

公司報告

亞馬遜 (AMZN US)

OpenAI 与 New Glenn 火箭

■ AWS 与 OpenAI 签署了一项为期 7 年、价值 380 亿美元的协议，借助 Nvidia 和 Trainium2 芯片的算力，巩固其在 AI 工作负载方面的领导地位，推动相较同行更快增长

■ New Glenn 火箭计划于本周晚些时候成功发射，将提升发射能力独立性，并加快 Kuiper 卫星星座的部署

■ 增持：亚马逊仍将受益于 AI 发展、近期关税降低及 AWS 增长回升，同时产能限制逐步缓解

OpenAI 协议凸显 AWS 算力储备的增长潜力

OpenAI 与 AWS 签署了一项为期 7 年、价值 380 亿美元的协议，以确保云计算资源供应，主要由 Nvidia GPU 提供算力，并整合亚马逊自研的 Trainium2 芯片，以优化成本和性能；该协议支持灵活扩展，初期利用现有 AWS 数据中心，并包括专属新设施，从而降低 OpenAI 的依赖风险，并强化其多云战略，与此前与 Google 云和 Oracle 的合作形成互补。对亚马逊而言，此合作巩固了 AWS 在支持大规模 AI 工作负载方面的领导地位，使 AWS 成为 OpenAI 生态系统中最后一个主要云服务商。除此之外，Microsoft 仍是 OpenAI 的主要合作伙伴，承诺投入 250 亿美元的 Azure 资源，并在 2032 年前独享其最先进的封闭模型。此次合作凸显了 AWS 在 AI 基础设施和 Trainium2 芯片能力方面的加速增长，与上半年不及竞争对手的增长形成鲜明对比。

New Glenn 火箭成功发射助力 Kuiper 快速部署

Blue Origin 的 New Glenn 重型火箭计划于 11 月 7 日进行第二次发射，搭载 NASA 的 ESCAPEDE 任务，从卡纳维拉尔太空军基地发射（[链接](#)）。尽管我们留意到此次发射自 8 月以来已多次推迟，但在 10 月 30 日发动机点火测试成功后，似乎已准备就绪。Blue Origin 将尝试将可重复使用的第一级火箭降落在其位于大西洋的无人船上，此前首飞未能成功回收。New Glenn 的成功对 Kuiper 项目至关重要，提供独立于 SpaceX 等竞争对手的专属高容量发射服务，确保 Kuiper 能按计划部署其卫星星座，无需依赖外部供应商，同时火箭的可重复使用性也是发射服务成本竞争力的关键。在运载能力方面，Falcon 9 每次可搭载 24 颗 Kuiper 卫星，而 New Glenn 可搭载 49 颗，接近 ULA Vulcan 的 45 颗容量。

贸易局势缓和 AWS 增长提速带来积极前景

鉴于亚马逊在电商与云计算领域的领先地位、贸易环境趋稳以及 AWS 增长加速，我们对 AWS 前景更加乐观。我们的 DCF 目标价为 301 美元，对应 25/26 财年 37 倍/28 倍市盈率，25/26 财年 19 倍/15 倍 EV/EBITDA。基于 25-27 年盈利年复合增长率，其 0.8 倍 EV/EBITDA-G 低于主要平台的中位数 1.1 倍，以及 SaaS 同行的 1.4 倍。主要风险：1) 宏观经济；2) 竞争加剧；3) 监管政策。

盈利预测及估值

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	574,785	637,959	715,477	800,428	893,232
同比增长 (%)	11.8%	11.0%	12.2%	11.9%	11.6%
经营利润	36,852	68,593	79,857	102,607	121,963
净利润	30,425	59,248	78,066	89,534	107,664
非 GAAP 净利润	54,277	84,272,968	,184		137,360
同比增长 (%)	55.2%	55.3%	5.6%	31.7%	17.2%
非 GAAP 每股价值 (美元)	5.2	7.9	8.2	10.7	12.4
市盈率 (x)	43.8	28.2	30.5	23.2	19.8
非 GAAP ROE (%)	31.2%	34.5%	27.4%	28.7%	27.1%

