Amazon

(AMZN.O/AMZN US)

增加持股・維持

收盤價 October 19 (US$)	262
3 個月目標價 (US$)	282
12 個月目標價 (US$)	340
前次目標價 (US$)	325
調升 (%)	4.6
上漲空間 (%)	29.5

焦點內容

1. Holiday Season 線上銷售年增率預期持平。
2. AWS 持續加速成長，惟買方投資人預期已堆高。
3. 資本支出同時支應 AI Labs / Enterprise / Rufus 成長。

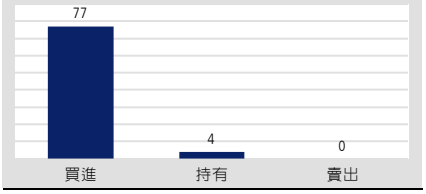
交易資料表

市值：(US$bn)	2,830.9
流通在外股數 (百萬股)：	10,786
機構持有比例 (%)：	71.0
3M 平均成交量 (百萬股)：	38.9
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	196.0-287.2

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	5.0	5.7	21.2
相對表現 (%)	1.9	(2.2)	5.8

市場綜合評等

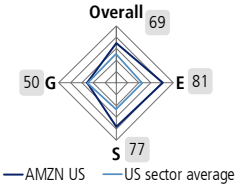
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	230	333	405
潛在報酬 (%)	(12.4)	26.9	54.3

資料來源：Bloomberg

ESG 分數圖



資料來源：Refinitiv、凱基

3Q26 財報前瞻：AWS 持續加速成長，惟買方投資人預期已堆高

重要訊息

Amazon 預計於香港時間 10/30 凌晨公布 3Q26 財報。

評論及分析

Holiday Season 線上銷售年增率預期持平。根據 Adobe Analytics 預估美國 2026 購物旺季(11-12 月)線上銷售額將達 US$275bn 年增 6.7% vs. 2025 年增 6.8%大致持平，係來自於全品項折扣幅度約 18-30%與 2025 相當，AI 連結導購至網站年增 130%。4M26 起徵收 3.5%燃油及物流附加費，禁止 Meta Muse 或未與公司充分溝通的 Agent 服務取得網站資料，Amazon Ads 與 ChatGPT 試行對話式廣告投放，皆為應對高油價及 AI 變革之措施。我們正向看待電商業務對 3Q26 財報/4Q26 財測為正向助益。

AWS 持續加速成長，惟買方投資人預期已堆高。根據：(1)媒體揭露 Anthropic 2Q/3Q26 營收 US$11.6/16.8bn，我們以推論+訓練算力及通路費用加總佔比營收 40-50%計算，AWS 為 Anthropic 主要算力供應商及銷售渠道(佔比預估 60%)；(2)GPT-6 獲得正向回饋並已在 Bedrock 上架，OpenAI 與 AWS 合作逐漸緊密，惟 2GW Trn 採用將於 2027 上線；(3)標準化算力價格持續回升尤其在 Blackwell 系列更為明顯，EC2 部分服務於 7/1 調漲 20%，10/7 將再調漲 15%；(4)管理層股東信指出 AWS 若直接外售自研晶片或硬體系統將增加 US$30bn 潛在營收。我們預期 AWS 營收年增率於 2H26-2027 持續加速成長並優於賣方市場共識，惟我們觀察到買方投資人對 2H26 成長預期已達 40%+與賣方市場共識出現落差。

資本支出同時支應 AI Labs / Enterprise / Rufus 成長。管理層先前指出 4Q25/2025 新增算力 1.2/3.9GW，2027 年底算力容量翻倍，我們估算 2027 AWS Trn/NVDA VR 每 GW 建置成本 US$25-30bn/US$55-60bn，AWS 每 GW 平均建置成本約 US$40-45bn 下緣，AWS 資本支出佔總資本支出 90%(其於為物流基礎設施)，我們預期 2027 資本支出 US$300-330bn，故市場共識將再上修約 11%，對 FCF 而言為龐大負擔。

投資建議

我們維持 Amazon「增加持股」建議並調升目標價 340 美元，係以 2027 年 GAAP 每股盈餘 32 倍換算。短期 Muse 雜音/回檔將創造長線布局良機。

