

4Q 低价策略见效, AI 产能 2H25 或改善

华泰研究

2025 年 2 月 07 日 | 美国

年报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

257.00

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPP942

丁骄阳

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

亚马逊 4Q 业绩: 收入同比增长 10.5% 至 1878 亿美元, 符合 VA 一致预期(下同)。归母净利润同比增长 88.3% 至 200 亿美元, 超预期 24%。北美、国际、AWS 营收分别同比增长 9.5%、7.9%、18.9%, 对应经营利润率同比改善 1.9/4.1/7.3pct。管理层表示 25 年 capex 年化值可达 1000 亿美元。展望 25 年, 我们预期 AWS 和电商竞争格局有所缓解, 1) 高性价比的 Nova 模型和 Trainium 自研芯片将持续推动 AWS 业务增长, 2) 电商的全新低价战略开始见效, 履约自动化提升带来降本增效, 有望缓冲跨境电商新增关税的影响。维持“增持”评级。

4Q 北美电商收入超预期, 低价策略持续渗透

在低价策略驱动下, 4Q 北美电商加速增长(收入+9.5% yoy, 超预期 1.4%); 国际电商收入增速则放缓至 7.9% yoy, 低于预期 1.7%。广告营收同比增速也放缓 18%。从业务模式看, 自营和 3P 收入分别同比增长 7.1% 和 9%。4Q 假日需求旺盛, 两大促销营收创新高。① 低价商城 Amazon Haul 在 11 月推出, 有效渗透价格敏感的长尾客户。② 物流加速降本增效: 履约时效持续提升, 美国 Prime 当日/隔夜达的订单量增长 65%, 机器人自动化技术的加速渗透有望持续降低物流成本。

云业务增速略有放缓, 数据中心 2H25 产能有望改善

四季度 AWS 营收同比增长 18.9%, 略低于预期 0.2%, 主因行业产能供应相对紧缺。AWS 经营利润率同比提升 7.3pct 至 36.9%。管理层表示 2H25 数据中心产能有望改善; 然而考虑到 25 年折旧年限缩短, AWS 利润率稳定性大概率会下降。12 月 re:Invent 大会期间, 公司发布了自研大模型 Nova 和 Trainium 2 芯片用于 EC2 Trn2 实例, 性价比优势突出。近日亚马逊 Bedrock 平台新增 DeepSeek、Luma AI 和 poolside 大模型, 同时更新提示缓存、智能提示路由和模型蒸馏功能, 从而帮助用户降低推理成本和延迟。

盈利预测与估值

公司指引 1Q25 营收达 1510-1555 亿美元, 对比预期 1584 亿, 经营利润指引 140-180 亿美元。展望 25-26 年, 我们调整亚马逊收入预测-0.9/-1.2%, 主因 AWS 增速放缓, 上调净利润预测 3.3/4.6% 至 698/879 亿美元, 主因电商履约提效, 以及自动化带来降本。我们引入 27 年新值, 对应收入和净利润 8577/1096 亿美元。我们根据 SOTP 估值, 上调目标价至 257 美元(前值: 230 美元), 对应 25/26 年 38.7 倍和 30.8 倍 PE。维持“增持”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, AI 需求不及预期, 履约成本增长超预期。

经营预测指标与估值

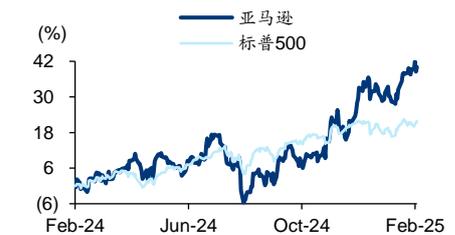
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	574,785	637,959	704,716	780,552	857,732
+/-%	11.83	10.99	10.46	10.76	9.89
归属母公司净利润(美元百万)	30,425	59,248	69,828	87,878	109,605
+/-%	(1,218)	94.73	17.86	25.85	24.72
EPS(美元, 最新摊薄)	2.89	5.63	6.64	8.36	10.42
ROE(%)	17.49	28.31	26.43	23.78	22.05
PE(倍)	82.54	42.39	35.96	28.58	22.91
PB(倍)	12.44	11.59	8.05	5.88	4.43
EV EBITDA(倍)	1.19	0.88	0.73	0.41	0.21

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(美元)	257.00
收盘价(美元 截至 2 月 6 日)	238.83
市值(美元百万)	2,511,300
6 个月平均日成交额(美元百万)	7,379
52 周价格范围(美元)	151.61-242.52
BVPS(美元)	19.44