注：截至 2025 年 11 月 3 日的收盘价；资料来源：彭博社、公司数据、CMS (香港) 估算

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

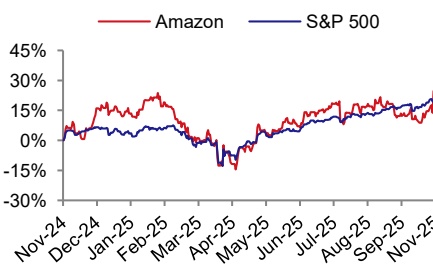
与市场预期差

投资者或将因零售利润率改善、AWS 增长以及 Kuiper 卫星项目的潜在进展而感到惊喜，以上因均有望推动公司 2026 年的增长。

增持

前次评级	增持
股价 (2025 年 11 月 3 日)	254 美元
12 个月目标价 (上涨/下跌空间)	301 美元 (+19%)
前次目标价	301 美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
AMZN US	11.3	28.6	23.4
S&P 500	1.9	20.3	19.4

行业：TMT

S&P 500 (2025 年 11 月 3 日)	6,852
---------------------------	-------

重要数据

52 周股价区间 (美元)	161 - 259
美股市值 (十亿美元)	2,715.3
日均成交量美股 (百万股)	39.98

主要股东

Bezos Jeffery	9.5%
Scott MacKenzie	1.9%
其他股东	0.2%
自由流通量	88.4%

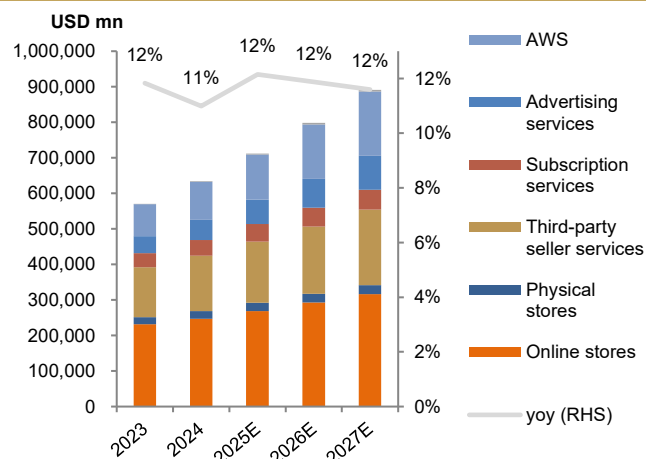
资料来源：彭博、招商证券 (香港)

相关报告

- Amazon (AMZN US) - AWS 增长回升，贸易紧张局势缓解 (增持) (2025/10/31)
- Amazon (AMZN US) - 二季度业绩强劲缓解关税担忧 (增持) (2025/8/1)
- Amazon (AMZN US) - 一季度表现强劲，但关税前景不确定性带来阴影 (增持) (2025/5/7)