投資風險

市場競爭；反壟斷議題；企業 IT 支出或消費動能趨緩。

主要財務數據及估值

	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US$百萬)	637,959	716,924	828,700	950,680	1,086,609
營業毛利 (US$百萬)	312,509	361,287	427,872	508,892	598,708
營業利益 (US$百萬)	68,593	79,975	110,410	143,271	184,591
EBITDA (US$百萬)	121,388	145,731	198,871	255,026	324,839
稅後淨利 (US$百萬)	59,248	77,670	141,483	117,161	150,055
每股盈餘 (US$)	5.53	7.17	12.96	10.64	13.53
營業收入成長率 (%)	11.0	12.4	15.6	14.7	14.3
每股盈餘成長率 (%)	90.6	29.7	80.8	(17.9)	27.2
毛利率 (%)	49.0	50.4	51.6	53.5	55.1
營業利益率 (%)	10.8	11.2	13.3	15.1	17.0
EBITDA margin (%)	19.0	20.3	24.0	26.8	29.9
淨負債比率 (%)	10.4	7.3	14.5	17.7	12.1
股東權益報酬率 (%)	20.7	18.9	23.6	15.9	16.5

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

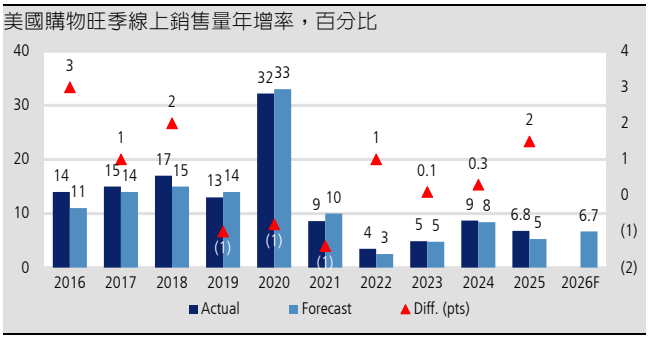
圖 1: 公司主要營運數據 – 市場共識及 2 個月修正方向

	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue												
Online ccYoY	8	8	9	15	5	8	8	7	8	9	8	8
3P ccYoY	11	10	12	16	8	10	10	9	10	11	10	9
Ad ccYoY	22	22	22	26	18	15	18	16	21	16	14	11
AWS ccYoY	20	24	28	37	38	39	40	36	20	36	32	30
Total ccYoY	13	14	17	20	12	14	15	14	12	16	15	14
RPO (US$bn)	200	244	364	496	543	591	685	784	244	550	793	1052
OPM												
NA	5	9	8	8	7	9	8	9	7	8	9	9
Intl	3	2	4	4	4	3	5	5	3	4	5	7
AWS	35	35	38	39	37	37	38	38	35	38	38	39
Overall	10	12	13	14	13	13	15	15	11	13	15	17
Shipping cost	25,384	31,492	25,709	27,873	27,876	34,581	28,169	30,403	102,741	115,683	125,755	135,700
Capex	35,095	39,522	44,203	54,208	57,906	65,926	63,520	69,353	131,819	222,758	283,463	307,021
D&A	16,796	19,471	18,945	19,988	22,044	24,722	24,493	25,765	65,756	85,181	113,577	145,776
Total revenue	180,169	213,386	181,519	200,606	202,271	244,438	208,214	228,742	716,924	828,700	950,680	1,086,609
Shipping cost/Revenue	14	15	14	14	14	14	14	13	14	14	13	12
Capex/Revenue	19	19	24	27	29	27	31	30	18	27	30	28
D&A/Revenue	9	9	10	10	11	10	12	11	9	10	12	13
EPS	1.95	1.95	2.78	5.75	1.97	2.46	2.32	2.58	7.17	12.96	10.64	13.53
FCF margin	1	7	(9)	(4)	(1)	2	(12)	(5)	2	(3)	(3)	2
Revision (2 months ago)												
Online ccYoY					(2)	0	0	(1)		(0)	0	(0)
3P ccYoY					(2)	(1)	0	0		(0)	0	(0)
Ad ccYoY					(0)	(4)	2	(0)		(1)	(1)	(2)
AWS ccYoY					6	6	7	4		4	3	4
Total ccYoY					(1)	1	2	1		1	1	1
RPO					23	25	33	47		14	31	45
NA					(1)	(1)	(0)	(0)		(0)	(1)	(1)
Intl					0	(0)	0	(1)		(0)	(0)	(0)
AWS					2	2	1	4		2	3	3
Overall					0	0	0	1		1	1	1
Shipping cost					(1)	(0)	(0)	3		2	2	2
Capex					10	14	24	26		9	18	18
D&A					1	2	2	2		(1)	3	8
Shipping cost/Revenue					(0)	(0)	(0)	0		0	0	0
Capex/Revenue					3	3	6	6		2	5	4
D&A/Revenue					0	0	0	0		(0)	0	1
EPS					1	1	1	9		42	4	6
FCF margin					3	(2)	(8)	(7)		(1)	(3)	(3)

