

## 买入

2025年12月4日

## AI驱动云计算和电商业务双引擎

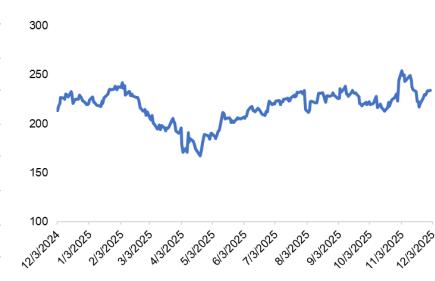
- **云收入再加速，更加注重芯片与产能扩张：** AWS 作为公司的核心利润与增长引擎，尽管上半年 AWS 面临供给不足导致收入放缓，但产能瓶颈已在 Q3 得到了缓解，季度收入同比增长 20% 至 330 亿美元，积压订单增至 2000 亿美元。Trainium2 季度收入环比增加 150%，达到数十亿美元，并且全部产能已投入使用。与 Anthropic 合作的雷尼尔计划已部分竣工，目前采用 50 万颗 Trainium2（预计年底翻倍至 100 万颗），将为 Anthropic 提供训练上一代模型所需 5 倍的算力，减少对其他芯片的依赖。在 2025 年 AWS 大会上，公司宣布 Trainium3 已开始出货，Trainium4 将支持英伟达的 NVLink Fusion，兼容性提升。在硬件层面，公司注重自研芯片的灵活度与经济性，通过 Trainium 系列芯片以及与英伟达兼容，为客户提供了性能、灵活性和性价比的组合。CEO 安迪·贾西表示，当前 AWS 的容量较 2022 年已经翻倍，并计划在 2027 年再次翻倍。预计 2025 年现金资本支出约为 1250 亿美元，并将在 2026 年继续追加。
- **AI 赋能购物体验，物流网络持续升级：** 电商业务通过 AI 助手与物流网络的升级，不断提升运营效率，并巩固在零售市场的核心竞争力。2025 年已有 2.5 亿客户使用了 AI 购物助手 Rufus，使消费者完成购买的可能性提高了 60%。美国“黑色星期五”在线消费额达到 118 亿美元新高，同比增长 9.1%。此外，亚马逊将购物功能与 Prime Video 直播赛事结合，在“黑五”期间 Prime Video 广告收入同比增长了 40%。物流是亚马逊的核心竞争力，通过区域化布局，有望在 2025 年实现史上最快的 Prime 配送速度，并将生鲜杂货当日达服务扩展至超 1000 个城市。由 AI 驱动的转化率提升，叠加区域化物流网络的协同效应，将持续巩固亚马逊的市场竞争地位。
- **目标价 303.50 美元，买入评级：** 预计 2025-2027 年收入为 7106、7971、8882 亿美元，经营利润为 811、1037、1298 亿美元，每股盈利为 7.20、7.95、9.84 美元。采用分部估值法，求得目标价 303.50 美元，对应现价 30% 的上涨空间，买入评级。
- **风险因素：** 1) 全球宏观经济状况和消费者支出的变化；2) AWS 产能扩张的执行风险，任何重大延迟可能导致 AI 负载流向竞争对手；3) 其他电商 agent 的颠覆式创新，当前 OpenAI 与 Shopify 等合作开展电商业务，短期可能影响亚马逊的流量入口，尽管亚马逊拥有物流的护城河，但未来可能将持续面临新老玩家的挑战。

## 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23财年历史	24财年历史	25财年预测	26财年预测	27财年预测
总营业收入 (美元, 百万)	574,785	637,959	710,619	797,133	888,227
	变动	12%	11%	11%	12%
					11%
经营利润	36,852	68,593	81,108	103,737	129,803
	变动	201%	86%	18%	28%
					25%
每股盈利 (美元)	6.4%	10.8%	11.4%	13.0%	14.6%
	2.90	5.53	7.20	7.95	9.84
	变动	1186%	91%	30%	10%
基于233美元的市盈率 (估)	80	42	32	29	24

