

方正证券研究所证券研究报告

亚马逊 (AMZN. O)

公司研究

互联网行业

公司短评报告

2018. 10. 29

海外&传媒首席分析师 杨仁文  
执业证书编号： S1220514060006  
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

历史表现：



数据来源：Bloomberg 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

公司 10 月 25 日发布第三季度财报：

季度营收 YoY 增长 29%，达\$566 亿；经营性现金流 (TTM) YoY 增长 57%，达\$266 亿；自由现金流 YoY 增长 93%，达\$154 亿；单季度经营性利润达\$37 亿。公司对 18Q4 的指引：营收将介于\$665 亿和\$725 亿间，对应增速为 YoY+ 10% ~ 20%，其中包括 0.8%的汇率影响；经营性利润介于\$21 亿和\$36 亿间。

点评：

**1. 营收增速低于预期，Q4 指引增速下降。**18Q3 总体营收增长 29%，其中北美、国际以及 AWS 增长分别为 35%、13.4%和 45.7%。增速放缓主要原因在于国际业务（相比 17Q3 的 29.3%增速），北美和 AWS 相对稳定。

**2. 新业务维持高增速，电商增速放缓。**分业务板块来看，订阅服务、AWS 云计算和广告业务维持了较高增速，而受宏观消费影响较大的线上商店以及第三方卖家服务增速有所下降，分别增长 10%和 31%（相比 17Q3 的 22%和 40%的增速）。

**3. 18Q4 指引低于市场预期。**与 17Q4 对比，应排除约 10%全食超市并表带来影响以及 2.7%汇率正影响，扣除后可比指引为 15%-25%。因此，18Q4 指引相比去年实际放缓约 5%左右，仍低于市场预期。

**4. 公司利润持续增长，主要来自于云计算（AWS）驱动。**北美、国际业务以及 AWS 在 18Q3 单季度经营性利润分别为\$20.3、\$-3.8 亿以及\$20.7 亿。18Q3 AWS 营收继 18Q1 和 18Q2 分别录得 48.6 和 48.9%的增长后，保持了 45.7%增长。AWS 经营利润率持续提高，达 31.1%。**服务方面**，亚马逊持续推出新产品，EC2 目前支持 6TB、9TB 和 12TB 的高内存服务，与 VMware 合作，推出 RDS on VMware，推进混合云环境。**客户方面**，DoorDash 全面布局在 AWS 上，Hubspot 和三星重工选择 AWS 为 Preferred Public Cloud Provider，Yelp 将主数据库迁移至 AWS 上。

**5. 盈利预测与估值：**

根据彭博一致预期，公司 FY18-20 年调整后 EPS 分别为 \$27.17/36.16/48.51；自由现金流分别为\$174.96/253.05/347.03 亿，对应 10 月 26 日收盘价，P/FCF 分别为 46x/32x/23x；EBITDA 分别为\$326.76/415.20/531.97 亿，对应 10 月 26 日收盘价，P/EBITDA 分别为 25x/19x/15x。

**6. 风险提示：**

1. 传统电商渗透率不达预期的风险；
2. 传统电商行业面临更剧烈竞争的风险；
3. 无法持续创新或新品于市场接受率较低等的风险。

## 事件:

公司 10 月 25 日发布第三季度财报:

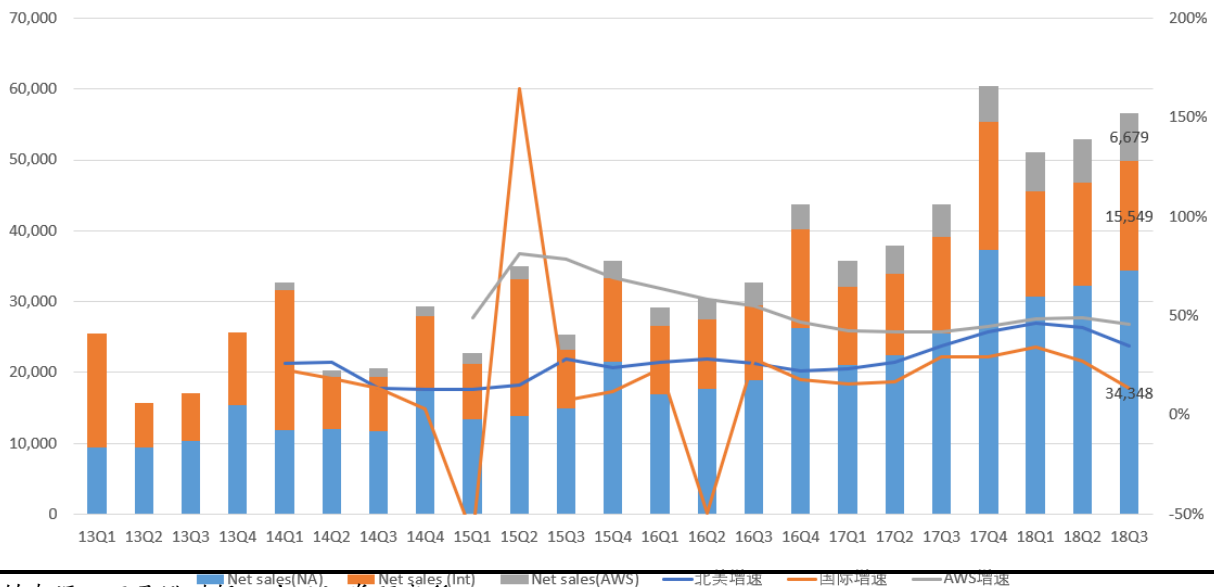
季度营收 YoY 增长 29%，达\$566 亿；经营性现金流（TTM）YoY 增长 57%，达\$266 亿；自由现金流 YoY 增长 93%，达\$154 亿；单季度经营性利润达\$37 亿。公司对 18Q4 的指引：营收将介于\$665 亿和\$725 亿间，对应增速为 YoY+ 10% ~ 20%，其中包括 0.8%的汇率影响；经营性利润介于\$21 亿和\$36 亿间。

## 点评:

## 1 营收增速低于预期，Q4 指引增速下降

18Q3 总体营收增长 29%，其中北美、国际以及 AWS 增长分别为 35%、13.4%和 45.7%。北美和 AWS 相对稳定，增速放缓主要来自于国际业务（相比 17Q3 的 29.3%增速）。

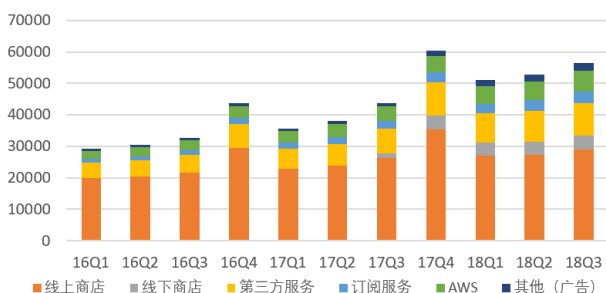
图表1：亚马逊分部营收及增速（\$百万）



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

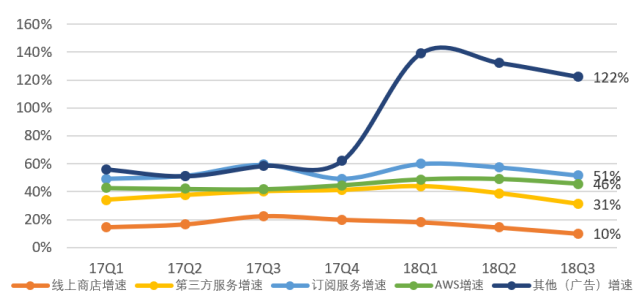
新业务维持高增速，电商增速放缓。分业务板块来看，订阅服务、AWS 云计算和广告业务维持了较高增速，而受宏观消费影响较大的线上商店以及第三方卖家服务增速有所下降，分别增长 10%和 31%(相比 17Q3 的 22%和 40%的增速)。

图表2：亚马逊分板块营收（\$百万）



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

图表3：亚马逊分板块营收增速



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

**18Q4 指引低于市场预期。**公司基于 18Q3 数据作出展望，对 18Q4 的指引为营收将介于\$665 亿和\$725 亿间，对应增速为 YoY+ 10% ~ 20%，其中包括 0.8%的汇率影响。经营性利润介于\$21 亿和\$36 亿间，相比 17Q4 的\$21 亿。2017Q4 应排除约 10%收购全食超市并表带来影响以及 2.7%汇率正影响，扣非后可比指引为 15% - 25%。因此，18Q4 指引相比去年实际放缓约 5%左右，仍低于市场预期。