資料來源：Visible Alpha；凱基

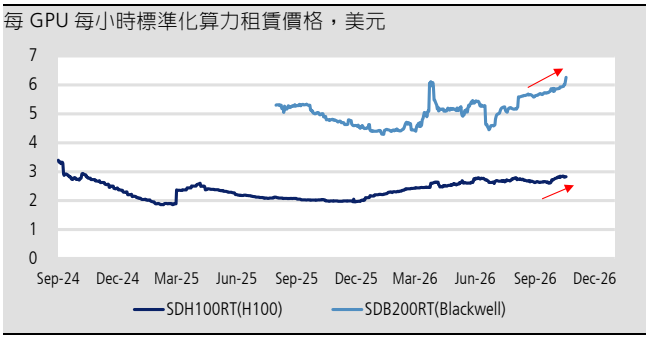
備註：綠底為凱基關注財報會議變化焦點

圖 2: 2026 購物旺季線上銷售年增 6.7%與 2025 大致持平



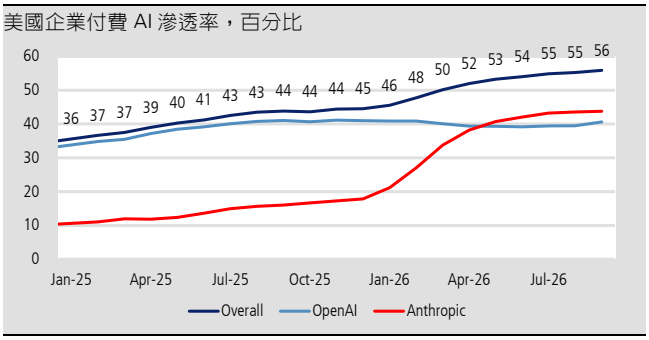
資料來源：Adobe；凱基

圖 3: 算力價格回穩/上升尤其在 Blackwell 系列更為明顯



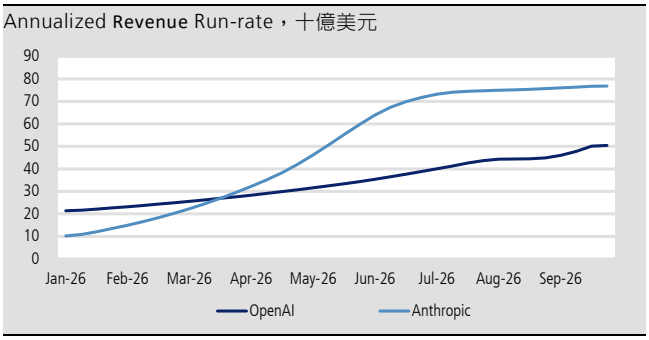
資料來源：Siliscon Data；凱基

圖 4: OpenAI 企業付費滲透率在 3Q26 攀升



資料來源：Ramp；凱基

圖 5: OpenAI ARR 軌跡在 3Q26 逐漸陡峭



資料來源：TickerTrends；凱基

圖 6: CSP 資料中心容量及新增量估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity (GW)	AMZN	9	13	18	26	34
	GOOGL	4	6	11	19	29
	MSFT	5	8	12	16	21
	META	2	4	7	11	15
Additions (GW)	AMZN		4	6	8	8
	GOOGL		2	5	8	10
	MSFT		3	4	5	5
	META		1	3	4	4
Top 4 CSP total adds (GW)			11	17	24	27

資料來源：凱基

圖 7: CSP 資料中心建置方案比例估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
AMZN	NVDA	85	75	60	50	40
	ASIC	15	25	40	50	60
	AMD	0	0	0	0	0
GOOGL	NVDA	80	76	64	35	25
	ASIC	20	24	36	65	75
	AMD	0	0	0	0	0
MSFT	NVDA	95	96	92	83	78
	ASIC	0	1	4	10	12
	AMD	5	3	4	7	10
META	NVDA	96	94	95	89	84
	ASIC	3	4	2	4	6
	AMD	1	2	3	7	10

