

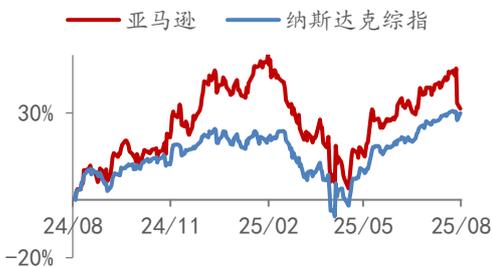
## 25Q2 点评：零售 OPM 持续改善，AWS 利润率承压

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-06

收盘价（美元）	213.75
近 12 个月最高/最低（美元）	242.5/161.0
总股本（百万股）	10,665
流通股本（百万股）	10,665
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿美元）	22,796
流通市值（亿美元）	22,796

### 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

#### 分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

### 相关报告

1. 亚马逊 25Q1：利润超预期，AWS 增速略有放缓 2025-05-12

2. 亚马逊 24Q4：整体业绩超预期，利润改善明显 2025-02-12

### 主要观点：

#### ● 公司业绩

1) 整体来看：2025Q2，亚马逊收入录得 1677 亿美元，同比+13.3%，高于彭博一致预期 3.43%；operating income 录得 192 亿美元，同比+30.7%，高于彭博一致预期 12.74%；GAAP 净利润录得 182 亿美元，同比+34.7%，高于彭博一致预期 27.28%。

2) 分业务看：在线商店收入录得 615 亿美元，同比+11.0%，略高于彭博一致预期 3.98%；实体店业务收入录得 56 亿美元，同比+7.5%，高于彭博一致预期 1.93%；第三方零售业务收入录得 403 亿美元，同比+11.5%，高于彭博一致预期 3.53%；订阅业务收入录得 122 亿美元，同比+12.4%，高于彭博一致预期 2.4%；广告业务收入录得 157 亿美元，同比+22.9%，高于彭博一致预期 4.71%；AWS 收入录得 309 亿美元，同比+17.5%，略高于彭博一致预期 0.35%。

#### ● AWS 业绩基本 inline，高 CapEx 投入下云业务 OPM 有所下滑

1) 本季度 AWS 业务收入同比增速+17.5%，较上季度环比增加 0.58pct，基本符合彭博一致预期，但横向对比 Azure 交出的业绩来看（本季度 Azure 增长 39%，较上季度增速环比+4pct，高于彭博预期的 34%），AWS 表现并不尽人如意。同时 AWS OPM 受折旧增加和股份支出增加影响本季度有所下滑，达 32.9%，较上季度-6.6pct。

2) 本季度 CapEx 创记录，但伴随云业务 OPM 明显下滑一定程度引发市场对投资回报率的质疑。本季度 Capex 达 314 亿美元，且指引 Q2 支出可以代表公司下半年支出，预计全年 Capex 约 1100-1200 亿美元。

#### ● 零售业务 OPM 提升明显，仍具备进一步改善空间

1) 零售 OPM 同比继续增长，北美地区环比提升 1.2pct 至 7.5%，国际地区提升 1.1pct 至 4.1%。我们认为亚马逊零售业务仍处于利润改善周期，海外地区已经进入稳定盈利阶段，规模效应开始显现，后续公司的盈利能力仍具备进一步改善空间。

2) 广告业务加速增长，进一步优化零售业务利润率，本季度广告业务收入增速+22.9%，较上季度环比+5.1pct。

#### ● 利润指引低预期，继续关注关税带来的影响

公司预计 25Q3 实现营收 1740-1795 亿美元，同比+10%至+13%（指引隐含预计汇率带来约 130bp 的有利影响），高于彭博此前预期的 1732 亿美元。预计 25Q3 实现 operating income 155-205 亿美元，中值不及彭博此前预期的 194 亿美元。

#### ● 投资建议

我们预计亚马逊 2025-2027 年收入为 7087/7883/8755 亿美元（前值 6946/7687/8635 亿美元），同比+11.1%/+11.2%/+11.1%；净利润预计录得 768/851/974 亿美元（前值 656/768/958 亿美元），同比+29.6%/+10.8%/+14.5%，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。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	637,959	708,706	788,299	875,489
收入同比 (%)	10.99%	11.09%	11.23%	11.06%
净利润	59,248	76,775	85,060	97,402
同比 (%)	94.73%	29.58%	10.79%	14.51%
每股收益 EPS(美元)	5.66	7.09	7.82	8.95
市盈率 (P/E)	38	29	27	23

资料来源: wind, 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

**分析师:** 赵亮, 悉尼大学金融学硕士, 主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域, 2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号: S0010525070001

## 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。如未经本公司授权, 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。