公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

亚马逊 (AMZN US)

二季度业绩强劲缓解关税担忧

■净销售额同比增长13%，营业利润同比增长31%，超出预期。第三季度指引中收入超预期，营业利润略低于预期，可能受宏观环境和关税影响。

■AWS维持同比增长17%的趋势，与第一季度相近。第二季度资本支出环比增长至314亿美元，年化达1,180亿美元。

■维持"买入"评级，目标价上调至271美元：Amazon仍有望受益于AI发展，关税可见度提升和AWS增长改善（因产能限制缓解）可能成为未来催化因素。

第二季度业绩超预期，关税影响不明显

第二季度净销售额同比加速增长至 13%（第一季度为 8.6%），营业利润同比增长 31%（第一季度为 20%），净利润同比增长 35%，收入和盈利均超出市场预期。北美销售同比增长 11%，国际业务增长 16%，AWS 增长 17.5%，各业务板块均优于预期，尤其是广告业务增长最快，达 23%，与 Meta 第二季度强劲广告业务表现一致。Amazon 继续在物流、云计算和 AI 领域大举投资，扩大北美云基础设施，第二季度资本支出达 314 亿美元，预计未来几个季度维持类似水平，全年年化支出达 1180 亿美元。**第三季度预期：**收入预计为 1,740–1,795 亿美元，同比增长 10–13%，高于市场预期；营业利润预计为 155–205 亿美元，区间较宽，中位数为 180 亿美元，同比增长 3%，略低于预期，可能受宏观不确定性和折旧增加影响。管理层表示消费者需求仍具韧性，但也在关注潜在逆风因素，如汇率波动、关税和通胀。

关税不确定性和云业务增长受限有望逐步改善

市场担忧 AWS 在云计算和 AI 领域的份额流失，微软 Azure 和 Google Cloud 在第二季度分别实现同比增长 39%和 32%，而 AWS 则维持在约 17%的同比增长（第一季度和第二季度均如此）。管理层指出数据中心扩张面临产能限制，包括电力供应和芯片、服务器组件的紧张供应。不过这些挑战预计将在未来几个季度逐步缓解，AWS 有望扩大基础设施并加速增长。管理层也承认关税的不确定性，尤其是与中国相关的部分，随着预购库存耗尽，成本可能在短期内上升。

科技与 AI 持续进展

公司强调其在消费者端的技术进展，包括推出具备增强型生成式 AI 功能的 Alexa+，以及用于改善购物体验、物流效率、机器人生产力和库存准确性的 AI 工具。此外，完成了"Kuiper 项目"第三颗卫星的发射，以拓展宽带服务，与 SpaceX 的 Starlink 竞争。在 AI 方面：AWS 推出了多项先进 AI 产品，包括 Trainium2 AI 处理芯片、AgentCore（用于可扩展 AI 代理部署）、Kiro 编程助手，以及 AWS Transform（用于现代化传统主机系统），以加速 AI 解决方案的采用。我们对 Amazon 的增长前景和其在电商与云计算领域的领导地位保持积极看法。我们将 DCF 目标价上调至 271 美元，对应 2025/2026 年预测市盈率分别为 40 倍和 35 倍，EV/EBITDA 分别为 17 倍和 15 倍，其 PEG（2024–2026 年盈利年复合增长率）为 1.2 倍，相较于主要平台的中位数 1.8 倍和 SaaS 同行的 2.3 倍，估值合理。主要风险：1）宏观；2）竞争；3）监管。

盈利预测及估值

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	574,785	637,959	706,031	775,813	851,035
同比增长（%）	11.8%	11.0%	10.7%	9.9%	9.7%
经营利润	36,852	68,593	60,841	93,529	109,725
非 GAAP 经营利润	30,425	59,248	73,296	83,312	98,633
归母净利润	54,277	84,272	92,079	110,196	126,961
同比增长（%）	55.2%	55.3%	9.3%	19.7%	15.2%
经调非 GAAP 归母净利润（美元）	5.2	7.9	8.5	10.0	11.4
市盈率（倍）	45.8	29.5	27.0	22.6	19.6
ROE（%）	31.2%	34.5%	28.5%	27.5%	25.8%

