亚马逊（AMZN）

更新报告

买入

2023 年 5 月 25 日

电商业务持续改善，AWS 增速放缓

- **核心观点：**未来增速最快的业务依然是广告和第三方卖家：1）电商广告业务的体量依然较小（23Q1 亚马逊广告收入 95 亿，Meta 281 亿，谷歌 545 亿，阿里巴巴 CRM 88 亿）；参照阿里巴巴，电商平台的广告投放效率 ROI 较高；2）第三方销售额占比提升至 59%，去年同期为 55%；相较于独立站及其他平台，亚马逊拥有巨大的流量，并且 FBA 的高时效性和服务质量能够更好匹配欧美用户的需求。
- 公司的财务表现持续改善中：1）公司放缓电商物流相关的资本开支，提升运营效率，预计电商业务的盈利能力将显著改善。北美地区已扭亏为盈，23Q1 经营利润率为 1.2%，22Q4 为-0.3%；2）预计自由现金流将转正，22Q4 自由现金流 TTM 为-116 亿，23Q1 为-33 亿；3）AWS 业务的增速显著落后于微软 Azure 和谷歌 GCP（23Q1 AWS YoY 16%，Azure 27%，GCP 28%）；尽管公司致力于降低成本和强化运营，我们尚未看到公司在 AI 领域有清晰的布局，同时下游客户的需求持续受到宏观影响，因此 AWS 的增速仍存在不确定性。假设 AWS 的增速无法恢复，中长期利润率将难以维持（23Q1 AWS OPM 24%，微软智能云 43%，GCP 2%）。
- **财报摘要：**总收入 1,274 亿美元（YoY+9%，剔除 F/X+11%），高于公司指引的 1,210-1,260 亿美元。运营利润 48 亿美元，超过公司指引的 0-40 亿美元；运营利润率 3.7%（YoY+0.6pp，QoQ+1.9pp）。净利润 32 亿美元（YoY-9%），其中计入了 5,000 万美元的 Rivian 投资损益。**指引：**预计 23Q2 收入 1,270-1,330 亿美元（YoY +5%-10%），运营利润 20-55 亿美元，去年同期为 33 亿美元。预计 23 年资本开支将同比下降，22 年为 590 亿美元。
- **目标价 148.00 美元，买入评级：**考虑到宏观环境对电商和云计算需求的影响，我们下调 2023-2025 年收入预测至 5,585/6,190/7,000 亿美元，YoY+9%/11%/13%，下调净利润至 171/277/414 亿美元，YoY+729%/62%/49%。采用分部估值法，求得目标价 148.00 美元，对应现价 29%的上涨空间，维持买入评级。
- **风险：**1）云计算需求持续放缓，竞争加剧，AWS 利润率和增速下降；2）Shopify 等平台持续分流用户和第三方商家；Temu 和 TikTok 正式开展北美业务，商品品类与亚马逊 3P 业务重合度较高，低价定位可能对亚马逊的增量带来冲击；3）美元升值导致国际地区收入下降；4）俄乌冲突导致供应链及物流网络成本上升。

Chuck Li
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

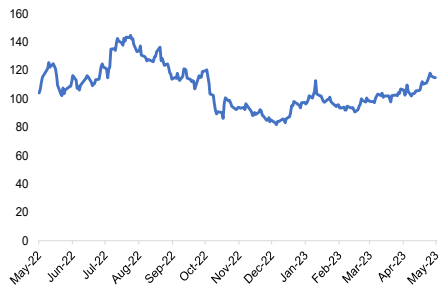
行业	电商/云计算
股价	114.99 美元
目标价	148.00 美元（+29%）
股票代码	AMZN
总股本	103 亿股
市值	1.18 万亿美元
52 周高/低	146.57 美元/81.43 美元
每股账面值	15.06 美元
主要股东	Bezos 9.67%
	Vanguard 7.05%
	Blackrock 5.92%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度		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	558,542	618,956	699,777
	变动	22%	9%	9%	11%	13%
净利润		33,364	(2,722)	17,109	27,723	41,350
	变动	56%	-108%	729%	62%	49%
每股盈利 (美元)		3.24	-0.27	1.66	2.67	3.94
	变动	55%	-108%	722%	60%	48%
基于114.99美元的市盈率 (估)		35	N/A	69	43	29
每股派息 (美元)		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

