

亚马逊（AMZN.O）深度系列一： 北美电商与云计算龙头，AI开启新增长周期

公司研究 · 海外公司深度报告

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn

S0980525010001

- **北美电商和云计算龙头，长期投入壁垒深厚。** 亚马逊是北美的电商和云计算龙头，按24年收入零售业务占比为83%，云计算占比17%，零售业务可以进一步拆分为线上电商（39%）、实体商店（3%）、第三方卖家服务（24%）、广告服务（9%）、订阅服务（7%）以及其他（1%）。云计算是公司的最大利润来源，24年经营利润（OP）占比为58%，经营利润率（OPM）达到新高的37%。复盘公司历史，我们认为亚马逊是有较强杠杆属性和周期性的公司，通过长期在物流、补贴、流媒体、云计算等方面的投入，保持行业龙头地位。 23年以来，在美国宏观经济反转以及AI技术迅速发展的背景下，公司通过精简人员、发力广告业务、优化履约效率，实现了利润率的迅速提升并达到历史新高。
- **云计算：1) AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上。** AI时代加速了云的需求，微软受益于和openai绑定，且率先开启CAPEX周期，所以最早看到云计算的拐点，随着Deepseek推动大模型平权，亚马逊自身AI布局完善，在CAPEX增速上反超微软，有望实现后来居上。且经过我们测算，CAPEX的增加会对AWS经营利润率带来5.5pcts的负面影响，但公司整体经营利润率仍然能保持向上趋势。 2) **先发布局长期投入，云计算优势显著。** 亚马逊2006年就推出云计算核心产品EC2，先发优势显著，同时拥有丰富的产品矩阵，以IaaS为主的业务结构也使得公司在面向SaaS客户时相比微软谷歌更有优势，最终构建起在IaaS领域接近40%的市占率。3) **从底层到应用层，完成全栈AI布局。** 亚马逊目前已完成从底层到应用层的全栈AI布局，底层包括其市占率第一的IaaS以及自研的Tranium芯片，中间层推出了Bedrock支持多款大模型调用，应用层则面向C端和B端已推出多款Agent产品，后续表现值得期待。

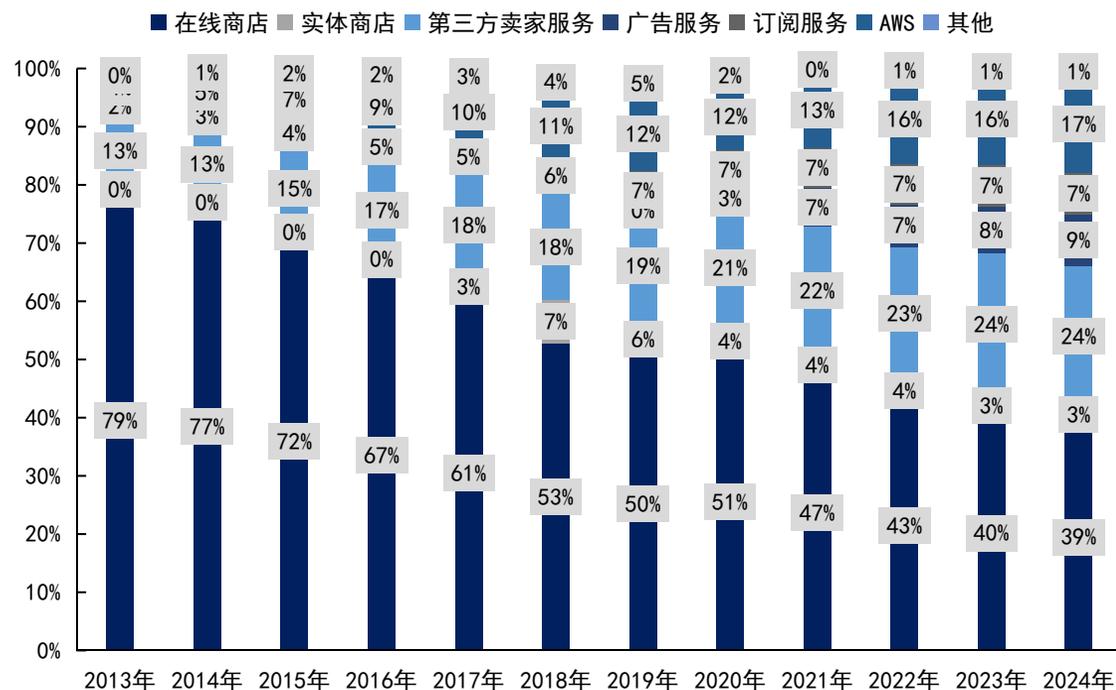
- **零售业务：**1) **GMV：份额稳定，与美国零售消费增长趋势关联性高，用户和供给有望推动GMV稳健增长。**亚马逊作为北美电商龙头，市场份额稳定，25年公司一方面在供给侧积极拓展美妆个护、汽车等品类，另一方面通过丰富的物流、流媒体等权益吸引Prime会员持续提升，高质量的核心会员增长将驱动GMV和广告收入的持续提升；2) **货币化率（Take Rate）：物流&佣金稳定，广告货币化率持续提升。**25年公司预计不会增加物流和佣金费率，Take Rate的提升核心来自广告货币化率的增长。近几年亚马逊广告收入一直保持较快增速，24年进一步推出了流媒体广告，全年广告收入同比+20%，我们测算25年-27年公司流媒体广告在全区域上线、CPM提升等因素的驱动下，将实现同比202%/32%/17%的增长，，叠加AI驱动广告效率提升等因素，广告整体的增速将保持在18%/15%/13%；3) **利润：广告释放利润弹性，履约效率优化，预计25年OPM提升1.4pcts。**广告的持续增长将释放更高利润弹性，同时亚马逊疫情后物流相关CAPEX已趋缓，并持续通过履约网络的优化、机器人的使用优化相关成本，我们测算预计25年将共同带来OPM大约1.4pcts的提升。
- **投资建议：展望25年，我们认为公司的核心增长点依然是强劲的广告和云计算业务，并且看好在扩张的CAPEX周期下，依然能实现利润率的提升。**预计公司25-27年收入6992/7722/8488亿美元，同比+10%/10%/10%，净利润水平为676/831/999亿美元，同比+14%/23%/20%，对应净利润率为9.7%/10.8%/11.8%。我们按照SOTP估值，零售业务参考北美零售巨头沃尔玛、好市多给予40x PE，云业务参考微软、谷歌以及其他SaaS公司给予12xPS，给出目标价259美元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：宏观经济波动风险、广告增长不及预期风险、行业竞争加剧风险、AI技术发展不及预期、过度投资风险。**

- **一、公司概况：电商和云计算行业领导者**
- **二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显**
- **三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率**
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- **四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益**
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- **五、盈利预测&投资建议**
- **六、风险提示**

收入结构：零售贡献主要收入，云计算占比持续提升

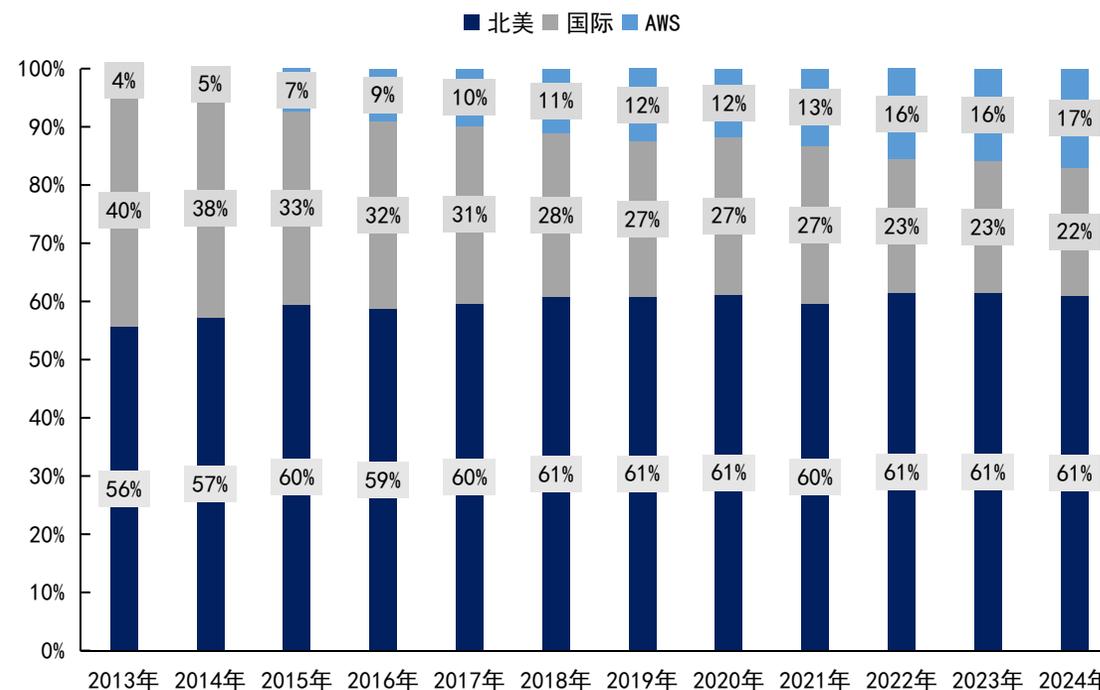
- 亚马逊的业务可以分为零售和云计算业务，24年公司收入6380亿美元，同比+11%，其中零售业务占比83%，云计算占比17%。
- 零售业务可以按区域分为北美和国际，北美占比61%，国际收入占比22%。国际核心国家包括德国、英国、日本等。
- 零售业务可以进一步分为线上电商（39%）（自营模式）、实体商店（3%）（自营模式）、第三方卖家服务（24%）（3P模式）、广告服务（9%）、订阅服务（7%）以及其他（1%）。

图：2013-2024年亚马逊收入结构



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：2013-2024年亚马逊收入结构



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

利润结构：23年以来零售盈利能力持续改善，云计算贡献主要利润

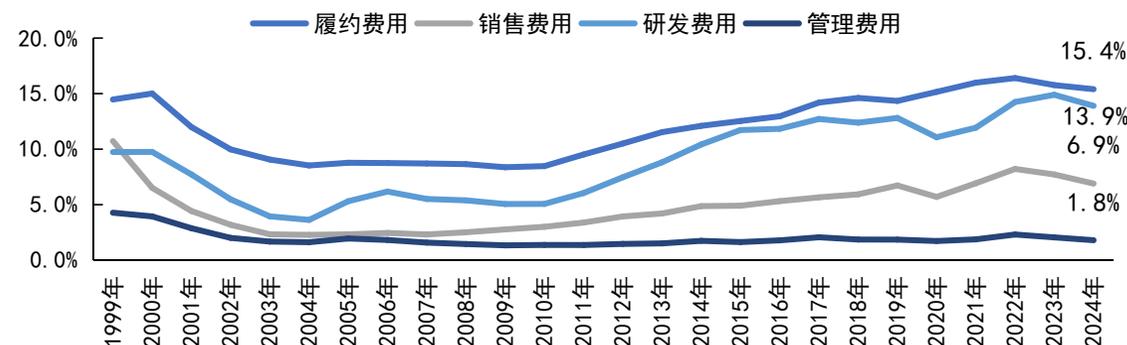
- 零售业务长期保持低利润率，23年来持续改善。亚马逊零售业务长期保持较低利润率，主要是由于持续的物流、补贴等方面投入带来，近2年随着履约效率优化，以及高利润的广告业务增长，盈利能力持续改善。
- 云业务规模效应显著，贡献主要利润。公司24年云业务贡献OP占比为58%，是其最大利润来源，伴随24年服务器寿命从5年增加至6年，折旧摊销周期延长，以及人员的优化，经营利润率进一步提升，达到历史新高的37%。

图：2018-2024年亚马逊分业务收入、OPM情况

单位：百万美元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
总收入	232,887	280,522	386,064	469,822	513,983	574,785	637,959
yoy	31%	20%	38%	22%	9%	12%	11%
OP	12420	14540	22899	24879	12248	36852	68593
OPM	5.3%	5.2%	5.9%	5.3%	2.4%	6.4%	10.8%
零售收入	207,231	245,496	340,694	407,620	433,887	484,028	530,403
yoy	29%	18%	39%	20%	6%	12%	10%
OP	5124	5339	9368	6347	-10593	12221	28759
OPM	2.5%	2.2%	2.7%	1.6%	-2.4%	2.5%	5.4%
OP占比	41.3%	36.7%	40.9%	25.5%	-86.5%	33.2%	41.9%
北美收入	141,366	170,773	236,282	279,833	315,880	352,828	387,497
yoy	33%	21%	38%	18%	13%	12%	10%
OP	7267	7033	8651	7271	-2847	14877	24967
OPM	5.1%	4.1%	3.7%	2.6%	-0.9%	4.2%	6.4%
OP占比	58.5%	48.4%	37.8%	29.2%	-23.2%	40.4%	36.4%
国际收入	65,865	74,723	104,412	127,787	118,007	131,200	142,906
yoy	21%	13%	40%	22%	-8%	11%	9%
OP	-2143	-1694	717	-924	-7746	-2656	3792
OPM	-3.3%	-2.3%	0.7%	-0.7%	-6.6%	-2.0%	2.7%
OP占比	-17.3%	-11.7%	3.1%	-3.7%	-63.2%	-7.2%	5.5%
AWS收入	25,656	35,026	45,370	62,202	80,096	90,757	107,556
yoy	47%	37%	30%	37%	29%	13%	19%
OP	7296	9201	13531	18532	22841	24631	39834
OPM	28.4%	26.3%	29.8%	29.8%	28.5%	27.1%	37.0%
OP占比	58.7%	63.3%	59.1%	74.5%	186.5%	66.8%	58.1%

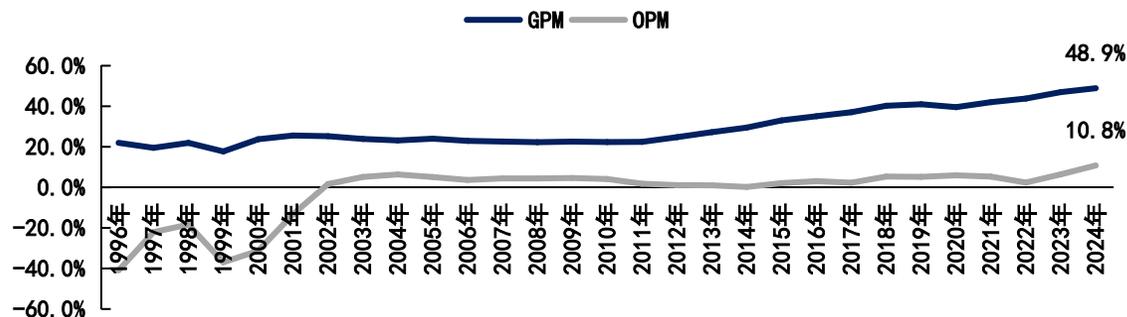
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：1999-2024年亚马逊费用率情况



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：1996-2024年亚马逊GPM及OPM



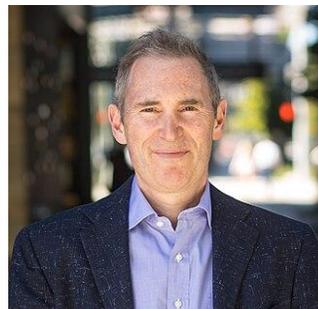
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊高管成员



Jeff Bezos,
董事会执行主席

- 1994 年创立亚马逊，一直担任董事会主席；
- 1996年5月至2021 年7月担任首席执行官；
- 2021年7月起担任执行董事长；
- 1994年至1999年6月以及2000年10月至2021年7月担任总裁；
- 目前任公司董事会执行主席。



Andrew R. Jassy,
总裁兼CEO

- 哈佛大学文学士，MBA；
- 1997年加入亚马逊担任营销经理；
- 在创立AWS之前，曾在公司内部担任过各种领导职务，包括B2B和B2C部门；
- 2006年4月至2016年4月担任AWS高级副总裁；
- 2016年4月至2021年7月担任AWS首席执行官；
- 2021年7月起担任总裁兼首席执行官。



- CFO Brian T. Olsavsky
- 2002年加入亚马逊



- 财务总监 Shelley L. Reynolds
- 2006年加入亚马逊



- 总法律顾问David A. Zapolsky
- 1999年加入加入亚马逊



Douglas J. Herrington,
全球Amazon商店CEO

- 普林斯顿大学经济学学士，哈佛大学MBA；
- 加入亚马逊之前，是 KeepMedia 的创始人兼首席执行官，曾担任在线杂货零售商 Webvan 的执行团队成员；
- 2005年5月至2014年4月担任消费品业务副总裁；
- 2014年5月至2014年12月担任消费品业务高级副总裁；
- 2015年1月至2022年7月担任北美消费者业务高级副总裁；
- 2022年7月起担任全球亚马逊商店首席执行官；
- 他领导的团队发明了订阅和保存、Amazon Fresh、Amazon Business、Alexa Shopping 和 Buy with Prime 等服务。



Matt Garman
AWS CEO

- 斯坦福大学工业工程学士和硕士，西北大学MBA；
- 2006年应届加入AWS担任产品经理；
- 曾担任AWS销售、营销和全球服务高级副总裁，并在AWS担任过各种领导职务，包括负责AWS所有计算和存储服务的产品管理、工程和运营；
- 2024年6月开始担任AWS CEO。

- **一、公司概况：电商和云计算行业领导者**
- **二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显**
- **三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率**
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- **四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益**
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- **五、盈利预测&投资建议**
- **六、风险提示**

股价复盘：1997-2008年，完善电商供给和服务，云计算崭露头角

- 完善电商供给和服务：图书→音乐、视频→3C、玩具→家居、礼物、软件、游戏、服饰、工具等；05年推出Prime会员；06年推出FBA。
- 云计算崭露头角：2006年8月公司云计算核心产品EC2推出，迅速吸引到首批用户并带动了此前发布的存储产品S3需求。

图：1997-2008年亚马逊市值表现及PS (TTM) 复盘 (亿美元)



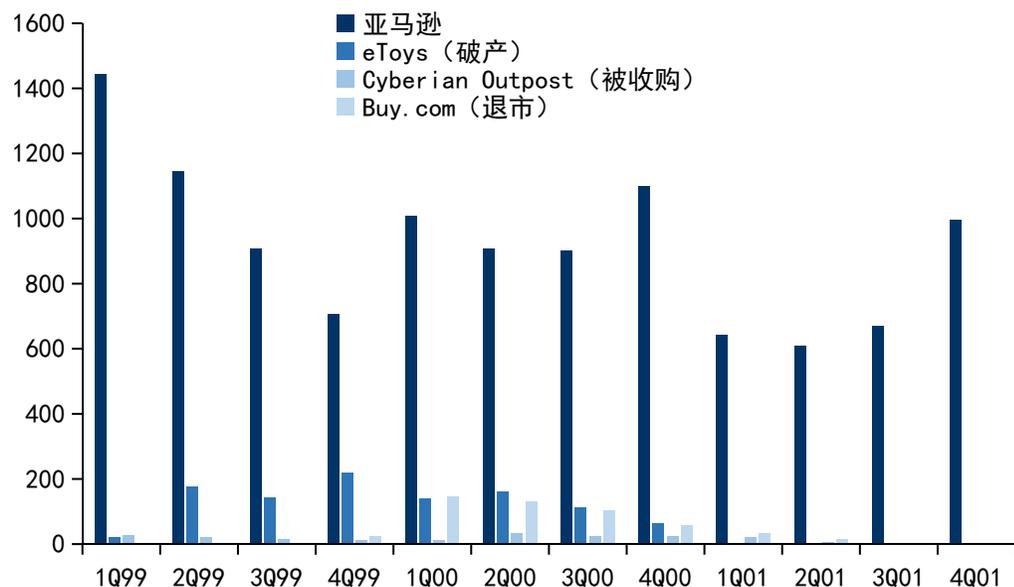
资料来源：Wind、《亚马逊编年史》、公司财报、国信证券经济研究所整理。注：表中每一行数字按照从高到低由红到蓝排列