股价走势图



资料来源: S&P

图表1: 亚马逊 4Q 财务速览

美元 (百万)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4Q VA cons	vs cons	1Q VA cons	1Q Guide
财务数据												
GAAP收入	127,358	134,383	143,083	169,961	143,313	147,977	158,877	187,792	187,462	0.2%	158,382	1510-1555亿
yoy (%)	9.4%	10.8%	12.6%	13.9%	12.5%	10.1%	11.0%	10.5%				5%~9%
毛利	59,567	65,010	68,061	77,408	70,680	74,192	77,900	88,899	88,145	0.9%	79,885	
yoy (%)	19.3%	18.6%	19.8%	21.8%	18.7%	14.1%	14.5%	14.8%				
毛利率	46.8%	48.4%	47.6%	45.5%	49.3%	50.1%	49.0%	47.3%	47.0%	0.3pp	50.4%	
同比变动 (pp)	3.9pp	3.2pp	2.9pp	2.9pp	2.5pp	1.8pp	1.5pp	1.8pp				
经营利润	4,774	7,681	11,188	13,209	15,307	14,672	17,411	21,203	19,202	10.4%	18,176	140-180亿
yoy (%)	30.1%	131.6%	343.1%	382.6%	220.6%	91.0%	55.6%	60.5%				
经营利润率	3.7%	5.7%	7.8%	7.8%	10.7%	9.9%	11.0%	11.3%	10.2%	1.0pp	11.5%	
同比变动 (pp)	0.6pp	3.0pp	5.8pp	5.9pp	6.9pp	4.2pp	3.1pp	3.5pp				
净利润	3,172	6,750	9,879	10,624	10,431	13,485	15,328	20,004	16,103	24.2%	15,298	
yoy (%)			244.0%	3721.6%	228.8%	99.8%	55.2%	88.3%				
净利率	2.5%	5.0%	6.9%	6.3%	7.3%	9.1%	9.6%	10.7%	8.6%	2.1pp	9.7%	
同比变动 (pp)			4.6pp	6.1pp	4.8pp	4.1pp	2.7pp	4.4pp				
资本开支	13,070	10,412	11,298	13,353	13,935	16,393	21,278	26,052	22,175	17.5%	20,216	
yoy (%)	-4.9%	-26.1%	-24.9%	-13.5%	6.6%	57.4%	88.3%	95.1%				
自由现金流, TTM	-3,319	7,878	21,434	36,813	50,149	52,973	47,747	38,219				
经营费用												
营销费用	10,172	10,745	10,551	12,902	9,662	10,512	10,609	13,124	13,301	-21.0%	10,667	
营销费用率	8.0%	8.0%	7.4%	7.6%	6.7%	7.1%	6.7%	7.0%				
研发费用	20,450	21,931	21,203	22,038	20,424	22,304	22,245	23,571	23,885	-6.6%	23,743	
研发费用率	16.1%	16.3%	14.8%	13.0%	14.3%	15.1%	14.0%	12.6%				
管理费用	3,043	3,202	2,561	3,010	2,742	3,041	2,713	2,863	3,242	-6.2%	3,000	
管理费用率	2.4%	2.4%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%	1.7%	1.5%				
履约费用	20,905	21,305	22,314	26,095	22,317	23,566	24,660	27,962	28,400	-17.0%	24,177	
履约费用率	16.4%	15.9%	15.6%	15.4%	15.6%	15.9%	15.5%	14.9%				
分业务财务												
-北美收入	76,881	82,546	87,887	105,514	86,341	90,033	95,537	115,586	114,030	1.4%	93,509	
yoy (%)	11.0%	10.9%	11.5%	13.0%	12.3%	9.1%	8.7%	9.5%				
营业利润	898	3,211	4,307	6,461	4,983	5,065	5,663	9,256				
营业利润率	1.2%	3.9%	4.9%	6.1%	5.8%	5.6%	5.9%	8.0%				
-国际收入	29,123	29,697	32,137	40,243	31,935	31,663	35,888	43,420	44,166	-1.7%	34,777	
yoy (%)	1.3%	9.7%	15.9%	16.8%	9.7%	6.6%	11.7%	7.9%				
营业利润	-1,247	-895	-95	-419	903	273	1,301	1,315				
营业利润率	-4.3%	-3.0%	-0.3%	-1.0%	2.8%	0.9%	3.6%	3.0%				
-AWS收入	21,354	22,140	23,059	24,204	25,037	26,281	27,452	28,786	28,855	-0.2%	29,806	
yoy (%)	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.2%	18.7%	19.1%	18.9%				
营业利润	5,123	5,365	6,976	7,167	9,421	9,334	10,447	10,632				
营业利润率	24.0%	24.2%	30.3%	29.6%	37.6%	35.5%	38.1%	36.9%				
零售营业收入拆分					13.40%	11.28%	7.80%	7.32%				
美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24				
净收入	127,358	134,383	143,083	169,961	143,313	147,977	158,877	187,792				
yoy	9.4%	10.8%	12.6%	13.9%	12.5%	10.1%	11.0%	10.5%				
qoq	-14.6%	5.5%	6.5%	18.8%	-15.7%	3.3%	7.4%	18.2%				
线上商城收入	51,096	52,966	57,267	70,543	54,670	55,392	61,411	75,556				
yoy	-0.1%	4.2%	7.1%	9.3%	7.0%	4.6%	7.2%	7.1%				
qoq	-20.8%	3.7%	8.1%	23.2%	-22.5%	1.3%	10.9%	23.0%				
收入占比	40.1%	39.4%	40.0%	41.5%	38.1%	37.4%	38.7%	40.2%				
实体商店收入	4,895	5,024	4,959	5,152	5,202	5,206	5,228	5,579				
yoy	6.6%	6.4%	5.6%	3.9%	6.3%	3.6%	5.4%	8.3%				
qoq	-1.3%	2.6%	-1.3%	3.9%	1.0%	0.1%	0.4%	6.7%				
收入占比	3.8%	3.7%	3.5%	3.0%	3.6%	3.5%	3.3%	3.0%				
3P商家收入	29,820	32,332	34,342	43,559	34,596	36,201	37,864	47,485				
yoy	17.7%	18.1%	19.8%	19.9%	16.0%	12.0%	10.3%	9.0%				
qoq	-17.9%	8.4%	6.2%	26.8%	-20.6%	4.6%	4.6%	25.4%				
收入占比	23.4%	24.1%	24.0%	25.6%	24.1%	24.5%	23.8%	25.3%				
订阅服务收入	9,657	9,894	10,170	10,488	10,722	10,866	11,278	11,508				
yoy	14.8%	13.5%	14.2%	14.1%	11.0%	9.8%	10.9%	9.7%				
qoq	5.1%	2.5%	2.8%	3.1%	2.2%	1.3%	3.8%	2.0%				
收入占比	7.6%	7.4%	7.1%	6.2%	7.5%	7.3%	7.1%	6.1%				
广告收入	9,509	10,683	12,060	14,654	11,824	12,771	14,331	17,288				
yoy	20.7%	22.0%	26.3%	26.8%	24.3%	19.5%	18.8%	18.0%				
qoq	-17.7%	12.3%	12.9%	21.5%	-19.3%	8.0%	12.2%	20.6%				
收入占比	7.5%	7.9%	8.4%	8.6%	8.3%	8.6%	9.0%	9.2%				
云服务收入	21,354	22,140	23,059	24,204	25,037	26,281	27,452	28,786				
yoy	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.2%	18.7%	19.1%	18.9%				
qoq	-0.1%	3.7%	4.2%	5.0%	3.4%	5.0%	4.5%	4.9%				
收入占比	16.8%	16.5%	16.1%	14.2%	17.5%	17.8%	17.3%	15.3%				
其他收入	1,027	1,344	1,226	1,361	1,262	1,260	1,313	1,590				
yoy	55.4%	25.6%	-2.9%	8.6%	22.9%	-6.3%	7.1%	16.8%				
qoq	-18.0%	30.9%	-8.8%	11.0%	-7.3%	-0.2%	4.2%	21.1%				
收入占比	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%				

