

# AWS 重回加速通道，电商释放利润

华泰研究

2026 年 5 月 01 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

327.49

夏路路

SAC No. S0570523100002  
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

丁骄璇

SAC No. S0570523040003  
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

何翩翩

SAC No. S0570523020002  
SFC No. ASI353

研究员

purdyho@htsc.com  
+(852) 3658 6000

牟睿捷\*

SAC No. S0570125070064

联系人

mouruijie@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

韩冬冰\*

SAC No. S0570125070150

联系人

handongbing@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

易楚妍

SAC No. S0570124070123  
SFC No. BXH065

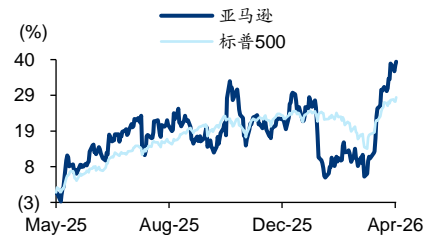
联系人

yichuyan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

收盘价(美元 截至 4 月 30 日)	265.06
市值(美元百万)	2,850,522
6 个月平均日成交额(美元百万)	10,763
52 周价格范围(美元)	183.85-273.88

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(十亿)	717	827	939	1,066
+/-%	12.38	15.31	13.53	13.54
归属母公司净利润(十亿)	78	95	110	149
+/-%	31.09	22.81	15.53	35.31
EPS(最新摊薄)	7.24	8.89	10.27	13.90
ROE(%)	22.29	21.39	20.07	21.10
PE(倍)	36.62	29.82	25.81	19.08
PB(倍)	6.92	5.92	4.61	3.57
EV EBITDA(倍)	18.43	13.44	11.51	8.88
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

**亚马逊 1Q 业绩:** 收入同增 16.6%至 1815 亿美元, 超 VA 一致预期 2.3%(下同)。北美、国际、AWS 营收分别同增 12%、19%、28%, 对应经营利润率同比+1.6/+0.5/-1.8pct。1Q 经营利润达 239 亿美元, 超预期 14%主因电商利润率改善, 净利润同增 77%至 303 亿美元(Anthropic 投资收益)。我们认为 AI 需求浪潮仍强劲, 上游价格上涨推动企业加速入驻。公司中期催化: ①产品涨价趋势, AWS 收入有望再提速, 当前 ARR 达 1500 亿美元。4 月亚马逊追加投资 Anthropic (ARR 超 300 亿美元), 有望增强 AWS 收入确定性; ②我们认为 Agentic 购物渗透有望加: Rufus 持续改善转化率, MAU 同增超 115%。当前谷歌 AI Mode 已开始测试商品广告, Meta AI 亦上线购物模式。③自研芯片带来利润率可控, 每年有望节约数百亿元资本投资(对比采购), 改善数个经营利润率。维持“增持”评级。

## 维持 26 年 Capex 指引

资本开支: 1Q 达到 432 亿美元(符合预期), 公司维持 26 年 2000 亿美元指引, 表示投入至商业化通常需 6-24 个月。1Q 亚马逊 TTM 自由现金流为 12 亿美元, 环比下降 89%, 在高位 Capex 下或持续承压, 目前账面现金为 1431 亿美元。2Q 财务指引: 收入 1940-1990 亿美元, 高于市场预期的 1890 亿美元; 经营利润 200-240 亿美元, 基本符合市场预期的 228 亿美元。

## AWS 增长提速, 积压订单大幅提升

1Q 云收入同增 28%, 超预期 2%; 经营利润率同跌 2pct。目前 AI 相关业务 ARR 达 150 亿美元, 云业务积压订单环比增长 49%至 3640 亿美元, Trainium 订单突破 2250 亿美元。1Q 关键进展: ①Bedrock 收入环比增长 170%, 并接入 ChatGPT, 1Q 处理 token 数超过往年度总和; ②芯片收入环比增长近 40%, ARR 超 200 亿美元, 年初开始交付的 Trainium3 已几乎订满, Trainium4 大规模商用约还需 18 个月; ③亚马逊拟向 Anthropic 追加最高 250 亿美元投资, 后者未来十年将在 AWS 投入超 1000 亿美元, 26 年将上线 1GW Trainium2 和 3 算力; ④拟向 OpenAI 投资最高 500 亿美元。

## 1Q 电商增长超预期, 杂货与履约体系改善

1Q 北美与国际电商收入分别同增 12%和 19%, 经营利润率变动 +1.6/+0.5pct; 近期公司降低欧洲和巴西佣金, 自营与 3 方 s 电商业务同增 12%与 14%。26 年多数地区 Prime Day 将提前至 6 月, 或对 2Q 收入形成催化; 燃油成本担忧或已被市场消化, FBA 3.5%的燃油附加费也有助于缓解压力。①公司扩张为美国 top 2 杂货供应商(25 年 1500 亿美元销售额), 扩张至 2300 个城镇; 高端有机品牌 Whole Foods 门店数量已超 550 家, 公司预计药物配送年底前拓展至 4500 个美国城镇。②履约方面, Amazon Now (30 分钟配送) 率先在印度上线, 公司表示近期月订单量环比增长较好。③AI 购物方面, Rufus 持续渗透并提升转化, 当前 MAU 同增超 115%。

## 盈利预测与估值

展望 26-28 年, 我们调整亚马逊收入预测 2.6/4.3/6.1%, 主因我们预计 AWS 重回加速通道; 调整净利润预测 13.7/5.6/8%至 954/1102/1491 亿美元, 26 年上调主因 Anthropic 投资收益, 27-28 年随收入上调。我们根据 SOTP 估值, 调整目标价至 327.49 美元, 对应 26 年 36.8 倍 PE (前值: 260 美元, 对应 26 年 33.3 倍 PE)。维持“增持”评级。

