

Amazon

(AMZN.O/AMZN US)



增加持股 · 維持

收盤價 July 16 (US\$)	250
3 個月目標價 (US\$)	269
12 個月目標價 (US\$)	325.0
前次目標價 (US\$)	325
維持	0.0
上漲空間 (%)	30.1

焦點內容

1. Prime Day 線上銷售略優於預期。
2. Anthropic/OpenAI 算力需求挹注 2026-27 AWS 持續加速成長。
3. 同時支應 AI Labs/Enterprise 在資本支出為龐大負擔。

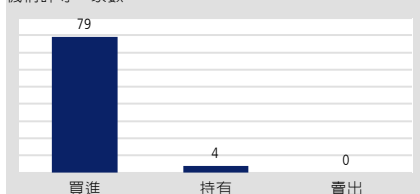
交易資料表

市值: (US\$bn)	2,688.1
流通在外股數 (百萬股):	10,757
機構持有比例 (%):	75.8
3M 平均成交量 (百萬股):	49.3
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	196.0-278.6

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(0.3)	4.5	11.6
相對表現 (%)	(6.0)	(4.1)	(8.0)

市場綜合評等

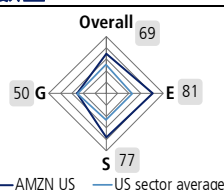
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	230	315	370
潛在報酬 (%)	(8.0)	26.2	48.1

資料來源: Bloomberg

ESG 分數圖



資料來源: Refinitiv、凱基

2Q26 財報前瞻：龐大資本支出為 AWS 持續加速成長的代價

重要訊息

Amazon 預計於香港時間 7/31 凌晨公布 2Q26 財報。

評論及分析

Prime Day 線上銷售略優於預期。根據 Adobe Digital insights 數據顯示美國 AMZN Prime Day(6/23-26)線上銷售額達 264 億美元略優於該機構先前預估的 263 億美元，係由於商品平均折扣幅度仍具吸引力，例如電子產品、服飾、玩具等折扣幅度高於 2025。考量 12M25/1M26 裁員 1.4/1.6 萬人精簡中高階管理層，並加強自動化布局，4M26 起徵收 3.5% 燃油及物流附加費，我們認為 2Q26 營收及 OPI 應能達公司財測指引上緣。

Anthropic/OpenAI 算力需求挹注 2026-27 AWS 持續加速成長。根據：(1)AI monetization tracker 估算 Anthropic/OpenAI 2Q26 季底年化 ARR 達 US\$69/42bn 較 1Q26 季底 29/25bn 季增 180/70%，AWS 為 Anthropic 主要算力供應商之一(佔比預估 60%)；(2)GPT-5.6 獲得正向回饋並已在 Bedrock 上架，OpenAI 與 AWS 合作逐漸緊密(US\$100bn 算力合約包含至少 2GW Trn 方案)；(3)標準化算力價格回穩/上升尤其在 Blackwell 系列更為明顯，EC2 部分服務於 7/1 調漲 20%；(4)管理層股東信指出 AWS 自研晶片 Run-rate 已達 US\$20bn，若直接外售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 2026/27 向 35/40% 靠攏。

同時支應 AI Labs/Enterprise 在資本支出為龐大負擔。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 Trn 每 GW 建置成本 US\$20-25bn 較 NVIDIA H200-Vera Rubin 方案 US\$35-50bn 低，AWS 每 GW 平均建置成本約 US\$35-40bn 下緣(vs. GOOGL 為上緣)，AWS 資本支出佔總資本支出 90%(vs. GenAI 熱潮前零售物流佔 60%+)，我們預期 2026/27 資本支出 US\$200-220bn/US\$250-300bn，故市場共識將再上修 4/18%，對 FCF 而言為龐大負擔。

投資建議

我們維持 Amazon「增加持股」建議及目標價 325 美元，係以 2027 年 GAAP 每股盈餘 32 倍換算。具備良好 Agentic AI 產業地位，惟 2027 龐大的資本支出對 FCF 是巨大考驗。

