

亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O)

优于大市

25Q2 财报点评：广告增长强劲，履约效率优化，云业务延续 Q1 势头

核心观点

整体表现：零售带动 Q2 业绩超预期。25Q2 营业收入 1677 亿美元，同比+13%，超公司指引和 BBG 一致预期（9.6%），经营利润 192 亿美元，同比+31%（BBG 一致预期 16%），净利润 182 亿美元，同比+35%（BBG 一致预期 6%）。毛利率同比+1.7pcts，广告收入占比持续增加以及运输网络效率提升带动（单均配送成本继续下降）。费用端研发费用率的增加（折旧摊销影响）与其他费用率的下降相抵消。**25Q3 指引：**预计 25Q3 收入 1740-1795 亿美元（同比+10%-11%），经营利润 155-205 亿美元（24 年同期为 174 亿美元）。

零售及其他业务：广告增长强劲，履约效率持续优化。25Q2 亚马逊零售及其他业务收入 1368 亿美元，同比+12%。关税尚未对需求和商品价格产生影响。本季度广告收入同比增长 22%，主要由 sponsored products 驱动。利润端，零售及其他业务 25Q2 OPM 达到 6.6%，同比+2.2pcts，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。公司通过直达通道（包裹从履约中心直达配送站，无额外中转）处理的订单比例同比增长超过 40%，包裹的平均运输距离减少 12%，每件商品的平均处理次数减少了近 15%，并将更多商品装入同个箱子减少包裹数量。

云业务：延续 Q1 增长势头，供不应求仍将持续。25Q2 AWS 收入 309 亿美元（同比+17.5%），OPM 32.9%（同比-2.6pcts）。①利润率下降的最大因素是股票薪酬的季节性增加，折旧费用增加以及汇率波动也造成了压力。②AWS 目前仍处于供应能力不足，原因包括芯片数量不足、芯片交付节奏延迟、服务器良率不达预期等，预计未来几个季度仍无法满足需求。25Q2 资本支出（净额）314 亿美元，同比+91%，我们预计全年 CAPEX 上修至 1100-1200 亿美元（此前约 1000-1100 亿）。AI 进展方面，公司发布了编程 agent Kiro, Alexa+ 已有数百万用户在使用，未来几个月将覆盖美国所有用户，今年晚些时候向国际推出。

投资建议：考虑到公司零售及其他业务的出色表现，我们小幅调整公司 25-27 年收入至 7063/7769/8562 亿美元，上调幅度为+1%/+0%/+1%，同时考虑到云业务的利润率受员工薪酬激励、折旧摊销等因素影响波动较大，小幅调整 25-27 年净利润预测至 709/826/990 亿美元，下调幅度为-1%/-2%/-1%。**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	706,253	776,878	856,152
(+/-%)	12%	11%	11%	10%	10%
归母净利润(百万美元)	30,425	59,248	70,948	82,615	98,962
(+/-%)	-1218%	95%	20%	16%	20%
EPS (美元)	2.87	5.59	6.70	7.80	9.34
EBIT Margin	6.4%	10.8%	11.0%	11.9%	13.0%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	20.7%	19.9%	18.8%	18.4%
市盈率 (PE)	75	38	32	28	23
EV/EBITDA	33	22	18	15	12
市净率 (PB)	11	8	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

214.75 美元

总市值/流通市值

22748/22748 亿美元

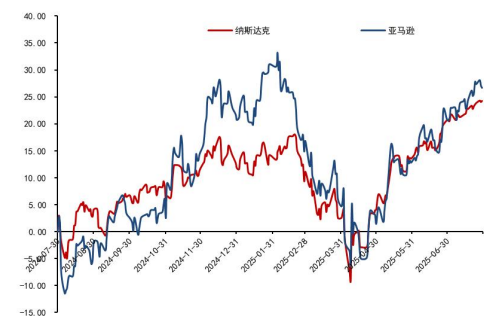
52 周最高价/最低价

242.52/161.38 美元

近 3 个月日均成交额

9122 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) -25Q1 财报点评：业绩符合预期，AWS 利润率续创新高》——2025-05-04