图表4： 亚马逊 17Q4 vs 18Q4 指引

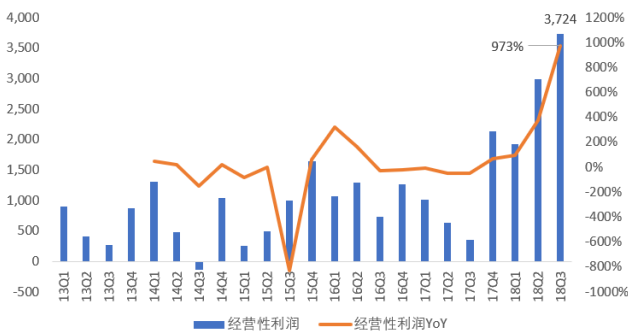
	指引	实际
2017Q4	28% - 38%	38.20%
2017Q4 (调整后)	15% - 25%	25.2%
2018Q4	10% - 20%	/

资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

## 2 经营性利润持续增长

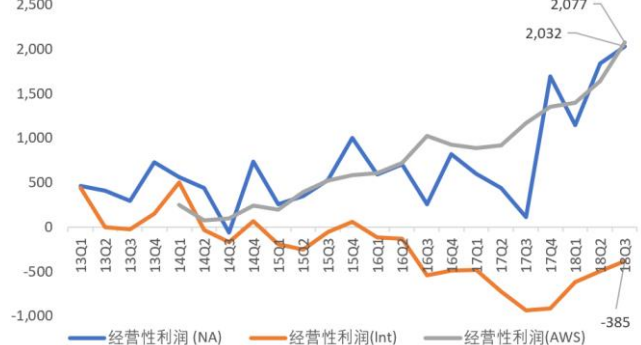
公司利润持续增长，主要来自于云计算（AWS）驱动。北美、国际以及 AWS 在 18Q3 单季度经营性利润分别为\$20.3、\$20.7 亿以及-\$3.8 亿。

图表5： 亚马逊经营性利润与增速（\$百万）



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

图表6： 亚马逊分部经营性利润（\$百万）

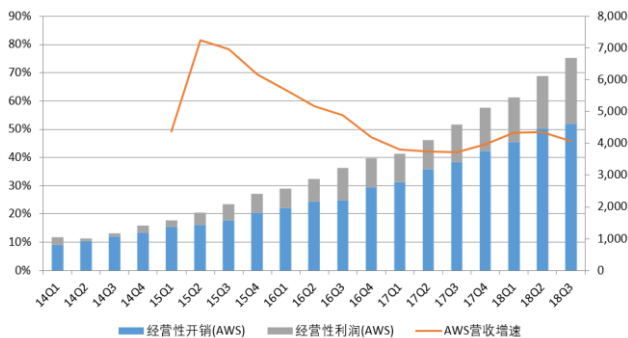


资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

## 3 AWS 云计算营收稳定，不断推出新服务

亚马逊云计算服务（AWS）营收增长稳定，持续成为公司重要的现金流和利润来源。18Q3 AWS 营收继 18Q1 和 18Q2 分别录得 48.6 和 48.9% 的增长后，保持了 45.7%增长。经营利润率持续提高，达 31.1%。