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-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	574,785	637,959	716,924	824,285	934,003
營業毛利 (US\$百萬)	270,046	312,509	361,287	424,636	496,648
營業利益 (US\$百萬)	36,852	68,593	79,975	104,763	134,319
EBITDA (US\$百萬)	82,762	121,388	145,731	192,659	243,337
稅後淨利 (US\$百萬)	30,425	59,248	77,670	97,523	112,541
每股盈餘 (US\$)	2.90	5.53	7.17	8.94	10.22
營業收入成長率 (%)	11.8	11.0	12.4	15.0	13.3
每股盈餘成長率 (%)	(1,182.1)	90.6	29.7	24.6	14.3
毛利率 (%)	47.0	49.0	50.4	51.5	53.2
營業利益率 (%)	6.4	10.8	11.2	12.7	14.4
EBITDA margin (%)	14.4	19.0	20.3	23.4	26.1
淨負債比率 (%)	24.2	10.4	7.3	11.0	7.8
股東權益報酬率 (%)	15.1	20.7	18.9	18.3	16.8

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

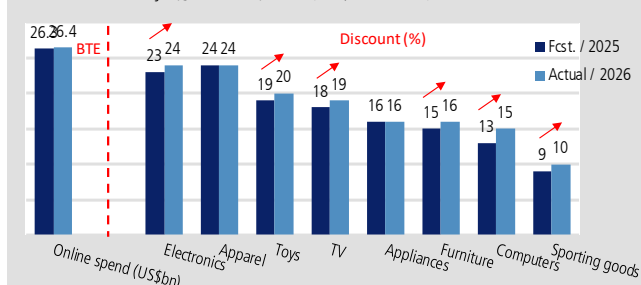
	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue												
Online ccYoY	10	8	8	9	13	7	8	8	8	9	8	8
3P ccYoY	10	11	10	12	15	10	11	10	10	11	9	9
Ad ccYoY	22	22	22	22	23	18	20	16	21	17	15	13
AWS ccYoY	17	20	24	28	32	33	33	33	20	32	29	26
Total ccYoY	13	13	14	17	17	13	14	13	12	15	13	13
RPO (US\$bn)	195	200	244	364	417	442	471	516	244	481	609	735
OPM												
NA	8	5	9	8	8	7	10	9	7	8	9	10
Intl	4	3	2	4	4	4	4	5	3	4	5	7
AWS	33	35	35	38	34	35	35	37	35	35	35	36
Overall	11	10	12	13	12	12	13	15	11	13	14	16
Shipping cost	23,370	25,384	31,492	25,709	27,156	28,312	34,595	28,213	102,741	113,950	123,034	132,355
Capex	32,183	35,095	39,522	44,203	48,759	51,785	56,876	50,332	131,819	201,852	232,744	249,552
D&A	15,227	16,796	19,471	18,945	20,791	21,906	24,208	23,998	65,756	86,169	109,475	133,819
Total revenue	167,702	180,169	213,386	181,519	196,463	203,901	242,579	205,079	716,924	824,285	934,003	1,058,001
Shipping cost/Revenue	14	14	15	14	14	14	14	14	14	14	13	13
Capex/Revenue	19	19	19	24	25	25	23	25	18	24	25	24
D&A/Revenue	9	9	9	10	11	11	10	12	9	10	12	13
EPS	1.68	1.95	1.95	2.78	1.84	1.95	2.44	2.28	7.17	8.94	10.22	12.77
FCF margin	1	1	7	(9)	2	(4)	4	(4)	2	(1)	1	5
Revision (2 months ago)												
Online ccYoY					(0)	0	0	0		0	0	0
3P ccYoY					(0)	0	0	(0)		0	0	0
Ad ccYoY					0	(0)	1	(0)		(1)	(1)	(1)
AWS ccYoY					0	1	1	2		1	1	1
Total ccYoY					0	(0)	0	0		(0)	0	0
RPO					2	1	(0)	(2)		(0)	(4)	(3)
NA					0	0	0	0		0	0	0
Intl					(0)	(0)	0	(0)		(0)	(0)	(0)
AWS					0	(0)	(0)	(0)		(0)	(0)	(0)
Overall					0	0	0	(0)		0	(0)	(0)
Shipping cost					(0)	(1)	(1)	0		(0)	(1)	(1)
Capex					1	0	(1)	(2)		0	1	2
D&A					1	1	1	2		0	2	4
Shipping cost/Revenue					(0)	(0)	(0)	0		(0)	(0)	(0)
Capex/Revenue					0	0	(0)	(0)		0	0	0
D&A/Revenue					0	0	0	0		0	0	1
EPS					(0)	(1)	1	(0)		(0)	(0)	(0)
FCF margin					(0)	(0)	0	(1)		(0)	(1)	(1)