《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

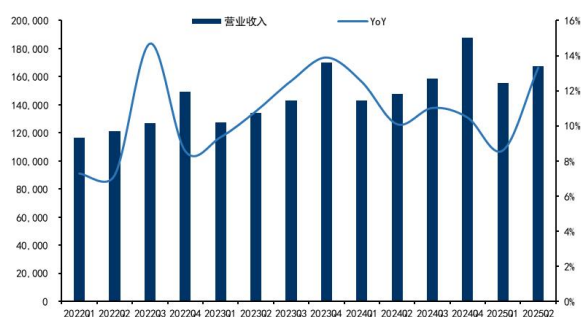
《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) 24Q2 财报点评-云业务持续加速，国际零售竞争增加，营收指引低于预期》——2024-08-04

整体表现：零售带动 Q2 业绩超预期

25Q2 营业收入 1677 亿美元，同比+13%，超公司指引和 BBG 一致预期（9.6%），经营利润 192 亿美元，同比+31%（BBG 一致预期 16%），净利润 182 亿美元，同比+35%（BBG 一致预期 6%）。毛利率同比+1.7pcts，广告收入占比持续增加以及运输网络效率提升带动（单均配送成本继续下降）。费用端研发费用率的增加（折旧摊销影响）与其他费用率的下降相抵消。

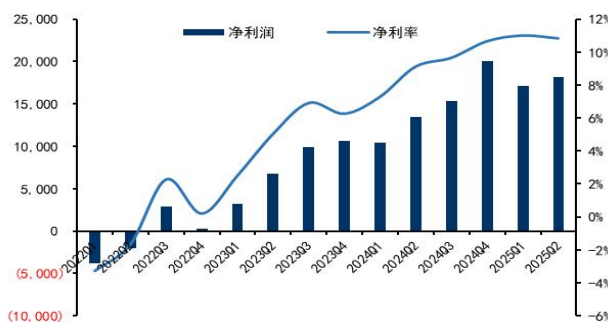
业绩指引：预计 25Q3 收入 1740-1795 亿美元（同比+10%-11%），经营利润 155-205 亿美元（24 年同期为 174 亿美元），计算营业利润率约为 8%-12%。

图1：亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



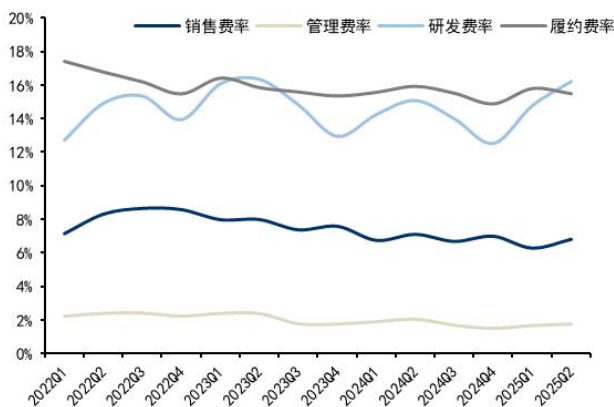
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：亚马逊净利润及变化情况（单位：百万美元、%）



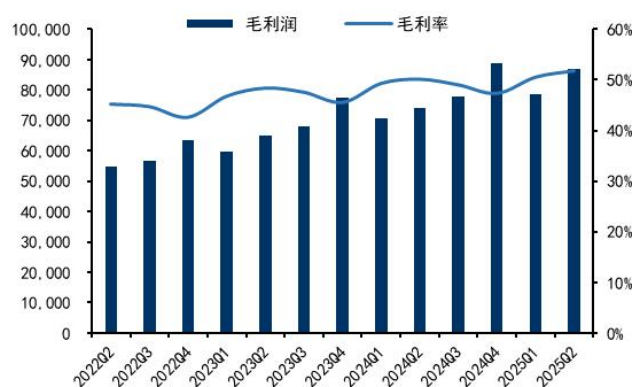
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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

零售及其他业务：广告增长强劲，履约效率持续优化

25Q2 亚马逊零售及其他业务收入 1368 亿美元，同比+12%。关税尚未对需求和商品价格产生影响，公司引入耐克等品牌，7 月的 Prime Day 中销售额、售出商品

数量创新高。本季度广告收入同比增长 22%，主要由 sponsored products 驱动，Amazon DSP 与 Roku 和迪士尼建立了合作，触达更多用户（8000 万电视家庭）和广告库存。利润端，零售及其他业务 25Q2 OPM 达到 6.6%，同比+2.2pcts，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。公司通过直达通道（包裹从履约中心直达配送站，无额外中转）处理的订单比例同比增长超过 40%，包裹的平均运输距离减少 12%，每件商品的平均处理次数减少了近 15%，并将更多商品装入同个箱子减少包裹数量。

