

# Amazon (AMZN.O/AMZN US)

## 1Q26 財報前瞻：OpenAI 簽約狂潮 & TPU 敘事或將發生在 Anthropic & Trn

### 增加持股・維持

收盤價 April 17 (US\$)	250
3 個月目標價 (US\$)	264
12 個月目標價 (US\$)	305.0
前次目標價 (US\$)	305
維持	0.0
上漲空間 (%)	22.1

### 焦點內容

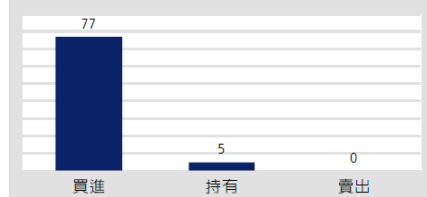
- Anthropic 算力緊缺 + 自研晶片外售 = 2027 AWS 持續加速成長契機。
- 既有算力規劃應已反映在資本支出市場共識。
- Prime Day 提前 + 裁員 + 附加費 = 油價成本提高衝擊 2026 相對可控。

### 交易資料表

市值：(US\$bn)	2,684.6		
流通在外股數 (百萬股)：	10,751		
機構持有比例 (%)：	67.9		
3M 平均成交量 (百萬股)：	51.4		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	165.3-258.6		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	4.4	17.2	44.7
相對表現 (%)	3.0	11.5	11.4

### 市場綜合評等

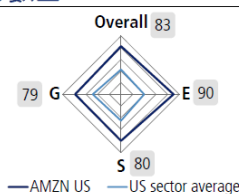
機構評等，家數



<b>12M 機構目標價</b>	<b>最低</b>	<b>平均</b>	<b>最高</b>
目標價 (美元)	175	283	360
潛在報酬 (%)	(29.9)	13.4	44.2

資料來源：Bloomberg

### ESG 分數圖



資料來源：Refinitiv、凱基

### 重要訊息

Amazon 預計於香港時間 4/30 凌晨公布 1Q26 財報，2027 AWS 是否持續加速成長、2026 電商 OPM 及 2026-27 資本支出將是財報會議觀察焦點。

### 評論及分析

**Anthropic 算力緊缺 + 自研晶片外售 = 2027 AWS 持續加速成長契機。**我們先前看好 Anthropic 的 Project Rainier 為 AWS 營收成長加速至 25%+ 動能已大致反映在市場共識(1Q26/2026 市場共識年增 27/27%)，展望 2027 AWS 營收持續加速成長(vs. 市場共識 24%)契機在於：(1)Anthropic 算力緊缺導致服務中斷頻率上升、模型表現降智(推理深度、Read/Edit 比例降低等)、參數規模更大的 Mythos 模型無法大範圍推出，我們估算目前 Anthropic 已簽約算力約 10-15GW 下緣(vs. OpenAI 30-35GW)，考量該司營收 Run-rate 較預期更快靠近 OpenAI，未來需要更加積極預定 2H27-2030 中長期算力需求。(2)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，我們期待財報會議揭露更多細節。

**既有算力規劃應已反映在資本支出市場共識。**AWS 4Q25/2025 新增算力 1.2/3.9GW，預計 2027 年底算力容量翻倍，我們估算 2026-27 算力建置約 12-14GW，考量 AWS 資本支出佔整體資本支出於 2025-27 約落在 70/75/80% 或更高，目前市場共識 2026/27 資本支出 US\$199/216bn 應已反映建置成本(2026+2027=3-3.5x 2025)。

**Prime Day 提前 + 裁員 + 附加費 = 油價成本提高衝擊 2026 相對可控。**雖近期美伊戰爭油價大漲將對 AMZN 物流成本造成衝擊，我們觀察該司應對措施包含：(1)Prime day 自 7 月中提前至 6 月底；(2)暨 12M25 裁員 1.4 萬人後 1M26 再裁員 1.6 萬人，精簡中高階管理層，並加強自動化布局；(3)2026/4/17 起徵收 3.5% 燃油及物流附加費。回顧 2022 烏俄戰爭拖累 OPM 主因 2020-21 倉儲物流過度投資導致營運不效率。

