

# 1Q 营收符合预期，2H 产能有望改善

华泰研究

2025 年 5 月 03 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

220.00

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. BPJ942

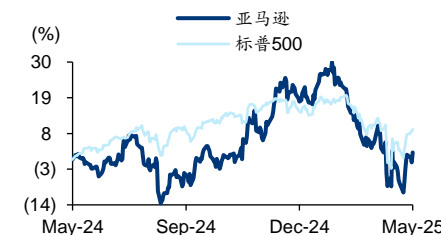
丁骄阳

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

## 基本数据

目标价(美元)	220.00
收盘价(美元 截至 5 月 1 日)	190.20
市值(美元百万)	2,018,472
6 个月平均日成交额(美元百万)	9,031
52 周价格范围(美元)	151.61-242.52
BVPS(美元)	27.00

## 股价走势图



资料来源: S&P

**亚马逊 1Q 业绩:** 收入同比增长 9% 至 1557 亿美元, 符合 VA 一致预期(下同)。净利润同比增长 64% 至 171 亿美元, 超预期 16%; 剔除 33 亿 Anthropic 可转债税前收益后, 实际增速为 33%。北美、国际、AWS 营收分别同比增长 7.6%、4.9%、16.9%, 对应经营利润率同比改善 0.5/0.2/1.8pct。Capex 达 243 亿美元, 低于预期 3%。公司 AI 产品矩阵增强, 新增自研大模型 Nova 与 AI 语音助手 Alexa+。展望 25 年, 我们预期: ①2Q 关税影响有望被提前采购缓冲, Haul.com 等低价策略正在逐步奏效; ②AWS 2H 产能有望持续增加, 尽管 25 年经营利润率或存在波动性, 但运营效率也在明显改善。我们看好亚马逊长线发展潜力, 维持“增持”评级。

### 预采购有望缓冲关税风险, 低价策略持续渗透

1Q 关税影响下, 北美和国际电商的收入增速分别放缓至 8% 和 5% yoy。剔除提前采购的仓储费后, 电商经营利润率好于预期, 北美提升 90bps 至 7.2%, 国际提升 70bps 至 3.7%。从业务模式看, 自营和 3P 收入分别同比增长 5% 和 6%。受益于大量预采购, 公司表示 2Q 的关税影响相对较小。公司表示将继续保持低价战略, 持续通过促销活动提升购物频次, 并已于 4 月将 Amazon Haul 引入桌面端, 简化商家入驻流程并扩展至欧洲市场。一季度 Haul 在北美的渗透率仅为 16%, 远低于 Shein 的 23% 和 Temu 的 28% (Omnisend 数据), 未来改善空间显著。

### AWS 经营利润率提升, 2H 产能有望持续改善

1Q AWS 营收同比增长 17%, 略低于预期 0.3%, 经营利润率同比提升 1.8pct 至 39.5%。公司表示 1Q 积压订单同比增长 20% 至 1890 亿美元。AI 业务年化收入已达数十亿美元。产能方面, 公司计划 2H 持续增加产能, 2 月已经上线大量 P5 和 Trainium 2 实例。1Q 多款 AI 产品更新: ①AI 助手 Alexa+ 上线, 支持协调数万 API 完成如订餐、购物等复杂任务; ②Amazon Nova 已在欧洲和亚太上线, 并推出了 Sonic 语音基础模型, 可构建拟人化语音以赋能客服业务, Act SDK 用于构建智能 Agent, 以及 Premier 适用于编码和视频理解等复杂任务的模型。

### 盈利预测与估值

公司指引 2Q25 营收达 1590-1640 亿美元, 对比 VA 一致预期 1601 亿, 经营利润指引 130-175 亿美元。展望 25-27 年, 我们下调亚马逊收入预测 2/2.8/2%, 主因关税导致电商增速放缓, 下调净利润预测 7.6/10.7/7.1% 至 645/785/1018 亿美元, 系资本投入加速和费率改善放缓。我们根据 SOTP 估值, 下调目标价至 220 美元, 对应 25 年 36.2 倍 PE (前值: 257 美元, 对应 38.7 倍 PE, 估值变动主系电商关税影响)。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	690,286	758,782	840,281
+/-%	11.83	10.99	8.20	9.92	10.74
归属母公司净利润(美元百万)	30,425	59,248	64,545	78,465	101,788
+/-%	(1,218)	94.73	8.94	21.57	29.72
EPS(美元, 最新摊薄)	2.87	5.58	6.08	7.39	9.59
ROE(%)	17.49	28.31	24.73	21.95	21.43
PE(倍)	66.34	34.07	31.27	25.72	19.83
PB(倍)	10.00	9.32	6.61	4.93	3.74
EV EBITDA(倍)	24.54	17.82	16.43	13.96	11.51