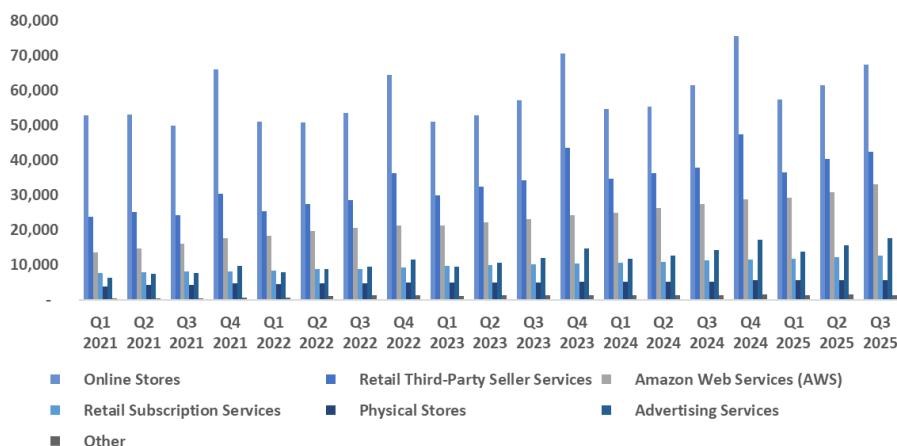
来源：公司资料，第一上海预测

## 股价表现



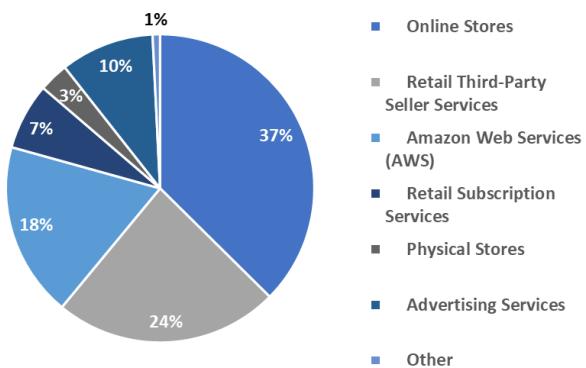
来源：彭博

图表 1：主营收入（按业务类型）



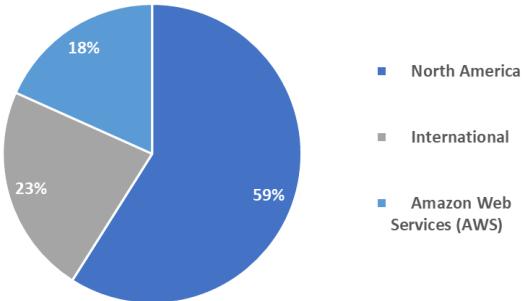
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：主营收入占比（按类型）



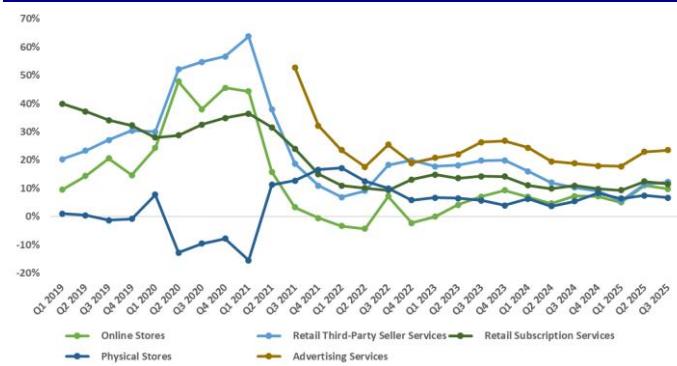
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：主营收入占比（按地区）



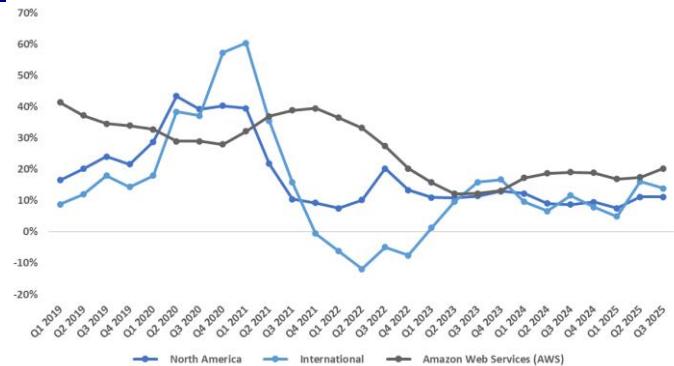
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：电商细分业务收入增速



