

# 亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O)

优于大市

## 25Q4 财报点评：云收入继续加速，26 年资本开支目标 2000 亿美元

### 核心观点

**整体表现：电商表现稳健，云收入继续加速增长。**25Q4 营业收入 2134 亿美元，同比+14%，经营利润 250 亿美元，同比+18%，其中包含 24.4 亿美元的诉讼、减值、遣散费等。净利润 212 亿美元，同比+6%。**26Q1 指引：**预计 26Q1 实现收入 1735 亿美元至 1785 亿美元（同比+11%-15%），包括外汇汇率正面影响 180bps。经营利润 165-215 亿美元（25Q1 为 184 亿美元），计算营业利润率中位数约 11%，利润率同比小幅下降。

**零售及其他业务：广告保持高增长，电商持续丰富品类，提升履约时效。**25Q4 北美业务收入 1271 亿美元（同比+10%），国际业务收入 507 亿美元（同比+17%）。供给端，持续丰富品类，新增多个美妆品牌和、时尚品牌，美国市场日百增速是其他品类的 2 倍，履约侧，在美国当日达包裹数量同比增长近 70%，国际市场也积极进行即时零售布局。广告服务收入继续引领收入增长，25Q4 实现收入 213 亿美元（同比+23%）。AI 购物助手 Rufus 活跃用户已达 3 亿，25 年实现了近 120 亿美元的年化增量销售额。

**云业务：收入继续加速，26 年资本开支继续大幅增长。**25Q4 AWS 收入 356 亿美元（同比+24%），OPM 35.0%（同比-2.0pcts，环比+0.4pct）。Trainium 和 Graviton 的年收入总额超过 100 亿美元，且同比增长率达到了三位数。1) 25Q4 新增超过 1GW 算力；2) 26 年计划的资本开支绝大部分将用于 AWS；3) 资本开支绝大部分用于外部客户需求，AI 实验室消耗大量产能，企业客户则将 AI 应用于各类工作负载；4) 过去 12 个月新增 3.9GW 电力容量，预计到 27 年底将翻倍，仅 25Q4 就新增 1.2GW。**芯片方面，**1) 已交付超 140 万颗 Trainium2 芯片，与同类 GPU 相比，Trainium2 的性价比提升 30% 至 40%，目前已成为年化营收数十亿美元的业务，超 10 万家企业在使用；2) Trainium3 性价比比较 Trainium2 再提升 40%，预计到 26 年年中，Trainium3 的芯片供应将基本售罄。**资本开支方面，**25Q4 资本支出 385 亿美元，同比+48%，并且公司预计 26 年全年将达到 2000 亿美元，同比+56%。

**投资建议：**考虑到公司资本开支的持续大幅上涨和云收入加速，我们小幅调整公司 26-27 年收入至 8085/9048 亿美元，上调幅度为+1%/+2%，新增 2028 年收入预测 10053 亿美元，调整 26-27 年净利润预测至 867/997 亿美元，调整幅度为-3%/-8%，新增 2028 年净利润预测为 1081 亿美元。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万美元)	637,959	716,924	808,509	904,809	1,005,284
(+/-%)	11%	12%	13%	12%	11%
归母净利润(百万美元)	59,248	77,670	86,739	99,655	108,134
(+/-%)	95%	31%	12%	15%	9%
EPS (美元)	5.59	7.33	8.19	9.41	10.21
EBIT Margin	10.8%	11.2%	11.8%	12.2%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	20.7%	18.9%	17.4%	16.7%	15.3%
市盈率 (PE)	38	29	26	22	21
EV/EBITDA	23	20	14	12	10
市净率 (PB)	8	5	4	4	3

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

210.32 美元

总市值/流通市值

22279/22279 亿美元

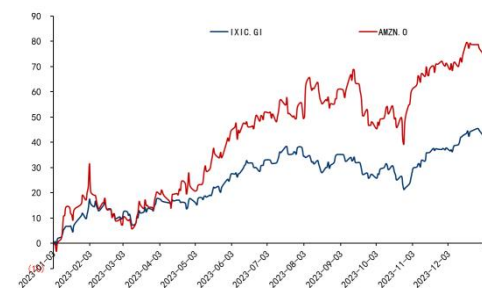
52 周最高价/最低价

258.6 美元/161.38 美元

近 3 个月日均成交额

10133 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) -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》——2025-11-01

