

# 亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O)

## 26Q1 财报点评：AWS 收入利润亮眼，自研芯片价值逐步显现

### 核心观点

**整体表现：电商表现稳健，云业务自研芯片价值显现。**26Q1 营业收入 1815 亿美元，同比+17%。经营利润 239 亿美元，同比+30%，整体 OPM 约 13.2%，同比+1.4pcts。利润增长主要来自 AWS 经营利润继续扩张、北美零售效率改善、广告高毛利业务占比提升。净利润 303 亿美元，同比+77%，主要是其中包含 Anthropic 投资相关税前收益 168 亿美元。**26Q2 指引：**预计 26Q2 收入 1940 - 1990 亿美元，同比+16% - 19%。经营利润指引为 200 - 240 亿美元，25 年同期为 192 亿美元；按中值计算，Q2 OPM 约 11%，同比基本持平。

**零售及其他业务：订单量增速创下新高，履约效率持续优化。**26Q1 北美业务收入 1041 亿美元（同比+12%），OPM 8.0%，同比+1.7pcts，主要受零售履约效率提升、广告收入占比提高带动。国际业务收入 398 亿美元（同比+19%，剔除汇率+11%），OPM 3.6%，同比+0.6pct，利润率环比也明显改善。本季度订单量同比+15%，创下疫情后新高，供给端持续扩充品类，杂货业务在生鲜与非生鲜品类均实现快速增长，履约侧效率继续优化，未来将持续优化库存布局，缩短运输距离、减少包裹流环节、提升整合率。

**云业务：收入利润环比加速向上，自研芯片价值逐渐显现。**26Q1 AWS 收入 376 亿美元（同比+28%），OPM 达到约 37.7%，同比-1.8pcts、环比+2.7pcts。26Q1 AWS AI ARR 达到 150 亿美元，积压订单金额达到 3640 亿美元，同比+93%，且未考虑 Anthropic 的超 1000 亿美元协议。在当前供给受限背景下，自研芯片对云收入及利润率价值正逐渐显现，根据公司业绩会，26Q1 芯片 ARR 超 200 亿美元，公司预计，若将芯片业务独立运营，像其他头部芯片公司一样，将本年度生产的芯片销售给 AWS 及第三方，则 ARR 将达 500 亿美元，此外 Trainium 总营收承诺超 2250 亿美元，Trainium 每年可为亚马逊节省数百亿资本支出，带来数百个基点的营业利润率优势。Trainium 2 芯片性价比较同类 GPU 高约 30%；Trainium 2 目前基本售罄，2026 年初开始出货的 Trainium 3 已接近满额预订，预计 18 个月 after 大规模上市的 Trainium 4，大部分产能已被预订。

**投资建议：**考虑到公司云业务亮眼表现，我们调整公司 26-28 年收入至 8309/9542/10832 亿美元，上调幅度为+3%/+5%/+8%，调整 26-27 年净利润预测至 1001/1139/1320 亿美元，调整幅度为+15%/+14%/+22%。**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	830,853	954,195	1,083,171
(+/-%)	11%	12%	16%	15%	14%
归母净利润(百万美元)	59,248	77,670	100,079	113,888	132,044
(+/-%)	95%	31%	29%	14%	16%
EPS (美元)	5.51	7.22	9.30	10.59	12.28
EBIT Margin	10.8%	11.2%	12.6%	13.9%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	20.7%	18.9%	19.6%	18.2%	17.4%
市盈率 (PE)	49	38	29	26	22
EV/EBITDA	30	26	17	13	11
市净率 (PB)	10	7	6	5	4

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

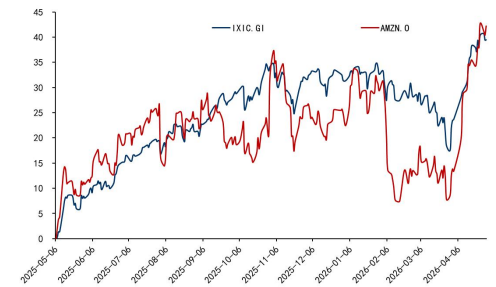
S0980521120004

S0980525010001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	272.05 美元
总市值/流通市值	29265/29265 亿美元
52 周最高价/最低价	276.1 美元/183.85 美元
近 3 个月日均成交额	11853 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

