

亚马逊：AWS 与订单加速兑现，AI 投入进入收入放量期

——行业点评报告

投资要点

- **业绩总览：AWS 增速创近 18 个季度新高，推动收入与营业利润同步超预期。**
26Q2 亚马逊实现总营收 2006 亿美元，同比增长 20%；营业利润 275 亿美元，同比增长 43%，利润增速明显快于收入。分业务看，北美业务收入 1162 亿美元，同比增长 16%，营业利润 91 亿美元；国际业务收入 422 亿美元，同比增长 15%，营业利润 17 亿美元；AWS 收入 422 亿美元，同比增长 36.7%，营业利润 166 亿美元。广告收入约 198 亿美元，同比增长 26%。需要注意的是，本季度净利润还包含约 534 亿美元以 Anthropic 投资为主的非经营性收益，因此相较净利润，营业利润更能反映本季度真实经营表现。
- **AWS 与订单同步加速，AI 基础设施投入已进入集中兑现阶段。**AWS 收入同比增长 36.7%，创近 18 个季度最快增速，较上一季度约 28% 的增速明显提升；单季度环比新增收入超过 46 亿美元，也显著高于历史最高增量。AWS 积压订单达到 4960 亿美元，同比增长超过一倍，较上一季度的 3640 亿美元增加 1320 亿美元。收入和订单同步提升，说明新增算力投产正在转化为实际收入，企业云迁移、生成式 AI 训练与推理需求仍处于快速扩张阶段。本季度 AWS 营业利润 166 亿美元，营业利润率约 39%，较上年同期提升约 6 个百分点。即使剔除能源衍生品重估收益，仍提升约 520 个基点。我们判断，当前新增收入增长、基础设施利用率提升以及自研芯片降本，仍能覆盖折旧、能源和数据中心运营成本上升，AI 投入尚未对 AWS 利润率形成明显拖累。
- **资本开支继续上调，但高投入已获得订单和客户预订支撑。**26Q2 现金资本开支约 531 亿美元，主要投向 AWS、数据中心及生成式 AI 基础设施；公司将 2026 年现金资本开支预期由约 2000 亿美元上调至约 2200 亿美元。尽管投入规模进一步扩大，管理层表示 2026 年新增算力仍不足以满足全部需求，2027 年大部分 AWS 算力已被客户预订，2028 年也已有较多产能获得承诺。亚马逊通常需要在数据中心投产前约两年开始投入，因此当前呈现“现金先流出、收入后确认”的阶段性错配。
- **AI 与自研芯片形成第二增长曲线，自研芯片已形成规模化收入与成本优势，广告和零售利润为投入提供缓冲。**AWS 的 AI 业务年化收入已超过 250 亿美元，自研芯片业务年化收入同样超过 250 亿美元，二者均保持三位数增长；Trainium 已获得 Anthropic、OpenAI 等客户的长期大规模承诺，Graviton 也已覆盖 AWS 前 1000 大 EC2 客户中的 98%。与此同时，广告收入同比增长 26%，北美和国际零售业务均实现利润增长，高利润的 AWS 和广告业务继续提升服务收入占比，为 AI 基础设施投资提供利润支撑。
- **风险提示**
AI 基础设施及自研芯片投入回报不及预期；资本开支持续增长导致自由现金流承压；AWS 增速及积压订单转化不及预期；数据中心、内存及关键算力组件供应受限；零售消费与广告需求受宏观环境影响。

行业评级：看好(维持)

分析师：冯翠婷
执业证书号：S1230525010001
fengcuiting@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《人工智能数据周报（26 年第 30 周）》 2026.07.28
- 2 《持续提示模型、算力租赁与云，Google 上修 CapEx 强化 AI Trade》 2026.07.27
- 3 《重仓股配置比例持续大幅回落，恒科权重股腾讯以及 A 股龙头配置双降》 2026.07.26

正文目录

1.AWS 与订单加速兑现，高资本开支进入收入验证期.....	4
1.1 AWS 与高利润服务驱动利润增速快于收入.....	4
1.2 AWS 与订单：收入和积压订单同步加速，新增算力开始集中兑现.....	5
1.3 AI 与自研芯片：商业化规模开始形成，全栈布局强化成本与供给优势	5
1.4 资本开支与现金流：投入继续前置，订单支撑提高未来回报确定性	5
1.5 零售与广告：零售利润保持增长，高利润服务为 AI 投入提供缓冲	6
2.风险提示	7
2.1 AI 基础设施投入回报不及预期	7
2.2 高资本开支持续压制自由现金流	7
2.3 AWS 增速及积压订单转化不及预期	8
2.4 零售、广告及宏观环境风险	8