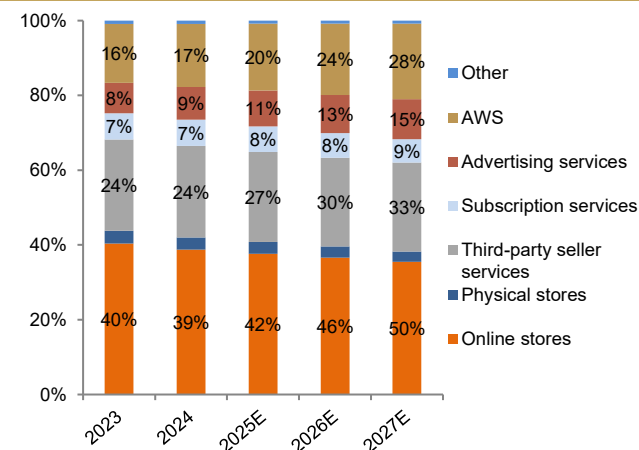
重点图表

图1: 收入表现保持稳定



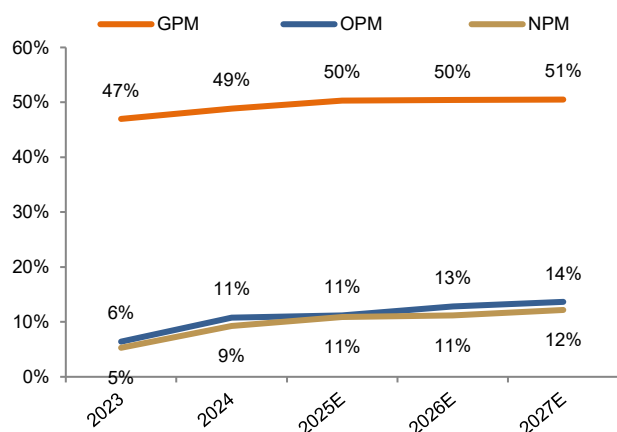
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 收入结构: AWS和广告业务快速增长, 收入占比呈逐步上升趋势



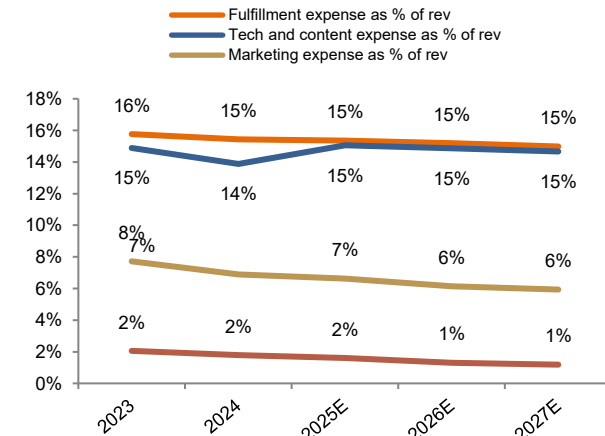
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率预计将保持逐步扩张



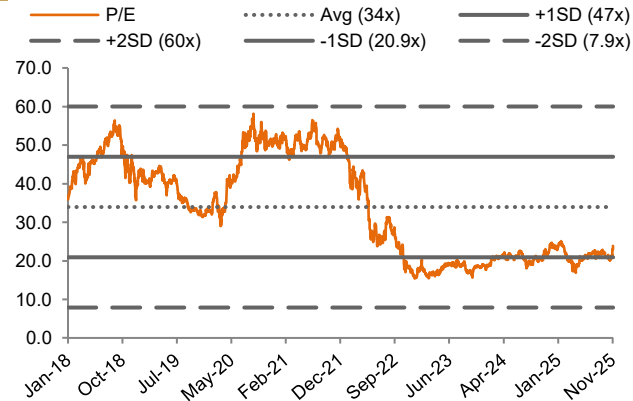
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 运营支出占比因效率控制而有所改善



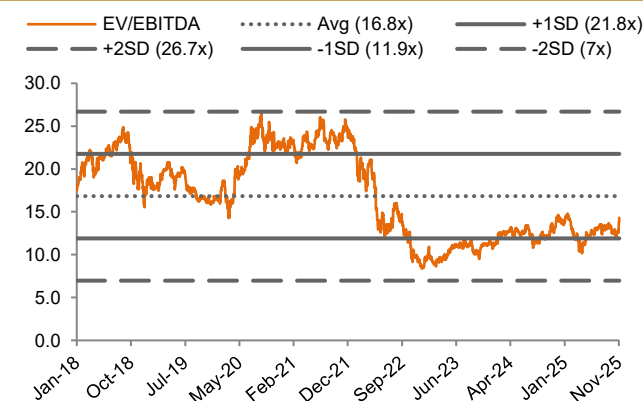
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图5: 一年期前瞻市盈率区间