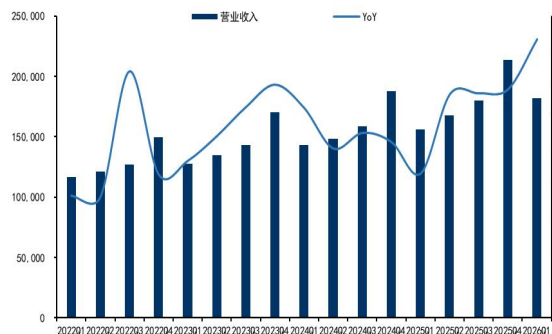
- 《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -25Q4 财报点评：云收入继续加速，26 年资本开支目标 2000 亿美元》——2026-02-08
- 《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -25Q3 财报点评：电商稳健增长，云收入加速，上修 CAPEX 积极扩张产能》——2025-11-01
- 《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -25Q2 财报点评：广告增长强劲，履约效率优化，云业务延续 Q1 势头》——2025-08-02
- 《亚马逊 (AMAZON) (AMZN.O) -25Q1 财报点评：业绩符合预期，AWS 利润率创新高》——2025-05-04
- 《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

## 整体表现：电商表现稳健，云业务自研芯片价值显现

26Q1 营业收入 1815 亿美元，同比+17%，剔除汇率影响同比+15%。经营利润 239 亿美元，同比+30%，整体 OPM 约 13.2%，同比+1.4pcts。利润增长主要来自 AWS 经营利润继续扩张、北美零售效率改善、广告高毛利业务占比提升。净利润 303 亿美元，同比+77%，主要是其中包含 Anthropic 投资相关税前收益 168 亿美元。

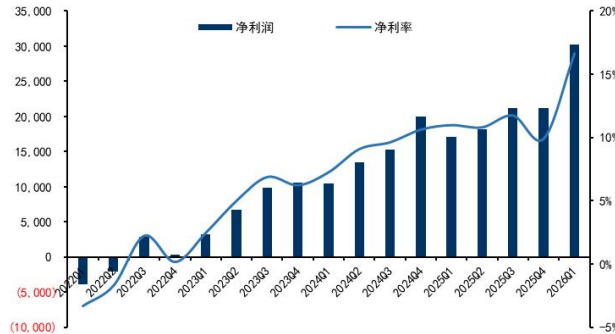
**业绩指引：**预计 26Q2 收入 1940 - 1990 亿美元，同比+16% - 19%，其中外汇预计带来约 10bps 负面影响，并假设全球主要市场 Prime Day 发生在 Q2。经营利润指引为 200 - 240 亿美元，25 年同期为 192 亿美元；按中值计算，Q2 OPM 约 11%，同比基本持平。

图1: 亚马逊收入变化情况 (单位: 百万美元、%)



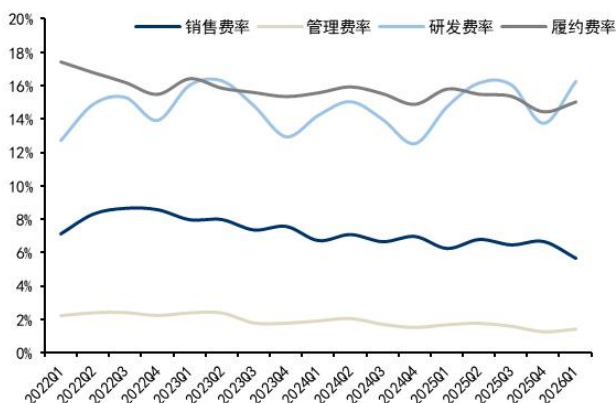
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图2: 亚马逊净利润及变化情况 (单位: 百万美元、%)



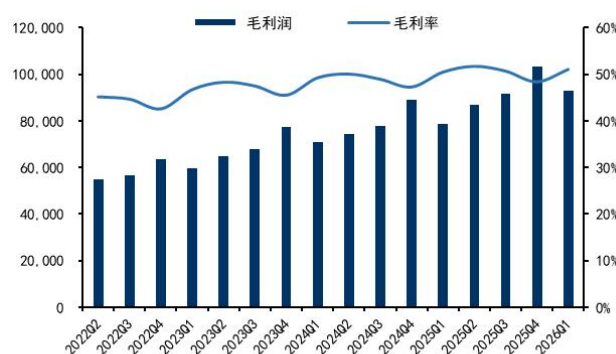
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

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：订单量增速创下新高，履约

## 效率持续优化

26Q1 订单量同比+15%，供给端持续扩充品类，杂货业务在生鲜与非生鲜品类均实现快速增长，生鲜销售额同比增长超 40 倍，在开通当日达服务的地区，生鲜商品占据当日达订单前 10 名中的 9 个。购买当日达生鲜的客户客单价更高，订单商品数量增加近 3 倍，消费金额比未购买生鲜的客户高出 80% 以上。