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

1Q 业绩指引：美元汇率波动叠加折旧调整，短期盈利或承压

亚马逊指引 1Q25 总收入将在 1510 亿至 1555 亿美元之间，低于预期 1584 亿，主因：1) 美元汇率波动预计带来约 21 亿美元的收入损失；2) 1Q24 因闰年多出一天，为公司贡献约 15 亿美元的额外收入。公司指引 1Q25 营业利润在 140 亿至 180 亿美元之间，主因多项资产折旧调整影响：1) 自 2025 年 1 月起，公司将部分服务器和网络设备的使用寿命由 6 年缩短至 5 年，预计全年营业利润减少约 7 亿美元；2) 4Q24 公司提前报废部分服务器和网络设备，计提约 9.2 亿美元的加速折旧费用，预计 2025 年营业利润减少约 6 亿美元；3) 自 2025 年 1 月起，公司将物流中心的部分重型设备的使用寿命从 10 年延长至 13 年，预计全年营业利润增加约 9 亿美元。

AWS 营收不及预期，云厂商加码算力基建

4Q AWS 略低于预期 0.2%，同比增长 19% 至 288 亿美元，对比谷歌 GCP +30% yoy，微软 Azure +31% yoy。我们重申云行业观点，训练与推理的成本降低有望促进 AI 需求增长，同时云厂商在业绩会上均表态会持续加大算力基建。我们观察到云服务竞争日趋激烈，AWS 市占率环比下滑 0.2%。

我们建议关注：1) DeepSeek R1 模型在 Bedrock 和 Sagemaker 上线后的市场需求，以及自研 Nova LLM 能否带来竞争格局变化，2) AI 芯片进展方面，AWS 计划通过 40 万颗 Trn2 芯片，从而构建全球最大计算集群 Project Rainier，并透露 Trn3 有望年内推出。Trn3 或采用台积电 3nm 工艺，亚马逊与 Alchip 分别负责前后端设计，有望实现 40% 能效提升。3) Gen AI 投入是否会动 AWS 业务经营利润的长期释放。

亚马逊宣布将于 2 月 26 日举办人工智能主题活动，公司将发布 Alexa 最大规模的 AI 升级。此次改造将赋予 Alexa 更强的情境感知能力，使其能够与用户进行更复杂的对话并处理多重请求。目前，Alexa 活跃用户已超 1 亿，支持设备销量超过 5 亿台，公司计划将部分 Alexa 用户逐渐向付费模式转化，并最终对新版 Alexa 收取订阅费用。

电商与广告：AI 驱动电商提效，广告效果持续优化

从电商业务看，亚马逊持续提升物流效率，目前新一批机器人已投产，同时 AI 应用亦加速渗透到机器人端侧。公司在业绩会上表示，AI 可以提升库存预测准确度 10%，有望将区域预测能力提升 20%，目前 AI 客服已带动服务满意度提升 5pct。广告方面，亚马逊优化全漏斗广告合作流程，依托营销云的数十亿客户，提供差异化受众功能，并推出多点归因模型，助力广告商精准衡量广告效果。