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 亚马逊 1Q 财务速览

美元 (百万)	USD mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q VA cons	vs cons	2Q VA cons	2Q Guide
<b>财务数据</b>										
GAAP收入	Revenue	143,313	147,977	158,877	187,792	155,667	154,831	0.5%	160,075	1590-1640亿
yoy (%)	yoy (%)	12.5%	10.1%	11.0%	10.5%	8.6%				7%-11%
毛利	Gross Profit	70,680	74,192	77,900	88,899	78,691	77,675	1.3%	80,944	
yoy (%)	yoy (%)	18.7%	14.1%	14.5%	14.8%	11.3%				
毛利率	GPM	49.3%	50.1%	49.0%	47.3%	50.6%	50.2%	0.4pp	50.6%	
同比变动 (pp)	yoy (pp)	2.5pp	1.8pp	1.5pp	1.8pp	1.2pp				
经营利润	Operating Profit	15,307	14,672	17,411	21,203	18,405	17,529	5.0%	17,326	130-175亿
yoy (%)	yoy (%)	220.6%	91.0%	55.6%	60.5%	20.2%				
经营利润率	OPM	10.7%	9.9%	11.0%	11.3%	11.8%	11.3%	0.5pp	10.8%	
同比变动 (pp)	yoy (pp)	6.9pp	4.2pp	3.1pp	3.5pp	1.1pp				
净利润	Net Profit	10,431	13,485	15,328	20,004	17,127	14,809	15.7%	14,758	
yoy (%)	yoy (%)	228.8%	99.8%	55.2%	88.3%	64.2%				
净利率	NPM	7.3%	9.1%	9.6%	10.7%	11.0%	9.6%	1.4pp	9.2%	
同比变动 (pp)	yoy (pp)	4.8pp	4.1pp	2.7pp	4.4pp	3.7pp				
资本开支	CAPEX	13,935	16,393	21,278	26,052	24,255	25,053	-3.2%	25,548	
yoy (%)	yoy (%)	6.6%	57.4%	88.3%	95.1%	74.1%				
自由现金流, TTM	Free Cash Flow, TTM	50,149	52,973	47,747	38,219	25,925				
<b>经营费用</b>										
<u>Operating Expense</u>										
营销费用	-S&M	9,662	10,512	10,609	13,124	9,763	10,472	0.4%	11,124	
营销费用率	% of Revenue	6.7%	7.1%	6.7%	7.0%	6.3%				
研发费用	-Tech & Development	20,424	22,304	22,245	23,571	22,994	23,016	-3.1%	24,564	
研发费用率	% of Revenue	14.3%	15.1%	14.0%	12.6%	14.8%				
管理费用	-G&A	2,742	3,041	2,713	2,863	2,628	2,854	6.6%	3,089	
管理费用率	% of Revenue	1.9%	2.1%	1.7%	1.5%	1.7%				
履约费用	-Fulfillment	22,317	23,566	24,660	27,962	24,593	23,802	-1.0%	24,868	
履约费用率	% of Revenue	15.6%	15.9%	15.5%	14.9%	15.8%				
<b>分业务财务</b>										
<u>Financials by segment</u>										
-北美电商收入	-North America Ecommerce	86,341	90,033	95,537	115,586	92,887	92,952	-0.1%	96,156	
yoy (%)	yoy (%)	12.3%	9.1%	8.7%	9.5%	7.6%				
营业利润	-North America OP	4,983	5,065	5,663	9,256	5,841				
营业利润率	-North America OPM	5.8%	5.6%	5.9%	8.0%	6.3%				
		1.88%	1.74%	1.03%	1.88%	0.52%				
-国际电商收入	-International Ecommerce	31,935	31,663	35,888	43,420	33,513	32,522	3.0%	33,433	
yoy (%)	yoy (%)	9.7%	6.6%	11.7%	7.9%	4.9%				
营业利润	-International OP	903	273	1,301	1,315	1,017				
营业利润率	-International OPM	2.8%	0.9%	3.6%	3.0%	3.0%				
		5.84%	3.88%	3.92%	4.07%	0.21%				
-AWS收入	-AWS	25,037	26,281	27,452	28,786	29,267	29,356	-0.3%	30,671	
yoy (%)	yoy (%)	17.2%	18.7%	19.1%	18.9%	16.9%				
营业利润	-International OP	9,421	9,334	10,447	10,632	11,547				
营业利润率	-International OPM	37.6%	35.5%	38.1%	36.9%	39.5%				
		13.40%	11.28%	7.80%	7.32%	1.83%				
<b>零售营业收入拆分</b>										
<u>Segments</u>										
美元 百万	USD mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25				
净收入	Net Sales	143,313	147,977	158,877	187,792	155,667				
yoy	yoy	12.5%	10.1%	11.0%	10.5%	8.6%				
qoq	qoq	-15.7%	3.3%	7.4%	18.2%	-17.1%				
线上商城收入	Online Stores Revenue	54,670	55,392	61,411	75,556	57,407				
yoy	yoy	7.0%	4.6%	7.2%	7.1%	5.0%				
qoq	qoq	-22.5%	1.3%	10.9%	23.0%	-24.0%				
收入占比	% of sales	38.1%	37.4%	38.7%	40.2%	36.9%				
实体商店收入	Physical Stores Revenue	5,202	5,206	5,228	5,579	5,533				
yoy	yoy	6.3%	3.6%	5.4%	8.3%	6.4%				
qoq	qoq	1.0%	0.1%	0.4%	6.7%	-0.8%				
收入占比	% of sales	3.6%	3.5%	3.3%	3.0%	3.6%				
3P商家收入	3P Seller Revenue	34,596	36,201	37,864	47,485	36,512				
yoy	yoy	16.0%	12.0%	10.3%	9.0%	5.5%				
qoq	qoq	-20.6%	4.6%	4.6%	25.4%	-23.1%				
收入占比	% of sales	24.1%	24.5%	23.8%	25.3%	23.5%				
订阅服务收入	Subscription service	10,722	10,866	11,278	11,508	11,715				
yoy	yoy	11.0%	9.8%	10.9%	9.7%	9.3%				
qoq	qoq	2.2%	1.3%	3.8%	2.0%	1.8%				
收入占比	% of sales	7.5%	7.3%	7.1%	6.1%	7.5%				
广告收入	Advertising service	11,824	12,771	14,331	17,288	13,921				
yoy	yoy	24.3%	19.5%	18.8%	18.0%	17.7%				
qoq	qoq	-19.3%	8.0%	12.2%	20.6%	-19.5%				
收入占比	% of sales	8.3%	8.6%	9.0%	9.2%	8.9%				
云服务收入	AWS	25,037	26,281	27,452	28,786	29,267				
yoy	yoy	17.2%	18.7%	19.1%	18.9%	16.9%				
qoq	qoq	3.4%	5.0%	4.5%	4.9%	1.7%				
收入占比	% of sales	17.5%	17.8%	17.3%	15.3%	18.8%				
其他收入	Others	1,262	1,260	1,313	1,590	1,312				
yoy	yoy	22.9%	-6.3%	7.1%	16.8%	4.0%				
qoq	qoq	-7.3%	-0.2%	4.2%	21.1%	-17.5%				
收入占比	% of sales	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%				

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华泰研究

1Q 资本支出略低于预期，全年支出进度仍处正轨

1Q 公司资本支出达 243 亿美元，低于预期 3%。此前，公司指引 2025 年全年资本支出或将达到 1000 亿美元，我们认为整体支出节奏仍符合预期。目前，公司主要的支出投入集中于：①AI 技术基础设施、数据中心等建设；②自研芯片投入，如后续即将推出的 Trainium 3 芯片；③全球履约和运输网络的扩展，公司近日宣布将于 2026 年投资 40 亿美元以扩展农村配送网络。公司管理层表示已将供应链的潜在中断和 AI 需求的增长不确定性纳入考量，预计下半年投入将迎来投入高峰。