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

为什么亚马逊能从早期竞争中脱颖而出？

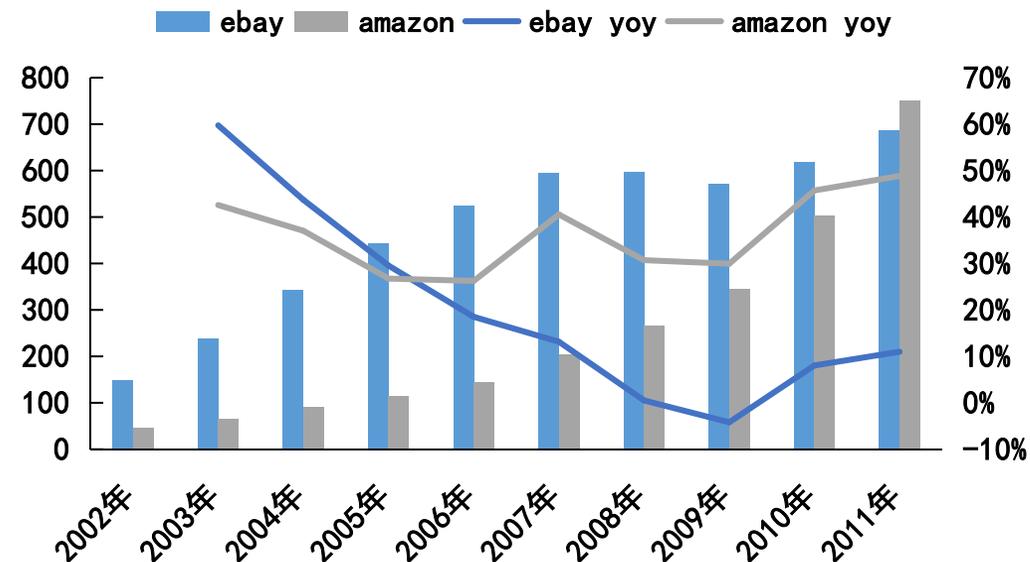
- 1) 传统零售公司线上化投入相对有限，且缺乏在网站搭建、用户体验等方面的经验。比如早期图书领域的传统书商竞争对手巴诺书店等。
- 2) 先发优势帮助亚马逊取得了领先的规模，并借此融到了较为充足的资金抵御互联网泡沫破裂的冲击。
- 3) 重视创新能力和消费者需求。为什么eBay在与亚马逊的竞争中逐渐掉队？①缺乏创新能力，尤其是受领导者的影响。eBay创始人在公司成立3年后就不再担任CEO，由曾任职于零售、媒体行业的人接任，08年再次更换CEO，两任CEO都没能领导太多技术上的革新，而在此期间亚马逊已经推出了AWS的核心产品。②没有重视消费者需求的变化。eBay一直以拍卖为主要业态，但从创立起经历了10年后，用户早已不再被拍卖的模式吸引，相反这种模式带来的响应速度较慢，影响用户体验。③盲目的对外投资。2005年以41亿美元收购音视频通话应用Skype，09年以27.5亿美元的估值出售。

图：互联网泡沫破灭前后部分电商公司现金及现金等价物（百万美元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：2001-2011年eBay和亚马逊GMV对比（亿美元）

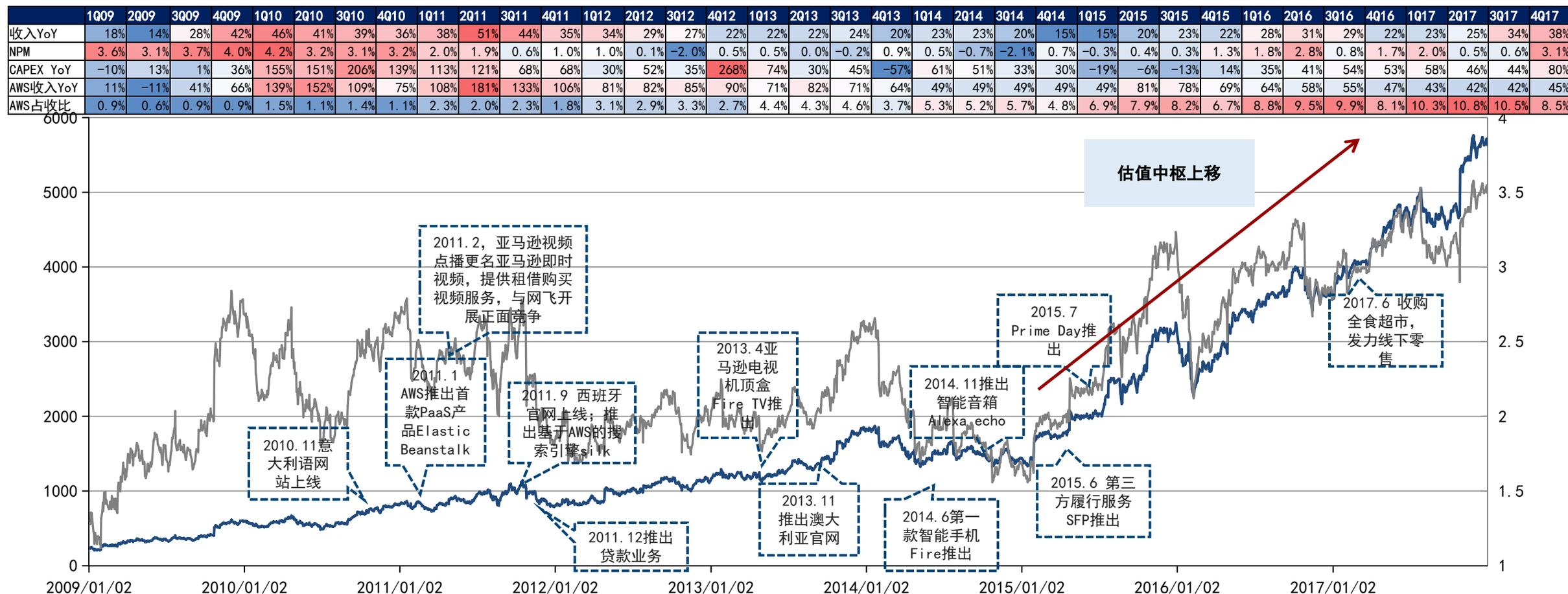


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

股价复盘：2009-2017，长期投入打造零售和云计算壁垒

- 金融危机后，开始加大零售和云计算投入。在金融危机后的持续增加CAPEX影响下，亚马逊11-14年利润率不断走低，市场对公司长期利润率担忧增加，但15年后的增长复苏以及利润率重回上升趋势证明了公司对长期主义的坚持是正确的。
- 2015年后市场开始真正反映AWS价值。云计算在06年推出后需求迅速扩散，但市场真正反应其估值是在15年后（部分竞争对手被淘汰/收入加速/占收比达到7%/经营利润贡献达到40%/首次披露AWS数据），并且从估值上可以看到明显的PS上行趋势。

图：2009-2017年亚马逊市值复盘（亿美元）（市值左轴；PS右轴）



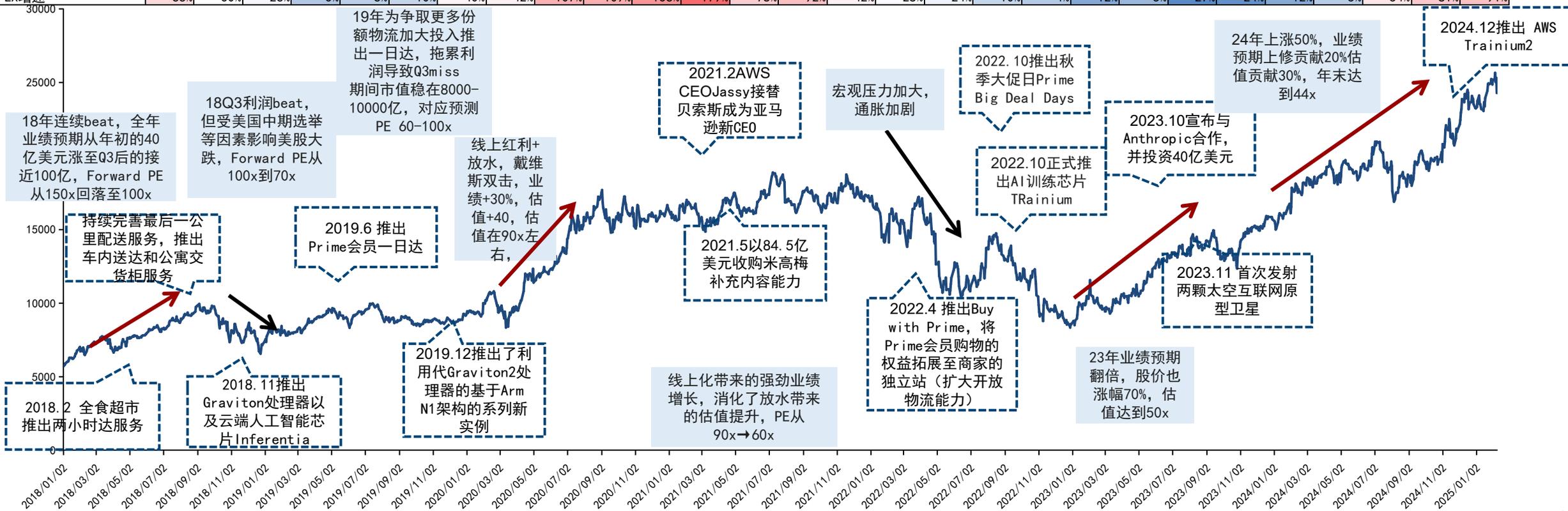
资料来源：Wind、《亚马逊编年史》、公司财报、国信证券经济研究所整理测算。注：表中每一行数字按照从高到低由红到蓝排列；AWS收入13年开始披露，09-12年为预测值

股价复盘：2018-2025年，经营杠杆属性，AI开启新一轮成长周期

- **CAPEX与利润率的周期性：**亚马逊的CAPEX和利润率扩张周期往往同步，从24年的利润率水平以及CAPEX增速来看，25年仍将处于上行周期。
- **杠杆属性：**由于重资产的物流和IaaS业务，亚马逊的经营杠杆超过传统互联网公司，这反映在其在上行周期中，业绩的持续性上修，以及下行周期中的持续性下修，且年末的实际值与年初预期差异较大。

图：2018-2025年亚马逊市值复盘（亿美元）

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
收入增速	43%	39%	29%	20%	17%	20%	24%	21%	26%	40%	37%	44%	44%	27%	15%	26%	9%	7%	7%	15%	9%	11%	13%	14%	13%	10%	11%	10%
NPM	3.20%	4.80%	5.10%	4.20%	6.00%	4.10%	3.00%	3.70%	3.40%	5.90%	6.60%	5.80%	7.50%	6.90%	2.80%	10.40%	-3.30%	-1.70%	2.30%	0.20%	2.50%	5.00%	6.90%	6.30%	7.30%	9.10%	9.60%	10.66%
年度利润预测（亿美元）	60	86	97	135	135	118	104	140	90	160	178	240	280	270	210	250	80-100	1	-8	140	165	230	280	450	487	510	550	
实际年度净利润（亿美元）			101				116				213				334								304				593	
CAPEX增速	66%	30%	26%	3%	6%	10%	40%	42%	107%	109%	136%	179%	78%	92%	42%	28%	24%	10%	4%	-12%	-5%	-27%	-24%	-12%	5%	54%	81%	91%



资料来源：Wind、《亚马逊编年史》、公司财报、国信证券经济研究所整理，注：上表年度利润预测指该季度财报后对当年利润预测，Q4数据反映的是次年利润预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、公司概况：电商和云计算行业领导者
- 二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显
- 三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- 四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- 五、盈利预测&投资建议
- 六、风险提示

零售业务25年看点：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率

- 亚马逊零售业务中自营占34%，3P占66%，商业化手段包括物流、佣金、广告、会员等，我们测算其中物流+佣金TR大约30%，广告TR大约7%，24年整体OPM为5.4%，达到新高。
- **零售业务25年看点：**
 - **GMV：份额稳定，与美国零售消费增长趋势关联性高，用户和供给有望推动GMV稳健增长。**1) 公司将持续受益于美国零售消费增长趋势；2) 预计25年汽车、美妆护肤等品类仍将成为品类扩张的重点；3) 用户侧依靠物流和流媒体等会员权益，核心的Prime会员将保持稳健增长。
 - **TR：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升。**广告效率的提升、站外流量、以及流媒体广告的增量将成为核心驱动。
 - **利润：广告释放利润弹性，履约效率优化。**新一代仓库投入使用、履约网络优化等因素将带来零售业务利润率的进一步提升。

图：亚马逊零售业务GMV、收入及利润情况

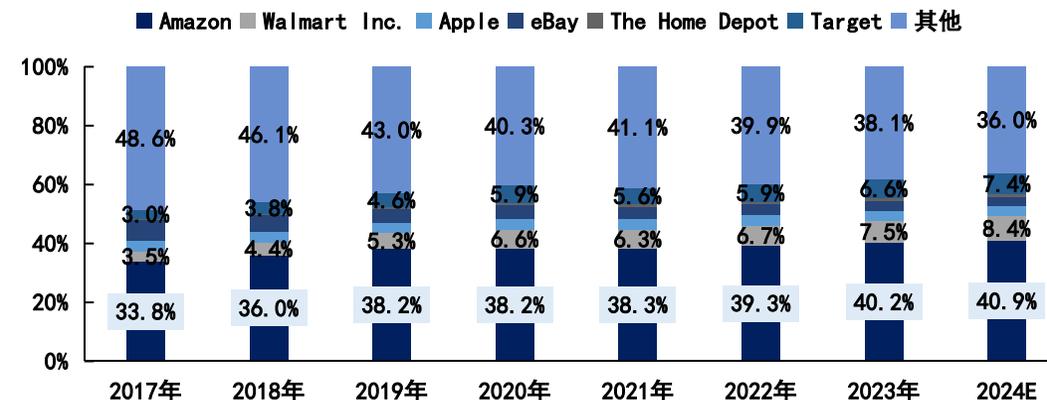
单位：百万美元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E
GMV	310276	363875	510030	620825	651863	718675	791698	842240
YoY	23%	17%	40%	22%	5%	10%	10%	6%
GMV 1P	140211	158439	213573	239150	238967	251902	268244	282691
YoY		13%	35%	12%	0%	5%	6%	5%
占比	45%	44%	42%	39%	37%	35%	34%	34%
GMV 3P	170065	205436	296457	381675	412896	466773	523454	559549
YoY	23%	21%	44%	29%	8%	13%	12%	7%
占比	55%	56%	58%	61%	63%	65%	66%	66%
零售收入	207231	245496	340694	407620	433887	484028	530403	569740
YoY	29%	18%	39%	20%	6%	12%	10%	7%
自营	140211	158439	213573	239150	238967	251902	268244	282691
YoY	211%	15%	34%	18%	10%	11%	12%	5%
第三方卖家服务	42745	53761	80437	103366	117716	140053	156146	167669
YoY	34%	26%	50%	29%	14%	19%	11%	7%
TR	25.1%	26.2%	27.1%	27.1%	28.5%	30.0%	29.8%	30.0%
广告服务	8880	12909	19764	31160	37739	46906	56214	66162
YoY	105%	45%	53%	58%	21%	24%	20%	18%
TR	2.9%	3.5%	3.9%	5.0%	5.8%	6.5%	7.1%	7.9%
订阅服务	14167	19210	25207	31768	35218	40209	44374	47585
YoY	46%	36%	31%	26%	11%	14%	10%	7%
其他	668	1177	1713	2176	4247	4958	5425	5633
YoY	105%	76%	46%	27%	95%	17%	9%	4%
经营利润	5124	5339	9368	6347	-10593	12221	28759	37489
经营利润率	2.5%	2.2%	2.7%	1.6%	-2.4%	2.5%	5.4%	6.6%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

亚马逊市场份额稳健，与美国零售消费增长呈较强关联性

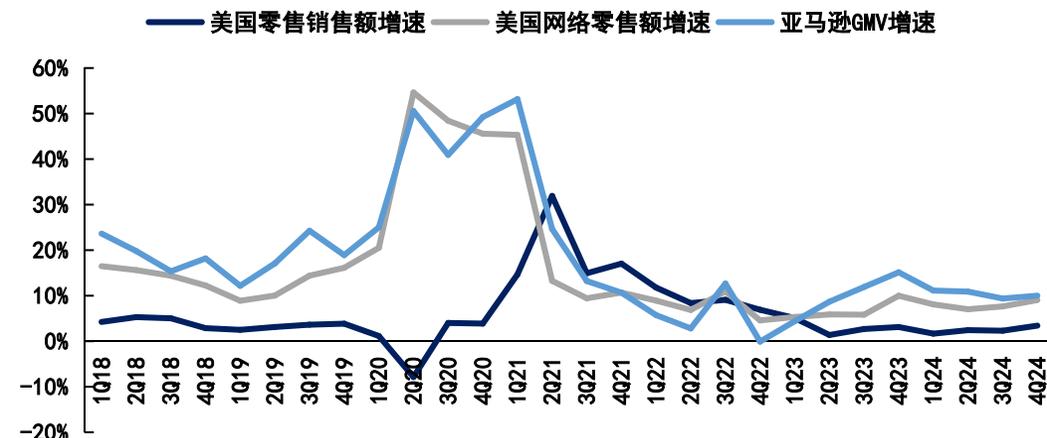
- **亚马逊为电商龙头，市场份额稳健。**据eMarketer数据，24年亚马逊电商市场份额将达到41%，GMV增速略高于电商大盘，尽管存在新兴电商势力的冲击，但市场份额依旧稳健增长。其后的沃尔玛占比8.4%，Target约占7.4%均低于10%（Shopify不是零售电商，但按其GMV占比约在12%）。
- **GMV与美国零售消费增长呈较强关联性，若通胀控制得当有望趋势向好。**根据我们测算结果，亚马逊GMV增速与美国零售增速关联性较强，从近期就业和收入指标看，美国失业率数据有企稳下降趋势，同时人均可支配收入增速则保持健康水平，如果通胀控制得当，25年消费有望趋势向好。

图：美国零售电商市场份额



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊GMV和美国零售额增速



资料来源：U. S. Census Bureau、国信证券经济研究所整理测算

图：美国失业率和人均可支配收入同比增速

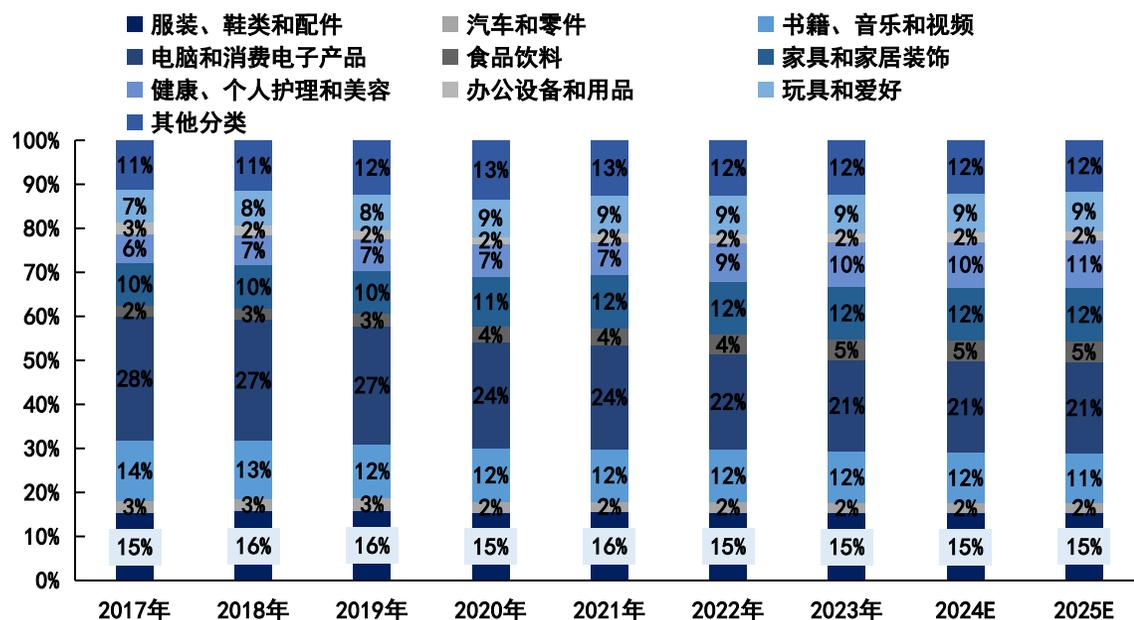


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

供给侧：25年持续开拓美妆个护、汽车等品类

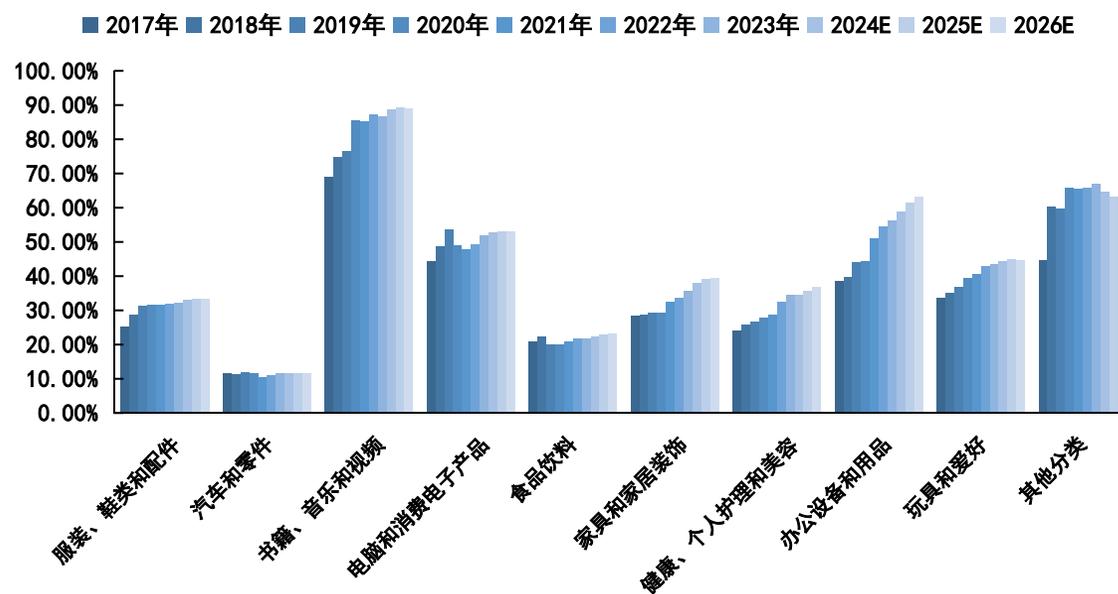
- 货品结构相对均衡，25年继续发力美妆个护、汽车等品类。根据eMarketer数据，24年亚马逊美国的主要品类包括数码3C（21%）、服鞋配件（15%）、书影音（12%）、家居（12%）等，近几年美妆个护、食品饮料等品类份额持续上升。25年公司将继续发力供给端，补充美妆个护、汽车等弱势品类。
- 美妆个护：疫情后受益于电商线上化率的提升，过去希望保持调性的知名品牌也开始纷纷转向亚马逊等线上平台，如23年欧莱雅的多个高端品牌就开始陆续进驻亚马逊，24年3月起，雅诗兰黛集团也陆续建立了多个品牌的官方销售点，公司市场份额持续提升，据eMarketer，25年亚马逊在美妆个护赛道将实现11.3%的增长，继续超过电商整体。
- 汽车：2024年12月，亚马逊正式进军在线汽车销售业务，在美国推出Amazon Autos，让客户从经销商处寻找、订购和购买新车、卡车和SUV，并从美国 54 个地区的参与经销商处提车，25年公司将继续推出更多制造商、品牌车型。