資料來源：凱基

圖 8: Amazon 台股供應鏈

公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	295	20-25	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	3,100		資料中心交換器
鴻海	2317 TT	增加持股	330	<10	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	65	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	500	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	7,625	<10	銅箔基板
信邦	3023 TT	增加持股	398	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	6,180	40-50	設計服務
神達	3706 TT	–	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	3,000	45-50	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	持有	950	40-50	伺服器機殼
川湖	2059 TT	增加持股	15,000	<10	滑軌

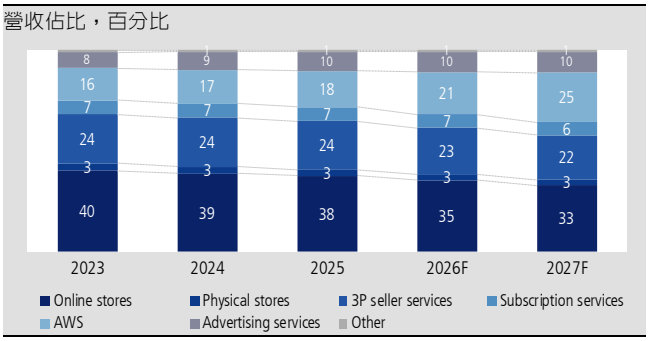
資料來源：凱基

圖 9: 公司概況

Amazon 成立於 1994 年總部位於西雅圖，為全球領先的電商與雲端平台公司，業務橫跨電子商務、第三方賣家服務、AWS、數位廣告、Prime 訂閱、物流配送、數位內容與智慧裝置，旗下品牌包括 Amazon.com、Prime Video、Whole Foods Market、Echo、Ring 與 Twitch 等，2025 年營收組成為線上商城(38%)、實體商店(3%)、第三方賣家服務(24%)、會員費收入(7%)、AWS(18%)、廣告服務(10%)、其他(1%)。

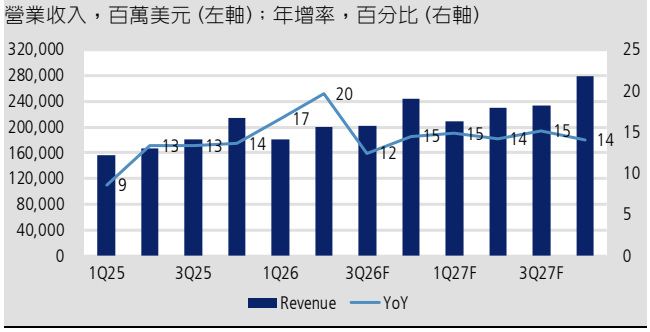
資料來源：公司資料；凱基

圖 10: 各類產品營收佔比



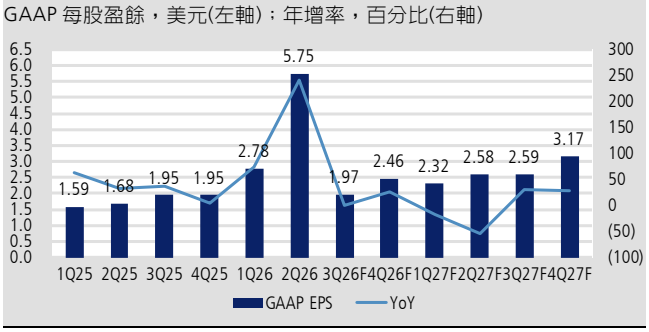
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 11: 季營收與年增率



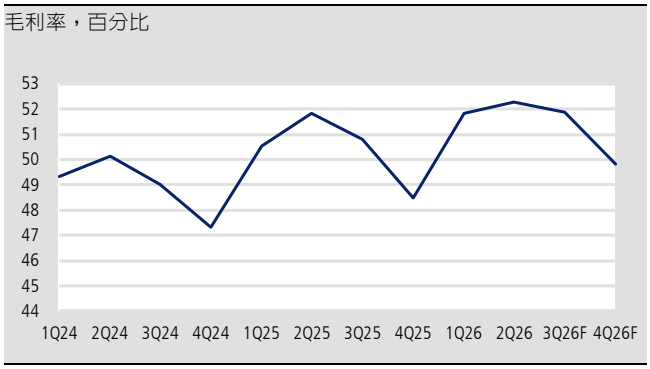
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 12: 每股盈餘與年增率