图表7： AWS 运营情况，增速保持稳定（\$百万）



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

图表8： 经营利润率稳步提升



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

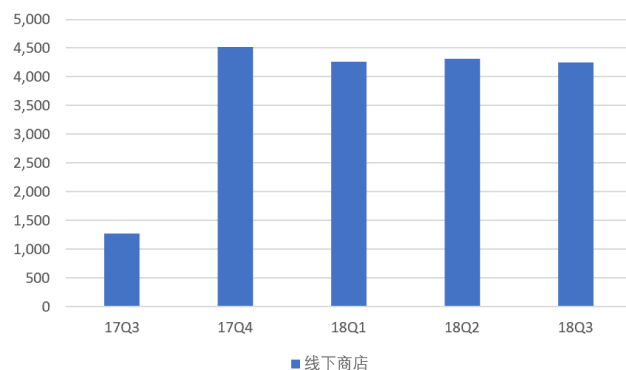
**AWS 服务方面**，亚马逊仍持续推出新产品，EC2 目前支持 6TB、9TB 和 12TB 的高内存服务，2019 年将扩展至 18TB、24TB。与 VMware 合作，推出 RDS on VMware，推进混合云环境，并持续向亚太地区、美洲等地区推出混合云服务。AWS 推出 IoT Device Defender 服务，帮助客户管理 IoT 设备安全，扩大 IoT 规模。

**AWS 客户方面**，DoorDash 全面布局在 AWS 上，Hubspot 和三星重工选择 AWS 为 Preferred Public Cloud Provider，Yelp 将主数据库迁移至 AWS 上。

#### 4 线下门店持续扩张

线上线下服务持续提升，全食超市、Prime 会员和 Amazon Go 无人商店的业态在形成。公司在 2017 年 8 月 28 日收购全食超市后，持续实行整合，利用线上线下的优势，完善更好用户体验。目前全食超市针对 Prime 会员推出折扣服务、推出“Best-selling”标签等，将全食超市与 Prime Now 结合，在全美 10 个城市推出 30 分钟线下 pick up 服务。在全美 60 个城市，全食超市的商品也通过 Prime Now 进行 1 小时送货。

图表9：全食超市并表后季度营收表现（\$百万）



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

**开放 5 家 Amazon Go 无人商店。** Amazon Go 无人商店方面，继 2016 年亚马逊首先对内部试验后，近期，在芝加哥、旧金山和西雅图开放了 5 家新店。

**纽约推出 Amazon 4-star 商店。**公司在纽约推出 Amazon 4-star 商店，销售网站上 4 星及以上高评价产品。

#### 5 智能家居与硬件：Fire 平板/Kindle 新品发售，Alexa 兼容性提高

亚马逊相继推出全新的 Fire HD 8 平板电脑，Fire HD 8 儿童版以及 Kindle Paperwhite 电子书，Fire TV Recast 电视盒子等新品。

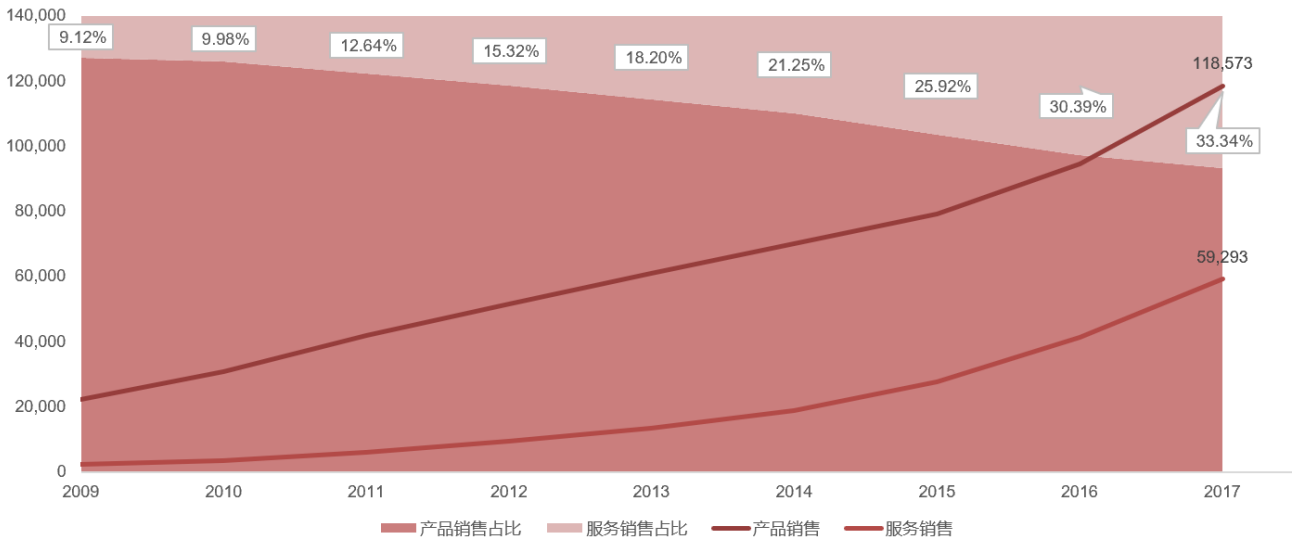
通过 Alexa 语音助手，亚马逊在市场上率先以语音切入人工智能应用场景后，兼容性持续提高，目前超过来自 3500 个品牌的 20000 个设备可以同 Alexa 兼容，相关服务的推出在持续推进，Alexa 也正变得更加聪明。

