

公司研究

亚马逊 25Q3 AWS 加速增长，产能限制缓解，AI 电商带来营收增量

——亚马逊（AMZN.O）2025 年三季报业绩点评

要点

事件：美国东部时间 10 月 30 日盘后，亚马逊发布 25Q3 业绩公告。截至北京时间 10 月 31 日 8:00，亚马逊盘后股价上涨 13.16%。

25Q3 营收超预期，25Q4 营业利润指引略低于预期。25Q3 亚马逊净销售额 1801.7 亿美元，同比增长 13.4%（前值 13.3%），高于彭博一致预期（下文简称一致预期）1.32%；营业利润 174.2 亿美元，低于一致预期 11.7%，主要受一次性费用影响；营业利润率 9.7%，同比下降 1.3pcts；净利润 211.8 亿美元，EPS 1.95 美元，高于一致预期 25.3%。25Q4 净销售额指引 2060-2130 亿美元（中位数高于一致预期 0.3%），同比增长 9.7%-13.4%；营业利润指引 155-205 亿美元（中位数低于一致预期 1.7%），同比增速为-1%-22.6%。

25Q3 AWS 营收加速增长，营业利润率环比回升。25Q3 亚马逊 AWS 收入 330 亿美元，同比增长 20.2%（25Q2 同比增速 17.5%），AWS 营业利润率 34.6%，环比增长 1.7pcts，同比下降 3.4pcts。根据 25Q3 电话会，当前自研芯片 Trainium2 订单供不应求，营收规模达数十亿美元，环比增长 150%，预计 Trainium3 服务对象会从大型客户向中小型客户迁移，打开市场空间。

25Q3 电商部门营业利润率环比下滑。除 AWS 外其他业务中，北美地区营业利润 47.9 亿美元，营业利润率 3.3%；国际营业利润 12 亿美元，营业利润率 2.9%，北美和国际营业利润率同比环比下滑，主要受一次性法律和解与岗位裁撤费用影响。根据 25Q3 电话会，AI 电商助手 Rufus 年活跃用户已达 2.5 亿，月用户数量同比增长 140%，未来有望实现超 100 亿美元的年销售额。

资本支出持续增长，产能限制有所缓解，当前产能瓶颈仍为电力。25Q3 亚马逊资本支出（TTM）1159 亿美元，同比增长 77.1%，25Q3 现金资本开支 342 亿美元。根据 25Q3 电话会，2025 年全年现金资本开支预计将达到 1250 亿美元，同比增长 60%，2026 年将继续增加，预计到 2027 年底整体产能将提升一倍。管理层认为当前产能瓶颈仍在于电力，未来可能会转移至芯片。

盈利预测、估值与评级：考虑到数据中心产能限制缓解，AWS 营收超预期加速增长，内循环广告和 AI 购物助手带来业绩增量，上调 25-27 年营收预测至 7010/7770/8611 亿美元（相比上次预测+1.0%/+1.4%/+0.5%），考虑到电商业务基本盘稳固，前期配送网络建设的规模效应正在显现，驱动利润释放，上调 25-27 年净利润预测至 670/831/1017 亿美元（相比上次预测+1.3%/+1.1%/+0.7%），现价对应 PE 35x/28x/23x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期、关税政策不确定性、AI 商业化进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	574,785	637,959	700,990	777,035	861,136
营业收入增长率	11.83%	10.99%	9.88%	10.85%	10.82%
净利润（百万美元）	30,425	59,248	67,029	83,120	101,691
净利润增长率	-8.81%	94.73%	13.13%	24.01%	22.34%
EPS（美元）	2.95	5.66	6.32	7.84	9.59
P/E	76	39	35	28	23

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-30

买入（维持）

当前价：222.86 美元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：宾特丽亚

执业证书编号：S0930525090001

021-52523681

binteliya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：106.87

总市值(亿美元)：23768

一年最低/最高(美元)：161.3/242.5

近 3 月换手率：0.96%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.5	-5.6	-1.7
绝对	1.5	3.8	15.6