图表目录

图 1: 公司营业收入及同比增速.....	4
图 2: 公司营业利润及营业利润率.....	4
图 3: Amazon 三大分部营收.....	4
图 4: 公司 AWS 营业利润与利润率.....	5
图 5: 公司 AWS 积压订单 (Backlog) 及环比变化.....	5
图 6: 公司现金 CapEx 及同比增速.....	6
图 7: 公司季度自由现金流 FCF 及 OCF/现金 CapEx.....	6
图 8: Amazon 北美与国际业务营收及利润率.....	7
图 9: Amazon 广告收入及同比增速.....	7
图 10: Amazon(AMZN.US) 2Q26 季度业绩速览.....	9

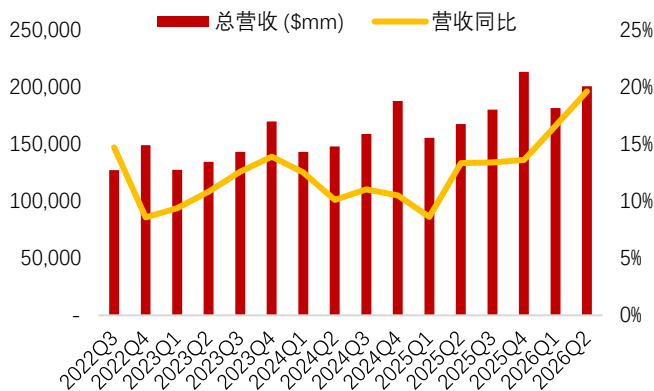
1.AWS 与订单加速兑现，高资本开支进入收入验证期

1.1 AWS 与高利润服务驱动利润增速快于收入

AWS 增速创近 18 个季度新高，推动亚马逊收入与营业利润同步提速。26Q2 亚马逊实现营业收入 2006 亿美元，同比增长 20%；营业利润 275 亿美元，同比增长 43%，营业利润率由上年同期的 11.4% 提升至 13.7%。分部看，北美业务收入 1162 亿美元，同比增长 16%，营业利润 91 亿美元；国际业务收入 422 亿美元，同比增长 15%，营业利润 17 亿美元；AWS 收入 422 亿美元，同比增长 37%，营业利润 166 亿美元。AWS 贡献约 61% 的公司营业利润，仍是整体盈利增长的主要来源。

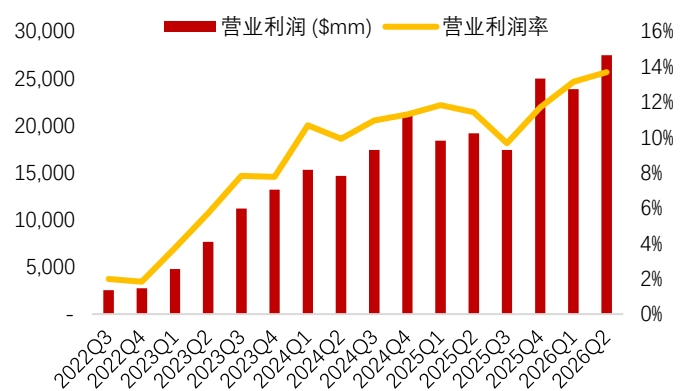
净利润增长主要受到非经营性投资收益推动，营业利润更能反映本季度真实经营表现。本季度净利润达到 626 亿美元，同比增长 245%，其中包含 534 亿美元非经营性税前收益，主要来自 Anthropic 投资的公允价值变动。因此，净利润和 EPS 并不能完全反映主营业务趋势；剔除投资收益扰动后，公司经营改善主要来自 AWS 增速提升、云业务利润率扩张以及北美和国际零售业务盈利增长