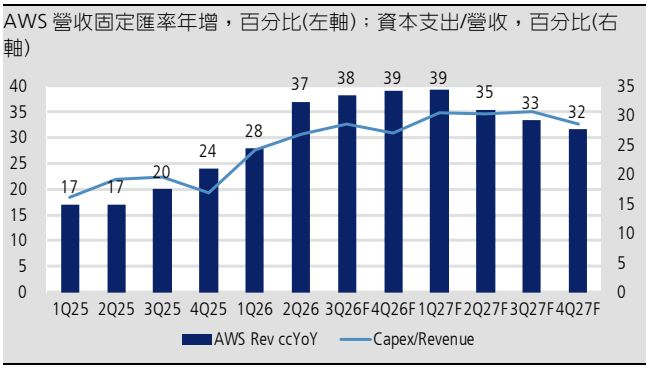
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 13: 毛利率



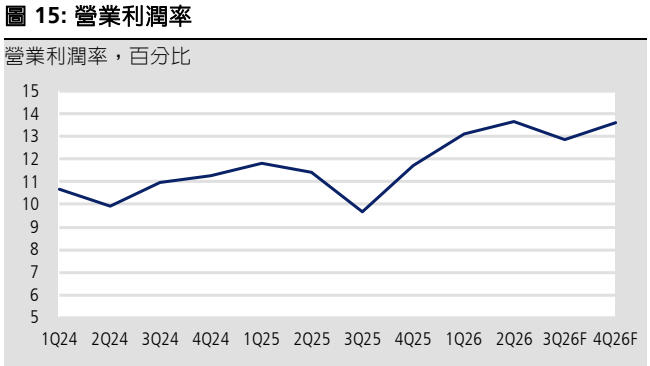
資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 14: AWS 營收固定匯率年增與資本密集度



資料來源：Visible Alpha；凱基

圖 15: 營業利潤率



資料來源：Visible Alpha；凱基

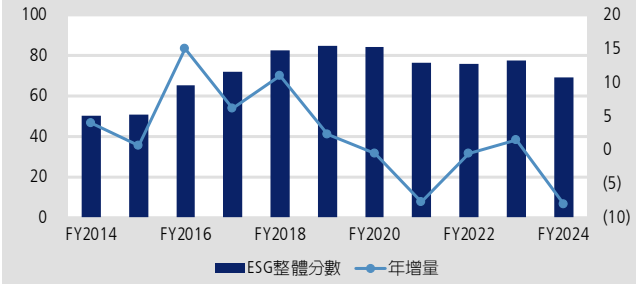
圖 16: 未來 12 個月預估 PE



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 17：ESG 整體分數

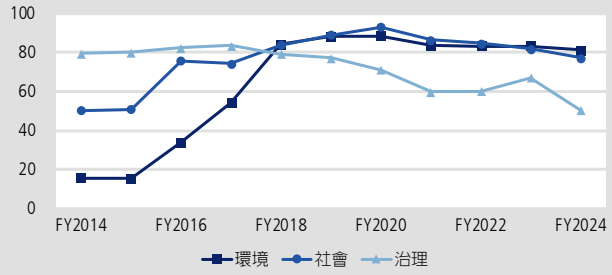
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：ESG 各項分數

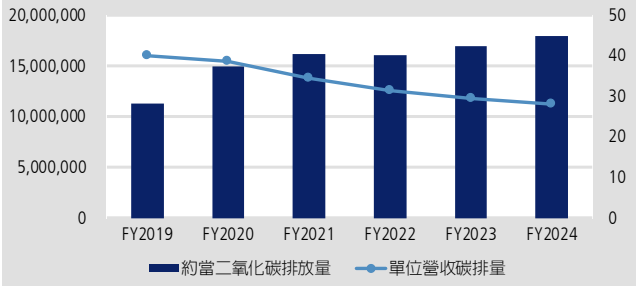
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：碳排量

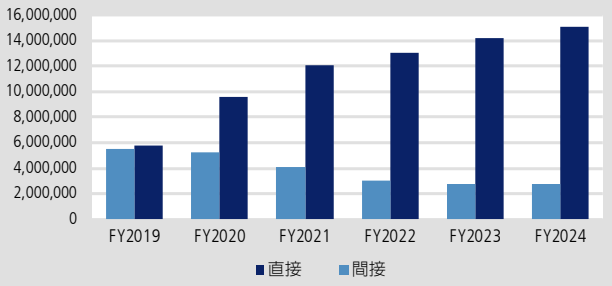
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：碳排量