资料来源：Wind

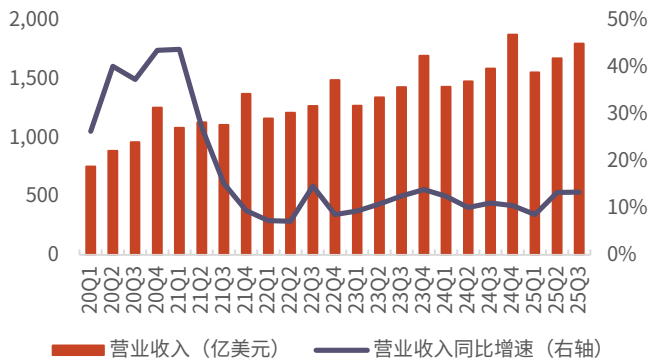
相关研报

电商与云的先驱者和守擂者，如何寻求跨越周期的利润增长？——亚马逊（AMZN.O）投资价值分析报告（2024-10-21）

亚马逊 25Q3 营收指引超预期，AWS 营业利润率承压——亚马逊（AMZN.O）2025 年二季报业绩点评（2025-08-01）

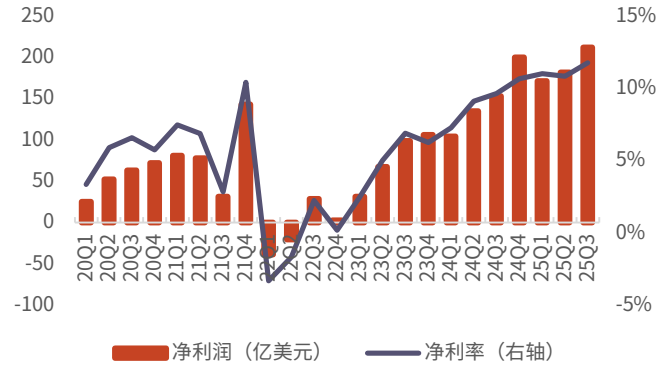
亚马逊 25Q1 业绩指引不及预期，AI 助力运营效率提升——亚马逊（AMZN.O）2024 年四季报业绩点评（2025-02-07）

图 1: 20Q1-25Q3 亚马逊营业收入与同比增速



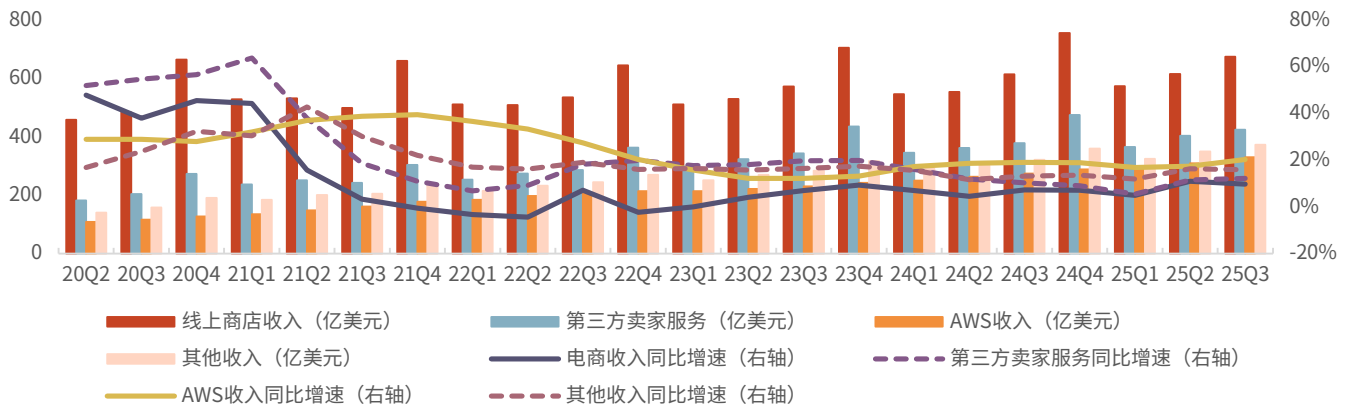
资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 2: 20Q1-25Q3 亚马逊净利润与净利率变化趋势



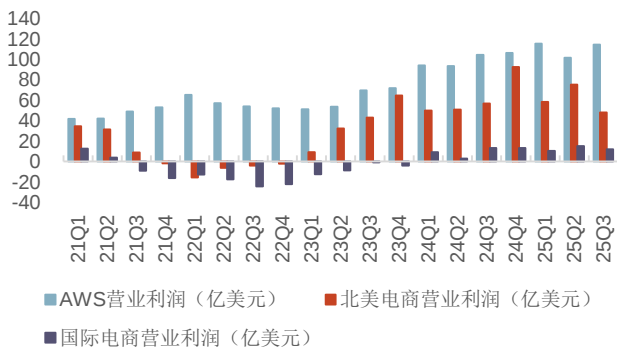
资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 3: 20Q1-25Q3 亚马逊分部门营业收入与同比增速