《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

## 整体表现：电商表现稳健，云收入继续加速增长

25Q4 营业收入 2134 亿美元，同比+14%，经营利润 250 亿美元，同比+18%，其中包含国际业务板块 11 亿美元解决与意大利零售业务相关的税务纠纷及诉讼和解，7.3 亿美元遣散费，以及与实体商店相关的 6.1 亿美元资产减值损失。净利润 212 亿美元，同比+6%。

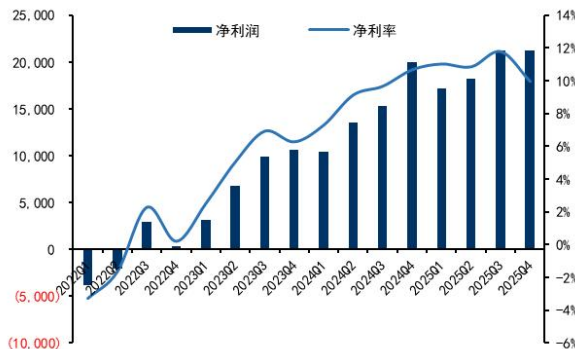
**业绩指引：**预计 26Q1 实现收入 1735 亿美元至 1785 亿美元（同比+11%-15%），包括外汇汇率正面影响 180bps。经营利润 165-215 亿美元（25Q1 为 184 亿美元），计算营业利润率中位数约 11%，利润率同比小幅下降。

图1：亚马逊收入变化情况（单位：百万美元、%）



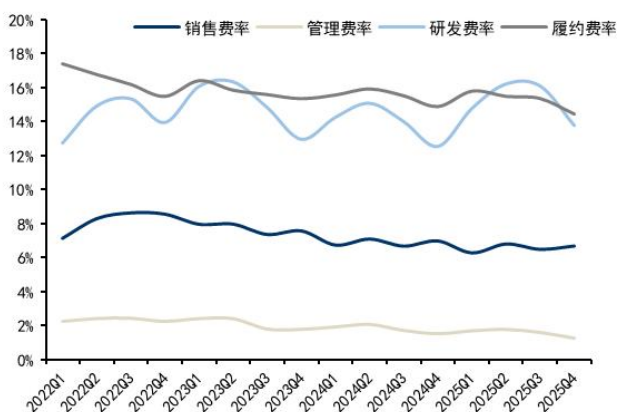
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图2：亚马逊净利润及变化情况（单位：百万美元、%）



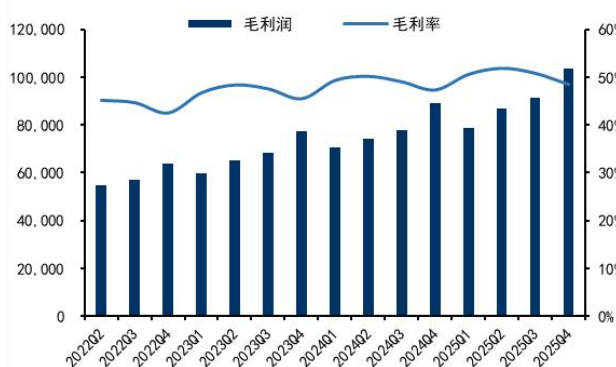
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

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：广告保持高增长，电商持续丰富品类，提升履约时效

供给端，持续丰富品类，25 年在美国新增了 400 多个美妆品牌和多个时尚品牌，Amazon Hall 已将 10 美元以下商品扩充至 100 万件以上。25 年在美国市场日百增速是其他品类的 2 倍，占总体的 1/3，食品杂货的总销售额超 1500 亿美元。未来几年，还将新增超 100 家全食超市门店。

履约侧，1) 在美国，当日达包裹数量同比增长近 70%，2025 年，美国 Prime 会员收到的当日达或次日达包裹超 80 亿件，同比增长 30% 以上，其中食品杂货和日常必需品占比达一半；2) 农村地区享受当日达服务的月均客户数量同比增长近一倍；3) 在印度、墨西哥和阿联酋推出了 Amazon Now 服务布局即时零售，并在美国和英国进行测试。

#### ◆ 分地区来看：

- 1) 北美业务收入 1271 亿美元（同比+10%），OPM 为 9%，同比+1pct。
- 2) 国际业务收入 507 亿美元（同比+17%），OPM 为 2.1%，同比-1pct。