图1：公司营业收入及同比增速



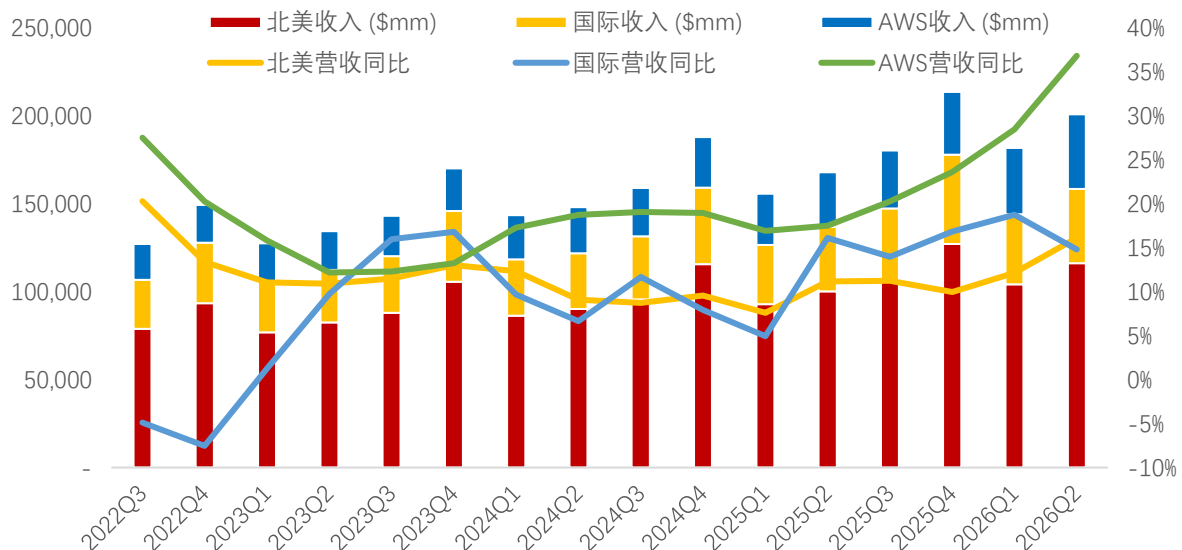
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2：公司营业利润及营业利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：Amazon 三大分部营收



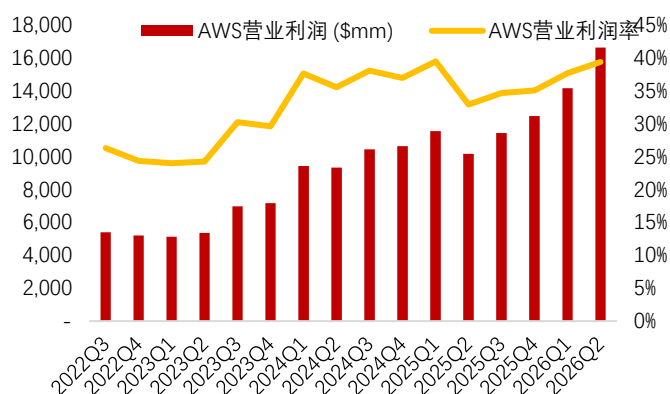
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 AWS 与订单：收入和积压订单同步加速，新增算力开始集中兑现

AWS 收入增速显著提升，新增基础设施供给正在加快转化为收入。 26Q2 AWS 收入达到 422 亿美元，同比增长 36.7%，较上一季度的 28% 明显加速，为近 18 个季度最高增速；AWS 年化收入规模达到约 1690 亿美元。AWS 营业利润达到 166 亿美元，同比增长 64%，营业利润率由上年同期的 32.9% 提高至 39.4%，同比提升约 6.5 个百分点。

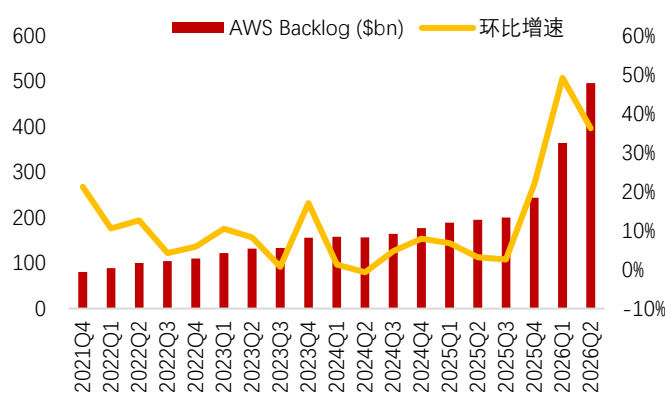
积压订单大幅增加，提升了未来 AWS 收入增长的可见度。 期末 AWS 积压订单达到 4960 亿美元，较上一季度的 3640 亿美元增加 1320 亿美元。管理层表示，即使将 2026 年资本开支上调至 2200 亿美元，公司仍无法完全满足今年的算力需求；2027 年大部分新增算力已经被客户预订，2028 年也已有较多容量获得客户承诺。订单与收入同步加速，阶段性缓解了市场对 AWS 份额流失和资本开支回报不足的担忧。