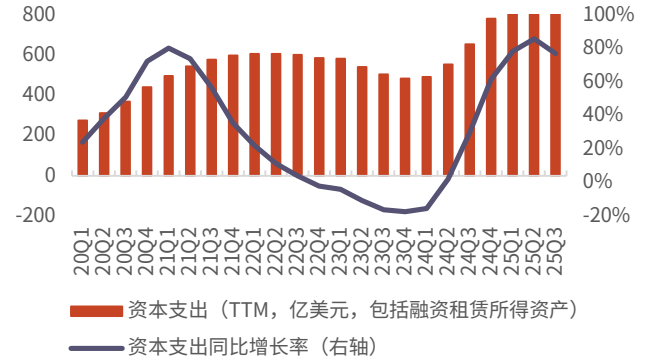
资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 4: 21Q1-25Q3 亚马逊北美、国际与 AWS 业务营业利润



资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

图 5: 20Q1-25Q3 亚马逊资本支出 (TTM) 与同比增速



资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	574,785	637,959	700,990	777,035	861,136
营业成本	304,739	326,288	359,608	394,734	433,151
销售费用	44,370	43,907	46,966	50,507	54,252
管理费用	11,816	11,359	12,481	13,835	15,333
物流履约费用	90,619	98,505	103,562	109,817	115,801
研发费用	85,622	88,544	99,541	111,116	124,004
营业利润	36,852	68,593	77,993	96,096	117,566
利润总额	37,557	68,614	77,493	96,096	117,566
所得税	7,120	9,265	10,464	12,976	15,875
净利润	30,425	59,248	67,029	83,120	101,691

现金流量表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	84,946	115,877	103,970	129,984	153,100
净利润	30,425	59,248	67,029	83,120	101,691
净营运资金增加	6,601	-2,441	15,775	7,180	8,026
其他	-49,406	-46,520	-19,099	-5,841	-7,806
投资活动产生现金流	-49,833	-94,342	-55,002	-59,985	-64,985
净资本支出	-48,133	-77,658	-50,005	-60,005	-65,005
长期投资变化	5,700	6,500	0	0	0
融资活动现金流	-15,879	-11,812	121	598	1,836
股本变化	1	2	-5	0	0
债务净变化	-8,936	-5,191	10	10	10
无息负债变化	18,283	18,136	11,489	13,545	14,841
净现金流	19,234	9,723	49,089	70,596	89,951

资料来源：亚马逊公告，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	527,854	624,894	703,422	800,098	916,639
货币资金	73,387	78,779	127,868	198,464	288,416
交易性金融资产	13,393	22,423	22,423	22,423	22,423
应收账款	48,553	51,151	66,713	73,950	81,954
存货	33,318	34,214	37,709	41,393	45,422
流动资产合计	-1,700	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000
长期股权投资	5,700	6,500	6,500	6,500	6,500
固定资产	170,221	252,665	266,015	278,435	289,349
在建工程	28,840	46,636	43,318	45,659	48,830
无形资产	6,540	7,439	7,146	6,865	6,596
商誉	22,789	23,074	23,074	23,074	23,074
其他非流动资产	108,216	81,748	81,748	81,748	81,748
非流动资产合计	355,503	434,027	443,767	458,246	472,062
总负债	325,979	338,924	350,423	363,978	378,829
应付票据	84,981	94,363	108,314	118,894	130,466
预收账款	15,227	18,103	19,892	22,049	24,436
其他流动负债	48,244	53,779	53,779	53,779	53,779
流动负债合计	164,917	179,431	190,920	204,465	219,306
长期借款	58,314	52,623	52,633	52,643	52,653
应付债券	6,600	7,100	7,100	7,100	7,100
其他非流动负债	96,148	99,770	99,770	99,770	99,770
非流动负债合计	161,062	159,493	159,503	159,513	159,523
股东权益	201,875	285,970	352,999	436,120	537,810
股本	109	111	106	106	106
公积金	99,025	120,864	120,922	120,922	120,922
未分配利润	113,618	172,866	239,842	322,962	424,653
归属母公司权益	201,875	285,970	352,999	436,120	537,810

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP