

亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O)

优于大市

25Q3 财报点评：电商稳健增长，云收入加速，上修 CAPEX 积极扩张产能

核心观点

整体表现：电商&云均表现亮眼。25Q3 亚马逊营业收入 1802 亿美元，同比+13%，经营利润 174 亿美元，同比持平，剔除 25 亿美元的联邦贸易委员会和解费用以及 18 亿美元的裁员相关支出，经营利润为 217 亿美元，同比+25%。本季度净利润 212 亿美元，同比+38%，主要是与 Anthropic 投资相关的税前收益 95 亿美元带动。**25Q4 指引：**预计下季度收入 2060 亿美元至 2130 亿美元（同比+10%-13%），包括外汇汇率正面影响 190bps。经营利润 210-260 亿美元（24 年同期为 212 亿美元），计算营业利润率中位数约 11%。

零售及其他业务：广告收入加速增长，剔除一次性影响利润率延续提升趋势。25Q3 亚马逊零售及其他业务收入 1472 亿美元，同比+12%。供给端，持续丰富品类结构，日常必需品今年以来增速为整体的 2 倍，食品杂货过去 12 个月 GMV1000 亿+美元。履约侧，已开始在美国部分城市推出 3 小时达服务，同时持续优化履约效率，区域化网络已形成规模效应。本季度广告收入加速增长至 177 亿美元（同比+24%），预计未来依靠零售业线上化率持续提升、视频广告的增长潜力以及 Amazon DSP 的贡献将实现持续增长。

云业务：收入加速增长，上修 CAPEX 积极扩张产能。25Q3AWS 收入 330 亿美元（同比+20%），23 年以来首次增速达到 20%。OPM 34.6%（同比-3.4pcts，环比+1.7pcts）。未完成订单增长至 2000 亿美元，同比+22%，环比+3%。公司积极扩张产能，过去 12 个月新增 3.8GW 电容，当前电容是 22 年的 2 倍，计划到 27 年翻一番，25Q4 预计还将新增至少 1GW。全年资本开支上修至 1250 亿美元（上季度后预计为 1100-1200 亿美元），且预计 26 年将进一步增加。AI 方面，硬件端持续发力，近期启动 Rainier 项目，搭载近 50 万块 Trainium2 芯片，年底预计达到 100 万块。Trainium2 的采用率持续攀升，目前已完全售罄，成为价值数十亿美元的业务。Trainium3 将于今年年底发布预览版，预计性能比 2 提升 40%，2026 年初将实现大规模供货。应用端，公司积极布局 Agent，AI 购物助手 Rufus 今年的活跃用户已达 2.5 亿，月活用户同比增长 140%，有望带来每年超 100 亿美元的增量年化销售额。

投资建议：考虑到公司零售业务稳健增长，云业务积极扩张产能，收入有望加速增长，我们小幅调整公司 25-27 年收入至 7142/7977/8845 亿美元，上调幅度为+1%/+3%/+3%，调整 25-27 年净利润预测至 774/895/1082 亿美元，调整幅度为+9%/+8%/+9%，对应 25-27 年 PE 为 34x/29x/24x。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观波动风险；云与 AI 竞争加剧；电商竞争加剧等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	574,785	637,959	714,209	797,719	884,470
(+/-%)	12%	11%	12%	12%	11%
归母净利润(百万美元)	30,425	59,248	77,370	89,520	108,173
(+/-%)	-1218%	95%	31%	16%	21%
EPS (美元)	2.85	5.54	7.24	8.38	10.12
EBIT Margin	6.4%	10.8%	11.2%	12.0%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	20.7%	21.3%	19.8%	19.3%
市盈率 (PE)	86	44	34	29	24
EV/EBITDA	37	25	20	17	14
市净率 (PB)	13	9	7	6	5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