#### ◆ 分业务来看：

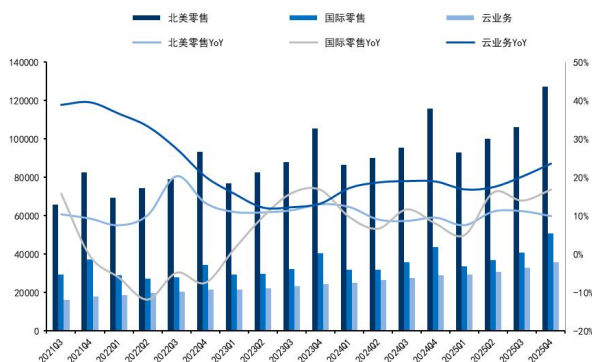
- 1) 网上商店收入 830 亿美元（同比+10%），BBG 一致预期+9%
- 2) 实体店收入 59 亿美元（同比+5%），BBG 一致预期+5%
- 3) 第三方卖家服务收入 528 亿美元（同比+11%），BBG 一致预期+12%
- 4) 订阅服务收入 131 亿美元（同比+14%），BBG 一致预期+11%
- 5) 广告服务收入 213 亿美元（同比+23%），BBG 一致预期+22%。
- 6) 其他收入 17 亿美元（同比+7%），BBG 一致预期+12%。

## 云业务：收入继续加速，26 年资本开支继续大幅增长

25Q4 AWS 收入 356 亿美元（同比+24%），OPM 35.0%（同比-2.0pcts，环比+0.4pct）。Trainium 和 Graviton 的年收入总额超过 100 亿美元，且同比增长率达到了三位数。1) 25Q4 新增超过 1GW 算力；2) 26 年计划的资本开支绝大部分将用于 AWS；3) 资本开支绝大部分用于外部客户需求，AI 实验室消耗大量产能，企业客户则将 AI 应用于各类工作负载；4) 过去 12 个月新增 3.9GW 电力容量，预计到 27 年底将翻倍，仅 25Q4 就新增 1.2GW。

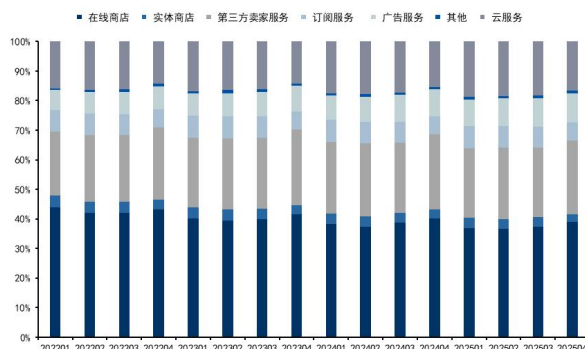
**资本开支：**25Q4 资本支出（净额）385 亿美元（预期 349 亿），同比+48%，预计 26 年全年将达到 2000 亿美元，同比+56%。

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



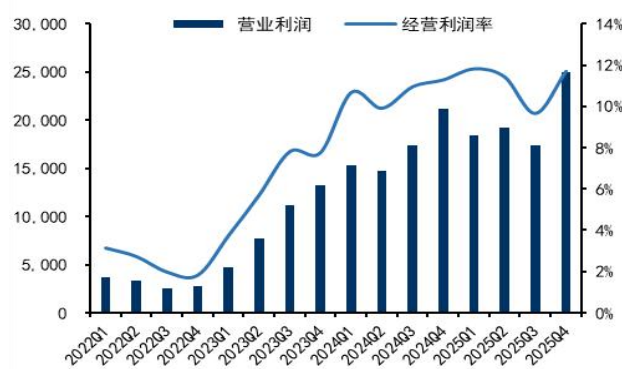
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

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:** 1) 已交付超 140 万颗 Trainium2 芯片, 与同类 GPU 相比, Trainium2 的性价比提升 30% 至 40%, 目前已成为年化营收数十亿美元的业务, 超 10 万家企业在使用; 2) Trainium3 性价比较 Trainium2 再提升 40%, 预计到 26 年年中, Trainium3 的芯片供应将基本售罄。

### ◆ 中间层:

**Bedrock:** Bedrock 已成为年化营收数十亿美元的业务, 客户支出环比增长 60%。

### ◆ 应用层:

1) AI 购物助手 Rufus 使用用户超过 3 亿, 不仅能研究商品、跟踪价格、在商品达到设定价格时提醒购买, 还能通过 “Agentic Buy for Me” 功能, 搜索其他线上商店的数千万件商品并为客户完成购买。25 年实现了近 120 亿美元的年化增量销售额。

2) 广告：推出了广告智能体 (Ads Agent)，帮助品牌利用 AI 大规模创建和优化广告活动、实现精准定向，并快速生成可执行洞察；创意智能体 (Creative Agent) 则支持广告主借助对话式指导和亚马逊零售数据，从概念到落地完成全漏斗广告活动的研究、构思和生成，将原本需要一周的流程缩短至数小时。