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: AMZN Prime Day 線上銷售微幅優於預期

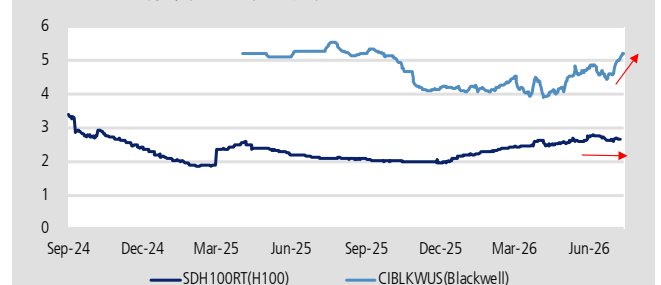
AMZN Prime Day 銷售量 & 商品折扣幅度，十億美元 & 百分比



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

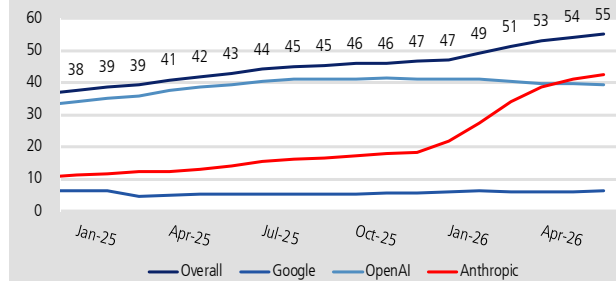
每 GPU 每小時標準化算力租賃價格，美元



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4: Anthropic 在企業付費滲透率急遽攀升

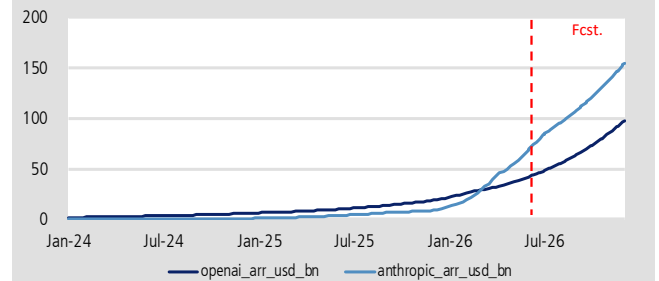
美國企業付費 AI 滲透率，百分比



資料來源：Ramp；凱基

圖 5: Anthropic/OpenAI ARR 軌跡逐漸陡峭

ARR Run-rate，十億美元



資料來源：https://ai.castoramoney.com/；凱基

圖 6: CSP 資料中心建置容量估算

		2024	2025	2026F	2027F	2028F
Capacity (GW)	AMZN	9	13	18	26	34
	GOOGL	4	6	11	18	26
	MSFT	5	8	12	16	21
	META	2	4	8	14	21
Additions (GW)	AMZN		4	6	8	8
	GOOGL		2	5	7	8
	MSFT		3	4	5	5
	META		1	4	6	7

資料來源：凱基

圖 7: 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	275	20-25	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,850		資料中心交換器
鴻海	2317 TT	增加持股	315	<10	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	55	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	430	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	6,860	<10	銅箔基板
信邦	3023 TT	增加持股	396	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	6,185	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	6,475	45-50	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	1,905	40-50	伺服器機殼
川湖	2059 TT	增加持股	8,850	<10	滑軌