图4：公司 AWS 营业利润与利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：公司 AWS 积压订单 (Backlog) 及环比变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 AI 与自研芯片：商业化规模开始形成，全栈布局强化成本与供给优势

AWS 的 AI 和自研芯片业务均已形成超过 250 亿美元的年化收入规模。 公司披露，AWS AI 业务年化收入超过 250 亿美元，自研芯片业务年化收入同样超过 250 亿美元，二者均保持三位数同比增长。相比单纯依靠第三方 GPU 提供算力，亚马逊已能够通过 Trainium、Graviton 和 Nitro 覆盖 AI 训练、推理及通用计算，在需求快速增长和 GPU 供给受限的背景下扩大可用算力。Anthropic 和 OpenAI 均已对 Trainium 作出多年、数吉瓦级的使用承诺，Uber、Pinterest 及多家 AI 初创公司也在扩大使用。Graviton 已覆盖 AWS 前 1000 大 EC2 客户中的 98%，Graviton5 较上一代实现更高计算性能，并提供相较同类实例约 30%—40% 的性价比优势。

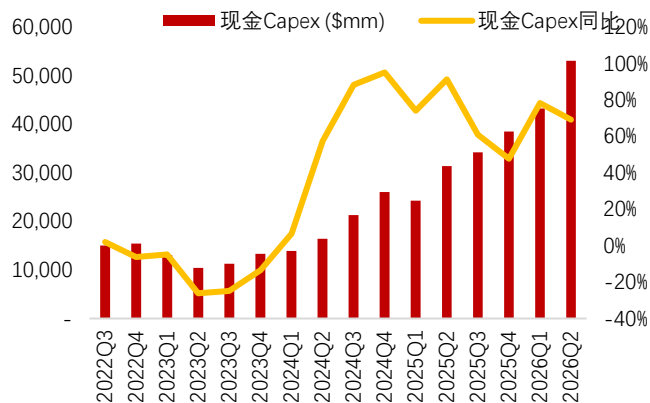
1.4 资本开支与现金流：投入继续前置，订单支撑提高未来回报确定性

资本开支继续上调，亚马逊仍处于 AI 基础设施建设的高峰期。 26Q2 购买物业及设备扣除资产出售和激励后的现金支出约 531 亿美元，主要用于 AWS 数据中心、服务器、生成式 AI 基础设施及其他技术项目。公司将 2026 年资本开支预期由约 2000 亿美元上调至约 2200 亿美元，除需求增长外，内存等关键组件价格上涨也是指引提高的重要原因。

即使投入 2200 亿美元，算力供给仍无法完全满足客户需求。管理层表示，公司仍无法满足 2026 年的全部需求，2027 年大部分新增产能已被预订，2028 年亦已有客户承诺；同时重申 2027 年底电力容量将较 2025 年底接近翻倍。这意味着亚马逊当前面临的主要问题仍是算力交付速度，而非需求不足。

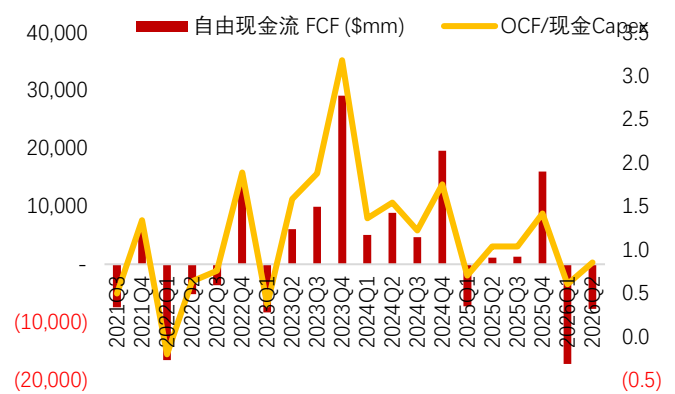
经营现金流仍保持增长，但资本开支前置已使自由现金流转负。截至 26Q2 的过去 12 个月经营现金流达到 1614 亿美元，同比增长 33%；同期自由现金流由上年同期流入 182 亿美元转为流出 76 亿美元。自由现金流下降主要源于物业及设备净购买额同比增加 661 亿美元，公司明确表示增量主要与 AI 投资有关。

图6：公司现金 CapEx 及同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7：公司季度自由现金流 FCF 及 OCF/现金 CapEx



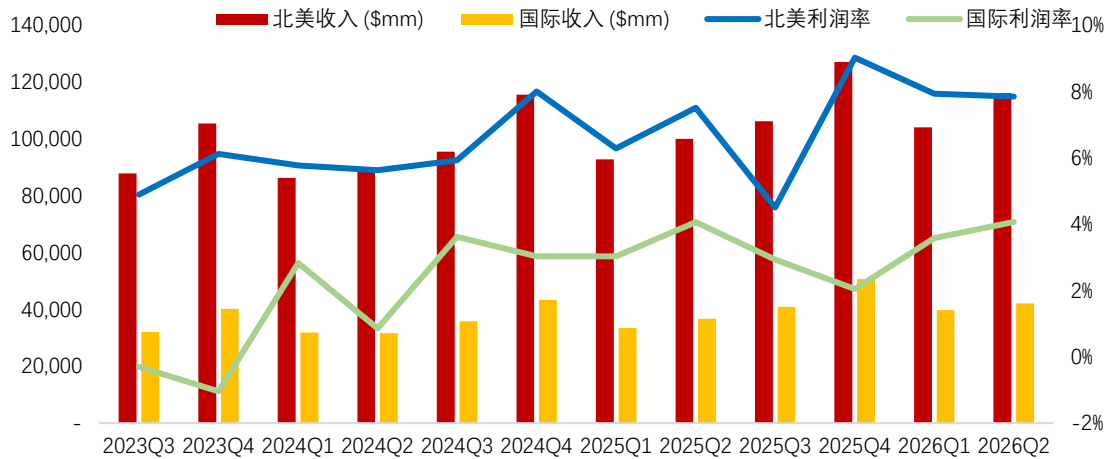
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.5 零售与广告：零售利润保持增长，高利润服务为 AI 投入提供缓冲

北美和国际零售业务均保持收入和利润增长，零售经营效率继续改善。26Q2 北美业务收入同比增长 16% 至 1162 亿美元，营业利润同比增长 21% 至 91 亿美元，营业利润率维持在约 7.9%；国际业务收入同比增长 15% 至 422 亿美元，营业利润同比增长 15% 至 17 亿美元，营业利润率提升至约 4.1%。配送速度提升、仓储网络优化和更高的服务收入占比，继续支撑零售业务盈利。

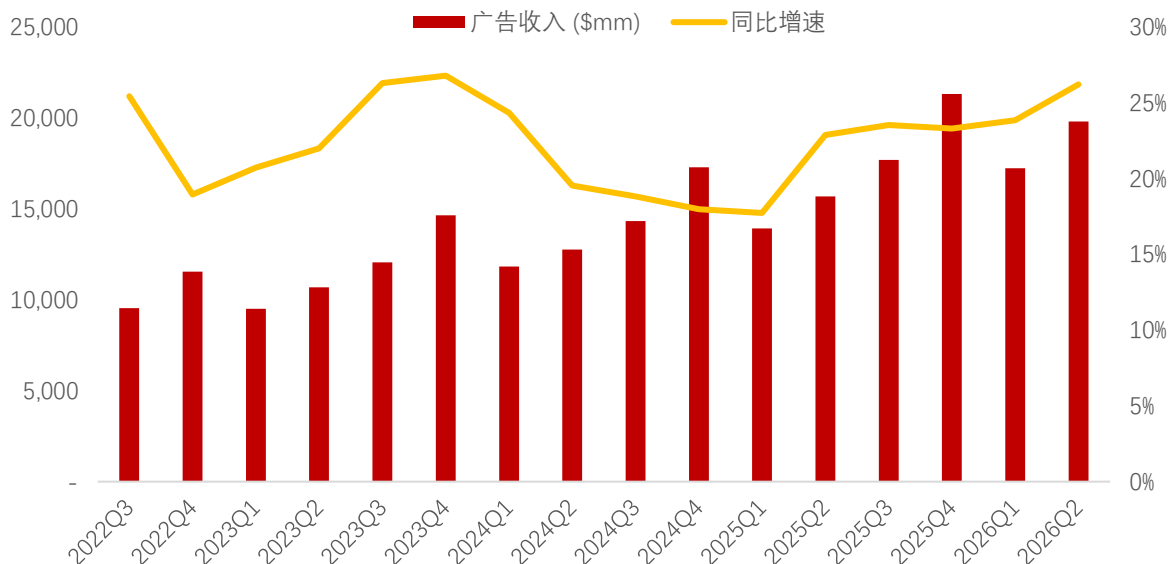
广告业务继续明显快于零售增长，成为公司重要的高利润收入来源。26Q2 广告收入达到 198 亿美元，同比增长 26%，增速较上一季度的 22% 进一步提升；在线商店收入同比增长 15% 至 704 亿美元，第三方卖家服务收入同比增长 16% 至 468 亿美元。广告、第三方服务与 AWS 收入占比提升，有助于改善公司收入结构，并为大规模 AI 资本开支提供利润缓冲。