图表2：海外大厂 capex、云业务、广告收入对比

公司对比 (Company Comparison)													
美元 百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q VA 预期	VS 预期	2Q VA 预期	FY25 VA 预期
<b>资本开支</b>	<b>33,053</b>	<b>32,597</b>	<b>36,033</b>	<b>42,006</b>	<b>43,614</b>	<b>51,924</b>	<b>58,464</b>	<b>70,968</b>	<b>71,889</b>				
<b>谷歌</b>	<b>6,289</b>	<b>6,888</b>	<b>8,055</b>	<b>11,019</b>	<b>12,012</b>	<b>13,186</b>	<b>13,061</b>	<b>14,276</b>	<b>17,197</b>	16,937	1.5%	18,155	74,127
yoy	-35.7%	0.9%	10.7%	45.1%	91.0%	91.4%	62.1%	29.6%	43.2%				
占比	19.0%	21.1%	22.4%	26.2%	27.5%	25.4%	22.3%	20.1%	24.2%				
<b>Meta</b>	<b>7,087</b>	<b>6,354</b>	<b>6,763</b>	<b>7,899</b>	<b>6,715</b>	<b>8,472</b>	<b>9,202</b>	<b>14,836</b>	<b>13,692</b>	14,351	-4.6%	15,159	62,722
yoy	30.1%	-18.0%	-28.9%	-14.4%	-5.2%	33.3%	36.1%	87.8%	103.9%				
占比	21.4%	19.5%	18.8%	18.8%	15.4%	16.3%	15.7%	20.9%	19.3%				
<b>微软</b>	<b>6,607</b>	<b>8,943</b>	<b>9,917</b>	<b>9,735</b>	<b>10,952</b>	<b>13,873</b>	<b>14,923</b>	<b>15,804</b>	<b>16,745</b>	16,369	2.3%	16,752	71,961
yoy	23.7%	30.2%	57.8%	55.2%	65.8%	55.1%	50.5%	62.3%	52.9%				
占比	20.0%	27.4%	27.5%	23.2%	25.1%	26.7%	25.5%	22.3%	23.6%				
<b>亚马逊</b>	<b>13,070</b>	<b>10,412</b>	<b>11,298</b>	<b>13,353</b>	<b>13,935</b>	<b>16,393</b>	<b>21,278</b>	<b>26,052</b>	<b>24,255</b>	25,053	-3.2%	25,548	103,169
yoy	-4.9%	-26.2%	-24.9%	-13.5%	6.6%	57.4%	88.3%	95.1%	74.1%				
占比	39.5%	31.9%	31.4%	31.8%	32.0%	31.6%	36.4%	36.7%	34.2%				
<b>云业务</b>	<b>47,052</b>	<b>50,060</b>	<b>51,483</b>	<b>54,921</b>	<b>56,752</b>	<b>60,413</b>	<b>62,897</b>	<b>66,285</b>	<b>68,278</b>				
<b>谷歌 GCP</b>	<b>7,454</b>	<b>8,031</b>	<b>8,411</b>	<b>9,192</b>	<b>9,574</b>	<b>10,347</b>	<b>11,353</b>	<b>11,955</b>	<b>12,260</b>	12,269	-0.1%	13,157	54,820
yoy	28.1%	28.0%	22.5%	25.7%	28.4%	28.8%	35.0%	30.1%	28.1%				
占比	15.8%	16.0%	16.3%	16.7%	16.9%	17.1%	18.1%	18.0%	18.5%				
经营利润	191	395	266	864	900	1,172	1,947	2,093	2,177	1,897	14.8%	2,169	
经营利润率	2.6%	4.9%	3.2%	9.4%	9.4%	11.3%	17.1%	17.5%	17.8%	15.5%	14.8%	16.5%	
<b>微软 智能云</b>	<b>18,244</b>	<b>19,889</b>	<b>20,013</b>	<b>21,525</b>	<b>22,141</b>	<b>23,785</b>	<b>24,092</b>	<b>25,544</b>	<b>26,751</b>	26,126	2.4%	28,617	127,603
yoy			18.5%	20.1%	21.4%	19.6%	20.4%	18.7%	20.8%				
占比	38.8%	39.7%	38.9%	39.2%	39.0%	39.4%	38.3%	38.5%	40.4%				
经营利润	7,017	7,917	8,908	9,555	9,515	9,835	10,503	10,851	11,095				
经营利润率	38.5%	39.8%	44.5%	44.4%	43.0%	41.3%	43.6%	42.5%	41.5%				
Azure yoy	27%	27%	29%	30%	31%	29%	33%	32%	33%				
<b>亚马逊 AWS</b>	<b>21,354</b>	<b>22,140</b>	<b>23,059</b>	<b>24,204</b>	<b>25,037</b>	<b>26,281</b>	<b>27,452</b>	<b>28,786</b>	<b>29,267</b>	29,356	-0.3%	30,671	125,548
yoy	15.8%	12.2%	12.3%	13.2%	17.3%	18.7%	19.1%	18.9%	16.9%				
占比	45.4%	44.2%	44.8%	44.1%	44.1%	43.5%	43.6%	43.4%	44.2%				
经营利润	5,123	5,365	6,976	7,167	9,421	9,334	10,447	10,632	11,547	10,152	2.9%	10,191	42,541
经营利润率	24.0%	24.2%	30.3%	29.6%	37.6%	35.5%	38.1%	36.9%	39.5%	34.6%	3.5pp	33.2%	33.9%
<b>广告业务</b>	<b>93,720</b>	<b>102,058</b>	<b>107,256</b>	<b>121,157</b>	<b>110,966</b>	<b>117,702</b>	<b>122,218</b>	<b>139,100</b>	<b>123,409</b>				
<b>谷歌</b>	<b>54,548</b>	<b>58,143</b>	<b>59,647</b>	<b>65,517</b>	<b>61,659</b>	<b>64,616</b>	<b>65,854</b>	<b>72,461</b>	<b>66,885</b>	66,530	0.5%	69,436	284,322
yoy	-0.2%	3.3%	9.5%	11.0%	13.0%	11.1%	10.4%	10.6%	8.5%				
占比	58.2%	57.0%	55.6%	54.1%	55.6%	54.9%	53.9%	52.1%	48.1%				
<b>Meta</b>	<b>28,101</b>	<b>31,498</b>	<b>33,643</b>	<b>38,706</b>	<b>35,635</b>	<b>38,329</b>	<b>39,885</b>	<b>46,783</b>	<b>41,392</b>	40,326	2.6%	42,661	179,173
yoy	4.1%	11.9%	23.5%	23.8%	26.8%	21.7%	18.6%	20.9%	16.2%				
占比	30.0%	30.9%	31.4%	31.9%	32.1%	32.6%	32.6%	33.6%	29.8%				
<b>亚马逊</b>	<b>9,509</b>	<b>10,683</b>	<b>12,060</b>	<b>14,654</b>	<b>11,824</b>	<b>12,771</b>	<b>14,331</b>	<b>17,288</b>	<b>13,921</b>	13,684	1.7%	14,604	64,044
yoy	20.7%	22.0%	26.3%	26.8%	24.3%	19.5%	18.8%	18.0%	17.7%				
占比	10.1%	10.5%	11.2%	12.1%	10.7%	10.9%	11.7%	12.4%	10.0%				
<b>Pinterest</b>	<b>603</b>	<b>708</b>	<b>763</b>	<b>981</b>	<b>740</b>	<b>854</b>	<b>898</b>	<b>1,154</b>		847		965	4,142
yoy	4.8%	6.3%	11.5%	11.9%	22.8%	20.6%	17.7%	17.6%					
占比	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%					
<b>Snap</b>	<b>959</b>	<b>1,026</b>	<b>1,143</b>	<b>1,299</b>	<b>1,108</b>	<b>1,132</b>	<b>1,250</b>	<b>1,414</b>	<b>1,211</b>	1,197	1.2%	1,226	5,306
yoy	-9.7%	-7.7%	2.3%	1.5%	15.5%	10.3%	9.3%	8.9%	9.3%				
占比	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%				

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

**低价电商平台 Haul 持续发力，依托配送体系形成差异化优势**

亚马逊于 2024 年 11 月上线 Haul，主要聚焦于 20 美元以下商品，对标 Temu 和 Shein，吸引价格敏感型长尾用户。4 月 Haul 拓展至桌面端，并加大招商力度，获得系统流量扶持。

在关税政策不确定性加剧背景下，Haul 相较 Temu 和 Shein 或具备更强韧性：1P 模式合规程度更高，整体受 T86 政策取消影响较小；而 Temu、Shein 高度依赖小包直邮，3P 卖家的清关与成本承压显著。同时，Haul 可依托亚马逊本土 FBA 网络，降低配送延迟和履约成本，有望承接竞品外溢流量。

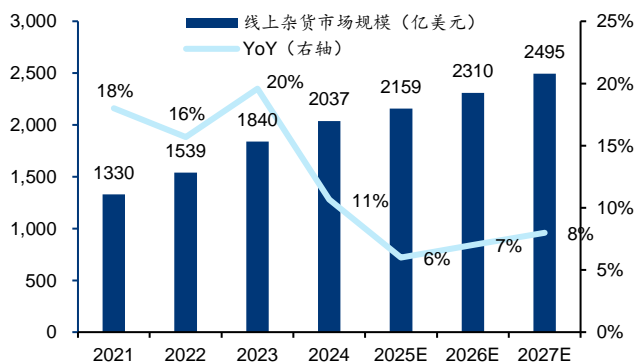
**杂货业务增速亮眼，线上线下双轨发展**

公司于业绩会上表示，其杂货业务收入增速已达其他业务两倍，1Q 在美国市场的销售占比已达三分之一。受益于年轻一代对网购便捷性的偏好以及此前疫情推动线上消费习惯渗透，近年来线上杂货需求持续增长，根据 eMarketer 数据，美国 2024 年线上杂货市场规模已达 2037 亿美元，21-24 年 CAGR 达 13%，预计至 27 年规模将扩展至 2495 亿美元，24-27 年 CAGR 达 7%。根据 eMarketer 预计，25 年亚马逊线上杂货市占率约 22.6%，仅次于沃尔玛的 31.6%。

亚马逊通过 Whole Foods 和 Amazon Fresh 布局杂货市场。Whole Foods 以有机生鲜为品牌核心，核心受众为注重健康的中高端消费者，而 Amazon Fresh 则采取低价策略，服务更为广泛的长尾消费者。借助于亚马逊电商平台的强大配送体系，杂货市场得以有效控制履约时效（支持数小时至次日达）。

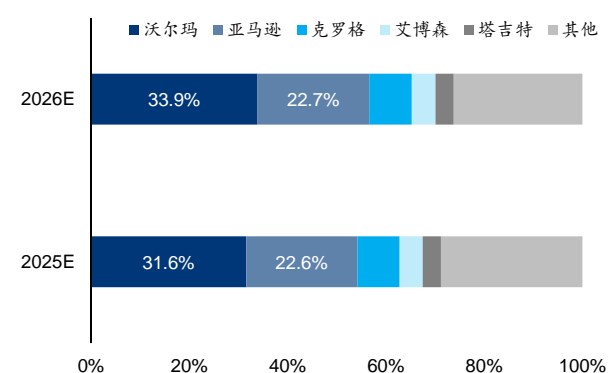
我们认为，亚马逊进军杂货市场的核心发展逻辑可总结为：1) 依托电商平台的技术优势，通过优化算法、扩展品类与高效的配送网络，争夺传统超市的线上客户，同时采取中高端有机食品 (Whole Foods) 和平价品牌 (Amazon Fresh) 驱动的双轨策略，全面覆盖差异化消费群体；2) 拓展线下实体店补足短板，通过与本地农场的合作，直采直送保障生鲜食品的新鲜度，增强供应链优势。

图表3：美国线上杂货市场规模



资料来源：eMarketer，华泰研究预测

图表4：美国线上杂货市场竞争格局



资料来源：eMarketer，华泰研究

**爱尔兰本土化网站上线，购物体验优化显著**

亚马逊于 3 月推出爱尔兰专属网站 Amazon.ie，支持欧元结算并进行了本地性优化。我们认为，亚马逊的本土化战略已初见成效，其成功经验可为其他待渗透市场提供借鉴，国际电商市场空间潜力尚存。新网站对爱尔兰用户的主要增益如下：1) 爱尔兰用户此前多依赖 Amazon UK 或其他欧洲站点购物，需承担相关关税和货币转换费用，同时物流效率亦相对较低，现本地化网站可免除这些额外成本，并显著提升配送服务效率；2) 亚马逊与爱尔兰企业局联合推出“Brands of Ireland”专区，为本土品牌提供流量倾斜，丰富用户的本地化体验。

**Alexa+重塑语音助手生态，或将成为亚马逊多模态战略的关键落地入口**

Alexa+为亚马逊推出的新一代 AI 智能语音助手，集成了亚马逊自研的 Nova 大语言模型与 Claude 模型，可按任务需求自动切换最优引擎。功能层面，Alexa+引入“专家系统”(Experts)机制，可打通 Uber、Spotify、OpenTable 等 API 实现任务链式自动执行命令，同时支持多轮自然对话，具备上下文记忆与任务规划能力，用户仅需一句语音即可联动控制多种智能设备（如灯光、温度、音乐）。目前，美国已有超过 10 万人参与测试，系统稳定性与交互流畅性表现良好。我们认为，Alexa+ 有望成为亚马逊在家庭、车载、办公等多终端场景下的核心 AI 接入中枢。

图表5: Amazon Echo 智能音箱产品系列



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表6: Alexa +应用场景和可执行任务

应用场景	主要任务示例
智能家居控制	控制灯光、空调、窗帘、门锁等设备- 设置“早安/晚安”等场景模式
出行与导航	通过 Uber、Lyft 等服务叫车- 查询路线、交通状况预订餐厅座位
音乐与娱乐	播放音乐、有声书、播客- 控制音量、切换曲目- 观看视频内容
电商与购物	搜索商品、下单购买、查询订单状态- 添加商品至购物车- 订购日常用品
日程与提醒	设置闹钟、提醒事项、日历事件- 管理待办事项列表- 提醒会议或重要事件
办公与生产力	加入会议、拨打电话、发送消息- 查询公司信息、库存数据- 控制会议室设备
信息查询	提供天气预报、新闻摘要、知识问答- 查询股票行情、体育比分- 翻译语言
个性化服务	记忆用户偏好, 提供定制化建议- 识别用户声音, 提供个性化响应- 学习用户习惯, 优化交互体验

资料来源: 公司官网, 华泰研究

**Amazon Nova: 多模态、高性价比的企业级大模型体系**

亚马逊自研通用大模型系列 Amazon Nova 于 24 年 12 月推出,具备大模型的全面功能,服务 C 端的同时,也定位为企业客户提供通用、多模态、高性价比的生成式 AI 能力。新上线的 Nova Premier 为该系列的旗舰模型,适配文本、图像、视频、语音等多种模态,已广泛集成于 Amazon Q、Alexa+ 等核心应用,支持长文档处理和代码生成等复杂任务。

用户反馈积极,优势集中于多模态理解与部署效率。Amazon Nova 模型已获得多行业客户的正面反馈(视频处理能力较强+成本效益显著),我们认为,Nova 系列结合 Amazon Bedrock API 的多样化接入方式,能够帮助 AWS 拓展至更多客户使用场景。**新模型延展多模态闭环能力:**近期新增 Nova Sonnet 与 Nova Act,分别用于提升语音交互体验与构建 AI Agent。Nova Sonnet 聚焦低延迟语音响应,Nova Act 则面向 AI Agent 场景强化网页操作与执行,公司端到端的多模态交互闭环生态持续改善。