图：亚马逊美国电商零售商品品类结构



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊美国不同品类市占率



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

供给侧：全食超市补充生鲜品类，布局节奏稳健

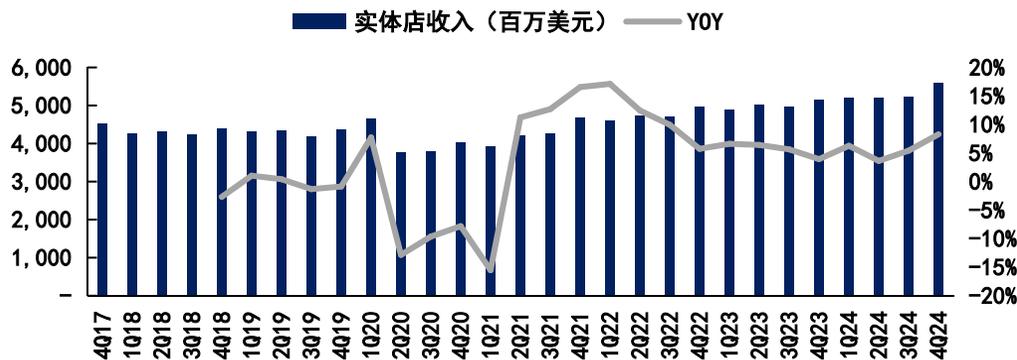
- 亚马逊曾多次尝试线下店布局，但由于北美市场线下零售的格局稳固已久，并未大规模推进，包括Whole Foods、Amazon Fresh、Amazon Go等，目前以2017年收购的Whole Foods为主，截至24年在北美拥有618家门店，其余国家和地区拥有27家门店，贡献大约3%的GMV，其更重要的作用是为线上电商完成生鲜等品类的补充。财务端参考被收购前大约5%的OPM，预计24年为整个零售业务的OP贡献在大约3.7%。

图：亚马逊线下店布局历程



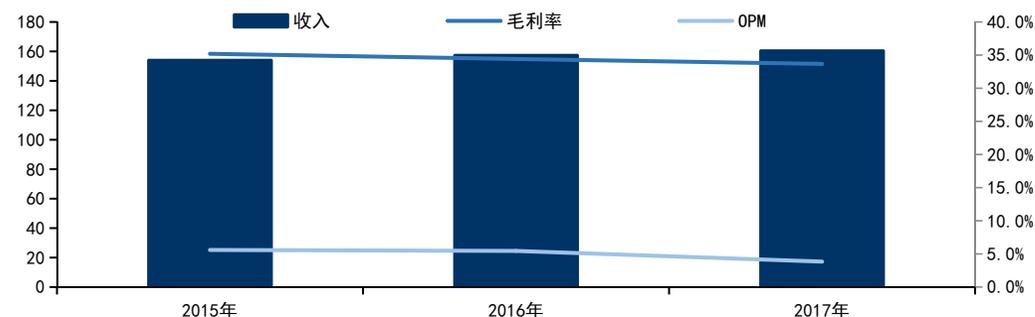
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊实体店收入



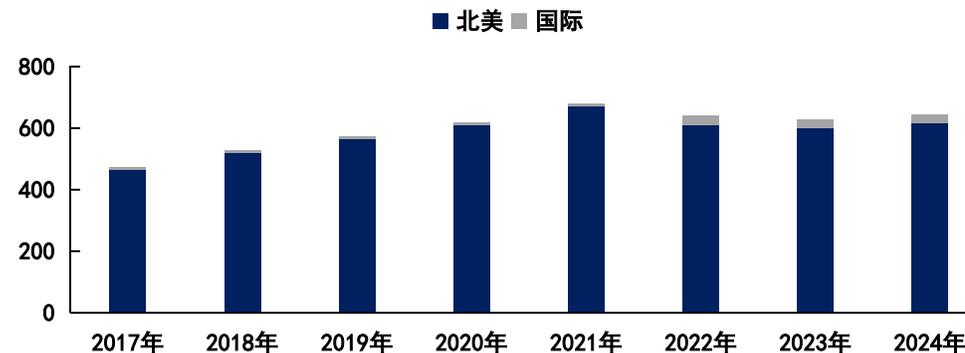
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：全食超市2015-2017年收入、毛利率、OPM



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊线下门店数量

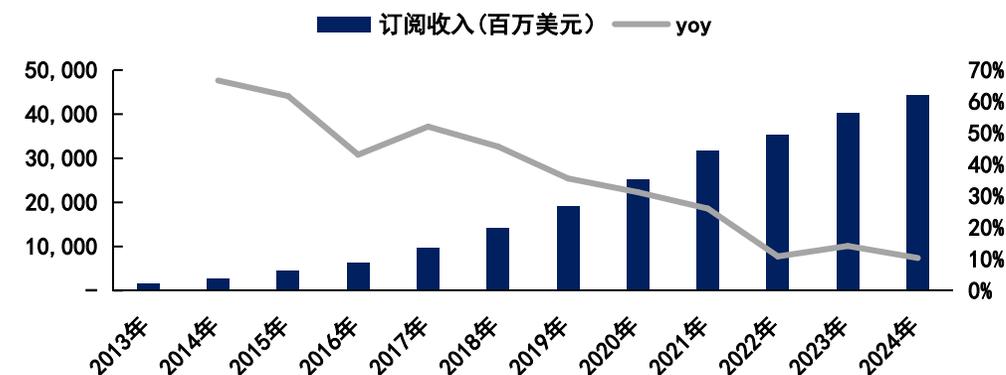


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

用户侧：Prime会员稳健增长，丰富权益建立强用户粘性

- 全球会员数接近3亿，多权益形成用户粘性。亚马逊2005年推出Prime会员，此后通过持续的在物流、流媒体、补贴等领域的持续投入构建起丰富的会员权益，目前美国定价包括14.99美元/月或年费139美元/年两种模式，我们预计到2024年全球Prime会员数达到约2.9亿，同比+8%。

图：亚马逊订阅收入



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊Prime会员数量（百万）及增速



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：Prime会员权益演变历史

时间	权益演变	美国会员价格
2005	推出 Amazon Unveiled 无限次 2 日免运	\$79/年
2011	Prime Video 影视剧、Kindle 电子书	/
2013	Amazon Prime PanTRy 慢速大件物流	/
2014	Amazon Music、Amazon Prime Photos 提供同城配送、Prime Now1-2h 同城达	/
2015	Prime Day推出；美14城推出1日达但需满足35美元/单	涨价至\$99/年，新增月会员\$10.99/月
2016	Twitch Prime 游戏直播平台；全食超市优惠	/
2017	Prime Wardrobe7 日无理由试穿	/
2018	PillPack 送药上门	/
2019	Prime标准免费配送服务由2日达升级为1日达	涨价至\$119/年，月会员涨价至\$12.99/月
2020	Prime会员独家折扣	/
2022	送货进车房、送货进屋和送货进车	涨价至\$139/年，月会员涨价至\$14.99/月
2023	Prime Gaming会员专享赠品	/

资料来源：公司财报、公司官网、国信证券经济研究所整理

用户侧：Prime会员稳健增长，丰富权益建立强用户粘性

图：Prime会员主要权益

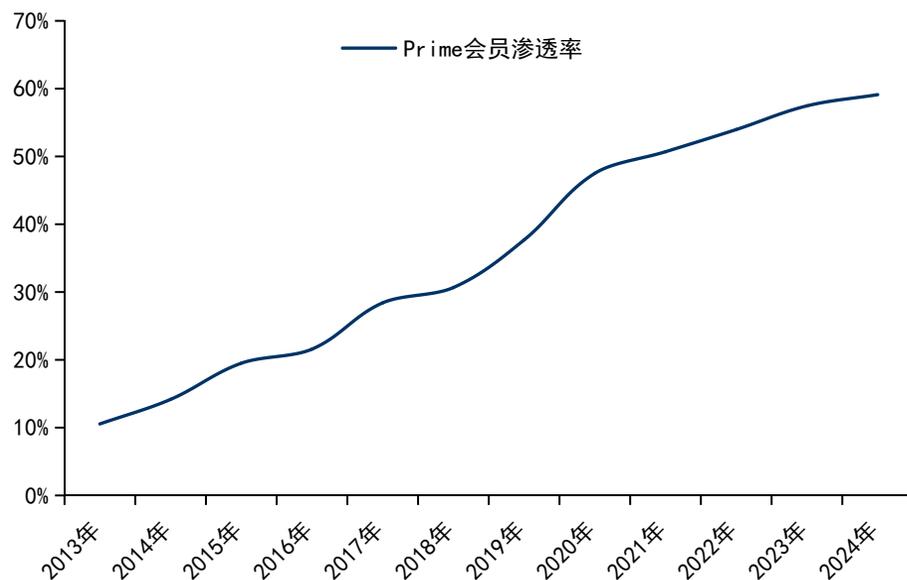
	会员权益
配送	<ul style="list-style-type: none">• 免费两日送达：数百万件商品快速免费送达。免费一日送达：超过 1500 万件商品可提供此服务，无最低购买限制。免费当日送达：在指定区域，超过 300 万件商品适用于达到最低合格商品门槛的合格订单，最快五小时送达。超快杂货配送：各种杂货均可在两小时内送达，Prime 会员还可专享每月 9.99 美元的订单免费无限制送货服务，订单满 35 美元即可享受。免费 Grubhub+：免费 Grubhub+ 会员资格，可享受无限次 0 美元食品配送费、专享优惠等。Amazon Key：将包裹送达车库内。免费发布日送达：成为第一批获得新发布商品的，并在当天晚上 7 点之前收到包裹。Amazon Day Delivery：选择某天为Amazon Day，在一周内购物，将在选择的日期一起配送订单。
流媒体和数字福利	<ul style="list-style-type: none">• Prime Video：流媒体。Amazon Music：音乐+播客。Prime Gaming：Prime 会员无需支付额外费用，即可享受免费游戏、Twitch 频道订阅以及每月更多游戏福利。Amazon Photos：无限的全分辨率照片存储空间和 5GB 的视频存储空间。
购物优惠	<ul style="list-style-type: none">• Whole Foods Market 的 Prime 会员优惠；Amazon Fresh 的 Prime 会员优惠：享受数百种杂货 10% 折扣、优惠券等专享优惠。Prime Day：Prime 会员专享购物活动。Prime 专享优惠：每天享受数千种仅对 Prime 会员开放的商品的优惠。Prime Visa：在几个主要网站购物可获得 5% 返利，其他所有购物可获得至少 1% 返利。此外，精选产品可获得 10% 或更多的返利。Prime Store Card：每天在Amazon.com可获得 5% 返利。此外，全年精选轮换商品可获得 5-15% 的返利。Amazon Prime 担保卡：在 Amazon.com、Amazon Fresh 等购物可获得 2% 返利。Prime 抢先体验：提前 30 分钟抢先体验 Amazon.com 的闪电交易。使用 Prime 购买：直接在 Amazon 以外的参与在线商店购物，即可享受 Prime 购物优惠，如快速、免费送货、轻松退货和无缝结账。
阅读	<ul style="list-style-type: none">• Prime Reading：数以千计的电子书、热门杂志、漫画和有声读物轮流精选。Amazon First Reads：读者可以在正式出版前一个月提前阅读编辑精选的新书。每个月，Prime 会员可以从编辑精选中免费选择一本Kindle 电子书，非Prime 会员需支付 1.99 美元。下载的书目归用户所有。有声书
医疗保健	<ul style="list-style-type: none">• RxPass：Prime 会员每月仅需 5 美元即可获得所有符合条件的药物。One Medical：获得随叫随到的护理团队。处方配送和优惠：享受 Amazon Pharmacy 处方药的快速、免费两日配送服务，无保险支付还可享受专属优惠。处方药优惠：在包括 Amazon Pharmacy 在内的 60,000 多家药店搜索、比较并节省高达 80% 的处方药费用。
其他	<ul style="list-style-type: none">• 分享Prime 权益：将帐户与另一位成人共享权益。shopbop 免费配送：在 shopbop.com 享受免费两天配送和次日配送。Audible免费图书：Prime 会员可开始 Audible Premium Plus 试用，获得 2 个积分，可用于任何图书。Zappos免费升级配送：所有 Zappos 订单均可享受免费加急配送。Prime燃油节省：在 7,000 多个参与加油站每加仑燃油可节省 10¢。

资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

用户侧：高粘性、高渗透率Prime会员，带动GMV和广告收入增长

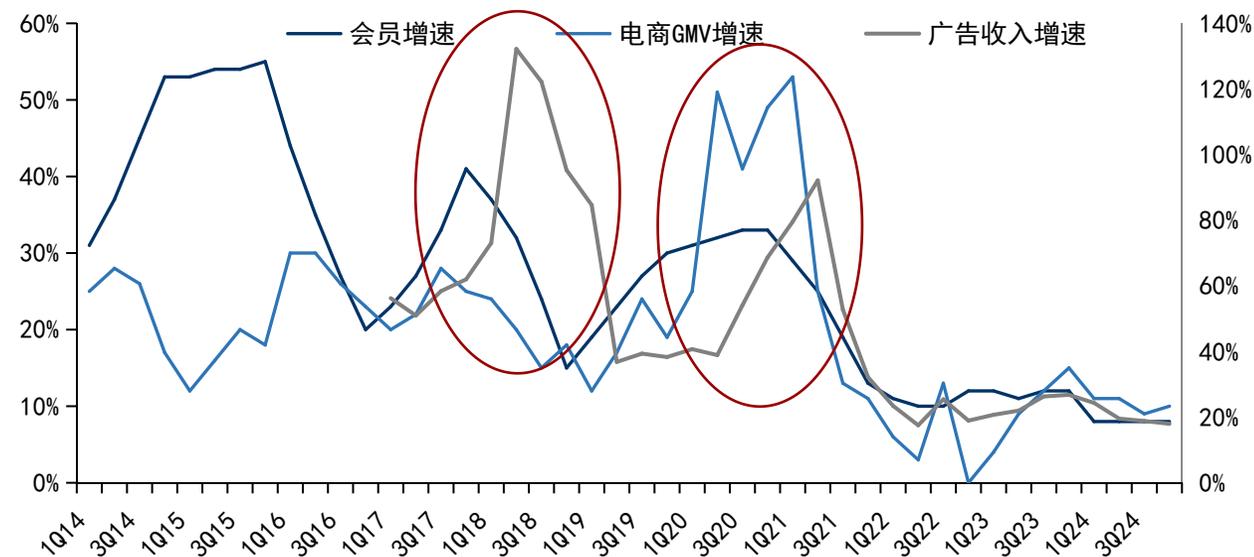
- Prime会员具有高粘性、高渗透率特点。我们测算24年全球Prime会员的渗透率达到59%，远超国内电商平台（阿里88vip、京东plus等），续费率超过90%，粘性极强。我们判断主要原因在于海外用户有较强的付费心智，以及亚马逊提供的配套权益更加丰富且价值量更高，尤其是在物流和流媒体内容方面。
- 亚马逊证明Prime用户增长能够带动GMV以及广告收入提升。公司虽然06年推出Prime会员，但前期一直在完善相关权益，在13年后会员数开始迎来爆发式增长，16年末会员超过7000万、渗透率达到20%后，**亚马逊Prime会员增速和GMV增速开始呈现出较强的相关性，反应出核心用户群体增长对GMV的带动作用，同时广告收入增速也与会员、GMV增速呈现出相同趋势，但并非完全同步（例如18年、21年的增速提升均滞后于会员和GMV三个季度左右），表明Prime用户增长能够带动GMV以及广告收入提升，但引发广告主投放意愿的增加需要一定时间。**

图：亚马逊全球Prime会员在活跃付费用户中渗透率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

图：亚马逊Prime会员、电商GMV、广告收入增速

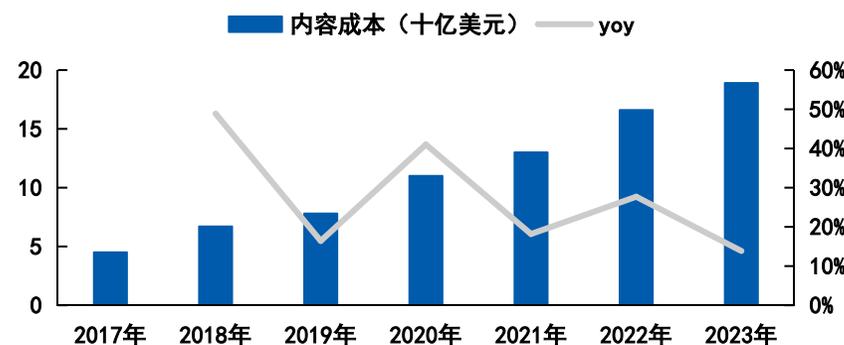


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

会员核心权益一：Prime Video，流媒体先行者

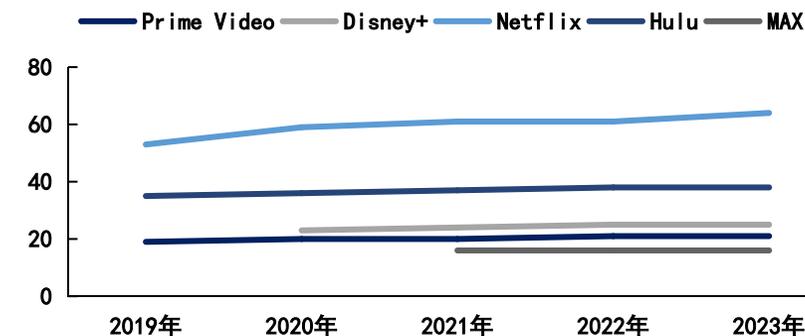
- 06年推出流媒体服务，收购米高梅提升内容质量。亚马逊的流媒体服务Prime Video 2006年就以Amazon Unbox的名称推出，最初是作为Prime会员的权益之一，2016年起开始以8.99美元/月的价格从Prime会员拆分出来。其内容包括电影、电视剧、纪录片和体育直播等，22年公司以85亿美元收购了老牌电影公司米高梅进一步完善了内容质量。
- 24年随着广告模式的推出，目前一共有3种会员购买模式。1) 直接购买Prime会员，且有广告（14.99美元/月）；2) 仅购买Prime Video会员，且有广告（8.99美元/月）；3) 无广告模式需额外支付2.99美元/月。

图：内容成本及占订阅收比



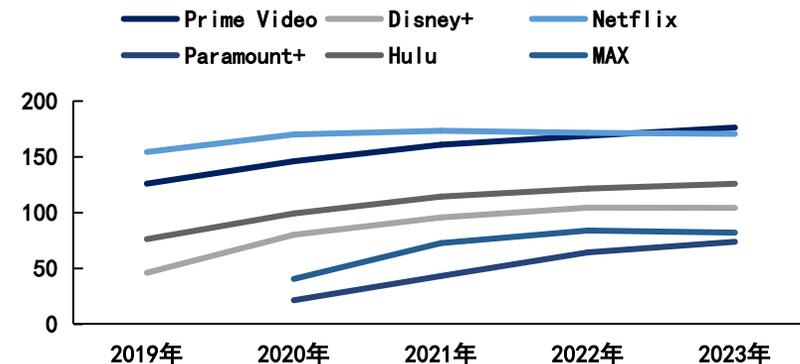
资料来源：Statista、国信证券经济研究所整理

图：美国主要流媒体平台单用户日均使用时长



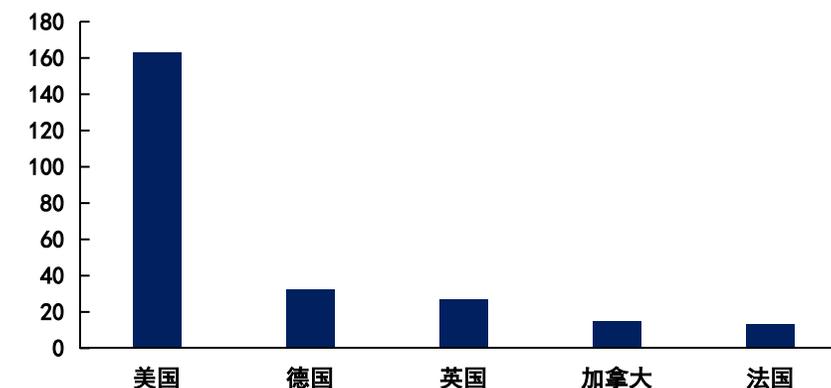
资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：美国主要流媒体平台用户数（百万）



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：Prime Video 2024年不同国家用户规模预测（百万）