注：截至2025年7月31日的收盘价；资料来源：彭博社、公司数据、招商证券（香港）预测

王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊，CFA
+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

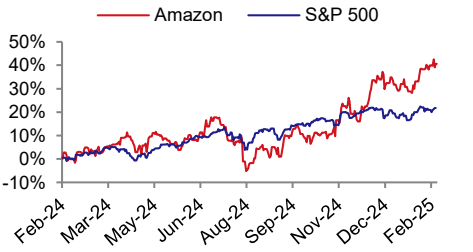
最新变动

亚马逊25年二季度业绩

增持

前次评级	增持
股价（2025年7月31日）	234.1美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	271美元 (+15.7%)
前次目标价	248美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
AMZN US	7.5	44.0	40.6
S&P 500	2.8	14.4	21.7

行业：TMT	
S&P 500 (2025年7月31日)	6,339
重要数据	
52周股价区间（美元）	152 - 243
美股市值（十亿美元）	2,485.4
日均成交量美股（百万股）	37.36
主要股东	
Bezos Jeffery	9.5%
Scott MacKenzie	1.9%
其他股东	0.2%
自由流通量	88.4%

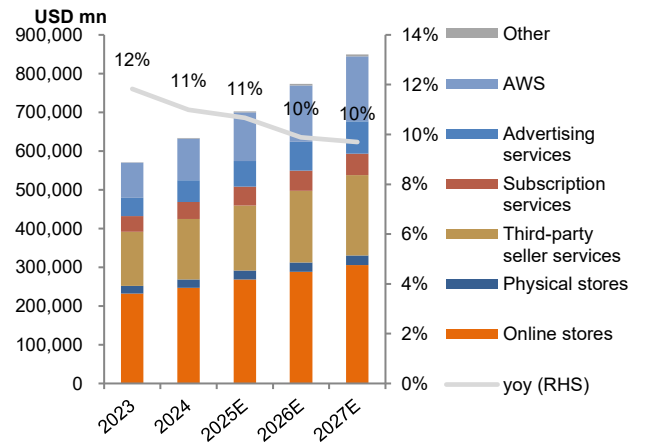
资料来源：彭博、招商证券（香港）

相关报告

1. Amazon (AMZN US) - 网络购物周数据令人鼓舞 + AWS re:Invent 推动 AI 发展（买入评级）（2024年12月4日）
2. Amazon (AMZN US) - 持续强劲业绩有望缓解资本支出担忧（买入评级）（2024年11月11日）
3. Amazon (AMZN US) - 短期逆风掩盖了稳健业绩（无评级）（2024年8月2日）