图表7: AWS Nova 大模型系列

模型类别	模型名称	最大输入长度	微调支持情况	擅长任务
理解模型	Nova Micro	128,000 tokens	支持文本微调	语言理解、翻译、推理、代码补全、头脑风暴、数学问题解决等需快速响应任务
	Nova Lite	300,000 tokens	支持文本、图像和视频微调	成本敏感交互式和高容量应用程序,如实时客户交互、文档分析等
	Nova Pro	300,000 tokens	支持文本、图像和视频微调	视频摘要、问答、数学推理、软件开发和多步工作流程的人工智能座席等复杂任务
	Nova Premier	即将推出	作为教师模型用于模型蒸馏	复杂推理任务训练和定制模型蒸馏
创意内容生成模型	Nova Canvas	1024字符	支持微调	根据文本或图像提示创建专业级图像
	Nova Reel	512字符	微调功能即将推出	根据文本和图像提示创建高质量视频
语音转语音模型	Nova Sonic	300,000 tokens	支持语音微调	实时、类人语音对话

资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表8：海外主流大模型参数对比

模型名称	上下文长度	多模态支持	定价 (每百万tokens)	参数量	模型架构类型	幻觉率	微调难易度	社区支持
Amazon Nova Premier	1M tokens	文本、图像、视频	输入: \$0.80 输出: \$3.20	约470B	未公开	未公开	中等 (3个可调超参数)	有限 (闭源)
Amazon Nova Pro	na	文本、图像、视频	na	约90B	未公开	1.80%	中等 (3个可调超参数)	有限 (闭源)
Amazon Nova Lite	na	文本、图像、视频	na	约20B	未公开	1.80%	中等 (3个可调超参数)	有限 (闭源)
Amazon Nova Micro	na	文本、图像、视频	na	约11B	未公开	1.60%	中等 (3个可调超参数)	有限 (闭源)
Claude 3.7 Sonnet	200K tokens (输出可达128K)	文本、图像	输入: \$3.00 输出: \$15.00	约175B	高级注意力机制	4.40%	难 (仅API访问)	有限 (闭源)
GPT-4o	128K tokens	文本、图像、音频、视频	输入: \$10.00 输出: \$30.00	约200B	密集型Transformer	1.50%	难 (仅API访问)	有限 (闭源)
LLaMA 3.3 70B	128K tokens	文本、图像	开源免费	70B	Transformer	4.0% (指令版)	中等 (开源可微调)	高 (活跃开源社区)
Gemini 1.5 Pro	128K tokens (最高可达1M)	文本、图像	输入: \$5.00 输出: \$15.00	na	MoE架构	3.4% (1.5 Flash版)	难 (仅API访问)	有限 (闭源)
DeepSeek-V3	128K tokens	文本、图像	输入: \$1.00 输出: \$2.00	671B总参数 (37B/token激活)	MoE架构	3.90%	易 (开源可定制)	中等 (中文社区活跃)

注：数据资料截至 25 年 5 月 1 日  
资料来源：公司官网，华泰研究

### Outposts 升级本地云能力

AWS Outposts 是亚马逊推出的混合云解决方案，旨在将云端计算、存储、API 与开发工具原生延伸至本地，实现低延迟、高一致性的一体化部署体验。企业可在自身数据中心内部直接运行 AWS 服务，同时与云端区域无缝集成，适配金融、制造、医疗等数据合规性要求高的场景。

我们认为，Outposts 的持续升级有望推动生成式 AI 在本地边缘计算场景中的落地，为亚马逊混合云体系构建差异化护城河。4 月公司推出第二代 Outposts 机架，全面支持第七代 x86 架构 EC2 实例 (C7i、M7i、R7i)，计算性能相比上一代提升最高可达 40%，同时引入 bmn-sf2e、bmn-cx2 等加速网络实例，针对 5G 通信、金融交易等低时延场景进一步强化网络能力。新一代 Outposts 实现计算与网络模块解耦，部署灵活性与可维护性显著增强。目前产品已在亚太 (新加坡)、欧洲 (法兰克福) 等区域进入预览阶段。硬件层面，Outposts 现已兼容 AWS 自研芯片 Graviton 和 Trainium，本地 AI 推理与训练性价比得以提升。

图表9：电商用户数据追踪

MAU (百万)		Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25
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	66.7	66.8	66.8
	YoY	(3%)	(2%)	(1%)	(1%)	(1%)	(1%)	(2%)	(2%)	(1%)	0%	(0%)	1%	2%	1%	1%	1%
	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	271.2	280.1	279.5
Temu	美国	54.5	48.5	47.9	47.2	49.6	50.9	54.3	51.5	50.8	49.4	50.1	51.4	56.9	51.9	58.0	56.8
	YoY	299%	98%	64%	23%	4%	(7%)	(9%)	(13%)	(12%)	(9%)	(4%)	(5%)	4%	7%	21%	20%
	全球 (除美国)	109.6	114.4	129.5	145.4	161.1	181.8	206.2	235.5	256.2	279.0	289.2	301.0	320.5	327.5	347.1	363.3
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	30.9	32.4	32.4
	YoY	4%	4%	3%	3%	6%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	5%	2%	0%	3%	5%
	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	40.9	41.8	41.7
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	26.9	29.2	28.8
	YoY	28%	21%	22%	12%	9%	9%	6%	6%	5%	9%	7%	7%	(1%)	(1%)	(1%)	(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	138.1	147.1	147.9
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	20.2	21.1	21.2
	YoY	11%	11%	12%	13%	12%	11%	9%	7%	7%	6%	10%	12%	13%	11%	14%	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	2.2	2.2	2.2
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	9.1	9.3	9.3
	YoY	1%	0%	1%	4%	1%	6%	3%	3%	3%	1%	2%	6%	4%	(0%)	1%	(1%)
	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	0.1	0.1	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	8.3	8.4	8.4
	YoY	(4%)	(4%)	(5%)	(6%)	(6%)	(7%)	(8%)	(2%)	(4%)	(3%)	3%	1%	(1%)	2%	4%	4%
	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	5.1	5.1	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	5.7	6.0	6.0
	YoY	(10%)	(15%)	(16%)	(11%)	(8%)	(16%)	(16%)	(12%)	(10%)	(12%)	(11%)	(9%)	2%	(7%)	(1%)	(5%)
	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	1.0	1.0	1.0
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	5.0	5.2	5.2
	YoY	(10%)	(0%)	2%	2%	3%	(8%)	(13%)	(6%)	(8%)	(2%)	(4%)	2%	2%	(5%)	1%	(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	1.4	1.6	1.5	1.6	1.4	1.4
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	4.8	5.1	5.1
	YoY	41%	52%	67%	59%	45%	50%	48%	44%	42%	40%	43%	47%	38%	33%	31%	29%
	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	2.7	2.8	2.8
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	0.9	1.0	1.0
	YoY	9%	5%	13%	11%	17%	9%	(1%)	(2%)	(2%)	(1%)	(5%)	(8%)	(13%)	(6%)	(7%)	(2%)
	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	337.9	346.9	346.2

下载量 (百万)		Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25
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	1.4	1.6	1.4
	YoY	(18%)	(5%)	(6%)	(8%)	(2%)	(3%)	7%	7%	2%	4%	(4%)	(3%)	(9%)	(9%)	(3%)	(8%)
	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	10.7	12.6	11.1
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	3.7	4.9	2.5
	YoY	(0%)	(32%)	(43%)	(41%)	(43%)	(41%)	(37%)	(58%)	(57%)	(63%)	(71%)	(73%)	(64%)	(45%)	(10%)	(60%)
	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	40.7	48.5	47.5
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	0.9	1.0	0.9
	YoY	(0%)	9%	6%	4%	5%	6%	4%	11%	(2%)	0%	(2%)	(8%)	11%	3%	11%	14%
	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	1.5	1.6	1.5
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	2.0	2.8	1.8
	YoY	15%	15%	11%	30%	(2%)	(4%)	(21%)	(36%)	(45%)	(46%)	(40%)	(31%)	(39%)	(39%)	(33%)	(56%)
	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	12.0	14.1	14.3
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	1.6	1.7	1.8
	YoY	5%	(2%)	4%	6%	6%	6%	(4%)	(2%)	(12%)	(22%)	(28%)	(12%)	(6%)	14%	7%	14%
	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	0.5	0.6	0.6
Target	美国	1.0	0.8	0.9	1.0	0.8	0.9	1.1	1.1	1.0	1.2	1.4	1.4	0.9	0.7	0.9	0.7
	YoY	21%	9%	8%	29%	13%	21%	4%	1%	1%	3%	(14%)	(4%)	(7%)	(11%)	(3%)	(29%)
	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	0.0	0.0	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	0.8	0.8	0.8
	YoY	(21%)	(12%)	(13%)	(2%)	(11%)	(11%)	(3%)	(13%)	(31%)	(33%)	(20%)	(7%)	16%	(3%)	(4%)	(6%)
	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	1.0	1.1	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	0.6	0.5	0.5
	YoY	(21%)	(12%)	(23%)	(16%)	(17%)	(26%)	(28%)	(23%)	(20%)	(25%)	(23%)	(22%)	(6%)	(20%)	(15%)	(23%)
	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	0.1	0.0	0.1	0.1	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	0.5	0.5	0.7
	YoY	(27%)	8%	13%	1%	23%	(27%)	(23%)	(24%)	(6%)	3%	15%	(0%)	11%	(2%)	8%	27%
	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	0.1	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	1.0	1.1	1.0	1.0	0.8
	YoY	54%	42%	37%	31%	17%	11%	8%	15%	14%	6%	3%	1%	13%	48%	39%	15%
	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	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	0.2	0.2	0.2
	YoY	(15%)	18%	(13%)	(16%)	(11%)	(20%)	(20%)	(21%)	(18%)	(27%)	(15%)	(1%)	(23%)	(28%)	(11%)	(11%)
	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	0.8	0.9	0.9

资料来源：SensorTower，华泰研究

### 盈利预测

展望 25-27 年，我们下调亚马逊收入预测 2.0/2.8/2.0%，主因关税影响带来电商增速放缓，下调净利润预测 7.6/10.7/7.1%至 645/785/1018 亿美元，主因公司资本投入加速，费率改善进度放缓。

图表10：盈利预测

亚马逊财务预测										
美元(亿)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25E	3Q25E
1. 收入	4698	5140	5748	6380	6903	7588	8403	1557	1600	1715
YOY (%)	21.7%	9.4%	11.8%	11.0%	8.2%	9.9%	10.7%	8.6%	8.2%	7.9%
a. 自营电商	2221	2200	2319	2470	2589	2731	2909	574	581	643
YOY (%)	12.5%	-0.9%	5.4%	6.5%	4.8%	5.5%	6.5%	5.0%	4.8%	4.7%
b. 实体店	171	190	200	212	225	236	246	55	55	55
YOY (%)	5.2%	11.1%	5.6%	5.9%	6.0%	5.0%	4.0%	6.4%	6.1%	5.5%
c. 三方电商	1034	1177	1401	1561	1640	1787	1948	365	380	395
YOY (%)	28.5%	13.9%	19.0%	11.5%	5.0%	9.0%	9.0%	5.5%	4.9%	4.2%
d. 订阅服务	318	352	402	444	486	530	575	117	119	123
YOY (%)	26.0%	10.9%	14.2%	10.4%	9.5%	9.0%	8.5%	11.0%	9.5%	9.0%
e. 广告业务	312	377	469	562	652	763	900	139	148	166
YOY (%)	152.7%	21.1%	24.3%	19.8%	16.0%	17.0%	18.0%	17.7%	16.0%	15.5%
f. AWS	622	801	908	1076	1254	1480	1761	293	304	320
YOY (%)	37.1%	28.8%	13.3%	18.5%	16.6%	18.0%	19.0%	16.9%	15.8%	16.5%
g. 其他	22	42	50	54	58	61	65	13	13	14
YOY (%)	-76.2%	95.2%	16.7%	9.4%	6.0%	6.0%	6.0%	4.0%	7.0%	6.5%
2. 毛利润	1975	2252	2700	3117	3345	3730	4206	787	784	823
YOY (%)	29.3%	14.0%	19.9%	15.4%	7.3%	11.5%	12.8%	11.3%	5.7%	5.7%
毛利率	42.0%	43.8%	47.0%	48.9%	48.5%	49.2%	50.1%	50.6%	49.0%	48.0%
3. 经营利润	249	122	369	686	727	928	1177	184	161	182
YOY (%)	8.6%	-50.8%	200.9%	86.1%	6.0%	27.6%	26.8%	20.2%	9.5%	4.4%
经营利润率	5.3%	2.4%	6.4%	10.8%	10.5%	12.2%	14.0%	11.8%	10.0%	10.6%
履约费用	751	843	906	985	1060	1120	1192	246	254	262
收入占比	16.0%	16.4%	15.8%	15.4%	15.4%	14.8%	14.2%	15.8%	15.9%	15.3%
研发费用	561	732	856	885	1013	1121	1242	230	240	249
收入占比	11.9%	14.2%	14.9%	13.9%	14.7%	14.8%	14.8%	14.8%	15.0%	14.5%
管理费用	88	119	118	114	109	105	108	26	27	26
收入占比	1.9%	2.3%	2.1%	1.8%	1.6%	1.4%	1.3%	1.7%	1.7%	1.5%
销售费用	326	422	444	439	427	446	477	98	101	103
收入占比	6.9%	8.2%	7.7%	6.9%	6.2%	5.9%	5.7%	6.3%	6.3%	6.0%
4. 税前利润	382	-59	376	686	761	924	1199	217	168	195
5. 净利润	334	-27	304	592	645	785	1018	171	148	166
YOY (%)	56.4%	n/a	n/a	94.7%	8.9%	21.6%	29.7%	64.2%	9.8%	8.1%
整净利率	7.1%	-0.5%	5.3%	9.3%	9.4%	10.3%	12.1%	11.0%	9.3%	9.7%

