

買入

2023年11月15日

電商仍處於修復階段，投資 Anthropic 加碼 AI 領域

- **營收符合預期，利潤持續修復：**總收入 1,431 億美元 (YoY+13%)，符合公司指引的 1,380-1,430 億美元。運營利潤 112 億美元，超過公司指引的 55-85 億美元；運營利潤率為 7.8% (YoY+5.8 pp, QoQ+2.1 pp)。淨利潤 99 億美元，同比增長 244%，其中計入了約 12 億美元的 Rivian 投資收益。運營現金流 TTM 同比增長 81%至 717 億美元，自由現金流 TTM 為 214 億美元，建議關注現金流水平的復蘇。**指引：**預計 23Q4 收入 1,600-1,670 億美元 (YoY+7%至 12%)，運營利潤 70-110 億美元，去年同期為 27 億美元。預計 23 年資本開支約為 500 億美元，22 年為 590 億美元，主因物流及履約相關開支下降，而 AWS 相關開支保持增長。
- **電商廣告與協力廠商賣家業務提升利潤率：**按地區，北美電商收入同比增長 11%至 879 億美元，國際電商收入同比增長 16%至 321 億美元。按業務，自營收入同比增長 7%至 573 億美元；協力廠商賣家收入同比增長 20%至 343 億美元，此前協力廠商銷售額占比已提升至 60%；Prime 會員訂閱收入同比增長 14%至 102 億美元；線下門店收入同比增長 6%至 50 億美元；廣告收入同比增長 26%至 121 億美元，占全球數字廣告市場的 7.5% (穀歌 28.4%、Meta 20.1%)。廣告和協力廠商賣家業務有助於提升電商的整體盈利水準。利潤端，北美電商的運營利潤率為 4.9%，去年同期為-0.5%；國際電商的運營利潤率為-0.3%，去年同期為-8.9%。
- **AWS 增速 12%，40 億美元投資 Anthropic：**AWS 收入同比增長 12%至 231 億美元，基本符合市場預期；同一季度，Azure 收入同比增長 26%至 162 億美元，GCP 收入同比增長 22%至 84 億美元。運營利潤率為 30.3% (YoY+6.0 pp, QoQ+3.9 pp)，為六個季度以來的最高水準。本季度亞馬遜向 AI 初創公司 Anthropic 投資 40 億美元，當前擁有大語言模型 Claude 2，在 AI 領域持續追趕微軟與穀歌 (10 月谷歌向 Anthropic 追投 20 億美元)；公司正在訓練第二個大語言模型 Olympus，參數達到 2 萬億，可能在 12 月上線。
- **目標價 176.00 美元，買入評級：**我們認為公司的業績在下半年具備較好的修復空間，預計 23-25 年總收入為 5,701、6,363、7,110 億美元，YoY+11%/12%/12%，預計 23-25 年 Non-GAAP 每股盈利為 5.01、6.22、7.61 美元，YoY+20%/24%/22%。採用分部估值法，求得目標價 176.00 美元，對應現價 20%的上漲空間，維持買入評級。
- **風險：**1) 宏觀疲軟致使雲服務支出放緩，AI 賦能行業競爭加劇，降低利潤率；2) 獨立站和新晉玩家衝擊亞馬遜的增量；3) 美國潛在經濟衰退風險；4) 美國 FTC 起訴亞馬遜，部分業務面臨拆分重組風險；5) 美國可能對中國企業使用 AI 相關的雲服務加以限制。

唐伊蓮

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

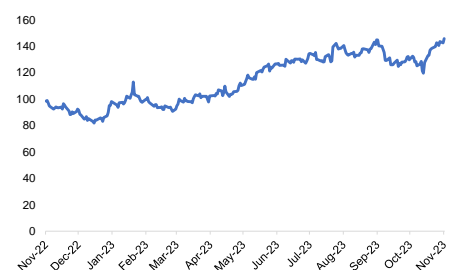
chuck.li@firstshanghai.com.hk
主要資料

行業	電商/雲計算
股價	146.37 美元
目標價	176.00 美元 (+20%)
股票代碼	AMZN
總股本	103 億股
市值	1.51 萬億美元
52 周高/低	147.26 美元/ 81.43 美元
每股帳面值	17.71 美元
主要股東	Bezos 9.58% Vanguard 7.02% Blackrock 5.91%