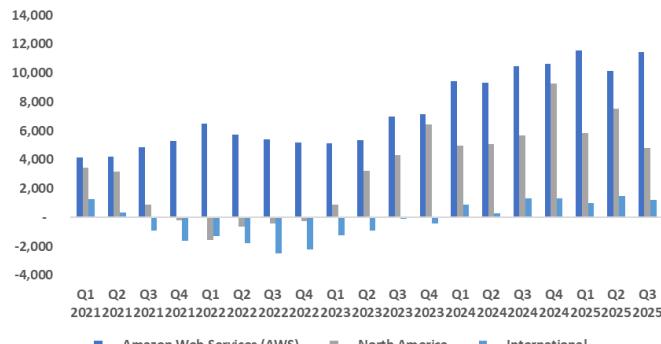
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：业务收入增速（按地区）



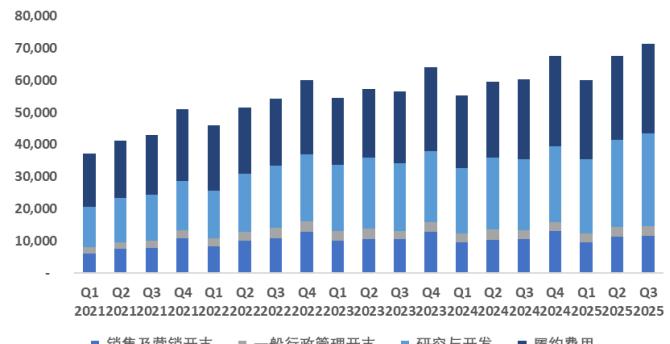
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：运营利润拆分



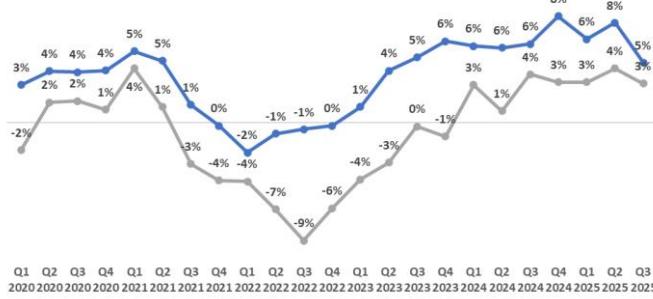
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 7：运营费用拆分



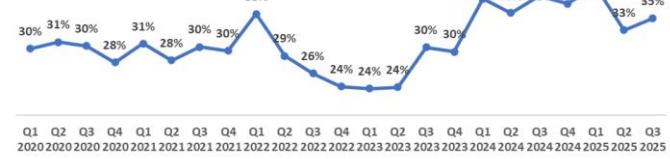
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 8：电商运营利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 9：AWS 运营利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 10：估值模型

FY2026E	收入 (百万美元)	EBITDA (百万美元)	估值乘数	EV (百万美元)
直销业务	282,301		1.0	282,301
第三方业务	193,268		2.0	386,537
广告		49,378	20.0	987,568
会员	55,663		2.0	111,325
AWS		76,795	20.0	1,535,900
线下零售	1,169		10.0	11,695
<b>EV</b>				<b>3,315,326</b>
+ 现金和现金等价物				128,693
- 债务				51,623
<b>市值</b>				<b>3,392,396</b>
股本数量 (百万)				11,177
<b>目标价格 (美元)</b>				<b>303.50</b>