亚马逊财务预测										
美元(亿)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25E	3Q25E
1. 收入	4698	5140	5748	6380	6903	7588	8403	1557	1600	1715
YOY (%)	21.7%	9.4%	11.8%	11.0%	8.2%	9.9%	10.7%	8.6%	8.2%	7.9%
a. 北美地区零售相关	2798	3159	3528	3875	4154	4466	4845	929	965	1020
YOY (%)	18.4%	12.9%	11.7%	9.8%	7.2%	7.5%	8.5%	7.6%	7.2%	6.8%
b. 国际地区零售相关	1278	1180	1312	1429	1495	1642	1797	335	331	375
YOY (%)	22.4%	-7.7%	11.2%	8.9%	4.6%	9.9%	9.4%	4.9%	4.5%	4.4%
c. AWS	622	801	908	1076	1254	1480	1761	293	304	320
YOY (%)	37.1%	28.8%	13.3%	18.5%	16.6%	18.0%	19.0%	16.9%	15.8%	16.5%
2. 经营利润	249	122	369	686	727	928	1177	184	161	182
YOY (%)	8.6%	-50.8%	200.9%	86.1%	6.0%	27.6%	26.8%	20.2%	9.5%	4.4%
a. 北美地区零售相关	73	-28	149	250	228	335	412	58	48	57
YOY (%)	-16.0%	-139.2%	-622.6%	67.8%	-8.5%	46.6%	23.0%	17.2%	-4.7%	0.9%
经营利润率	2.6%	-0.9%	4.2%	6.4%	5.5%	7.5%	8.5%	6.3%	5.0%	5.6%
b. 国际地区零售相关	-9	-77	-27	38	57	60	117	10	9	13
YOY (%)					50.4%	5.7%	94.3%			
经营利润率	-0.7%	-6.6%	-2.0%	2.7%	3.8%	3.7%	6.5%	3.0%	2.7%	3.4%
c. AWS	185	228	246	398	441	533	648	115	103	112
YOY (%)	37.0%	23.3%	7.8%	61.7%	10.8%	20.7%	21.6%	22.6%	10.9%	7.1%
经营利润率	29.8%	28.5%	27.1%	37.0%	35.2%	36.0%	36.8%	39.5%	34.0%	35.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表11：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	704.7	690.3	-2.0%	780.6	758.8	-2.8%	857.7	840.3	-2.0%
毛利润	350.6	334.5	-4.6%	393.8	373.0	-5.3%	440.5	420.6	-4.5%
经营利润	82.4	72.7	-11.7%	104.5	92.8	-11.2%	129.3	117.7	-9.0%
净利润	69.8	64.5	-7.6%	87.9	78.5	-10.7%	109.6	101.8	-7.1%

(%)	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	49.8%	48.5%	(1.3)	50.5%	49.2%	(1.3)	51.4%	50.1%	(1.3)
经营利润率	11.7%	10.5%	(1.2)	13.4%	12.2%	(1.2)	15.1%	14.0%	(1.1)
净利率	9.9%	9.4%	(0.6)	11.3%	10.3%	(0.9)	12.8%	12.1%	(0.7)

(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	690.3	688.8	0.2	758.8	754.3	0.6	840.3	827.5	1.5
毛利润	334.5	340.3	-1.7	373.0	379.6	-1.7	420.6	428.6	-1.9
经营利润	72.7	76.7	-5.2	92.8	94.2	-1.5	117.7	114.0	3.2
净利润	64.5	66.3	-2.7	78.5	80.7	-2.7	101.8	97.8	4.1

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究预测

## 公司估值

我们下调亚马逊目标价至 220 美元（前值：257 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 67.45 美元，基于 2025 年净利润（营业利润扣减税费）的 36.9x PE，较其可比公司均值 33.7x 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 57.20 美元，基于 2025 年营收的 4.06x PS，较其可比公司均值 2.1x 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 95.35 美元，基于 25 年净利润（营业利润扣减税费）的 27.0x PE，相对行业均值 23.7x 有所溢价，主系亚马逊在 AI 领域 IaaS 的优势地位。

图表12：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		19,420	36.9		715,775	67.45
2. 国际零售服务	149,479			4.06	607,066	57.20
3. 云服务		37,523	27.0		1,011,873	95.35
总市值					2,334,714	
股数 (百万)					10,612	
<b>目标价</b>						<b>220</b>

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表13：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
<b>北美核心零售</b>			T+0	T+1	T+2	T+0	T+1	T+2
沃尔玛 - FY26	WMT US	97.4	8%	11%	10%	32.6	29.7	26.8
开市客 - FY26	COST US	999.0	10%	11%	11%	49.4	44.7	40.3
家得宝 - FY26	HD US	358.3	0%	8%	7%	24.0	22.2	20.6
Kroger - FY26	KR US	72.2	16%	4%	2%	15.1	14.6	14.3
CVS - FY25	CVS US	69.5	30%	18%	22%	13.7	11.6	9.5
<b>市值加权平均 PE</b>						<b>33.7</b>	<b>30.7</b>	<b>27.8</b>

注：数据截至美国东部时间 5 月 1 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14：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
<b>国际核心零售</b>								
拼多多	PDD US	106.0	20%	18%	14%	2.3	1.9	1.7
京东	JD US	32.9	9%	6%	5%	0.3	0.3	0.2
阿里巴巴 - FY26	BABA US	120.5	6%	8%	5%	2.0	1.8	1.7
东海集团	SE US	137.3	25%	19%	14%	3.7	3.1	2.7
<b>市值加权平均 PS</b>						<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>

注：数据截至美国东部时间 5 月 1 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15：云服务可比公司

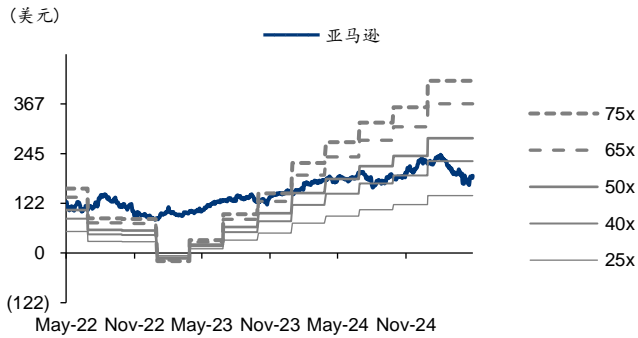
公司	股票代码	股价 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
<b>云</b>								
英伟达 - FY26	NVDA US	111.6	46%	27%	17%	25.0	19.7	16.8
微软 - FY26	MSFT US	425.4	14%	16%	18%	26.2	22.5	19.1
Meta	META US	572.2	1%	13%	14%	22.4	19.6	16.9
谷歌	GOOG US	162.8	14%	6%	12%	17.0	15.8	13.7
IBM	IBM US	239.7	40%	9%	9%	23.5	22.3	20.8
赛富时 - FY26	CRM US	269.3	12%	20%	21%	36.8	30.8	25.5
<b>市值加权平均 PE</b>						<b>23.7</b>	<b>20.1</b>	<b>17.3</b>

