



中信证券研究部



许英博
科技产业首席分析师
S1010510120041

核心观点

亚马逊公布 2018 财年 4 季报 (截至 2018 年 12 月 31 日)，收入 724 亿 (美元，下同) (同比+20%)，经营利润 38 亿 (+78%)，净利润 30 亿 (+63%)；按业务部门营收为：网上商店 398 亿 (+13%)、实体商店 44 亿 (-3%)、第三方卖家服务 134 亿 (+27%)、订阅服务 40 亿 (+25%)、AWS 74 亿 (+45%)、其他 34 亿 (+95%)。公司对 2019 财年一季报给出指引：收入 560-600 亿美元 (对应同比增速 9.7-17.6%)，经营利润 23-33 亿 (对应同比增速 19.4-71.3%)。对此我们点评如下：

- **Q4 业绩大致符合指引，收入增速放慢存在一定隐忧。** 亚马逊 2018 财年四季度的收入大致符合 665-725 亿的公司指引和 719 亿的市场预期，但总收入增速从 2017 财年 Q4 的 38% 和上季度的 29% 下降到 20%，而 2019 财年 1Q 收入指引平均值代表的 14% 同比增长将重设市场对公司后续收入增速的合理预期。好消息是：盈利录得不错同比增长：经营利润率+1.7%，净利率+1.1%。
- **AWS 和广告收入增长依然强劲。** 云计算服务占亚马逊总收入的 10.3%，依然保持着 45% 的强劲增速 (对比去年同期 45% 和上季度的 46%)，而经营利润亦增长 61% 至 22 亿美元，占公司总经营利润的 57%，利润率同比上升 3% 至 29%。更重要的是，高利润的云业务同时也为公司带来稳定的高经常性收入，对公司总体估值有长远的战略意义。广告销售和其他收入在第四季度增长了 95%，达到 34 亿美元，2018 全年翻倍增长到超过 100 亿美元。
- **计划加大人员、配送中心、数据中心投资，短期盈利将受压力。** 由于在 2016/2017 年提前投资部署，2018 年公司能在没有太大增量投资下取得不错的利润提升空间。但公司表示 2019 年将会是投资加速的一年，因此利润提升的预期估计将不如 2018 年明显，但公司 2019Q1 经营利润率的指引依然有 +1% 增长。加上前述的收入增速放慢，我们认为股价在中短期遇到的上升阻力将比去年要大。
- **风险因素：** 市场流动性风险，实体零售渠道发展的不确定因素，智能硬件入口端面临竞争对手的压力，收入放慢同时资本开支加速导致利润受压等。
- **投资建议：** 根据路透一致预期，亚马逊 2019、2020 财年的盈利预测分别为 139 亿、203 亿美元，对应 2019 年 2 月 11 日股价，企业价值/净收入估值分别为 2.9 与 2.4 倍。我们认为经过 2018 年底触发的美国科技股回调后，公司股价已经回落到比较靠近历史平均的 PS 和 EBITDA 估值水平。在新业务持续扩张和投资加大的背景下，我们建议持续关注投资所能带来的增量收入贡献以及创新业务带来的新增市场空间与长期战略的价值。

亚马逊盈利预测与估值

项目/财年	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万美元)	177,866	232,887	275,061	324,420	375,779
同比增长%	30.8%	30.9%	18.1%	17.9%	15.8%
经营利润 (百万美元)	4,106	12,421	17,661	25,457	35,763
同比增长%	73.2%	202.5%	42.2%	44.1%	40.5%
净利润 (百万美元)	3,033	10,073	13,940	20,315	28,248
同比增长%	27.9%	232.1%	38.4%	45.7%	39.1%
每股收益 (美元)	6.15	20.14	26.88	38.99	54.81
市盈率 (倍)	258.7	79.0	59.2	40.8	29.0
企业价值/净收入 (倍)	4.4	3.4	2.9	2.4	2.1

资料来源：公司财报，路透一致预测 注：股价为 2019 年 2 月 11 日收盘价

亚马逊	AMZN.O
当前价	1591.00 美元
总股本	4.91 亿股
流通股本	4.91 亿股
52 周最高/最低价	2050/1310 美元
近 1 月绝对涨幅	-3.02%
近 3 月绝对涨幅	-7.09%
近 12 月绝对涨幅	18.77%

表 1: 亚马逊 2018Q4 业绩摘要

(以百万美元计除每股)	Q42017		Q42018		
	实际值	公司指引	一致预测	实际值	实际与一致预测差距%
营业收入	60,453	66,500-72,500	71,874	72,383	0.7
同比增长%		10.0-19.9	18.9	19.7	
AWS 收入	5,113	不提供	7,280	7,430	2.1
同比增长%			42.4	45.3	
经营利润	2,127	2,100-3,600	3,707	3,786	2.1
同比增长%		(1.3)-69.3	74.3	78.0	
AWS 经营利润	1,354	不提供	2,093	2,177	4.0
同比增长%			54.6	60.8	
净利润	1,856	不提供	2,821	3,027	7.3
同比增长%			52.0	63.1	
每股收益 (摊薄)	3.75	不提供	5.68	6.04	6.3
同比增长%			51.5	61.1	