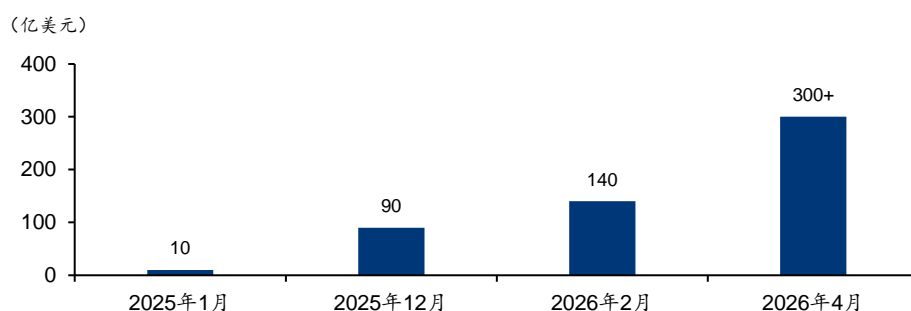
风险提示: 行业竞争加剧, AI 需求不及预期, 履约成本增长超预期。

### Anthropic 合作再深化，AWS 云收入有望提速

4 月亚马逊追加投资 Anthropic，并签订长期云服务协议，进一步深化双方绑定，我们认为或驱动 AWS 收入提速。本次亚马逊拟向 Anthropic 追加最高 250 亿美元投资，其中首期 50 亿美元，后续 200 亿美元视相关条件达成追加。叠加 23-24 年已投资的 80 亿美元，亚马逊对 Anthropic 总投资敞口最高或达 330 亿美元。同时，AWS 承诺通过 Trainium 2、3、4+ 芯片系列，为 Anthropic 提供最高 5GW 算力支持；Anthropic 则将在未来 10 年向 AWS 支付超 1000 亿美元云服务费用。截至 4 月，已有超过 10 万名客户通过 Bedrock 调用 Claude。

随着 Claude Opus 4.6、4.7 相继推出，Anthropic 年化收入快速增长，逐步在 AI 编程领域确立龙头地位。4 月 ARR 已超 300 亿美元（25 年初仅为 10 亿美元），超过 OpenAI 3 月 240 亿美元的 ARR。我们认为，AWS 与 Anthropic 合作深化，有望提升亚马逊收入确定性，并带动 Rainier 数据中心扩容。Trainium 芯片价值若持续验证，亦有望形成示范效应，加速后续渗透。

图表1: Anthropic ARR 数据



资料来源: Anthropic 官网, 华泰研究

### 亚马逊裁员持续，费用节省或转向 AI 基建投入

继 25 年 10 月裁员 1.4 万人后，亚马逊于 1 月再度宣布裁员 1.6 万人，三个月内累计裁员约 3 万人，占白领员工总数约 10%。裁员主因包括组织层级精简及 AI 提效需求。据路透社，本轮裁员主要涉及 AWS 云服务、零售、Prime Video 及人力资源部门，亚马逊表示裁员节约资金将优先投向 AI 基础设施建设。

我们分场景测算裁员对 26 年薪酬成本的节省影响。乐观、中性、悲观假设下，分别可节约 26.5/33.5/40.6 亿美元。我们认为，节省费用可直接支持 Capex 投入，鉴于 Rainier 后续投入需求较高，相关资金释放有望推进云基建交付。

图表2: 亚马逊裁员后成本节省测算 (26 年)

	悲观	中性	乐观
<b>26年1月裁员</b>			
裁员人数 (万人)	1.6	1.6	1.6
人均年薪 (万美元)	12	15	18
影响月数	8	8	8
转岗过渡期 (月数, 照发薪资)	3	3	3
转岗回补率	6%	5%	4%
<b>26年人员成本节约 (亿美元)</b>	<b>12.0</b>	<b>15.2</b>	<b>18.4</b>
<b>25年10月裁员</b>			
裁员人数 (万人)	1.4	1.4	1.4
人均年薪 (万美元)	12	15	18
影响月数	11	11	11
转岗过渡期 (月数, 照发薪资)	3	3	3
转岗回补率	6%	5%	4%
<b>26年人员成本节约 (亿美元)</b>	<b>14.5</b>	<b>18.3</b>	<b>22.2</b>
<b>26年人员成本节约合计 (亿美元)</b>	<b>26.5</b>	<b>33.5</b>	<b>40.6</b>

资料来源: 公司官网, 华泰研究预测

## 亚马逊收购 Globalstar 补强 Leo 卫星网络

4月亚马逊宣布计划以约116亿美元收购卫星运营商 Globalstar，同时达成协议，亚马逊的 Leo 网络将拓展 Globalstar 与苹果的合作，为苹果的 iPhone 和 Apple Watch 提供卫星连接服务。

Globalstar 是低轨卫星通信及物联网服务提供商，拥有稀缺授权频谱资源，尤其是 S 波段 Band 53 和 n53 频段，并具备成熟在轨卫星星座，目前公司为苹果提供卫星 SOS 紧急呼救及双向直连服务。亚马逊自 25 年正式启动 Leo 项目，布局低轨卫星宽带互联网，旨在提供高速、稳定的网络连接服务，并支持企业级加密，可通过安全专用网络直连 AWS，双方业务具备协同性。

Globalstar 现有的在轨星座能够与 Leo 直接整合，鉴于 Leo 首批发射计划 28 年年中布局 3232 颗卫星星座，当前投入超 100 亿美元仅发射了 270 颗卫星，距离尚远，我们认为收购有助于加速 Leo 规模化推出卫星直连设备服务的时间。目前 Leo 整体投资周期较长，中短期或对亚马逊利润形成压力，远期其高速、稳定的网络连接服务，同时提供企业级加密能力，有望进一步赋能 AWS 云服务与电商业务。