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图6: 一年期前瞻EV/EBITDA区间



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

AWS Kuiper

- Amazon 的 Kuiper 项目计划部署一个由 3,236 颗低轨道卫星组成的星座，旨在向全球提供快速且价格合理的宽带互联网服务，直接与 Starlink 竞争。截至 2025 年 10 月，该项目已成功将超过 150 颗卫星送入低地球轨道。
- Kuiper 项目属于 AWS 体系。AWS 的基础设施和服务被用于运营和扩展 Kuiper 网络，连接地面站并管理数据流量，以提供高速互联网接入。这种关系使 Kuiper 能够利用 AWS 的云服务，支持面向消费者和企业客户的应用。
- 到 2025 年 10 月，Amazon 的 Kuiper 项目已发射超过 150 颗卫星，作为其部署超过 3,200 颗卫星以提供全球宽带互联网。公司计划在 2026 年加快部署进度，通过进一步发射卫星使轨道上的卫星数量达到至少 200 颗，并在更多地区启动服务，包括扩展星座规模和加强连接基础设施。
- 在三季度电话会议中，管理层表示，使用企业级客户终端进行测试时，AWS 实现了超过 1Gbps 的传输速度，成为已知首个达到该速度门槛的商用相控阵终端。
- 据媒体报道，已达成的部分商业合作包括：1) JetBlue 航空公司将于 2027 年开始使用 Kuiper 提供机上 Wi-Fi；2) 与 Airbus 合作提供飞机连接服务；3) 美国蒙大拿州和科罗拉多州已授予 Kuiper 提供互联网服务的地点；4) 与澳大利亚电信公司 NBN 合作，将互联网带到澳大利亚偏远地区。
- NASA 的 ESCAPEDE 任务：载荷 ESCAPEDE（逃逸与等离子体加速与动力探测器）由两颗相同的小型卫星组成。这对探测器计划前往火星轨道，由 Rocket Lab 建造。这对双卫星将为科学家提供火星大气逃逸的实时三维图像，有助于揭示火星如何失去其水资源和可能适合生命的气候。

Blue Origin

- **New Glenn 火箭**：一种重型运载火箭，采用两级设计，具备部分可重复使用的能力。首枚 New Glenn 火箭于 2024 年 2 月在发射台亮相，并于 2025 年 1 月从卡纳维拉尔成功完成首次飞行，搭载的是 Blue Ring 原型航天器。2025 年 1 月首飞中使用的第一级助推器名为“So You’re Telling Me There’s a Chance”，但在首飞中未能成功回收。本周发射所使用的新助推器被命名为“Never Tell Me the Odds”。
- Blue Origin 主要由 Jeff Bezos 的私人投资提供资金支持。公司还通过政府合同和商业交易获得收入。近年来，Blue Origin 获得了大量美国政府资金支持，包括 NASA 和军方合同，总额接近 15 亿美元。

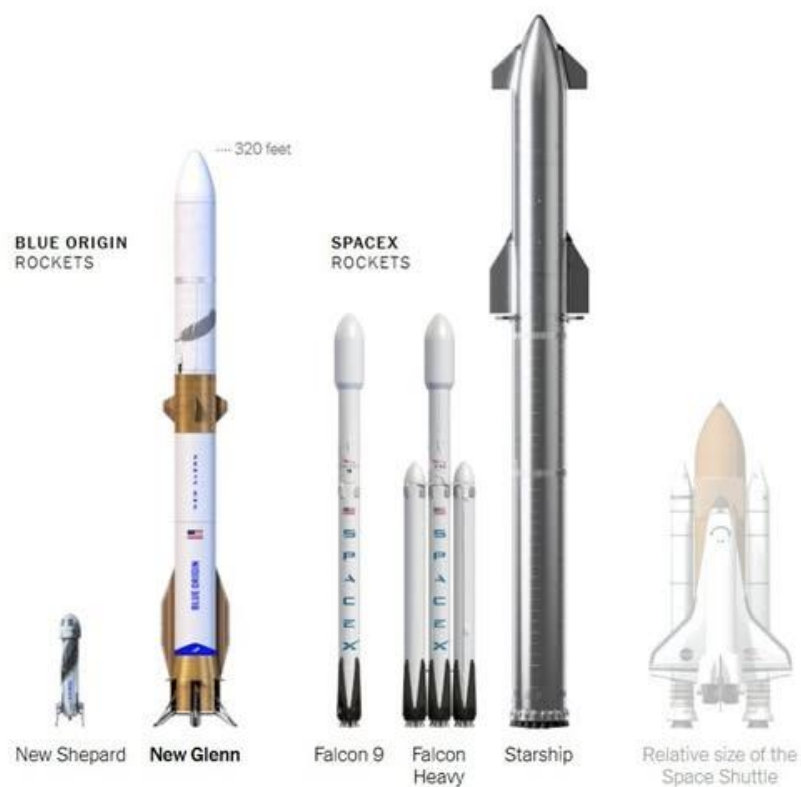
图7：Blue Origin的New Glenn火箭：两级设计、部分可重复使用的重型运载火箭

名称	New Glenn
制造商	Blue Origin
高度	98 m=米 / 322 英尺
直径	7 米/ 23 英尺
质量	1,815 吨 / 3,630,000 磅
运载能力	LEO: 45,000 千克 / 99,000 磅 GTO: 13,600 千克/ 30,000 磅
级数	2
第一级发动机	7 x BE-4 (液氧/ 甲烷)
第二级发动机	2 x BE-3U (液氢/ 液氧)
每次发射成本	待公布
发射地点	美国卡纳维拉尔角
首次发射时间	16/1/2025



资料来源：Ars Technica、FutureSpaceFlight、招商证券（香港）

图8: Blue Origin的New Glenn是一款重型运载火箭, 其低地球轨道 (LEO) 运载能力几乎是SpaceX的Falcon 9 的两倍



资料来源: CNN、Phys.org、NYT、招商证券 (香港)

估值对比

英文名称	中文名称	代码	货币	股价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)		P/S (x)	市销率 (倍)		2025E-2027 年复合增速			基於 25-27E CAGR 的 26 年倍率		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA	PEG	PSG	EV/EBITDA-G
大型科技公司																		
NVIDIA	英伟达	NVDA US	美元	207	5,027	60	38	69	45	50	109	90	48	49	52	0.9	1.04	1.1
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	284	3,426	20	17	24	23	9	33	30	11	7	18	3.2	0.81	1.1
Microsoft	微软	MSFT US	美元	517	3,843	22	18	38	33	12	32	30	16	16	15	2.0	0.76	1.4
Apple	苹果	AAPL US	美元	269	3,976	27	25	35	33	9	171	153	7	7	8	4.5	1.27	3.5
Amazon	Amazon	AMZN US	美元	254	2,715	17	14	31	23	3	27	29	12	24	20	1.0	0.29	0.8
META	META	META US	美元	638	1,608	16	13	24	18	7	39	41	17	12	22	1.4	0.40	0.7
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	468	1,558	118	101	279	204	14	7	8	17	39	26	5.2	0.84	4.5
均值						22	18	35	33	9	33	30	16	16	20	2.0	0.81	1.1
AI 公司																		
Palantir	Palantir	PLTR US	美元	207	492	250	180	290	213	86	26	26	36	37	38	5.8	2.36	6.6
Applovin	Applovin	APP US	美元	632	214	50	35	68	45	28	160	124	30	38	35	1.2	0.93	1.4
SoundHound	SoundHound	SOUN US	美元	17	7.0	-139	-2,101	-205	-108	33	n.a.	n.a.	27	n.a.	n.a.	n.a.	1.22	n.a.
Cerence	Cerence	CRNC US	美元	11	0.5	14	14	53	43	2	n.a.	n.a.	5	20	10	2.1	0.35	1.5
C3.ai	C3.ai	AI US	美元	17	2.4	-6	-9	-8	-14	8	n.a.	n.a.	-7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BigBear	BigBear	BBAI US	美元	6	2.8	-86	-168	-8	-27	18	n.a.	n.a.	10	n.a.	n.a.	n.a.	1.79	n.a.
GoDaddy	GoDaddy	GDDY US	美元	135	18	13	12	21	19	3	201	100	7	15	10	1.2	0.51	1.3
Microsoft	Microsoft	MSFT US	美元	517	3,843	23	20	38	34	12	32	30	16	16	15	2.1	0.76	1.5
Alphabet	Alphabet	GOOGL US	美元	284	3,426	20	17	24	23	7	33	30	11	7	18	3.2	0.60	1.1
Amazon	Amazon	AMZN US	美元	254	2,715	17	14	31	23	3	27	29	12	24	20	1.0	0.29	0.8
均值						15	14	27	23	10	33	30	12	20	18	2	0.76	1.4

注：股价采用 2025 年 11 月 3 日 (所有市场) 收市价；资料来源：彭博、Visible Alpha、公司数据、招商证券 (香港) 预测

财务报表

资产负债表

十亿美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	73	79	59	25	-57
短期投资	13	22	34	84	210
存货	33	34	37	42	46
应收账款	52	55	67	81	96
物业、厂房及设备	204	253	314	372	420
经营租赁	73	76	84	92	101
商誉	23	23	23	23	23
其它	56	82	90	99	109
总资产	528	625	708	818	950
应付账款	85	94	96	107	119
应付费用及其他	65	67	71	79	88
预收账款	15	18	19	21	23
长期租赁负债	77	78	82	86	91
长期借款	58	53	47	43	38
其它长期负债	25	29	29	29	29
总负债	326	339	344	365	389
股东权益总额	202	286	364	454	561
总负债及总权益	528	625	708	818	950
净现金 (负债)	28	49	45	67	115
净现金权益比	14%	17%	12%	15%	20%

现金流量表

十亿美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	85	116	143	186	221
净利润/(亏损)	30	59	78	90	108
折旧和摊销	49	53	64	79	96
股权激励	24	22	21	27	29
经营资金变动	-12	-16	-20	-10	-12
其它	-7	-3			
投资活动现金流	-50	-94	-136	-188	-271
购买物业及设备	-53	-83	-125	-138	-144
其它	3	-11	-11	-50	-126
筹资活动现金流	-16	-12	-27	-32	-33
借款增加净额	-11	-9	-5	-5	-4
偿还融资负债本金	-4	-2			
其它		-1	-21	-27	-29
现金流净额	19	10	-20	-33	-83
汇兑影响	54	74	82	62	29
初始现金	74	82	62	29	-54
末期现金	32	33	18	49	77

资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港); 注: 股价采用 2025 年 11 月 3 日收盘价

利润表

十亿美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总净收入	575	638	715	800	893
收入成本	305	326	356	397	442
毛利	270	312	360	403	451
履约费用	91	99	110	122	134
技术和内容费用	86	89	108	119	131
营销费用	44	44	47	49	53
一般及行政费	12	11	11	10	11
其他经营收入 (费用), 净额	37	69	80	103	122
总营业费用	62	91	105	130	152
营业利润/(亏损)	38	69	96	105	127
净利润	30	59	78	90	108
调整后净利润	54	84	89	117	137

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
收入	11.8%	11.0%	12.2%	11.9%	11.6%
经营利润/(亏损)	200.9%	86.1%	16.4%	28.5%	18.9%
净利润	n.a.	94.7%	31.8%	14.7%	20.2%
获利能力					
毛利率	47.0%	48.9%	50.3%	50.4%	50.5%
经营利润率	6.4%	10.8%	11.2%	12.8%	13.7%
净利润率	5.3%	9.3%	10.9%	11.2%	12.1%
非 GAAP 净利润率	9.4%	13.2%	12.4%	14.6%	15.4%
非 GAAP ROE	31.2%	34.5%	27.4%	28.7%	27.1%
营运能力					
存货周转天数	40.6	37.8	36.7	36.3	36.3
应收账款周转天数	30.0	30.8	31.3	33.7	36.2
应付账款周转天数	76.2	73.6	70.9	69.2	69.3
每股资料					
每股销售额	54.8	59.5	66.0	73.1	80.7
基本每股盈利	3.0	5.7	7.3	8.2	9.7

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828