资料来源: 路透, 公司财报, 中信证券研究部

表 2: 亚马逊 2018 财年第四季度主要经营数据 (单位: 百万美元)

项目	Q4-18	Q3-18	环比增长	Q4-17	同比增长
营业收入	72,383	56,576	28%	60,453	20%
网上商店	39,822	29,061	37%	35,383	13%
实体商店	4,401	4,248	4%	4,522	-3%
第三方卖家服务	13,383	10,395	29%	10,523	27%
订阅服务	3,959	3,698	7%	3,177	25%
AWS	7,430	6,679	11%	5,113	45%
其他	3,388	2,495	36%	1,735	95%
销售成本	44,786	33,003	36%	38,494	16%
毛利	27,597	23,573	17%	21,959	26%
物流营运费用	10,028	8,275	21%	8,974	12%
营销费用	4,911	3,303	49%	3,440	43%
技术与内容费用	7,669	7,162	7%	6,314	21%
管理费用	1,117	1,041	7%	1,044	7%
其他营业费用	86	68	26%	60	43%
总营业成本	68,597	52,852	30%	58,326	18%
经营利润	3,786	3,724	2%	2,127	78%
净利润	3,027	2,883	5%	1,856	63%

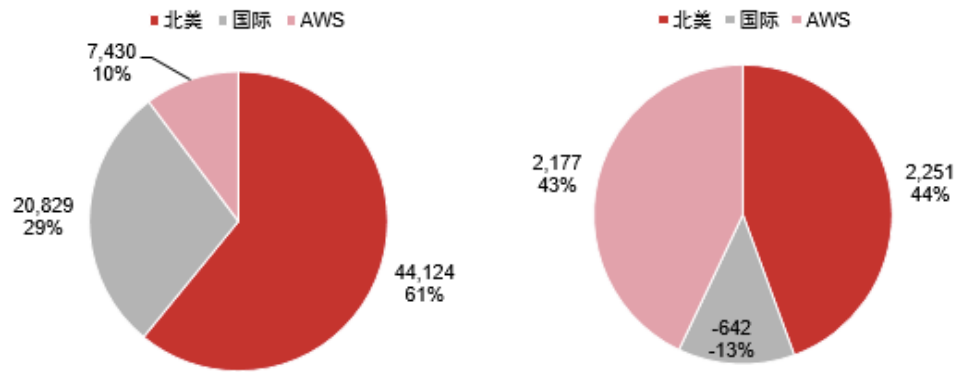
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

表 3: 亚马逊 2019 财年第一季度业绩指引

(以百万美元计除每股)	Q1 2018		Q1 2019		
	实际值	公司指引 (最低)	公司指引 (最高)	公司指引 (中点)	一致预测
营业收入	51,042	56,000	60,000	58,000	61,000
同比增长%		9.7	17.6	13.6	19.5
经营利润	1,927	2,300	3,300	2,800	3,074
同比增长%		19.4	71.3	45.3	59.5

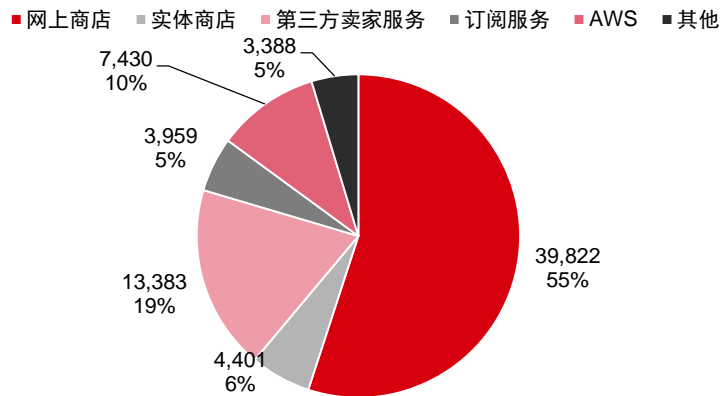
资料来源: 路透, 公司财报, 中信证券研究部

图 1：亚马逊 2018 财年四季度：按业务部门拆分营业收入（左）和经营利润（右）（单位：百万美元）



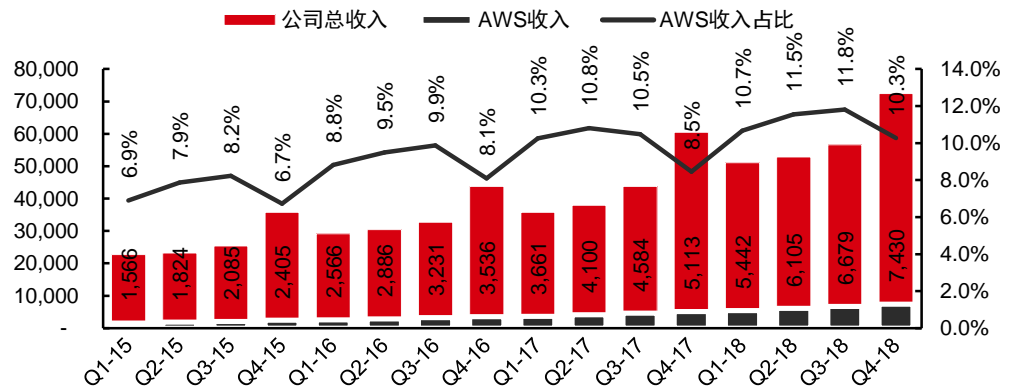
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 2：亚马逊 2018 财年第四季度：按渠道拆分营业收入（单位：百万美元）