資料來源：凱基

圖 8: 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 9: 各類產品營收佔比

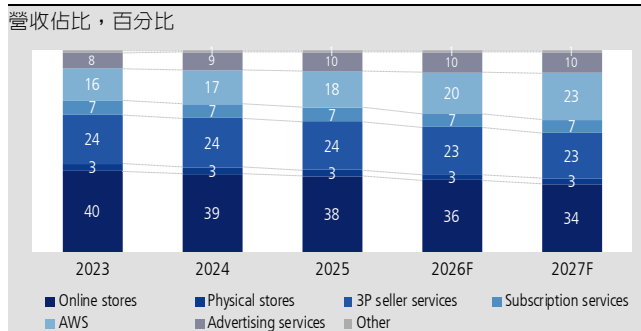


圖 10: 季營收與年增率

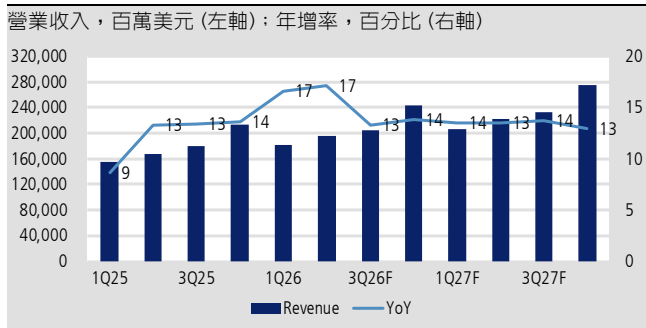


圖 11: 每股盈餘與年增率

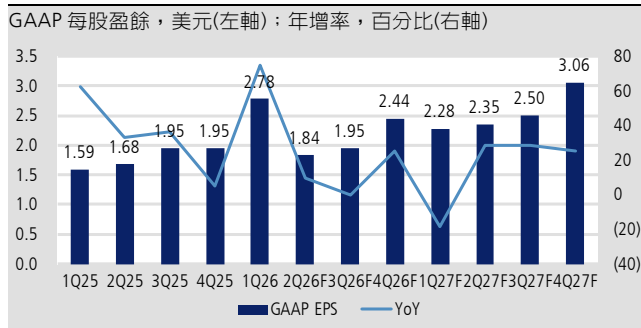


圖 12: 毛利率

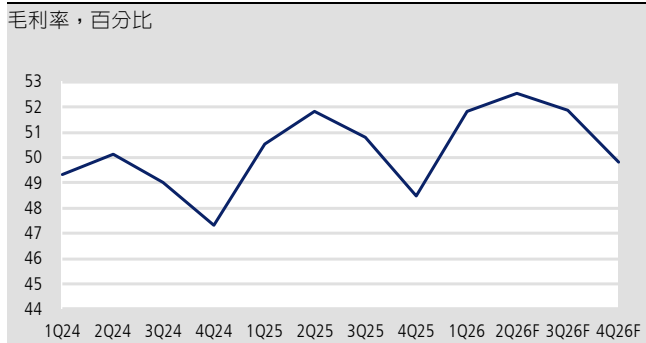


圖 13: AWS 營收固定匯率年增與資本密集度

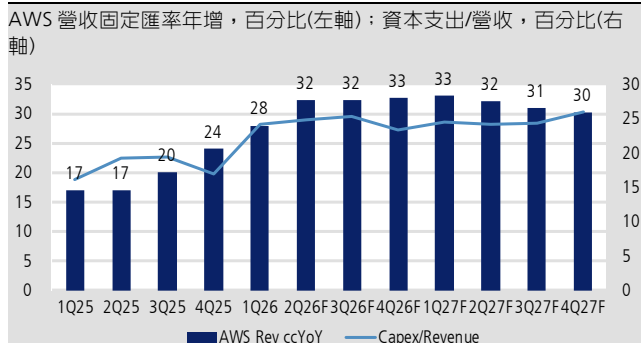


圖 14: 營業利潤率

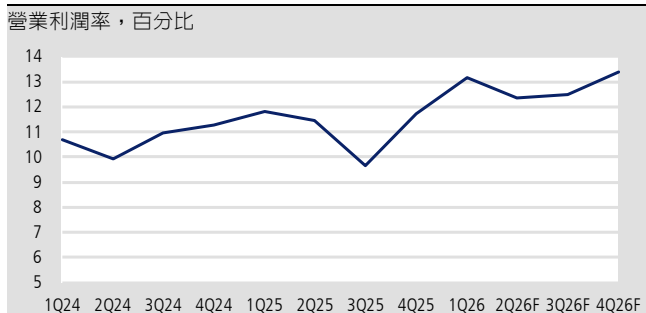
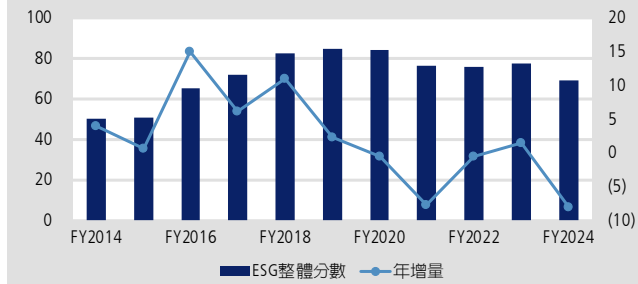