图表3：亚马逊 Leo 低轨卫星发射情况与近期计划

日期	运载火箭	部署卫星数量	备注说明
2023年10月6日□	Atlas V 501	2	携带柯伊伯原型卫星1号和2号，验证技术可行性
2025年4月28日□	Atlas V 551	27	首批规模量产卫星发射
2025年6月23日□	Atlas V 551	27	
2025年7月16日□	Falcon 9 Block 5	24	2023年向竞争对手 SpaceX 购买的猎鹰9号首批发射
2025年8月11日□	Falcon 9 Block 5	24	
2025年9月25日□	Atlas V 551	27	
2025年10月14日□	Falcon 9 Block 5	24	
2025年12月16日□	Atlas V 551	27	首次以更名后的 Amazon Leo 品牌进行发射
2026年2月12日□	Ariane 64 Block 1	32	欧洲阿丽亚娜6号火箭18次发射合同的首发
2026年4月4日□	Atlas V 551	29	得益于半人马座上面级 RL-10C 发动机升级，单次运载量从27颗提升至29颗
2026年4月27日□	Atlas V 551	29	截至当前最新发射
2026年4月30日□	Ariane 64	32	计划发射
2026年5月22日□	ULA Atlas V 551	29	计划发射

资料来源：公司官网，华泰研究

图表4：亚马逊 1Q 财务速览

美元 (百万)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1Q VA cons	vs cons	2Q VA cons	2Q Guide	2026 guide
<b>财务数据</b>										
GAAP收入	155,667	167,702	180,169	213,386	181,519	177,353	2.3%	188,959	1940-1990亿	
yoy (%)	8.6%	13.3%	13.4%	13.6%	16.6%				16%-19%	
毛利	78,691	86,893	91,499	103,427	94,056	90,844	3.5%	98,413		
yoy (%)	11.3%	17.1%	17.5%	16.3%	19.5%					
毛利率	50.6%	51.8%	50.8%	48.5%	51.8%	51.2%	0.6pp	52.1%		
同比变动 (pp)	1.2pp	1.7pp	1.8pp	1.1pp	1.3pp					
经营利润	18,405	19,171	17,422	24,977	23,852	20,922	14.0%	22,848	200-240亿	
yoy (%)	20.2%	30.7%	0.1%	17.8%	29.6%					
经营利润率	11.8%	11.4%	9.7%	11.7%	13.1%	11.8%	1.3pp	12.1%		
同比变动 (pp)	1.1pp	1.5pp	-1.3pp	0.4pp	1.3pp					
净利润	17,127	18,164	21,187	21,192	30,255	17,843	69.6%	19,485		
yoy (%)	64.2%	34.7%	38.2%	5.9%	76.7%					
净利率	11.0%	10.8%	11.8%	9.9%	16.7%	10.1%	6.6pp	10.3%		
同比变动 (pp)	3.7pp	1.7pp	2.1pp	-0.7pp	5.7pp					
资本开支	24,255	31,368	34,228	38,469	43,234	43,213	0.0%	47,792		200B
yoy (%)	74.1%	91.3%	60.9%	47.7%	78.2%					
自由现金流, TTM	25,925	18,184	14,788	11,194	1,232					
<b>经营费用</b>										
营销费用	9,763	11,416	11,686	14,264	10,314	11,317	-8.9%	12,652		
营销费用率	6.3%	6.8%	6.5%	6.7%	5.7%					
研发费用	22,994	27,166	28,962	29,399	29,567	28,196	4.9%	30,959		
研发费用率	14.8%	16.2%	16.1%	13.8%	16.3%					
管理费用	2,628	2,965	2,875	2,704	2,587	2,896	-10.7%	3,116		
管理费用率	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.4%					
履约费用	24,593	25,976	27,679	30,826	27,289	27,144	0.5%	28,624		
履约费用率	15.8%	15.5%	15.4%	14.4%	15.0%					
<b>分业务财务</b>										
-北美电商收入	92,887	100,068	106,267	127,083	104,143	102,061	2.0%	109,499		
yoy (%)	7.6%	11.1%	11.2%	9.9%	12.1%					
营业利润	5,841	7,517	4,789	11,472	8,267	6,714	23.1%	8,502		
营业利润率	6.3%	7.5%	4.5%	9.0%	7.9%	6.6%	1.4pp			
营业利润率同比变动	0.5	1.9	(1.4)	1.0	1.6					
-国际电商收入	33,513	36,761	40,896	50,724	39,789	38,535	3.3%	40,685		
yoy (%)	4.9%	16.1%	14.0%	16.8%	18.7%					
营业利润	1,017	1,494	1,199	1,040	1,424	1,227	16.1%	1,637		
营业利润率	3.0%	4.1%	2.9%	2.1%	3.6%	3.2%	0.4pp			
营业利润率同比变动	0.2	3.2	(0.7)	(1.0)	0.5					
-AWS收入	29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	36,776	2.2%	38,956		
yoy (%)	16.9%	17.5%	20.2%	23.6%	28.4%					
营业利润	11,547	10,160	11,434	12,465	14,161	13,109	8.0%	12,880		
营业利润率	39.5%	32.9%	34.6%	35.0%	37.7%	35.6%	2.0pp			
营业利润率同比变动	1.8	(2.6)	(3.4)	(1.9)	(1.8)					
<b>零售营业收入拆分</b>										
美元 百万	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1Q VA cons	vs cons	2Q VA cons		
净收入	155,667	167,702	180,169	213,386	181,519	177,353	2.3%	188,959		
yoy	8.6%	13.3%	13.4%	13.6%	16.6%					
qoq	-17.1%	7.7%	7.4%	18.4%	-14.9%					
线上商城收入	57,407	61,485	67,407	82,988	64,254	62,543	2.7%	65,909		
yoy	5.0%	11.0%	9.8%	9.8%	11.9%					
qoq	-24.0%	7.1%	9.6%	23.1%	-22.6%					
收入占比	36.9%	36.7%	37.4%	38.9%	35.4%					
实体商店收入	5,533	5,595	5,578	5,855	5,785	5,840	-0.9%	5,873		
yoy	6.4%	7.5%	6.7%	4.9%	4.6%					
qoq	-0.8%	1.1%	-0.3%	5.0%	-1.2%					
收入占比	3.6%	3.3%	3.1%	2.7%	3.2%					
3P商家收入	36,512	40,348	42,486	52,816	41,578	40,699	2.2%	44,528		
yoy	5.5%	11.5%	12.2%	11.2%	13.9%					
qoq	-23.1%	10.5%	5.3%	24.3%	-21.3%					
收入占比	23.5%	24.1%	23.6%	24.8%	22.9%					
订阅服务收入	11,715	12,208	12,574	13,122	13,427	13,099	2.5%	13,498		
yoy	9.3%	12.4%	11.5%	14.0%	14.6%					
qoq	1.8%	4.2%	3.0%	4.4%	2.3%					
收入占比	7.5%	7.3%	7.0%	6.1%	7.4%					
广告收入	13,921	15,694	17,703	21,317	17,243	16,892	2.1%	18,746		
yoy	17.7%	22.9%	23.5%	23.3%	23.9%					
qoq	-19.5%	12.7%	12.8%	20.4%	-19.1%					
收入占比	8.9%	9.4%	9.8%	10.0%	9.5%					
云服务收入	29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	36,776	2.2%	38,956		
yoy	16.9%	17.5%	20.2%	23.6%	28.4%					
qoq	1.7%	5.5%	6.9%	7.8%	5.6%					
收入占比	18.8%	18.4%	18.3%	16.7%	20.7%					
其他收入	1,312	1,499	1,415	1,709	1,645	1,455	13.1%	1,566		
yoy	4.0%	19.0%	7.8%	7.5%	25.4%					
qoq	-17.5%	14.3%	-5.6%	20.8%	-3.7%					
收入占比	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%					

