

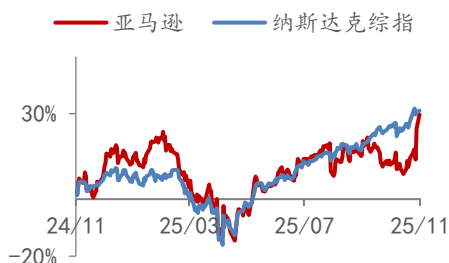
25Q3 点评: AWS 增长重回 20% 区间, 明年 CapEx 继续增长

投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2025-11-06

收盘价 (美元)	250.20
近 12 个月最高/最低 (美元)	254.0/167.3
总股本 (百万股)	10,690
流通股本 (百万股)	10,690
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿美元)	26,747
流通市值 (亿美元)	26,747

公司价格与纳斯达克综指走势比较



分析师: 金荣

执业证书号: S0010521080002

邮箱: jinrong@hazq.com

分析师: 赵亮

执业证书号: S0010525070001

邮箱: zhaoliang@hazq.com

相关报告

1. 亚马逊 25Q2: 零售 OPM 持续改善, AWS 利润率承压 2025-08-06
2. 亚马逊 25Q1: 利润超预期, AWS 增速略有放缓 2025-05-12

主要观点:

● 公司业绩

1) 整体来看: 2025Q3, 亚马逊收入录得 1802 亿美元, 同比+13%, 超 BBG 预期 1.32%。Operating income 录得 174 亿美元, 与去年同期的 174 亿美元持平, 低于 BBG 预期 11.66%。本季度业绩包含两项特殊支出: 25 亿美元的 FTC 法律和解费用和 18 亿美元的裁员遣散费用。若剔除这些费用, Operating income 本应为 217 亿美元。GAAP 净利润录得 212 亿美元, 同比+38%, 超 BBG 预期 25.70%, 主要受 Anthropic 投资带来的 95 亿美元税前收益提振。

2) 分业务看: 在线商店收入录得 674 亿美元, 同比+10%。实体店业务收入录得 56 亿美元, 同比+7%。第三方零售业务收入录得 425 亿美元, 同比+12%。订阅业务收入录得 126 亿美元, 同比+11%。广告业务收入录得 177 亿美元, 同比+24%。AWS 收入录得 330 亿美元, 同比+20%, 高于 BBG 预期的+17.9%同比增速。

● AWS 增长重回 20% 区间, AI 需求与资本开支同步放大

1) 本季度 AWS 业务收入同比增速+20.2%, 达到 330 亿美元, ARR 达 1320 亿美元。增速较 Q2 的 19% 进一步回升。AWS 运营利润达 114 亿美元, 运营利润率为 34.6%。

2) AWS 积压订单 (Backlog) 在 Q3 末增长至 2000 亿美元。CEO Andy Jassy 在电话会中表示, 10 月份新签订单总额已超过整个 Q3 的交易总量。

3) AI 需求强劲: 亚马逊定制的 AI 芯片 Trainium2 业务已“完全被预订”, 成为一项数十亿美元的业务, 季度环比增长 150%。Anthropic 正在使用近 50 万个 Trainium2 芯片集群来训练其 Claude 模型。

4) 资本开支: 公司预计 2025 年全年现金 CapEx 约 1250 亿美元, 并预计 2026 年将进一步增加, 主要用于支持 AWS 的 AI 和核心服务需求。

● 零售业务受特殊费用拖累, 广告业务持续加速

1) 受特殊费用影响, 北美分部 Q3 运营利润为 48 亿美元, 运营利润率 4.5%。若剔除 25 亿美元的 FTC 费用, 北美运营利润为 73 亿美元, 运营利润率 6.9%。国际分部运营利润 12 亿美元, 运营利润率 2.9%。

2) 广告业务加速增长, Q3 收入 177 亿美元, 同比增长 24%, 连续三个季度加速增长。

3) AI 驱动零售: AI 购物助手 Rufus 今年已触达 2.5 亿活跃客户, 月用户同比+140%, 使用 Rufus 的客户完成购买的可能性高出 60%, 有望带来超 100 亿美元的年化增量销售额。

● Q4 指引稳健, 运营利润中值超上年同期

公司预计 25Q4 实现营收 2060-2130 亿美元, 同比+10%至+13% (指引隐含约 190bp 的有利汇率影响)。预计 25Q4 实现 operating income 210-260 亿美元, 去年同期为 212 亿美元。指引中值 (235 亿美元) 高

于去年同期。

● 投资建议

我们预计亚马逊 2025-2027 年收入为 7155/7961/8844 亿美元（前值 7087/7883/8755 亿美元），同比+12.2%/+11.3%/+11.1%；净利润预计录得 783/859/1044 亿美元(前值 768/851/974 亿美元)，同比 +32.2%/+9.7%/+21.5%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济环境波动;关税政策扰动；云计算行业竞争加剧等；线上零售需求减弱。