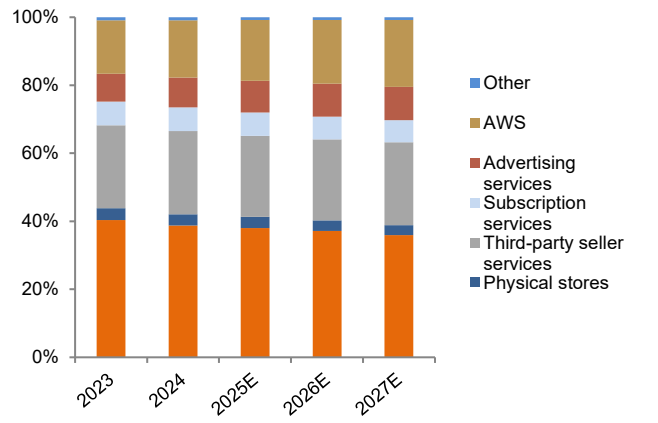
重点图表

图1：收入表现



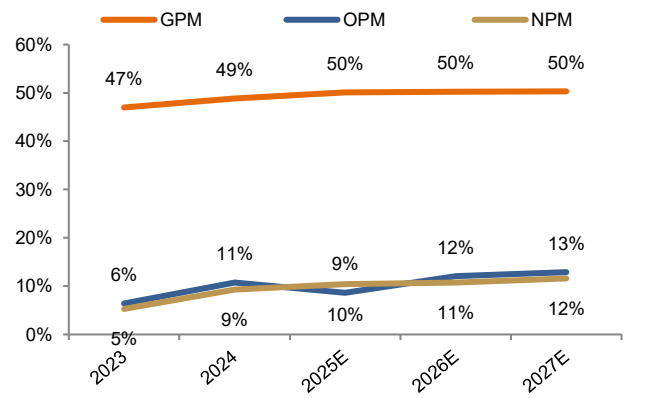
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图2：收入结构



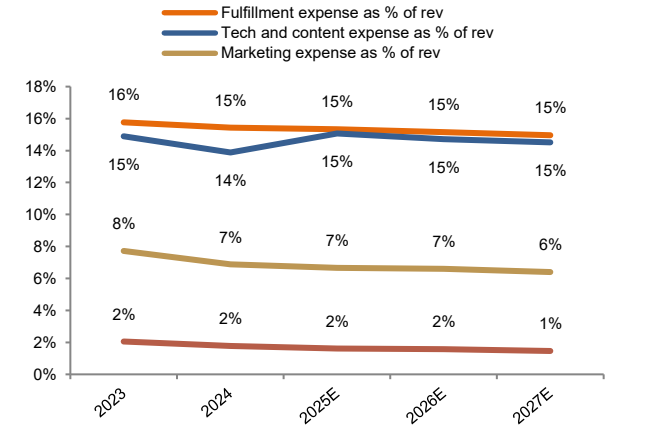
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图3：利润率



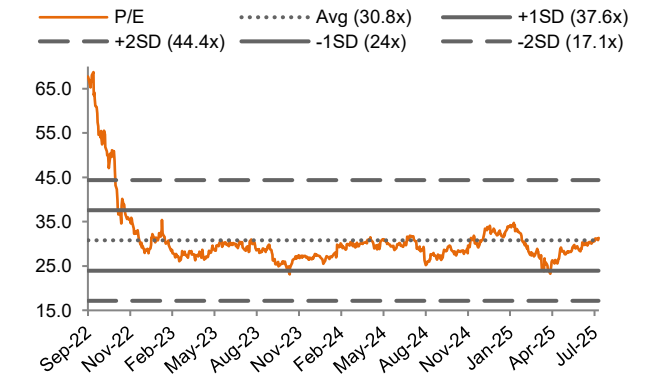
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图4：经营费率



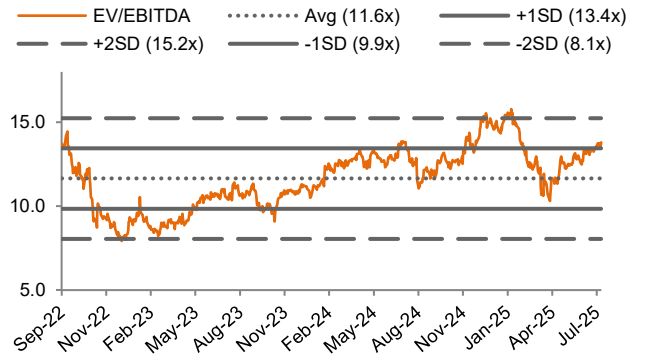
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图5：市盈率区间



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图6：EV/EBITDA区间



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 7：亚马逊 25 年二季度业绩和彭博一致预测对比

USD mn	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	1Q25 qoq	2Q25 qoq	招商证券预测 2Q25	与实际预测对比	一致预测 2Q25	与实际预测对比
总收入	**147,977**	**155,667**	**167,702**	**9%**	**13%**	**-17%**	**8%**	**159,974**	**5%**	**162,178**	**3%**
线上店	55,392	57,407	61,485	5%	11%	-24%	7%	59,269	4%	58,719	5%
实体店	5,206	5,533	5,595	6%	7%	-1%	1%	5,518	1%	5,477	2%
第三方售卖服务	36,201	36,512	40,348	6%	11%	-23%	11%	36,201	11%	39,051	3%
订阅服务	10,866	11,715	12,208	9%	12%	2%	4%	11,844	3%	11,942	2%
广告服务	12,771	13,921	15,694	18%	23%	-19%	13%	15,070	4%	14,961	5%
网络服务	26,281	29,267	30,873	17%	17%	2%	5%	30,749	0%	30,755	0%
北美地区收入	90,033	92,887	100,068	8%	11%	-20%	8%	96,679	4%	97,017	3%
国际收入	31,663	33,513	36,761	5%	16%	-23%	10%	32,547	13%	34,336	7%
网络服务收入	26,281	29,267	30,873	17%	17%	2%	5%	30,749	0%	30,755	0%
北美地区经营利润	5,065	5,841	7,517	17%	48%	-37%	29%	5,439	38%	5,807	29%
国际经营利润	273	1,017	1,494	13%	447%	-23%	47%	-231	n.a.	532	181%
网络服务经营利润	9,334	11,547	10,160	23%	9%	9%	-12%	10,455	-3%	10,877	-7%
毛利润	**74,192**	**78,691**	**86,893**	**11%**	**17%**	**-11%**	**10%**	**81,107**	**7%**	**81,782**	**6%**
履约开支	-23,566	-24,593	-25,976	10%	10%	-12%	6%	-25,317	3%		
技术和内容开支	-22,304	-22,994	-27,166	13%	22%	-2%	18%	-25,596	6%		
营销开支	-10,512	-9,763	-11,416	1%	9%	-26%	17%	-11,204	2%		
一般及行政开支	-3,041	-2,628	-2,965	-4%	-2%	-8%	13%	-3,128	-5%		
其他经营收入（开支），净额	-97	-308	-199	35%	105%	75%	-35%	-200	-1%		
经营利润	**14,672**	**18,405**	**19,171**	**20%**	**31%**	**-13%**	**4%**	**15,662**	**22%**	**16,963**	**13%**
非 GAAP 经营利润	21,491	22,402	25,904	9%	21%	-15%	16%	23,061	12%		
净利润	**13,485**	**17,127**	**18,164**	**64%**	**35%**	**-14%**	**6%**	**13,274**	**37%**	**14,205**	**28%**
非 GAAP 净利润	**20,322**	**18,375**	**23,780**	**0%**	**17%**	**-26%**	**29%**	**20,673**	**15%**		
经营性现金流,过去 12 个月	**107,952**	**113,903**	**121,137**	**15%**	**12%**	**-2%**	**6%**				
自由现金流,过去 12 个月	**52,973**	**25,925**	**18,184**	**-48%**	**-66%**	**-32%**	**-30%**				
总现金	**89,092**	**94,565**	**93,180**								
长期负债	54,889	53,374	50,718								
净现金（负债）	**34,203**	**41,191**	**42,462**								
总权益	**236,447**	**305,867**	**333,775**								
总现金/权益	**14%**	**13%**	**13%**								
总净收入	**147,977**	**155,667**	**167,702**	**9%**	**13%**	**-17%**	**8%**	**159,974**	**5%**	**162,178**	**3%**
线上商店	55,392	57,407	61,485	5%	11%	-24%	7%	59,269	4%	58,719	5%
实体商店	5,206	5,533	5,595	6%	7%	-1%	1%	5,518	1%	5,477	2%
第三方卖家服务	36,201	36,512	40,348	6%	11%	-23%	11%	36,201	11%	39,051	3%
订阅服务	10,866	11,715	12,208	9%	12%	2%	4%	11,844	3%	11,942	2%
广告服务	12,771	13,921	15,694	18%	23%	-19%	13%	15,070	4%	14,961	5%
利润率											
毛利率	50.1%	50.6%	51.8%	1.2ppt	1.7ppt	3.2ppt		50.7%	1.1ppt	50.4%	1.4ppt
经营利润率	9.9%	11.8%	11.4%	1.1ppt	1.5ppt	0.5ppt		9.8%	1.6ppt	10.5%	1.0ppt
经营利润率	5.6%	6.3%	7.5%	0.5ppt	1.9ppt	-1.7ppt	1.2ppt	5.6%	1.9ppt	6.0%	1.5ppt
经营利润率-北美	0.9%	3.0%	4.1%	0.2ppt	3.2ppt	0.0ppt	1.0ppt	-0.7%	4.8ppt	1.6%	2.5ppt
经营利润率-国际	35.5%	39.5%	32.9%	1.8ppt	-2.6ppt	2.5ppt	-6.5ppt	34.0%	-1.1ppt	35.4%	-2.5ppt
经营利润率-网络服务	14.5%	14.4%	15.4%	0.1ppt	0.9ppt	0.3ppt	1.1ppt	14.4%	1.0ppt		
非 GAAP 经营利润率	9.1%	11.0%	10.8%	3.7ppt	1.7ppt	0.4ppt	-0.2ppt	8.3%	2.5ppt	8.8%	2.1ppt
归母净利润率	13.7%	11.8%	14.2%	-1.0ppt	0.4ppt	-1.4ppt	2.4ppt	12.9%			

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图8: 收入和利润预测

百万美元	2024	2025E	2026E	24-26E CAGR	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E
收入：										
线上零售	247	269	288	8%	76	57	61	68	82	62
线下零售	21	23	24	6%	6	6	6	6	6	6
3P 零售	156	168	185	9%	47	37	40	41	51	40
广告服务	56	66	75	15%	17	14	16	16	20	16
订阅服务	44	49	52	8%	12	12	12	12	13	13
网络服务	108	126	146	16%	29	29	31	32	34	34
其他	5	6	6	8%	2	1	1	1	2	1
集团总收入	638	706	776	10%	188	156	168	177	206	172
亚马逊收入	530	580	630	9%	159	126	137	145	173	138
AWS 收入	108	126	146	16%	29	29	31	32	34	34
集团总收入	638	706	776	10%	188	156	168	177	206	172
亚马逊收入同比增速	10%	9%	9%		9%	7%	12%	10%	8%	9%
AWS 收入同比增速	19%	17%	16%		19%	17%	17%	17%	16%	16%
集团总收入同比增速	11%	11%	10%		10%	9%	13%	11%	10%	10%
亚马逊运营利润	29	17	43	22%	11	7	9	8	12	9
AWS 运营利润	40	43	51	13%	11	12	10	11	11	12
集团运营利润	69	61	94	17%	21	18	19	19	23	21
亚马逊运营利润同比增速	135%	-39%	146%		75%	17%	69%	21%	15%	34%
AWS 运营利润同比增速	62%	9%	17%		48%	23%	9%	1%	4%	3%
集团运营利润同比增速	86%	-11%	54%		61%	20%	31%	9%	10%	15%
亚马逊运营利润率	5%	3%	7%		7%	5%	7%	6%	7%	7%
AWS 运营利润率	37%	34%	35%		37%	39%	33%	33%	33%	35%
集团运营利润率	11%	9%	12%		11%	12%	11%	11%	11%	12%
百万美元	**2024**	**2025E**	**2026E**		**4Q24**	**1Q25**	**2Q25**	**3Q25E**	**4Q25E**	**1Q26E**
毛利润	309	349	393	13%	89	79	87	88	100	87
同比增速	*14%*	*13%*	*13%*		*15%*	*11%*	*17%*	*13%*	*12%*	*11%*
总经营费用	144	165	178		40	35	42	42	46	39
占收入比例	*23%*	*23%*	*23%*		*21%*	*23%*	*25%*	*24%*	*22%*	*23%*
同比增速	*1%*	*15%*	*8%*		*4%*	*8%*	*16%*	*18%*	*16%*	*9%*
报告经营利润	69	61	94		21	18	19	19	23	21
同比增速	*86%*	*-11%*	*54%*		*61%*	*20%*	*31%*	*9%*	*10%*	*15%*
报告净利润	59	73	83		20	17	18	17	21	19
同比增速	*95%*	*24%*	*14%*		*88%*	*64%*	*35%*	*11%*	*5%*	*10%*
经营现金流	116	150	188	30%	46	17				
同比增速	*36%*	*29%*	*25%*		*7%*	*-10%*				
自由现金流	38	24	20	-19%	20	-7				
同比增速	*4%*	*-37%*	*-18%*		*-33%*	*n.a.*				
利润率										
毛利率	48.4%	49.4%	50.7%		47.3%	50.6%				
报告经营利润率	10.8%	8.6%	12.1%		11.3%	11.8%				
报告净利润率	9.3%	10.4%	10.7%		10.7%	11.0%				
经营现金流	18%	21%	24%		24%	11%				
自由现金流	6%	3%	3%		10%	-5%				
净现金（负债）	**48,579**	**76,540**	**123,156**		**48,579**	**41,191**				

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 9：招商证券预测与彭博一致预测对比

	招商证券预测			一致预测			变动		
百万美元	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	706,031	775,813	851,035	706,196	773,672	858,562	0.0%	0.3%	-0.9%
毛利润	353,824	389,593	428,227	352,194	384,835	429,170	0.5%	1.2%	-0.2%
经营利润	60,841	93,529	109,725	78,893	98,844	124,881	-22.9%	-5.4%	-12.1%
净利润	73,296	83,312	98,633	70,617	80,587	103,402	3.8%	3.4%	-4.6%
利润率（%）									
毛利率	50.1	50.2	50.3	50	50	50	0.2 ppt	0.5 ppt	0.3 ppt
经营利润率	14.5	15.5	16.2	14	16	18	0.2 ppt	-0.4 ppt	-1.5 ppt
净利润率	10.4	10.7	11.6	10	10	12	0.4 ppt	0.3 ppt	-0.5 ppt

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图10: 亚马逊现金流折现估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	**637,959**	**706,031**	**775,813**	**851,035**	**933,550**	**1,019,539**	**1,108,754**	**1,200,924**	**1,295,764**	**1,392,978**	**1,492,260**
同比增速	*11%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*	*9%*	*9%*	*8%*	*8%*	*8%*	*7%*
调整后 EBITDA	**144,162**	**166,466**	**196,205**	**224,381**	**249,871**	**276,964**	**305,635**	**335,846**	**367,552**	**403,964**	**447,678**
同比增速	*30%*	*15%*	*18%*	*14%*	*11%*	*11%*	*10%*	*10%*	*9%*	*10%*	*11%*
调整后 EBITDA	23%	24%	25%	26%	27%	27%	28%	28%	28%	29%	30%
减：经营资金变动	-15,541	-9,292	2,512	2,050	2,183	2,317	2,452	2,588	2,724	2,861	2,997
减：资本支出	-82,999	-100,000	-115,000	-125,000	-46,677	-40,782	-44,350	-48,037	-51,831	-55,719	-59,690
收入占比	13%	14%	15%	15%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
无杠杆自由现金流	**45,622**	**57,174**	**83,717**	**101,431**	**205,376**	**238,500**	**263,737**	**290,397**	**318,446**	**351,105**	**390,984**
同比增长		*25%*	*46%*	*21%*	*102%*	*16%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*	*11%*
自由现金流折现		**51,225**	**67,201**	**72,949**	**132,337**	**137,690**	**136,417**	**134,577**	**132,220**	**130,612**	**130,313**
终值											**5,340,725**

WACC	
无风险利率	3.5%
Beta	1.25
股权风险溢价	7.0%
权益成本	**12.3%**
债务成本	3.5%
债务占比	6.9%
有效税率	13.5%
WACC	**11.6%**

每股权益价值（百万美元）	
永续增长率	4.0%
自由现金流现值	1,125,540
终值现值	1,780,031
企业价值	**2,905,571**
2024 年净负债 /（现金）	48,579
权益价值	**2,954,150**
流通股数（百万）	10,903
每股价值（美元）	**271**

现金流折现敏感性测试

		永续增长率				
		3.0%	3.5%	**4.0%**	4.5%	5.0%
WACC	12.0%	139	142	145	148	152
	11.8%	143	146	149	153	157
	11.6%	146	150	**271**	157	162
	9.8%	193	200	209	218	230
	8.0%	281	299	322	352	392

现金流折现敏感性测试

		永续增长率				
		3.0%	3.5%	**4.0%**	4.5%	5.0%
WACC	12.0%	9	10	10	10	10
	11.8%	10	10	10	10	11
	11.6%	10	10	**18**	11	11
	9.8%	13	13	14	15	15
	8.0%	19	20	21	23	26

目标价对应估值倍数	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
市盈率（倍)*	35	32	27	23
市销率（倍)	5	4	4	3
P/FCF (倍)	65	52	35	29
EV/EBITDA (倍)	20	17	15	13

*资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测;*基于核心盈利*

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值（十亿美元）	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2024-2026E 年复合增速		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY25E	FY26E	SALES	NP	EBITDA
Covered Names																	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	192	2,326	13	12	16	16	1.8	6.2	16	40	35	n.a.	7	14
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	234	2,485	15	13	27	23	1.9	3.2	17	29	27	n.a.	17	18
META	META	META US	美元	773	1,943	20	17	21	19	1.5	8.4	18	43	38	n.a.	15	20
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	627	131	48	34	n.a.	46	1.8	5.7	42	32	30	n.a.	30	34
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,159	493	35	29	41	35	1.9	9.8	n.a.	44	44	n.a.	16	19
Uber	Uber	UBER US	美元	88	184	22	17	23	19	0.6	3.1	21	33	30	n.a.	23	24
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	14	6	10	7	15	12	1.1	0.8	8	56	84	50	28	25
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	250	106	37	28	47	34	1.0	6.9	37	23	25	1	29	31
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	347	16	n.a.	37	n.a.	40	1.5	n.a.	42	33	36	8	32	38
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	308	994	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.0	n.a.	7	9	18	41	29
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	138	96	n.a.	166	n.a.	n.a.	(36.3)	15.8	n.a.	19	138	237	n.a.	33
Non-Covered Names																	
Microsoft	微软	MSFT US	美元	534	3,966	24	22	39	35	n.a.	n.a.	29	33	29	14	15	12
Palantir	Palantir	PLTR US	美元	158	374	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25	23	30	33	33
Adobe	Adobe	ADBE US	美元	358	152	13	12	17	16	0.5	5.9	16	61	63	9	9	8
Apple	苹果	AAPL US	美元	208	3,100	22	21	29	28	3.1	7.3	27	n.a.	n.a.	6	6	6
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	122	159	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11	15	21	32	34
GoDaddy	GoDaddy	GDDY US	美元	162	23	17	15	27	23	n.a.	4.4	15	156	170	8	17	11
Applovin	Applovin	APP US	美元	391	132	32	24	46	32	0.8	n.a.	41	184	157	24	33	27
Arista network	Arista network	ANET US	美元	123	155	38	32	47	40	2.9	n.a.	42	28	26	18	18	18
Salesforce	Salesforce	CRM US	美元	258	247	21	14	40	22	n.a.	6.0	19	10	14	9	41	27
Oracle	甲骨文	ORCL US	美元	254	713	32	23	n.a.	37	n.a.	n.a.	34	85	61	18	38	29
SAP	SAP	SAP US	美元	287	352	26	22	42	35	0.6	7.2	35	16	19	13	21	21
IBM	IBM	IBM US	美元	253	236	16	15	22	21	0.6	3.4		32	31	5	7	6
Intuit	Intuit	INTU US	美元	785	219	28	24	39	34	0.8	n.a.		25	26	12	15	14
Block	Block	SQ US	美元	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7	9	10	29	20
Service Now	Service Now	NOW US	美元	943	196	42	34	n.a.	46	0.8	n.a.	39	23	21	19	21	22
ADP	ADP	ADP US	美元	310	126	22	20	31	28	n.a.	5.8	31	76	63	6	8	10
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	152	38	19	15	34	18	n.a.	4.9	18	15	23	5	43	20
均值						**22**	**21**	**31**	**28**	**1.1**	**5.9**	**28**	**32**	**30**	**13**	**21**	**20**

注：股价采用 2025 年 7 月 31 日（所有市场）；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

十亿美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	73	79	90	82	13
短期投资	13	22	34	84	210
存货	33	34	37	40	44
应收账款	52	55	66	78	92
物业、厂房及设备	204	253	289	328	367
经营租赁	73	76	84	88	92
商誉	23	23	23	23	23
其它	56	82	82	82	82
总资产	528	625	705	806	924
应付账款	85	94	95	104	114
应付费用及其他	65	67	74	81	89
预收账款	15	18	18	20	22
长期租赁负债	77	78	82	86	91
长期借款	58	53	47	43	38
其它长期负债	25	29	29	29	29
总负债	326	339	346	363	383
股东权益总额	202	286	359	443	541
总负债及总权益	528	625	705	806	924
净现金（负债）	28	49	77	123	185
净现金权益比	14%	17%	21%	28%	34%

利润表

十亿美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总净收入	575	638	706	776	851
收入成本	305	326	352	386	423
毛利	270	312	354	390	428
履约费用	91	99	108	118	127
技术和内容费用	86	89	106	114	124
营销费用	44	44	47	51	54
一般及行政费	12	11	11	12	12
其他经营收入（费用），净额	37	69	61	94	110
总营业费用	62	91	103	120	138
营业利润/（亏损）	38	69	87	98	116
净利润	30	59	73	83	99
调整后净利润	54	84	92	110	127

现金流量表

十亿美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	85	116	150	188	215
净利润/（亏损）	30	59	73	83	99
折旧和摊销	49	53	64	76	86
股权激励	24	22	22	26	28
经营资金变动	-12	-16	-9	3	2
其它	-7	-3			
投资活动现金流	-50	-94	-111	-165	-251
购买物业及设备	-53	-83	-100	-115	-125
其它	3	-11	-11	-50	-126
筹资活动现金流	-16	-12	-27	-31	-32
借款增加净额	-11	-9	-5	-5	-4
偿还融资负债本金	-4	-2			
其它		-1	-22	-26	-28
现金流净额	19	10	11	-9	-68
汇兑影响	54	74	82	94	85
初始现金	74	82	94	85	17
末期现金	32	33	50	73	90

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
收入	11.8%	11.0%	10.7%	9.9%	9.7%
经营利润/（亏损）	200.9%	86.1%	-11.3%	53.7%	17.3%
净利润	n.a.	94.7%	23.7%	13.7%	18.4%
获利能力					
毛利率	47.0%	48.9%	50.1%	50.2%	50.3%
经营利润率	6.4%	10.8%	8.6%	12.1%	12.9%
净利润率	5.3%	9.3%	10.4%	10.7%	11.6%
非 GAAP 净利润率	9.4%	13.2%	13.0%	14.2%	14.9%
非 GAAP ROE	31.2%	34.5%	28.5%	27.5%	25.8%
营运能力					
存货周转天数	40.6	37.8	36.9	36.6	36.6
应收账款周转天数	30.0	30.8	31.5	34.0	36.5
应付账款周转天数	76.2	73.6	73.0	73.3	73.3
每股资料					
每股销售额	54.8	59.5	65.1	70.7	76.7
基本每股盈利	3.0	5.7	6.9	7.7	8.9

资料来源：公司数据，彭博，招商证券（香港）；注：股价采用 2025 年 7 月 31 日收盘价

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828