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

图表5：全球电商业用户数据追踪

MAU (百万)		Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
Amazon	美国	120.8	119.8	120.8	120.8	121.2	120.9	120.1	122.1	123.4	125.6	122.8	119.0	118.0	118.1
	YoY	1%	(0%)	(0%)	(1%)	(1%)	0%	1%	1%	1%	1%	0%	(1%)	(2%)	(1%)
	全球 (除美国)	537.4	531.6	540.1	540.1	556.3	544.5	538.7	555.5	564.1	548.9	543.6	529.6	541.9	542.7
Temu	美国	80.5	61.2	42.7	41.3	60.1	72.4	70.9	78.1	71.9	79.9	72.9	77.0	73.9	79.7
	YoY	43%	3%	(34%)	(40%)	(19%)	5%	1%	11%	16%	14%	7%	7%	(1%)	30%
	全球 (除美国)	374.0	396.2	426.6	430.0	447.4	456.8	441.3	461.0	460.0	454.1	478.0	438.3	444.1	444.1
eBay	美国	41.2	41.5	43.5	44.3	44.2	45.4	44.4	44.9	45.5	47.5	46.7	45.0	45.5	45.4
	YoY	5%	10%	11%	12%	13%	14%	11%	11%	9%	11%	15%	15%	10%	9%
	全球 (除美国)	45.6	45.3	44.9	44.2	44.5	45.8	41.9	44.9	42.9	46.7	43.9	44.2	44.9	45.3
SHEIN	美国	50.1	45.3	44.7	52.3	57.4	56.7	55.0	55.6	58.3	54.0	56.0	54.0	58.7	58.5
	YoY	20%	12%	5%	16%	18%	16%	15%	15%	21%	19%	23%	23%	17%	29%
	全球 (除美国)	347.1	350.6	366.1	373.6	378.1	377.2	381.6	404.3	411.2	380.0	388.3	381.8	392.4	393.4
Walmart	美国	62.7	64.4	64.4	65.6	66.4	67.3	67.0	68.9	71.9	74.5	69.2	67.0	67.4	67.5
	YoY	10%	14%	12%	9%	12%	17%	15%	18%	12%	11%	9%	12%	7%	5%
	全球 (除美国)	13.4	13.6	15.7	15.5	15.1	15.8	14.7	14.7	17.0	17.3	16.4	16.1	16.6	16.7
Target	美国	37.1	36.9	38.0	38.1	38.5	39.2	36.3	41.3	44.0	47.1	40.8	38.5	39.2	39.1
	YoY	(9%)	(8%)	(2%)	(5%)	(6%)	(4%)	(9%)	2%	1%	1%	1%	5%	6%	6%
	全球 (除美国)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
Etsy	美国	29.9	29.7	31.3	30.2	29.9	31.4	30.6	34.0	36.9	41.3	37.0	34.0	34.0	34.0
	YoY	2%	5%	10%	8%	4%	10%	7%	19%	18%	20%	17%	15%	14%	14%
	全球 (除美国)	16.5	16.7	17.3	16.5	16.8	17.7	17.0	18.0	20.5	22.0	20.2	18.8	18.8	18.8
Poshmark	美国	14.6	14.7	15.2	14.3	15.7	16.4	16.7	17.8	18.9	19.1	19.8	17.1	17.5	17.4
	YoY	(5%)	(5%)	(2%)	2%	12%	19%	18%	24%	32%	34%	25%	21%	19%	18%
	全球 (除美国)	1.2	1.1	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0	1.4	1.1	1.1	1.4	1.1	1.2	1.2
Wayfair	美国	8.1	8.7	8.4	7.7	8.4	9.0	8.2	9.7	10.2	10.5	10.2	8.7	8.9	8.8
	YoY	(5%)	1%	(5%)	(19%)	(9%)	15%	6%	12%	9%	12%	2%	11%	10%	1%
	全球 (除美国)	1.2	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
Costco	美国	18.8	18.8	19.2	20.3	20.4	20.1	20.3	21.0	22.5	23.4	22.3	21.5	21.8	21.9
	YoY	33%	32%	34%	36%	36%	31%	29%	29%	26%	30%	25%	23%	16%	16%
	全球 (除美国)	8.1	8.2	8.2	8.5	8.7	8.8	8.8	9.3	10.4	10.3	9.8	9.7	10.0	10.1
Shopify	美国	1.8	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6	1.7	2.1	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
	YoY	23%	9%	25%	10%	(1%)	11%	33%	36%	34%	16%	4%	5%	1%	12%
	全球 (除美国)	3.3	3.3	3.3	3.5	3.6	3.5	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4	3.2	3.3	3.1