履约侧，近期宣布超 9 万种商品支持 1 小时及 3 小时达服务，数百个城镇开通 1 小时达，2000 多个城镇开通 3 小时达，未来还将持续拓展。Amazon Now 服务数千种商品可实现 30 分钟内送达，去年在印度推出，订单量月增 25%，Prime 会员使用后购物频率提升至原来的 3 倍。目前该服务已覆盖 9 个国家、数千万客户，未来还将继续拓展。

### ◆ 分地区来看：

- 1) 北美业务收入 1041 亿美元（同比+12%），OPM 8.0%，同比+1.7pcts，主要受零售履约效率提升、广告收入占比提高带动。
- 2) 国际业务收入 398 亿美元（同比+19%，剔除汇率+11%），OPM 3.6%，同比+0.6pct，利润率环比也明显改善。

### ◆ 分业务来看：

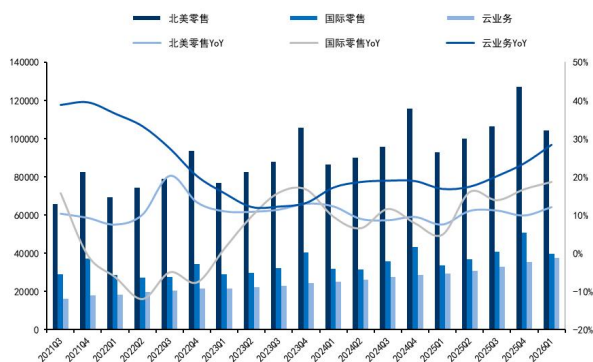
- 1) 网上商店收入 643 亿美元（同比+12%，剔除汇率+9%）。
- 2) 实体店收入 58 亿美元（同比+5%，剔除汇率+4%）。
- 3) 第三方卖家服务收入 416 亿美元（同比+14%，剔除汇率+12%）。
- 4) 订阅服务收入 134 亿美元（同比+15%，剔除汇率+12%）。
- 5) 广告服务收入 172 亿美元（同比+24%，剔除汇率+22%），TTM 广告收入已超过 700 亿美元，仍是利润率提升的重要驱动。
- 6) 其他收入 16 亿美元（同比+25%）。

## 云业务：收入利润环比加速向上，自研芯片价值逐渐显现

26Q1AWS 收入 376 亿美元（同比+28%），OPM 达到约 37.7%，同比-1.8pcts、环比+2.7pcts。AWS AI ARR 达到 150 亿美元。Trainium 总营收承诺超 2250 亿美元，Trainium 每年可为亚马逊节省数百亿资本支出，带来数百个基点的营业利润率优势。积压订单金额达到 3640 亿美元，同比+93%，且未考虑 Anthropic 的超 1000 亿美元协议。

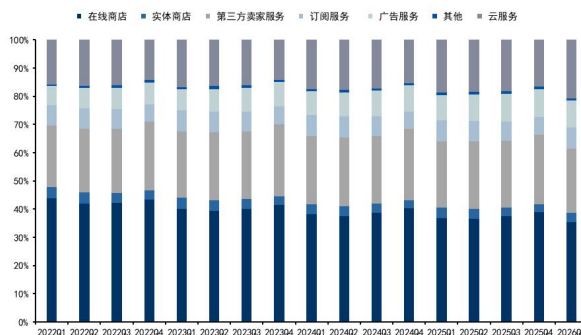
**资本开支：**26Q1CAPEX 净额为 432 亿美元，同比+78%，26 年全年 CAPEX 预计 2000 亿美元，同比+56%，维持此前指引

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



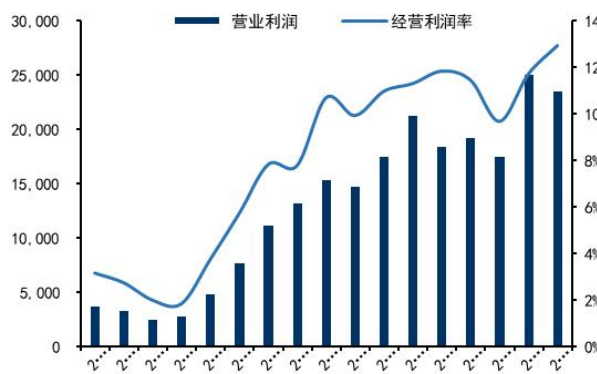
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

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:

芯片业务: 根据公司业绩会,

1) 26Q1 芯片业务环比+40%, ARR 超 200 亿美元, 公司预计, 若将芯片业务独立运营, 像其他头部芯片公司一样, 将本年度生产的芯片销售给 AWS 及第三方, 则 ARR 将达 500 亿美元。目前 Trainium 已获得超 2250 亿美元营收承诺。合作方除了 Anthropic、OpenAI, 还有 Uber 等公司。Trainium 2 芯片性价比较同类 GPU 高约 30%; Trainium 2 目前基本售罄, 2026 年初开始出货的 Trainium 3 已接近满额预订, 预计 18 个月后大规模上市的 Trainium 4, 大部分产能已被预订。