盈利摘要

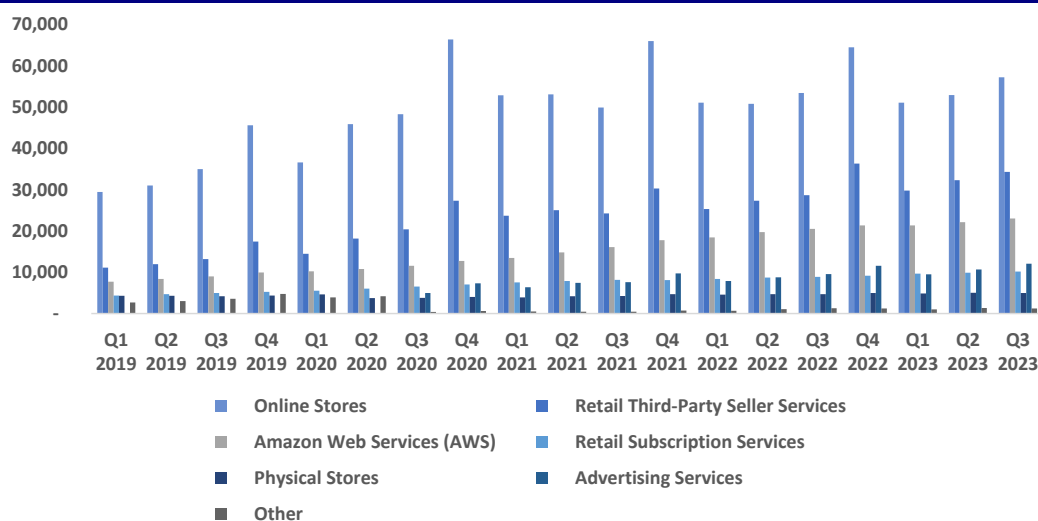
截至12月31日止財政年度	21财年历史	22财年历史	23财年预测	24财年预测	25财年预测
总营业收入 (美元, 百万)	469,822	513,983	570,058	636,321	710,977
变动	22%	9%	11%	12%	12%
经营利润	24,879	12,248	34,203	47,088	62,566
变动	9%	-51%	179%	38%	33%
经营利润率	5.3%	2.4%	6.0%	7.4%	8.8%
Non-GAAP每股盈利 (美元)	4.48	1.66	5.01	6.22	7.61
变动	50%	-63%	202%	24%	22%
基于146.37美元的市盈率 (估)	33	-	29	24	19
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

來源：公司資料、第一上海預測

股價表現


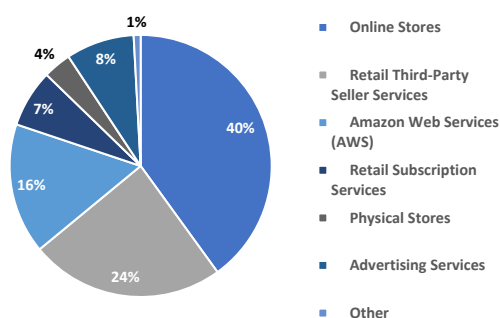
來源：彭博

圖表 1: 2019Q1-2023Q3 主營收入 (按業務類型)



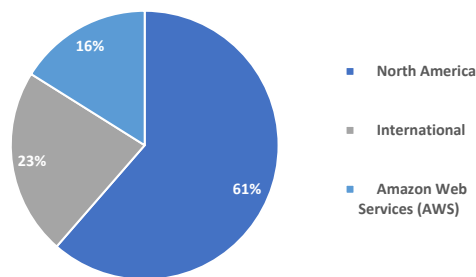
資料來源：公司披露

圖表 2: 2023Q3 主營收入占比 (按業務類型)