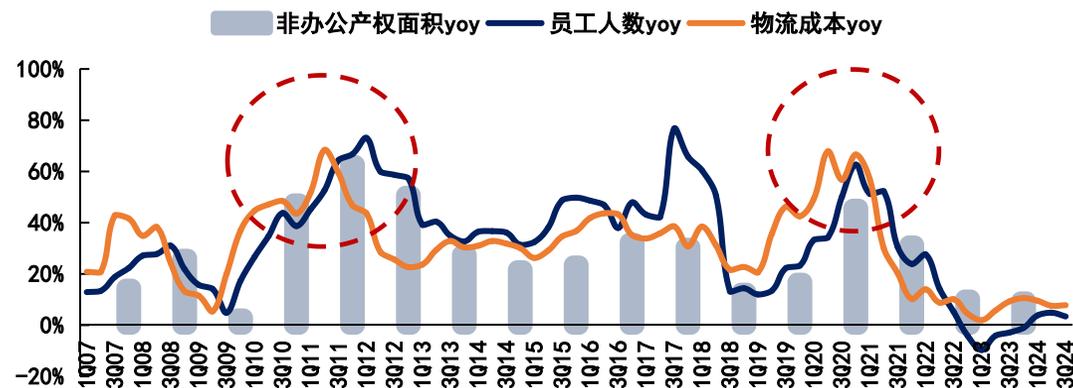


资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

会员核心权益二：长期投入打造物流壁垒，北美包裹量市占率第二

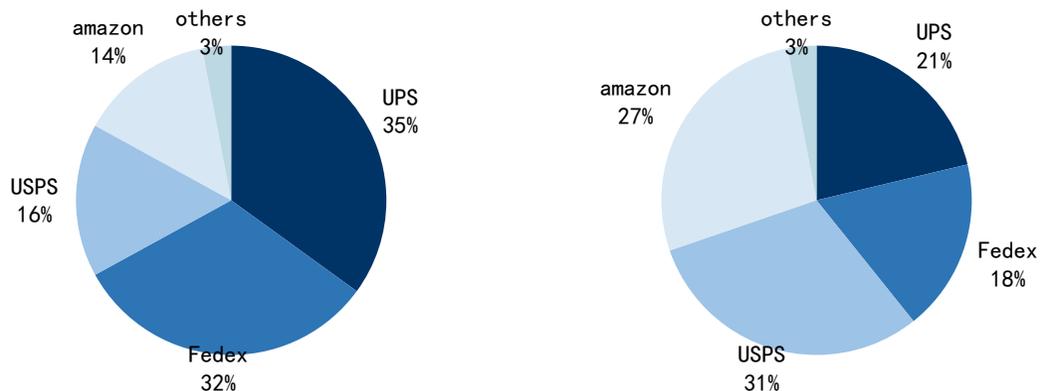
- 亚马逊长期投入优化配送的时效性和覆盖面积，构建起深厚物流壁垒。自公司创立之初配送就是贝索斯强调的关键业务要素，亚马逊从上市不久就开始筹备配送中心网络的建设，2005年推出FBA服务，为卖家提供仓储和配送，此后不断完善面向会员的配送权益，从推出两日达缩短到当日达再到两小时达，时效性持续提升。
- 北美包裹量市占率第二，且仍有提升空间。从包裹量来看，亚马逊在美国的市场份额大约为27%，排名第二，但由于亚马逊的物流CAPEX持续领先于其他公司，且为了应对Temu、Shein等新兴电商平台以及独立站近几年的崛起，公司逐步将物流能力开放给第三方，包括22年推出Buy with Prime（可以让平台商家在自有独立站也给Prime会员提供相应的权益）、23年与Shopify合作为其提供物流等，预计将带来市场份额的进一步提升，以及利润率的进一步改善。

图：2007年至今亚马逊员工人数、物流成本、非办公产权面积增速（代表物流投入节奏）

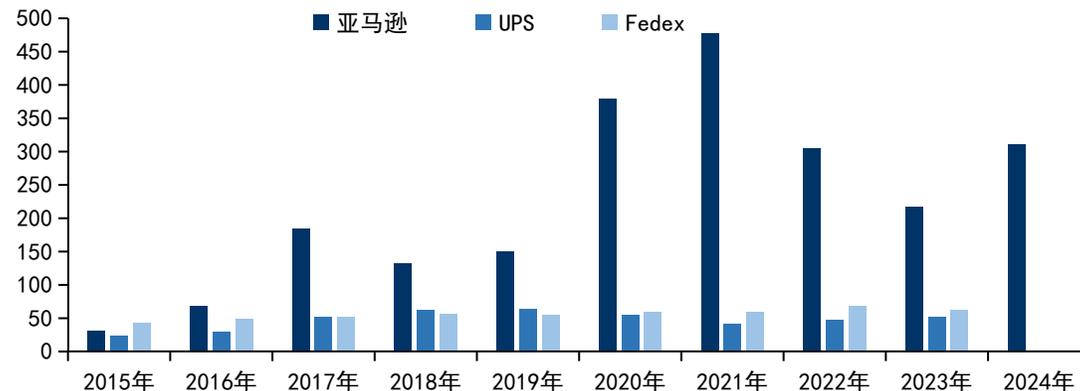


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：2023年物流市场份额（左图：按收入；右图：按包裹量）



图：亚马逊、UPS、Fedex物流capex（亿美元）



资料来源：Pitney Bowes Shipping Index、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

履约：用户视角看，配送速度领先，Prime会员免运费

- 时效：得益于完善的仓储网络，配送时效上能够较大领先Temu、Shein等以跨境直邮为主的平台。
- 价格：Prime会员的配送价格优势更加明显，沃尔玛的免费配送有起始门槛。

图：亚马逊、沃尔玛、TEMU配送时间和价格对比

电商平台	服务	配送时间	价格
亚马逊	当日达	当日	Prime用户免费（门槛因地点而异，有最低合格购买金额） 未达到最低金额的Prime会员，每笔订单最高2.99美元 非Prime会员，每笔订单最高9.99美元
	两日达	2天内	Prime用户免费，非Prime会员10.99美元
	标准运输	4-5天	Prime用户免费，非Prime会员不满35美元收取6.99美元运费
沃尔玛	即时达	2小时内	10美元+9.95美元的配送费，会员可以免除9.95美元的配送费
	2日达、次日达	2天	Walmart+会员订单超过35美元免费，未达到收取6.99美元，非会员9.95美元
	标准	3-5天	Walmart+会员订单超过35美元免费，未达到收取6.99美元，非会员9.95美元
Temu	特快	4 - 14天	\$12.90 - 订单 < \$129.00 免费 - 订单 ≥ \$129.00
	标准	6 - 16天	几乎所有订单均免费
Shein	特快	5-12天	12.9美元，订单超过139美元免费
	标准	6-14天	3.99美元，订单超过9.9美元免费

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

履约：商家视角看，仓储服务主要满足履约全链条便捷性

- 从商家的成本来看，其主要履约成本包含仓储和配送两项。总体而言，亚马逊的仓储价格与其他公司优势各异，配送价格则在小件商品上有较强优势，其对于商家的更大价值在于全链条服务的便利性，以及提供的包裹持续跟踪等服务。
- 仓储价格上，亚马逊和第三方公司在不同尺寸和时间价格优势各异，其更多是提供商家采用同一公司的配送和入库服务便捷性。

图：亚马逊、沃尔玛、Shipbob 仓储价格

		1-9月	10-12月
亚马逊	标准尺寸	0.78-2.66美元每立方英尺	2.4-4.28美元每立方英尺
	超大尺寸	0.56-1.82美元每立方英尺	1.4-2.66美元每立方英尺
沃尔玛		0.75美元每立方英尺	30天内0.75美元，超过30天每月加收1.5美元
Shipbob	箱子 (21x7x11英寸)	5美元（平均定价 \geq 5.34美元/立方英尺）	
	架子 (42x12x23英寸)	10美元（平均定价1.49-5.34美元/立方英尺）	
	托盘 (48x40x54英寸)	40美元（平均定价0.67-1.49美元/立方英尺）	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

履约：商家视角看，亚马逊在小型商品配送上具有更强价格优势

- 配送价格上，我们比较了亚马逊FBA、沃尔玛和Fedex（150英里内配送）的价格差异，发现亚马逊在小件货物（20磅以下）的运费上优势更加显著，而对于大件货物，则Fedex或沃尔玛的价格优势更加明显。

图：亚马逊配送价格

	重量范围	非服饰	服饰	Low-price FBA 服饰	Low-price FBA 非服饰
Small standard	0~16盎司	3.25~3.87美元	3.5~4.27美元	2.48~3.1美元	2.73~3.5美元
Large standard	0~20磅	3.92~12.9美元	4.56~13.03美元	3.15~12.13美元	3.79~12.26美元
Large bulky	0~50磅	\$10.65 + \$0.38/lb	\$10.65 + \$0.38/lb	\$9.88 + \$0.38/lb	\$9.88 + \$0.38/lb
Extra-large 0 to 50 lb	0~50磅	\$29.06 + \$0.38/lb	\$29.06 + \$0.38/lb	\$28.29 + \$0.38/lb	\$28.29 + \$0.38/lb
Extra-large 50+ to 70 lb	50~70磅	\$42.93 + \$0.75/lb	\$42.93 + \$0.75/lb	\$42.16 + \$0.75/lb	\$42.16 + \$0.75/lb
Extra-large 70+ to 150 lb	70~150磅	\$59.23 + \$0.75/lb	\$59.23 + \$0.75/lb	\$58.46 + \$0.75/lb	\$58.46 + \$0.75/lb
ExTRa-large 150+ lb	≥150磅	\$203.46 + \$0.19/lb	\$203.46 + \$0.19/lb	\$202.69 + \$0.19/lb	\$202.69 + \$0.19/lb

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：沃尔玛配送价格

重量范围	非服饰（服饰额外+0.5美元）
0~16盎司	3.45美元
1-2磅	4.95美元
2-3磅	5.45美元
4-20磅	5.75 美元，另加每磅 0.40 美元
21-30磅	15.55 美元，另加每磅 0.40 美元
31-50磅	14.55 美元，另加每磅 0.40 美元
超过50磅	17.55 美元，另加每磅 0.40 美元

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：Fedex配送价格

Delivery commitment ⁵	3rd day by 5:00 p.m. ⁶	2nd day by 5:00 p.m. ⁶	2nd day by 10:30 a.m.	Next day by 3 p.m. ⁶	Next day by 10:30 a.m.	Next day by 8 or 8:30 a.m.
Service	FedEx Express Saver®	FedEx 2Day®	FedEx 2Day® A.M.	FedEx Standard Overnight	FedEx Priority Overnight	FedEx First Overnight
FedEx® Envelope	\$10.00	\$10.00	\$31.90	\$35.20	\$43.65	\$97.65
FedEx® Pak	\$12.60	\$12.60	\$37.05	\$44.95	\$53.25	\$107.25
FedEx® Small Box	\$15.10	\$15.10	\$38.65	\$48.30	\$54.25	\$108.25
FedEx® Medium Box	\$19.00	\$19.00	\$39.45	\$52.40	\$62.60	\$116.60
FedEx® Large Box	\$25.50	\$25.50	\$41.10	\$63.20	\$69.75	\$123.75
FedEx® ExTRa Large Box	\$34.00	\$34.00	\$51.45	\$71.75	\$82.90	\$136.90
FedEx® Tube	\$34.00	\$34.00	\$51.45	\$71.75	\$82.90	\$136.90

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- 一、公司概况：电商和云计算行业领导者
- 二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显
- 三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- 四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- 五、盈利预测&投资建议
- 六、风险提示

平台货币化率 (Take Rate)：广告增长驱动TR提升，物流、佣金费率企稳

- **广告成为25年Take Rate提升的核心增量。**近几年随着亚马逊广告效率提升、加载率提升以及24年新增的流媒体广告，广告整体的TR持续提升，预计这一趋势将延续。
- **物流、佣金费率企稳。**亚马逊的商品佣金多数在15%左右，头部的品类如3C数码（8%）、鞋服（约15%）、书影音（15%）、家居（15%），与eBay佣金水平接近，物流费率则主要来自FBA的收入（用户和商家贡献）。此前公司宣布25年将不对佣金费率和FBA费率进行涨价。

图：亚马逊电商零售GMV1P/3P结构

单位：百万美元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025E
第三方卖家服务	42745	53761	80437	103366	117716	140053	156146	167669
TR	25.1%	26.2%	27.1%	27.1%	28.5%	30.0%	29.8%	30.0%
佣金	23809	30815	44469	57251	61934	70016	78518	83932
TR	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
履约	18936	22946	35968	46115	55782	70037	77628	83737
TR	17.7%	16.3%	17.1%	16.2%	17.7%	18.4%	17.9%	17.6%
广告	8880	12909	19764	31160	37739	46906	56214	66162
TR	2.9%	3.5%	3.9%	5.0%	5.8%	6.5%	7.1%	7.9%

资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理测算

图：亚马逊商品佣金

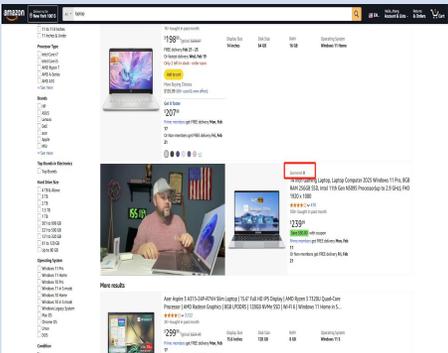
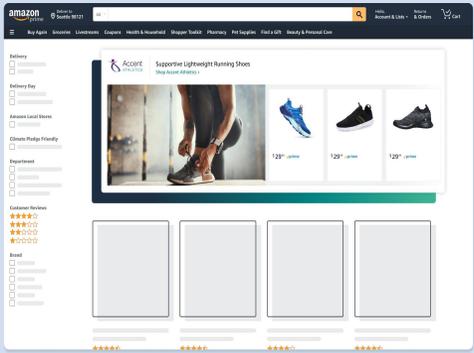
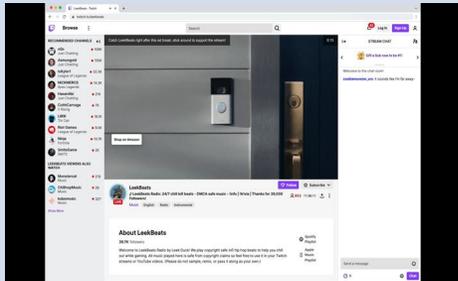
商品分类	销售佣金
亚马逊设备配件	45%
大型电器、电脑、消费类电子产品 视频游戏机	8%
小型电器	· 对于总销售价格中不超过 \$300.00 的部分，收取 15% 的销售佣金 · 对于总销售价格中超过 \$300.00 的部分，收取 8% 的销售佣金
电子产品配件	· 对于总销售价格中不超过 \$100.00 的部分，收取 15% 的销售佣金 · 对于总销售价格中超过 \$100.00 的部分，收取 8% 的销售佣金
汽车和户外动力车；基础设备电动 工具；商业、工业与科学用品	12%
食品	· 对于总销售价格不超过 \$15.00 的商品，收取 8% 的销售佣金 · 对于总销售价格超过 \$15.00 的商品，收取 15% 的销售佣金
母婴	· 对于总销售价格不超过 \$10.00 的商品，收取 8% 的销售佣金 · 对于总销售价格超过 \$10.00 的商品，收取 15% 的销售佣金
美妆和个护健康	· 对于总销售价格不超过 \$10.00 的商品，收取 8% 的销售佣金 · 对于总销售价格超过 \$10.00 的商品，收取 15% 的销售佣金
服装和配饰	· 对于总销售价格不超过 \$15.00 的商品，收取 5% · 对于总销售价格超过 \$15.00 但不超过 \$20.00 的商品，收取 10% · 对于总销售价格超过 \$20.00 的商品，收取 17%
艺术品	· 对于销售收入中不超过 \$100 的部分，收取 20% 的销售佣金（最低销售佣金为 \$1.00） · 对于销售收入中 \$100（不含）至 \$1,000（含）的部分，收取 15% 的销售佣金 · 对于销售收入中 \$1,000（不含）至 \$5,000（含）的部分，收取 10% 的销售佣金 · 对于销售收入中超过 \$5,000 的部分，收取 5% 的销售佣金
鞋靴、眼镜、背包、手提包和箱包	15%
家具	· 对于总销售价格中不超过 \$200.00 的部分，收取 15% 的销售佣金 · 对于总销售价格中超过 \$200.00 的部分，收取 10% 的销售佣金
家居及厨房用品、草坪和花园、工 具和家居装修、床垫、办公用品、 宠物用品、运动户外	15%
钟表	· 对于总销售价格中不超过 \$1,500.00 的部分，收取 16% 的销售佣金 · 对于总销售价格中超过 \$1,500.00 的部分，收取 3% 的销售佣金
珠宝首饰	· 对于总销售价格中不超过 \$250.00 的部分，收取 20% 的销售佣金 · 对于总销售价格中超过 \$250.00 的部分，收取 5% 的销售佣金
割草机和除雪机	· 对于总销售价格不超过 \$500.00 的商品，收取 15% 的销售佣金 · 对于总销售价格超过 \$500.00 的商品，收取 8% 的销售佣金
书影音、乐器和影音制作、玩具和 游戏、视频游戏和游戏配件	15%
轮胎	10%
本地生活	20%
礼品卡	20%
其他	15%

资料来源：Amazon官网、国信证券经济研究所整理

广告：如何看待广告业务后续的空间？

- **亚马逊广告：**亚马逊12年推出亚马逊广告平台（AAP）和亚马逊营销服务（AWS）分别针对3P和1P商家，18年亚马逊将其广告服务整合到亚马逊广告这一个品牌下，23年公司开始与第三方网站合作开放更多广告资源给广告主，24年Prime Video推出广告模式。目前亚马逊的广告产品包括Sponsored Products、Sponsored Brands、Sponsored Display、Sponsored TV等，其中以商品推广为主。

图：亚马逊广告类型

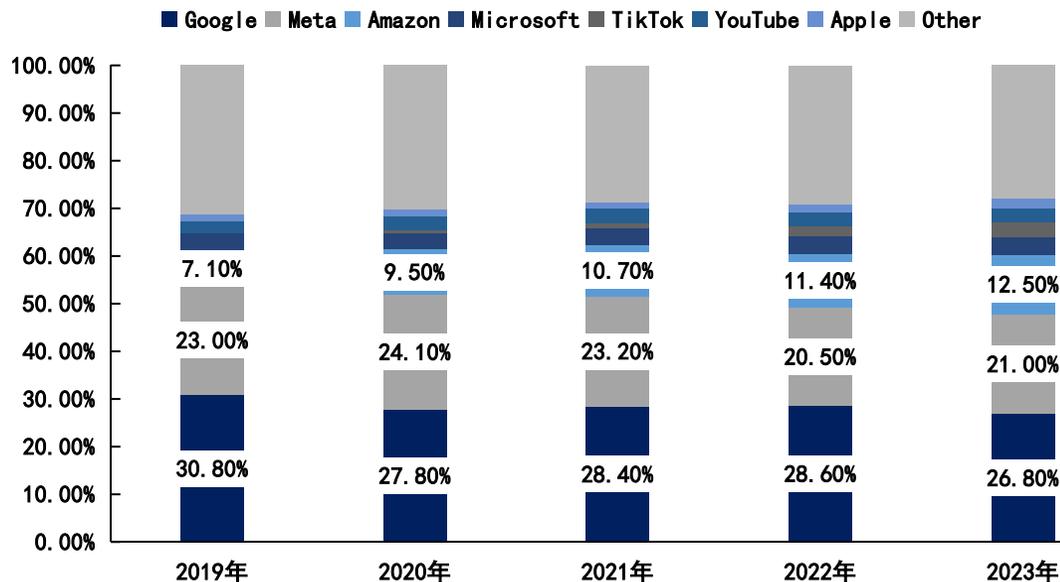
	Sponsored Products	Sponsored Brands	Sponsored Display	Sponsored TV
产品介绍	针对某款商品进行推广	通过图文或视频广告进行品牌店铺的推广	为所有企业设计的展示广告解决方案	流媒体电视广告
适用范围	1P和3P商家均可使用	1P和在亚马逊品牌中心注册过的3P卖家	1P、3P（已注册）、非亚马逊商家	1P、3P（已注册）、非亚马逊商家
计费方式	CPC	CPC和CPM	CPC和CPM	CPM
广告位	桌面和移动设备上的购物结果顶部、旁边或内部以及产品页面上、第三方网站	亚马逊主页、搜索页、产品详情页、亚马逊终端设备	亚马逊主页的产品详情页、其他自有运营网站、第三方网站	可以展示在亚马逊独家优质流媒体内容集合中，包括 Prime Video、Twitch、Freevee 和 Amazon Publisher Direct
主要形式				