注：数据截至美国东部时间 5 月 1 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

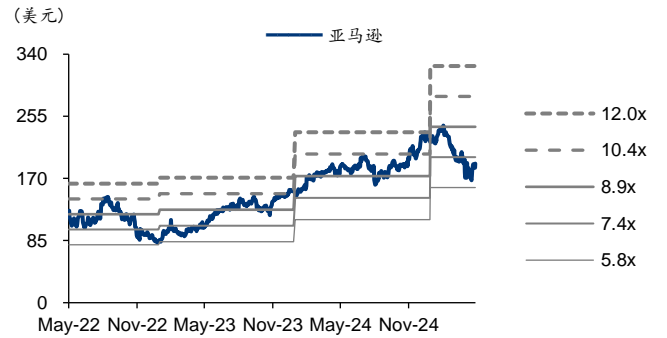
1. 行业竞争加剧: 电商竞争格局加剧, 例如沃尔玛加速推进电商业务, Temu 和 Shein 在欧美较快推进下沉电商, 未来或对亚马逊的小额订单、佣金率、补贴率产生冲击, 对电商营收和利润造成一定影响。
2. AI 需求不及预期: 亚马逊 AWS 业务增速不及可比公司, 未来市场份额或持续下滑至行业第二。目前 AI 行业对大模型能力和算力需求较高, 亚马逊在 AI 领域的整体布局和竞争力弱于微软和谷歌。
3. 履约成本增长超预期: 亚马逊如果未来三年加大 Capex 投入, 或对电商盈利造成一定冲击。

图表16: 亚马逊 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表17: 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	690,286	758,782	840,281
销售成本	(304,739)	(326,288)	(355,812)	(385,808)	(419,684)
<b>毛利润</b>	<b>270,046</b>	<b>311,671</b>	<b>334,474</b>	<b>372,975</b>	<b>420,598</b>
销售及分销成本	(85,622)	(88,544)	(101,329)	(112,142)	(124,187)
管理费用	(103,202)	(110,627)	(117,772)	(123,402)	(130,959)
其他收入/支出	(44,370)	(43,907)	(42,676)	(44,635)	(47,748)
财务成本净额	(233.00)	2,271	608.72	1,010	1,479
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>37,557</b>	<b>68,614</b>	<b>76,054</b>	<b>92,431</b>	<b>119,869</b>
税费开支	(7,120)	(9,265)	(11,408)	(13,865)	(17,980)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>30,425</b>	<b>59,248</b>	<b>64,545</b>	<b>78,465</b>	<b>101,788</b>
折旧和摊销	(48,663)	(52,795)	(53,537)	(59,012)	(61,463)
EBITDA	86,453	119,138	128,982	150,433	179,853
EPS (美元, 基本)	2.87	5.58	6.08	7.39	9.59

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	33,318	31,147	37,789	35,538	40,768
应收账款和票据	52,253	47,768	64,872	64,211	65,063
现金及现金等价物	73,387	72,852	92,259	117,947	140,673
其他流动资产	13,393	12,222	20,984	26,761	40,141
<b>总流动资产</b>	<b>172,351</b>	<b>163,989</b>	<b>215,904</b>	<b>244,457</b>	<b>286,646</b>
固定资产	204,177	209,950	258,863	285,227	310,065
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
<b>总长期资产</b>	<b>355,503</b>	<b>366,980</b>	<b>453,471</b>	<b>554,681</b>	<b>688,776</b>
<b>总资产</b>	<b>527,854</b>	<b>530,969</b>	<b>669,375</b>	<b>799,138</b>	<b>975,421</b>
应付账款	149,690	137,038	170,705	190,302	242,173
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	15,227	15,927	20,709	22,763	25,208
<b>总流动负债</b>	<b>164,917</b>	<b>152,965</b>	<b>191,413</b>	<b>213,065</b>	<b>267,381</b>
长期债务	135,611	134,686	130,034	127,532	126,067
其他长期债务	25,451	26,657	42,650	48,732	41,884
<b>总长期负债</b>	<b>161,062</b>	<b>161,343</b>	<b>172,684</b>	<b>176,264</b>	<b>167,950</b>
股本	91,297	96,210	120,282	146,348	174,841
储备/其他项目	110,578	120,451	184,996	263,461	365,249
股东权益	201,875	216,661	305,277	409,809	540,089
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>201,875</b>	<b>216,661</b>	<b>305,277</b>	<b>409,809</b>	<b>540,089</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	66.34	34.07	31.27	25.72	19.83
PB	10.00	9.32	6.61	4.93	3.74
EV EBITDA	24.54	17.82	16.43	13.96	11.51
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	1.11	1.05	1.00	1.42	1.48

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	128,982	150,433	179,853
融资成本	233.00	(2,271)	(608.72)	(1,010)	(1,479)
营运资本变动	(8,739)	(11,351)	(14,702)	(24,564)	(48,233)
税费	(7,120)	(9,265)	(11,408)	(13,865)	(17,980)
其他	14,119	19,626	18,361	21,159	24,523
<b>经营活动现金流</b>	<b>84,946</b>	<b>115,877</b>	<b>120,625</b>	<b>132,153</b>	<b>136,683</b>
CAPEX	(48,133)	(77,658)	(82,834)	(83,466)	(84,028)
其他投资活动	(1,700)	(16,684)	(15,844)	(12,859)	(20,462)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(49,833)</b>	<b>(94,342)</b>	<b>(98,678)</b>	<b>(96,325)</b>	<b>(104,490)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(15,879)</b>	<b>(11,812)</b>	<b>(12,000)</b>	<b>(10,140)</b>	<b>(9,467)</b>
现金变动	19,234	9,723	9,947	25,689	22,726
年初现金	54,253	73,890	82,312	92,259	117,947
汇率波动影响	403.00	(1,301)	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>73,890</b>	<b>82,312</b>	<b>92,259</b>	<b>117,947</b>	<b>140,673</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	11.83	10.99	8.20	9.92	10.74
毛利润	19.94	15.41	7.32	11.51	12.77
营业利润	200.88	86.13	5.98	27.65	26.84
净利润	(1,218)	94.73	8.94	21.57	29.72
EPS	(1,218)	94.73	8.94	21.57	29.72
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	46.98	48.85	48.45	49.15	50.05
EBITDA	15.04	18.67	18.69	19.83	21.40
净利率	5.29	9.29	9.35	10.34	12.11
ROE	17.49	28.31	24.73	21.95	21.43
ROA	6.14	11.19	10.75	10.69	11.47
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	30.82	28.54	12.37	2.34	(2.70)
流动比率	1.05	1.07	1.13	1.15	1.07
速动比率	0.84	0.87	0.93	0.98	0.92
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.16	1.21	1.15	1.03	0.95
应收账款周转天数	29.63	28.22	29.37	30.62	27.69
应付账款周转天数	172.39	158.18	155.68	168.43	185.49
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)	(91.44)	(103.60)	(125.07)
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS	2.87	5.58	6.08	7.39	9.59
每股净资产	19.02	20.42	28.77	38.62	50.89

## 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](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，德国市场基准为DAX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