图表2: 谷歌、亚马逊、微软、Meta 资本支出与云业务收入对比图

公司对比 (Company Comparison)												
美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	4Q VA预期	VS预期	1Q VA预期	FY25 VA预期
资本开支	33,053	32,597	36,033	42,006	43,614	51,924	58,464	70,968				
谷歌	6,289	6,888	8,055	11,019	12,012	13,186	13,061	14,276	13,326	7.1%	13,869	59,733
yoy	-35.7%	0.9%	10.7%	45.1%	91.0%	91.4%	62.1%	29.6%				
占比	19.0%	21.1%	22.4%	26.2%	27.5%	25.4%	22.3%	20.1%				
Meta	7,087	6,354	6,763	7,899	6,715	8,472	9,202	14,836	14,777	0.4%	14,225	62,108
yoy	30.1%	-18.0%	-28.9%	-14.4%	-5.2%	33.3%	36.1%	87.8%				
占比	21.4%	19.5%	18.8%	18.8%	15.4%	16.3%	15.7%	20.9%				
微软	6,607	8,943	9,917	9,735	10,952	13,873	14,923	15,804	14,667	7.8%	16,198	67,686
yoy	23.7%	30.2%	57.8%	55.2%	65.8%	55.1%	50.5%	62.3%				
占比	20.0%	27.4%	27.5%	23.2%	25.1%	26.7%	25.5%	22.3%				
亚马逊	13,070	10,412	11,298	13,353	13,935	16,393	21,278	26,052	22,175	17.5%	20,216	86,932
yoy	-4.9%	-26.2%	-24.9%	-13.5%	6.6%	57.4%	88.3%	95.1%				
占比	39.5%	31.9%	31.4%	31.8%	32.0%	31.6%	36.4%	36.7%				
云业务	47,052	50,060	51,483	54,921	56,752	60,413	62,897	66,285				
谷歌 GCP	7,454	8,031	8,411	9,192	9,574	10,347	11,353	11,955	12,139	-1.5%	12,429	55,473
yoy	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%				
占比	15.8%	16.0%	16.3%	16.7%	16.9%	17.1%	18.1%	18.0%				
经营利润	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093	1,976	5.9%	1,960	
经营利润率	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%	16.3%	7.6%	15.8%	
微软 智能云	18,244	19,889	20,013	21,525	22,141	23,785	24,092	25,544	25,145	1.6%	26,106	115,084
yoy			18.5%	20.1%	21.4%	19.6%	20.4%	18.7%				
占比	38.8%	39.7%	38.9%	39.2%	39.0%	39.4%	38.3%	38.5%				
经营利润	7,017	7,917	8,908	9,555	9,515	9,835	10,503	10,851				
经营利润率	38.5%	39.8%	44.5%	44.4%	43.0%	41.3%	43.6%	42.5%				
Azure yoy	27%	27%	29%	30%	31%	29%	33%	32%				
亚马逊 AWS	21,354	22,140	23,059	24,204	25,037	26,281	27,452	28,786	28,855	-0.2%	29,806	127,679
yoy	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.3%	18.7%	19.1%	18.9%				
占比	45.4%	44.2%	44.8%	44.1%	44.1%	43.5%	43.6%	43.4%				
经营利润	5,123	5,365	6,976	7,167	9,421	9,334	10,447	10,632	10,186	2.6%	10,593	44,708
经营利润率	24.0%	24.2%	30.3%	29.6%	37.6%	35.5%	38.1%	36.9%	35.3%	2.8pp	35.5%	35.0%
广告业务	92,158	100,324	105,350	118,877	109,118	115,716	120,070	136,532				
谷歌	54,548	58,143	59,647	65,517	61,659	64,616	65,854	72,461	71,830	0.9%	66,878	286,950
yoy	-0.2%	3.3%	9.5%	11.0%	13.0%	11.1%	10.4%	10.6%				
占比	59.2%	58.0%	56.6%	55.1%	56.5%	55.8%	54.8%	53.1%				
Meta	28,101	31,498	33,643	38,706	35,635	38,329	39,885	46,783	45,462	2.9%	40,795	183,568
yoy	4.1%	11.9%	23.5%	23.8%	26.8%	21.7%	18.6%	20.9%				
占比	30.5%	31.4%	31.9%	32.6%	32.7%	33.1%	33.2%	34.3%				
亚马逊	9,509	10,683	12,060	14,654	11,824	12,771	14,331	17,288	17,371	-0.5%	13,976	66,258
yoy	20.7%	22.0%	26.3%	26.8%	24.3%	19.5%	18.8%	18.0%				
占比	10.3%	10.6%	11.4%	12.3%	10.8%	11.0%	11.9%	12.7%				
Pinterest	603	708	763	981	740	854	898	1,154	1,140	1.2%	836	4,175
yoy	4.8%	6.3%	11.5%	11.9%	22.8%	20.6%	17.7%	17.6%				
占比	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%				
Snap	959	1,026	1,143	1,299	1,108	1,132	1,250	1,413	1,416	-0.2%	1,188	5,412
yoy	-9.7%	-7.7%	2.3%	1.5%	15.5%	10.3%	9.3%	8.8%				
占比	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%				

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

图表3: 电商用户数据追踪: 亚马逊 12 月和 1 月美国地区月活用户呈现增长趋势, Temu 在 24 年呈现下滑趋势

MAU (百万)		2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01
Amazon	美国	67.3	66.0	66.1	66.2	66.4	66.7	67.0	66.0	65.9	67.0	67.9	69.7	68.4
	YoY	(3%)	(2%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(2%)	(2%)	(1%)	0%	(0%)	1%	2%
	全球 (除美国)	263.1	258.7	263.0	263.3	268.1	264.4	271.6	269.2	282.4	282.7	278.1	275.2	275.0
Temu	美国	7%	8%	8%	7%	7%	5%	5%	4%	10%	5%	5%	5%	5%
	YoY	4%	4%	3%	3%	6%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	5%	2%
	全球 (除美国)	15104%	8283%	3827%	2098%	765%	537%	417%	363%	310%	269%	230%	209%	192%
eBay	美国	31.9	30.8	31.6	30.9	31.4	31.5	31.6	31.8	31.0	31.1	31.7	33.1	32.5
	YoY	4%	4%	3%	3%	6%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	5%	2%
	全球 (除美国)	44.3	43.1	43.3	42.9	42.5	42.2	42.7	42.8	42.4	42.7	42.8	43.1	42.9
SHEIN	美国	27.7	27.3	29.4	29.2	30.2	30.6	32.0	32.6	31.7	31.2	29.9	28.0	27.6
	YoY	28%	21%	22%	12%	9%	9%	6%	6%	5%	9%	7%	7%	(1%)
	全球 (除美国)	129.3	126.8	140.4	139.6	144.2	145.2	148.9	148.0	144.2	144.6	145.3	138.4	140.3
Walmart	美国	18.9	18.2	18.5	18.7	19.1	19.7	20.0	19.8	19.7	19.9	21.4	22.3	21.3
	YoY	11%	11%	12%	13%	12%	11%	9%	7%	7%	6%	10%	12%	13%
	全球 (除美国)	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0	1.9	2.1	2.1	2.0
Target	美国	9.8	9.1	9.3	9.4	9.3	9.4	9.7	9.7	9.5	9.8	10.7	11.6	10.2
	YoY	1%	0%	1%	4%	1%	6%	3%	3%	3%	1%	2%	6%	4%
	全球 (除美国)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Etsy	美国	8.9	8.4	8.3	8.1	8.2	8.0	8.2	8.3	8.1	8.2	8.9	9.9	9.0
	YoY	(4%)	(4%)	(5%)	(6%)	(6%)	(7%)	(6%)	(2%)	(4%)	(3%)	(2%)	3%	1%
	全球 (除美国)	4.8	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.7	4.8	4.8	4.9	5.2	5.5	5.2
Poshmark	美国	6.6	6.1	6.0	6.4	6.5	5.8	5.8	5.9	5.8	5.8	5.8	5.9	6.8
	YoY	(10%)	(15%)	(16%)	(11%)	(8%)	(16%)	(16%)	(12%)	(10%)	(12%)	(11%)	(9%)	2%
	全球 (除美国)	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
Wayfair	美国	5.6	5.2	5.2	5.3	5.4	5.1	5.1	5.0	4.9	5.1	5.8	5.5	5.7
	YoY	(10%)	(0%)	2%	2%	3%	(8%)	(13%)	(6%)	(8%)	(2%)	(4%)	2%	2%
	全球 (除美国)	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	1.5	1.6
Costco	美国	3.6	3.6	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.3	4.5	4.8	5.0	5.0
	YoY	41%	52%	67%	59%	45%	50%	48%	44%	42%	40%	43%	47%	38%
	全球 (除美国)	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7
Shopify	美国	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
	YoY	9%	5%	13%	11%	17%	9%	(1%)	(2%)	(2%)	(1%)	(5%)	(8%)	(13%)
	全球 (除美国)	330.4	324.7	329.0	329.5	334.5	331.1	338.6	335.3	348.3	349.8	346.0	344.8	343.4
YoY	38%	45%	42%	46%	47%	45%	43%	40%	38%	36%	34%	33%	29%	

下载量 (百万)		2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01
Amazon	美国	1.8	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	2.1	1.9	1.7	1.9	1.8	2.0	1.6
	YoY	(18%)	(5%)	(6%)	(8%)	(2%)	(3%)	7%	7%	2%	4%	(4%)	(3%)	(9%)
	全球 (除美国)	12.2	11.0	12.6	10.4	11.7	11.8	16.4	12.1	15.4	13.8	13.3	13.2	13.1
Temu	美国	8.3	6.6	5.4	6.1	7.4	7.3	6.8	4.4	4.3	3.9	2.7	2.4	3.0
	YoY	(0%)	(32%)	(43%)	(41%)	(43%)	(41%)	(37%)	(58%)	(57%)	(63%)	(71%)	(73%)	(64%)
	全球 (除美国)	28.9	22.8	30.6	35.2	37.8	40.1	49.4	53.8	50.7	54.6	39.5	37.7	46.2
eBay	美国	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
	YoY	(0%)	9%	6%	4%	5%	6%	4%	11%	(2%)	0%	(2%)	(8%)	11%
	全球 (除美国)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7
SHEIN	美国	3.2	3.3	4.2	4.1	3.5	3.3	3.2	2.8	2.4	2.2	2.0	1.7	1.9
	YoY	15%	15%	11%	30%	(2%)	(4%)	(21%)	(36%)	(45%)	(46%)	(40%)	(31%)	(39%)
	全球 (除美国)	17.5	17.0	19.9	19.3	20.8	19.5	18.7	20.5	19.3	17.6	13.8	9.9	13.1
Walmart	美国	1.8	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.5	1.6	1.9	2.0	1.7
	YoY	5%	(2%)	4%	6%	6%	(4%)	(2%)	(12%)	(22%)	(28%)	(12%)	(6%)	(6%)
	全球 (除美国)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
Target	美国	1.0	0.8	0.9	1.0	0.8	0.9	1.1	1.1	0.8	1.0	1.2	1.4	0.9
	YoY	21%	9%	8%	29%	13%	21%	4%	1%	3%	(14%)	(4%)	(7%)	(7%)
	全球 (除美国)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
Etsy	美国	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	1.0	1.2	1.0
	YoY	(21%)	(12%)	(13%)	(2%)	(11%)	(11%)	(3%)	(13%)	(31%)	(33%)	(20%)	(7%)	16%
	全球 (除美国)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.3	1.3	1.1
Poshmark	美国	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8
	YoY	(21%)	(12%)	(23%)	(16%)	(17%)	(26%)	(28%)	(23%)	(20%)	(25%)	(23%)	(22%)	(6%)
	全球 (除美国)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
Wayfair	美国	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5
	YoY	(27%)	8%	13%	1%	23%	(27%)	(23%)	(24%)	(6%)	3%	15%	(0%)	11%
	全球 (除美国)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Costco	美国	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
	YoY	54%	42%	37%	31%	17%	11%	8%	15%	14%	6%	3%	1%	13%
	全球 (除美国)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Shopify	美国	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	YoY	(15%)	18%	(13%)	(16%)	(11%)	(20%)	(20%)	(21%)	(18%)	(27%)	(15%)	(1%)	(23%)
	全球 (除美国)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0
YoY	21%	77%	51%	68%	74%	86%	65%	43%	23%	17%	21%	38%	24%	

资料来源: SensorTower, 华泰研究

盈利预测

展望 25-26 年，我们调整亚马逊收入预测-0.9/-1.2%，主因 AWS 增速放缓，上调净利润预测 3.3/4.6%至 698/879 亿美元，主因电商履约效率改善，以及自动化带来降本增效。我们引入 27 年新值，对应收入和净利润 8577/1096 亿美元。