证券分析师：张昊晨

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn

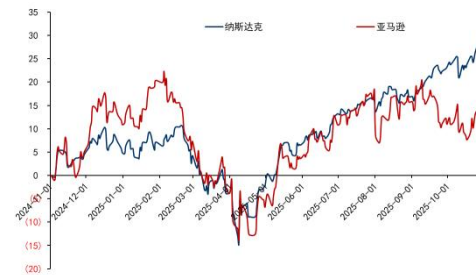
S0980521120004

S0980525010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	244.22 美元
总市值/流通市值	2610/2610 十亿美元
52 周最高价/最低价	250.5/161.38 美元
近 3 个月日均成交额	10298 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -25Q2 财报点评：广告增长强劲，履约效率优化，云业务延续 Q1 势头》——2025-08-02

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -25Q1 财报点评：业绩符合预期，AWS 利润率续创新高》——2025-05-04

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -北美电商与云计算龙头，AI 开启新增长周期》——2025-03-11

《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -Q4 利润表现出色，25Q1 云指引受供应紧缺限制，继续加大 AI 投入》——2025-02-09

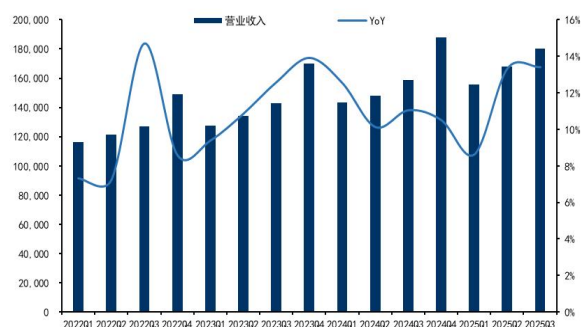
《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) 24Q3 财报点评-零售稳健，云业务营业利润显著提升，资本开支持续增加》——2024-11-01

整体表现：电商&云均表现亮眼

25Q3 亚马逊营业收入 1802 亿美元，同比+13%，经营利润 174 亿美元，同比持平，剔除 25 亿美元的联邦贸易委员会和解费用以及 18 亿美元的裁员相关支出，经营利润为 217 亿美元，同比+25%。本季度净利润 212 亿美元，同比+38%，主要是与 Anthropic 投资相关的税前收益 95 亿美元带动。

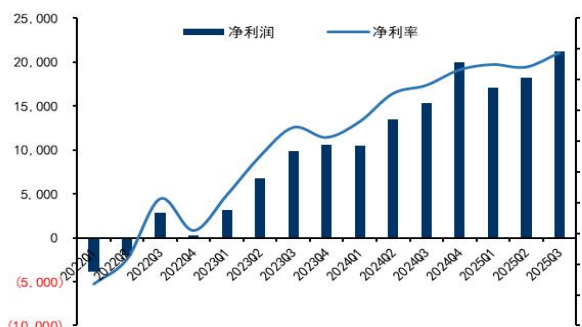
业绩指引：预计下季度收入 2060 亿美元至 2130 亿美元（同比+10%-13%），包括外汇汇率正面影响 190bps。经营利润 210-260 亿美元（24 年同期为 212 亿美元），计算营业利润率中位数约 11%。

图1：亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



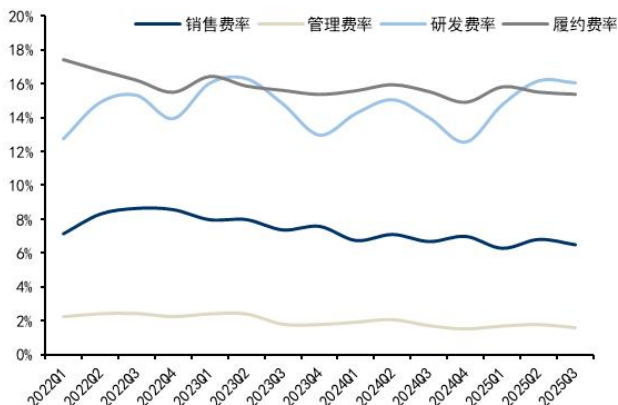
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：亚马逊净利润及变化情况（单位：百万美元、%）