图8: Amazon 北美与国际业务营收及利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9: Amazon 广告收入及同比增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 风险提示

2.1 AI 基础设施投入回报不及预期

亚马逊将 2026 年资本开支预期上调至约 2200 亿美元，主要用于 AWS、数据中心、生成式 AI 及自研芯片。虽然当前 AWS 收入、积压订单和产能预订均保持较快增长，但若企业 AI 应用落地、推理需求或新增算力利用率低于预期，折旧、能源及数据中心运营成本可能先于收入释放，压制利润率和资本回报率。

2.2 高资本开支持续压制自由现金流

截至 2026Q2 的过去 12 个月，经营现金流达到 1614 亿美元，但自由现金流已由上年同期流入 182 亿美元转为流出 76 亿美元，主要由于 AI 相关物业及设备投入大幅增加。若

资本开支继续增长，而新增产能投产或收入确认进度放缓，自由现金流改善时间可能晚于预期，并增加外部融资需求。

2.3 AWS 增速及积压订单转化不及预期

AWS 本季度收入同比增长 36.7%，积压订单达到 4960 亿美元，市场对后续云收入兑现的预期已明显提高。但积压订单并不等同于短期收入，其转化仍受数据中心交付、客户部署进度、实际使用量及合同调整影响。若新增算力上线延迟或客户需求释放节奏放缓，AWS 收入和利润率可能低于预期。

2.4 零售、广告及宏观环境风险

亚马逊零售和广告业务仍受到消费需求、通胀、汇率、关税及国际贸易政策影响。若消费者支出走弱、广告主预算下降或履约成本重新上升，北美和国际业务利润率可能承压，并削弱零售与广告业务对 AI 资本开支的利润缓冲。