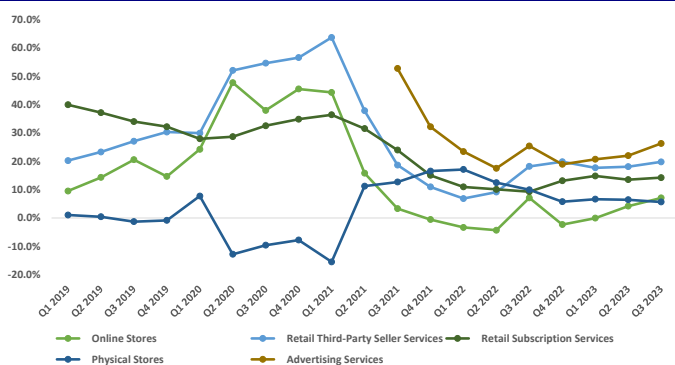
資料來源：公司披露

圖表 3: 2023Q3 主營收入占比 (按地區)



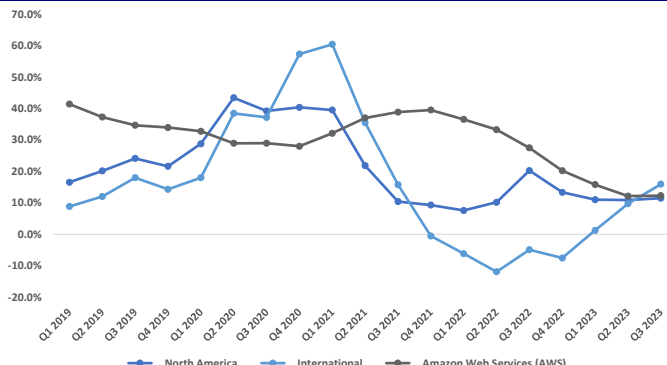
資料來源：公司披露

圖表 4: 2019Q1-2023Q3 電商業務收入增速



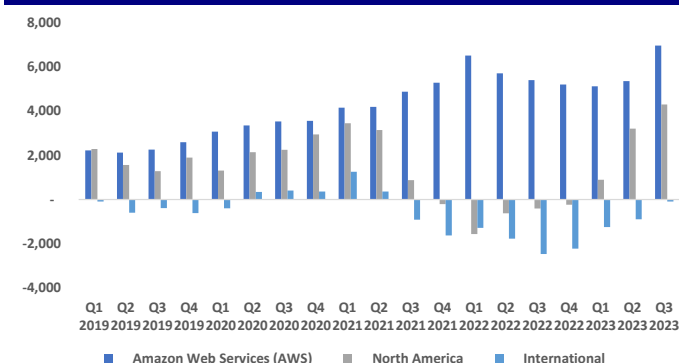
資料來源：公司披露

圖表 5: 2019Q1-2023Q3 業務收入增速 (按地區)