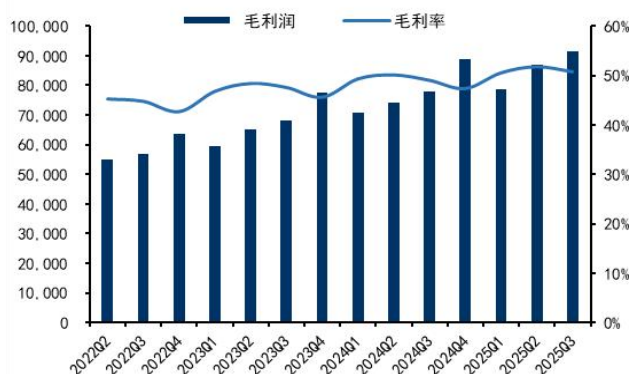
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图3：亚马逊各项费率变化情况（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图4：亚马逊毛利润与毛利率情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

零售及其他业务：广告收入加速增长，剔除一次性影响利润率延续提升趋势

25Q3 亚马逊零售及其他业务收入 1472 亿美元，同比+12%。

供给端，持续丰富品类结构，环比增加 14% 的热门品牌商品选择。日常必需品今

年以来增速为整体的 2 倍。公司持续优化生鲜零售的订购体验，目前已有超过 1000 个城镇的客户可在购买数百万种亚马逊商品的同时，选购新鲜食品，并享受免费当日达服务。食品杂货过去 12 个月 GMV1000 亿+美元（不含线下的全食超市和 Amazon Fresh），包括日用品、罐头食品、宠物食品、健康与美容产品等。食品杂货的当日达已扩展至美国 1000 个城市，年底将达到 2300 个

履约侧，1）已开始在美国部分城市推出 3 小时达服务，同时承诺投资超 40 亿美元扩大美国农村配送网络，已将可享受当日达和次日达服务的农村社区数量增加了 60%，预计年底将覆盖计划扩容社区总数的约一半。2）持续优化履约效率，区域化网络已形成规模效应。入库流程改进带来了多项效益，例如美国地区入库交付周期较去年缩短近四天。

◆ 分地区来看：

- 1) 北美业务收入 1063 亿美元（同比+11%），OPM 4.5%，剔除联邦委员会的和解费用同比+0.9pcts。
- 2) 国际业务收入 409 亿美元（同比+14%），OPM 2.9%（同比-1.1pcts）。剔除遣散费用后利润率同比提升。

◆ 分业务来看：

- 1) 网上商店收入 674 亿美元（同比+10%），BBG 一致预期+9%
- 2) 实体店收入 56 亿美元（同比+7%），BBG 一致预期+6%
- 3) 第三方卖家服务收入 425 亿美元（同比+12%），BBG 一致预期+11%
- 4) 订阅服务收入 126 亿美元（同比+11%），BBG 一致预期+11%
- 5) 广告服务收入 177 亿美元（同比+24%），BBG 一致预期+21%。预计未来公司广告业务的持续增长将来自零售业线上化率持续提升、视频广告的增长潜力以及 Amazon DSP 的贡献（本季度的亮眼增长来自于补齐了之前的功能短板）。
- 6) 其他收入 14 亿美元（同比+8%），BBG 一致预期+9%。

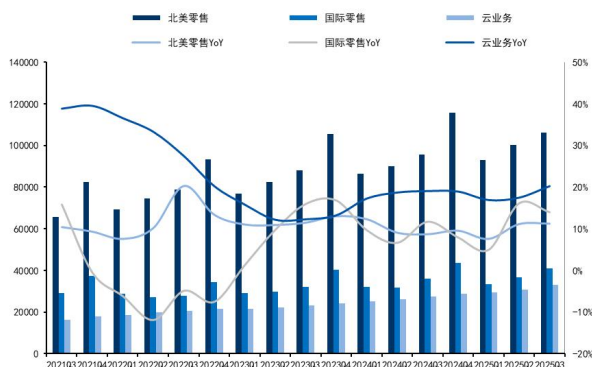
云业务：收入加速增长，上修 CAPEX 积极扩张产能

25Q3AWS 收入 330 亿美元（同比+20%，BBG 一致预期 18%），23 年以来首次增速达到 20%。OPM 34.6%（同比-3.4pcts，环比+1.7pcts）。未完成订单增长至 2000 亿美元，同比+22%，环比+3%，且 10 月新交易的总规模已经超过了 Q3 的交易总量。过去 12 个月新增 3.8GW 电容，当前电容是 22 年的 2 倍，计划到 27 年翻一番，25Q4 预计还将新增至少 1GW，这些容量包括电力、数据中心及芯片（主要是自研定制芯片 Trainium 和英伟达芯片）。目前行业的瓶颈可能是电力供应，未来可能会转向芯片。