● 重要财务指标

单位:百万美元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	637,959	715,502	796,113	884,404
收入同比 (%)	10.99%	12.15%	11.27%	11.09%
净利润	59,248	78,304	85,930	104,419
同比 (%)	94.73%	32.16%	9.74%	21.52%
每股收益 EPS(美元)	5.66	7.23	7.90	9.60
市盈率 (P/E)	46	35	32	26

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	190,867	215,842	249,433	293,106					
现金及现金等价物	78,779	89,634	114,620	145,374					
有价证券	22,423	22,423	22,423	22,423					
存货	34,214	36,928	41,986	44,532					
应收款项	55,451	66,857	70,404	80,776					
非流动资产	434,027	487,434	541,045	604,469					
固定资产	252,665	290,333	333,040	381,369					
经营租赁	76,141	87,831	96,371	107,812					
无形资产	23,074	27,123	29,487	33,141					
其他	82,147	82,147	82,147	82,147					
资产总计	624,894	703,275	790,479	897,574					
流动负债	179,431	187,340	194,302	204,964					
应付款项	94,363	98,641	100,387	107,708					
预提费用	66,965	71,527	75,605	79,568					
递延收入	18,103	17,172	18,311	17,688					
非流动负债	159,493	157,151	165,106	181,621					
长期租赁负债	78,277	87,831	96,371	107,812					
长期负债	52,623	43,869	43,284	48,358					
其他长期负债	28,593	25,451	25,451	25,452					
负债合计	338,924	344,491	359,408	386,585					
库存股成本	-7,837	-7,837	-7,837	-7,837					
额外实收资本	120,864	146,073	174,918	207,847					
累计其他损失	-34	-34	-34	-34					
留存收益	172,866	220,473	263,914	310,904					
权益合计	285,970	358,784	431,070	510,989					
负债和股东权益	624,894	703,275	790,479	897,574					

现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
净利润	59,248	78,304	85,930	104,419					
折旧摊销	52,795	65,000	87,000	100,000					
股份为基础的开支	22,011	25,209	28,845	32,929					
其他调整	-2,636	0	0	0					
存货	-1,884	-2,714	-5,059	-2,546					
应收账款	-3,249	-11,406	-3,547	-10,372					
应付账款	-14,483	4,278	1,746	7,321					
预提费用	2,972	4,562	4,078	3,963					
递延收入	-2,904	-931	1,139	-623					
其他资产	4007	-15739	-10904	-15095					
经营活动净现金流	115,877	146,564	189,228	219,996					
资本开支	-77,658	-125,000	-150,000	-175,000					
投资活动净现金流	-94,342	-125,000	-150,000	-175,000					
长期负债变动	0	0	0	0					
筹资活动净现金流	-11,812	-14,242	-14,242	-14,242					
汇率变动影响额	-1,301	0	0	0					
现金净增加值	8,422	7,322	24,986	30,754					

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	637,959	715,502	796,113	884,404					
增长率	10.99%	12.15%	11.27%	11.09%					
营业成本	326,288	355,708	386,678	423,938					
%销售收入	51.15%	49.71%	48.57%	47.93%					
毛利	311,671	359,794	409,435	460,465					
履约费用	98,505	108,481	117,840	126,617					
研发费用	88,544	108,797	127,378	145,927					
销售费用	43,907	46,643	52,543	53,064					
一般及行政开支	11,359	11,435	11,942	13,266					
其他营业费用	763	3581	796	884					
营业利润	68,593	80,857	98,936	120,707					
%销售收入	10.75%	11.30%	12.43%	13.65%					
利息收入	4,677	4,545	5,573	6,191					
利息支出	-2,406	-2,443	-1,592	-1,769					
其他收入	-2,250	14,052	700	700					
除税前利润	68,614	97,012	103,616	125,829					
%销售收入	10.76%	13.56%	13.02%	14.23%					
所得税	-9,265	-18,613	-17,615	-21,391					
权益法税后投资收益	-101	-95	-71	-19					
净利润	59,248	78,304	85,930	104,419					
%销售收入	9.29%	10.94%	10.79%	11.81%					
归母净利润	59,248	78,304	85,930	104,419					
%销售收入	9.29%	10.94%	10.79%	11.81%					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
回报率				
净资产收益率	20.72%	21.82%	19.93%	20.43%
总资产收益率	9.48%	11.13%	10.87%	11.63%
盈利能力				
营业总收入增长率	10.99%	12.15%	11.27%	11.09%
毛利率	48.85%	50.29%	51.43%	52.07%
净利率	9.29%	10.94%	10.79%	11.81%
资产管理能力				
应收款项周转天数	31.7	34.1	32.3	33.3
应付款项周转天数	54.0	50.3	46.0	44.5
存货周转天数	19.6	18.8	19.2	18.4
总资产周转率	102%	102%	101%	99%
偿债能力				
资产负债率	54.24%	48.98%	45.47%	43.07%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

分析师: 赵亮, 悉尼大学金融学硕士, 主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域, 2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号: S0010525070001

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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;
- 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。