3) Agent：①推出了 Strands 服务，支持基于任意模型创建智能体；②推出 Bedrock AgentCore，解决安全、可扩展地连接计算资源、数据、工具、内存、身份认证、政策治理、性能监控等多个要素；③打造了多款智能体，包括编程智能体、面向知识工作者的 Amazon Quick (可利用自有数据进行分析)、用于软件迁移的 AWS Transform 以及用于呼叫中心运营的 Amazon Connect。这些智能体的功能持续迭代，使用率快速增长，例如，使用相关服务的开发者数量环比增长超 150%。

4) Alexa+：已向美国所有客户开放，Prime 会员可免费使用，非 Prime 会员月费 19.99 美元。



# 财务预测与估值

**资产负债表（百万美元）**

	2024	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	86810	95491	105040	115544
应收款项	67729	76381	85479	94971
存货净额	38325	34357	38580	44650
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>229083</b>	<b>244259</b>	<b>269031</b>	<b>297093</b>
固定资产	357025	442252	531780	619221
无形资产及其他	23273	23273	21273	19273
投资性房地产	208661	208661	208661	208661
长期股权投资	0	13823	25370	38976
<b>资产总计</b>	<b>818042</b>	<b>932268</b>	<b>1056114</b>	<b>1183224</b>
短期借款及交易性金融负债	0	51434	42142	10882
应付款项	121909	109287	122721	142029
其他流动负债	96096	68317	71913	86386
<b>流动负债合计</b>	<b>218005</b>	<b>229038</b>	<b>236775</b>	<b>239297</b>
长期借款及应付债券	65648	65648	65648	65648
其他长期负债	123324	139778	156232	172686
<b>长期负债合计</b>	<b>188972</b>	<b>205426</b>	<b>221880</b>	<b>238334</b>
<b>负债合计</b>	<b>406977</b>	<b>434464</b>	<b>458655</b>	<b>477631</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	411065	497804	597459	705593
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>818042</b>	<b>932268</b>	<b>1056114</b>	<b>1183224</b>

**关键财务与估值指标**

	2024	2026E	2027E	2028E
经调整 EPS	7.3	8.2	9.4	10.2
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	38.81	46.99	56.40	66.61
ROIC	26%	26%	25%	24%
ROE	19%	17%	17%	15%
毛利率	50%	51%	52%	52%
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%
EBITDA Margin	18%	23%	24%	25%
收入增长	12%	13%	12%	11%
净利润增长率	31%	12%	15%	9%
资产负债率	50%	47%	43%	40%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	29	26	22	21
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

**利润表（百万美元）**

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>716924</b>	<b>808509</b>	<b>904809</b>	<b>1005284</b>
营业成本	356414	395296	431113	484026
研发费用	(108521)	(130110)	(157174)	(184933)
销售及管理费用	(62940)	(66941)	(75776)	(76989)
营业利润	79975	95679	110223	119308
财务费用	2107	2377	2661	2956
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	15229	7723	8647	9607
税前利润	96757	105779	121531	131871
<b>所得税费用</b>	<b>19087</b>	<b>19040</b>	<b>21876</b>	<b>23737</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	77670	86739	99655	108134
<b>经调整归母净利润</b>	<b>77670</b>	<b>86739</b>	<b>99655</b>	<b>108134</b>

**现金流量表（百万美元）**

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>77670</b>	<b>86739</b>	<b>99655</b>	<b>108134</b>
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	(48663)	(88321)	(107184)	(127934)
公允价值变动损失	15229	7723	8647	9607
财务费用	(2107)	(2377)	(2661)	(2956)
营运资本变动	(11734)	(28631)	20163	34673
其它	107012	161196	197076	236654
<b>经营活动现金流</b>	<b>139514</b>	<b>138706</b>	<b>218356</b>	<b>261134</b>
资本开支	(153023)	(179648)	(197613)	(217374)
其它投资现金流	(13796)	(1811)	(1901)	(1997)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(142545)</b>	<b>(181459)</b>	<b>(199514)</b>	<b>(219371)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	13025	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(16389)	51434	(9292)	(31260)
<b>融资活动现金流</b>	<b>9661</b>	<b>51434</b>	<b>(9292)</b>	<b>(31260)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>8031</b>	<b>8681</b>	<b>9549</b>	<b>10504</b>
货币资金的期初余额	78779	86810	95491	105040
货币资金的期末余额	86810	95491	105040	115544
企业自由现金流	36,813	(42891)	18561	41336
权益自由现金流	(16873)	10492	11451	12501

## 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提及的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