## 6 亚马逊财务数据：

### 6.1 产品与服务：

亚马逊产品收入包括产品收入以及服务收入，服务收入占比逐渐提高。①产品收入主要以毛利形式记录（即记录交易收入和成本），包括自营产品的收入以及相关运费等，亚马逊在此类产品交易中承担主要责任，拥有制定价格和选择供应商的权利。②服务收入主要以净利形式记录，主要包括第三方卖家服务费，AWS 收入等，亚马逊在此类交易中大多不承担主要责任。Prime 会员收入分布在两种收入中。2012 年，由于第三方卖家服务收入增加，亚马逊服务营收占比增大。随着 Prime 会员订购、AWS、广告等业务的扩展，服务收入迎来了高速增长，所占比例也逐渐扩大。

图表10： 产品与服务营收及占比：服务收入增速高于产品增速（\$百万）



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

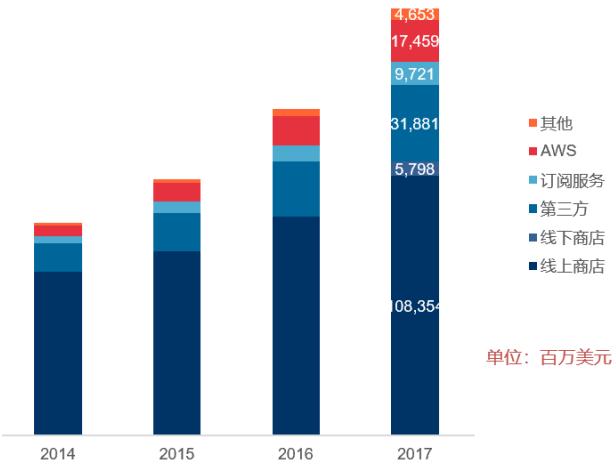
### 6.2 业务板块收入：

亚马逊业务分为线上商店，线下商店，第三方服务，订阅服务，AWS 以及其他：

- ① 线上商店：自营线上商店。
- ② 线下商店：主要为全食超市，也包括早期布局的 Amazon Go 以及 Amazon Books 等。
- ③ 第三方服务：主要来源于 Marketplace 第三方卖家成交佣金及 FBA 费用。
- ④ 订阅服务：主要来源于 Prime 会员费。
- ⑤ 其他：主要为广告收入。

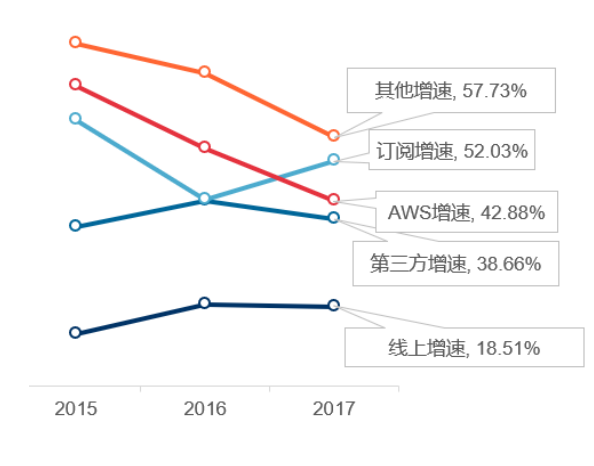
目前，第三方服务、订阅服务、AWS 以及广告等高毛利低边际成本业务仍保留高增速，继续为公司战略输血。

图表11: 亚马逊分业务板块营收(\$百万)