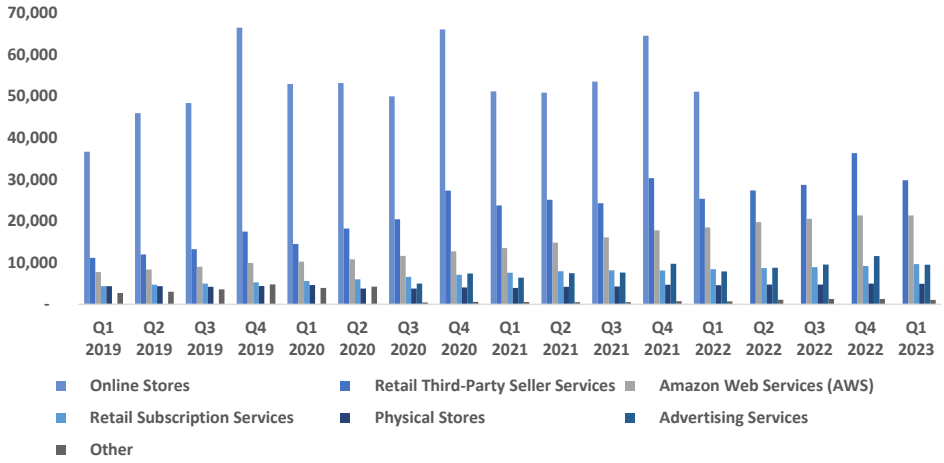
来源：公司资料、第一上海预测

股价表现



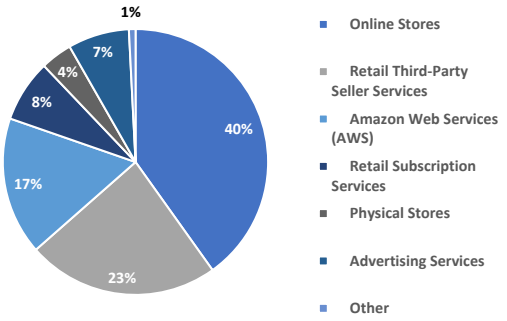
来源：彭博

图表 1：2019Q1-2023Q1 主营收入（按业务类型）



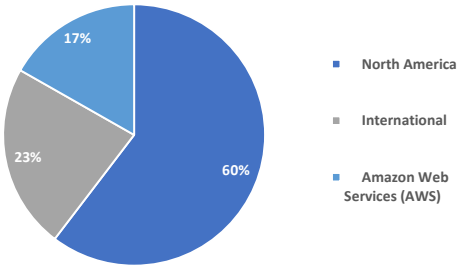
资料来源：公司披露

图表 2：2023Q1 主营收入占比（按业务类型）



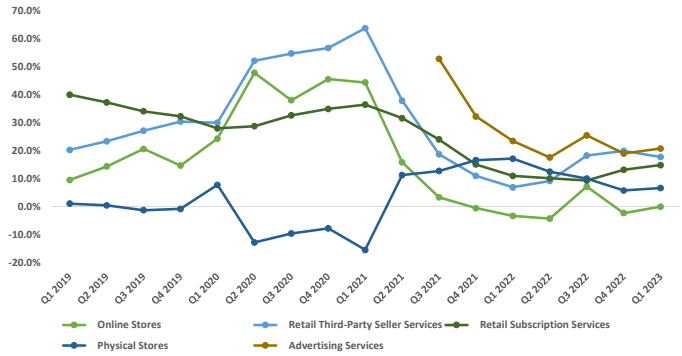
资料来源：公司披露

图表 3：2023Q1 主营收入占比（按地区）



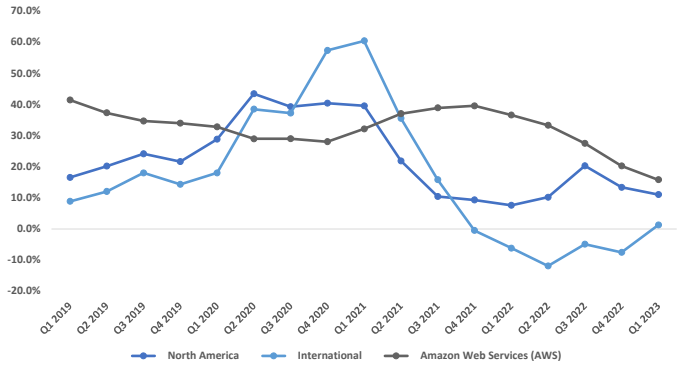
资料来源：公司披露

图表 4：2019Q1-2023Q1 电商业务收入增速



资料来源：公司披露

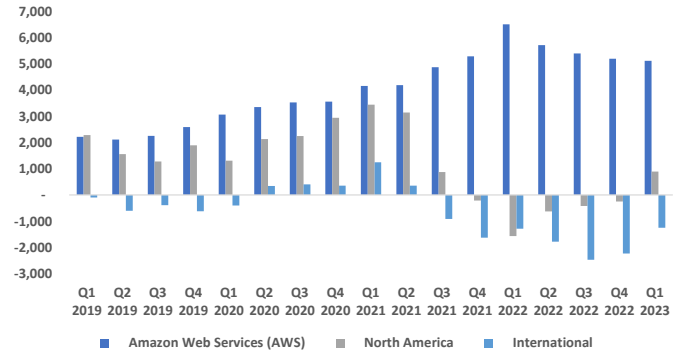
图表 5：2019Q1-2023Q1 业务收入增速（按地区）



资料来源：公司披露

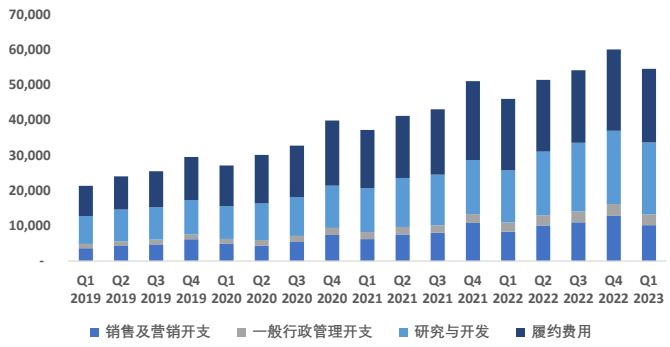
本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

图表 6：2019Q1-2023Q1 运营利润拆分



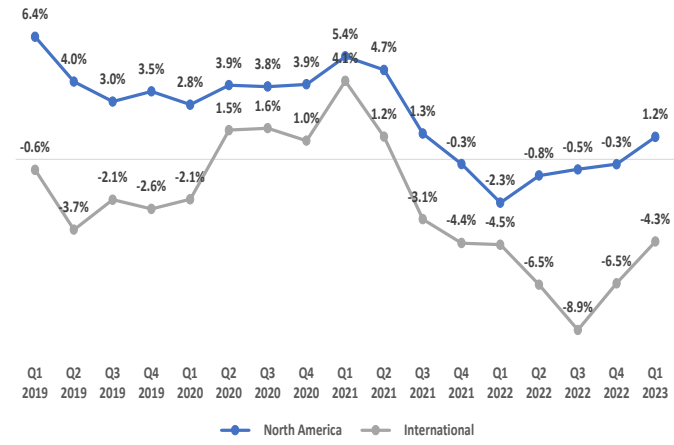
资料来源：公司披露

图表 7：2019Q1-2023Q1 运营费用拆分



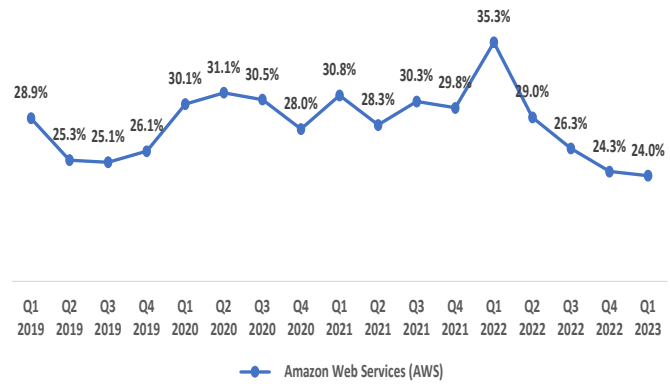
资料来源：公司披露

图表 8：2019Q1-2023Q1 电商运营利润率



资料来源：公司披露

图表 9：2019Q1-2023Q1 AWS 运营利润率



资料来源：公司披露

图表 10：SOTP 法估值

FY2023E	收入（百万美元）	EBITDA（百万美元）	估值乘数	EV（百万美元）
直销业务	223,188		0.8	178,550
第三方业务	135,787		1.6	217,259
广告		18,417	18.0	331,499
会员	39,092		1.6	62,547
AWS		37,677	19.0	717,660
线下零售		1,229	10.0	12,288
EV				**1,519,803**
+ 现金和现金等价物				64,199
- 债务				64,150
市值				**1,519,853**
股本数量（百万）				10,291
目标价格（美元）				**148.00**

资料来源：第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

主要财务报表

损益表

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
主营业务收入	469,822	513,983	558,542	618,956	699,777
- 主营业务收入成本	272,344	288,831	312,784	343,830	384,877
毛利	197,478	225,152	245,759	275,126	314,899
营业开支					
- 履约费用	(75,111)	(84,299)	(90,490)	(99,040)	(110,573)
- 行政管理费用	(8,823)	(11,891)	(12,363)	(13,082)	(14,090)
- 研发费用	(56,052)	(73,213)	(77,326)	(83,214)	(91,281)
- 市场营销费用	(32,551)	(42,238)	(43,666)	(45,913)	(49,109)
- 其他费用	(62)	(1,263)	0	0	0
营业利润	24,879	12,248	21,914	33,878	49,848
- 利息收入	448	989	989	989	989
- 利息支出	(1,809)	(2,367)	(2,238)	(2,001)	(2,308)
- 其他收入	14,633	(16,806)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
税前利润	38,151	(5,936)	19,665	31,865	47,528
- 所得税支出	(4,791)	3,217	(2,556)	(4,143)	(6,179)
净利润	33,364	(2,722)	17,109	27,723	41,350
Non-GAAP净利润	46,121	16,899	40,803	53,214	69,300
折旧与摊销	34,433	41,921	29,007	33,117	36,118
主营业务增长 (%)	22%	9%	9%	11%	13%
净利润增长(%)	56%	-108%	729%	62%	49%

财务能力分析

	2021年 历史	2022年 历史	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	42.0%	43.8%	44.0%	44.5%	45.0%
经营利润率 (%)	5.3%	2.4%	3.9%	5.5%	7.1%
净利率(%)	7.1%	-0.5%	3.1%	4.5%	5.9%
营运表现					
行政管理费用/收入(%)	1.9%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
- 研发费用/收入(%)	11.9%	14.2%	13.8%	13.4%	13.0%
市场营销费用/收入(%)	6.9%	8.2%	7.8%	7.4%	7.0%
实际税率 (%)	12.6%	54.2%	13.0%	13.0%	13.0%
库存周转天数	20	24	28	26	23
应付账款天数	96	96	94	91	85
财务状况					
总负债/总资产	67.1%	68.4%	62.3%	56.2%	49.1%
收入/净资产	339.8%	351.9%	298.3%	257.4%	225.9%
经营性现金流/收入	9.9%	9.1%	13.2%	13.8%	15.1%
税前盈利对利息倍数	28.0	-4.3	15.8	31.5	36.0

资产负债表

	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	64,199	85,792	135,099
+ 短期投资	59,829	16,138	16,138	16,138	16,138
+ 库存	32,640	34,405	30,758	40,873	39,310
+ 其他流动资产	32,891	42,360	43,570	44,853	42,619
总计流动资产	161,580	146,791	154,665	187,655	233,166
+ 经营性租赁	56,082	66,123	66,123	66,123	66,123
+ 净固定资产	160,281	186,715	213,171	232,494	245,943
+ 商誉	15,371	20,288	20,288	20,288	20,288
+ 其他长期资产	27,235	42,758	42,758	42,758	42,758
总计长期资产	258,969	315,884	342,340	361,663	375,112
总资产	420,549	462,675	497,005	549,318	608,278
+ 应付账款	78,664	79,600	80,802	91,113	87,900
+ 短期递延收入	11,827	13,227	13,227	13,227	13,227
+ 其他短期负债	51,775	62,566	62,566	62,566	62,566
总计流动负债	142,266	155,393	156,595	166,906	163,693
+ 长期借款	48,744	67,150	64,150	55,650	50,401
+ 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	309,794	308,893	298,553
总股东权益	138,245	146,043	187,211	240,425	309,726

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
+ 净利润	33,364	(2,722)	17,109	27,723	41,350
+ 折旧、摊销	34,433	41,921	29,007	33,117	36,118
+ 其他调整	(1,859)	28,439	23,695	25,491	27,951
+ 非现金运营资本变动	(21,925)	(23,102)	3,639	(1,087)	583
经营活动现金流量	46,327	46,752	73,449	85,244	106,002
+ 固定资产	(55,396)	(58,321)	(55,463)	(52,440)	(49,568)
+ 收购	(1,985)	(8,316)	0	0	0
+ 短期证券	(773)	29,036	0	0	0
投资活动现金	(58,154)	(37,601)	(55,463)	(52,440)	(49,568)
+ 股份回购	0	(6,000)	0	0	0
+ 长期债务和其他债务的	26,959	62,719	0	0	0
+ 偿还长期债务和其他债	(9,343)	(38,812)	(3,000)	(8,500)	(5,249)
+ 其他融资活动	(11,325)	(8,189)	(5,040)	(2,712)	(1,878)
融资所得现金	6,291	9,718	(8,040)	(11,212)	(7,127)
现金净增减	(5,900)	17,776	9,946	21,592	49,307
现金剩余	36,477	54,253	64,199	85,792	135,099

数据来源：公司披露、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。 第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。