圖 15: 未來 12 個月預估 PE



圖 16：ESG 整體分數

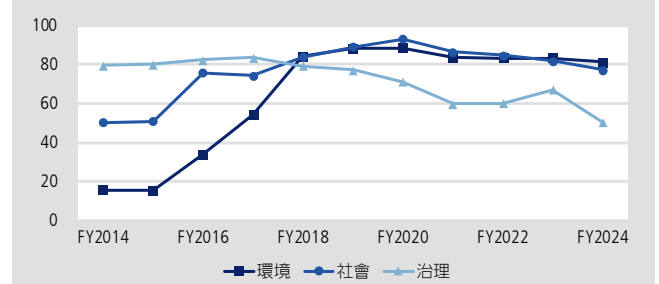
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：ESG 各項分數

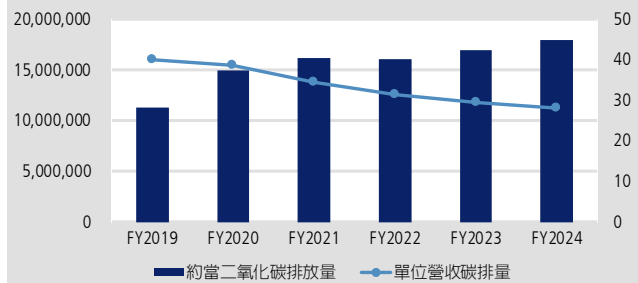
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排量

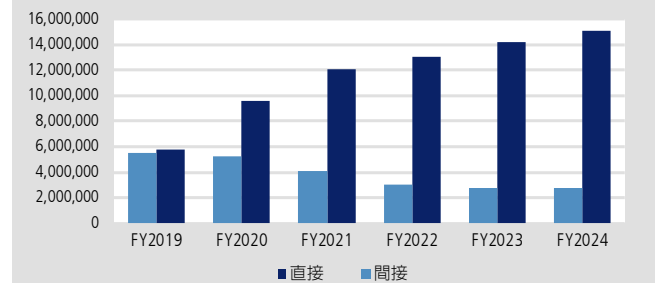
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：碳排量

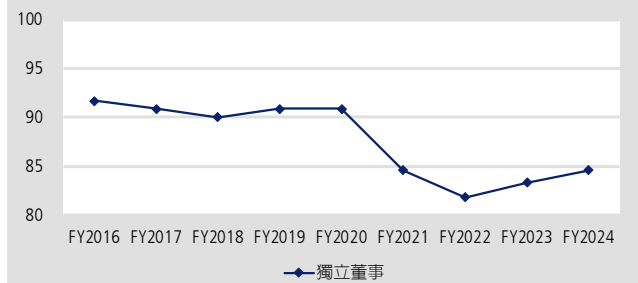
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：獨立董事

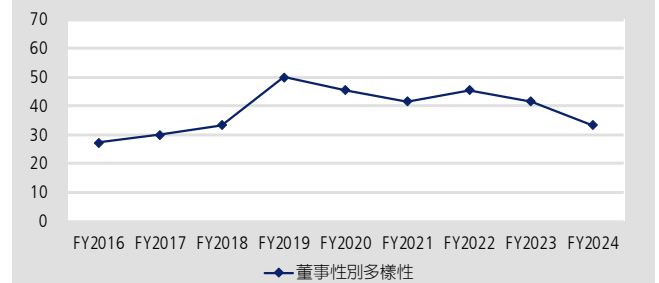
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：董事性別多樣性

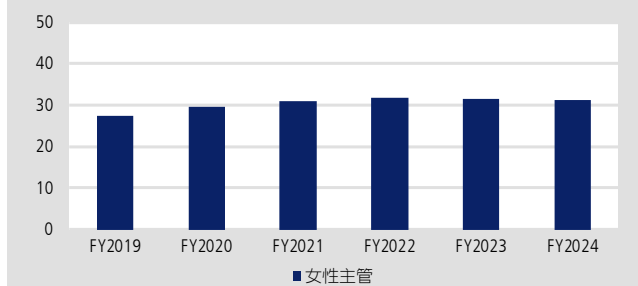
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：性別多樣性

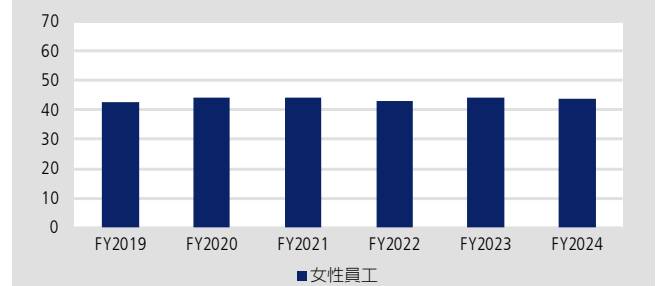
女性主管比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：性別多樣性

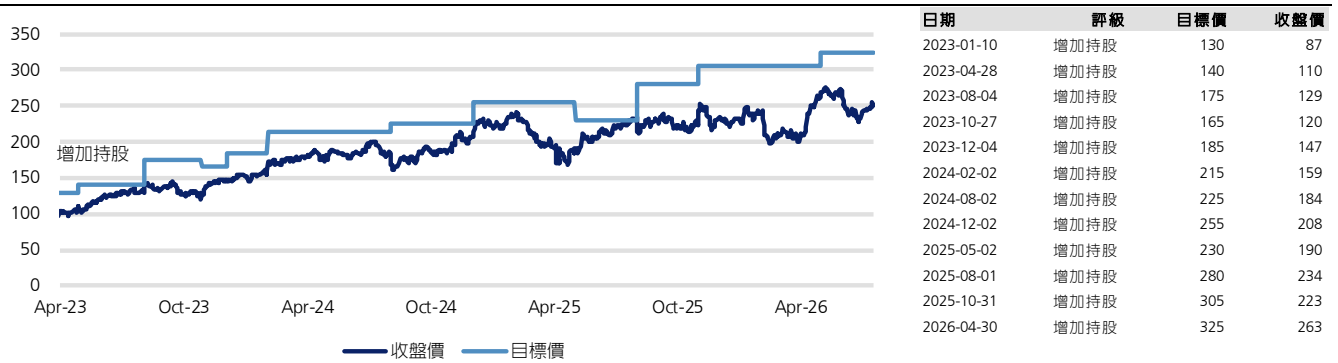
女性員工比例，百分比



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、保護公眾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具生態效率的解決方案

Amazon – 以往評級及目標價



資料來源：Bloomberg，凱基

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。

免責聲明

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其公正性、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，本行并不另行通知。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，並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。