资本开支：25Q3 资本支出（净额）342 亿美元（预期 315 亿），同比+61%，25 年

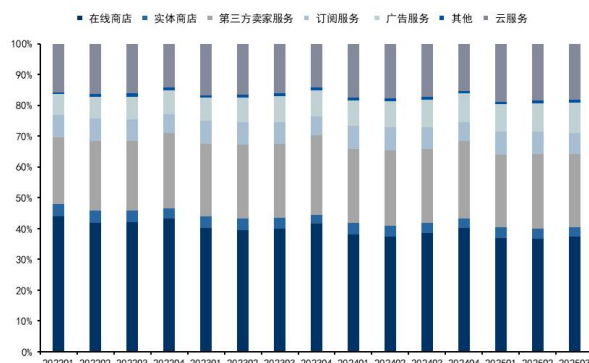
全年 CAPEX 上修至 1250 亿美元（上季度后预计为 1100-1200 亿美元），且预计 26 年将进一步增加。

图5：分业务收入变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图6：亚马逊分业务收入占比



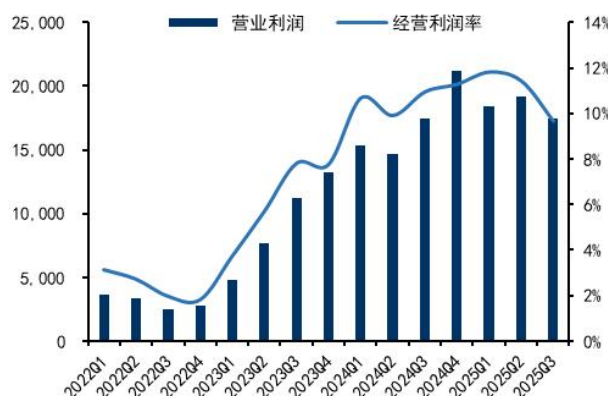
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图7：分业务营业利润变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图8：亚马逊营业利润与 OPM 变化情况（单位：百万美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

AI 布局：

◆ 底层：

芯片：近期启动 Rainier 项目，横跨美国多个数据中心的大型 AI 计算集群，搭载近 50 万块 Trainium2 芯片。Anthropic 目前正利用该集群开发和部署 Claude，预计到年底，Claude 将运行在超过 100 万块 Trainium2 芯片上。Trainium2 的采用率持续攀升，目前已完全售罄，成为价值数十亿美元的业务，季度营收环比增长 150%。Trainium3 将于今年年底发布预览版，预计性能比 2 提升 40%，2026 年初将实现大规模供货。

◆ 中间层：

Bedrock：正将 Bedrock 打造为全球最大的推理引擎。目前，Amazon Bedrock 中

绝大多数 token 使用量已运行在 Trainium 芯片上。长期来看, Bedrock 有望成为 AWS 与弹性计算云 (EC2) 同等重要的业务

◆ 应用层:

1) AI 购物助手 Rufus 今年的活跃用户已达 2.5 亿, 月活用户同比增长 140%, 互动量同比增长 210%, 使用 Rufus 的购物者完成购买的概率高出 60%。Rufus 有望带来每年超 100 亿美元的增量年化销售额。

2) Agent: ①AgentCore 的软件开发工具包 (SDK) 下载量已超过 100 万次; ②在编程领域, 近期推出了智能编程集成开发环境 (IDE) Kiro, 预览版上线前几天就有超过 10 万名开发者加入, 目前这一数字已翻倍, 已处理万亿级令牌; ③在迁移与转型领域, 推出了 Transform 智能体, 今年以来已帮助客户节省 70 万小时的人工工作; ④针对企业客户, 近期推出了 Quick Suite, 将消费级 AI 体验引入工作场景, 方便用户挖掘洞察、深入研究、自动化任务、可视化数据并采取行动, 已帮助用户将数月级项目缩短至数天完成, 复杂任务节省 80% 以上时间, 成本节省 90% 以上; ⑤呼叫中心领域, Amazon Connect 年化营收突破 10 亿美元。