◆ 分地区来看：

- 1) 北美业务收入 1001 亿美元（同比+11%），OPM 7.5%（同比+1.9pcts）。
- 2) 国际业务收入 368 亿美元（同比+16%，扣除汇率为 11%），OPM 4.1%（同比+3.2pcts）。成熟市场如英国、德国、日本利润率已与美国相近。

◆ 分业务来看：

- 1) 网上商店收入 615 亿美元（同比+11%），BBG 一致预期+7%
- 2) 实体店收入 56 亿美元（同比+7%），BBG 一致预期+5%
- 3) 第三方卖家服务收入 403 亿美元（同比+11%），BBG 一致预期+8%
- 4) 订阅服务收入 122 亿美元（同比+12%），BBG 一致预期+10%
- 5) 广告服务收入 157 亿美元（同比+23%），BBG 一致预期+17%。
- 6) 其他收入 15 亿美元（同比+19%），BBG 一致预期+7%。

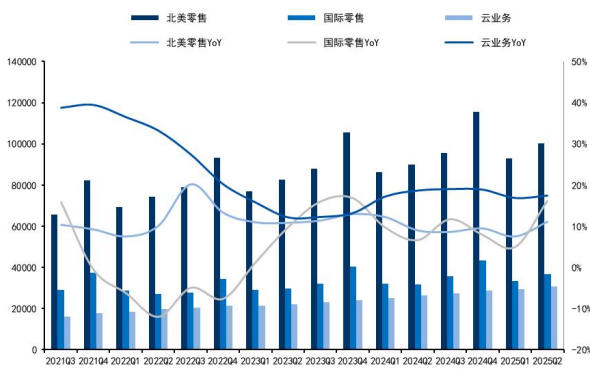
云业务：延续 Q1 增长势头，供不应求仍将持续

25Q2AWS 收入 309 亿美元（同比+17.5%，BBG 一致预期 17.1%），OPM 32.9%（同比-2.6pcts）。①利润率下降的最大因素是股票薪酬的季节性增加（约占一半），折旧费用增加以及汇率波动也造成了压力。②25Q2 积压订单 1950 亿美元，同比+25%，AWS 目前仍处于供应能力不足，原因包括芯片数量不足、芯片交付节奏延迟、服务器良率不达预期等，预计未来几个季度仍无法满足需求。③AI 相关收入继续保持三位数增速，数十亿美元规模。

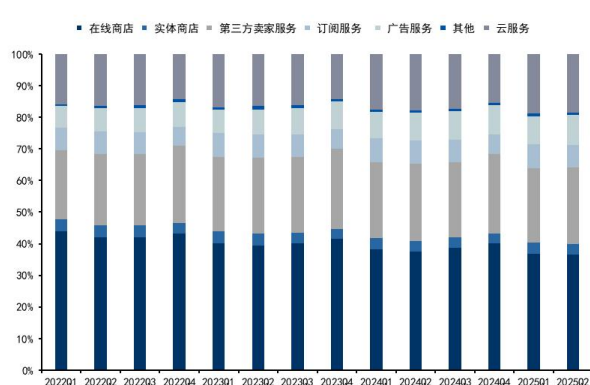
资本开支：25Q2 资本支出（净额）314 亿美元（BBG 一致预期 256 亿），同比+91%，预计第二季度的资本支出水平能合理反映今年下半年的季度资本投资节奏，据此我们预计全年 CAPEX 上修至 1100-1200 亿美元（此前约 1000-1100 亿）。

图5：分业务收入变化情况（单位：百万美元、%）

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



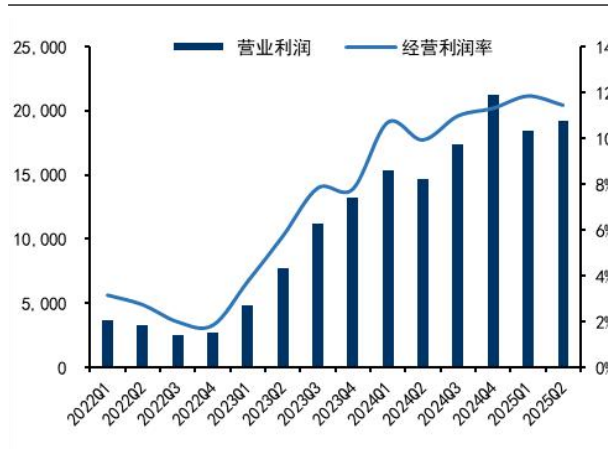
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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: 自研芯片 Trainium 2 正在以更大规模部署。