图表4：盈利预测

亚马逊财务预测										
美元(亿)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25E	2Q25E
1. 收入	3861	4698	5140	5748	6380	7047	7806	8577	1560	1631
YOY (%)	37.6%	21.7%	9.4%	11.8%	11.0%	10.5%	10.8%	9.9%	8.9%	10.2%
a. 自营电商	1973	2221	2200	2319	2470	2619	2781	2939	571	586
YOY (%)	39.7%	12.5%	-0.9%	5.4%	6.5%	6.0%	6.2%	5.7%	4.5%	5.8%
b. 实体门店	162	171	190	200	212	222	229	236	54	54
YOY (%)	-5.6%	5.2%	11.1%	5.6%	5.9%	4.8%	3.0%	3.0%	3.5%	4.5%
c. 三方电商	804	1034	1177	1401	1561	1713	1884	2063	370	395
YOY (%)	49.6%	28.5%	13.9%	19.0%	11.5%	9.7%	10.0%	9.5%	7.0%	9.0%
d. 订阅服务	252	318	352	402	444	486	530	575	119	121
YOY (%)	31.2%	26.0%	10.9%	14.2%	10.4%	9.6%	9.0%	8.5%	11.0%	11.0%
e. 广告业务	123	312	377	469	562	679	808	929	138	153
YOY (%)	0.0%	152.7%	21.1%	24.3%	19.8%	20.8%	19.0%	15.0%	17.0%	20.0%
f. AWS	454	622	801	908	1076	1269	1510	1767	294	309
YOY (%)	29.5%	37.1%	28.8%	13.3%	18.5%	18.0%	19.0%	17.0%	17.5%	17.5%
g. 其他	91	22	42	50	54	59	63	68	13	14
YOY (%)	-35.1%	-76.2%	95.2%	16.7%	9.4%	9.0%	7.0%	7.0%	5.0%	8.0%
2. 毛利润	1528	1975	2252	2700	3117	3506	3938	4405	783	837
YOY (%)	32.8%	29.3%	14.0%	19.9%	15.4%	12.5%	12.3%	11.8%	10.8%	12.9%
毛利率	39.6%	42.0%	43.8%	47.0%	48.9%	49.8%	50.5%	51.4%	50.2%	51.3%
3. 经营利润	229	249	122	369	686	824	1045	1293	181	184
YOY (%)	57.5%	8.6%	-50.8%	200.9%	86.1%	20.1%	26.8%	23.8%	18.3%	25.5%
经营利润率	5.9%	5.3%	2.4%	6.4%	10.8%	11.7%	13.4%	15.1%	11.6%	11.3%
履约费用	585	751	843	906	985	1043	1109	1177	233	249
收入占比	15.2%	16.0%	16.4%	15.8%	15.4%	14.8%	14.2%	13.7%	14.9%	15.3%
研发费用	427	561	732	856	885	1049	1169	1285	238	262
收入占比	11.1%	11.9%	14.2%	14.9%	13.9%	14.9%	15.0%	15.0%	15.3%	16.1%
管理费用	67	88	119	118	114	111	108	110	27	30
收入占比	1.7%	1.9%	2.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.7%	1.9%
销售费用	220	326	422	444	439	471	498	530	102	111
收入占比	5.7%	6.9%	8.2%	7.7%	6.9%	6.7%	6.4%	6.2%	6.5%	6.8%
4. 税前利润	242	382	-59	376	686	837	1054	1314	191	196
5. 净利润	213	334	-27	304	592	698	879	1096	158	177
YOY (%)	84.1%	56.4%	n/a	n/a	94.7%	17.9%	25.8%	24.7%	51.7%	31.1%
整净利率	5.5%	7.1%	-0.5%	5.3%	9.3%	9.9%	11.3%	12.8%	10.1%	10.8%

美元(亿)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25E	2Q25E
1. 收入	3861	4698	5140	5748	6380	7047	7806	8577	1560	1631
YOY (%)	37.6%	21.7%	9.4%	11.8%	11.0%	10.5%	10.8%	9.9%	8.9%	10.2%
a. 北美地区零售相关	2363	2798	3159	3528	3875	4239	4595	4935	932	990
YOY (%)	38.4%	18.4%	12.9%	11.7%	9.8%	9.4%	8.4%	7.4%	8.0%	10.0%
b. 国际地区零售相关	1044	1278	1180	1312	1429	1539	1700	1875	333	332
YOY (%)	39.7%	22.4%	-7.7%	11.2%	8.9%	7.7%	10.5%	10.3%	4.4%	4.9%
c. AWS	454	622	801	908	1076	1269	1510	1767	294	309
YOY (%)	29.5%	37.1%	28.8%	13.3%	18.5%	18.0%	19.0%	17.0%	17.5%	17.5%
2. 经营利润	229	249	122	369	686	824	1045	1293	181	184
YOY (%)	57.5%	8.6%	-50.8%	200.9%	86.1%	20.1%	26.8%	23.8%	18.3%	25.5%
a. 北美地区零售相关	87	73	-28	149	250	297	391	503	63	64
YOY (%)	23.0%	-16.0%	-139.2%	-622.6%	67.8%	18.9%	31.6%	28.9%	27.3%	27.1%
经营利润率	3.7%	2.6%	-0.9%	4.2%	6.4%	7.0%	8.5%	10.2%	6.8%	6.5%
b. 国际地区零售相关	7	-9	-77	-27	38	78	110	139	13	12
YOY (%)						104.8%	42.2%	26.2%		
经营利润率	0.7%	-0.7%	-6.6%	-2.0%	2.7%	5.0%	6.5%	7.4%	4.0%	3.5%
c. AWS	135	185	228	246	398	449	544	650	104	108
YOY (%)	47.1%	37.0%	23.3%	7.8%	61.7%	12.8%	21.0%	19.6%	10.9%	15.8%
经营利润率	29.8%	29.8%	28.5%	27.1%	37.0%	35.4%	36.0%	36.8%	35.5%	35.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表5：华泰预测变动与 VA 一致预期对比