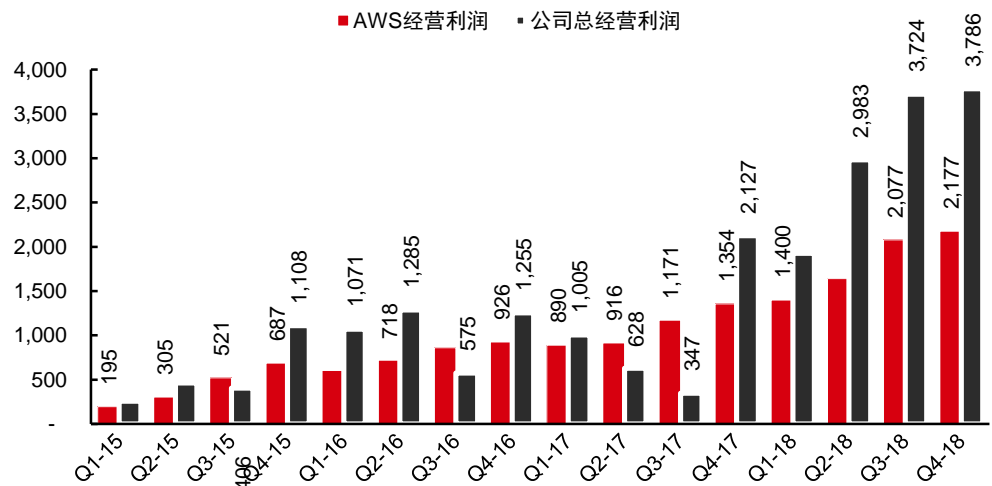
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 3：AWS 云业务收入占亚马逊总收入比例（收入单位为百万美元）



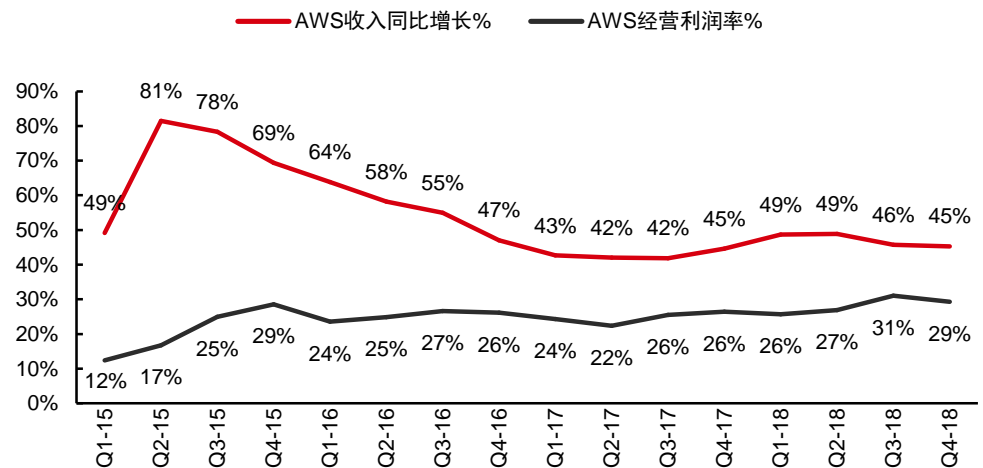
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 4: AWS 营业利润及公司总营业利润对比 (单位:百万美元)



资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 5: AWS 云业务收入同比增长率及 AWS 营业利润率的历史趋势



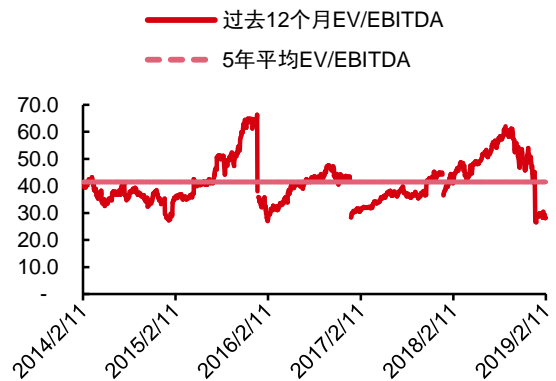
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

图 6: 亚马逊过去五年的 PS 估值趋势



资料来源: 路透, 中信证券研究部

图 7: 亚马逊过去五年的 EV/EBITDA 估值趋势



资料来源: 路透, 中信证券研究部

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标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联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。