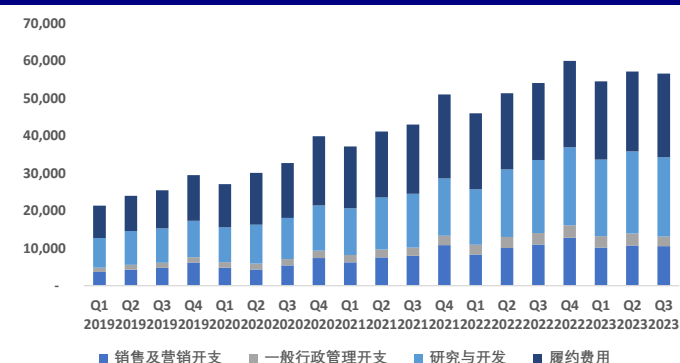
資料來源：公司披露

圖表 6: 2019Q1-2023Q3 運營利潤拆分



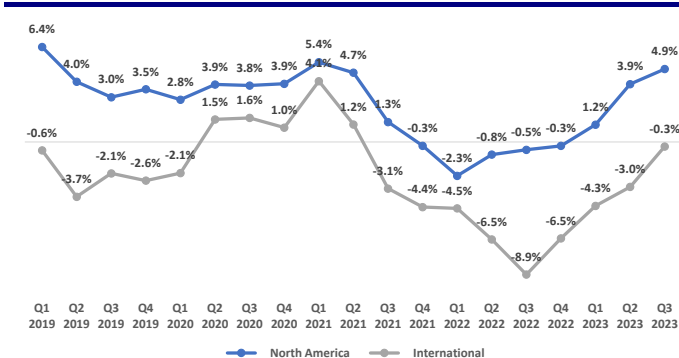
資料來源: 公司披露

圖表 7: 2019Q1-2023Q3 運營費用拆分



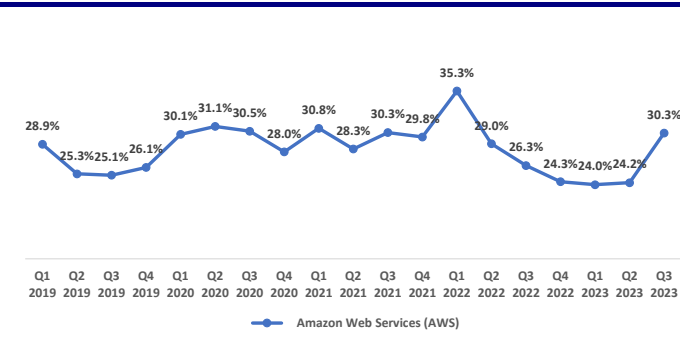
資料來源: 公司披露

圖表 8: 2019Q1-2023Q3 電商運營利潤率



資料來源: 公司披露

圖表 9: 2019Q1-2023Q3 AWS 運營利潤率



資料來源: 公司披露

圖表 10: 分部估值法

FY2023E	收入 (百萬美元)	EBITDA (百萬美元)	估值乘數	EV (百萬美元)
直銷業務	230,867		0.8	184,693
第三方業務	136,781		1.6	218,850
廣告		28,078	20.0	561,556
會員	40,149		1.6	64,238
AWS		38,114	20.0	762,290
線下零售		1,213	10.0	12,129
EV				1,803,756
+ 現金和現金等价物				88,582
- 債務				64,150
市值				1,828,187
股本數量 (百萬)				10,385
目標價格 (美元)				176.00