下载量 (百万)		Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26
Amazon	美国	1.5	1.4	1.6	1.5	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0	1.5	1.3	1.5	1.2
	YoY	(10%)	(12%)	(3%)	(8%)	(20%)	(18%)	(12%)	(5%)	(6%)	(7%)	(12%)	(1%)	(6%)	(12%)
	全球 (除美国)	12.3	10.7	11.1	10.6	14.2	12.0	13.5	12.3	12.9	11.5	12.6	10.6	11.6	10.3
Temu	美国	4.4	2.2	1.0	1.1	2.5	3.6	3.2	3.7	3.8	3.6	3.6	3.1	3.9	3.6
	YoY	(11%)	(57%)	(85%)	(84%)	(64%)	(38%)	(33%)	(2%)	17%	19%	(5%)	(10%)	(12%)	62%
	全球 (除美国)	44.0	38.8	39.6	36.3	40.2	35.8	25.1	28.5	29.7	29.7	31.6	24.4	25.6	20.6
eBay	美国	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9
	YoY	9%	12%	13%	15%	12%	13%	9%	(0%)	5%	5%	(5%)	11%	15%	2%
	全球 (除美国)	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7	2.3	1.8	1.9	1.9	1.6
SHEIN	美国	2.6	1.8	1.6	2.0	2.4	2.2	1.7	1.6	1.9	1.4	1.8	1.9	2.6	1.9
	YoY	(34%)	(53%)	(53%)	(38%)	(28%)	(34%)	(35%)	(32%)	(14%)	(25%)	(12%)	1%	(1%)	4%
	全球 (除美国)	13.7	13.7	17.4	17.2	19.5	20.1	18.3	18.2	15.6	11.2	15.8	13.8	15.6	13.5
Walmart	美国	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1	2.4	1.8	1.6	1.7	1.5
	YoY	(1%)	10%	12%	5%	(1%)	2%	15%	10%	(1%)	7%	(6%)	4%	9%	(17%)
	全球 (除美国)	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5
Target	美国	0.9	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	0.7	0.9	1.1	1.4	0.8	0.7	0.8	0.6
	YoY	(5%)	(30%)	(17%)	(23%)	(17%)	(10%)	(13%)	(14%)	(14%)	(8%)	(10%)	(5%)	(8%)	(17%)
	全球 (除美国)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Etsy	美国	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0	1.4	0.9	0.7	0.9	0.7
	YoY	(4%)	(6%)	23%	18%	(2%)	11%	9%	(2%)	(2%)	11%	(5%)	(4%)	6%	(15%)
	全球 (除美国)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	1.1	1.3	1.0	0.8	0.8	0.7
Poshmark	美国	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2
	YoY	(14%)	(20%)	(2%)	(6%)	0%	(20%)	(21%)	(35%)	(24%)	(30%)	(44%)	(33%)	(40%)	(62%)
	全球 (除美国)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Wayfair	美国	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
	YoY	10%	29%	12%	51%	73%	40%	42%	37%	(19%)	(15%)	(8%)	(10%)	(10%)	(27%)
	全球 (除美国)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Costco	美国	1.0	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0	0.8
	YoY	38%	18%	28%	32%	21%	12%	7%	10%	6%	5%	(2%)	(17%)	(1%)	(1%)
	全球 (除美国)	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
Shopify	美国	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
	YoY	(11%)	(10%)	(5%)	(6%)	(7%)	0%	15%	41%	34%	38%	17%	15%	16%	0%
	全球 (除美国)	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	0.7	0.7	0.6

资料来源：SensorTower，华泰研究

### 盈利预测

展望 26-28 年,我们调整亚马逊收入预测 2.6/4.3/6.1%,主因我们预计 AWS 重回加速通道;调整净利润预测 13.7/5.6/8%至 954/1102/1491 亿美元,26 年上调主因 Anthropic 投资收益,27-28 年随收入上调。

图表6: 盈利预测

亚马逊财务预测	Amazon Financials	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E
美元(百万)	USD mn							
1. 收入	1.Revenue	716,924	826,714	938,609	1,065,664	181,519	196,113	205,136
YOY (%)	YOY (%)	12.4%	15.3%	13.5%	13.5%	16.6%	16.9%	13.9%
a. 自营电商	a.Online Stores	269,287	296,216	317,247	341,041	64,254	68,863	72,125
yoy	yoy	9.0%	10.0%	7.1%	7.5%	11.9%	12.0%	7.0%
b. 实体店	b.Physical Stores	22,561	23,689	24,755	25,820	5,785	5,875	5,868
yoy	yoy	6.3%	5.0%	4.5%	4.3%	4.6%	5.0%	5.2%
c. 三方电商	c.3P Seller	172,162	192,821	212,104	231,829	41,578	45,997	47,159
yoy	yoy	10.3%	12.0%	10.0%	9.3%	13.9%	14.0%	11.0%
d. 订阅服务	d.Subscription	49,619	55,573	61,686	67,855	13,427	13,673	13,957
yoy	yoy	11.8%	12.0%	11.0%	10.0%	14.6%	12.0%	11.0%
e. 广告业务	e.Advertising	68,635	83,048	97,167	111,742	17,243	19,304	21,067
yoy	yoy	22.1%	21.0%	17.0%	15.0%	23.9%	23.0%	19.0%
f. AWS	f.AWS	128,725	168,630	218,376	279,521	37,587	40,752	43,403
yoy	yoy	19.7%	31.0%	29.5%	28.0%	28.4%	32.0%	31.5%
g. 其他	g.Others	5,935	6,736	7,275	7,857	1,645	1,649	1,557
yoy	yoy	9.4%	13.5%	8.0%	8.0%	25.4%	10.0%	10.0%
2. 毛利润	2.Gross Profit	360,510	423,986	492,635	573,707	94,056	102,371	106,055
YOY (%)	YOY (%)	15.7%	17.6%	16.2%	16.5%	19.5%	17.8%	15.9%
毛利率	GPM	50.3%	51.3%	52.5%	53.8%	51.8%	52.2%	51.7%
3. 经营利润	3.Operating Profit	79,975	101,140	131,336	179,110	23,852	23,288	24,146
YOY (%)	YOY (%)	16.6%	26.5%	29.9%	36.4%	29.6%	21.5%	38.6%
经营利润率	OPM	11.2%	12.2%	14.0%	16.8%	13.1%	11.9%	11.8%
履约费用	Fulfillment exp	109,074	120,167	129,311	137,919	27,289	28,976	29,661
收入占比	as % of revs	15.2%	14.5%	13.8%	12.9%	15.0%	14.8%	14.8%
研发费用	R&D exp	108,521	137,541	160,850	177,295	29,567	33,927	35,899
收入占比	as % of revs	15.1%	16.6%	17.1%	16.6%	16.3%	17.3%	17.5%
管理费用	G&A exp	11,172	10,403	10,403	11,491	2,587	2,844	2,605
收入占比	as % of revs	1.6%	1.3%	1.1%	1.1%	1.4%	1.5%	1.3%
销售费用	S&M exp	47,129	52,693	58,417	65,259	10,314	12,943	13,334
收入占比	as % of revs	6.6%	6.4%	6.2%	6.1%	5.7%	6.6%	6.5%
4. 税前利润	4.Pre-tax Profit	97,311	118,882	137,244	185,459	39,834	24,323	25,017
有效税率	Effective tax rate	-19.6%	-19.3%	-19.3%	-19.3%	-24.0%	-16.5%	-18.5%
5. 净利润	5.Net Profit	77,670	95,384	110,202	149,112	30,255	20,309	20,389
YOY (%)	YOY (%)	31.1%	22.8%	15.5%	35.3%	76.7%	11.8%	-3.8%
净利率	NPM	10.8%	11.5%	11.7%	14.0%	16.7%	10.4%	9.9%