2) 拥有超 12.5 万客户的亚马逊 Bedrock, 其大部分推理任务基于 Trainium 运行, 财富百强企业中近 80% 已使用 Bedrock。

3) Meta 承诺使用数千万颗 Graviton 核心, 性价比较其他 x86 处理器最高提升 40%, 目

前亚马逊 EC2 前 1000 大客户中 98% 都在使用 Graviton。

4) 预计 Trainium 每年将节省数百亿美元资本支出，相比依赖第三方芯片进行推理，能带来数百个基点的营业利润率优势。

5) 未来有可能直接对外销售 Trainium 机架。

#### ◆ 中间层：

**Bedrock：**启动了由 OpenAI 支持的亚马逊 Bedrock 托管智能体预览版。有状态运行环境让任何企业都能规模化构建生成式 AI 应用与智能体

#### ◆ 应用层：

1) Rufus 月活跃用户同比增长超 115%，用户参与度同比提升近 400%。在 Rufus 中推出赞助商品与品牌提示功能，帮助品牌展示产品，辅助客户做出更明智的购买决策。目前处于初期阶段，但数据显示，与 Rufus 中品牌提示互动的用户中，近 20% 会继续与该品牌展开对话。

2) Alexa Plus 抢先体验版拓展至墨西哥、英国、意大利、西班牙数百万 Prime 会员。对话频次、时长、话题广度均翻倍，设备购物量提升 3 倍，音乐流媒体使用量提升 25%，智能家居功能使用量提升 50%。

# 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	126260
应收款项	67729	78492	90144	102329
存货净额	38325	34813	39330	44994
其他流动资产	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>229083</b>	<b>246826</b>	<b>274446</b>	<b>315511</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	26484	36912	49457
<b>资产总计</b>	<b>818042</b>	<b>947496</b>	<b>1073072</b>	<b>1212123</b>
短期借款及交易性金融负债	0	52447	33134	0
应付款项	121909	110738	125105	143124
其他流动负债	96096	67741	67921	73590
<b>流动负债合计</b>	<b>218005</b>	<b>230926</b>	<b>226160</b>	<b>216713</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>436352</b>	<b>448040</b>	<b>455047</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	411065	511144	625032	757075
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>818042</b>	<b>947496</b>	<b>1073072</b>	<b>1212123</b>

## 关键财务与估值指标

	2024	2026E	2027E	2028E
经调整 EPS	7.2	9.3	10.6	12.3
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产	38.21	47.52	58.10	70.38
ROIC	26%	25%	26%	26%
ROE	19%	20%	18%	17%
毛利率	50%	52%	54%	55%
EBIT Margin	11%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	18%	23%	25%	26%
收入增长	12%	16%	15%	14%
净利润增长率	31%	29%	14%	16%
资产负债率	50%	46%	42%	38%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	38	29	26	22
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	25	17	13	11

## 利润表 (百万美元)

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>716924</b>	<b>830853</b>	<b>954195</b>	<b>1083171</b>
营业成本	356414	401327	439895	490228
研发费用	(108521)	(124403)	(141179)	(187180)
销售及管理费用	(62940)	(78871)	(109396)	(109488)
营业利润	79975	104563	132343	153683
财务费用	2107	2167	2489	2826
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益净额	15229	20384	7528	8545
税前利润	96757	127114	142360	165055
<b>所得税费用</b>	<b>19087</b>	<b>27035</b>	<b>28472</b>	<b>33011</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	77670	100079	113888	132044
<b>经调整归母净利润</b>	<b>77670</b>	<b>100079</b>	<b>113888</b>	<b>132044</b>

## 现金流量表 (百万美元)

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>净利润</b>	<b>77670</b>	<b>100079</b>	<b>113888</b>	<b>132044</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	20384	7528	8545
财务费用	(2107)	(2167)	(2489)	(2826)
营运资本变动	(11734)	(30323)	14832	22292
其它	107012	135874	199313	238777
<b>经营活动现金流</b>	<b>139514</b>	<b>137693</b>	<b>228377</b>	<b>273724</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)	52447	(19313)	(33134)
<b>融资活动现金流</b>	<b>9661</b>	<b>52447</b>	<b>(19313)</b>	<b>(33134)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>8031</b>	<b>8681</b>	<b>9549</b>	<b>21220</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	126260
企业自由现金流	36,813	(43661)	28772	54089
权益自由现金流	(16873)	10492	11451	23216

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 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 ±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 ±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