资料来源：第一上海预测

# 主要财务报表

损益表					财务能力分析						
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	574,785	637,959	710,619	797,133	888,227	盈利能力					
- 主营业务收入成本	304,739	326,288	352,791	387,770	423,201	毛利率 (%)	47.0%	48.9%	50.4%	51.4%	52.4%
毛利	270,046	311,671	357,828	409,363	465,026	经营利润率 (%)	6.4%	10.8%	11.4%	13.0%	14.6%
营业开支						净利率 (%)	5.3%	9.3%	11.0%	11.0%	12.6%
- 履约费用	(90,619)	(98,505)	(109,724)	(121,488)	(133,595)	营运表现					
- 行政管理费用	(11,816)	(11,359)	(11,370)	(12,754)	(14,212)	行政管理费用/收入(%)	2.1%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
- 研发费用	(85,622)	(88,544)	(106,593)	(116,381)	(126,128)	- 研发费用/收入(%)	14.9%	13.9%	15.0%	14.6%	14.2%
- 市场营销费用	(44,370)	(43,907)	(46,901)	(52,611)	(58,623)	市场营销费用/收入(%)	7.7%	6.9%	6.6%	6.6%	6.6%
- 其他费用	(767)	(763)	(2,132)	(2,391)	(2,665)	实际税率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业利润	36,852	68,593	81,108	103,737	129,803	库存周转天数	27	28	29	28	27
- 利息收入	2,949	4,677	4,677	0	0	应付账款天数	98	97	92	92	92
- 利息支出	(3,182)	(2,406)	(3,501)	(4,118)	(4,961)	财务状况					
- 其他收入	938	(2,250)	5,000	(2,250)	(2,250)	总负债/总资产	61.8%	54.2%	45.8%	41.3%	34.7%
税前利润	37,557	68,614	87,284	97,369	122,592	收入/净资产	284.7%	223.1%	184.4%	160.8%	140.5%
- 所得税支出	(7,120)	(9,265)	(8,803)	(9,874)	(11,003)	经营性现金流/收入	14.8%	18.2%	19.5%	23.6%	25.7%
净利润	30,425	59,248	78,481	87,495	111,589	税前盈利对利息倍数	161.2	-30.2	-74.2	23.6	24.7
Non-GAAP净利润	54,448	81,259	99,329	110,362	136,492						
折旧与摊销	48,663	52,795	50,533	65,420	101,548						
主营业务增长 (%)	12%	11%	11%	12%	11%						
净利润增长 (%)	1218%	95%	32%	11%	28%						
资产负债表					现金流量表						
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	73,387	78,779	88,865	128,693	197,950	+ 净利润	30,425	59,248	78,481	87,495	111,589
+ 短期投资	13,393	22,423	22,423	22,423	22,423	+ 折旧、摊销	48,663	52,795	50,533	65,420	101,548
+ 库存	33,318	34,214	33,318	40,910	40,100	+ 其他调整	17,399	19,375	20,848	22,867	24,903
+ 其他流动资产	52,253	55,451	57,346	65,290	66,299	+ 非现金运营资本变动	(16,119)	(19,548)	(11,096)	12,272	(10,068)
总计流动资产	172,351	190,867	201,952	257,316	326,773	经营活动现金流量	84,946	115,877	138,766	188,054	227,972
+ 经营性租赁	72,513	76,141	76,141	76,141	76,141	+ 固定资产	(48,133)	(77,658)	(124,967)	(144,514)	(155,004)
+ 净固定资产	204,177	252,665	327,099	406,193	459,648	+ 收购	(5,839)	(7,082)	0	0	0
+ 商誉	22,789	23,074	23,074	23,074	23,074	+ 短期证券	4,139	(9,602)	0	0	0
+ 其他长期资产	56,024	82,147	82,147	82,147	82,147	投资活动现金	(49,833)	(94,342)	(124,967)	(144,514)	(155,004)
总计长期资产	355,503	434,027	508,461	587,555	641,010	+ 股份回购	0	0	0	0	0
总资产	527,854	624,894	710,413	844,872	967,783	+ 长期债务和其他债务的	18,129	5,142	0	0	0
+ 应付账款	84,981	94,363	84,265	112,074	102,205	+ 偿还长期债务和其他债	(29,353)	(14,242)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
+ 短期递延收入	15,227	18,103	18,103	18,103	18,103	+ 其他融资活动	(4,655)	(2,712)	(2,712)	(2,712)	(2,712)
+ 其他短期负债	64,709	66,965	66,965	66,965	66,965	融资所得现金	(15,879)	(11,812)	(3,712)	(3,712)	(3,712)
总计流动负债	164,917	179,431	169,333	197,142	187,273						
+ 长期借款	58,314	52,623	51,623	50,623	49,623						
+ 其他长期负债	102,748	106,870	104,158	101,446	98,734						
总长期负债	161,062	159,493	155,781	152,069	148,357						
总负债	325,979	338,924	325,114	349,211	335,630						
总股东权益	201,875	285,970	385,299	495,661	632,153	现金净增减	19,637	8,422	10,086	39,828	69,257
						现金剩余	73,890	82,312	88,865	128,693	197,950

数据来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。