### 投資建議

我們維持 Amazon 「增加持股」建議及目標價 305 美元，係以 2027 年 GAAP 每股盈餘 32 倍換算。正向看待 1Q26 財報會議具備催化劑。

### 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	806,193	901,809
營業毛利 (US\$百萬)	270,046	312,509	361,287	414,172	476,298
營業利益 (US\$百萬)	36,852	68,593	79,975	99,617	124,226
EBITDA (US\$百萬)	82,762	121,388	145,731	187,577	231,598
稅後淨利 (US\$百萬)	30,425	59,248	77,670	84,658	104,834
每股盈餘 (US\$)	2.90	5.53	7.17	7.74	9.49
營業收入成長率 (%)	11.8	11.0	12.4	12.5	11.9
每股盈餘成長率 (%)	(1,182.1)	90.6	29.7	8.0	22.6
毛利率 (%)	47.0	49.0	50.4	51.4	52.8
營業利益率 (%)	6.4	10.8	11.2	12.4	13.8
EBITDA margin (%)	14.4	19.0	20.3	23.3	25.7
淨負債比率 (%)	24.2	10.4	7.3	7.9	2.7
股東權益報酬率 (%)	15.1	20.7	18.9	16.4	16.3

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

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Revenue</b>												
Online ccYoY	6	10	8	8	8	7	7	7	8	7	7	7
3P ccYoY	7	10	11	10	9	10	9	9	10	9	9	9
Ad ccYoY	19	22	22	22	19	18	17	17	21	16	16	14
AWS ccYoY	17	17	20	24	27	27	27	26	20	27	24	22
Total ccYoY	9	13	13	14	14	12	12	12	12	12	12	12
RPO (US\$bn)	189	195	200	244	281	303	326	365	244	346	419	485
<b>OPM</b>												
NA	6	8	5	9	7	8	7	10	7	8	9	10
Intl	3	4	3	2	3	4	5	4	3	4	5	7
AWS	39	33	35	35	36	33	35	35	35	35	34	35
Overall	12	11	10	12	12	12	12	13	11	12	14	15
<b>Costs</b>												
Shipping cost	22,495	23,370	25,384	31,492	24,710	25,736	27,625	33,797	102,741	112,468	121,065	132,014
Capex	25,019	32,183	35,095	39,522	42,161	47,620	51,545	57,637	131,819	199,086	215,990	227,442
D&A	14,262	15,227	16,796	19,471	19,556	20,618	21,929	24,185	65,756	86,820	108,075	127,305
Total revenue	155,667	167,702	180,169	213,386	177,264	188,699	201,798	238,477	716,924	806,193	901,809	1,008,333
Shipping cost/Revenue	14	14	14	15	14	14	14	14	14	14	13	13
Capex/Revenue	16	19	19	19	24	25	26	24	18	25	24	23
D&A/Revenue	9	9	9	9	11	11	11	10	9	11	12	13
<b>Profitability</b>												
EPS	1.59	1.68	1.95	1.95	1.63	1.79	1.93	2.38	7.17	7.74	9.49	11.65
FCF margin	(5)	1	1	7	(8)	(1)	(2)	4	2	(1)	3	7
<b>Revision (2 months ago)</b>												
Online ccYoY					0.0	0.7	(0.3)	0.2		0.1	0.1	(0.0)
3P ccYoY					(0.1)	0.4	(0.3)	0.0		(0.0)	(0.0)	(0.0)
Ad ccYoY					0.0	0.3	(0.4)	(0.1)		0.1	(0.0)	0.0
AWS ccYoY					0.9	1.2	1.4	1.8		1.4	2.1	1.4
Total ccYoY					0.1	0.1	(0.0)	0.1		0.1	0.2	0.3
RPO					7.5	7.2	6.7	6.0		8.0	4.0	0.3
NA					(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.2)		(0.2)	(0.3)	(0.4)
Intl					0.5	(0.4)	(0.2)	(0.0)		(0.0)	0.1	0.1
AWS					0.1	(0.0)	0.0	0.0		0.0	0.1	(0.2)
Overall					0.0	(0.1)	(0.0)	(0.0)		(0.0)	(0.0)	(0.1)
Shipping cost					0.2	0.7	0.2	(0.3)		0.2	0.2	0.3
Capex					0.0	0.1	0.1	0.1		0.1	0.8	1.7
D&A					(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)		(0.2)	(0.1)	(0.1)
Shipping cost/Revenue					0.0	0.1	0.0	(0.1)		0.0	(0.0)	(0.0)
Capex/Revenue					0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.2	0.4
D&A/Revenue					(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)		(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS					0.1	(1.0)	(0.3)	(0.3)		(0.4)	0.0	0.0
FCF margin					0.7	(0.4)	(0.3)	(0.1)		(0.2)	0.1	(0.2)

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: Amazon 台股供應鏈

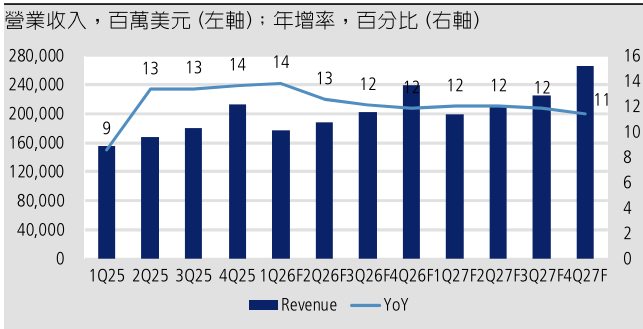
公司	代碼	評等	目標價 (台幣)	營收佔比 (%)	產品/服務
光寶	2301 TT	增加持股	216	20-25	電源供應器
智邦	2345 TT	增加持股	1,850		資料中心交換器
鴻海	2317 TT	增加持股	315	<10	資料中心交換器
英業達	2356 TT	持有	47	<10	伺服器原廠委託設計代工
廣達	2382 TT	增加持股	405	<10	伺服器原廠委託設計代工
台光電	2383 TT	增加持股	2,985	<10	銅箔基板
信邦	3023 TT	增加持股	336	<5	物流
世芯-KY	3661 TT	增加持股	4,590	40-50	設計服務
神達	3706 TT	-	-	<10	伺服器原廠委託設計代工
緯穎	6669 TT	增加持股	6,180	45-50	伺服器原廠委託設計代工
勤誠	8210 TT	增加持股	1,290	40-50	伺服器機殼
川湖	2059 TT	增加持股	5,100	<10	滑軌

資料來源: 凱基

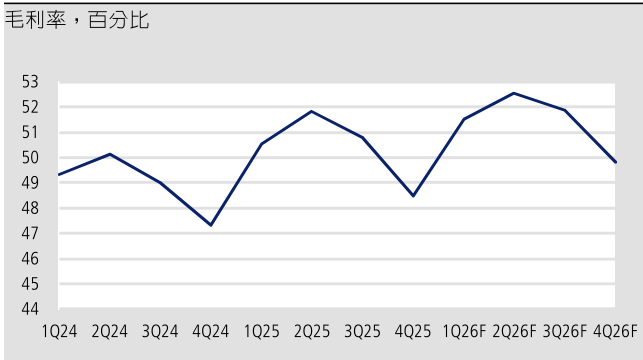
**圖 3: 公司概况**

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%)。

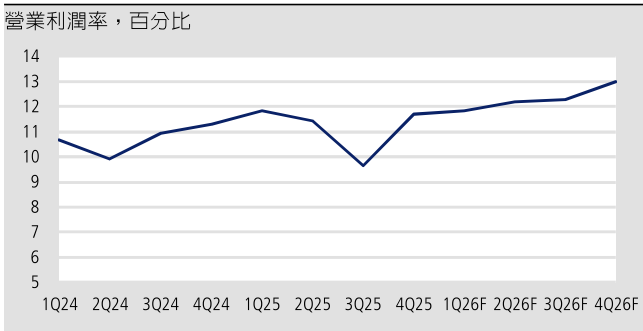
資料來源：公司資料；凱基

**圖 5: 季營收與年增率**


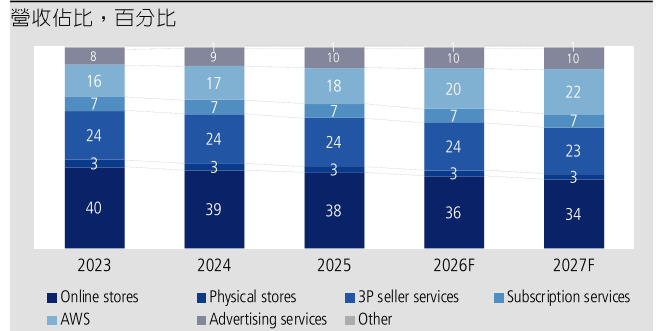
資料來源：Visible Alpha；凱基

**圖 7: 毛利率**


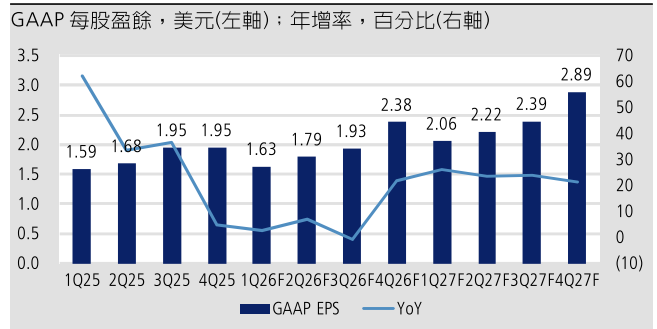
資料來源：Visible Alpha；凱基

**圖 9: 營業利潤率**


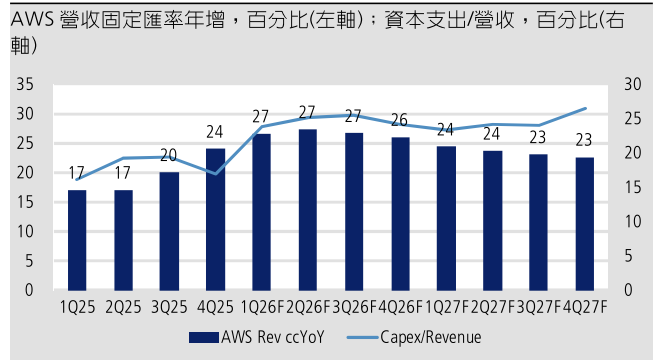
資料來源：Visible Alpha；凱基

**圖 4: 各類產品營收佔比**


資料來源：Visible Alpha；凱基

**圖 6: 每股盈餘與年增率**


資料來源：Visible Alpha；凱基

**圖 8: AWS 營收固定匯率年增與資本密集度**


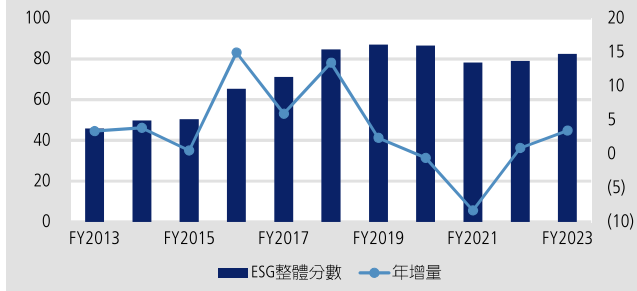
資料來源：Visible Alpha；凱基

**圖 10: 未來 12 個月預估 PE**


資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 11：ESG 整體分數**

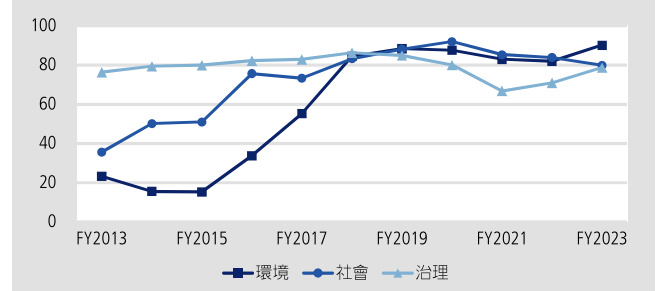
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 12：ESG 各項分數**

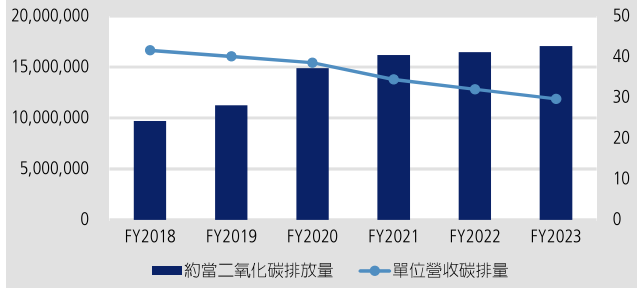
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 13：碳排量**

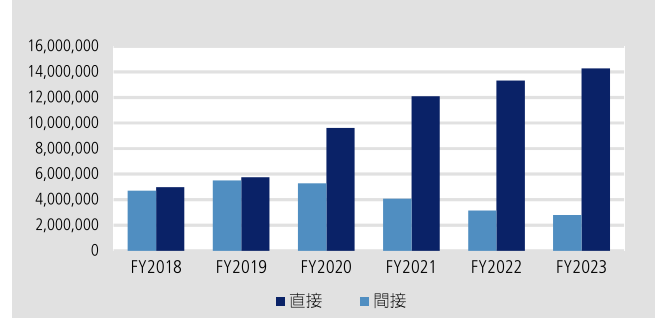
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 14：碳排量**