(美元十亿)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	711.0	704.7	-0.9%	790.2	780.6	-1.2%		857.7	
毛利润	352.9	350.6	-0.6%	397.7	393.8	-1.0%		440.5	
经营利润	80.7	82.4	2.1%	100.0	104.5	4.4%		129.3	
净利润	67.6	69.8	3.3%	84.0	87.9	4.6%		109.6	

(%)	2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)
毛利率	49.6%	49.8%	0.1	50.3%	50.5%	0.1		51.4%	
经营利润率	11.3%	11.7%	0.3	12.7%	13.4%	0.7		15.1%	
净利率	9.5%	9.9%	0.4	10.6%	11.3%	0.6		12.8%	

(美元十亿)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	704.7	704.7	0.0	780.6	778.2	0.3	857.7	851.0	0.8
毛利润	350.6	351.6	-0.3	393.8	396.7	-0.7	440.5	444.6	-0.9
经营利润	82.4	81.2	1.5	104.5	100.3	4.2	129.3	120.2	7.6
净利润	69.8	68.6	1.7	87.9	85.2	3.1	109.6	102.9	6.5

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

公司估值

我们上调亚马逊目标价至 257 美元（前值：230 美元），维持“增持”评级，具体逻辑如下：

1. 北美零售业务：每股估值 93.84 美元，基于 2025 年净利润（营业利润扣减税费）的 39.8x PE，较其可比公司均值 36.9x 有所溢价，主因亚马逊履约和 Prime 会员体系壁垒较强。
2. 国际零售业务：每股估值 56.16 美元，基于 2025 年营收的 3.84x PS，较其可比公司均值 1.9x 有所溢价，主系亚马逊电商业务的龙头地位，以及全球电商网络的协同效应。
3. 云服务每股估值 106.99 美元，基于 25 年净利润（营业利润扣减税费）的 30x PE，相对行业均值 26.7x 有所溢价，主系亚马逊在 AI 领域 IaaS 的优势地位。

图表6：公司估值

(百万美元)	25年预测营收	25年预测净利润	PE (x)	PS (x)	市值	每股估值, 美元
1. 北美零售服务		24,778	39.8		986,747	93.84
2. 国际零售服务	153,879			3.84	590,559	56.16
3. 云服务		37,515	30.0		1,125,040	106.99
总市值					2,702,347	
股数 (百万)					10,515	
目标价						257.00

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表7：北美零售业务可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			26财年/25E	27财年/26E	28财年/27E	26财年/25E	27财年/26E	28财年/27E
北美核心零售			T+0	T+1	T+2	T+0	T+1	T+2
沃尔玛 - FY26	WMT US	82.2	13%	11%	13%	37.0	32.8	29.7
开市客 - FY26	COST US	877.3	10%	11%	12%	52.5	47.4	41.8
家得宝 - FY26	HD US	392.6	4%	8%	7%	26.3	24.3	23.0
Kroger - FY26	KR US	56.6	4%	4%	1%	13.5	12.7	14.2
CVS - FY25	CVS US	55.8	59%	19%	20%	9.0	7.1	7.8
市值加权平均 PE						36.9	33.1	30.1

注：数据截至美国东部时间 2 月 6 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期
资料来源：彭博，华泰研究

图表8：国际零售业务可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收增长 (%)			PS (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
国际核心零售								
拼多多	PDD US	120.6	25%	19%	11%	2.3	1.9	1.7
京东	JD US	40.4	6%	5%	4%	0.3	0.3	0.3
阿里巴巴 - FY26	BABA US	97.6	8%	8%	6%	1.6	1.5	1.4
东海集团	SE US	95.4	21%	15%	13%	3.5	3.1	2.7
市值加权平均 PS						1.9	1.7	1.6

注：数据截至美国东部时间 2 月 6 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期
资料来源：彭博，华泰研究

图表9：云服务可比公司

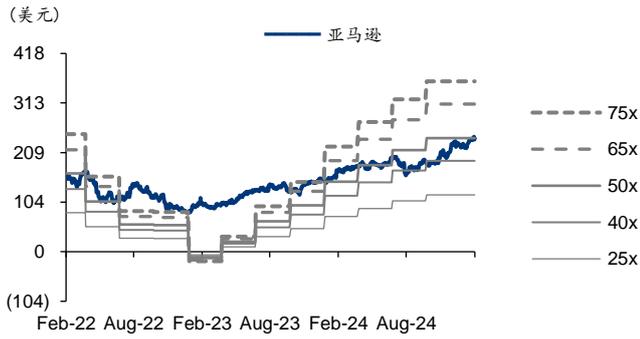
公司	股票代码	股价 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
云								
英伟达 - FY26	NVDA US	135.4	50%	24%	16%	29.0	23.5	20.6
微软 - FY26	MSFT US	410.4	14%	15%	15%	27.4	23.7	20.6
Meta	META US	567.2	5%	13%	14%	28.1	24.5	21.1
谷歌	GOOG US	171.3	10%	12%	13%	21.5	18.9	16.4
IBM	IBM US	208.3	37%	9%	8%	23.5	22.3	20.8
赛富时 - FY26	CRM US	294.7	17%	19%	19%	29.5	26.0	31.5
市值加权平均 PE						26.7	22.8	20.1

注：数据截至美国东部时间 2 月 6 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期
资料来源：彭博，华泰研究