資料來源: 第一上海預測

主要財務報表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美金, 财务年度: 12月31日											
	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
主营业务收入	469,822	513,983	570,058	636,321	710,977	盈利能力					
- 主营业务收入成本	272,344	288,831	302,131	334,068	369,708	毛利率 (%)	42.0%	43.8%	47.0%	47.5%	48.0%
毛利	197,478	225,152	267,927	302,252	341,269	经营利润率 (%)	5.3%	2.4%	6.0%	7.4%	8.8%
营业开支						净利率 (%)	7.1%	-0.5%	5.0%	6.3%	7.6%
- 履约费用	(75,111)	(84,299)	(89,499)	(98,630)	(108,779)	营运表现					
- 行政管理费用	(8,823)	(11,891)	(11,971)	(12,726)	(13,509)	行政管理费用/收入 (%)	1.9%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%
- 研发费用	(56,052)	(73,213)	(87,789)	(95,448)	(103,803)	- 研发费用/收入 (%)	11.9%	14.2%	15.4%	15.0%	14.6%
- 市场营销费用	(32,551)	(42,238)	(44,465)	(48,360)	(52,612)	市场营销费用/收入 (%)	6.9%	8.2%	7.8%	7.6%	7.4%
- 其他费用	(62)	(1,263)	0	0	0	实际税率 (%)	1.0%	-0.6%	13.0%	13.0%	13.0%
营业利润	24,879	12,248	34,203	47,088	62,566	库存周转天数	20	24	28	26	23
- 利息收入	448	989	989	989	989	应付账款天数	96	96	94	91	85
- 利息支出	(1,809)	(2,367)	(2,238)	(2,001)	(1,855)	财务状况					
- 其他收入	14,633	(16,806)	0	0	0	总负债/总资产	67.1%	68.4%	60.4%	53.8%	45.5%
税前利润	38,151	(5,936)	32,955	46,076	61,700	收入/净资产	339.8%	351.9%	285.8%	239.2%	204.0%
- 所得税支出	(4,791)	3,217	(4,284)	(5,990)	(8,021)	经营性现金流/收入	9.9%	9.1%	16.3%	17.8%	17.6%
净利润	33,364	(2,722)	28,671	40,086	53,679	税前盈利对利息倍数	28.0	-4.3	26.4	45.5	71.2
Non-GAAP净利润	46,121	16,899	53,039	66,575	82,481						
折旧与摊销	34,433	41,921	41,077	43,122	46,544						
主营业务增长 (%)	22%	9%	11%	12%	12%						
净利润增长 (%)	56%	-108%	1153%	40%	34%						
资产负债表						现金流量表					
	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测		2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
+ 现金与现金等同	36,220	53,888	88,582	132,006	184,773	+ 净利润	33,364	(2,722)	28,671	40,086	53,679
+ 短期投资	59,829	16,138	16,138	16,138	16,138	+ 折旧、摊销	34,433	41,921	41,077	43,122	46,544
+ 库存	32,640	34,405	28,539	41,059	35,964	+ 其他调整	(1,859)	28,439	24,368	26,489	28,802
+ 其他流动资产	32,891	42,360	45,341	45,562	43,310	+ 非现金运营资本变动	(21,925)	(23,102)	(1,376)	3,616	(4,087)
总计流动资产	161,580	146,791	178,600	234,765	280,185	经营活动现金流量	46,327	46,752	92,740	113,313	124,938
+ 经营性租赁	56,082	66,123	66,123	66,123	66,123	+ 固定资产	(55,396)	(58,321)	(50,371)	(58,677)	(65,045)
+ 净固定资产	160,281	186,715	196,009	211,564	230,064	+ 收购	(1,985)	(8,316)	0	0	0
+ 商誉	15,371	20,288	20,288	20,288	20,288	+ 短期证券	(773)	29,036	0	0	0
+ 其他长期资产	27,235	42,758	42,758	42,758	42,758	投资活动现金	(58,154)	(37,601)	(50,371)	(58,677)	(65,045)
总计长期资产	258,969	315,884	325,178	340,733	359,233	+ 股份回购	0	(6,000)	0	0	0
总资产	420,549	462,675	503,778	575,497	639,418	+ 长期债务和其他债务的	26,959	62,719	0	0	0
+ 应付账款	78,664	79,600	75,339	91,695	80,262	+ 偿还长期债务和其他债	(9,343)	(38,812)	(3,000)	(8,500)	(5,249)
+ 短期递延收入	11,827	13,227	13,227	13,227	13,227	+ 其他融资活动	(11,325)	(8,189)	(5,040)	(2,712)	(1,878)
+ 其他短期负债	51,775	62,566	62,566	62,566	62,566	融资所得现金	6,291	9,718	(8,040)	(11,212)	(7,127)
总计流动负债	142,266	155,393	151,132	167,488	156,055	现金净增减	(5,900)	17,776	34,329	43,425	52,767
+ 长期借款	48,744	67,150	64,150	55,650	50,401	现金剩余	36,477	54,253	88,582	132,006	184,773
+ 其他长期负债	91,294	94,089	89,049	86,337	84,459						
总长期负债	140,038	161,239	153,199	141,987	134,860						
总负债	282,304	316,632	304,331	309,475	290,915						
总股东权益	138,245	146,043	199,447	266,022	348,503						

資料來源: 公司披露、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。