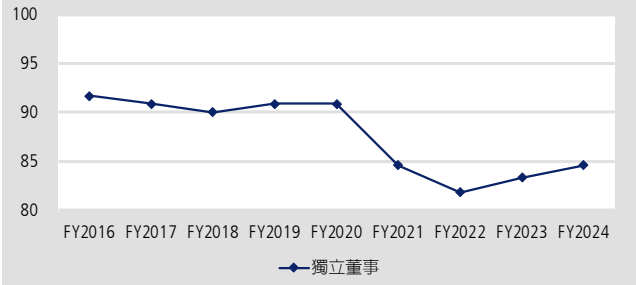
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：獨立董事

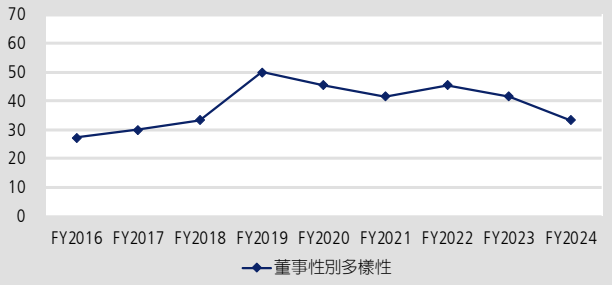
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：董事性別多樣性

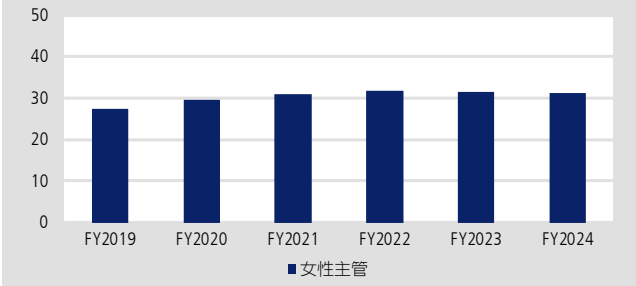
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：性別多樣性

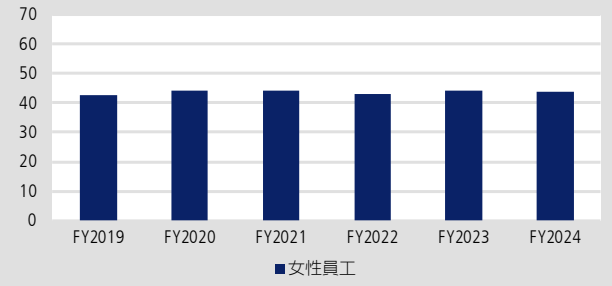
女性主管比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：性別多樣性

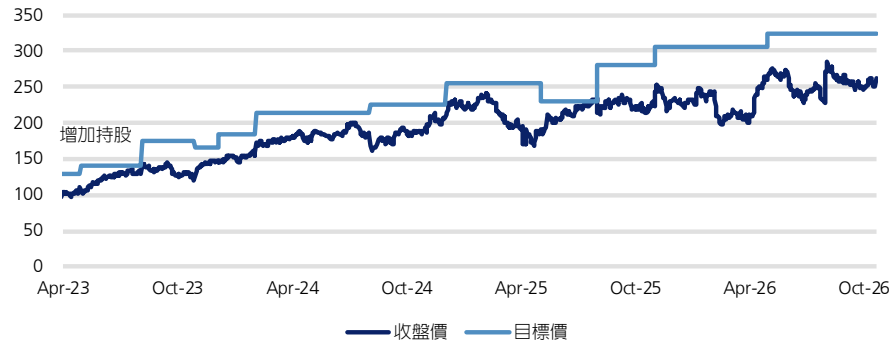
女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 =（離開之員工/平均員工人數）*100 - 平均員工人數 =（本年末員工人數 + 去年末員工人數）/2 - 本財年末員工數 =上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公衆健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

Amazon – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2023-01-10	增加持股	130	87
2023-04-28	增加持股	140	110
2023-08-04	增加持股	175	129
2023-10-27	增加持股	165	120
2023-12-04	增加持股	185	147
2024-02-02	增加持股	215	159
2024-08-02	增加持股	225	184
2024-12-02	增加持股	255	208
2025-05-02	增加持股	230	190
2025-08-01	增加持股	280	234
2025-10-31	增加持股	305	223
2026-04-30	增加持股	325	263

資料來源：Bloomberg，凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 · 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。

*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就幷公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行幷不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，幷不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。