美元(百万)	USD mn	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E
1. 收入	1.Revenue	716,924	826,714	938,609	1,065,664	181,519	196,113	205,136
YOY (%)	YOY (%)	12.4%	15.3%	13.5%	13.5%	16.6%	16.9%	13.9%
a. 北美地区零售相关	a.NA Retail	426,305	468,083	512,083	555,610	104,143	109,574	116,150
yoy	yoy	10.0%	9.8%	9.4%	8.5%	12.1%	9.5%	9.3%
b. 国际地区零售相关	b.International Retail	161,894	190,001	208,151	230,533	39,789	45,786	45,583
yoy	yoy	13.3%	17.4%	9.6%	10.8%	18.7%	24.5%	11.5%
c. AWS	c.AWS	128,725	168,630	218,376	279,521	37,587	40,752	43,403
yoy	yoy	19.7%	31.0%	29.5%	28.0%	28.4%	32.0%	31.5%
2. 经营利润	2.Operating Profit	79,975	101,140	131,336	179,110	23,852	23,288	24,146
YOY (%)	YOY (%)	16.6%	26.5%	29.9%	36.4%	29.6%	21.5%	38.6%
a. 北美地区零售相关	a.NA Retail	29,619	36,979	43,527	47,227	8,267	8,766	6,969
yoy	yoy	18.6%	24.8%	17.7%	8.5%	41.5%	16.6%	45.5%
经营利润率	OPM	6.9%	7.9%	8.5%	8.5%	7.9%	8.0%	6.0%
b. 国际地区零售相关	b.International Retail	4,750	5,984	10,941	33,772	1,424	1,685	2,290
经营利润率	OPM	2.9%	3.1%	5.3%	14.6%	3.6%	3.7%	5.0%
c. AWS	c.AWS	45,606	58,177	76,868	98,112	14,161	12,837	14,887
yoy	yoy	14.5%	27.6%	32.1%	27.6%	26.3%	26.3%	30.2%
经营利润率	OPM	35.4%	34.5%	35.2%	35.1%	37.7%	31.5%	34.3%

资料来源:公司公告,华泰研究预测

图表7: 华泰预测变动与 VA 一致预期对比

(美元 百万)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	805,675	826,714	2.6%	900,233	938,609	4.3%	1,004,475	1,065,664	6.1%
毛利润	408,523	423,986	3.8%	460,970	492,635	6.9%	519,371	573,707	10.5%
经营利润	95,301	101,140	6.1%	118,614	131,336	10.7%	160,138	179,110	11.8%
净利润	83,863	95,384	13.7%	104,317	110,202	5.6%	138,083	149,112	8.0%

(%)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)
毛利率	50.7%	51.3%	0.6	51.2%	52.5%	1.3	51.7%	53.8%	2.1
经营利润率	11.8%	12.2%	0.4	13.2%	14.0%	0.8	15.9%	16.8%	0.9
净利率	10.4%	11.5%	1.1	11.6%	11.7%	0.2	13.7%	14.0%	0.2

(美元 百万)	2026E			2027E			2028E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	826,714	806,685	2.5	938,609	903,887	3.8	1,065,664	1,013,101	5.2
毛利润	423,986	411,833	3.0	492,635	475,399	3.6	573,707	548,846	4.5
经营利润	101,140	99,332	1.8	131,336	125,153	4.9	179,110	157,228	13.9
净利润	95,384	84,380	13.0	110,202	105,435	4.5	149,112	131,440	13.4

资料来源:公司公告, Visible Alpha, 华泰研究预测

## 公司估值

我们调整亚马逊目标价至 327.49 美元（前值：260 美元），维持“增持”评级，具体逻辑如下：

1. 北美零售业务：每股估值 113.36 美元，基于 2026 年净利润（营业利润扣减税费）的 40.8x PE，较其可比公司均值 37.8x 有所溢价，主因亚马逊履约和 Prime 会员体系壁垒较强。溢价扩大主因亚马逊机器人中远期有望改善利润率。
2. 国际零售业务：每股估值 46.61 美元，基于 2026 年营收的 2.6x PS，较其可比公司均值 1.6x 有所溢价，主因亚马逊电商业务的龙头地位，以及全球电商网络的协同效应。溢价扩大主因亚马逊拓展杂货等品类。
3. 云服务每股估值 167.52 美元，基于 26 年净利润（营业利润扣减税费）的 38.3x PE，相对行业均值 25.3x 有所溢价，主因亚马逊在 AI 领域 IaaS 的优势地位。溢价扩大主因 AWS 受益于 Anthropic 及其他厂商扩大的云需求。