◆ 中间层:

- 1) **Bedrock:** ①添加了 Anthropic 的 Claude 4, 并成为 Bedrock 中有史以来增长最快的模型; ②近期发布了 AgentCore, 帮助客户解决将 agent 部署到生产环境时面临的安全和可扩展性问题。
- 2) **自研模型:** Amazon Nova 已成为 Bedrock 中第二受欢迎的基础模型。Nova 的新功能允许客户以其他基础模型无法实现的方式定制他们的 Nova 模型, 使组织能够将自己独特的专业知识注入这些模型, 同时优化成本和速度。

◆ 应用层:

- 1) 5月发布构建 agent 的开源工具 Strands, 在 GitHub 上已获得 2500 个星标, 在 PyPI 上的下载量超过 30 万次;
- 2) AWS Transform 能将大型机现代化的时间线从数年急剧缩短到数月, 完成 VMware

到 EC2 转换的速度提高了 80 倍，并使从 .NET Windows 迁移到 .NET Linux 的实施变得简单，为 .NET 应用程序降低了高达 40% 的许可成本。

3) 发布了编程 agent Kiro，在预览版发布的前几周就有数十万开发者使用并请求访问，前 5 天就有 10 万用户。

4) Alexa+ 已有数百万用户在使用，未来几个月将覆盖美国所有用户，今年晚些时候向国际推出。

5) 公司内部开发多个 Agent，比如编程 agent Kiro，呼叫中心软件 Connect（6 月曾提出 AI 未来几年将减少公司员工总数）。

投资建议

考虑到公司零售及其他业务的出色表现，我们小幅调整公司 25-27 年收入至 7063/7769/8562 亿美元，上调幅度为 +1%/+0%/+1%，同时考虑到云业务的利润率受员工薪酬激励、折旧摊销等因素影响波动较大，小幅调整 25-27 年净利润预测至 709/826/990 亿美元，下调幅度为 -1%/-2%/-1%。**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	95323	151065
应收款项	55451	61387	67526	74416
存货净额	34214	27800	30957	34263
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	190867	199389	218526	285701
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	10453	15116	21058
资产总计	624894	684906	752400	867513
短期借款及交易性金融负债	0	36602	3073	0
应付款项	94363	76674	85379	94497
其他流动负债	85068	51096	56678	62662
流动负债合计	179431	164373	145130	157159
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	327988	312867	329018
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	285970	356918	439533	538495
负债和股东权益总计	624894	684906	752400	867513

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整 EPS	5.6	6.7	7.8	9.3
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	27.00	33.69	41.49	50.84
ROIC	34%	32%	32%	34%
ROE	21%	20%	19%	18%
毛利率	49%	50%	51%	52%
EBIT Margin	11%	11%	12%	13%
EBITDA Margin	18%	20%	21%	23%
收入增长	11%	11%	10%	10%
净利润增长率	95%	20%	16%	20%
资产负债率	54%	48%	42%	38%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	38	32	28	23
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA	21	18	15	12

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	706253	776878	856152
营业成本	326288	352739	382380	414459
研发费用	(88544)	(105281)	(118657)	(131832)
销售及管理费用	(56029)	(61006)	(67105)	(73954)
营业利润	68593	77569	92611	111375
财务费用	2271	2564	2820	3108
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	(2250)	4353	1763	1943
税前利润	68513	84485	97195	116426
所得税费用	9265	13537	14579	17464
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	59248	70948	82615	98962
经调整归母净利润	59248	70948	82615	98962

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	59248	70948	82615	98962
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)	4353	1763	1943
财务费用	(2271)	(2564)	(2820)	(3108)
营运资本变动	(15209)	(47061)	9113	9028
其它	122751	114462	142473	167229
经营活动现金流	115877	81118	162965	191604
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)	36602	(33529)	(3073)
融资活动现金流	(11812)	36602	(33529)	(3073)
现金净变动	5392	7878	8666	55742
货币资金的期初余额	73387	78779	86657	95323
货币资金的期末余额	78779	86657	95323	151065
企业自由现金流	36,813	(29756)	40975	57409
权益自由现金流	12605	8999	9843	56978

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

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