风险提示

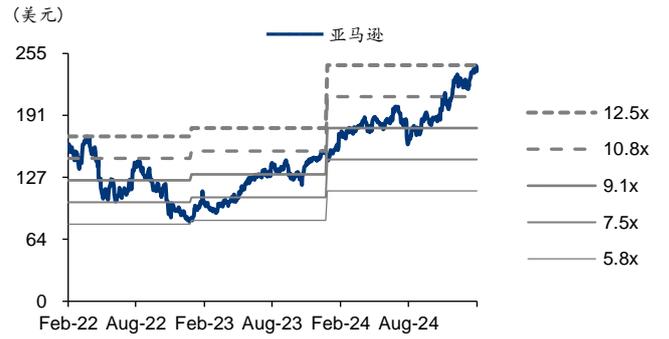
1. 行业竞争加剧: 电商竞争格局加剧, 例如沃尔玛加速推进电商业务, Temu 和 Shein 在欧美较快推进下沉电商, 未来或对亚马逊的小额订单、佣金率、补贴率产生冲击, 对电商营收和利润造成一定影响。
2. AI 需求不及预期: 亚马逊 AWS 业务增速不及可比公司, 未来市场份额或持续下滑至行业第二。目前 AI 行业对大模型能力和算力需求较高, 亚马逊在 AI 领域的整体布局和竞争力弱于微软和谷歌。
3. 履约成本增长超预期: 亚马逊如果未来三年加大 Capex 投入, 或对电商盈利造成一定冲击。

图表10: 亚马逊 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: 亚马逊 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	574,785	637,959	704,716	780,552	857,732
销售成本	(304,739)	(326,288)	(354,089)	(386,729)	(417,249)
毛利润	270,046	311,671	350,627	393,823	440,483
销售及分销成本	(85,622)	(88,544)	(104,857)	(116,921)	(128,482)
管理费用	(103,202)	(110,627)	(116,310)	(122,611)	(129,667)
其他收入/支出	(44,370)	(43,907)	(47,092)	(49,818)	(53,029)
财务成本净额	(233.00)	2,271	608.72	1,276	1,886
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	37,557	68,614	83,747	105,364	131,384
税费开支	(7,120)	(9,265)	(13,818)	(17,385)	(21,678)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	30,425	59,248	69,828	87,878	109,605
折旧和摊销	(48,663)	(52,795)	(53,537)	(59,441)	(62,327)
EBITDA	86,453	119,138	136,676	163,529	191,825
EPS (美元, 基本)	2.89	5.63	6.64	8.36	10.42

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	33,318	31,147	37,455	36,047	39,817
应收账款和票据	52,253	47,768	67,227	65,560	72,630
现金及现金等价物	73,387	72,852	99,848	131,531	166,146
其他流动资产	13,393	12,222	20,984	26,761	40,141
总流动资产	172,351	163,989	225,515	259,898	318,734
固定资产	204,177	209,950	260,614	288,983	314,710
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	151,326	157,030	194,607	269,454	378,711
总长期资产	355,503	366,980	455,222	558,437	693,421
总资产	527,854	530,969	680,736	818,335	1,012,155
应付账款	149,690	137,038	169,524	191,779	238,882
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	15,227	15,927	21,141	23,417	25,732
总流动负债	164,917	152,965	190,665	215,195	264,614
长期债务	135,611	134,686	130,053	127,591	126,133
其他长期债务	25,451	26,657	48,188	48,187	54,418
总长期负债	161,062	161,343	178,241	175,778	180,552
股本	91,297	96,210	121,551	149,205	179,228
储备/其他项目	110,578	120,451	190,279	278,157	387,762
股东权益	201,875	216,661	311,830	427,361	566,989
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	201,875	216,661	311,830	427,361	566,989

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	82.54	42.39	35.96	28.58	22.91
PB	12.44	11.59	8.05	5.88	4.43
EV EBITDA	1.19	0.88	0.73	0.41	0.21
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	86,453	119,138	136,676	163,529	191,825
融资成本	233.00	(2,271)	(608.72)	(1,276)	(1,886)
营运资本变动	(8,739)	(11,351)	(11,934)	(27,605)	(44,810)
税费	(7,120)	(9,265)	(13,818)	(17,385)	(21,678)
其他	14,119	19,626	19,631	23,278	26,868
经营活动现金流	84,946	115,877	129,946	140,542	150,318
CAPEX	(48,133)	(77,658)	(84,566)	(85,861)	(85,773)
其他投资活动	(1,700)	(16,684)	(15,844)	(12,859)	(20,462)
投资活动现金流	(49,833)	(94,342)	(100,410)	(98,719)	(106,235)
债务增加量	(15,879)	(11,812)	(12,000)	(10,140)	(9,467)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(15,879)	(11,812)	(12,000)	(10,140)	(9,467)
现金变动	19,234	9,723	17,537	31,682	34,616
年初现金	54,253	73,890	82,312	99,848	131,531
汇率波动影响	403.00	(1,301)	0.00	0.00	0.00
年末现金	73,890	82,312	99,848	131,531	166,146

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	11.83	10.99	10.46	10.76	9.89
毛利润	19.94	15.41	12.50	12.32	11.85
营业利润	200.88	86.13	20.08	26.84	23.77
净利润	(1,218)	94.73	17.86	25.85	24.72
EPS	(1,218)	94.73	17.86	25.85	24.72
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.98	48.85	49.75	50.45	51.35
EBITDA	15.04	18.67	19.39	20.95	22.36
净利率	5.29	9.29	9.91	11.26	12.78
ROE	17.49	28.31	26.43	23.78	22.05
ROA	6.14	11.19	11.53	11.72	11.98
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	30.82	28.54	9.69	(0.92)	(7.06)
流动比率	1.05	1.07	1.18	1.21	1.20
速动比率	0.84	0.87	0.99	1.04	1.05
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.16	1.21	1.16	1.04	0.94
应收账款周转天数	29.63	28.22	29.37	30.62	29.00
应付账款周转天数	172.39	158.18	155.84	168.17	185.79
存货周转天数	40.00	35.56	34.87	34.21	32.73
现金转换周期	(102.76)	(94.39)	(91.59)	(103.33)	(124.06)
每股指标 (美元)					
EPS	2.89	5.63	6.64	8.36	10.42
每股净资产	19.20	20.60	29.66	40.64	53.92

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄璇, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司