图表8：公司估值

(百万美元)	26年预测营收	26年预测净利润	PE (x)	PS (x)	市值	每股估值, 美元
1. 北美零售服务		29,842	40.8		1,216,471	113.36
2. 国际零售服务	190,001			2.6	500,149	46.61
3. 云服务	168,630	46,949	38.3		1,797,664	167.52
总市值					3,514,284	
股数 (百万)					10,731	
目标价						327.49

资料来源：彭博，华泰研究预测

图表9：北美零售业务可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			27财年/26E	28财年/27E	29财年/28E	27财年/26E	28财年/27E	29财年/28E
<b>北美核心零售</b>			T+1	T+2		T+1	T+2	
沃尔玛 - FY26	WMT US	128.0	5%	11%	10%	44.2	39.7	36.1
开市客 - FY26	COST US	998.7	11%	11%	5%	43.7	39.4	37.6
家得宝 - FY26	HD US	322.8	8%	7%	7%	20.2	18.8	17.6
Kroger - FY26	KR US	67.1	204%	5%	2%	13.3	12.7	12.5
CVS - FY25	CVS US	83.9	341%	16%	15%	14.1	12.1	10.5
<b>市值加权平均 PE</b>						<b>37.8</b>	<b>34.0</b>	<b>31.5</b>

注：数据截至美国东部时间 4 月 29 日收盘（北京时间 30 日），所有数据均基于彭博一致预期  
资料来源：彭博，华泰研究

图表10：国际零售业务可比公司

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收增长 (%)			PS (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>国际核心零售</b>								
拼多多	PDD US	97.7	14%	12%	9%	1.9	1.7	1.6
京东	JD US	29.7	6%	6%	5%	0.2	0.2	0.2
阿里巴巴 - FY26	BABA US	130.4	11%	12%	14%	1.7	1.5	1.5
东海集团	SE US	83.2	28%	21%	16%	1.7	1.4	1.2
<b>市值加权平均 PS</b>						<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>

注：数据截至美国东部时间 4 月 29 日收盘（北京时间 30 日），所有数据均基于彭博一致预期  
资料来源：彭博，华泰研究

图表11：云服务可比公司

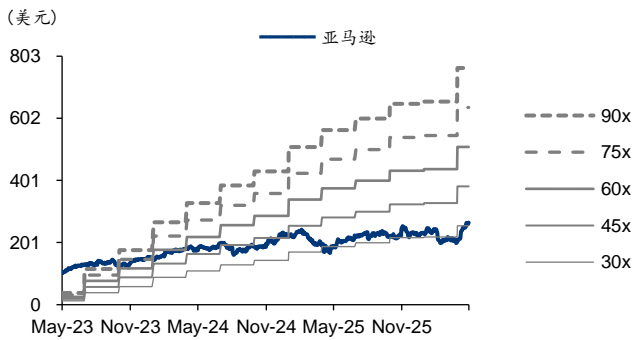
公司	股票代码	股价 (交易货币)	净利润增长 (%)			PE (x)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
<b>云</b>								
英伟达 - FY26	NVDA US	209.3	68%	32%	13%	25.2	19.0	16.8
微软 - FY26	MSFT US	424.5	11%	17%	16%	22.2	19.0	16.3
Meta	META US	669.1	30%	14%	17%	22.0	19.3	16.6
谷歌	GOOG US	347.3	13%	11%	16%	29.4	25.5	22.0
IBM	IBM US	227.1	-6%	13%	5%	21.5	19.0	18.0
赛富时 - FY26	CRM US	181.2	-1%	18%	19%	20.0	17.0	14.2
<b>市值加权平均 PE</b>						<b>25.3</b>	<b>20.9</b>	<b>18.2</b>

注：数据截至美国东部时间 4 月 29 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期  
资料来源：彭博，华泰研究

### 风险提示

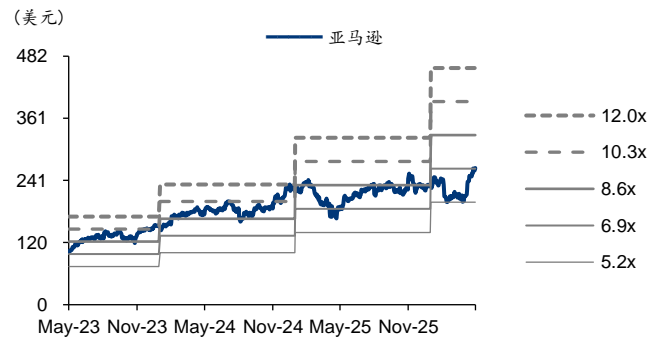
1. 行业竞争加剧: 电商竞争格局加剧, 例如沃尔玛加速推进电商业务, Temu 和 Shein 在欧美较快推进下沉电商, 未来或对亚马逊的小额订单、佣金率、补贴率产生冲击, 对电商营收和利润造成一定影响。
2. AI 需求不及预期: 亚马逊 AWS 业务增速不及可比公司, 未来市场份额或持续下滑至行业第二。目前 AI 行业对大模型能力和算力需求较高, 亚马逊在 AI 领域的整体布局和竞争力弱于微软和谷歌。
3. 履约成本增长超预期: 亚马逊如果未来三年加大 Capex 投入, 或对电商盈利造成一定冲击。