资料来源: 亚马逊财报, 方正证券研究所

图表12: 亚马逊分业务板块营收增速(\$百万)



资料来源: 亚马逊财报, 方正证券研究所

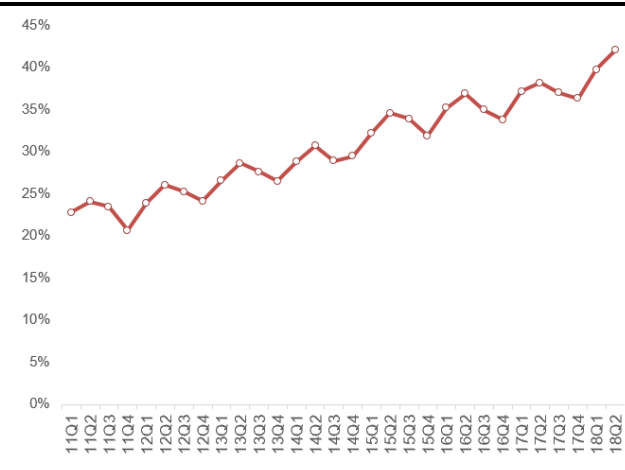
### 6.3 成本分析 (毛利率):

2011年后, 毛利率持续提高, 季节性变化。销货成本主要包括消费品进货成本, 电子媒体内容费用以及物流运输成本等。第三方卖家进货成本不计入销货成本。

①2011年后, 由于第三方卖家服务收入增加, 总体毛利率打破平稳, 起步提升。在高毛利服务业务的拓展下, 毛利率保持稳步增长。

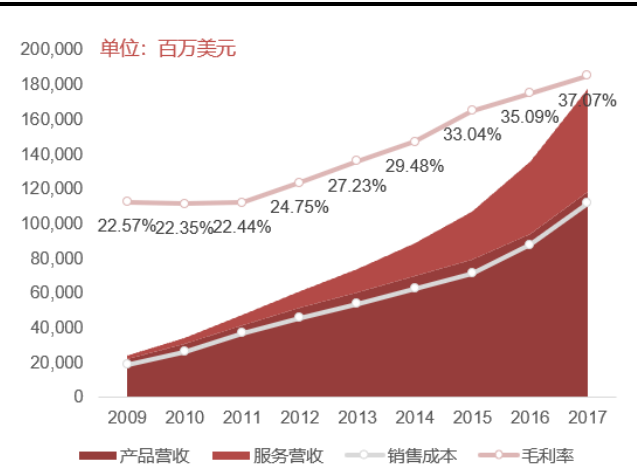
②季度而言, 毛利率呈现季节性, 第二季度毛利最高, 第四季度虽然营收最高, 但由于低价促销, 毛利率最低。

图表13: 毛利率(按季度): 呈季节性变化, Q2最高, Q4最低(\$百万)



资料来源: 亚马逊财报, 方正证券研究所

图表14: 毛利率变化: 2012年后稳步增长(\$百万)



资料来源: 亚马逊财报, 方正证券研究所

### 6.4 现金流分析:

亚马逊将现金流作为评价公司健康水平的第一指标, 2014年以来, 现金流稳定健康。

1998-2001年: 亚马逊扩张媒体业务, 但由于原业务现金流能力不足, 只能通过债务融资扩展, 其非流动性负债率于2001年达到峰值132%。

2000-2009年: 由于Marketplace (2000), Prime (2005), AWS (2006)