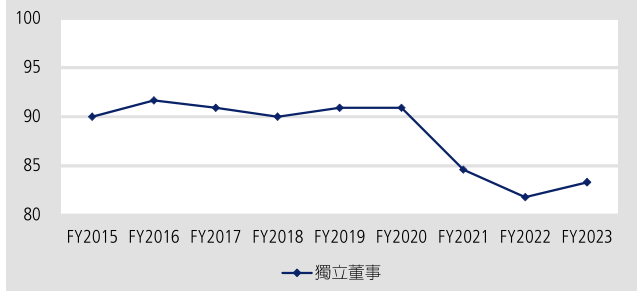
約當二氧化碳排放量，噸



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 15：獨立董事**

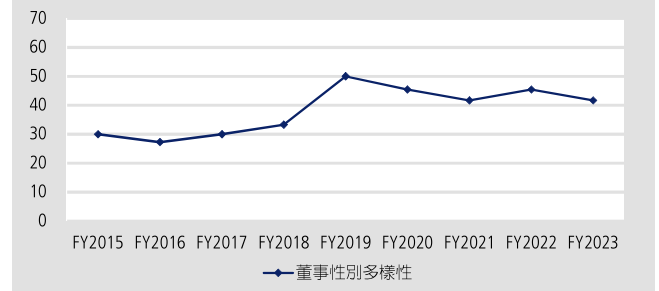
獨立董事占比，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16：董事性別多樣性**

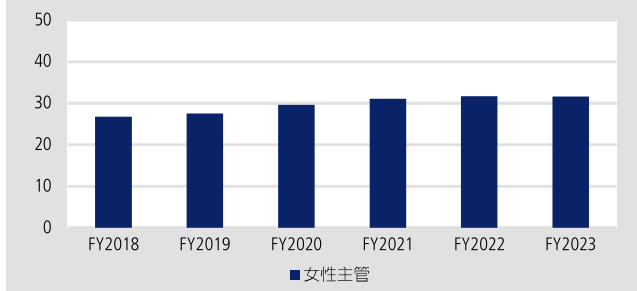
女性董事占董事會比例，百分比 (左軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 17：性別多樣性**

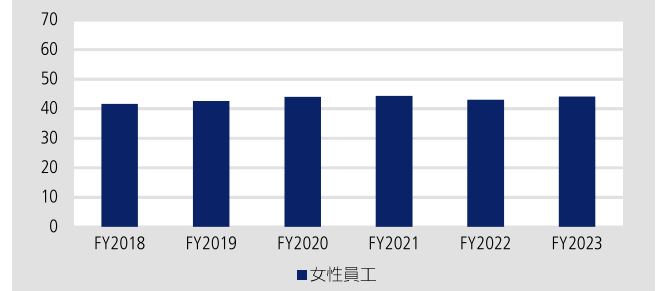
女性主管比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

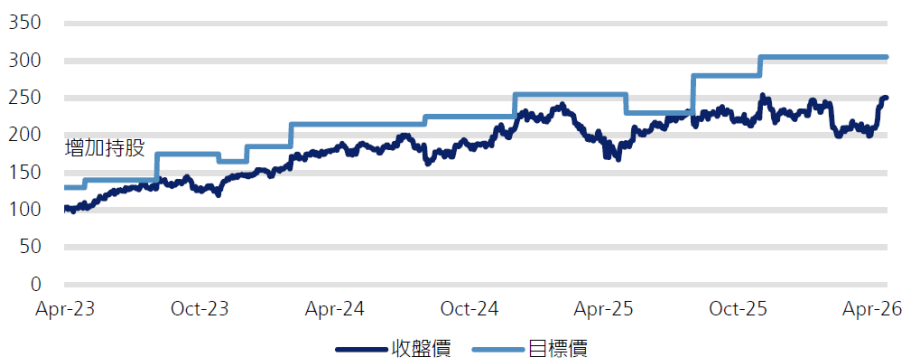
**圖 18：性別多樣性**

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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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**


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

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](http://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，并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。