图表12: 亚马逊 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表13: 亚马逊 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	637,959	716,924	826,714	938,609	1,065,664
销售成本	(326,288)	(356,414)	(402,728)	(445,974)	(491,957)
<b>毛利润</b>	<b>311,671</b>	<b>360,510</b>	<b>423,986</b>	<b>492,635</b>	<b>573,707</b>
销售及分销成本	(88,544)	(108,521)	(137,541)	(160,850)	(177,295)
管理费用	(110,627)	(124,885)	(132,612)	(142,032)	(152,043)
其他收入/支出	(43,907)	(47,129)	(52,693)	(58,417)	(65,259)
财务成本净额	2,271	2,107	(904.85)	1,908	2,349
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>68,614</b>	<b>97,311</b>	<b>118,882</b>	<b>137,244</b>	<b>185,459</b>
税费开支	(9,265)	(19,087)	(22,944)	(26,488)	(35,794)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归母净利润</b>	<b>59,248</b>	<b>77,670</b>	<b>95,384</b>	<b>110,202</b>	<b>149,112</b>
折旧和摊销	(52,795)	(65,756)	(100,056)	(119,348)	(140,426)
EBITDA	119,138	160,960	219,843	254,684	323,536
EPS (美元, 基本)	5.52	7.24	8.89	10.27	13.90

### 资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	34,214	38,325	42,005	46,951	51,177
应收账款和票据	55,451	67,729	78,072	87,463	100,480
现金及现金等价物	78,779	86,810	99,597	124,363	186,592
其他流动资产	22,423	36,219	18,853	28,279	48,339
<b>总流动资产</b>	<b>190,867</b>	<b>229,083</b>	<b>238,527</b>	<b>287,056</b>	<b>386,588</b>
固定资产	252,665	357,025	345,031	401,574	450,655
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	181,362	231,934	315,373	384,042	429,485
<b>总长期资产</b>	<b>434,027</b>	<b>588,959</b>	<b>660,404</b>	<b>785,617</b>	<b>880,140</b>
<b>总资产</b>	<b>624,894</b>	<b>818,042</b>	<b>898,931</b>	<b>1,072,673</b>	<b>1,266,728</b>
应付账款	161,328	197,429	207,800	242,647	254,609
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	18,103	20,576	23,727	26,938	30,585
<b>总流动负债</b>	<b>179,431</b>	<b>218,005</b>	<b>231,527</b>	<b>269,586</b>	<b>285,193</b>
长期债务	130,900	152,987	150,591	149,666	149,805
其他长期债务	28,593	35,985	35,985	35,985	35,985
<b>总长期负债</b>	<b>159,493</b>	<b>188,972</b>	<b>186,576</b>	<b>185,651</b>	<b>185,790</b>
股本	113,138	132,299	155,495	181,902	211,098
储备/其他项目	172,832	278,766	325,333	435,535	584,646
股东权益	285,970	411,065	480,828	617,437	795,744
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>总权益</b>	<b>285,970</b>	<b>411,065</b>	<b>480,828</b>	<b>617,437</b>	<b>795,744</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	48.01	36.62	29.82	25.81	19.08
PB	9.95	6.92	5.92	4.61	3.57
EV EBITDA	24.70	18.43	13.44	11.51	8.88
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	0.74	(0.03)	1.59	1.13	3.67

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	119,138	160,960	219,843	254,684	323,536
融资成本	(2,271)	(2,107)	904.85	(1,908)	(2,349)
营运资本变动	(11,351)	(14,749)	501.78	(23,722)	1,635
税费	(9,265)	(19,087)	(22,944)	(26,488)	(35,794)
其他	19,626	14,497	12,202	21,039	(8,698)
<b>经营活动现金流</b>	<b>115,877</b>	<b>139,514</b>	<b>210,508</b>	<b>223,604</b>	<b>278,331</b>
CAPEX	(77,658)	(128,320)	(152,105)	(172,692)	(185,412)
其他投资活动	(16,684)	(14,225)	13,525	(13,267)	(17,980)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(94,342)</b>	<b>(142,545)</b>	<b>(138,579)</b>	<b>(185,959)</b>	<b>(203,392)</b>
债务增加量	(11,812)	9,661	(13,620)	(12,879)	(12,710)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	0.00	0.00	(48,817)	0.00	0.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>(11,812)</b>	<b>9,661</b>	<b>(62,437)</b>	<b>(12,879)</b>	<b>(12,710)</b>
现金变动	9,723	6,630	9,491	24,766	62,229
年初现金	73,890	82,312	90,106	99,597	124,363
汇率波动影响	(1,301)	1,164	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>82,312</b>	<b>90,106</b>	<b>99,597</b>	<b>124,363</b>	<b>186,592</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	10.99	12.38	15.31	13.53	13.54
毛利润	15.41	15.67	17.61	16.19	16.46
营业利润	86.13	16.59	26.46	29.86	36.38
净利润	94.73	31.09	22.81	15.53	35.31
EPS	94.73	31.09	22.81	15.53	35.31
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	48.85	50.29	51.29	52.49	53.84
EBITDA	18.67	22.45	26.59	27.13	30.36
净利率	9.29	10.83	11.54	11.74	13.99
ROE	24.29	22.29	21.39	20.07	21.10
ROA	10.28	10.77	11.11	11.18	12.75
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	18.23	16.10	10.61	4.10	(4.62)
流动比率	1.06	1.05	1.03	1.06	1.36
速动比率	0.87	0.88	0.85	0.89	1.18
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	1.11	0.99	0.96	0.95	0.91
应收账款周转天数	30.39	30.93	31.75	31.75	31.75
应付账款周转天数	171.58	181.18	181.12	181.81	181.94
存货周转天数	37.25	36.63	35.90	35.90	35.90
现金转换周期	(103.93)	(113.62)	(113.47)	(114.16)	(114.29)
<b>每股指标 (美元)</b>					
EPS	5.52	7.24	8.89	10.27	13.90
每股净资产	26.65	38.31	44.81	57.54	74.15

## 免责声明

### 分析师声明

本人,夏路路、丁骄璇、何翩翩,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意,标\*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄阳、何翩翩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司