3) Alexa+: 用户在 Fire TV 上使用 Alexa + 的频率是经典版本的 2.5 倍, 通过自然对话发现音频内容的频次是 4 倍, 照片互动频次是 4 倍, 完成购物对话并达成购买的频次也是 4 倍。

投资建议

考虑到公司零售业务稳健增长, 云业务积极扩张产能, 收入有望加速增长, 我们小幅调整公司 25-27 年收入至 7142/7977/8845 亿美元, 上调幅度为 +1%/+3%/+3%, 调整 25-27 年净利润预测至 774/895/1082 亿美元, 调整幅度为 +9%/+8%/+9%, 对应 25-27 年 PE 为 34x/29x/24x。维持“优于大市”评级。

风险提示

宏观波动风险; 关税风险; IT 支出放缓; 云与 AI 竞争加剧; 电商竞争加剧; 监管风险; 订阅业务发展低于预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	78779	86657	95323	148832
应收款项	55451	62079	69337	76878
存货净额	34214	28121	31650	34877
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	190867	200400	221031	286543
固定资产	252665	293702	339396	383392
无形资产及其他	23074	23074	21074	19074
投资性房地产	158288	158288	158288	158288
长期股权投资	0	20677	30503	42187
资产总计	624894	696142	770292	889484
短期借款及交易性金融负债	0	40690	6284	0
应付款项	94363	77557	87291	96191
其他流动负债	85068	50939	56119	60401
流动负债合计	179431	169187	149695	156592
长期借款及应付债券	52623	52623	52623	52623
其他长期负债	106870	110992	115114	119236
长期负债合计	159493	163615	167737	171859
负债合计	338924	332802	317432	328451
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	285970	363340	452860	561033
负债和股东权益总计	624894	696142	770292	889484

关键财务与估值指标

	2024	2025E	2026E	2027E
经调整 EPS	5.5	7.2	8.4	10.1
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	26.76	34.00	42.37	52.50
ROIC	34%	30%	32%	33%
ROE	21%	21%	20%	19%
毛利率	49%	50%	51%	52%
EBIT Margin	11%	11%	12%	13%
EBITDA Margin	18%	20%	21%	23%
收入增长	11%	12%	12%	11%
净利润增长率	95%	31%	16%	21%
资产负债率	54%	48%	41%	37%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	44	34	29	24
P/B	9	7	6	5
EV/EBITDA	24	20	17	14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	637959	714209	797719	884470
营业成本	326288	355375	390503	422952
研发费用	(88544)	(107586)	(127885)	(144367)
销售及管理费用	(56029)	(62636)	(66986)	(74270)
营业利润	68593	79827	95693	116586
财务费用	2271	2417	2699	2992
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	(2250)	14577	6926	7684
税前利润	68513	96821	105318	127262
所得税费用	9265	19451	15798	19089
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	59248	77370	89520	108173
经调整归母净利润	59248	77370	89520	108173

现金流量表（百万美元）

	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	59248	77370	89520	108173
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(48663)	(61584)	(73000)	(85557)
公允价值变动损失	(2250)	14577	6926	7684
财务费用	(2271)	(2417)	(2699)	(2992)
营运资本变动	(15209)	(47347)	8248	6536
其它	122751	94014	132147	155746
经营活动现金流	115877	77030	163842	192582
资本开支	(97151)	(108721)	(119593)	(131553)
其它投资现金流	(9030)	(1121)	(1177)	(1236)
投资活动现金流	(94342)	(109842)	(120771)	(132789)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(5691)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(430)	40690	(34406)	(6284)
融资活动现金流	(11812)	40690	(34406)	(6284)
现金净变动	5392	7878	8666	53509
货币资金的期初余额	73387	78779	86657	95323
货币资金的期末余额	78779	86657	95323	148832
企业自由现金流	36,813	(33622)	41955	58486
权益自由现金流	12605	8999	9843	54745

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032