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

广告：如何看待广告业务后续的空间？

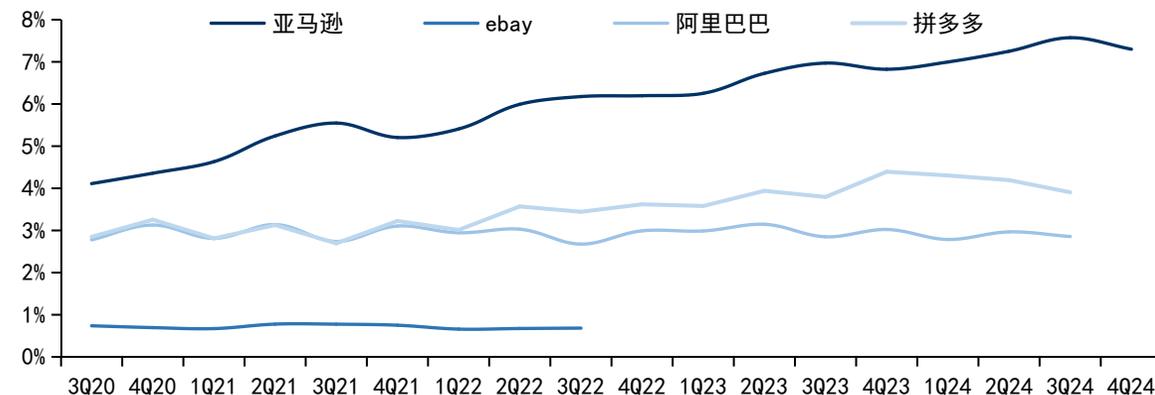
- 亚马逊已成为第三大数字广告公司。北美数字广告市场集中度较高，据eMarketer数据，2023年CR3占据60%份额，其中亚马逊占比12.5%，且近几年增速整体领先于谷歌和Meta。苹果IDFA后，由于亚马逊的电商闭环生态，并不受到政策影响，因此吸引到了更多广告预算。
- 亚马逊广告货币化率远高于其他电商平台。24年亚马逊的广告TR达到7.3%，远高于eBay、阿里巴巴、拼多多，核心原因在于亚马逊在海外市场拥有较强的议价能力（海外的流量巨头和电商巨头是分开的），且广告效率仍在持续提升中。

图：美国数字广告市场份额



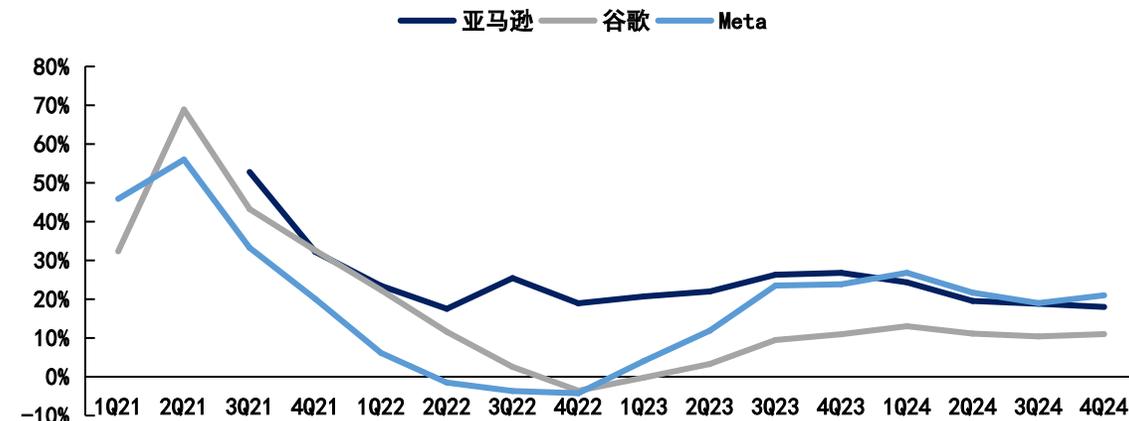
资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊、eBay、阿里巴巴、拼多多广告TR对比



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊和主要公司广告收入增速对比



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

广告：预计广告收入增长将持续快于公司整体收入增长

- 亚马逊的广告收入构成主要包括推广广告、其他广告以及流媒体广告。其中推广广告为主要构成，其他广告包括部分展示类品牌广告，流媒体广告主要为24年开始推出的在Prime Video上投放的广告产品。
- **我们认为，从中期来看，亚马逊的广告仍将保持优于其整体收入的增速，一方面GMV的增长将为其贡献动力，另一方面Take Rate将持续提升，原因主要是：**
 - 1) AI助力电商广告效率持续提升：包括推出更多高转化效果的视频广告制作工具、以及新的广告数据管理器等产品，最终反映在广告的CPC、CTR等提升上。
 - 2) 流媒体广告将成为重要的增量贡献，帮助公司构建全渠道的营销能力。

图：亚马逊广告收入增长因素拆分（百万美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
广告服务	46,906	56,214	66,434	76,449	86,625
YoY Growth	24%	20%	18%	15%	13%
电商GMV	698,645	770,483	820,121	885,730	947,732
YoY Growth	10%	10%	6%	8%	7%
TR (of ecommerce GMV)	6.7%	7.3%	8.1%	8.6%	9.1%
推广广告	39,870	46,658	53,382	61,109	69,295
YoY Growth	24%	17%	14%	14%	13%
占比	85%	83%	80%	80%	80%
搜索次数	467088	508862	534625	572578	607888
YoY Growth	7%	9%	5%	7%	6%
ad load	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
YoY Growth		-3%	0%	0%	0%
CTR	5.6%	5.8%	6.1%	6.3%	6.5%
			5%	3%	3%
付费点击量	35353	38709	42588	46913	51187
YoY Growth	17%	9%	10%	10%	9%
CPC	1.13	1.21	1.25	1.30	1.35
YoY Growth	6%	7%	4%	4%	4%
其他广告	7,036	8,337	9,368	10,492	11,646
YoY Growth	24%	18%	12%	12%	11%
流媒体广告		1,220	3,685	4,848	5,684
YoY Growth			202%	32%	17%
Prime用户量		290.2	310.1	329.7	348.8
广告模式用户占比		60.0%	80.0%	80.0%	80.0%
Prime Video 广告支持模式用户		174.1	248.1	263.7	279.0
YoY Growth			42%	6%	6%
ad load (每小时)		5.0	5.0	5.0	5.0
用户日均时长 (min)		20.0	20.0	20.0	20.0
填充率		45%	80%	90%	95%
impression		0.8	1.3	1.5	1.6
YoY Growth			78%	13%	6%
GPM (\$)		26	31	34	35
YoY Growth			19%	10%	5%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所测算

广告：广告加载率提升、互动式广告产品的推出将拉动流媒体广告快速增长

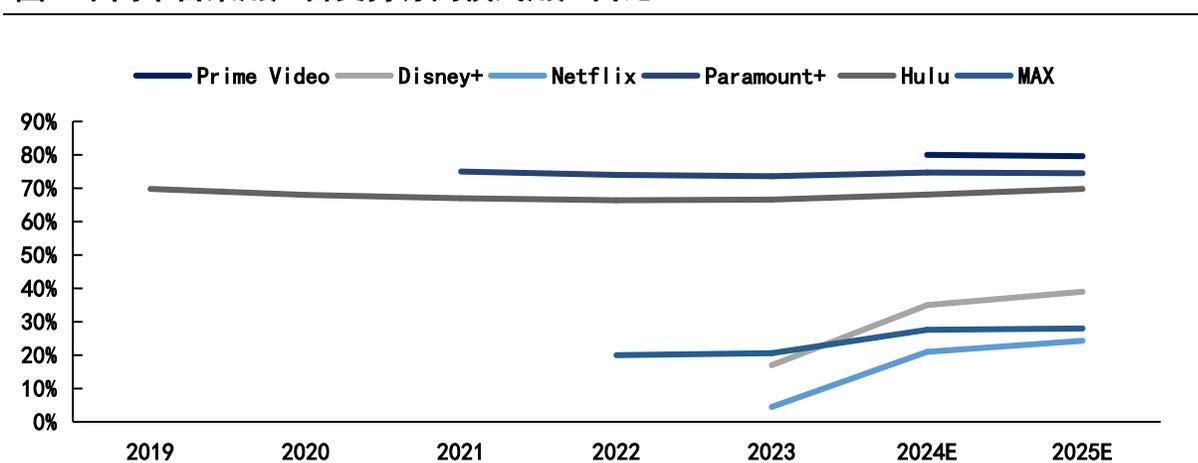
- 近几年流媒体广告市场快速发展，据eMarketer预测24年市场规模有望达到113亿美元，增速超过45%。Prime Video24年开始推行广告模式，逐步在不同国家地区进行上线，我们对其收入贡献进行了测算，预计24年对广告收入贡献大约为12亿美元。
- **展望25年，我们判断流媒体广告有望实现200%增长，主要驱动因素：**1) **用户量：**全部区域的用户覆盖完成，25年将新增巴西、印度、日本、荷兰、新西兰等国家；2) **加载率：**公司副总裁表示25年Prime Video将增加更多广告投放；3) **CPM：**将受益于互动式广告产品等新形式的推出而增长

图：亚马逊广告收入增长因素拆分

	2024	2025E	2026E	2027E
流媒体广告	1,220	3,685	4,848	5,684
YoY Growth		202%	32%	17%
Prime用户量	290.2	310.1	329.7	348.8
广告模式用户占比	60.0%	80.0%	80.0%	80.0%
Prime Video 广告支持模式用户	174.1	248.1	263.7	279.0
YoY Growth		42%	6%	6%
ad load (每小时)	5.0	5.0	5.0	5.0
用户日均时长 (min)	20.0	20.0	20.0	20.0
填充率	45%	80%	90%	95%
impression	0.8	1.3	1.5	1.6
YoY Growth		78%	13%	6%
CPM (\$)	26	31	34	35
YoY Growth		19%	10%	5%

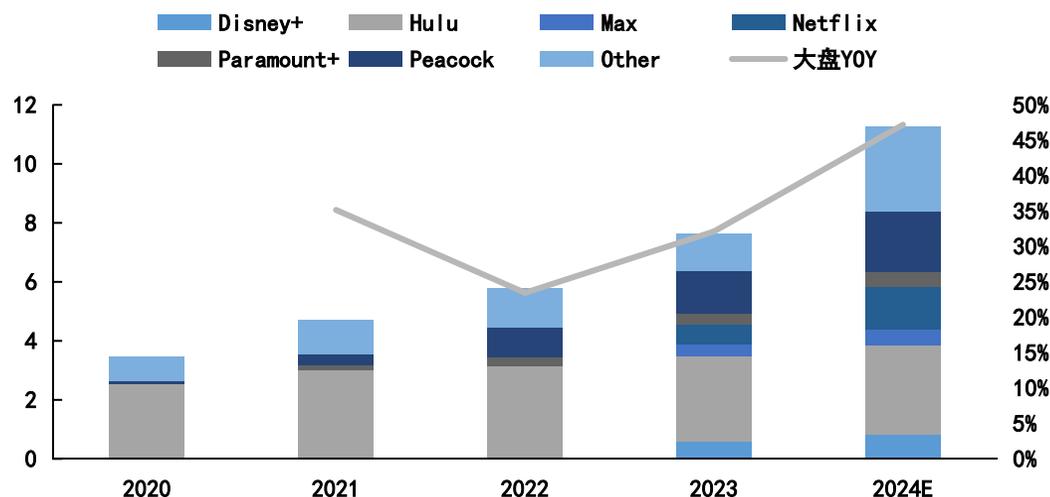
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

图：不同平台采用广告支持订阅模式用户占比



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

图：流媒体广告市场规模、份额及增速 (十亿美元)



资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

- 一、公司概况：电商和云计算行业领导者
- 二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显
- 三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- 四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- 五、盈利预测&投资建议
- 六、风险提示

利润：广告释放利润弹性，履约效率优化

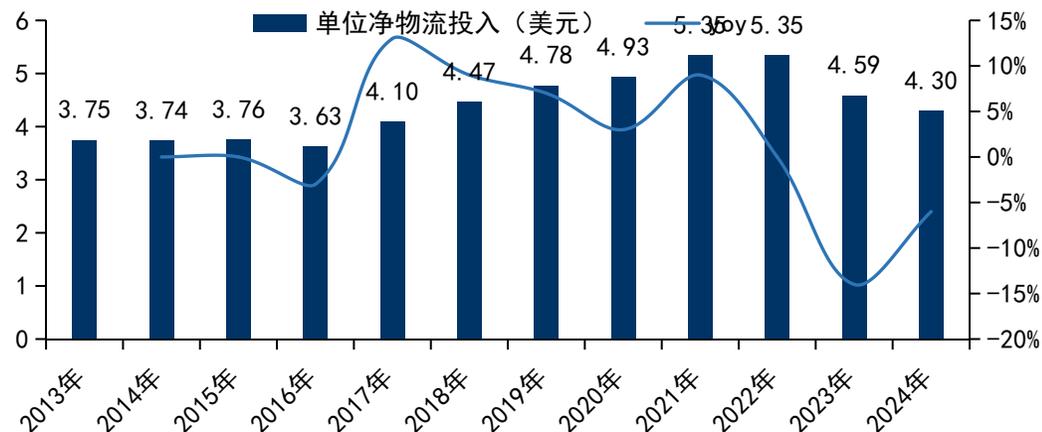
- **广告释放利润弹性：**参考meta接近50%的广告OPM，假设亚马逊广告OPM40%，远高于公司零售业务整体OPM水平，因此依旧维持较高增长的广告业务有望持续带来利润弹性。
- **履约效率优化：**亚马逊的单位商品净物流支出为4.3美元，较前两年有所下降，但距离13-16年的稳定状态仍有下降空间。
- **公司指引OPM空间仍有1pcts以上。**公司24Q1业绩会曾表示：“目前即便没有广告业务的贡献，我们也有希望实现疫情前水平的营业利润率”，疫情前零售OPM大约2.5%+，则24年除广告外的零售业务OPM为1.3%，仍然有超过1pcts的提升空间。

图：亚马逊零售OP（百万美元）和OPM

	2023年	2024年
零售收入	484028	530403
零售OP	12221	28759
零售OPM	2.5%	5.4%
广告收入	46906	56214
OPM-假设值	40%	40%
广告OP	18762	22486
零售收入-ex广告	437122	474189
零售OP-ex广告	-6541.4	6273.4
零售OPM-ex广告	-1.5%	1.3%

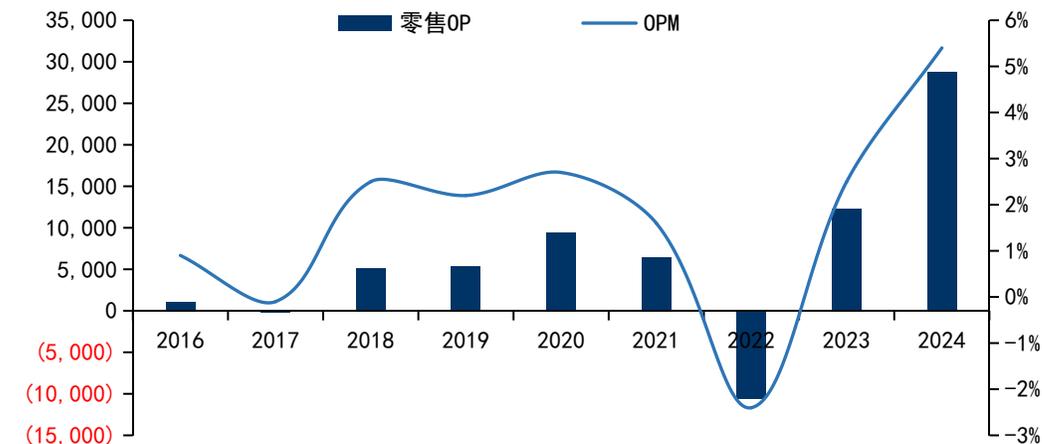
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊单位商品净物流支出



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊零售OP（百万美元）和OPM



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

履约效率如何优化？持续投入机器人研发，新一代配送中心服务成本降低25%

- **仓储机器人（主要产品）**：2012年，亚马逊以7.75亿美元收购了Kiva Systems（后更名Amazon Robotics），Kiva的机器人能够自动在仓库中移动物品，从而提高存取效率。从而开启了其对机器人的布局。2024年Q3公司推出了第12代配送中心，是第一家采用最新机器人来简化物流过程的工厂，机器人用量是以往仓库的10倍以上，可以在高峰期将服务成本降低25%。
- **配送机器人**：2019年亚马逊开始在部分地区测试自动配送机器人Amazon Scout。但由于22年公司遭遇的基本面压力，终止了这一项目。除此之外，亚马逊还在无人机、无人驾驶领域有所布局，2024年公司宣布计划在近十年末实现每年用无人机运送5亿个包裹的目标。

图：亚马逊物流收入（百万美元）及货币化率

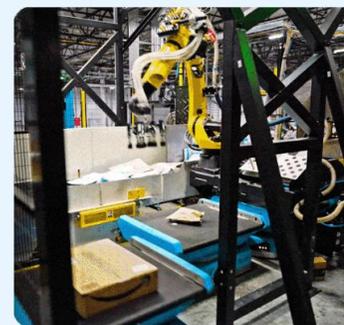
项目	应用场景
Cardinal	通过在狭小空间内处理需要举起和转动大型或重型包裹或复杂包装的任务来降低员工受伤的风险。
Sequoia	让移动机器人将库存直接运送到集装箱存储系统或为客户订单挑选商品的员工那里
Hercules	可以找到订单中心各个区域的商品，并将其运送到挑选客户订单商品的员工手中，然后再进行包装。
Titan	与 Hercules 类似，Titan是另一种驱动装置，可将亚马逊各个配送中心的物品直接运送给员工，员工负责组装客户订单。举重能力是 Hercules 的两倍
Sparrow	该机械臂拾取单个商品并将其从容器中移到特定的手提箱中，然后在包装前发送给员工。
Packaging Automation	制作定制的纸袋，已在全美 20 多个配送中心改装了 120 多台此类机器，帮助我们今年避免使用超过 1.3 亿个塑料袋
Robin	在包裹运到出站码头装上卡车之前对包裹进行分类
Cardinal	与 Robin 类似，Cardinal是一种机械臂，它使用先进的人工智能和计算机视觉，从通过滑槽运送的一堆包裹中快速选择一个包裹，用气吸力将其抬起，读取标签，并准确地将其放入适当的推车中，然后将其运送到装卸码头的卡车上。
Proteus	首款全自动移动机器人，这意味着它可以使用传感器在整个站点内自由导航，以检测和避开前方的物体

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊仓储机器人



Robin



Cardinal



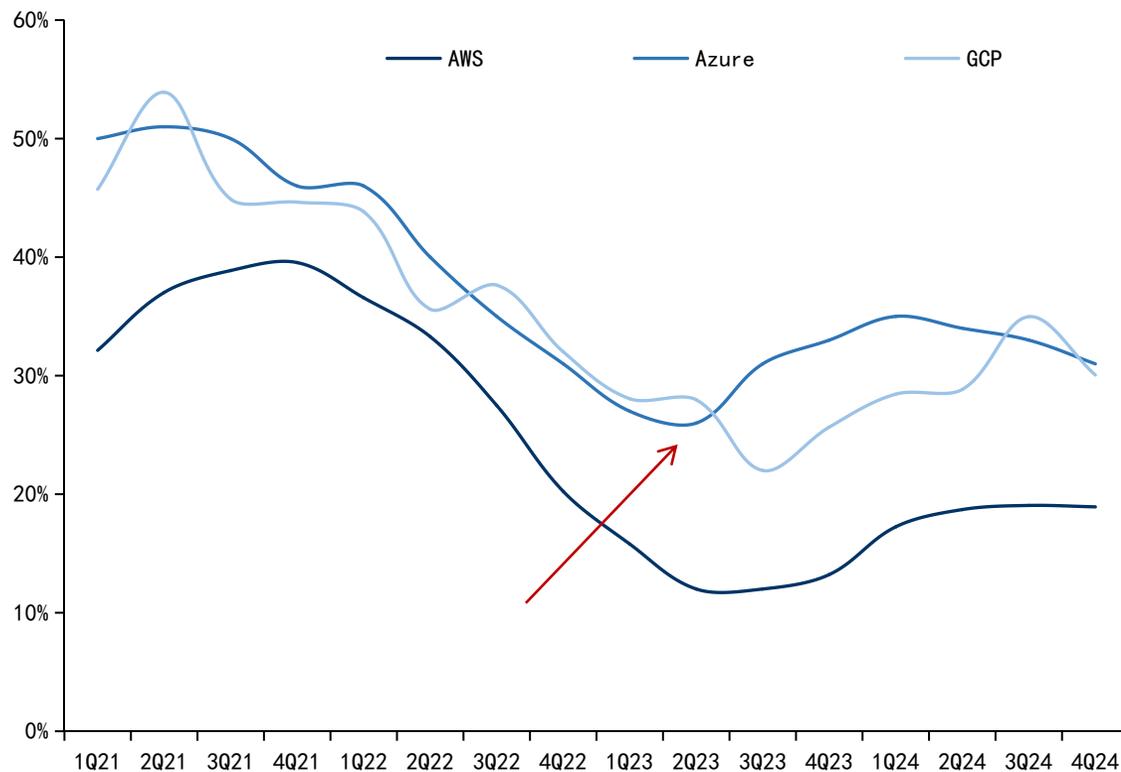
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

- 一、公司概况：电商和云计算行业领导者
- 二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显
- 三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- 四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- 五、盈利预测&投资建议
- 六、风险提示

AI时代下云计算需求旺盛，龙头有望充分受益

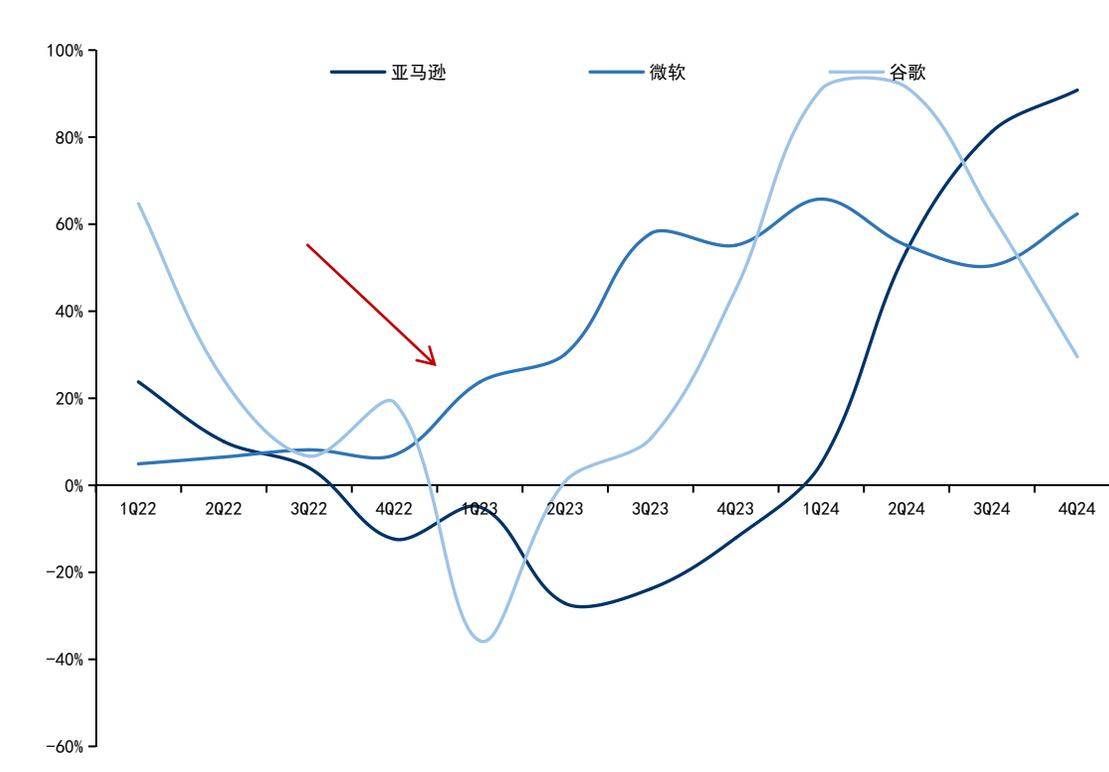
- AI时代下云计算需求旺盛，微软率先取得入场券。AI时代云将成为很重要的生产资料，海外Agent产品的诞生可能带来颠覆性生产效率的提升，23年以来我们看到了三大云计算巨头云收入增速出现了明显的拐点，一方面是受益于宏观经济改善，企业的IT支出有所恢复，另一方面是AI带动了下游客户明显的云计算需求增加。而在头部云厂中，微软率先通过增加CAPEX和绑定OpenAI取得了入场券，Azure先于亚马逊和谷歌达到收入拐点。

图：各互联网云厂云收入及季度增速情况



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：各互联网云厂CAPEX增速情况

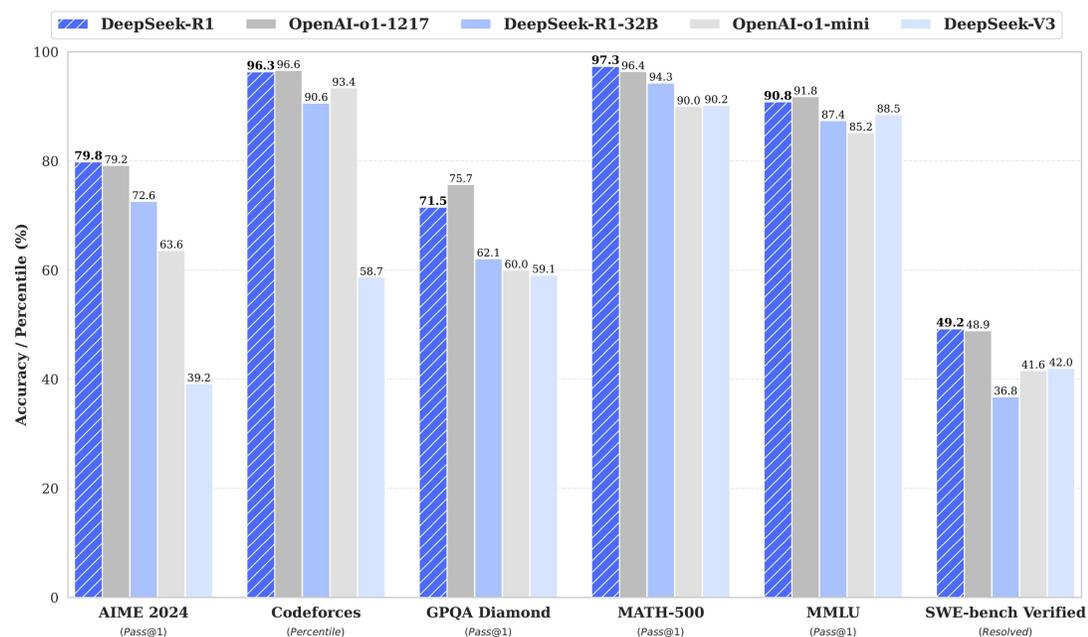


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

*备注：微软云与Azure在口径上的区别，主要在于微软云包含server license（即Windows和SQL等）和企业服务业务，不属于公有云的多租户共享，按需付费模式。因此Azure和AWS属于更可比口径。

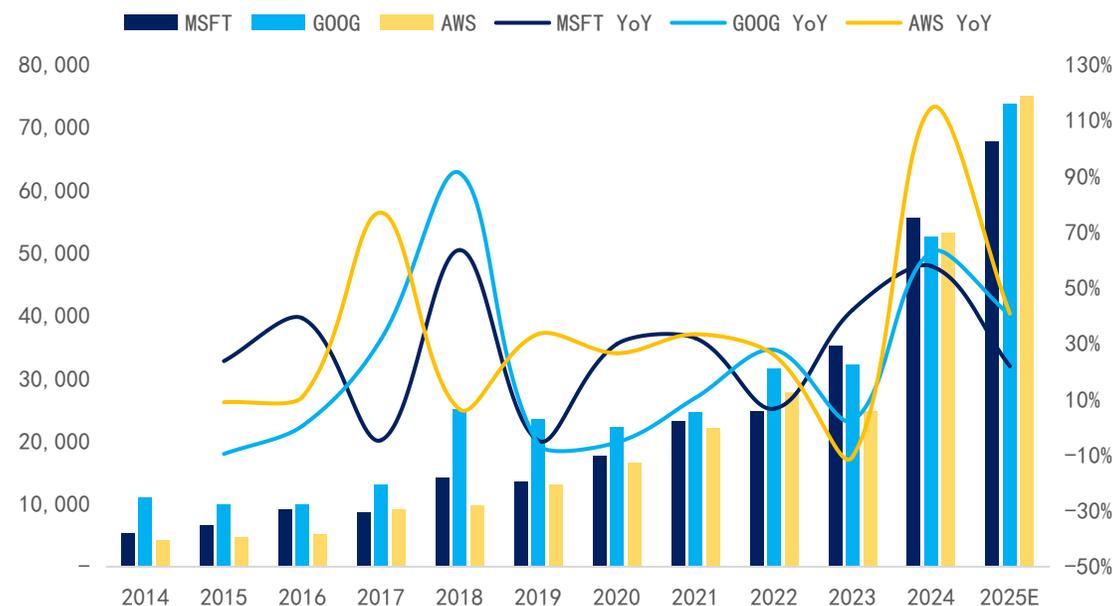
- Deepseek是scaling law放缓和模型平权的标志性事件。DeepseekV3以1/10的训练成本，获得了与领先模型GPT-4o/Llama3.3对标的能力，R1模型则在能力上对齐了GPT-o1，这是scaling law放缓和模型平权的标志性事件，未来模型之间的差距将被大大缩小。同时，模型成本的持续降低，会引发更多对于AI应用场景的探索，云计算的需求也将不降反升，迎来持续增加。
- 微软先发优势逐渐缩小，亚马逊有望后来居上。亚马逊23年AWS相关的CAPEX并无明显增加，且其自研的Nova模型能力并不突出，主要通过投资Anthropic与Claude模型合作，24年才开启CAPEX周期，且目前已构建起了从底层到应用层的全栈AI布局。**展望25年，我们认为，一方面先发者微软迫于利润压力，CAPEX增速放缓，微软vs谷歌vsAWS大约在(22%/41%/40%)，另一方面，模型平权使得其独家的GPT使用权价值下降，亚马逊有望后来居上。**

图：Deepseek R1能力与Openai o1能力接近



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：微软、谷歌、亚马逊AWS CAPEX（百万美元）及增速

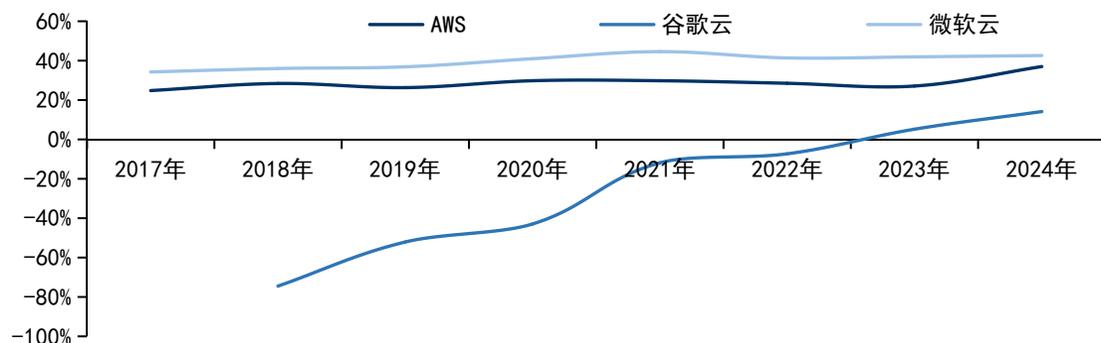


资料来源：公司财报、彭博、国信证券经济研究所整理

25年超千亿的CAPEX如何影响利润率？

- 中性情况下，我们认为25年AWS的OPM将下降至31.5%，对应公司总体OPM为11.4%，依然保持较24年上升趋势。
- 假设①：平均折旧年限。24年公司将服务器的折旧摊销周期从5年延长至6年，平均折旧年限达到7.86年，从而带来了利润率的提升，25年起公司将部分服务器的折旧摊销周期又重新改为5年，因此预计平均折摊年限将有所下降，假设中性情况下为6.5年。
- 假设②：CAPEX。2024年AWS CAPEX大约533亿美元，2025年公司预计总体CAPEX将增加至1000-1100亿美元，且主要是AWS相关的投入增加，因此我们假设中性情况下AWS的CAPEX将达到720亿美元。
- 假设③：其他费用。假设其他费用率与2024年相比基本平稳，大约为51%。
- 综合以上假设，我们进行敏感性分析，测算后得到中性情况下，2025年AWS的经营利润率为31.5%，同比下降5.5pcts，公司总经营利润率为11.4%，较2024年依然保持上升趋势，**表明CAPEX的增加带来云业务的利润率冲击会弱于零售业务利润率提升的正向作用。**

图：各互联网云业务OPM变化情况（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图：2025年AWS经营利润率测算

单位：百万美元	2022年	2023年	2024年	2025E
AWS收入	80,096	90,757	107,556	129,166
YoY		13%	19%	20%
折旧摊销	9,876	12,531	12,630	22,567
平均折摊年限	5.78	5.81	7.86	6.5
CAPEX	27,755	24,843	53,267	72,000
YoY		-10%	114%	35%
PPE	60,324	72,701	110,683	160,116
其他费用	47,379	53,595	55,092	65,874
费用率	59.2%	59.1%	51.2%	51%
OP	22,841	24,631	39,834	40,725
OPM	28.5%	27.1%	37.0%	31.5%
零售OP	-10,593	12,221	28,759	38,706
总OP	12,248	36,852	68,593	79,431
总OPM	2.4%	6.4%	10.8%	11.4%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

图：2025年AWS经营利润率敏感性分析

总体OPM	CAPEX (百万美元)				
	68000	70000	72000	74000	76000
5.5	10.83%	10.80%	10.77%	10.75%	10.72%
6	11.14%	11.12%	11.09%	11.07%	11.04%
6.5	11.40%	11.38%	11.36%	11.34%	11.32%
7	11.63%	11.61%	11.59%	11.57%	11.55%
7.5	11.83%	11.81%	11.79%	11.77%	11.75%

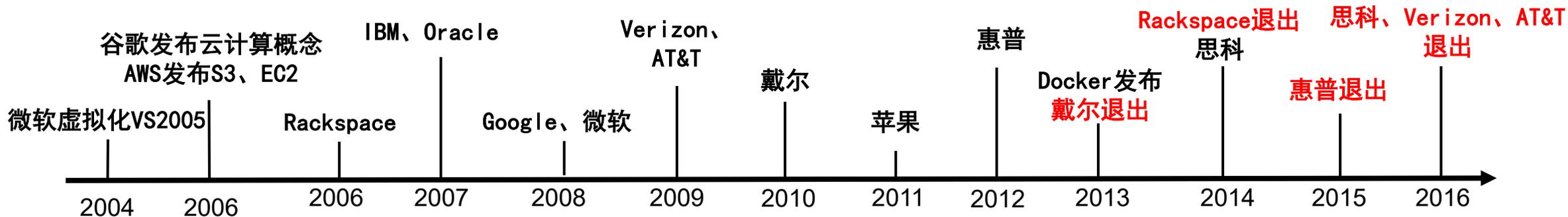
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

- 一、公司概况：电商和云计算行业领导者
- 二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显
- 三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- 四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- 五、盈利预测&投资建议
- 六、风险提示

过去二十年海外云计算发展：群雄逐鹿，互联网云厂最终胜出

- 2004年，Microsoft宣布了Virtual Server 2005计划，开启虚拟化方案布局。
- 2006年，Google首次提出“云计算”概念，同年亚马逊推出了AWS核心产品S3、EC2。
- 2006年，Rackspace推出IaaS云服务（2014年**宣布退出**，转型为云托管服务商）
- 2007年11月，IBM 发布云计算商业解决方案，推出“Blue Cloud”计划。【IBM在2018年转向混合云】
- 2007年11月，Oracle 宣布推出“Oracle VM”，与VMware提供单一的虚拟机方案不同，Oracle VM虚拟化完全集成于整个应用架构中，其提供了一个完整的从应用程序到磁盘栈的解决方案。
- 2008年4月，Google App Engine发布（PaaS服务上线），同年9月，Google推出Google Chrome发布，将浏览器融入了云计算时代。
- 2008年10月，微软发布公有云计算平台Azure Platform，帮助开发云服务器、Web和PC上的应用程序。2010年正式发布Azure。
- 2009年，Verizon、AT&T(均为电信提供商)推出了IaaS云服务，2016年**关停其公有云业务**，只保留了私有云服务。
- 2011年，苹果发布了iCloud，让人们可以随时、随地的存储和共享内容。
- 2012年，惠普 **退出**公有云服务，2015年宣布转向专注私有云和混合云解决方案。
- 2013年，Docker发布，容器逐步替代虚拟机（Virtual Machine, VM），云计算进入容器时代。
- 2013年，戴尔 **放弃**了直接提供公有云服务的计划，转而与其他云提供商合作。
- 2016年，思科 宣布**关闭**其InterCloud服务，转而专注于为其他云提供商提供软件和服务。

图：云计算行业各厂商云业务变化情况

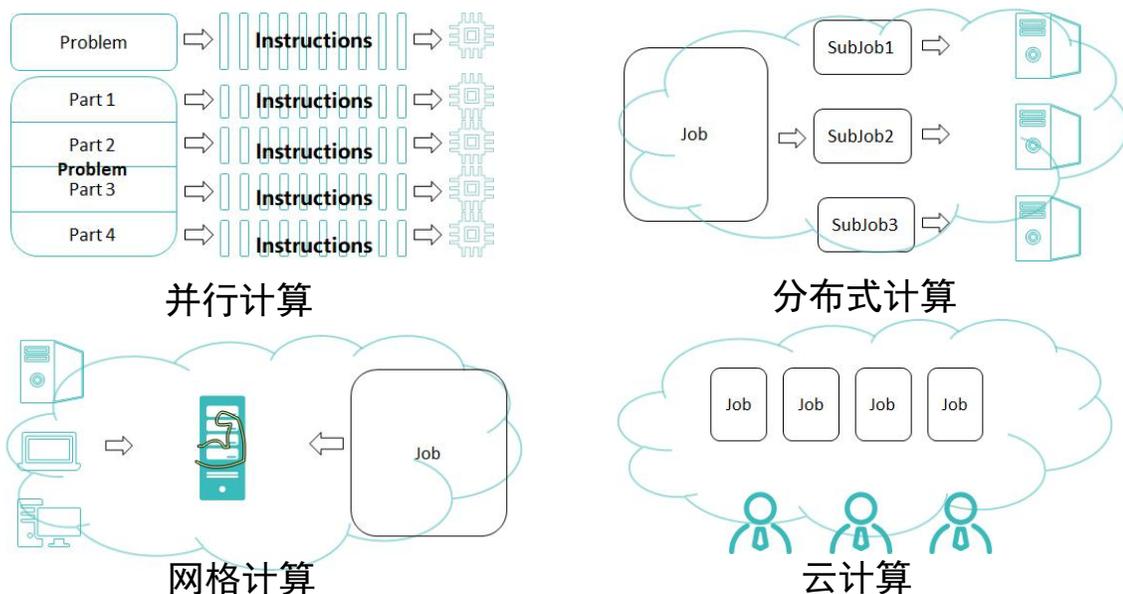


资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

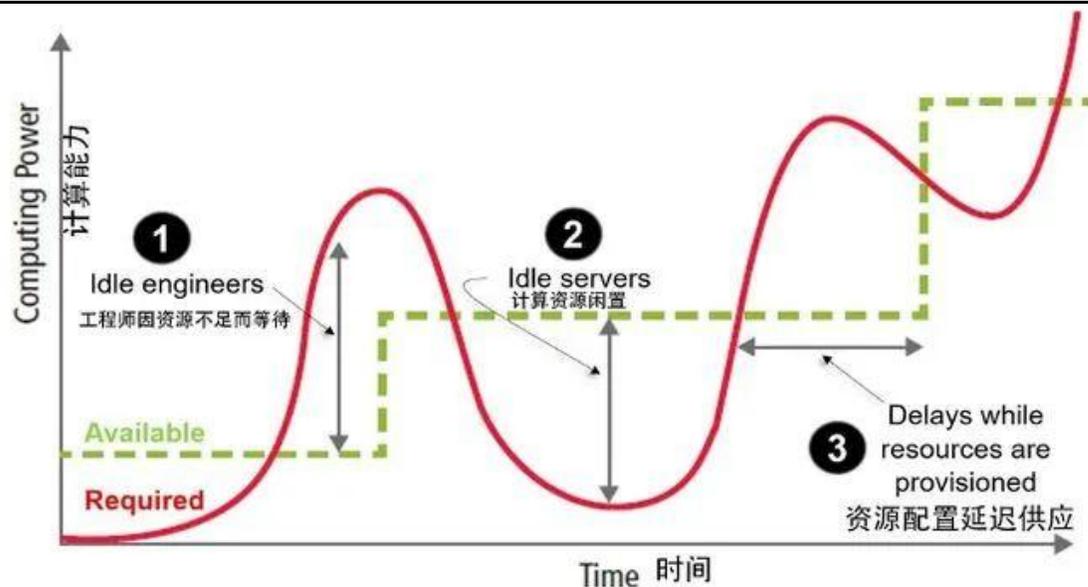
为何海外硬件公司、电信运营商难以竞争云计算市场？

- **云计算是互联网时代的产物，是对零散资源整合及优化再分配的商业化模型**，云计算本质上是一种流量生意，讲求规模效应，具有较高的准入壁垒，其主要原因是：
 - 1) 对零散资源整合需要有雄厚且持续的资金实力，存在**资金壁垒**；
 - 2) 优化再分配及增值服务能力是公司盈利能力的表现，具有一定的**技术壁垒**。
- **硬件公司、电信运营商失败的主要原因？**
 - 1) **缺少服务思维**：公司优势集中在硬件而非软件服务，缺乏互联网重服务思维，导致难以吸引到足够的用户突破规模效应阈值。
 - 2) **大量前期投资但回报周期长**：向公有云的投资占用公司内部资源与现有业务结合较少，在企业内部博弈中往往缺少话语权。
 - 3) **现金流无法支持**：云厂商早期竞争压力大，公司获利空间少，公司自由现金流的状况不足以支撑云计算作为第二增长发展。

图：云计算与其他计算技术对比



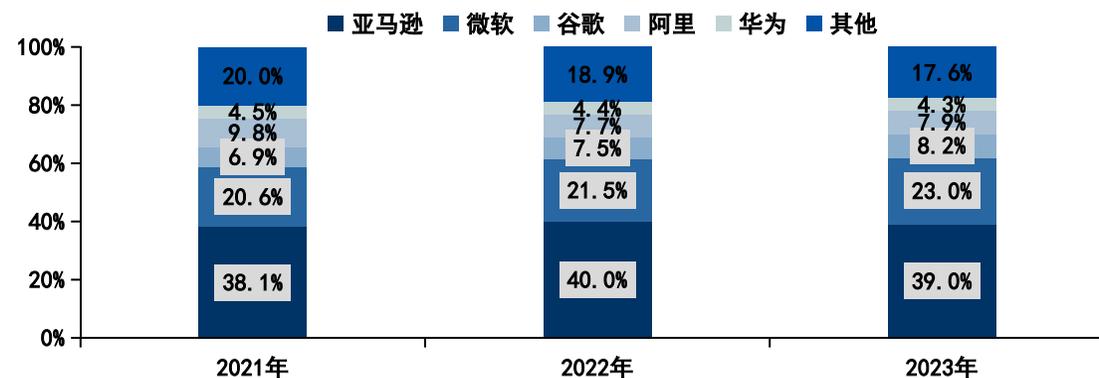
图：云计算对算力资源的配置效果



亚马逊IaaS份额领先，微软谷歌依托主业优势切入

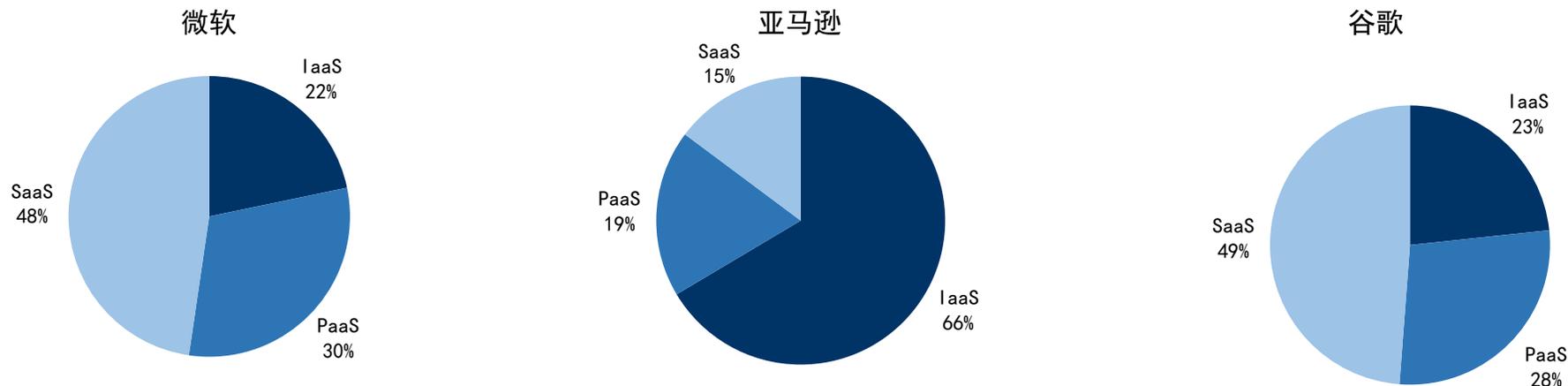
- 亚马逊IaaS份额领先，微软谷歌依托主业优势切入。公有云市场包含IaaS、PaaS和SaaS，亚马逊通过先发优势、产品优势和客户优势确立起了其在IaaS层接近40%的市场份额，其收入结构也以IaaS为主，而微软和谷歌则是先进行SaaS、PaaS的布局，再依靠自己应用端优势切入IaaS，从而形成了目前三家公司在中国以外市场目前三足鼎立的市场格局。

图：2021-2023年全球IaaS市场份额



资料来源：Gartner、国信证券经济研究所整理

图：各云厂2023年云业务类型占比情况 (%)

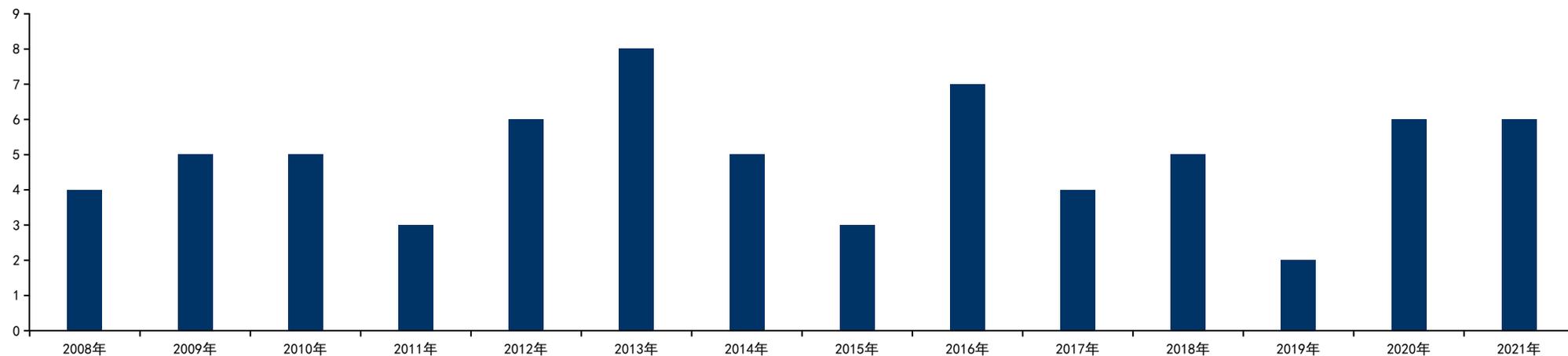


资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

AWS为什么能做到IaaS份额第一？

- **先发优势：**亚马逊2006年就推出IaaS核心产品，微软和谷歌在初期均先推出的PaaS平台，微软2010年开始转向IaaS，谷歌则在2012年才推出IaaS服务。形成这样的差异原因在于：
 - 1) **公司理念：**微软早在2000年以前就确立起“软件+服务”的变现逻辑，谷歌则作为典型的互联网公司，追求流量通过广告变现，缺乏重资产业务布局的基因。而亚马逊则在电商业务的发展中，长于物流基建。
 - 2) **利润吸引力：**IaaS的20%左右的OPM对于谷歌、微软来说吸引力较低，而对于亚马逊而言，电商业务只有个位数的OPM，有利于其快速改善盈利水平。
 - 3) **主业特点：**亚马逊的电商业务存在季节性，因此服务器资源存在淡季，需要提升其资源利用率，而微软、谷歌则不存在这个问题。
- **低价门槛：**亚马逊的零售思维本质是规模效应和低价的正向飞轮，运用在IaaS上也是如此，贝索斯认为，高利润率为竞争对手投入这个方面的研发提供了合理的依据，因而会吸引越来越多的竞争对手；而低利润率则吸引了用户，因此更具防御性。

图：历年AWS降价次数（统计自官网blog）



资料来源：AWS官网、国信证券经济研究所整理

AWS为什么能做到IaaS份额第一？

- **产品优势：**AWS作为最早布局IaaS层的公司，其产品丰富度领先于微软和谷歌，尤其是在主要的产品类型计算、存储、数据库、分析、人工智能中。

图：AWS/Azure/GCP云计算产品数量

产品类型	AWS	Azure	GCP	
计算	37	22	10	
存储	19	17	11	
数据库	20	16	10	
分析	29	18	18	
人工智能	49	26	29	
安全性、身份与合规性	23	19	35	
应用程序集成	8	8	11	
区块链	2		2	
业务应用程序	12		17	
云金融管理	6			
容器	8	11	8	
开发人员工具	20	13	22	
终端用户计算	3	3		
前段web和移动应用程序	8	24		
物联网	16	18		
管理与监督	30	27	14	
媒体服务	12	6		
迁移与传输	9	5		
量子技术	1			
机器人技术	1			
卫星	1			
联网和内容分发	16	21	12	
其他			41	38
合计	330	295	237	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图：亚马逊云计算业务发展历程

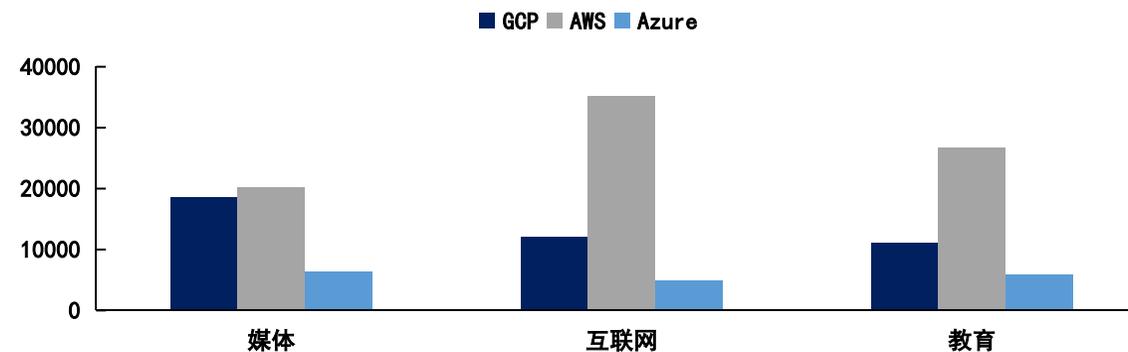


资料来源：《亚马逊编年史》、国信证券经济研究所整理

AWS为什么能做到IaaS份额第一？

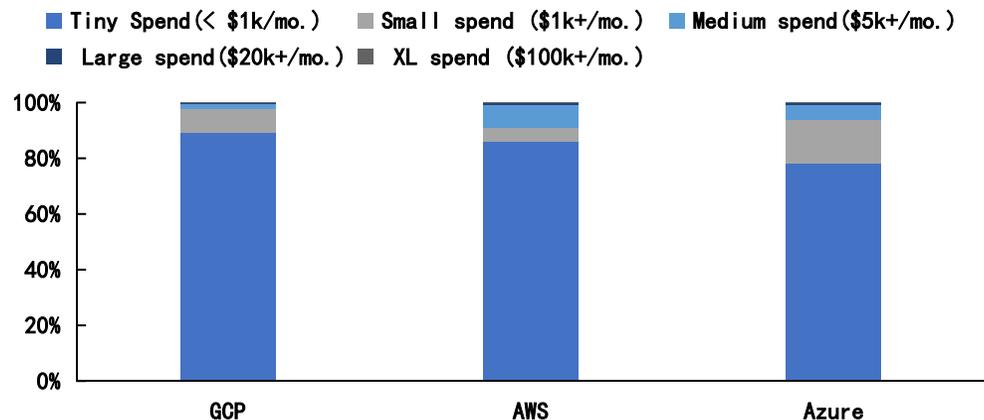
- 和SaaS客户竞争最小，客户优势明显。由于微软和谷歌的SaaS业务相对较强，因此很多SaaS公司会考虑到竞争的关系而选择与其业务冲突较小的AWS进行合作，因此从HG Insights按行业的客户统计数据来看，亚马逊在互联网软件行业的客户数量远远领先于微软和谷歌。
- SaaS公司AI云需求快速增加，亚马逊有望更加受益。伴随AI技术的快速迭代，目前大量SaaS公司率先加码AI应用布局，比如Salesforce、Palentir等公司都已经落地产品，并开始产生一定收入，相比传统行业，来自SaaS客户对AI云的需求增长更加显著，亚马逊有望更加受益。

图：2024年云计算巨头在重点行业的客户数量



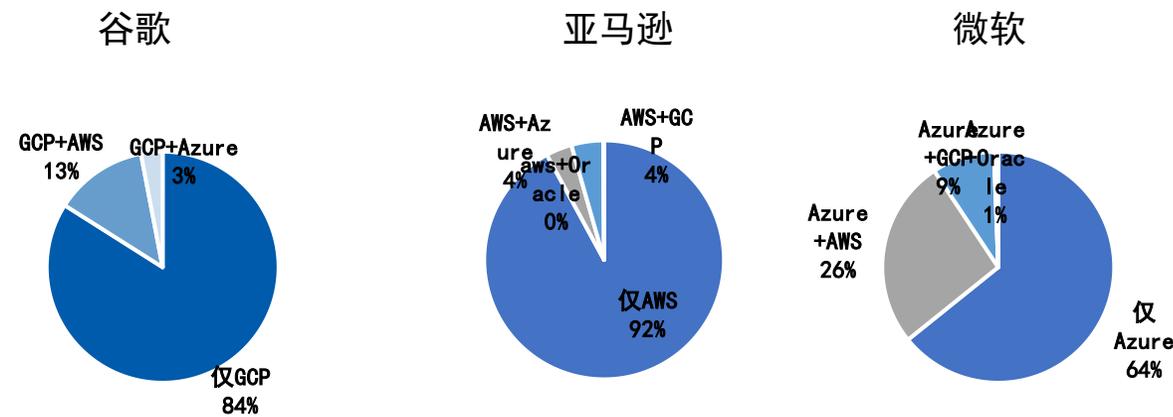
资料来源：HG Insights data、国信证券经济研究所整理

图：客户数量结构（按月付费金额）



资料来源：HG Insights data、国信证券经济研究所整理

图：多种云服务采购情况



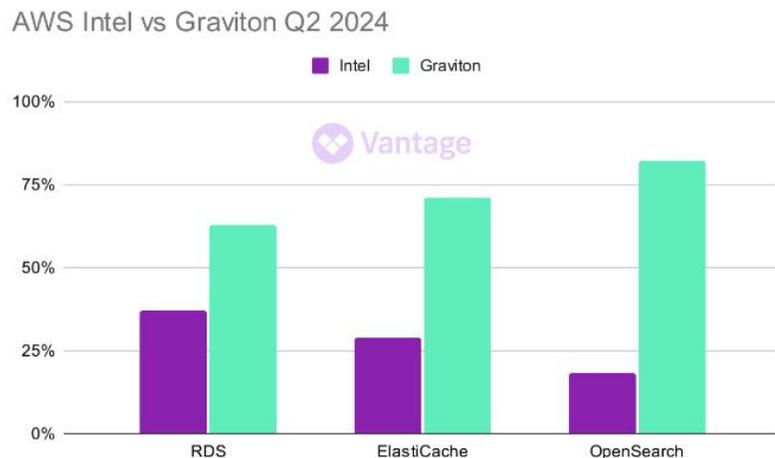
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- 一、公司概况：电商和云计算行业领导者
- 二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显
- 三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- 四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- 五、盈利预测&投资建议
- 六、风险提示

AI布局：基础层，算力的关键在于芯片

- 基础层：提供给模型构建者算力以及便于构建这些模型的软件：
- 1) 算力的关键在于芯片：亚马逊为了减少对外部供应商的依赖，降低成本，实现更好的定制化效果，在2015年收购了以色列芯片公司Annapurna labs后，开始陆续推出自研的芯片产品。
- 根据云成本管理和优化平台Vantage的一项调查显示，2024年Q2在Amazon RDS、Amazon ElastiCache和Amazon OpenSearch托管服务中，客户选择使用基于Amazon Graviton实例的数目已超越了Intel，越来越多客户选择基于Graviton的托管服务。

图：客户选择使用基于Amazon Graviton实例的比例与Intel对比



资料来源：Vantage、国信证券经济研究所整理

图：AWS自研芯片布局

芯片系列	用途	发布时间
Nitro	来自2015年1月收购的以色列芯片公司Annapurna labs。主要用于高性能网络处理和虚拟化卸载。通过Nitro系统，亚马逊能够将服务器的更多CPU算力解放出来，让更多的CPU性能能够被更多客户所使用。	NiTRo1: 2013 NiTRo2: 2015 NiTRo3: 2017 NiTRo4: 2020 NiTRo5: 2022 NiTRo6: 2024
Graviton	通用处理器，采用了ARM架构，与传统的X86处理器相比，它能够提供更高的计算性能，但能耗却更低	Graviton1: 2018 Graviton2: 2019 Graviton3: 2021 Graviton4: 2023
Trainium	AI训练芯片，提供了高达25%的成本优势，比传统的GPU解决方案更具性价比	TRainium: 2022 TRainium2: 2023 TRainium3: 2025
Inferentia	AI推理芯片，专注于以较低的成本执行较少量计算。随着生成式AI变得越来越先进，训练和推理都需要更大的计算量，因此目前已停产，后续将与Trainium产品线融合提供训练和推理性能	Inferentia: 2019 Inferentia2: 2022

资料来源：eMarketer、国信证券经济研究所整理

- 亚马逊开发了定制的AI训练芯片 Trainium和推理芯片Inferentia。搭载 Trainium 2 芯片的 EC2 实例在性价比方面通常比目前其他基于 GPU 的实例高出30%-40%。两种配置模式中，Trn2适合中等规模的训练和推理任务，Trn2-UItra则针对大规模AI模型训练的需求。对比英伟达和谷歌来看，H100在算术强度（FLOP/Byte）和计算密度方面领先，但Trainium2更适合生成式AI工作负载（如专家混合模型MoE），因其优化了内存带宽和通信效率。TPUv6e在超大规模集群中占据优势，但Trainium2通过减少复杂的光学连接，降低了硬件成本和可靠性风险。目前Trainium3也在研发中，25年底有望上线。
- 24Q4从谷歌和亚马逊的业绩中共同反映出目前芯片短缺对于云业务增速的限制，因此对于自研芯片的依赖也在增加，目前三巨头中微软的MAIA略有掉队，对英伟达的依赖度更高，亚马逊和谷歌的芯片均取得了不错的反响，后续有望帮助公司尽快走出供应限制。

- 2) 机器学习平台Amazon SageMaker (MLaaS) : 构建自己的基础模型的客户在将模型投入生产时，需要整理和微调数据、构建可扩展且高效的训练基础设施，然后以低延迟、低成本的方式大规模部署模型，Amazon SageMaker是一款托管式的端到端服务，它主要面向希望专注于大规模构建、训练和部署 AI/ 机器学习模型的用户。

- 案例：①提升训练速度：Perplexity AI 在 SageMaker 上训练模型的速度提高了 40%；②降低推理延迟：Workday 使用 SageMaker 将推理延迟降低了 80%；③提高开发者生产力：NatWest 使用 SageMaker 将人工智能的价值实现时间从 12 - 18 个月缩短到不到 7 个月。

图：Trainium2与英伟达、谷歌对比

Trainium2 Overview and Comparison					
	Trn2	Trn2-Ultra	TPUv6e	GB200	H100
Theoretical BF16 Dense TFLOP/s/chip	650	650	918	2500	989
Theoretical 8 bit Dense TFLOP/s/chip	1300	1300	1836	5000	1978
HBM Capacity (GByte/chip)	96	96	32	192	80
HBM Bandwidth (GByte/s/chip)	3200	3200	1640	8000	3350
Arithmetic Intensity (BF16 FLOP per Byte)	203.1	203.1	559.8	312.5	295.2
FLOP per HBM Capacity (BF16 FLOP per Byte)	6770.8	6770.8	28687.5	13020.8	12362.5
Structured Sparsity Support	2:4, 4:8, 4:16	2:4, 4:8, 4:16	None	2:4	2:4
Chip Power (Watts)	500	500	600	1200	700
Cooling Technology	Air Cooled	Air Cooled	Air Cooled	Direct To Chip Liquid (DLC)	Mostly Air Cooled/Some DLC
Scale Up Networking					
Scale Up Technology	NeuronLink3 (PCIe Gen 5.0 Based)	NeuronLink3 (PCIe Gen 5.0 Based)	TPU ICI	NVLink5	NVLink4
Scale Up Bandwidth (GByte/s/chip Unidirectional)	640	640	448	900	450
Scale Up World Size (# of chips)	16	64	256	72	8
Scale Up Topology	4x4 2D Torus Symmetric BW along all axis	4x4x4 3D Torus (With Z axis being half as much BW)	16x16 2D Torus Symmetric BW along all axis	18-Rail Optimized Fat Tree With NVLink SHARP In Network Redux	4-Rail Optimized Fat Tree With NVLink SHARP In Network Redux
Number of Scale Up Neighbors Per Chip	4	6	4	Any to Any	Any to Any
Total HBM Capacity Per Scale Up World	1536	6144	8192	13824	640
# of Physical Servers Per Scale Up World	1	4	32	18	1
Scale Out Networking					
Scale Out Technology	EFAv3 (AWS Flavor of Ethernet)	EFAv3 (AWS Flavor of Ethernet)	Google Flavor of Ethernet	InfiniBand/Ethernet	InfiniBand/Ethernet
Scale Out Bandwidth (Gbit/s/chip Unidirectional)	Up to 800	200	100	800	400
Scale Out Topology	ToR Fat Tree	ToR Fat Tree	ToR Fat Tree	4-Rail Optimized Fat Tree	8-Rail Optimized Fat Tree
Scale Up to Scale Out Bandwidth Ratio	6.4	25.6	35.84	9	9

资料来源：Semi analysts、国信证券经济研究所整理

- **中间层：**为那些希望利用现有基础模型，用自己的数据对其进行定制，并借助领先云服务提供商的安全性和功能来构建生成式人工智能应用程序的客户提供的。
- **Amazon Bedrock：**2023年推出，用户可通过 API 提供来自亚马逊自身和第三方合作伙伴的生成式 AI 模型选择的服务，推出几个月就拥有了数万名活跃客户。re:Invent 2024 Amazon Bedrock推出了新功能Amazon Bedrock Marketplace，它允许开发人员发现、测试并使用 100 多种流行的基础模型，添加了 Anthropic 的 Claude 3.5 Sonnet 模型、Meta 的 Llama 3.2 模型、MisTRal 的 Large 2 模型和多个稳定性 AI 模型。
- **客户包括：**ADP、Amdocs、桥水基金、Broadridge、科莱恩、丹娜-法伯癌症研究院、达美航空、Druva、Genesys、英格兰基因组学公司、GoDaddy、直觉软件、韩国电信、孤独星球、律商联讯、Netsmart、Perplexity AI、辉瑞、美巡赛、理光、火箭公司和西门子等。

图：Amazon Bedrock Marketplace主要模型提供商

模型提供商	模型
AI21 Labs	Jamba 1.5 Large、Jamba 1.5 Mini
Amazon	Amazon Nova
Anthropic	Claude 3.5 Sonnet、Claude 3.5 Haiku、Claude 3 Opus
Cohere	Cohere Rerank 3.5 、Command R+ 、Command R、Cohere Embed
Luma AI	Luma Ray 2
Meta	Llama 3.2 90B、Llama 3.2 11B、Llama 3.2 3B、Llama 3.2 1B
MisTRal AI	MisTRal Large 2、MisTRal Large、MisTRal Small、MixTRal 8x7B、MisTRal 7B
poolside	Malibu、point
Stability AI	Stable Diffusion 3.5 Large、Stable Image ULTRA、Stable Diffusion 3 Large、Stable Image Core、Stable Diffusion XL 1.0

资料来源：AWS官网、国信证券经济研究所整理

- **Deepseek推动模型平权，MaaS将更多依靠配套服务赚取利润。**
Deepseek出现前，云服务商可以依靠投资等资源优势取得部分模型的独家合作，比如微软+GPT。但随着模型之间的差距缩小，中间层的差异也在减小。从而转化为价格竞争（国内云厂商对Deepseek的调用价格和直接从Deepseek官方调用价格一致，还有额外的免费token额度等优惠）以及配套的服务体系完善度竞争（也是利润的直接来源），而价格竞争最终将导致提供API的利润空间有限，而配套MaaS出售自身的算力资源或数据服务等配套服务将成为云服务厂商的核心利润来源。

图：Llama 3.1在不同平台的调用价格

	deepseek R1调用价格
官方	每百万输入tokens 1元（缓存命中）/4元（缓存未命中） 每百万输出tokens 16元
腾讯云	优惠期： 每百万输入tokens 2元 每百万输出tokens 8元 活动后： 每百万输入tokens 4元 每百万输出tokens 16元 *此外，百炼开通后赠送100万token
阿里云	优惠期：免费 活动后： 每百万输入tokens 4元 每百万输出tokens 16元
火山引擎	优惠期： 每百万输入tokens 2元 每百万输出tokens 8元 活动后： 每百万输入tokens 4元 每百万输出tokens 16元

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

图：各公司可部署的主要大模型

AWS	Azure	GCP
AI21 Labs	OpenAI	Gemini/Bert/Palm等（Google）
Amazon	Phi	Blip
Anthropic(Claude)	Hugging Face	Anthropic(Claude)
Cohere	Cohere	Deepseek
Luma AI	Nixtla	
Meta (Llama)	Meta (Llama)	Meta (Llama)
MisTRal AI	MisTRal AI	MisTRal AI
poolside	Core42, a G42 company	
Stability AI	Stability AI	Stability AI

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理

图：Llama 3.1在不同平台的调用价格

平台	8B 输入价格 (美元)	8B 输出价格 (美元)	70B 输入价格 (美元)	70B 输出价格 (美元)	405B 输入价格 (美元)	405B 输出价格 (美元)
Meta	0.1	0.1	0.6	0.75	3.5	3.5
AWS	0.22	0.22	0.99	0.99	5.32	16
Azure	0.3	0.61	2.68	3.54	5.33	16
Databricks	-	-	1	3	5	15
Fireworks.ai	0.2	0.2	0.9	0.9	3	3
IBM	0.6	0.6	1.8	1.8	5	16
Octo.ai	0.15	0.15	0.9	0.9	3	9
Snowflake	0.57	0.57	3.63	3.63	9	9
Together.AI	0.18	0.18	0.88	0.88	5	15

资料来源：Meta官网、国信证券经济研究所整理

- 1) **Amazon Q**: Amazon Q 是一款2B的AI助手，2024年4月正式推出，包括Business和Developer两个版本，Business版可用于查找信息、获得见解以及在工作中采取行动，Developer能帮助开发人员和IT专业人员完成所有任务，有管理数据和AI/ML的高级功能。据公司24Q2业绩会，通过使用Amazon Q Developer的代码转换功能，公司成功将30,000个产品应用从Java 8或11迁移到Java 17。节省了2.6亿美元和4500个开发者一年的时间。近期推出的Q Transform可以将原本需要多年时间的大型机迁移工作缩短至几个季度。
- 2) **Project Amelia**: 2024年9月推出的面向卖家的AI助手，核心功能包括知识问答、状态更新与关键数据、任务与问题解决。

图：Amazon Q定价模式

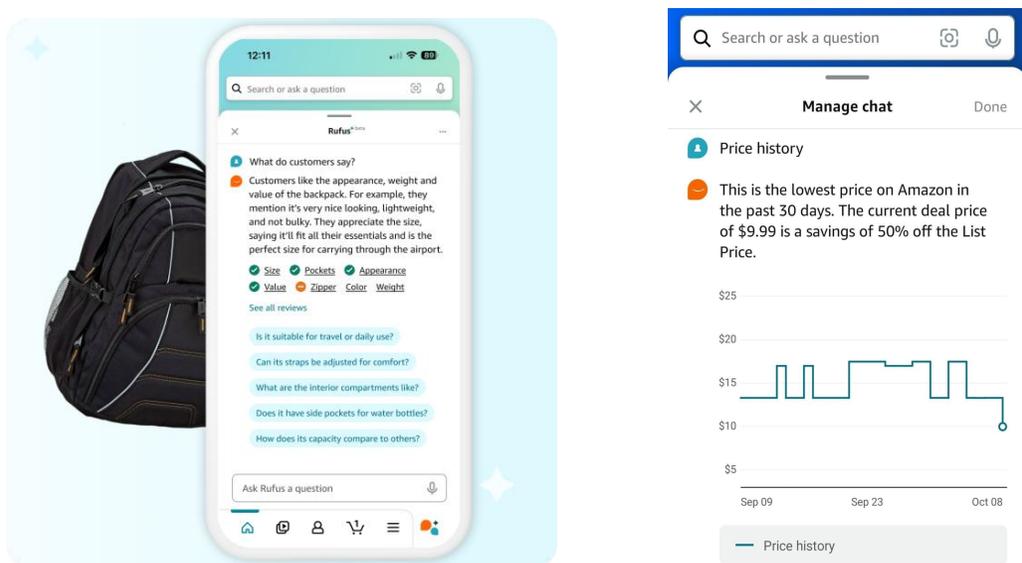
	企业版精简版	企业专业版
订阅费	3美元/月/用户	20美元/月/用户
索引容量（入门索引）	0.14美元/小时/单元 0.003美元/张图	0.264美元/单元/小时 0.003美元/张图

案例：一家5000人的公司，需要购买5000个Amazon Q 企业精简版，同时需要使用企业索引对来自 SharePoint、Confluence 和 ServiceNow 等来源的 100 万份企业文档编制索引
索引费用：1M 文档的企业索引需要 50 个索引单元，每个索引单元容量为 20K（假设 1M 文档中提取的文本大小小于 200MB * 50 个单元 = 10GB）：
每小时 0.264 美元 * 50 个单元 * 24 小时 * 30 天 = 9504 美元
用户订阅：5000个用户*3美元=15000美元
每月总计：24504美元

资料来源：AWS官网、国信证券经济研究所整理

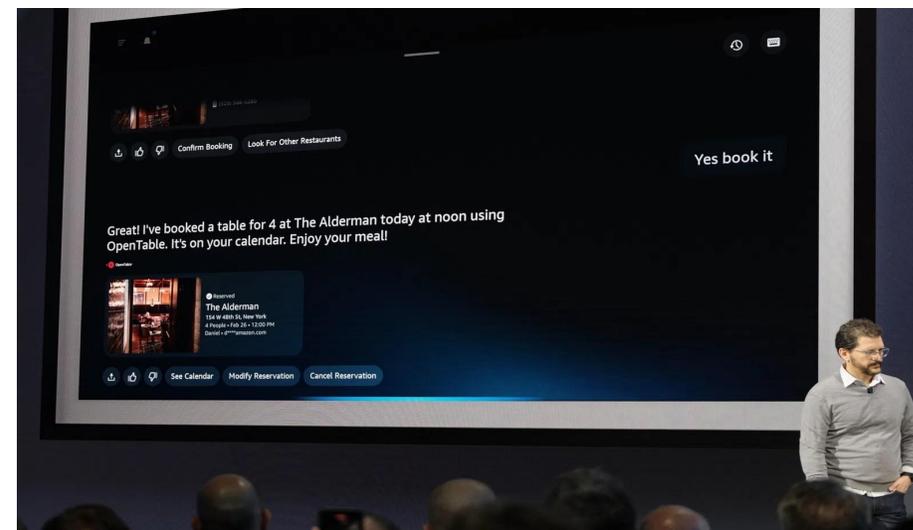
- 3) Rufus：2024年亚马逊推出了2C的AI助手Rufus，可以支持场景推荐，智能对比，上下文理解，猜你想问，订单跟踪，评论总结等等能力，未来有望成为新的购物入口。
- 4) Alexa+：Alexa是2014年推出的云端智能语音助手，能够跟公司的Echo、Fire TV、Fire 平板电脑和其他兼容 Alexa 的设备相融合，目前全球已经有超过6亿台设备。2025年2月，公司推出了新一代由AI驱动的agent Alexa+，更具对话性、更智能、更个性化，使用了Beadrock上包括亚马逊自研的Nova以及Anthropic 等公司的模型，能够即时将每位用户的请求匹配至最适模型，以实现流畅对话的各项要求。每月收费 19.99 美元（与ChatGPT Plus定价相同），但所有 Amazon Prime 会员均可免费使用。

图：Rufus可以查询历史价格、查询商品信息、获得购买建议等



资料来源：亚马逊官网、国信证券经济研究所整理

图：使用Alexa+预订餐桌



资料来源：The Verge、国信证券经济研究所整理

- **一、公司概况：电商和云计算行业领导者**
- **二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显**
- **三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率**
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- **四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益**
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- **五、盈利预测&投资建议**
- **六、风险提示**

- 收入端：预计25-27年亚马逊收入6992/7722/8488亿美元，同比+10%/10%/10%，核心的增长驱动力来自于云以及电商广告的强劲增长。
- 1P：预计线上电商25-27年同比+5%/6%/6%；实体商店同比+4%/5%/5%；
- 3P：预计3P收入增长强于1P，25-27年收入同比+7%/10%/9%，主要是来自FBA商品的数量占比增加，带来的物流收入增长驱动；
- 广告：预计25-27年同比+18%/15%/13%，主要是考虑到亚马逊广告货币化能力仍有潜力，以及流媒体广告的持续性贡献；
- 订阅：预计25-27年同比+7%/6%/6%的同比增幅，主要是北美新用户增长放缓，靠国际用户增长驱动；
- AWS：受旺盛的AI需求驱动，以及25H2逐渐转好的供应限制解除，预计25-27年收入增速将达到20%/19%/18%。

图：亚马逊收入预测（单位：百万美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	574785	637959	699179	772196	848846
YoY Growth	12%	11%	10%	10%	10%
北美	352828	387497	416045	452216	487697
YoY Growth	12%	10%	7%	9%	8%
国际	131200	142906	153968	165667	179061
YoY Growth	11%	9%	8%	8%	8%
AWS	90757	107556	129166	154313	182089
YoY Growth	13%	19%	20%	19%	18%
线上电商	231872	247029	260572	276502	293797
YoY Growth	5%	7%	5%	6%	6%
实体商店	20030	21215	22120	23226	24387
YoY Growth	6%	6%	4%	5%	5%
第三方卖家服务	140053	156146	167669	185207	202226
YoY Growth	19%	11%	7%	10%	9%
广告服务	46906	56214	66434	76449	86625
YoY Growth	24%	20%	18%	15%	13%
订阅服务	40209	44374	47585	50585	53511
YoY Growth	14%	10%	7%	6%	6%
AWS	90757	107556	129166	154313	182089
YoY Growth	13%	19%	20%	19%	18%
其他	4958	5425	5633	5915	6211
YoY Growth	17%	9%	4%	5%	5%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

- **毛利率：**伴随高毛利的广告和云业务强势增长，预计亚马逊25-27年毛利率将达到49.8%/51.1%/52.2%。
- **费用：**预计伴随履约效率的提升，25-27年履约费用率将下降至14.8%/14.6%/14.3%，销售费用率和管理费用率相对稳定，研发费用率则受AWS投入增加影响有所提升，预计25-27年为14.7%/15.0%/15.2%。
- **净利润：**预计25-27年公司净利润水平为676/831/999亿美元，同比+14%/23%/20%，对应净利润率为9.7%/10.8%/11.8%。

图：亚马逊费用及利润预测（单位：百万美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	574785	637959	699179	772196	848846
YoY Growth	11.8%	11.0%	9.6%	10.4%	9.9%
毛利率	47.0%	48.9%	49.8%	51.1%	52.2%
履约费用	90619	98505	103439	112575	121464
履约费用率	15.8%	15.4%	14.8%	14.6%	14.3%
销售费用	44370	43907	48685	53768	59109
销售费用率	7.7%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用	85622	88544	103035	116022	128902
研发费用率	14.9%	13.9%	14.7%	15.0%	15.2%
管理费用	11816	11359	12430	13736	15101
管理费用率	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
营业利润	36852	68593	79431	97673	117469
YoY Growth	201%	86%	16%	23%	20%
OPM	6.4%	10.8%	11.4%	12.6%	13.8%
净利润	30425	59248	67568	83055	99908
YoY Growth	-1218%	95%	14%	23%	20%
NPM	5.3%	9.3%	9.7%	10.8%	11.8%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理测算

- 我们选取零售和云计算（包含SaaS和IaaS）公司对比其估值水平。1) 在零售领域，龙头拥有绝对估值溢价，对应25年平均PE 45x，而Target、eBay平均PE只有15x；2) 云计算公司中，拥有高增速的公司如Shopify、Snowflake 25年收入增速预期超过20%，其对应平均PS为14x，而Salesforce和Adobe 25年增速在10%左右，平均PS为7x。
- 对亚马逊进行SOTP估值，
 - 1) 零售业务25年预计将产生大约300亿左右利润，考虑到亚马逊在电商领域份额稳定处于龙头地位，给予40x，对应市值12000亿美元；
 - 2) 云计算业务25年预计收入1291亿美元，考虑到AI拉动下亚马逊云计算有望保持高增速，给予12xPS，对应市值15500亿美元。由此得到公司目标价259美元，对应涨幅33%。
- 投资建议：预计公司25-27年收入6992/7722/8488亿美元，同比+10%/10%/10%，净利润水平为676/831/999亿美元，同比+14%/23%/20%，对应净利润率为9.7%/10.8%/11.8%。我们按照SOTP估值，零售业务参考北美零售巨头沃尔玛、好市多给予40x PE，云业务参考微软、谷歌以及其他SaaS公司给予12xPS，给出目标价259美元，维持“优于大市”评级。**

图：亚马逊可比公司估值（截至2025/3/10）

股票代码	总市值 (亿美元)	净利润 (亿美元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
COST.O	4,146	81.2	88.9	98.8	51.07	46.67	41.98
WMT.N	7,533	195.3	222.4	246.2	38.57	33.87	30.60
TGT.N	519	40.3	42.3	45.5	12.87	12.27	11.41
eBay.O	318	17.7	18.7	19.6	17.97	16.97	16.25
平均					30.12	27.44	25.06

股票代码	总市值 (亿美元)	收入 (亿美元)			PS		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
CRM.N	2,623	379.52	414.96	454.24	6.91	6.32	5.77
ADBE.O	1,892	235.1	259.04	282.96	8.05	7.30	6.69
SHOP.N	1,201	88	108.42	131.07	13.65	11.08	9.16
SNOW.N	487	35.98	44.34	54.17	13.54	10.99	8.99
MSFT.O	28,261	2773.09	3154.45	3619.15	10.19	8.96	7.81
GOOGL.O	20,326	3907.99	4334.68	4956.27	5.20	4.69	4.10
平均					9.59	8.22	7.09

资料来源：Wind、彭博一致预期、国信证券经济研究所整理测算

- **一、公司概况：电商和云计算行业领导者**
- **二、股价复盘：长期投入打造护城河，杠杆属性和周期性明显**
- **三、零售：GMV稳健增长，广告Take Rate提升，履约优化利润率**
 - 3.1 GMV：份额稳定，用户和供给有望推动GMV稳健增长
 - 3.2 Take Rate：物流、佣金费率企稳，广告货币化率持续提升
 - 3.3 利润：广告释放利润弹性，履约效率优化
- **四、云计算：云计算龙头地位稳固，AI时代有望充分受益**
 - 4.1 AI时代云计算需求旺盛，亚马逊有望后来居上
 - 4.2 先发布局长期投入，云计算优势显著
 - 4.3 从底层到应用层，完成全栈AI布局
- **五、盈利预测&投资建议**
- **六、风险提示**

第一，宏观经济波动风险。亚马逊与美国零售市场有较强相关性，若关税等因素导致美国通胀控制不及预期，将直接影响消费市场，冲击亚马逊零售业务。此外，若宏观经济下行企业经营压力增加，也有可能造成IT支出增长放缓，导致公司云计算收入增长不及预期。

第二，广告增长不及预期风险。广告主投放意愿与宏观经济有较强相关性，若宏观经济走弱，有可能导致广告收入增长放缓。此外，若AI技术进步对广告效率提升有限，或广告产品升级效果不及预期，也有可能导致广告转化效率提升有限，难以实现预期高增长。

第三，行业竞争加剧风险。近几年Temu、Shein、Tiktok等新兴电商平台以及第三方独立站在北美市场快速增长，依靠价格优势、社媒传播优势等给亚马逊带来了一定的压力，政策环境稳定后，这些平台的继续发力可能引发行业竞争加剧，影响亚马逊市场份额。

第四，AI技术发展不及预期。AI技术发展是亚马逊云计算增长的最大驱动因素，若技术进展速度低于预期，云计算的下游需求可能放缓。亚马逊自身技术发展的滞后也有可能导致其在云计算行业被微软、谷歌等竞争对手抢占更多市场份额。

第五，过度投资风险。亚马逊2024年以来处于CAPEX扩张周期，主要集中在云计算行业，2025年CAPEX可能超出年初公司的计划，对利润率带来压力。除了在物流和云计算领域进行投入外，亚马逊还在卫星等领域进行投资，也可能由于没能产生正向收益最终对公司业绩产生负面影响。

附录：财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	78779	86657	100752	163505	营业收入	637959	699179	772196	848846
应收款项	55451	60772	67119	73781	营业成本	326288	351322	377498	405786
存货净额	34214	28239	30835	33751	研发费用	-88544	-103035	-116022	-128902
其他流动资产	0	0	0	0	销售及管理费用	-56029	-61952	-68428	-75225
流动资产合计	190867	199212	223428	296994	营业利润	68593	79431	97673	117469
固定资产	252665	293702	339396	383392	财务费用	2271	2491	2750	3025
无形资产及其他	23074	23074	21074	19074	权益性投资损益	0	0	0	0
投资性房地产	158288	158288	158288	158288	其他损益净额	-2250	-2431	-2711	-2956
长期股权投资	0	3669	3858	4902	税前利润	68513	79491	97712	117538
资产总计	624894	677945	746044	862650	所得税费用	9265	11924	14657	17631
短期借款及交易性金融负债	0	29560	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付款项	94363	77883	85044	93087	归属于母公司净利润	59248	67568	83055	99908
其他流动负债	85068	53350	56670	61204	经调整归母净利润	59248	67568	83055	99908
流动负债合计	179431	160793	141714	154291	现金流量表 (百万美元)				
长期借款及应付债券	52623	52623	52623	52623	2024	2025E	2026E	2027E	
其他长期负债	106870	110992	115114	119236	净利润	59248	67568	83055	99908
长期负债合计	159493	163615	167737	171859	资产减值准备	0	0	0	0
负债合计	338924	324408	309451	326150	折旧摊销	-48663	-61584	-73000	-85557
少数股东权益	0	0	0	0	公允价值变动损失	-2250	-2431	-2711	-2956
股东权益	285970	353538	436593	536500	财务费用	-2271	-2491	-2750	-3025
负债和股东权益总计	624894	677945	746044	862650	营运资本变动	-15209	-43422	5661	7120
其他	0	0	0	0	其它	122751	128029	151421	177026
关键财务与估值指标					经营活动现金流	115877	88160	164426	195541
经调整EPS	5.6	6.4	7.8	9.4	资本开支	-97151	-108721	-119593	-131553
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0	其它投资现金流	-9030	-1121	-1177	-1236
每股净资产	26.98	33.36	41.20	50.62	投资活动现金流	-94342	-109842	-120771	-132789
ROIC	34%	32%	33%	35%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	21%	19%	19%	19%	负债净变化	-5691	0	0	0
毛利率	49%	50%	51%	52%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	11%	13%	14%	其它融资现金流	-430	29560	-29560	0
EBITDA Margin	18%	20%	22%	24%	融资活动现金流	-11812	29560	-29560	0
收入增长	11%	10%	10%	10%	现金净变动	5392	7878	14095	62752
净利润增长率	95%	14%	23%	20%	货币资金的期初余额	73387	78779	86657	100752
资产负债率	54%	48%	41%	38%	货币资金的期末余额	78779	86657	100752	163505
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	36,813	-22679	42495	61417
P/E	35	31	25	21	权益自由现金流	12605	8999	15273	63988
P/B	7	6	5	4					
EV/EBITDA	20	16	13	11					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理测算

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.GSI）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±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±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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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