图10: Amazon(AMZN.US) 2Q26 季度业绩速览

Amazon(AMZN.US) 2Q26 季度业绩										
美元 (百万)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	26Q2 彭博一致预期	一致性预期差值
1. 收入	158,877	187,792	155,667	167,702	180,169	213,386	181,500	200,606	197,012	1.8%
YoY (%)	11.0%	10.5%	8.6%	13.3%	13.4%	13.6%	16.6%	19.6%		
a. 北美电商	95,537	115,586	92,887	100,068	106,267	127,083	104,143	116,177	113,935	2.0%
YoY (%)	8.7%	9.5%	7.6%	11.1%	11.2%	9.9%	12.1%	16.1%		
b. 国际电商	35,888	43,420	33,513	36,761	40,896	50,724	39,789	42,197	42,711	-1.2%
YoY (%)	11.7%	7.9%	4.9%	16.1%	14.0%	16.8%	18.7%	14.8%		
c. 亚马逊网络服务 (AWS)	27,452	28,786	29,267	30,873	33,006	35,579	37,587	42,232	40,574	4.1%
YoY (%)	19.1%	18.9%	16.9%	17.5%	20.2%	23.6%	28.4%	36.8%		
零售营业收入拆分										
a. 线上商城	61,411	75,556	57,407	61,485	67,407	82,988	64,254	70,432	69,924	0.7%
YoY (%)	7.2%	7.1%	5.0%	11.0%	9.8%	9.8%	11.9%	14.6%		
b. 实体商店	5,228	5,579	5,533	5,595	5,578	5,855	5,785	5,794	5,868	-1.3%
YoY (%)	5.4%	8.3%	-6.4%	7.5%	6.7%	4.9%	4.6%	3.6%		
c. 3P 商家	37,864	47,485	36,512	40,348	42,486	52,816	41,578	46,780	46,147	1.4%
YoY (%)	10.3%	9.0%	5.5%	11.5%	12.2%	11.2%	13.9%	15.9%		
d. 订阅服务	11,278	11,508	11,715	12,208	12,574	13,122	13,427	13,730	13,752	-0.2%
YoY (%)	10.9%	9.7%	9.3%	12.4%	11.5%	14.0%	14.6%	12.5%		
e. 广告	14,331	17,288	13,921	15,694	17,703	21,317	17,243	19,809	19,316	2.6%
YoY (%)	18.8%	18.0%	17.7%	22.9%	23.5%	23.3%	23.9%	26.2%		
f. 其他	1,313	1,590	1,312	1,499	1,415	1,709	1,645	1,829	1,658	10.3%
YoY (%)	7.1%	16.8%	4.0%	19.0%	7.8%	7.5%	25.4%	22.0%		
2. 毛利	77,900	88,899	78,691	86,893	91,499	103,427	94,056	104,828	103,071	1.7%
YoY (%)	14.5%	14.8%	11.3%	17.1%	17.5%	16.3%	19.5%	20.6%		
毛利率	49.0%	47.3%	50.6%	51.8%	50.8%	48.5%	51.8%	52.3%	52.2%	0.1%
3. 经营利润	17,411	21,203	18,405	19,171	17,422	24,977	23,852	27,461	23,611	16.3%
YoY (%)	55.6%	60.5%	20.2%	30.7%	0.1%	17.8%	29.6%	43.2%		
经营利润率	11.0%	11.3%	11.8%	11.4%	9.7%	11.7%	13.1%	13.7%	12.0%	14.2%
a. 北美电商	5,663	9,256	5,841	7,517	4,789	11,472	8,267	9,123	8,499	7.3%
经营利润率	5.9%	8.0%	6.3%	7.5%	4.5%	9.0%	7.9%	7.9%	7.5%	5.7%
b. 国际电商	1,301	1,315	1,017	1,494	1,199	1,040	1,424	1,717	1,898	-9.5%
经营利润率	3.6%	3.0%	3.0%	4.1%	2.9%	2.1%	3.6%	4.1%	3.8%	8.9%
c. 亚马逊网络服务 (AWS)	10,447	10,632	11,547	10,160	11,434	12,465	14,161	16,621	13,695	21.4%
经营利润率	38.1%	36.9%	39.5%	32.9%	34.6%	35.0%	37.7%	39.4%	33.5%	17.5%
4. 经调整净利润	20,167	23,950	20,041	23,326	25,016	21,192	30,255	62,647	25,123	149.4%
YoY (%)	49.0%	52.6%	39.7%	24.1%	24.0%	-11.5%	51.0%	168.6%		
经调整净利润率	12.7%	12.8%	12.9%	13.9%	13.9%	9.9%	16.7%	31.2%		
资本开支	-22,620	-27,834	-25,019	-32,183	-35,095	-39,522	-44,203	-54,208	-49,406	-9.7%
自由现金流	47,747	38,219	25,925	18,184	14,788	11,193	1,232	-7,604	-1,687	-350.6%
经营费用										
销售费用	10,609	13,124	9,763	11,416	11,686	14,264	10,314	11,698	12,927	-9.5%
销售费用率	6.7%	7.0%	6.3%	6.8%	6.5%	6.7%	5.7%	5.8%		
研发费用	22,245	23,571	22,994	27,166	28,962	29,399	29,567	33,158	33,268	-0.3%
研发费用率	14.0%	12.6%	14.8%	16.2%	16.1%	13.8%	16.3%	16.5%	16.8%	-1.6%
管理费用	2,713	2,863	2,628	2,965	2,875	2,704	2,587	2,788	3,169	-12.0%
管理费用率	1.7%	1.5%	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%		
履约费用	24,660	27,962	24,593	25,976	27,679	30,826	27,289	29,633	29,789	-0.5%
履约费用率	15.5%	14.9%	15.8%	15.5%	15.4%	14.4%	15.0%	14.8%		

资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

注: 数据截至 7 月 30 日

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买 入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增 持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中 性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减 持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看 好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中 性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看 淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn