亮眼增速，25Q1 同比+18%，包括电商广告的产品

持续优化以及流媒体广告的贡献。公司业绩会表示关税影响仍存在较多不确定性，但目前尚未看到需求的减弱，囤货行为导致了部分品类的销量增加，包括亚马逊自身也进行了提前采购。利润端，零售业务 25Q1 OPM 达到 5.4%，同比+0.4pcts，主要得益于入仓网络优化带来的毛利率提升，以及广告收入占比增加对利润率的提振。

◆ 分地区来看：

1) 北美业务收入 929 亿美元（同比+8%），OPM 6.3%（同比+0.5pcts）。

2) 国际业务收入 335 亿美元（同比+5%），OPM 3.0%（同比+0.2pcts）。北美和国际业务的利润端计提了一次性的退货相关费用以及囤货带来的库存成本增加，不考虑这些影响利润率将分别达到 7.2%和 3.7%，好于市场预期。

3) AWS 收入 293 亿美元（同比+17%），OPM 39.5%（同比+3.3pcts）。云的收入增速符合预期，AI 年化收入达到数十亿美元，并保持三位数增长。AWS 利润大超预期，主要由于经营效率的提升，包括优化服务器容量、使用低成本的定制网络设备、提高数据中心能源利用率等。

◆ 分业务来看：

1) **零售业务：**网上商店收入 571 亿美元（同比+4%），实体店收入 55 亿美元（同比+6%），第三方卖家服务收入 365 亿美元（同比+6%）。

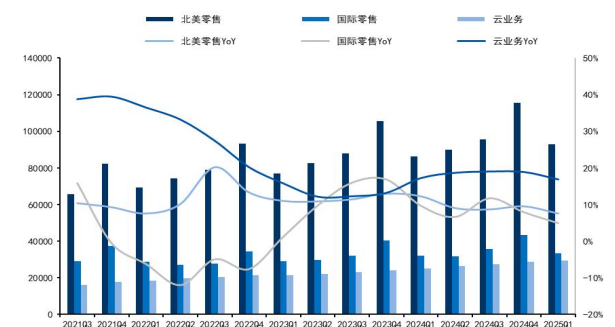
2) **广告及其他服务：**订阅服务收入 117 亿美元（同比+9%），广告服务收入 139 亿美元（同比+18%），其他收入 13 亿美元（同比+4%）。

云业务：利润率表现创新高，资本开支维持高速增长

25Q1 AWS 业务收入 293 亿美元（同比+17%），积压订单金额为 1890 亿美元，同比+20%，目前 AI 的年化收入达到数十亿美元，并且保持三位数增长，目前供不应求的问题仍未得到缓解，下半年将迎来恢复。AI 应用端，亚马逊在 3 月推出 Alexa+，目前用户数超过 10 万，将于今年晚些时候扩展到其他国家。利润端，25Q1 AWS OPM 创新高达 39.5%，同比+2pcts，主要由于经营效率的提升，包括优化服务器容量、使用低成本的定制网络设备、提高数据中心能源利用率等，CAPEX 的大幅增加对利润端的影响尚未显现。

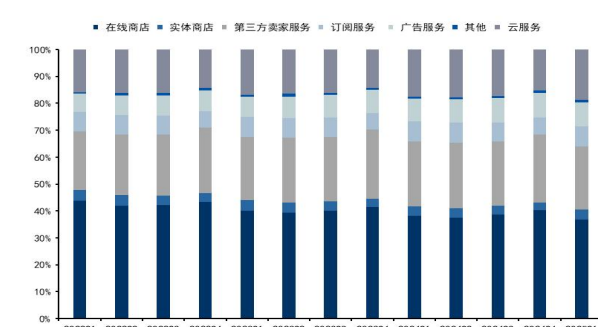
资本开支：25Q1 资本支出（净额）243 亿美元，略低于市场预期的 251 亿），同比+80%，大部分用于支持日益增长的技术基础设施需求，主要与 AWS 相关（包括投资于 Trainium 等定制芯片等）。

图5: 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6: 亚马逊分业务收入占比



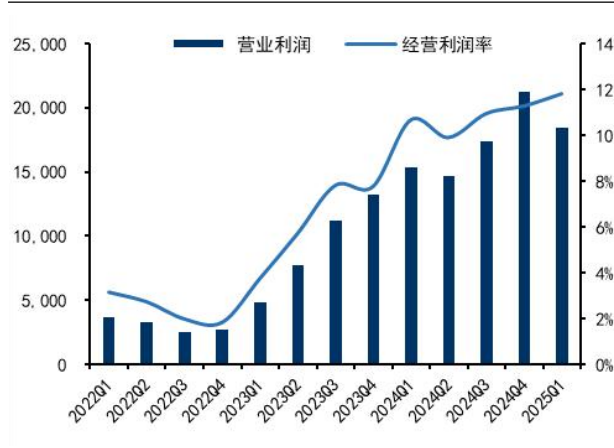
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 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

AI 布局:

◆ 底层:

芯片: Trainium 2 已开始大规模量产

◆ 中间层:

- 1) **Bedrock**: 添加了 Anthropic 的 Claude 3.7 Sonnet 混合推理模型以及 Meta 的 Llama 4 系列模型
- 2) **自研模型**: ①发布了 Amazon Nova Sonic, 这是一款全新的语音转语音基础模型, 可帮助开发者构建基于语音的 AI 应用程序。与其他同类语音交互模型相比, Nova Sonic 的单词错误率更低, 成功率更高。②发布了 Amazon Nova Act 的研究预览版, 这是一个经过训练可在 Web 浏览器中执行操作的全新 AI 模型, 它使开发人员能够将复杂的工作流程分解为可靠的原子命令, 例如搜索、结账或回答有关流程的问题。Nova Act 旨在通过构建这些面向行动的 Agent 的正确构建模块, 将多步骤 Agent 操作准确率从 30% 提升至 60%, 最终达到 90% 以上。

◆ 应用层:

Alexa+: 3 月 Alexa+ 发布，目前仅限美国，并将于今年晚些时候扩展到其他国家。目前用户数超过 10 万，并将在未来几个月添加更多新功能。

投资建议

我们认为，亚马逊零售业务在提升品类丰富度、优化履约成本以及广告的强劲增长等方面势头良好，关税影响暂时可控，但仍存不确定性。AWS 业务则伴随下半年供应恢复，有望实现环比提速。我们基本维持公司经营层面盈利预测不变，预计 25-27 年收入 6991/7746/8514 亿美元，基本维持不变，调整 25-27 年净利润预测至 716/842/1001 亿美元，上调幅度为+6%/+1%/+0%，主要是考虑到 25 年 Anthropic 投资对利润的一次性贡献。维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观波动风险；关税风险；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。

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	99954	161038
应收款项	55451	60764	67327	74006
存货净额	34214	28115	31244	34433
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	190867	199080	223246	295435
固定资产	252665	293702	339396	383392
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	9314	12727	17290
资产总计	624894	683458	754731	873479
短期借款及交易性金融负债	0	31090	0	0
应付款项	94363	77541	86171	94968
其他流动负债	85068	53659	59119	64820
流动负债合计	179431	162290	145290	159788
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	325905	313027	331647
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	285970	357553	441704	541832
负债和股东权益总计	624894	683458	754731	873479

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整 EPS	5.6	6.7	7.9	9.4
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	26.96	33.70	41.64	51.08
ROIC	34%	32%	33%	34%
ROE	21%	20%	19%	18%
毛利率	49%	50%	51%	51%
EBIT Margin	11%	11%	12%	13%
EBITDA Margin	18%	20%	22%	23%
收入增长	11%	10%	11%	10%
净利润增长率	95%	21%	18%	19%
资产负债率	54%	48%	41%	38%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	34	28	24	20
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	19	16	13	11

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	699083	774587	851435
营业成本	326288	352226	383063	413700
研发费用	(88544)	(101711)	(114619)	(127415)
销售及管理费用	(56029)	(61079)	(67678)	(74395)
营业利润	68593	78365	95566	114023
财务费用	2271	2637	2921	3211
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	(2250)	3214	513	563
税前利润	68513	84215	99001	117798
所得税费用	9265	12632	14850	17670
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	59248	71583	84151	100128
经调整归母净利润	59248	71583	84151	100128

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	59248	71583	84151	100128
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(48663)	(61584)	(73000)	(85557)
公允价值变动损失	(2250)	3214	513	563
财务费用	(2271)	(2637)	(2921)	(3211)
营运资本变动	(15209)	(43323)	8521	8750
其它	122751	116740	144972	169988
经营活动现金流	115877	86630	165158	193873
资本开支	(97151)	(108721)	(119593)	(131553)
其它投资现金流	(9030)	(1121)	(1177)	(1236)
投资活动现金流	(94342)	(109842)	(120771)	(132789)
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)	31090	(31090)	0
融资活动现金流	(11812)	31090	(31090)	0
现金净变动	5392	7878	13297	61084
货币资金的期初余额	73387	78779	86657	99954
货币资金的期末余额	78779	86657	99954	161038
企业自由现金流	36,813	(24332)	43081	59590
权益自由现金流	12605	8999	14474	62320

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