等高毛利业务的推出与发展，亚马逊非流动性负债稳步下降，运营现金流也缓慢上升。

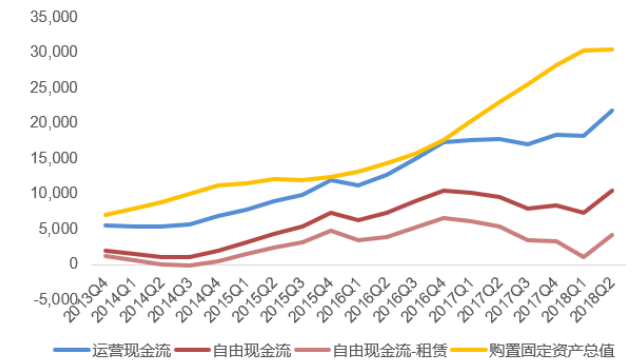
2009年：随着亚马逊开始投资仓储、数据中心等基础措施，自由现金流开始减少。

2012年：亚马逊转向融资租赁途径投资固定资产。

2014年：亚马逊自由现金流高速增长。

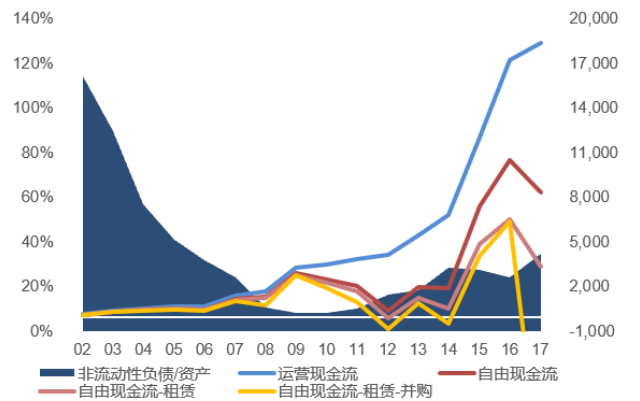
2017年：由于对AWS数据中心的90亿美元投资(YoY +76%)，自由现金流下降。

图表15： 亚马逊现金流情况 (\$百万)



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

图表16： 亚马逊现金流以及负债情况 (\$百万)



资料来源：亚马逊财报，方正证券研究所

## 7 盈利预测与估值

根据彭博一致预期，公司 FY18-20 调整后 EPS 分别为 \$27.17/36.16/48.51；自由现金流分别为 \$174.96/253.05/347.03 亿，对应 10 月 26 日收盘价，P/FCF 分别为 46x/32x/23x；EBITDA 分别为 \$326.76/415.20/531.97 亿，对应 10 月 26 日收盘价，P/EBITDA 分别为 25x/19x/15x。

图表17： 彭博一致预期

	18Q3A	18Q4E	19Q1E	19Q2E	19Q3E	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
EPS, Adj (\$)	7.88	7.88	6.08	8.92	10.10	10.11	27.17	36.16	48.51	61.74
EPS, GAAP+ (\$)	5.75	5.43	4.52	6.30	7.10	4.55	18.81	25.59	37.51	51.02
营收 (\$M)	56576	72285	61333	63879	68784	177866	233174	281915	336415	400548
毛利率 %	41.7	39.4	42.0	43.8	43.3	37.1	40.5	42.3	44.0	45.6
经营性利润 (\$M)	3724	3646	3017	4224	4814	4106	11979	17432	25627	37743
EBIT (\$M)	3724	3631	3044	3959	4188	4106	11116	16105	23820	24333
EBITDA (\$M)	8920	9138	8671	10196	10987	20001	32676	41520	53197	63074
税前利润 (\$M)	3390	3390	2763	3958	4559	3806	11013	16355	24841	37155
净利润, Adj (\$M)	3950	3972	2697	3931	4672	4984	13371	17936	25197	27269
净利润, GAAP+ (\$M)	2883	2706	2211	3186	3596	2244	9343	12621	19097	25919
自由现金流 (\$M)	5236	10325	-1442	7382	7866	6479	17496	25305	34703	42527
CAPEX (\$M)	-3352	-3943	-3787	-3766	-3835	-11955	-12767	-15505	-17895	-20300

资料来源：Bloomberg 一致预期，方正证券研究所

## 8 风险提示

- ① 传统电商领域渗透率不达预期，因此电商 GMV 数据会低于预期，导致电商部分估值低于预期；
- ② 传统电商行业面临更剧烈竞争，沃尔玛以及新进入者以更低价格和更优模式抢夺市占率；
- ③ 无法持续创新或新品于市场接受率较低，会导致新的成长动能不足，无法支撑较高估值；
- ④ AWS 面临严峻市场竞争导致份额下降剧烈。主要来自于微软、谷歌、阿里巴巴在 IaaS 和 PaaS 领域加大投资；
- ⑤ 最后一英里物流费用持续提高，导致亚马逊成本上升速度大于营收增速；
- ⑥ Prime 会员增速不达预期。



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com